

主业景气度回升，新材料渐挑大梁

2023 年 03 月 21 日

➤ **事件概述。**3 月 21 日万华化学发布 2022 年度报告，公司全年实现销售收入 1655.65 亿元，同比增长 13.76%，归母净利 162.34 亿元，同比下滑 34.14%。22Q4 实现销售收入 351.45 亿元，环比下滑 14.91%，归母净利 26.25 亿元，环比下滑 18.60%。报告期内原料价格上涨，下游家电、地产、汽车等行业需求疲软导致业绩下滑。

➤ **新材料业务表现亮眼，获利能力逆市提升。**精细化学品及新材料板块实现销售收入 201.24 亿元，增长 30.14%，实现毛利 55.62 亿元，增幅 69.20%。在三大业务板块中的利润贡献占比从 2021 年的 8.6% 提升至 18.16%。本板块以 HDI、PC、PMMA、TPU 为代表的产品经过多年耕耘，市占率持续提高，产品结构不断优化，虽然目前营收规模偏小，但在公司上游业务景气度低迷周期，逐渐肩负起平抑上游波动的重要作用。

➤ **MDI 业务景气度回升，聚醚销量破百万。**受下游需求影响，全年聚合 MDI 价格呈现逐季走低态势，截至 22Q4 下滑至均价约 15000 元/吨，为 2020 年以来的最低时期。春节后下游冰箱冷柜等行业需求复苏，截至 23Q1 产品均价回升至约 16000 元/吨，对应年化利润改善约 20 亿元。2022 年，公司聚醚业务年销量首次突破百万吨，实现多个细分行业的市场份额第一，今年有望继续保持高歌猛进态势。

➤ **石化业务遭遇行业低谷，有望底部反弹。**石化业务具有强周期属性，22 年处于全行业性景气度低谷，公司以 100 万吨/年乙烯及 75 万吨/年丙烷脱氢装置为源头，拥有一体化产业链布局，在行业中具有相对成本优势和 LPG 资源优势。22 年公司石化业务平均毛利率水平下降至 3.74%，我们基于全行业性成本均承受较大压力判断，石化业务获利有望触底。

➤ **大量在建项目顺利推进，2024 或迎来台阶式增长。**2022 年至 2024 年公司有超过 600 亿的资本开支计划，是历史上投资强度最高的时期之一，将迎来 POE、乙烯二期、蓬莱项目等众多项目集中投产，公司有望迎来新一轮台阶式成长。

➤ **投资建议：**公司聚氨酯及石化业务有望底部反弹，新材料与精细化学品业务盈利能力持续提升，24 年或将迎来大量在建项目投产，我们看好公司未来成长性，给予“推荐”评级。公司 2023-2025 年归母净利润分别为 199.25 亿元、244.28 亿元、282.00 亿元，现价（2023 年 3 月 21 日），对应 PE 分别为 15x、12x、11x。

➤ **风险提示：**1、宏观经济及消费复苏不及预期；2、聚氨酯和石化多个产品产能过剩，导致供应端格局恶化；3、新项目建设进度不及预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165,565	186,600	224,300	262,100
增长率（%）	13.8	12.7	20.2	16.9
归属母公司股东净利润（百万元）	16,234	19,925	24,428	28,200
增长率（%）	-34.1	22.7	22.6	15.4
每股收益（元）	5.17	6.35	7.78	8.98
PE	19	15	13	11
PB	4.0	3.4	2.8	2.4

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2023 年 3 月 21 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

98.02 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

相关研究

- 1.万华化学(600309.SH)深度研究：从单轮驱动到构建四梁八柱-2022/11/16
- 2.万华化学 (600309.SH) 事件点评：乙烯二期项目正式获批，POE 产能加倍-2022/08/22
- 3.万华化学 (600309.SH) 事件点评：科思创 TDI 装置不可抗力，供应面预计收紧-2022/08/15
- 4.万华化学 (600309.SH) 2022 年半年度业绩点评：半年净利破百亿，精细化学品及新材料表现亮眼-2022/07/29

