

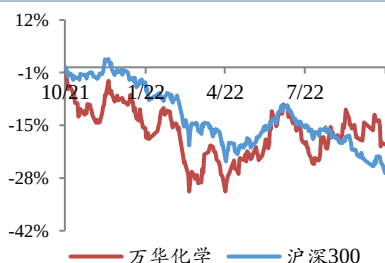
短期需求偏弱业绩承压，长期产能释放贡献增量

投资评级：买入（维持）

报告日期：2022-10-25

收盘价（元） **86.05**
 近12个月最高/最低（元） **105.8/73.16**
 总股本（百万股） **3,140**
 流通股本（百万股） **3,140**
 流通股比例（%） **100.00**
 总市值（亿元） **2,702**
 流通市值（亿元） **2,702**

公司价格与沪深300走势比较


分析师：尹沿技

执业证书号：S0010520020001

电话：021-60958389

邮箱：yinyj@hazq.com

联系人：王强峰

执业证书号：S0010121060039

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 万华化学系列深度之一：MDI 盈利筑底，新材料放量在即 2022-09-15

2. 乙烯二期审批通过，POE 规划产能翻倍 2022-08-23

3. 成本压力下彰显业绩韧性，新材料加速布局成长可期 2022-07-29

主要观点：

● 事件描述

2022年10月24日晚，万华化学发布2022年三季报，公司第三季度营业收入413.02亿元，同比增长4.14%，环比减少12.74%；归母净利润32.25亿元，同比减少46.35%，环比减少35.61%；扣非后归母净利润为31.68亿元，同比减少47.92%，环比减少35.02%。公司前三季度营业收入1304.2亿元，同比增长21.53%；归母净利润136.08亿元，同比减少30.36%；扣非后归母净利润为133.90亿元，同比减少30.54%。

● Q3 成本需求双重承压，营收与盈利均出现回落

2022 Q3，公司营收环比出现下滑，业绩整体符合预期。2021年烟台MDI装置技改、乙烯PO/SM项目以及各项新材料产能顺利投产，使得2022年前三季度三大板块营收实现正增长。但Q3下游需求不振，公司聚氨酯及石化产品产销量环比均出现下滑，导致Q3业绩环比下滑。具体看，Q3聚氨酯系列产品产量/销量/营业收入分别为101万吨/107万吨/156.17亿，同比增速分别为4.94%/5.82%/-0.38%，环比增速分别为-11.40%/-4.46%/-11.30%。Q3石化系列产品产量/销量/营业收入分别为112万吨/283万吨/171.01亿，同比增速分别为25.93%/8.33%/9.39%，环比增速分别为1.82%/-8.71%/-16.2%。Q3新材料系列产品产量/销量/营业收入分别为25万吨/24万吨/48.23亿，同比增速分别为28.10%/18.94%/14.52%，环比增速分别为8.70%/4.35%/-10.20%。

图表1 2022 1-3 季度公司主营产品产销量和营收同比增速

主产品	产量 (万吨)	同比增 速	销量 (万吨)	同比增 速	营收 (亿元)	同比增 速
聚氨酯系列	316	6.14%	314	8.05%	488.64	10.81%
石化系列	340	22.48%	893	15.97%	563.12	31.91%
精细化学品	71	28.55%	68	27.65%	152.64	41.30%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

图表2 2022 Q3 公司主营产品产销量和营收同比增速

主要 产品	产量 (万吨)	同比增 速	销量 (万吨)	同比增 速	营收 (亿元)	同比增 速/%
聚氨酯系列	101	4.94%	107	5.82%	156.17	-0.38%

