

万华化学 (600309.SH)

逆势中仍实现营收增长，建设全球一流化工新材料公司

买入

核心观点

逆势中仍实现营收增长，短期周期波动不改公司长期价值。公司披露《2022年度业绩快报公告》：受全球能源价格高企、欧美高通胀、全球经济增速放缓、生产要素原材料价格大幅上涨等影响，公司利润同比下降。2022年，公司共实现营业收入1655.65亿元（同比+13.76%）；归母净利润162.39亿元（同比-34.12%）；基本每股收益5.17元。即2022年Q4单季度，公司实现营收351.45亿元（同比+8.04%）；归母净利润26.31亿元（同比-48.48%、环比-18.42%）。整体来说，2022年，公司经营持续承压，但仍在逆势中按照既定战略，快速响应，充分发挥全球渠道优势，实现了聚氨酯、石化以及精细化学品等主要产品产销量均同比增长。

MDI价格触底后已出现明显反弹，TDI供应紧张价格有望维持高位。MDI方面，2022年MDI市场价格呈现出震荡下跌的走势。截至2022年12月底，中国聚合MDI市场价17173元/吨，比2021年同期-12.32%。聚合MDI终端消费水平表现疲弱，国内需求下游家电消化成品库存为主、房地产依旧需求一般；纯MDI下游鞋底原液负荷3-4成、浆料企业开工3-4成。目前MDI价格已经出现明显反弹。**TDI方面**，供给端，部分规模小、成本不具优势的装置将逐步淘汰或维持长期停车的状态，全球及国内产能已出现负增长。短期内“金三银四”旺季行情即将到来，异氰酸酯下游及终端整体消耗有望逐步恢复至往年正常水平，TDI价格有望维持强势。

石化、精细化工业务稳步扩张，积极进军新材料、新能源领域。公司石化业务方面持续坚持产销协同，以销优产，提质增效；精细化学品、新材料业务为公司注入发展活力，现已有多个新材料重点项目取得进展。其中，2022年公司PO/SM装置、多套精细化学品装置陆续投产，助力公司实现了整体产销量的同比增加。此外，公司布局核电、光伏、锂电等项目，将为能源创新利用提供可靠先进的万华方案。我们坚定看好公司将打造为全球一流化工新材料公司。

风险提示：需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计公司2022—2024年归母净利润分别为162.39/201.38/253.05亿元，同比增速-34.1%/24.0%/25.7%；摊薄EPS=5.17/6.41/8.06元，当前股价对应PE=18.9/15.3/12.2x。短期周期波动不改公司长期价值，我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，**维持“买入”评级。**

盈利预测和财务指标

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	165,565	149,212	162,348
(+/-%)	7.9%	98.2%	13.8%	-9.9%	8.8%
净利润(百万元)	10041	24649	16239	20138	25305
(+/-%)	-0.9%	145.5%	-34.1%	24.0%	25.7%
每股收益(元)	3.20	7.85	5.17	6.41	8.06
EBIT Margin	19.9%	23.6%	12.6%	16.9%	19.2%
净资产收益率 (ROE)	20.6%	36.0%	21.5%	23.9%	26.6%
市盈率 (PE)	30.6	12.5	18.9	15.3	12.2
EV/EBITDA	19.6	10.2	14.6	11.8	9.8
市净率 (PB)	6.31	4.49	4.07	3.65	3.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

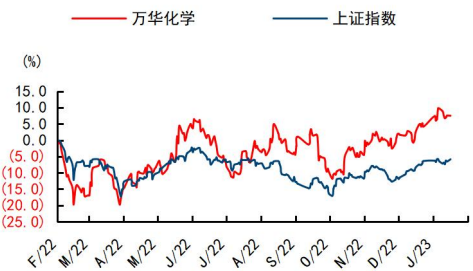
zhangweihaang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	合理	买入(维持)
合理估值		
收盘价		97.97元
总市值/流通市值		307601/307601百万元
52周最高价/最低价		100.30/73.50元
近3个月日均成交额		918.38百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《万华化学(600309.SH)-产品毛利下行业绩承压，逆势中仍实现营收增长》——2022-10-25

