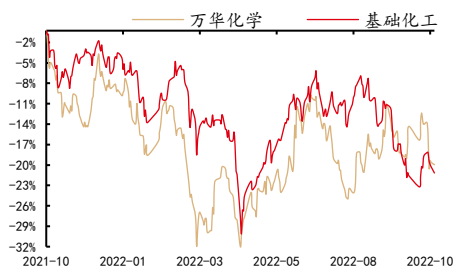


股票投资评级

推荐|首次覆盖

个股表现



资料来源：iFinD，中邮证券研究所

基本数据 (2022.10.25)

收盘价 (元/股)	83.50
52周内高 (元/股)	112.00
52周内低 (元/股)	73.50
总市值 (亿元)	2621.69
流通市值 (亿元)	2621.69
总股本 (亿股)	31.40
A股 (亿股)	31.40

研究所

分析师：钟浩

SAC 登记编号：S1340522080003

Email: zhonghao@cnpsec.com

万华化学 (600309.SH):
Q3 短期利润承压，新材料板块持续驱动成长
● 事件描述

万华化学公布 2022 年三季报：报告期内公司实现营业收入 1,304.20 亿元，同比+21.53%；归母净利润 136.08 亿元，同比-30.36%。

● 事件点评

Q3 业绩阶段性承压，短期盈利受损。2022 年 Q3 公司实现营收 413.02 亿元，同比+4.14%，环比-12.74%。实现归母净利润 32.25 亿元，同比-46.35%，环比-35.62%。Q3 毛利率 8.71%，环比-3.64pct，Q3 净利率 8.34%，环比-2.79pct。公司 Q3 业绩同、环比下滑的主要原因是主营产品销售价格下降，且主要原材料价格高企：Q3 纯苯均价 8,397 元/吨，同比上涨 4.08%；5000 大卡煤炭均价 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%。

聚氨酯、石化产品需求疲弱，新材料销量稳中有增。聚氨酯板块：Q3 实现营收 156.17 亿元，同比-0.38%，环比-11.32%；Q3 销量为 107 万吨，同比+5.81%，环比-4.46%；销售均价为 14,595.54 元/吨，同比-5.86%，环比-7.18%。Q3 公司 MDI 价格继续下跌主要是由于下游需求萎靡，在能源紧缺背景下欧洲化工品产能开工受限，传统检修季节也将进一步收紧供给端，预计四季度 MDI 价格将有望回升、TDI 价格将维持上涨趋势。**石化板块：**Q3 实现营收 171.01 亿元，同比+9.39%，环比-16.24%；Q3 销量为 283 万吨，同比+8.33%，环比-8.71%；销售均价为 6042.62 元/吨，同比+0.89%，环比-8.24%。根据公司公告，部分主营石化产品价格回落明显：丙烯、MTBE、正丁醇、丙烯酸丁酯、NPG 华东加氢、乙烯法 PVC 价格分别同比-6.75%/+29.82%/-50.94%/-46.46%/-48.16%/-31.88%。报告期内，受欧美高通胀及全球经济增速放缓等因素影响，石化板块需求较弱。**精细化学品及新材料板块：**Q3 实现营收 48.23 亿元，同比+14.52%，环比-10.24%；销量为 24 万吨，同比+18.94%，环比+4.35%；销售均价为 20,097.46 元/吨，同比-3.72%，环比-13.98%。新材料板块 Q3 销售价格因 PC 等产品景气度减弱有所下滑，但业务整体成长较为稳健，销量持续提升。

聚氨酯、石化业务持续扩张巩固龙头优势，新材料项目助力公司长远发展。聚氨酯与石化方面，福建 40 万吨/年 MDI 预计 2022 年年末至 2023 年一季度投产运行；宁波 60 万吨/年 MDI/HDI 技改扩能一体化等项目、福建 25 万吨/年 TDI 扩建项目预计将于 2023 年投产；乙烯二期项目已开工建设，其中包括 2x20 万吨/年 POE 聚烯烃弹性体等 7 套装置，预计将于 2024 年底全部建成投产；蓬莱工业园高性能新材料一体化项目预计于 2025 年之前投产，此项目包含 90 万吨/年丙烷脱氢、40 万吨/年环氧丙烷、30 万吨/年环氧乙烷、30 万吨/年聚丙烯、

16 万吨/年丙烯酸、16 万吨/年丙烯酸丁酯、2 万吨/年丙烯酸辛酯、50 万吨/年聚醚、30 万吨/年 EOD。蓬莱工业园与烟台工业园直线距离约 40 公里，主要原料将实现互联互通，共享各自园区产业链优势，提升上下游协同效率，公司作为行业龙头一体化的规模与成本优势将进一步凸显。**新材料方面**，公司围绕可降解塑料、新能源材料、香精香料、特种尼龙等领域持续布局。尼龙 12 项目已于近期正式投产并产出合格产品，此前只有四家海外化工企业具备相应产能，万华化学是全球第二家、亚洲第一家完全专利自主的尼龙 12 生产厂家，成功打破了该产品国外寡头垄断的局面；公司 48 万吨/年双酚 A 预计于 2022 年年底投产，可为后续扩产 PC 项目提供原料；4.8 万吨/年柠檬醛及其衍生物一体化项目、14 万吨/年产聚碳酸酯（PC）项目预计于 2023 年投产；5 万/吨磷酸铁锂项目预计于 2024 年投产。公司新材料业务依托公司现有平台多点布局，助力公司平滑周期，并为未来业绩提供多个有力增长点。

