

万华化学（600309.SH）

卓越运营管理深化全球布局，筑牢全球化工巨头地位

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年年度报告》：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162.34亿元（同比-34.14%）；基本每股收益5.17元。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，积极克服供应链不畅、能源价格大幅上涨带来的物流成本压力，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。此外，公司向全体股东每10股派发现金红利16元（含税）。

近期MDI价格已有所回暖，万华持续积极探索聚氨酯材料新型应用领域。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终端消费水平有所回暖，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。进入2023年，MDI价格已经出现明显震荡反弹。近年来，万华化学持续培育并探索聚氨酯新应用：世界首套连续化无醛胶合板投产且基本稳定，加速下游行业转型升级，并已完成5条聚氨酯路面的铺设。聚氨酯硬泡回收中试技术开发成功，正在推进与冰箱龙头企业的合作。

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。其中，2022年公司PO/SM装置、多套精细化学品装置陆续投产；电池材料及电池化学品全产业链同步推进；尼龙12、硅共聚PC等自主研发装置一次性开车成功；高端聚烯烃延伸进展顺利。此外，公司布局核电、光伏等项目，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2023—2025年归母净利润分别为180.95/222.75/272.87亿元，同比增速11.5%/23.1%/22.5%；摊薄EPS=5.76/7.09/8.69元，当前股价对应PE=16.8/13.7/11.2x。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

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	174,425	209,754	251,538
(+/-%)	98.2%	13.8%	5.4%	20.3%	19.9%
净利润(百万元)	24649	16234	18095	22275	27287
(+/-%)	145.5%	-34.1%	11.5%	23.1%	22.5%
每股收益(元)	7.85	5.17	5.76	7.09	8.69
EBIT Margin	23.6%	14.1%	13.6%	13.7%	13.7%
净资产收益率(ROE)	36.0%	21.1%	21.1%	23.1%	24.8%
市盈率(PE)	12.4	18.8	16.8	13.7	11.2
EV/EBITDA	10.2	17.8	13.1	10.8	9.3
市净率(PB)	4.45	3.97	3.56	3.15	2.77

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

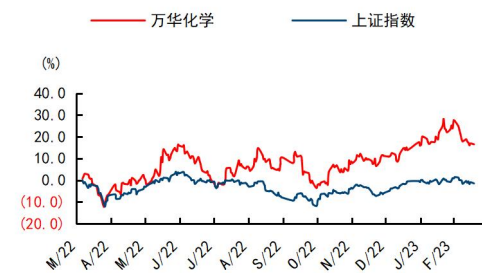
zhangweihang@guosen.com.cn

S0980522010001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	97.08元
总市值/流通市值	304807/304807百万元
52周最高价/最低价	108.00/73.75元
近3个月日均成交额	1018.06百万元

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）-逆势中仍实现营收增长，建设全球一流化工新材料公司》——2023-02-14
 《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

逆势中仍然充分发挥全球渠道优势，维持“买入”评级

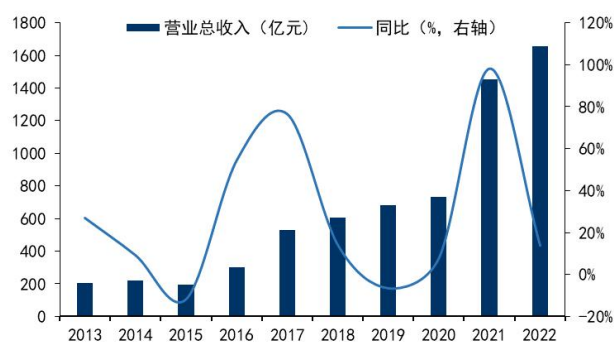
2023 年 3 月 20 日晚，万华化学披露《2022 年年度报告》：受全球能源价格高企、欧美高通胀、全球经济增速放缓、生产要素原材料价格大幅上涨等影响，公司利润同比下降。2022 年，公司共实现营业收入 1655.65 亿元（同比+13.76%）；归母净利润 162.34 亿元（同比-34.14%）；每股收益为 5.17 元；基本符合此前《2022 年度业绩快报公告》中的数据。2022 年，受全球大宗原料及能源价格上涨等影响，公司营业成本为 1381.32 亿元（同比+28.7%），高于营业收入 13.8% 的增速，导致毛利率下降 9.7%。期间费用率为 4.7%（同比-0.5 个百分点）。此外，公司公布了《2022 年年度利润分配方案公告》：以 31.4 亿股股本为基数，向全体股东每 10 股派发现金红利 16 元（含税），合计派发现金红利总额为 50.24 亿元。即 2022 年 Q4，公司共实现营收 351.45 亿元（同比+8.04%）；归母净利润 26.25 亿元（同比-48.59%、环比-18.60%）。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，产品收入及成本也相应增加。值得一提的是，2022 年，随着聚醚多元醇销量提升、PO/SM 装置及多套精细化学品装置投产。

