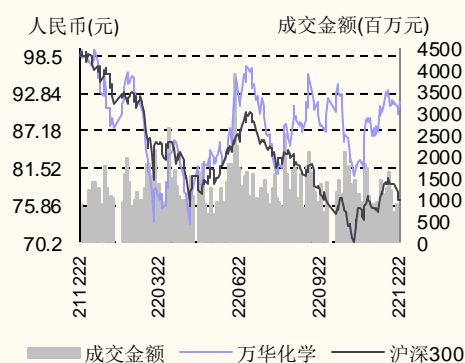


市场价格 (人民币): 91.57 元

市场数据 (人民币)

总股本(亿股)	31.40
已上市流通 A 股(亿股)	31.40
总市值(亿元)	2,875.07
年内股价最高最低(元)	99.63/73.16
沪深 300 指数	3836
上证指数	3054



相关报告

- 1.《价格回落带动业绩下行,看好长期成长性-【国金化工】万华化学公...》, 2022.10.25
- 2.《万华化学深度报告三:丰富ADI产业集群-【国金化工】万华化学...》, 2022.8.9
- 3.《原材料上行影响毛利率,看好后续经营改善-【国金化工】万华化学...》, 2022.7.29
- 4.《聚氨酯短期承压,精细化工板块加快成长-【国金化工】万华化学点...》, 2022.4.26
- 5.《主营业务维持高景气度,未来成长可期-【国金化工】万华化学年报...》, 2022.3.16

陈屹

分析师 SAC 执业编号: S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

王明辉

分析师 SAC 执业编号: S1130521080003
wangmh@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号: S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

40 万吨 MDI 装置投产,看好行业需求改善

公司基本情况 (人民币)

项目	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	155,670	173,260	194,641
营业收入增长率	7.91%	98.19%	6.96%	11.30%	12.34%
归母净利润(百万元)	10,041	24,649	17,443	21,530	25,225
归母净利润增长率	-0.87%	145.47%	-29.23%	23.43%	17.16%
摊薄每股收益(元)	3.198	7.851	5.556	6.857	8.034
每股经营性现金流净额	4.98	8.09	5.39	10.91	12.55
ROE(归属母公司)(摊薄)	20.58%	35.98%	21.31%	21.68%	20.94%
P/E	28.47	12.87	16.48	13.35	11.40
P/B	5.86	4.63	3.51	2.90	2.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

事件

- 12月22日,公司公告,公司控股子公司万华化学(福建)异氰酸酯有限公司年产40万吨MDI装置已全线贯通,并于12月22日产出合格产品,实现一次性开车成功。

分析

- **公司 MDI 市占率将进一步提升。**目前公司现有 MDI 产能 260 万吨,福建 40 万吨投产之后,公司将拥有 MDI 产能 300 万吨,在行业内的话语权和地位将进一步提升。根据百川盈孚,2022 上半年年聚合 MDI 均价 20327 元/吨,同比基本持平,3 季度之后,聚合 MDI 价格回落至当前 14200 元/吨,历史分位数在 10%。纯 MDI 价格 22125 元/吨,同比基本持平,3 季度之后,纯 MDI 价格回落至当前 16350 元/吨,历史分位数在 17.4%。我们认为,随着经济的触底回升,公司 MDI 盈利后续有望改善。
- **规划 120 万吨乙烯项目,贡献新成长。**12月13日,万华化学正式官宣对外投资 176 亿,投资标的名称:万华化学 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目,实现自主开发的 POE、差异化专用料等高端聚烯烃产品产业化,乙烯二期项目将选择乙烷和石脑油作为进料原料,与公司现有的 PDH 一体化项目和乙烯一期项目形成高效协同。
- **新材料建设如火如荼。**公司在研项目主要围绕高端化工新材料及解决方案、新兴材料等新业务板块技术孵化投入,例如碳中和相关技术、聚氨酯泡沫降解回收利用、可降解材料及关键单体、高性能材料(尼龙 12、特种 PC、POE、光学级 PMMA 等)、新能源储能及电池材料、分离与纯化等项目。

投资建议

- 考虑到公司主要产品价格下跌,我们修正公司 2022-2024 年归母净利润分别为 174.4 (-17.3%) 亿元、215.3 (-8.5%) 亿元和 252 亿元 (-4.9%),EPS 分为为 5.56、6.86 和 8.03 元,当前市值对应 PE 分别为 16.48X、13.35X 和 11.40X,维持“买入”评级。