《万华化学(600309.SH)-降本提效助力万华高质量发展，将持续优化产业链结构》——2022-03-15

《主营产品量价齐升业绩大幅增长，筑牢全球化工巨头地位》——2022-03-09

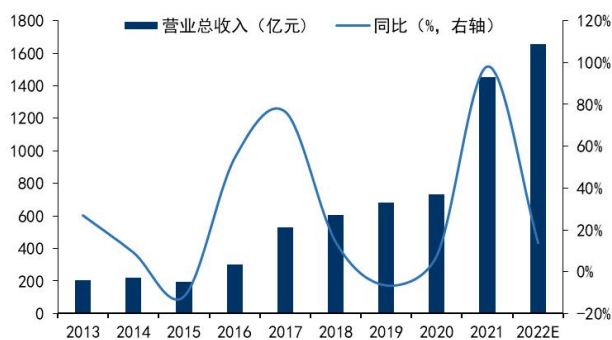
《万华化学-600309-2021年三季度报告点评：Q3业绩符合预期，持续优化产业结构》——2021-10-19

《万华化学-600309-2021年半年度报告点评：化工行业景气周期，公司业绩大幅增长》——2021-07-30

短期周期波动不改公司长期价值，维持“买入”评级

2023年2月13日晚，万华化学披露《2022年度业绩快报公告》：受全球能源价格高企、欧美高通胀、全球经济增速放缓、生产要素原材料价格大幅上涨等影响，公司利润同比下降。2022年，公司共实现营业收入1655.65亿元（同比+13.76%）；归母净利润162.39亿元（同比-34.12%）；基本每股收益5.17元。即2022年Q4，公司共实现营收351.45亿元（同比+8.04%）；归母净利润26.31亿元（同比-48.48%、环比-18.42%）。整体来说，2022年，公司经营持续承压，但仍在逆势中按照既定战略，快速响应，充分发挥全球渠道优势，实现了聚氨酯、石化以及精细化学品等主要产品产销量均同比增长。值得一提的是，2022年公司PO/SM装置、多套精细化学品装置陆续投产，助力公司实现了整体产销量的同比增加。短期业绩周期波动不改公司长期价值，未来，万华化学聚氨酯业务将继续以MDI、TDI为核心，重点提升聚醚、改性MDI两个支撑平台能力，持续保持单套规模大、建设成本低、一体化程度较高等核心竞争力。此外，公司战略规划进军新材料、新能源领域，目前已有多个重点项目取得进展。我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，建设成为全球一流化工新材料公司，维持“买入”评级。

图1：万华化学营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万华化学归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

聚氨酯业务：短期价格性波动显著，长期MDI需求仍将稳定增长

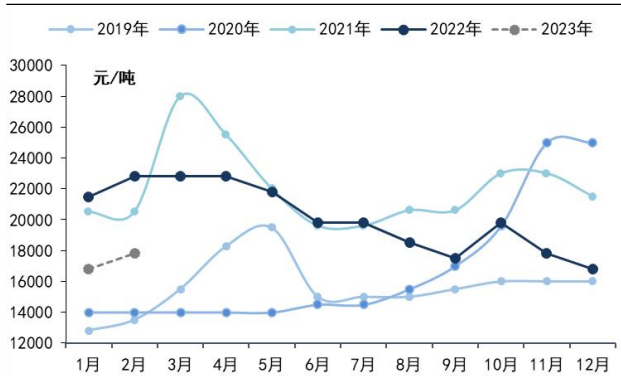
复盘2022年：自2021Q4起，聚合MDI和纯MDI需求受到天气、季节因素影响，价格表现弱势。2022年1-2月，MDI价格出现小幅反弹，但随后的2022年3月-6月，由于需求端持续低迷，且出口依然疲弱，万华化学公司MDI挂牌价逐月下滑。2022年6月-9月，虽在6月份受成本及海外某装置发生不可抗力利好支撑下，市场价格止跌反弹；但后续传统淡季牵制，以及全球消费水平较低，聚合MDI市场再次进入下跌通道。价格一度跌破14000关口，创年内新低。进入“金九银十”传统旺季，2022年10月起，下游需求有所回暖，加上国内个别工厂进入检修状态。2022年10月挂牌价则有所上修。随后，2022年11月，随着天气降温，北方需求逐步缩减，终端消费水平持续表现低迷。11-12月，聚合MDI价格在13500-14100元/吨之间小幅波动，波动较为频繁。整体来说，2022年MDI市场价格呈现出震荡下跌的走势。据百川盈孚数据，截至2022年12月底，中国聚合MDI市场均价17173元/吨，同比2021年同期（19587元/吨）下滑12.32%。