从全球化运营来说，2022 年，国际原油和大宗商品价格高位震荡，能源和天然气短供导致欧洲生产受到抑制，公司海外业务受到一定冲击。然而，在能源高涨、高通胀、市场需求减弱的大环境下，BC 公司仍然合理安排生产计划，装置安全稳定运行，保持 MDI、TDI 装置稳定运转；通过优化海外供应链布局和资源全球配置，全面提升了保供提效和风险防范的能力，优化集团整体供应协同能力。

研发方面，2022 年全年研发投入 34.20 亿元，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，重点研发碳中和相关技术、聚氨酯下游应用、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、CMP 信息材料（电子材料）、分离与纯化等项目。

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

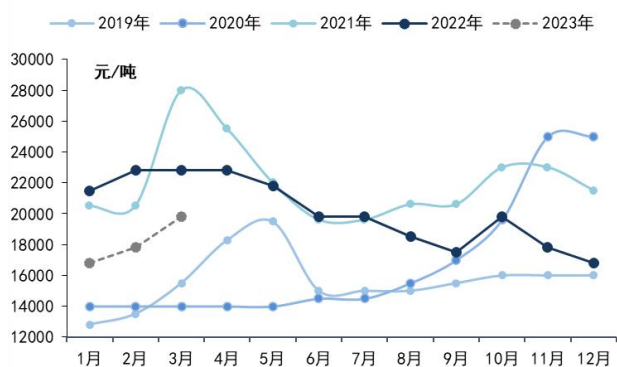
聚氨酯业务：短期价格性波动显著，长期 MDI 需求仍将稳定增长

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 3 月 20 日，聚合 MDI PM200 商谈价 16100-16300 元/吨，上海货商谈价 15600-15800 元/吨，具体可谈（含税桶装自提价）。该价格分别较上月、上季度、较年初变化 1.28%、10.70%、8.05%。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，因而对原料刚需采买。

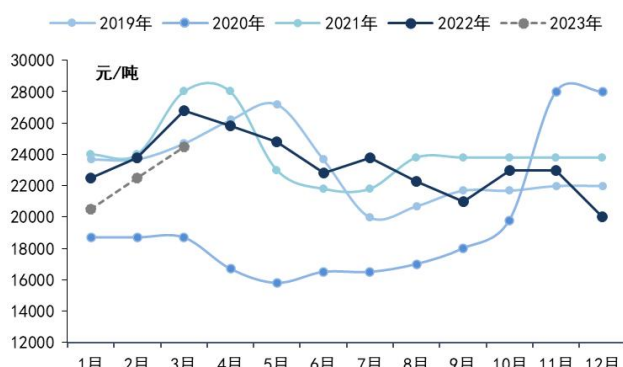
纯 MDI 方面，截至 2023 年 3 月 20 日，当前纯 MDI 上海货源报盘集中 19000-19500 元/吨，进口货源报盘集中 19000-19500 元/吨（含税桶装自提价）。该价格分别较上月、上季度、较年初变化-8.95%、2.30%、-4.81%。需求方面，受终端市场逐步恢复，下游鞋底原液工厂负荷提升至 3-4 成，工厂生产交付订单为主，对原料消耗能力逐步提升。下游浆料整体负荷运行 3 成，浆料工厂负荷缓慢提升中，终端合成革市场维持刚需生产。

图3：公司聚合 MDI 挂牌价变化情况



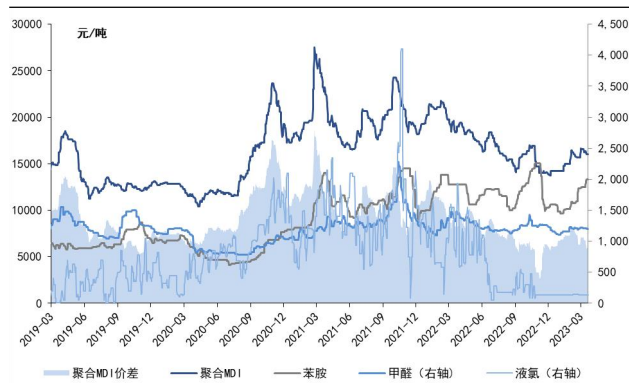
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司纯 MDI 挂牌价变化情况