风险提示

- 产品价格下行风险,原材料价格大幅波动风险;新项目进度不达预期;新材料研发不及预期风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
主营业务收入	68,051	73,433	145,538	155,670	173,260	194,641	货币资金	4,566	17,574	34,216	38,136	44,459	52,865
增长率	7.9%	98.2%	7.0%	11.3%	12.3%		应收账款	8,955	11,954	16,670	18,169	20,459	22,984
主营业务成本	-48,998	-53,766	-107,317	-125,000	-136,596	-152,826	存货	8,587	8,704	18,282	22,260	24,325	27,216
%销售收入	72.0%	73.2%	73.7%	80.3%	78.8%	78.5%	其他流动资产	1,376	2,296	3,123	3,637	4,020	4,164
毛利	19,053	19,667	38,221	30,670	36,664	41,815	流动资产	23,484	40,526	72,291	82,202	93,264	107,229
%销售收入	28.0%	26.8%	26.3%	19.7%	21.2%	21.5%	%总资产	24.2%	30.3%	38.0%	39.4%	41.0%	42.6%
营业税金及附加	-576	-676	-880	-965	-1,126	-1,265	长期投资	1,509	2,264	5,270	5,570	5,947	6,200
%销售收入	0.8%	0.9%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%	固定资产	61,545	79,628	94,585	107,360	114,746	124,374
销售费用	-2,783	-2,939	-1,052	-1,121	-1,247	-1,401	%总资产	63.5%	59.5%	49.7%	51.5%	50.4%	49.4%
%销售收入	4.1%	4.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	无形资产	6,743	8,350	9,275	9,880	10,474	11,058
管理费用	-1,434	-1,420	-1,892	-2,024	-2,252	-2,530	非流动资产	73,382	93,226	118,018	126,258	134,442	144,744
%销售收入	2.1%	1.9%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	%总资产	75.8%	69.7%	62.0%	60.6%	59.0%	57.4%
研发费用	-1,705	-2,043	-3,168	-3,425	-3,812	-4,282	资产总计	96,865	133,753	190,310	208,460	227,706	251,973
%销售收入	2.5%	2.8%	2.2%	2.2%	2.2%	2.2%	短期借款	23,358	38,900	58,095	73,091	69,785	68,961
息税前利润 (EBIT)	12,556	12,590	31,230	23,135	28,226	32,336	应付款项	17,770	19,003	21,656	23,960	26,185	29,296
%销售收入	18.5%	17.1%	21.5%	14.9%	16.3%	16.6%	其他流动负债	3,671	10,230	18,251	7,470	8,388	9,410
财务费用	-1,080	-1,076	-1,479	-3,167	-3,456	-3,219	流动负债	44,800	68,134	98,002	104,521	104,357	107,667
%销售收入	1.6%	1.5%	1.0%	2.0%	2.0%	1.7%	长期贷款	5,963	11,822	15,644	15,144	16,489	15,640
资产减值损失	307	604	1,260	0	0	0	其他长期负债	2,172	2,146	4,968	3,198	3,234	3,276
公允价值变动收益	8	-6	7	0	0	0	负债	52,934	82,102	118,614	122,863	124,080	126,583
投资收益	159	179	492	500	500	500	普通股股东权益	42,364	48,780	68,499	81,860	99,309	120,452
%税前利润	1.3%	1.5%	1.7%	2.4%	1.9%	1.7%	其中：股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
营业利润	12,297	11,825	29,425	20,921	25,723	30,070	未分配利润	34,321	40,281	60,848	74,209	91,658	112,802
营业利润率	18.1%	16.1%	20.2%	13.4%	14.8%	15.4%	少数股东权益	1,567	2,870	3,197	3,737	4,317	4,937
营业外收支	-37	-93	-274	16	19	21	负债股东权益合计	96,865	133,753	190,310	208,460	227,706	251,973
税前利润	12,260	11,732	29,151	20,937	25,742	30,091							
利润率	18.0%	16.0%	20.0%	13.4%	14.9%	15.5%							
所得税	-1,667	-1,317	-4,112	-2,954	-3,632	-4,246							
所得税率	13.6%	11.2%	14.1%	14.1%	14.1%	14.1%							
净利润	10,593	10,415	25,039	17,983	22,110	25,845							
少数股东损益	463	373	391	540	580	620							
归属于母公司的净利润	10,130	10,041	24,649	17,443	21,530	25,225							
净利率	14.9%	13.7%	16.9%	11.2%	12.4%	13.0%							