聚合MDI方面，截至2023年2月13日，聚合MDI万华PM200商谈价16500元/吨，上海货商谈价15800-16000元/吨，具体可谈（含税桶装自提价），该价格分别较上月、上季度、去年同期变化+7.6%、+12.15%、-25.93%。需求端，海外终端消费水平

表现疲弱，下游企业订单消化缓慢；而国内需求下游家电消化成品库存为主，对原料按合约量跟进；房地产依旧需求一般，下游建筑保温管道行业需求释放不足，旺季需求尚未表现，因而对原料刚需采购。

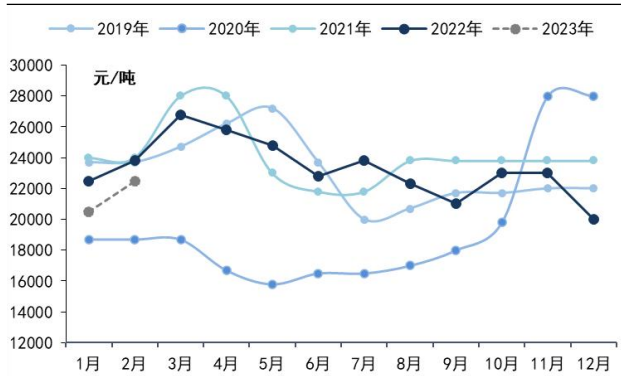
纯 MDI 方面，当前纯 MDI 上海货源报盘集中 18800-19200 元/吨，进口货源报盘集中 18800-19200 元/吨（含税桶装自提价），该价格分别较上月、上季度、去年同期变化 +7.34%、0.00%、-16.30%。需求方面，受终端市场逐步恢复，下游鞋底原液工厂负荷提升至 3-4 成，工厂生产交付订单为主，对原料消耗能力逐步提升。下游浆料整体负荷运行 3 成，浆料工厂负荷缓慢提升中，终端合成革市场维持刚需生产。

图3：公司聚合 MDI 挂牌价变化情况



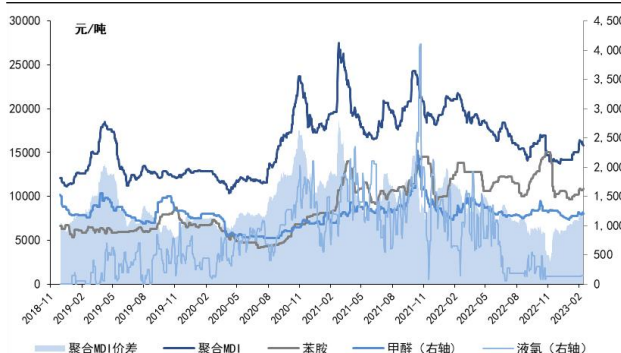
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司纯 MDI 挂牌价变化情况



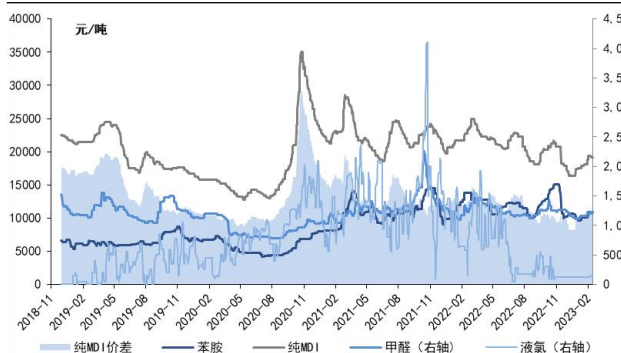
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5：公司聚合 MDI 价格与价差变化



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

图6：公司纯 MDI 价格与价差变化



资料来源：百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

需求方面，聚合 MDI 的下游冰箱方面，据统计局数据显示，2022 年全年，全国家用电冰箱产量 8664.4 万台，同比下降 3.6%。此外，受传统淡季及相关产品价格影响，外墙、管道等行业整体需求平淡，除无甲醛板材胶黏剂需求尚有亮点。纯 MDI 下游方面，TPU、鞋底原液、聚氨酯原液市场维持平稳增长，氨纶逐步投产催生国内纯 MDI 需求增量。从长期角度来看，从需求角度来看，据 Covestro 数据，近 10 年全球 MDI 需求量持续增长，由 2011 年的 465 万吨增长至 2020 年的 738.5 万吨，CAGR 达 5.27%，高于同期 GDP 增速，并且预测未来 5 年内需求将以 5%（4%-6%区间内）的复合增长率增长。我们看好中长期 MDI 供需格局仍然向好，无醛家具推广将催生 MDI 需求的增长点。