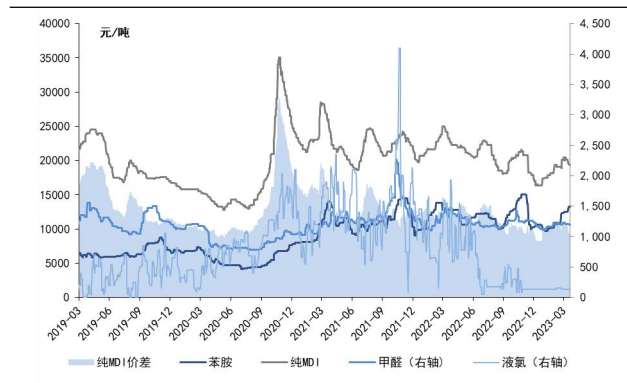
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

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。

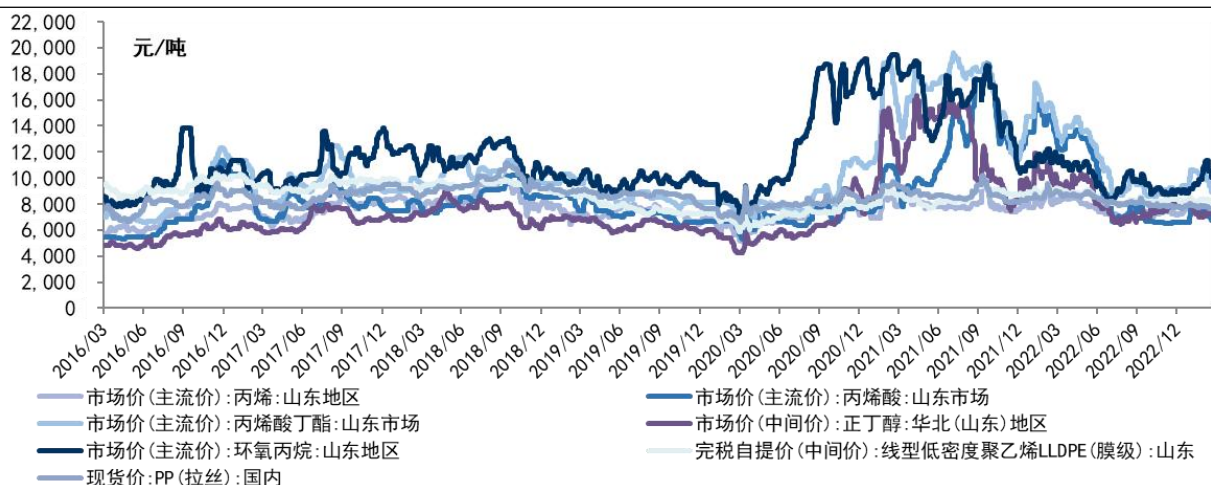
2022 年 12 月 22 日，万华福建在克服了近两年高温、台风等不利因素影响下，实现了 40 万吨/年 MDI 装置的一次开车成功，装置生产平稳运行。至此，公司 MDI 产能增加至 305 万吨。**在技术上**，2022 年，万华针对 MDI、TDI、HDI 等装置实现了不同程度的工艺优化，在提高反应效率、降低成本、提升产品纯度及质量等方面均得到体现。**在新兴应用领域方面**，近年来，万华化学持续培育并探索聚氨酯新应用：世界首套连续化无醛胶合板投产且基本稳定，加速下游行业转型升级，并已完成 5 条聚氨酯路面的铺设；聚氨酯硬泡回收中试技术开发成功，正在与冰箱龙头企业合作推进。

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。

近两年，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。**从公司的战略来说**，石化一期产品通过结构优化持续巩固行业头部供应商地位，石化二期产品强化研产销内部协同，不断提升产品开发、制造、应用能力。2022 年，万华蓬莱一期项目集中开工。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7：受原材料价格推动，部分石化产品价格在大涨后，目前价格中枢已有所回落



资料来源：卓创资讯、Wind、国信证券经济研究所整理

精细化学品和新兴材料各领域均取得突破性进展

2022 年，公司（1）**功能化学品事业部**：ADI 业务抓住机遇，扩大市场份额，持续扩大全球战略客户份额。（2）**表面材料事业部**，水性树脂销量创历史新高，在汽车内饰胶、鞋胶、吸塑胶、木器漆、高端工业漆、高端建材等多个领域实现行业领先。（3）**新材料事业部**方面，公司实现了 TPU 总销量持续增长，TPU 车衣膜产品关键技术和连续化量产突破。高性能聚合物事业部销售收入实现增长，国内纯 PC 市场份额进入前三，成为国内首家拥有高硅含量 PC 的企业，PC 产品海外出口业务连续四年大幅增长。

