

## 万华化学 (600309.SH)

## 新材料业务将是公司未来最大看点

事件：公司发布 2022 年三季报，2022 年前三季度公司实现营收 1304 亿元，同比增长 21.53%，实现归母净利润为 136.08 亿元，同比下降 30.36%。其中三季度单季实现净利润 32.25 亿元，同比下降 46.35%，环比下降 35.61%。我们认为公司利润有所收窄主要是由于 MDI 需求有所下降，导致 MDI 价格走低，同时高价格原材料需要时间消化。

□ 全球需求走弱，三季度产品价格有所下降。2022 年三季度，原油等大宗原材料价格仍保持高位，其中纯苯均价 8,397 元/吨，同比上涨 4.08%；煤炭均价 1,128 元/吨，同比上涨 6.92%，丙烷 CP 均价 682 美元/吨，同比上涨 5.25%；丁烷 CP 均价 672 美元/吨，同比上涨 3.86%。而公司主要产品受到需求下跌影响，产品价格有所回调，根据百川盈孚统计，聚合 MDI 二季度市场均价 15703 元/吨，环比下降 12.19%，纯 MDI 三季度均价 19836 元/吨，环比下降 7.81%；石化产品各有涨跌，但总体涨幅低于原材料价格涨幅。这主要是由于三季度受到全国各地房地产开工下滑影响，国内需求有所下滑，MDI 下游家具产业需求减少。

□ 精细化学品板块增速最快，我们认为这将是万华未来最大的看点。三季度情况分产品板块来看，聚氨酯板块销量 107 万吨，环比减少 4.5%，石化板块销量 283 万吨，环比减少 8.7%，精细化学品板块销量 24 万吨，环比增加 4.3%。营收方面，聚氨酯板块实现营收 488.63 亿元，同比提高 10.8%，石化板块实现营收 563.12 亿元，同比提高 31.9%，精细化学品板块实现营收 152.64 亿元，同比提高 41.3%。可以看到精细化学品板块营收增长最为迅速。从 2019 年开始，公司开始大力发展精细化学品及新材料板块，实施多项投资或建设计划。2022 年 1 月 14 日，眉山基地年产 5 万吨磷酸铁锂正极材料项目正式开工。另外根据环评公示，公司在蓬莱规划 20 万吨 POE 一期项目，这标志着公司突破国际技术封锁，可以生产具有自主知识产权的 POE 产品，填补了国内空白。POE 产品技术壁垒极高，只有国外几大化工巨头公司拥有核心技术知识和专利，我国每年 POE 进口量约为 40 万吨左右，对外依存度为 100%。万华凭借乙烯项目满足自身 POE 原材料辛己烯供给，切入一个足以媲美 MDI 行业的赛道。与此同时 10 月 24 日公司设计产能 4 万吨/年尼龙 12 项目于近期正式投产并产出合格产品，这标志着万华化学成为拥有尼龙 12 全产业链制造核心技术和规模化生产制造能力的企业，将进一步提升公司综合竞争力。我们认为万华正积极投资布局壁垒较高的精细化学品板块，未来这将是万华增速最快的业务，也将成为万华发展的第三生命曲线。

□ 积极投资布局蓬莱工业园，万华新项目投产将提速。4 月 8 日，公司发布公告，计划在蓬莱工业园投资 231 亿，建设高性能新材料一体化及配套项目。蓬莱工业园与烟台工业园直线距离约 40 公里，公司计划通过 LPG、乙烯等输送管线实现主要原料互联互通，一体化共享各自园区产业链优势，提升上下游协同效率。由于公司拥有从前端基础研究到中试放大、产业化、安全环保及产品应用等完整的研发体系，蓬莱工业园内项目大多采用自主研发或迭代后的技术，具有绿色、环保、高效、低成本的竞争优势，为后续高端精细化学品及高端新材料的产业化奠定基础。凭借高端新材料项目，虽然随着产品价格涨跌，公司业绩可能会有周期性波动，但由于产品众多，周期性在不断减少，长期来看，未来利润中枢将确定性的不断上移。

□ 给予“增持”投资评级。预计公司 2022-2024 年实现收入 1720 亿、1932 亿和 2505 亿元，实现归母净利润 176 亿、213 亿和 307 亿，EPS 分别为 5.61 元、6.79 元

## 增持-A (维持)

周期/化工

目标估值：NA

当前股价：86.05 元

## 基础数据

总股本 (万股)	313975
已上市流通股 (万股)	313975
总市值 (亿元)	2702
流通市值 (亿元)	2702
每股净资产 (MRQ)	23.6
ROE (TTM)	25.3
资产负债率	63.9%
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限公司
主要股东持股比例	21.58%

## 股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-3	11	-17
相对表现	1	17	7



资料来源：公司数据、招商证券

## 相关报告

- 1、《万华化学 (600309) 一半年报业绩符合预期，看好公司长期发展》2022-07-29
- 2、《万华化学 (600309) 一季报业绩符合预期，多线布局支持企业长期发展》2022-04-27
- 3、《万华化学 (600309) 一万华突破世界级技术难题，掌握规模化生产聚乳酸工艺》2022-03-24