TDI：我国供应紧张且后续将迎“金三银四”，TDI 价格有望持续景气

供给端，全球 TDI 有效产能为 337 万吨，其中中国 132 万吨（39%）、欧洲 85 万吨（25%）。其中，万华化学产能 30+10+25 万吨（烟台万华+万华福建+匈牙利 BC）、沧州大化产能 15 万吨。生产壁垒较高叠加全球 TDI 部分老旧装置逐步淘汰，近年来国内 TDI 产能已出现负增长。据百川盈孚消息，2 月 1 日福建某装置（约 10 万吨）将永久关停，甘肃某装置重启时间推迟，市场供应减少。中长期维度看，部分规模小、成本不具优势的装置将逐步淘汰或维持长期停车的状态，全球及国内产能已出现负增长。因北美暴雪天气影响，科思创（美国德克萨斯）TDI、MDI 及聚醚等装置采取预防性临时停车，于 1 月初各装置均已恢复正常。

需求端，“金三银四”旺季行情即将到来，随着中下游陆续返市，下游已逐步开启拿货。2023 年，随着宏观经济增速修复，TDI 下游及终端整体消耗有望逐步恢复至往年正常水平。

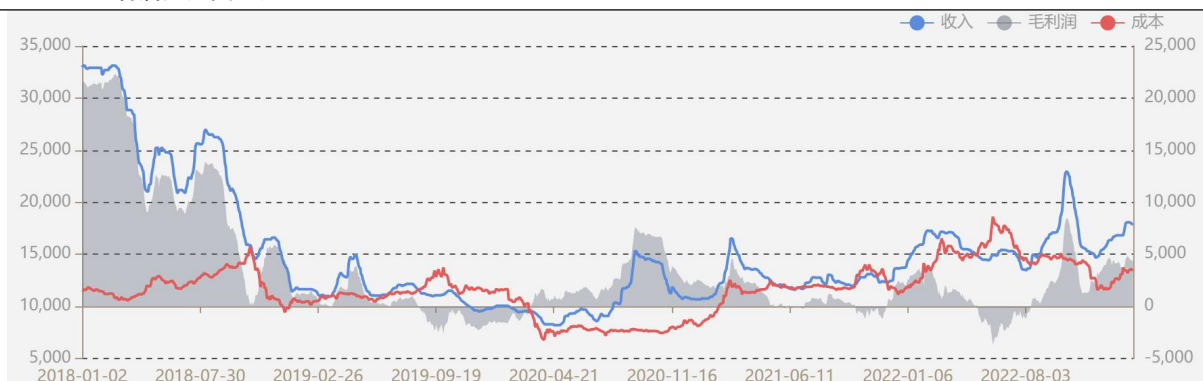
出口方面，2020 年起，中国 TDI 市出口强劲、市场实现产销量双增长，价格中枢抬升。2018-2022 年，我国分别对外出口 TDI 产品 8.57、13.90、25.63、36.99、33.42 万吨。春节后归来，国内 TDI 价格已明显拉涨。

近年来海外装置不可抗力、停工检修事件频发，海外供给紧张问题进一步加剧。

2020-2021 年，受全球公共卫生事件反复、气候天气、装置故障、日韩 TDI 装置成本高等影响，近年来海外装置开工受影响，造成货源紧张，供应不稳；而同时，全球经济逐步恢复带动消费品市场需求提振。2022 年前三季度则形势有所变化，除国内新能源汽车增速显著以外，全球范围内软体家具需求疲弱，国内房地产后周期下行压力持续，全球 TDI 需求较为平淡疲弱。然而受到地缘政治冲突、全球能源价格普涨、疫情反复发酵等影响，部分海外装置出现了不可抗力、停工检修等情况，全球 TDI 供给端收缩甚于需求端疲弱情况。2023 年上半年，国内供给端将保持供应紧张的态势。

