

2022年11月30日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

105

公司基本信息

產業別	化工
A 股价(2022/11/29)	89.50
上证指数(2022/11/29)	3151.34
股價 12 個月高/低	108.07/71.2
總發行股數(百萬)	3139.75
A 股數(百萬)	3139.75
A 市值(億元)	2810.07
主要股東	烟台国丰投资控股集团有限 公司(21.58%)
每股淨值(元)	23.58
股價/賬面淨值	3.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	9.7 1.6 -2.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.07.29	83.70	买进
2022.10.25	83.50	买进

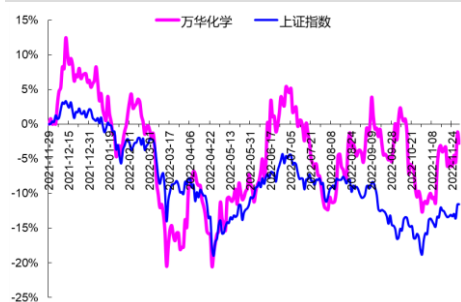
产品组合

石化系列	44.1%
聚氨酯系列	37.4%
其他	14.6%
精细化学品及新材料系列	11.8%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	5.5%
一般法人	60.0%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

地产利好政策提振，静待 MDI 需求改善

结论与建议：

MDI的主要下游应用是建筑、家电相关，11月以来，地产利好政策密集发布，提振地产链信心，预计地产上游材料需求将逐渐改善。欧洲能源价格上涨，海外MDI成本抬升，公司出口有望增加。

公司是全球MDI龙头企业，后续新建产能丰富，此外还不断研发创新，石化和新材料版块加速成长，全产业链布局优势凸显，前景广阔，维持“买进”评级。

- **地产政策利好不断，有望拉动 MDI 消费：**MDI 下游消费主要是地产相关行业，11 月以来，地产政策端利好消息密集发布，有望提振地产链信心，拉动 MDI 下游需求。2022 年 11 月聚合 MDI 均价为 13.9 万元/吨，yoy-27%，mom-13%；纯 MDI 均价为 18 万元/吨，yoy-17%，mom-10%；价格均处于近年低位水平。随着地产链的信心修复，我们看好 MDI 需求的触底反弹。
- **欧洲能源价格上涨，海外 MDI 成本抬高：**目前欧洲气温下降，带动天然气价格上行，荷兰 TTF 天然气期货价格为 126.5 欧元/兆瓦时，yoy+35.80%。欧洲 MDI 产能占全球总产能的 23%，我们认为天然气价格上涨会抬高海外 MDI 成本，海外装置产出或将受到影响，公司 MDI 出口存增加预期，价格也有望回暖。
- **在建项目丰富，新材料布局逐步成形：**近年来公司持续扩大 MDI 产能，2023 年开始新晋产能将陆续释放，宁波技改新增 60 万吨 MDI、福建新建 40 万吨 MDI 产能预计 2023 年投产，届时公司 MDI 总产能将达到 365 万吨，全球市占率将进一步提高。此外，公司在石化和新材料版块加大研发和投产力度，2022 年 10 月公司 4 万吨尼龙 12 装置投产，11 月公司 48 万吨/年双酚 A 一体化项目一次性贯通并产出合格产品。新材料版块技术的持续突破体现出公司强大的研发能力和技术储备。后续来看，公司 4.8 万吨/年柠檬醛及衍生物一体化项目、8 万吨/年 NMP 项目、2 万吨/年有机硅 MQ 树脂项目、4 万吨/年聚醚胺项目、7.5 万吨/年聚乳酸项目等均在稳步建设。此外 22 年 4 月，公司公告计划投资 213 亿在蓬莱建设高性能新材料一体化项目，包括 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、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、20 万吨/年碳酸酯、3 万吨/年润肤剂、空分等装置及配套公用工程和辅助设施等，预计于 2024 年 6 月开始陆续投产。公司在建项目丰富，成长动力充足，正从 MDI 龙头成长为综合性化工龙头企业。
- **盈利预测：**我们维持公司盈利预测不变，预计公司 22/23/24 年分别实现归母净利润 175.77/202.41/235.41 亿元，yoy-28.69%/+15.16%/+16.30%，对应 EPS 为 5.60/6.45/7.50 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 16/14/12 倍，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2020	2021	2022E	2023E	2024E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	10,041	24,649	17,577	20,241	23,541
同比增减	%	-0.87%	145.47%	-28.69%	15.16%	16.30%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	3.20	7.85	5.60	6.45	7.50
同比增减	%	-0.87%	145.47%	-28.69%	15.16%	16.30%
A 股市盈率 (P/E)	X	27.98	11.40	15.99	13.88	11.94
股利 (DPS)	RMB 元	1.3	2.5	2	2.5	2.5
股息率 (Yield)	%	1.45%	2.79%	2.23%	2.79%	2.79%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	73433	145538	168143	185576	203350
经营成本	55916	107317	136958	150212	163037
研发费用	2043	3168	3660	4040	4427
营业税金及附加	676	880	1016	1122	1229
销售费用	788	1052	1215	1341	1470
管理费用	1420	1892	2185	2412	2643
财务费用	1076	1479	1708	1885	2066
资产减值损失	488	1075	1107	1141	1175
投资收益	179	492	507	522	538
营业利润	11825	29425	21064	24218	28123
营业外收入	23	97	102	107	112
营业外支出	116	371	378	386	393
利润总额	11732	29151	20788	23938	27841
所得税	1317	4112	2932	3377	3927
少数股东损益	373	391	279	321	373
归属于母公司股东权益	10041	24649	17577	20241	23541

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	17574	34216	41519	61038	87102
应收账款	6309	8646	11240	11465	11694
存货	8704	18282	19196	20156	21164
流动资产合计	40526	72291	84300	105986	134354
长期股权投资	1314	3930	5109	5364	5632
固定资产	56371	65233	71756	73191	74655
在建工程	23257	29352	32287	30673	29139
非流动资产合计	93226	118018	129998	131117	132440
资产总计	133753	190310	214298	237103	266794
流动负债合计	68134	98002	109526	113625	118247
非流动负债合计	13968	20612	21501	19645	20799
负债合计	82102	118614	131026	133270	139046
少数股东权益	2870	3197	3476	3797	4170
股东权益合计	51651	71696	83272	103833	127747
负债及股东权益合计	133753	190310	214298	237103	266794

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动产生的现金流量净额	16850	27922	26247	26247	37796
投资活动产生的现金流量净额	-23855	-28758	-24444	-24444	-24933
筹资活动产生的现金流量净额	19813	17587	5500	5500	13201
现金及现金等价物净增加额	12785	16711	7303	7303	26063

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。