

信义山证 汇通天下

证券研究报告

聚氨酯

万华化学（600309.SH）

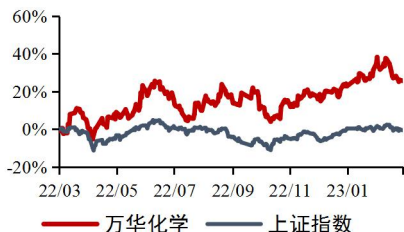
买入-B(维持)

成本上行致业绩承压，加大资源投入保障未来成长

2023 年 3 月 20 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2023 年 3 月 20 日

收盘价（元）：	97.08
年内最高/最低（元）：	108.00/73.75
流通 A 股/总股本（亿）：	31.40/31.40
流通 A 股市值（亿）：	3,048.07
总市值（亿）：	3,048.07

基础数据：2022 年 12 月 31 日

基本每股收益：	5.17
摊薄每股收益：	5.17
每股净资产（元）：	25.91
净资产收益率：	20.95

资料来源：最闻

分析师：

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司披露 2022 年年报，实现营业收入 1655.65 亿元，yoy+13.76%，归属母公司股东的净利润 162.34 亿元，yoy-34.14%。其中，Q4 实现营业收入 351.45 亿元，yoy-8.04%，环比-14.91%；归属净利润 26.25 亿元，yoy-48.59%，环比-18.6%。

事件点评

➢ 受大宗原料及能源价格上涨，业绩增收不增利。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，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列的主要产品销量增加，产量分别为 416 万吨、450 万吨、98 万吨，同比分别+3.88%、+12.57%、+24.11%；销量分别为 418 万吨、454 万吨、95 万吨，同比分别+7.44%、+16.4%、+24.52%；受全球大宗原料及能源价格上涨影响，产品成本上涨幅度大于收入增长幅度，毛利率同比下降，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料毛利率分别为 24.45%、3.74%、27.63%，较上年同期分别-10.62pct、-13.35pct、+6.38pct；根据百川盈孚，截至 3 月 20 日，聚合 MDI 15775 元/吨，yoy-13.09%，22 年均价为 17084.76 元/吨；纯 MDI 18800 元/吨，yoy-18.26%，22 年均价为 20640 元/吨；TDI 17975 元/吨，yoy-7.35%，22 年均价为 18235.78 元/吨。主要原料纯苯、动力煤、cp 丙烷 22 年均价分别为 8125 元/吨、1136 元/吨、737 美元/吨，同比+14%、+21%、+14%。

➢ 公司加大资源投入，竞争力持续提升。2022 年公司研发投入 34.20 亿元，同比增长 7.95%，资本开支 326.15 亿，同比增长 21.49%。聚氨酯业务方面，截至 2022 年末公司在烟台拥有 110 万吨/年 MDI、30 万吨/年 TDI 装置，在宁波拥有 120 万吨/年 MDI 装置，在匈牙利 BC 公司拥有 35 万吨/年 MDI、25 万吨/年 TDI 装置，在福建拥有 40 万吨/年的 MDI 装置、10 万吨/年 TDI 装置；石化业务方面，以 100 万吨/年乙烯及 75 万吨/年丙烷脱氢装置为源头，实现产业链联动和价值链协同，公司实现自主开发 POE 等技术产业化，规划在烟台实施的 120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目目前正在有序稳步建设中；精细化学品及新材料业务方面，ADI 市场占有率持续提高，TPU 产品结构持续优化，PMMA 业务国内市场份额持续扩大，膜材料业务不断拓展在家用净水、钢铁、光伏新能源等领域的应用，PC 产业链全线贯通，高端产品占比进一步提升，致力于打造电池化学品和电池材料产业链。

➢ 双碳战略稳步推进，ESG 行动进一步夯实可持续发展根基。未来公司将坚持走绿色低碳安全的可持续发展道路。聚焦绿色回收，布局环保产业链，



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



以强劲研发实力、持续扩大的 MDI 产能优势以及聚碳酸酯（PC）全产业链优势，进军硬泡回收、循环托盘、塑料回收领域；立足可持续材料研发，开展技术攻关，聚焦零碳社区、无醛空间、生物基和生物降解材料等应用场景，实现可持续发展；加大对新能源电池材料以及绿色能源材料的研发投入，积极跨界布局上游风电、光伏等新能源及下游电池材料、光伏和风电材料等业务领域，与隆基绿能签订战略合作协议，全方位协同光伏、氢能、建筑光伏一体化、新材料等多领域的深度合作。

投资建议

➤ 我们预计公司 2023-2025 年归母公司净利润 187.6/218.22/244.88 亿元，对应 EPS 为 5.97/6.95/7.80 元，目前股价对应 2023-2025 年 PE 为 16.2/14/12.4 倍，维持“买入-B”评级。