TDI 供需缺口测算：2018 年-2021 年，我国 TDI 产能分别为 119、122、137、127 万吨，产量分别为 89、101、109、117 万吨。按照未来几年内 TDI 需求量年均增速将在 5.52% 左右的假设，但考虑到 2022 年突发性事件对于需求端的冲击，我们预计 2022-2023 年国内 TDI 需求量有望分别达到 84、89 万吨。假设 2022-2023 年净出口量逐步下降，按照行业平均开工率分别 83%、81% 计，我们测算出 2022-2023 年 TDI 的供需缺口（产量-表观消费量-净出口量）将为 -5.0、-4.6 万吨，2023 年将存在明显的 TDI 供给缺口 4.6 万吨，约占国内 TDI 产能（133 万吨）的 3.5%。目前 TDI 开工率已经处于较高水平，而库存仍处于近两年来的极低水平。在供需格局基本面的支撑下，TDI 货源将保持紧张态势，我们看好近期 TDI 价格将有望维持高位。

图7：TDI 装置利润走势图（元/吨）



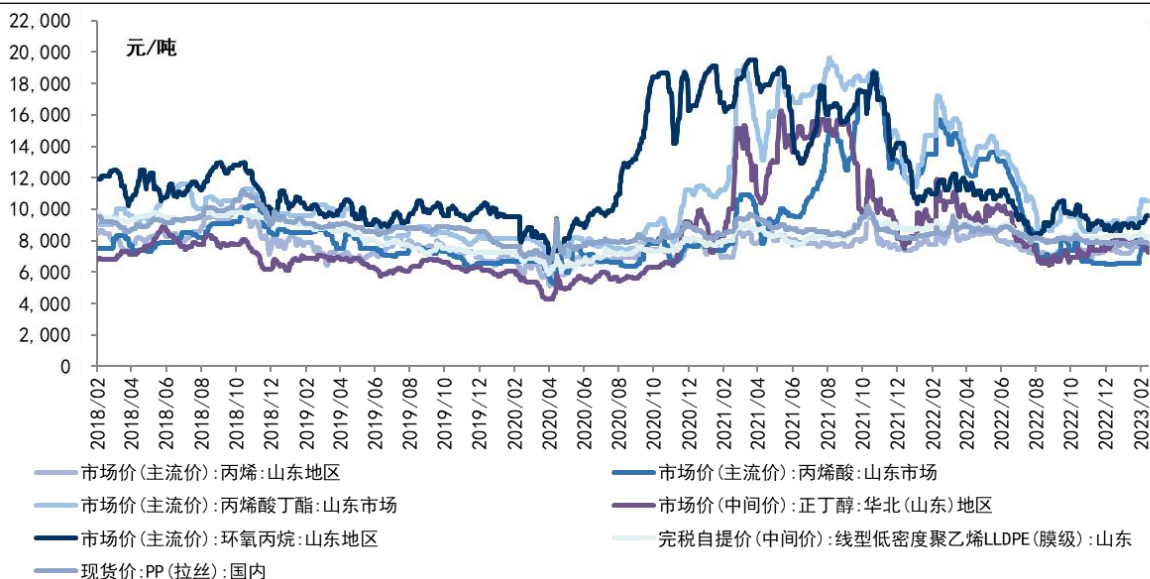
资料来源：卓创资讯、国信证券经济研究所整理

石化业务：公司石化业务产销量增长显著，继续构建石化产业链集群

2022年4月8日，万华化学公告：公司拟通过控股子公司万华化学（蓬莱）有限公司在万华化学蓬莱工业园建设高性能新材料一体化及配套项目计划，总投资额231亿元。项目建设期计划自2022年至2025年。2022年12月13日，万华化学公告：拟计划投资176亿元建设120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目。