投资建议：维持“买入”评级。我们预计公司 2023—2025 年归母净利润分别为 180.95/222.75/272.87 亿元，同比增速 11.5%/23.1%/22.5%；摊薄 EPS=5.76/7.09/8.69 元，当前股价对应 PE=16.8/13.7/11.2x。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，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）	2021	2022	2023E	2024E	2025E	利润表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	34216	18989	23593	25599	39119	营业收入	145538	165565	174425	209754	251538
应收款项	10040	10059	13065	14309	17095	营业成本	107317	138132	140651	169449	206973
存货净额	18282	18185	21488	25152	29491	营业税金及附加	880	913	1249	1657	1987
其他流动资产	9753	4299	11166	10977	11932	销售费用	1052	1153	6105	6922	4779
流动资产合计	72291	51532	69312	76036	97637	管理费用	1892	1966	2726	3016	3353
固定资产	94585	115622	126213	129655	127102	财务费用	1479	1235	2256	2249	1956
无形资产及其他	7982	9980	9481	8982	8483	投资收益	492	408	200	220	240
投资性房地产	11521	17480	17480	17480	17480	资产减值及公允价值变动	1082	365	200	200	200
长期股权投资	3930	6229	6329	6429	6529	其他收入	(5068)	(3100)	0	0	0
资产总计	190310	200843	228816	238582	257230	营业利润	29425	19839	21837	26881	32930
短期借款及交易性金融负债	58095	47218	54247	46275	36000	营业外净收支	(274)	(298)	0	0	0
应付款项	20390	24205	32150	32834	40743	利润总额	29151	19541	21837	26881	32930
其他流动负债	19518	23594	26899	32266	38964	所得税费用	4112	2499	2839	3495	4281
流动负债合计	98002	95017	113296	111375	115707	少数股东损益	391	808	903	1112	1362
长期借款及应付债券	15644	16168	16368	16368	16368	归属于母公司净利润	24649	16234	18095	22275	27287
其他长期负债	4968	8321	8321	8321	8321						
长期负债合计	20612	24489	24689	24689	24689	现金流量表（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
负债合计	118614	119506	137985	136064	140396	净利润	24649	16234	18095	22275	27287
少数股东权益	3197	4492	5125	5903	6857	资产减值准备	587	(883)	97	15	(0)
股东权益	68499	76845	85706	96615	109978	折旧摊销	7225	431	10010	12242	13252
负债和股东权益总计	190310	200843	228816	238582	257230	公允价值变动损失	(1082)	(365)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1479	1235	2256	2249	1956
关键财务与估值指标	2021	2022	2023E	2024E	2025E	营运资本变动	(7181)	9934	(1830)	1350	6525
每股收益	7.85	5.17	5.76	7.09	8.69	其它	(302)	1169	535	763	954
每股红利	2.13	3.34	2.94	3.62	4.43	经营活动现金流	23896	26520	26708	36445	47817
每股净资产	21.82	24.47	27.30	30.77	35.03	资本开支	0	(20518)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	25%	15%	14%	16%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	36%	21%	21%	23%	25%	投资活动现金流	(2616)	(22817)	(20100)	(15100)	(10100)
毛利率	26%	17%	19%	19%	18%	权益性融资	(40)	850	0	0	0
EBIT Margin	24%	14%	14%	14%	14%	负债净变化	3822	325	200	0	0
EBITDA Margin	29%	14%	19%	20%	19%	支付股利、利息	(6674)	(10490)	(9233)	(11366)	(13924)
收入增长	98%	14%	5%	20%	20%	其它融资现金流	1107	551	7030	(7973)	(10275)
净利润增长率	145%	-34%	11%	23%	23%	融资活动现金流	(4637)	(18930)	(2004)	(19339)	(24198)
资产负债率	64%	62%	63%	60%	57%	现金净变动	16643	(15227)	4604	2006	13519
息率	2.2%	3.4%	3.0%	3.7%	4.6%	货币资金的期初余额	17574	34216	18989	23593	25599
P/E	12.4	18.8	16.8	13.7	11.2	货币资金的期末余额	34216	18989	23593	25599	39119
P/B	4.4	4.0	3.6	3.2	2.8	企业自由现金流	0	10255	8794	23570	39745
EV/EBITDA	10.2	17.8	13.1	10.8	9.3	权益自由现金流	0	11131	14060	13641	27769

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。本报告仅供我公司客户使用，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