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	165,565	186,600	224,300	262,100
营业成本	138,132	153,776	184,725	216,481
营业税金及附加	913	1,120	1,346	1,573
销售费用	1,153	1,176	1,234	1,442
管理费用	1,966	1,866	2,243	2,621
研发费用	3,420	3,732	4,486	5,242
EBIT	20,600	25,440	30,878	35,456
财务费用	1,235	2,144	2,348	2,538
资产减值损失	-192	-190	-228	-267
投资收益	408	373	449	524
营业利润	19,839	23,479	28,751	33,176
营业外收支	-298	-110	-100	-100
利润总额	19,541	23,369	28,651	33,076
所得税	2,499	3,038	3,725	4,300
净利润	17,042	20,331	24,926	28,776
归属于母公司净利润	16,234	19,925	24,428	28,200
EBITDA	29,953	35,755	43,016	49,508
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	17,133	17,473	19,108
应收账款及票据	9,060	10,174	12,229	14,290
预付款项	1,277	1,538	1,847	2,165
存货	18,185	18,769	22,547	26,423
其他流动资产	4,021	8,899	10,340	11,785
流动资产合计	51,532	56,513	64,435	73,770
长期股权投资	6,229	8,229	9,229	10,229
固定资产	78,558	90,181	100,812	111,340
无形资产	9,980	10,930	11,833	12,248
非流动资产合计	149,311	171,477	194,185	219,301
资产合计	200,843	227,990	258,620	293,071
短期借款	44,019	45,019	49,019	51,019
应付账款及票据	24,205	29,491	35,427	41,517
其他流动负债	26,792	30,543	30,156	33,020
流动负债合计	95,017	105,054	114,602	125,556
长期借款	15,968	15,968	17,968	19,968
其他长期负债	8,521	10,469	10,969	11,469
非流动负债合计	24,489	26,438	28,938	31,438
负债合计	119,506	131,491	143,540	156,994
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	4,492	4,899	5,398	5,973
股东权益合计	81,337	96,499	115,080	136,077
负债和股东权益合计	200,843	227,990	258,620	293,071

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.76	12.70	20.20	16.85
EBIT 增长率	-34.58	23.50	21.38	14.83
净利润增长率	-34.14	22.74	22.60	15.44
盈利能力 (%)				
毛利率	16.57	17.59	17.64	17.41
净利润率	9.80	10.68	10.89	10.76
总资产收益率 ROA	8.08	8.74	9.45	9.62
净资产收益率 ROE	21.13	21.75	22.27	21.68
偿债能力				
流动比率	0.54	0.54	0.56	0.59
速动比率	0.32	0.33	0.34	0.35
现金比率	0.20	0.16	0.15	0.15
资产负债率 (%)	59.50	57.67	55.50	53.57
经营效率				
应收账款周转天数	19.97	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	48.05	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.85	0.87	0.92	0.95
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	6.35	7.78	8.98
每股净资产	24.47	29.17	34.93	41.44
每股经营现金流	11.57	11.15	12.89	14.80
每股股利	1.60	2.02	2.48	2.86
估值分析				
PE	19	15	13	11
PB	4.0	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	11.95	10.15	8.50	7.45
股息收益率 (%)	1.63	2.06	2.53	2.92
现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17,042	20,331	24,926	28,776
折旧和摊销	9,354	10,315	12,138	14,052
营运资金变动	8,821	1,960	874	916
经营活动现金流	36,337	35,014	40,484	46,458
资本开支	-32,614	-30,592	-33,915	-38,238
投资	-2,144	-2,000	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-34,325	-32,219	-34,497	-38,744
股权募资	850	0	0	0
债务募资	-6,310	2,949	3,302	4,500
筹资活动现金流	-17,188	-4,650	-5,648	-6,079
现金净流量	-15,202	-1,855	339	1,635

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准		评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	公司评级	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
		谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5%~15%之间
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上
	行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
		中性	相对基准指数涨幅-5%~5%之间
		回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026