

2022年12月23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(2022/12/23)	88.81
上证指数(2022/12/23)	3045.87
股價 12 個月高/低	100.86/71.2
總發行股數(百萬)	3139.75
A 股數(百萬)	3139.75
A 市值(億元)	2788.41
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 3.77

一个月 三个月 一年

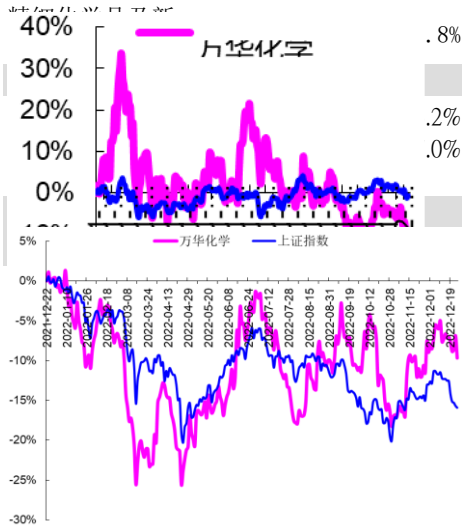
股价涨跌(%) 2.6 1.3 -9.7

近期評等

出刊日期	前日收盘	評等
2022.10.25	83.50	买进
2022.11.30	89.5	买进

产品组合

石化系列	44.1%
聚氨酯系列	37.4%
其他	14.6%



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

福建基地投产, MDI 龙头产能再上一个台阶

结论与建议:

事件: 12月22日, 公司公告子公司福建万华年产40万吨MDI装置已全线贯通, 并产出合格产品, 实现一次性开车成功。

点评: 福建40万吨MDI装置的一次成功, 标志着公司MDI产能再上一个台阶, 在海外能源价格中枢高涨, 开工受限的情况下, 公司市占率有望进一步提升, 全球MDI龙头的地位得到巩固。

公司不仅在聚氨酯领域规划了大量新增产能, 还在石化板块布局, 持续打通上游链路, 精细化工板块多点开花, 提高长期成长动力。公司正从全球MDI龙头迈向综合性化工巨头, 前景广阔, 维持“买进”评级。

■ **福建基地投产, 产能突破 300 万吨:** 福建基地 40 万吨 MDI 产能投放后, 公司 MDI 产能将从 265 万吨增至 305 万吨, 龙头地位得到进一步巩固。公司福建基地除聚氨酯外, 还有石化、新材料产品的装置, 未来有望成为公司比肩烟台的全方面工业产业园。后续公司宁波 MDI 技改项目预计 2023 年完成, 达产后公司将再增加 MDI 产能 60 万吨。目前欧洲受制于高企的能源价格, 聚氨酯装置低负荷运转, 公司有望趁机扩大全球市占。

■ **聚氨酯价格处于底部, 静待需求复苏:** 到目前为止, 2022 年 Q4 聚合 MDI 均价为 14.6 万元/吨, yoy-26%, qoq-6%; 纯 MDI 均价为 18.8 万元/吨, yoy-14%, qoq-5%; 价格均处于近年低位水平。随着地产链的信心修复和国内疫情感染人数达峰后的回落, 我们看好 MDI 需求的触底反弹, 公司盈利有望回升, 。

■ **乙烯二期项目公告, 多元布局协同发展:** 公司在石化和新材料板块也持续发力, 12 月 14 日公司公布乙烯二期规划, 计划投资 176 亿元建设 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目; 项目包括 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, 项目预计于 2024 年 10 月开始陆续投产。乙烯二期项目采用石脑油裂解路线, 与一期轻烃裂解路线形成协同效应, 使得公司原料来源多元化, 降低成本波动。此外, 乙烯二期项目有望打破国外在高端聚烯烃 POE 领域的长期垄断, 填补国内高端聚烯烃产品空白。

■ **盈利预测:** 我们维持公司盈利预测, 预计公司 22/23/24 年实现归母净利润 175.77/202.41/235.41, 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 15/13/11 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	27.77	11.31	15.86	13.78	11.84
股利 (DPS)	RMB 元	1.3	2.5	2	2.5	2.5
股息率 (Yield)	%	1.46%	2.81%	2.25%	2.81%	2.81%

【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。