周铮 S1090515120001

✉ zhouzheng3@cmschina.com.cn

曹承安 S1090520080002

✉ caochengan@cmschina.com.cn

赵晨曦 研究助理

✉ zhaochenxi@cmschina.com.cn

和 9.79 元，PE 分别为 15.3 倍、12.7 倍和 8.8 倍，给予“增持”投资评级。

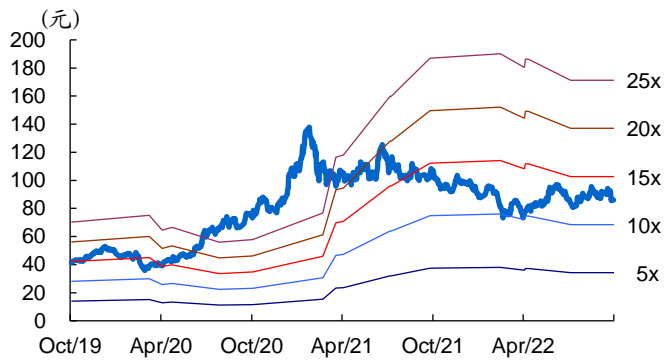
- 风险提示：产品价格大幅波动的风险，产能建设不达预期的风险，原油价格大幅波动风险

财务数据与估值

会计年度	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入(百万元)	73433	145538	171984	193241	250537
同比增长	8%	98%	18%	12%	30%
营业利润(百万元)	11825	29425	21072	25492	36642
同比增长	-4%	149%	-28%	21%	44%
归母净利润(百万元)	10041	24649	17605	21332	30734
同比增长	-1%	145%	-29%	21%	44%
每股收益(元)	3.20	7.85	5.61	6.79	9.79
PE	26.9	11.0	15.3	12.7	8.8
PB	5.5	3.9	3.6	3.0	2.3

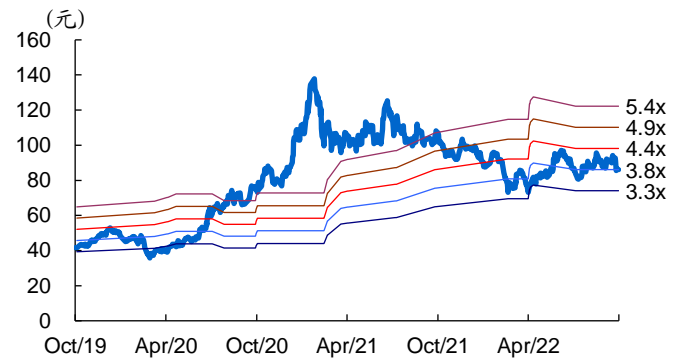
资料来源：公司数据、招商证券

图 1：万华化学历史 PE Band



资料来源：公司数据、招商证券

图 2：万华化学历史 PB Band



资料来源：公司数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>流动资产</b>	40526	72291	60266	68562	82585
现金	17574	34216	14058	16870	16185
交易性投资	62	694	694	694	694
应收票据	0	0	0	0	0
应收款项	6309	8646	10194	11454	14850
其它应收款	692	1394	1647	1851	2400
存货	8704	18282	22872	25567	32764
其他	7186	9058	10800	12125	15691
<b>非流动资产</b>	93226	118018	125449	132033	137865
长期股权投资	1314	3930	3930	3930	3930
固定资产	56371	65233	73594	81014	87599
无形资产商誉	8291	9247	8322	7490	6741
其他	27250	39609	39603	39599	39595
<b>资产总计</b>	<b>133753</b>	<b>190310</b>	<b>185715</b>	<b>200594</b>	<b>220450</b>
<b>流动负债</b>	68134	98002	86952	85442	80477
短期借款	38245	53873	38589	32123	13925
应付账款	17493	20390	25521	28528	36558
预收账款	2879	4434	5549	6203	7950
其他	9517	19305	17292	18587	22044
<b>长期负债</b>	13968	20612	20612	20612	20612
长期借款	11822	15644	15644	15644	15644
其他	2146	4968	4968	4968	4968
<b>负债合计</b>	<b>82102</b>	<b>118614</b>	<b>107564</b>	<b>106054</b>	<b>101088</b>
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积金	2161	2161	2161	2161	2161
留存收益	43479	63198	69375	85426	109760
少数股东权益	2870	3197	3476	3814	4301
归属于母公司所有者权益	48780	68499	74675	90726	115060
<b>负债及权益合计</b>	<b>133753</b>	<b>190310</b>	<b>185715</b>	<b>200594</b>	<b>220450</b>