受益于百万吨级大乙烯项目全面投产，石化产品均价回暖等影响，近年来公司石化业务产销量增长显著。我们看好公司将继续深耕LPG/烯烃商业模式，逐步做大石化产业集群。

图8：受原材料价格推动，部分石化产品价格在大涨后目前价格已有所回落



资料来源：卓创资讯、Wind、国信证券经济研究所整理

投资建议：下调盈利预测，维持“买入”评级。2022Q4，公司业绩受终端需求影响较大，我们小幅下调2022年公司盈利预测；公司已于2022年12月发布《“120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目”对外投资公告》，我们小幅上调2024年公司盈利预测。我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为162.39/201.38/253.05亿元（调整前预测值为174.81/201.19/240.14亿元），同比增速-34.1%/24.0%/25.7%；摊薄EPS=5.17/6.41/8.06元（调整前预测值为5.57/6.41/7.65），当前股价对应PE=18.9/15.3/12.2x。短期业绩波动不改公司长期价值，我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）						利润表（百万元）					
	2020	2021	2022E	2023E	2024E		2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	17574	34216	18785	23525	28052	营业收入	73433	145538	165565	149212	162348
应收款项	6974	10040	13065	12080	12385	营业成本	53766	107317	135234	115736	124519
存货净额	8704	18282	23351	19171	20728	营业税金及附加	676	880	1185	1179	1283
其他流动资产	7275	9753	13503	12317	12507	销售费用	2939	1052	5795	4924	3085
流动资产合计	40526	72291	68704	67093	73672	管理费用	1420	1892	2513	2190	2301
固定资产	79628	94585	106178	111242	110431	财务费用	1076	1479	2101	1897	1886
无形资产及其他	6905	7982	7583	7184	6785	投资收益	179	492	200	220	240
投资性房地产	5380	11521	11521	11521	11521	资产减值及公允价值变动	482	1082	200	200	200
长期股权投资	1314	3930	4030	4130	4230	其他收入	(2392)	(5068)	0	0	0
资产总计	133753	190310	198017	201170	206639	营业利润	11825	29425	19136	23707	29715
短期借款及交易性金融负债	38900	58095	35926	42557	36000	营业外净收支	(93)	(274)	0	0	0
应付款项	17493	20390	39228	30643	30365	利润总额	11732	29151	19136	23707	29715
其他流动负债	11740	19518	23133	19284	20335	所得税费用	1317	4112	2641	3251	4012
流动负债合计	68134	98002	98287	92485	86700	少数股东损益	373	391	256	318	398
长期借款及应付债券	11822	15644	15844	15844	15844	归属于母公司净利润	10041	24649	16239	20138	25305
其他长期负债	2146	4968	4968	4968	4968						
长期负债合计	13968	20612	20812	20812	20812	现金流量表（百万元）					
负债合计	82102	118614	119099	113296	107512	净利润	10041	24649	16239	20138	25305
少数股东权益	2870	3197	3377	3599	3878	资产减值准备	182	587	561	114	22
股东权益	48780	68499	75541	84275	95249	折旧摊销	5231	7225	8445	10421	11388
负债和股东权益总计	133753	190310	198017	201170	206639	公允价值变动损失	(482)	(1082)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1076	1479	2101	1897	1886
关键财务与估值指标						营运资本变动	4285	(7181)	11171	(5968)	(1258)
每股收益	3.20	7.85	5.17	6.41	8.06	其它	(37)	(302)	(381)	108	257
每股红利	1.96	2.13	2.93	3.63	4.56	经营活动现金流	19220	23896	35834	24613	35514
每股净资产	15.54	21.82	24.06	26.84	30.34	资本开支	0	(23469)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	15%	25%	14%	16%	19%	其它投资现金流	30	0	0	0	0
ROE	21%	36%	21%	24%	27%	投资活动现金流	(566)	(26084)	(20100)	(15100)	(10100)
毛利率	27%	26%	18%	22%	23%	权益性融资	(23)	305	0	0	0
EBIT Margin	20%	24%	13%	17%	19%	负债净变化	5859	3822	200	0	0
EBITDA Margin	27%	29%	18%	24%	26%	支付股利、利息	(6164)	(6674)	(9197)	(11405)	(14331)
收入增长	8%	98%	14%	-10%	9%	其它融资现金流	(5014)	24230	(22168)	6631	(6557)
净利润增长率	-1%	145%	-34%	24%	26%	融资活动现金流	(5647)	18831	(31165)	(4774)	(20888)
资产负债率	64%	64%	62%	58%	54%	现金净变动	13007	16643	(15431)	4740	4527
息率	2.0%	2.2%	3.0%	3.7%	4.7%	货币资金的期初余额	4566	17574	34216	18785	23525
P/E	30.6	12.5	18.9	15.3	12.2	货币资金的期末余额	17574	34216	18785	23525	28052
P/B	6.3	4.5	4.1	3.6	3.2	企业自由现金流	0	6121	17578	11183	27085
EV/EBITDA	19.6	10.2	14.6	11.8	9.8	权益自由现金流	0	34173	(6202)	16177	18896

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。 ， 本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032