风险提示

➤ 下游需求不及预期的风险、项目投产不及预期的风险、原料价格大幅波动的风险。

财务数据与估值：

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	183,513	199,270	212,854
YoY(%)	98.2	13.8	10.8	8.6	6.8
净利润(百万元)	24,649	16,234	18,760	21,822	24,488
YoY(%)	145.5	-34.1	15.6	16.3	12.2
毛利率(%)	26.3	16.6	19.5	20.1	20.0
EPS(摊薄/元)	7.85	5.17	5.97	6.95	7.80
ROE(%)	34.9	21.0	20.5	20.1	19.1
P/E(倍)	12.4	18.8	16.2	14.0	12.4
P/B(倍)	4.4	4.0	3.4	2.8	2.4
净利率(%)	16.9	9.8	10.2	11.0	11.5

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	72291	51532	61081	72562	89322
现金	34216	18989	22582	33316	46622
应收票据及应收账款	8646	9060	10303	10817	11709
预付账款	1367	1277	1575	1550	1778
存货	18282	18185	20160	21438	22954
其他流动资产	9780	4021	6461	5441	6260
非流动资产	118018	149311	155758	161687	163706
长期投资	3930	6229	9042	11820	14610
固定资产	65233	78558	92747	100833	104067
无形资产	7982	9980	11151	12344	13424
其他非流动资产	40873	54544	42818	36689	31604
资产总计	190310	200843	216839	234249	253028
流动负债	98002	95017	99749	101640	103733
短期借款	53873	44019	48946	46483	47715
应付票据及应付账款	20390	24205	24864	27565	28669
其他流动负债	23739	26792	25939	27592	27349
非流动负债	20612	24489	21083	18717	14719
长期借款	15644	16168	13879	11142	7267
其他非流动负债	4968	8321	7203	7576	7451
负债合计	118614	119506	120832	120357	118452
少数股东权益	3197	4492	5427	6513	7732
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2160	2160	2160	2160
留存收益	63671	72055	85655	101474	119226
归属母公司股东权益	68499	76845	90581	107379	126843
负债和股东权益	190310	200843	216839	234249	253028

现金流量表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	27922	36337	22501	36593	34400
净利润	25039	17042	19694	22909	25707
折旧摊销	7228	8281	8365	10182	11655
财务费用	1479	1235	1194	779	208
投资损失	-492	-408	-408	-408	-408
营运资金变动	-7246	8821	-6422	3424	-2593
其他经营现金流	1915	1366	78	-293	-169
投资活动现金流	-28758	-34325	-14479	-15411	-13096
筹资活动现金流	17587	-17188	-4429	-10448	-7998

每股指标 (元)

每股收益(最新摊薄)	7.85	5.17	5.97	6.95	7.80
每股经营现金流(最新摊薄)	8.89	11.57	7.17	11.65	10.96
每股净资产(最新摊薄)	21.82	24.47	28.85	34.20	40.40

利润表(百万元)

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	145538	165565	183513	199270	212854
营业成本	107317	138132	147662	159315	170327
营业税金及附加	880	913	1403	1469	1523
营业费用	1052	1153	4533	4775	4379
管理费用	1892	1966	3002	3254	3274
研发费用	3168	3420	4473	4769	5047
财务费用	1479	1235	1194	779	208
资产减值损失	-1260	-256	-284	-308	-329
公允价值变动收益	7	173	173	173	173
投资净收益	492	408	408	408	408
营业利润	29425	19839	22879	26566	29774
营业外收入	97	45	45	45	45
营业外支出	371	343	343	343	343
利润总额	29151	19541	22581	26268	29476
所得税	4112	2499	2888	3359	3769
税后利润	25039	17042	19694	22909	25707
少数股东损益	391	808	934	1087	1219
归属母公司净利润	24649	16234	18760	21822	24488
EBITDA	38463	29959	33022	38251	42396

主要财务比率

会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	98.2	13.8	10.8	8.6	6.8
营业利润(%)	148.8	-32.6	15.3	16.1	12.1
归属于母公司净利润(%)	145.5	-34.1	15.6	16.3	12.2
获利能力					
毛利率(%)	26.3	16.6	19.5	20.1	20.0
净利率(%)	16.9	9.8	10.2	11.0	11.5
ROE(%)	34.9	21.0	20.5	20.1	19.1
ROIC(%)	18.3	12.8	13.2	13.9	13.9
偿债能力					
资产负债率(%)	62.3	59.5	55.7	51.4	46.8
流动比率	0.7	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	19.5	18.7	19.0	18.9	18.9
应付账款周转率	5.7	6.2	6.0	6.1	6.1
估值比率					
P/E	12.4	18.8	16.2	14.0	12.4
P/B	4.4	4.0	3.4	2.8	2.4
EV/EBITDA	9.1	12.1	10.9	9.1	7.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：**——公司评级**

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话: 010-83496336

