

聚氨酯

万华化学（600309.SH）

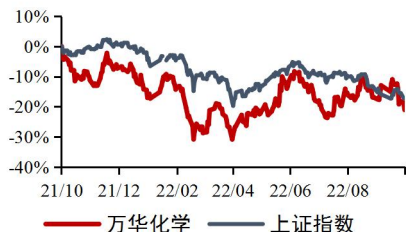
买入-B(首次)

强成本弱需求下业绩承压，看好未来成长

2022年10月26日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2022年10月25日

收盘价（元）：	83.50
年内最高/最低（元）：	112.00/73.50
流通A股/总股本(亿)：	31.40/31.40
流通A股市值（亿）：	2,621.69
总市值（亿）：	2,621.69

基础数据：2022年9月30日

基本每股收益：	4.33
摊薄每股收益：	4.33
每股净资产(元)：	24.84
净资产收益率：	18.26

分析师：

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

公司披露 2022 年三季报。前三季度公司实现营业收入 1304.2 亿元，同比+21.53%，归属母公司股东的净利润 136.08 亿元，同比-30.36%。其中，公司 2022 年第三季度实现营业收入 413.02 亿元，同比+4.14%，环比-12.74%；归属净利润 32.25 亿元，同比-46.35%，环比-35.62%。

强成本弱需求下，Q3 业绩有所下滑。受全球原油、天然气等基础能源价格大幅上涨影响，公司主要化工原料、欧洲公司能源成本同比大幅上涨。根据百川盈孚数据，截止 2022 年 10 月 19 日，国内动力煤参考价格为 1075 元/吨，同比+23.85%；国内纯苯年平均价格为 8418 元/吨，同比+16.35%；1-10 月丁烷市场月均价为 6190.81 元/吨，同比+33.41%；丙烷市场月均价为 6134.72 元/吨，同比+28.89%。分业务看，聚氨酯板块 Q3 销量为 101 万吨，同比+5.7%，环比-4.5%；石化板块销量为 283 万吨，同比+8.3%，环比-8.7%；精细化学品及新材料板块销量为 24 万吨，同比+18.9%，环比+4.3%。根据百川盈孚数据，2022 年 1-10 月 15 日，国内聚合 MDI 市场均价 17879 元/吨，同比-10.6%；纯 MDI 市场均价 21243 元/吨，同比-5.1%；TDI 均价 18208 元/吨，同比+30%。下游冰箱及冷柜的产量均有所下滑，叠加海外需求低迷。整体上成本端压力及弱需求使得业绩承压。

主要产品价格下跌，公司毛利率、ROE 有所下滑。公司销售毛利率 16.72%，同环比分别变化-12.81pct、-1.73pct；期间费用率 4.07%，同环比分别-3.07pct、+0.16pct；实现加权净资产收益率 19.21%，同环比分别变化-15.59pct、+4.57pct；经营活动产生的现金流量净额为 199.44 亿元，同比+14.08%。Q3 毛利率 12.99%，同环比分别变化-13.91pct、-3.6pct；ROE4.46%，同环比分别变化-5.41pct、-2.47pct；经营活动产生的现金流量净额为 56.61 亿元，同比-11.51%。

尼龙 12 项目正式投产，进一步提升公司综合竞争力。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，标志着公司成为拥有尼龙 12 全产业链制造核心技术和规模化生产制造能力的企业。尼龙 12 产品性能优异，为高端材料产业发展提供有力支撑，将进一步提升公司综合竞争力。

投资建议

我们预计公司 2022-2024 年归母公司净利润 183.01/253.26/280.56 亿元，对应 EPS 为 5.83/8.07/8.94 元，目前股价对应 2022-2024 年 PE 为 14.3/10.4/9.3 倍，首次“买入-B”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险、项目投产不及预期的风险、原材料

价格大幅波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	167,098	196,851	226,108
YoY(%)	7.9	98.2	14.8	17.8	14.9
净利润(百万元)	10,041	24,649	18,301	25,326	28,056
YoY(%)	-0.9	145.5	-25.8	38.4	10.8
毛利率(%)	26.8	26.3	20.0	21.1	21.1
EPS(摊薄/元)	3.20	7.85	5.83	8.07	8.94
ROE(%)	20.2	34.9	22.6	25.6	23.6
P/E(倍)	26.1	10.6	14.3	10.4	9.3
P/B(倍)	5.4	3.8	3.3	2.7	2.2
净利率(%)	13.7	16.9	11.0	12.9	12.4