石化系列	112	25.93%	283	8.33%	171.01	9.39%
新材料系列	25	28.10%	24	18.94%	48.23	14.52%

资料来源：公司公告，华安证券研究所

成本上涨价格回落，盈利能力短期承压。受国际局势动荡影响，国际油价持续上涨，万华主要化工原料、BC 公司能源成本均出现上涨，公司 2022Q3 销售毛利率 12.99%，同比减少 13.91%，环比减少 3.60%。原料方面，2022 年三季度纯苯均价 8397 元/吨，同比上涨 4.08%，5000 大卡煤炭均价 1128 元/吨，同比上涨 6.92%，丙烷 CP 均价 682 美元/吨，同比上涨 5.52%；丁烷 CP 均价 672 美元/吨，同比上涨 3.86%。此外，国内宏观经济下行、疫情反复导致下游地产、纺织、汽车等领域需求不振，公司主营产品价格出现回落。第三季度纯 MDI 挂牌均价为 22367 元/吨，同比下降 3.31%；聚合 MDI 挂牌均价为 18600 元/吨，同比下降 8.23%；山东丙烯价格 7264 元/吨，同比下跌 6.75%；山东 MTBE 价格 7537 元/吨，同比上涨 29.82%；山东苯乙烯价格 9457 元/吨，同比上涨 4.49%；山东正丁醇价格 7145 元/吨，同比下跌 50.94%；山东丙烯酸价格 7,825 元/吨，同比下跌 43.51%；山东丙烯酸丁酯价格 9805 元/吨，同比下跌 46.46%；NPG 华东加氢价格 10325 元/吨，同比下跌 48.16%；华东 PP 拉丝价格 8043 元/吨，同比下跌 6.48%；华东 LLDPE 膜级价格 8077 元/吨，同比下跌 4.12%；华东乙烯法 PVC 价格 6772 元/吨，同比下跌 31.88%。

● 增加资本开支优化产品结构，巩固石化一体化产业链

公司依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，不断拓宽 C2、C3、C4 产业链，实现产业链联动和价值链协同。2022 年 4 月，公司计划投资 231 亿建设蓬莱工业园高性能新材料一体化项目，主要建设 90 万吨/年丙烷脱氢、50 万吨/年聚醚、40 万吨/年 POCHP、30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年 E0、30 万吨/年 E0D 等项目，预计于 2024 年 6 月开始陆续投产。同时公司乙烯二期项目审批通过，包括 120 万吨/年乙烯裂解装置、25 万吨/年低密度聚乙烯（LDPE）装置、2×20 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置、20 万吨/年丁二烯装置、55 万吨/年裂解汽油加氢装置（含 3 万吨/年苯乙烯抽提）、40 万吨/年芳烃抽提装置以及配套辅助工程和公用设施，项目总投资 176 亿元，项目计划于今年 10 月开工建设，预计 2024 年 12 月建成投产。公司持续对自有产业链进行延伸，有望进一步降低产品生产成本，提高产品市场化竞争力。

● MDI 及新材料产能有序投产，公司持续成长能力可期

公司巩固 MDI、TDI 技术与成本优势，新产能未来陆续投产。公司目前 MDI 总产能 265 万吨，升级迭代到第六代技术，后续有宁波 60 万吨技改项目、福建 40 万吨新建规划，预计福建 40 万吨 MDI 装置将于 2023 年初投产。TDI 方面，2022 年对万华福建 10 万吨

TDI 进行技改，预计 2023 年万华福建 TDI 产能将扩建到 25 万吨，同时综合成本有望进一步降低。

新材料陆续落地投产，国产替代，新能源材料有望多点开花。公司围绕绿色发展布局可降解塑料及新能源材料，在四川眉山规划建设的一期改性塑料项目已经正式投产，二期 6 万吨 PBAT 生物降解聚酯完成中交，1 万吨锂电池三元材料项目已进入试生产阶段，5 万吨磷酸铁锂项目已开始开工建设。此外，4 万吨/年尼龙 12 项目于近期正式投产并产出合格产品，4.8 万吨柠檬醛及衍生物预计 2023 年投产，POE、PLA、半导体抛光垫等高性能材料处于规划中，公司在新材料板块快速发展将为其打开成长空间。

● 投资建议

预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 178.52、239.45、260.32 亿元，同比增速为-27.6%、34.1%、8.7%。当前股价对应 PE 分别为 15、11、10 倍。维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	145538	160262	185713	201450
收入同比 (%)	98.2%	10.1%	15.9%	8.5%
归属母公司净利润	24649	17852	23945	26032
净利润同比 (%)	145.5%	-27.6%	34.1%	8.7%
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	23.7%	23.5%
ROE (%)	36.0%	20.7%	21.7%	19.1%
每股收益 (元)	7.85	5.69	7.63	8.29
P/E	12.87	15.13	11.28	10.38
P/B	4.63	3.13	2.45	1.98
EV/EBITDA	9.12	8.62	8.17	7.54