● 投资建议

我们预计公司 2022-2024 营业收入为 1,699.78 亿元、1,813.67 亿元、2,098.71 亿元，归母净利润为 178.54 亿元、211.73 亿元、294.20 亿元，按最新收盘价对应 PE 分别为 14.68 倍、12.38 倍、8.91 倍，首次覆盖给予“推荐”评级。

● 风险提示：

产品下游需求不及预期，原材料价格大幅波动，项目进度不及预期。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	145,537.82	169,977.73	181,367.39	209,871.14
增长率(%)	98.19%	16.79%	6.70%	15.72%
EBITDA(百万元)	39,659.38	30,885.34	36,660.31	46,772.27
归属母公司净利润(百万元)	24,648.75	17,853.82	21,172.82	29,419.88
增长率(%)	145.47%	-27.57%	18.59%	38.95%
EPS(元/股)	7.85	5.69	6.74	9.37
市盈率(P/E)	10.64	14.68	12.38	8.91
市净率(P/B)	21.82	25.00	31.75	41.12
EV/EBITDA	9.06	9.86	8.92	6.39

资料来源：iFinD，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2020A	2021E	2022E	2023E	主要财务比率	2020A	2021E	2022E	2023E
利润表					成长能力				
营业收入	145,538	169,978	181,367	209,871	营业收入	98.19%	16.79%	6.70%	15.72%
营业成本	107,317	137,069	144,545	162,292	营业利润	148.84%	-27.74%	17.72%	39.28%
税金及附加	880	1,343	1,399	1,515	归属于母公司净利润	145.47%	-27.57%	18.59%	38.95%
销售费用	1,052	3,335	2,811	2,770	获利能力				
管理费用	1,892	2,856	2,971	3,230	毛利率	26.26%	19.36%	20.30%	22.67%
研发费用	3,168	4,229	4,570	5,026	净利率	16.94%	10.50%	11.67%	14.02%
财务费用	1,479	1,533	1,482	1,608	ROE	35.98%	22.74%	21.24%	22.79%
资产减值损失	-1,075	-355	-415	-552	ROIC	18.26%	11.24%	10.75%	12.10%
营业利润	29,425	21,264	25,031	34,864	偿债能力				
营业外收入	97	41	35	32	资产负债率	62.33%	65.65%	61.26%	59.07%
营业外支出	371	116	102	98	流动比率	0.74	0.65	0.68	0.77
利润总额	29,151	21,189	24,965	34,798	营运能力				
所得税	4,112	2,750	3,188	4,623	应收账款周转率	19.46	19.10	16.96	18.44
净利润	25,039	18,439	21,777	30,175	存货周转率	10.79	10.11	9.34	10.14
归母净利润	24,649	17,854	21,173	29,420	总资产周转率	0.90	0.79	0.71	0.70
每股收益(元)	7.85	5.69	6.74	9.37	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	7.85	5.69	6.74	9.37
货币资金	34,216	51,038	45,492	90,151	每股净资产	21.82	25.00	31.75	41.12
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收	8,646	9,155	12,232	10,533	PE	10.64	14.68	12.38	8.91
预付款项	1,367	1,628	1,859	2,027	PB	3.83	3.34	2.63	2.03
存货	18,282	15,342	23,492	17,916	现金流量表				
流动资产合计	72,291	89,009	97,251	134,097	净利润	25,039	18,439	21,777	30,175
固定资产	65,233	91,383	105,210	118,883	折旧和摊销	8,161	8,189	10,239	10,359
在建工程	29,352	30,097	32,107	35,057	营运资本变动	-7,323	21,810	-23,407	20,552
无形资产	7,982	10,643	12,412	14,248	其他	2,045	-26	-26	7
非流动资产合计	118,018	150,515	171,351	193,908	经营活动现金流净额	27,922	48,413	8,583	61,094
资产总计	190,310	239,524	268,602	328,005	资本开支	-26,845	-39,813	-30,058	-31,739
短期借款	53,873	70,793	87,712	104,201	其他	-1,913	-848	-991	-1,185
应付票据及应付	20,390	39,019	28,376	39,503	投资活动现金流净额	-28,758	-40,661	-31,049	-32,924
其他流动负债	23,739	26,815	27,840	29,453	股权融资	305	0	0	0
流动负债合计	98,002	136,627	143,928	173,156	债务融资	24,925	0	0	0
其他	20,612	20,612	20,612	20,612	其他	-7,643	9,070	16,919	16,489
非流动负债合计	20,612	20,612	20,612	20,612	筹资活动现金流净额	17,587	9,070	16,919	16,489
负债合计	118,614	157,239	164,540	193,768	现金及现金等价物净增加	16,711	16,822	-5,546	44,659
股本	3,140	3,140	3,140	3,140					
资本公积金	2,161	2,161	2,161	2,161					
未分配利润	60,848	68,174	86,171	111,178					
少数股东权益	3,197	3,782	4,386	5,141					
其他	2,350	5,028	8,204	12,617					
所有者权益合计	71,696	82,285	104,062	134,237					
负债和所有者权益	190,310	239,524	268,602	328,005					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取： A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		谨慎推荐	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本声明具有最终解释权。

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证监会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国邮政储蓄银行、中国工商银行、中国农业银行、中国银行、中国建设银行、交通银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。

■ 证券投资基金销售业务：公司经中国证监会批准开展证券投资基金销售业务。代理发售各类基金产品，办理基金份额申购、赎回等业务。

■ 证券资产管理业务：公司经中国证监会批准开展证券资产管理业务。

■ 证券承销与保荐业务：公司经中国证监会批准开展证券承销与保荐业务。

■ 财务顾问业务：公司经中国证监会批准开展财务顾问业务。