数据来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总
资产负债表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	40526	72291	90364	102110	140124
现金	17574	34216	51867	56250	90549
应收票据及应收账款	6309	8646	10415	11245	13931
预付账款	781	1367	1194	1785	1651
存货	8704	18282	17984	23085	24484
其他流动资产	7159	9780	8904	9746	9509
非流动资产	93226	118018	129860	147507	162049
长期投资	1314	3930	6150	8594	10964
固定资产	56371	65233	82207	99054	112826
无形资产	6905	7982	8793	9493	10155
其他非流动资产	28636	40873	32711	30366	28104
资产总计	133753	190310	220224	249618	302172
流动负债	68134	98002	118849	130159	163868
短期借款	38245	53873	60000	80000	90000
应付票据及应付账款	17493	20390	34940	25869	45251
其他流动负债	12395	23739	23909	24290	28617
非流动负债	13968	20612	18938	19144	17338
长期借款	11822	15644	14911	14803	13101
其他非流动负债	2146	4968	4027	4341	4236
负债合计	82102	118614	137787	149303	181206
少数股东权益	2870	3197	3487	3889	4333
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2161	2161	2161	2161
留存收益	43104	63671	76342	93876	113301
归属母公司股东权益	48780	68499	78950	96426	116633
负债和股东权益	133753	190310	220224	249618	302172

现金流量表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	16850	27922	41867	19155	60579
净利润	10415	25039	18591	25727	28501
折旧摊销	5236	7228	7053	9221	11436
财务费用	1076	1479	1560	1787	1837
投资损失	-179	-492	-492	-492	-492
营运资金变动	-411	-7246	14791	-16958	19263
其他经营现金流	712	1915	364	-130	35
投资活动现金流	-23855	-28758	-18728	-26259	-25515
筹资活动现金流	19813	17587	-5488	11487	-765
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	3.20	7.85	5.83	8.07	8.94
每股经营现金流(最新摊薄)	5.37	8.89	13.33	6.10	19.29
每股净资产(最新摊薄)	15.54	21.82	25.15	30.71	37.15

利润表(百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	73433	145538	167098	196851	226108
营业成本	53766	107317	133740	155408	178476
营业税金及附加	676	880	1274	1345	1634
营业费用	2939	1052	3947	3036	4415
管理费用	1420	1892	2702	2871	3476
研发费用	2043	3168	4143	4583	5435
财务费用	1076	1479	1560	1787	1837
资产减值损失	-488	-1075	-1234	-1454	-1670
公允价值变动收益	-6	7	7	7	7
投资净收益	179	492	492	492	492
营业利润	11825	29425	21918	30226	33456
营业外收入	23	97	97	97	97
营业外支出	116	371	371	371	371
利润总额	11732	29151	21644	29952	33182
所得税	1317	4112	3053	4225	4681
税后利润	10415	25039	18591	25727	28501
少数股东损益	373	391	290	401	445
归属母公司净利润	10041	24649	18301	25326	28056
EBITDA	18684	38463	30256	40960	46455

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入(%)	7.9	98.2	14.8	17.8	14.9
营业利润(%)	-3.8	148.8	-25.5	37.9	10.7
归属于母公司净利润(%)	-0.9	145.5	-25.8	38.4	10.8
获利能力					
毛利率(%)	26.8	26.3	20.0	21.1	21.1
净利率(%)	13.7	16.9	11.0	12.9	12.4
ROE(%)	20.2	34.9	22.6	25.6	23.6
ROIC(%)	11.8	18.3	12.4	13.7	13.2
偿债能力					
资产负债率(%)	61.4	62.3	62.6	59.8	60.0
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.5	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.6	0.9	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	13.7	19.5	17.5	18.2	18.0
应付账款周转率	3.2	5.7	4.8	5.1	5.0
估值比率					
P/E	26.1	10.6	14.3	10.4	9.3
P/B	5.4	3.8	3.3	2.7	2.2
EV/EBITDA	16.0	8.0	9.8	7.6	6.2

数据来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。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。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区杨高南路 799 号陆家嘴世纪金融广场 3 号楼 802 室

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