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
流动资产	72291	44933	47689	43620					
现金	34216	1666	-994	-7879					
应收账款	8646	11243	13339	13523					
其他应收款	1394	1475	1757	1897					
预付账款	1367	1471	1829	1924					
存货	18282	20691	23373	25770					
其他流动资产	8386	8386	8386	8386					
非流动资产	118018	152207	175302	198239					
长期投资	3930	3930	3930	3930					
固定资产	65233	86977	103280	117414					
无形资产	7982	10643	12412	14248					
其他非流动资产	40873	50657	55680	62648					
资产总计	190310	197140	222991	241859					
流动负债	98002	84583	86233	78405					
短期借款	53873	24175	21157	12090					
应付账款	11403	18068	19901	20136					
其他流动负债	32726	42340	45176	46180					
非流动负债	20612	22425	22425	22425					
长期借款	15644	17457	17457	17457					
其他非流动负债	4968	4968	4968	4968					
负债合计	118614	107008	108658	100830					
少数股东权益	3197	3782	4453	5121					
股本	3140	3140	3140	3140					
资本公积	2161	2160	2160	2160					
留存收益	63198	81050	104580	130608					
归属母公司股东权益	68499	86350	109880	135908					
负债和股东权益	190310	197140	222991	241859					

现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
经营活动现金流	27922	45315	33429	35575					
净利润	24649	17852	23529	26028					
折旧摊销	8161	12326	7207	7851					
财务费用	2086	3110	2355	2053					
投资损失	-492	0	0	0					
营运资金变动	-7323	11087	-748	-1578					
其他经营现金流	32814	7705	25363	28825					
投资活动现金流	-28758	-46869	-30716	-31340					
资本支出	-26845	-46869	-30716	-31340					
长期投资	-1996	0	0	0					
其他投资现金流	83	0	0	0					
筹资活动现金流	17587	-30995	-5373	-11120					
短期借款	15628	-29698	-3018	-9067					
长期借款	3822	1813	0	0					
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	-1	0	0	0					
其他筹资现金流	-1862	-3110	-2355	-2053					
现金净增加额	16711	-32550	-2660	-6885					

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

利润表					单位:百万元				
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
营业收入	145538	160262	185713	201450					
营业成本	107317	123835	141700	154060					
营业税金及附加	880	1267	1433	1455					
销售费用	1052	3144	2326	2644					
管理费用	1892	3099	3591	3896					
财务费用	1479	2528	2262	1994					
资产减值损失	-1075	-355	-415	-552					
公允价值变动收益	-7	0	0	0					
投资净收益	492	0	0	0					
营业利润	29425	21575	28819	31245					
营业外收入	97	0	0	0					
营业外支出	371	0	0	0					
利润总额	29151	21575	28819	31245					
所得税	4112	3138	4192	4545					
净利润	25039	18437	24628	26701					
少数股东损益	391	585	683	668					
归属母公司净利润	24649	17852	23945	26032					
EBITDA	39391	36784	38702	41642					
EPS (元)	7.85	5.69	7.63	8.29					

主要财务比率									
会计年度	2021A	2022E	2023E	2024E					
成长能力									
营业收入	98.2%	10.1%	15.9%	8.5%					
营业利润	148.8%	-26.7%	33.6%	8.4%					
归属于母公司净利润	145.5%	-27.6%	34.1%	8.7%					
获利能力									
毛利率 (%)	26.3%	22.7%	23.7%	23.5%					
净利率 (%)	16.9%	11.1%	12.9%	12.9%					
ROE (%)	36.0%	20.7%	21.7%	19.1%					
ROIC (%)	18.1%	15.1%	16.8%	16.2%					
偿债能力									
资产负债率 (%)	62.3%	54.3%	48.6%	41.6%					
净负债比率 (%)	165.4%	118.7%	94.5%	71.3%					
流动比率	0.74	0.53	0.56	0.56					
速动比率	0.54	0.27	0.27	0.21					
营运能力									
总资产周转率	0.76	0.81	0.83	0.83					
应收账款周转率	16.83	14.25	13.92	14.90					
应付账款周转率	9.41	6.85	7.15	7.65					
每股指标 (元)									
每股收益	7.85	5.69	7.63	8.29					
每股经营现金流薄)	8.89	14.43	10.76	11.36					
每股净资产	21.82	27.50	35.13	43.42					
估值比率									
P/E	12.87	15.13	11.28	10.38					
P/B	4.63	3.13	2.45	1.98					
EV/EBITDA	9.12	8.62	8.17	7.54					

重要声明

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。