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10,593	10,415	25,039	17,983	22,110	25,845
少数股东损益	463	373	391	540	580	620
非现金支出	4,294	4,632	6,901	8,551	9,903	11,228
非经营收益	1,482	1,005	785	4,828	3,789	3,702
营运资金变动	8,951	-411	-7,323	-14,439	-1,560	-1,383
经营活动现金净流	25,320	15,642	25,403	16,924	34,242	39,393
资本开支	-17,797	-23,119	-26,845	-18,281	-17,688	-21,253
投资	-711	-721	-1,996	-200	-256	-100
其他	142	-16	83	400	379	347
投资活动现金净流	-18,367	-23,855	-28,758	-18,081	-17,565	-21,006
股权募资	63	720	305	0	0	0
债权募资	-909	25,447	24,925	13,074	-1,961	-1,673
其他	-8,393	-6,377	-7,683	-7,997	-8,392	-8,308
筹资活动现金净流	-9,240	19,790	17,546	5,077	-10,353	-9,981
现金净流量	-2,287	11,577	14,191	3,920	6,324	8,406

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股指标						
每股收益	3.226	3.198	7.851	5.556	6.857	8.034
每股净资产	13.493	15.536	21.817	26.072	31.629	38.364
每股经营现金净流	8.064	4.982	8.091	5.390	10.906	12.546
每股股利	2.000	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
回报率						
净资产收益率	23.91%	20.58%	35.98%	21.31%	21.68%	20.94%
总资产收益率	10.46%	7.51%	12.95%	8.37%	9.46%	10.01%
投入资本收益率	14.73%	10.86%	18.40%	11.43%	12.77%	13.23%
增长率						
主营业务收入增长率	12.26%	7.91%	98.19%	6.96%	11.30%	12.34%
EBIT增长率	-19.66%	0.27%	148.07%	-25.92%	22.01%	14.56%
净利润增长率	-4.53%	-0.87%	145.47%	-29.23%	23.43%	17.16%
总资产增长率	25.94%	38.08%	42.28%	9.54%	9.23%	10.66%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.7	26.7	18.8	25.0	26.0	26.0
存货周转天数	61.1	58.7	45.9	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	43.6	58.3	35.0	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	201.0	280.2	163.6	166.5	150.4	138.8
偿债能力						
净负债/股东权益	56.15%	64.06%	54.16%	57.72%	39.68%	24.76%
EBIT利息保障倍数	11.6	11.7	21.1	7.3	8.2	10.0
资产负债率	54.65%	61.38%	62.33%	58.94%	54.49%	50.24%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	4	26	72	87	193
增持	0	1	5	5	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.04	1.06	1.05	1.00

来源：聚源数据

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

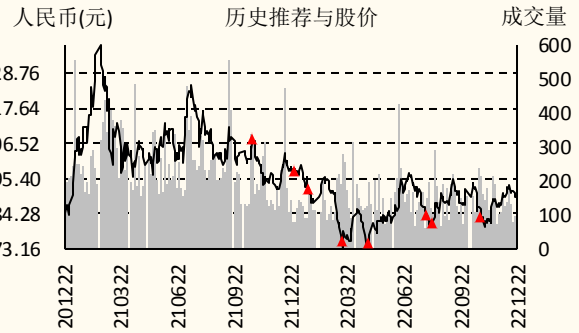
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2021-10-21	买入	108.09	N/A
2	2021-12-30	买入	101.89	N/A
3	2022-01-20	买入	96.47	N/A
4	2022-03-16	买入	75.55	N/A
5	2022-04-26	买入	75.52	N/A
6	2022-07-29	买入	85.15	N/A
7	2022-08-09	买入	81.72	95.00 ~ 95.00
8	2022-10-25	买入	86.05	N/A

来源：国金证券研究所



投资评级的说明：

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%；
 中性：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%；
 减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402