现金流量表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>经营活动现金流</b>	16850	27922	29175	32249	40854
净利润	10415	25039	17884	21670	31221
折旧摊销	5236	7228	8272	9120	9871
财务费用	1229	2086	3646	2936	2188
投资收益	(179)	(492)	(952)	(952)	(952)
营运资金变动	288	(4828)	317	(532)	(1486)
其它	(140)	(1111)	8	6	13
<b>投资活动现金流</b>	(23855)	(28758)	(14753)	(14753)	(14753)
资本支出	(23236)	(27000)	(15705)	(15705)	(15705)
其他投资	(619)	(1758)	952	952	952
<b>筹资活动现金流</b>	19813	17587	(34580)	(14684)	(26786)
借款变动	26158	27432	(19505)	(6466)	(18199)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(0)	(1)	0	0	0
股利分配	(5149)	(11303)	(11429)	(5282)	(6400)
其他	(1196)	1459	(3646)	(2936)	(2188)
<b>现金净增加额</b>	<b>12807</b>	<b>16751</b>	<b>(20158)</b>	<b>2812</b>	<b>(685)</b>

利润表

单位：百万元	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>营业总收入</b>	73433	145538	171984	193241	250537
营业成本	53766	107317	134320	150148	192413
营业税金及附加	676	880	1039	1168	1514
营业费用	2939	1052	3956	4445	5762
管理费用	1420	1892	5160	5797	7516
研发费用	2043	3168	3744	4206	5454
财务费用	1076	1479	3646	2936	2188
资产减值损失	(603)	(1278)	0	0	0
公允价值变动收益	(6)	7	7	7	7
其他收益	742	453	453	453	453
投资收益	179	492	492	492	492
<b>营业利润</b>	11825	29425	21072	25492	36642
营业外收入	23	97	97	97	97
营业外支出	116	371	371	371	371
<b>利润总额</b>	11732	29151	20798	25218	36368
所得税	1317	4112	2913	3548	5148
少数股东损益	373	391	279	338	487
<b>归属于母公司净利润</b>	10041	24649	17605	21332	30734

主要财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>年成长率</b>					
营业总收入	8%	98%	18%	12%	30%
营业利润	-4%	149%	-28%	21%	44%
归母净利润	-1%	145%	-29%	21%	44%
<b>获利能力</b>					
毛利率	26.8%	26.3%	21.9%	22.3%	23.2%
净利率	13.7%	16.9%	10.2%	11.0%	12.3%
ROE	22.0%	42.0%	24.6%	25.8%	29.9%
ROIC	13.0%	21.4%	15.2%	17.7%	22.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	61.4%	62.3%	57.9%	52.9%	45.9%
净负债比率	37.9%	38.7%	29.2%	23.8%	13.4%
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.5	0.6	0.4	0.5	0.6
<b>营运能力</b>					
总资产周转率	0.6	0.9	0.9	1.0	1.2
存货周转率	6.2	8.0	6.5	6.2	6.6
应收账款周转率	13.7	19.5	18.3	17.9	19.0
应付账款周转率	3.2	5.7	5.9	5.6	5.9
<b>每股资料(元)</b>					
EPS	3.20	7.85	5.61	6.79	9.79
每股经营净现金	5.37	8.89	9.29	10.27	13.01
每股净资产	15.54	21.82	23.78	28.90	36.65
每股股利	2.32	3.64	1.68	2.04	2.94
<b>估值比率</b>					
PE	26.9	11.0	15.3	12.7	8.8
PB	5.5	3.9	3.6	3.0	2.3
EV/EBITDA	20.6	9.7	11.1	9.8	7.5

资料来源：公司数据、招商证券

## 分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

**周铮：**招商证券化工行业首席分析师。金融学硕士，2015年加入招商证券。曾供职于天相投顾、华创证券、方正证券。

**曹承安：**招商证券化工行业高级分析师。上海交通大学硕士，2020年加入招商证券，曾供职于中化国际、浙商证券。

**赵晨曦：**招商证券化工行业研究员。化学工程硕士，2021年加入招商证券，曾供职于中国节能、首创证券。

**连莹：**招商证券化工行业研究员。复旦大学化学博士，2022年加入招商证券。

**姚姿宇：**招商证券化工行业研究员。香港科技大学硕士，2022年加入招商证券，曾供职于中泰证券。

## 评级说明

报告中所涉及的投资评级采用相对评级体系，基于报告发布日后 6-12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期当地市场基准指数的市场表现预期。其中，A 股市场以沪深 300 指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 指数为基准。具体标准如下：

### 股票评级

**强烈推荐：**预期公司股价涨幅超越基准指数 20%以上

**增持：**预期公司股价涨幅超越基准指数 5-20%之间

**中性：**预期公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

**减持：**预期公司股价表现弱于基准指数 5%以上

### 行业评级

**推荐：**行业基本面向好，预期行业指数超越基准指数

**中性：**行业基本面稳定，预期行业指数跟随基准指数

**回避：**行业基本面转弱，预期行业指数弱于基准指数

## 重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。