

万华化学 (600309.SH)

买入 (维持评级)

业绩符合预期，看好后续盈利上行

业绩简评

3月20日，公司发布2022年年报，公司2022年实现营收1655.65亿元，同比+13.76%；扣非后归母净利润162.34亿元，同比-34.14%；其中第四季度公司预计实现归母净利润26.25亿元，业绩符合预期。

经营分析

MDI 价格触底反弹，后续业绩修复可期。公司拥有MDI产能300万吨，在行业内定价权进一步提升。根据百川盈孚价格数据，2022年年聚合MDI均价17084元/吨，同比下降14%；纯MDI价格20639元/吨，同比下降7.5%。2023年1季度来看，目前聚合MDI价格15818元/吨，环比22年4季度均价14900元/吨略有回升，纯MDI价格19138元/吨，环比22年4季度均价18537元/吨略有回升。我们认为，随着经济的企稳，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。

盈利预测、估值与评级

考虑到公司主要产品价格下跌，我们修正公司2023-2024年归母净利润分别为194.5（-9.6%）和237.6（-5.7%）亿元，引入25年盈利预测为269.3亿元，EPS分别为6.19、7.57和8.58元，当前市值对应PE分别为15.82X、12.95X和11.42X，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。

基础化工组

分析师：陈屹（执业S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：王明辉（执业S1130521080003）

wangmh@gjzq.com.cn

分析师：杨翼荣（执业S1130520090002）

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：97.08元

相关报告：

1.《万华化学公司点评：内需向上，看好盈利逐步回升》，2023.2.16

2.《40万吨MDI装置投产，看好行业需求改善-【国金化工】万华化...》，2022.12.24

3.《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



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	170,811	183,811	196,692
营业收入增长率	98.19%	13.76%	3.17%	7.61%	7.01%
归母净利润(百万元)	24,649	16,234	19,445	23,762	26,933
归母净利润增长率	145.47%	-34.14%	19.78%	22.20%	13.35%
摊薄每股收益(元)	7.851	5.170	6.193	7.568	8.578
每股经营性现金流净额	8.49	11.49	6.44	12.19	13.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.98%	21.13%	21.09%	21.24%	19.99%
P/E	12.87	17.92	15.82	12.95	11.42
P/B	4.63	3.79	3.34	2.75	2.28

来源：公司年报、国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	73,433	145,538	165,565	170,811	183,811	196,692
增长率		98.2%	13.8%	3.2%	7.6%	7.0%
主营业务成本	-53,766	#####	-138,132	-137,000	-144,000	-153,000
%销售收入	73.2%	73.7%	83.4%	80.2%	78.3%	77.8%
毛利	19,667	38,221	27,433	33,811	39,811	43,692
%销售收入	26.8%	26.3%	16.6%	19.8%	21.7%	22.2%
营业税金及附加	-676	-880	-913	-1,059	-1,195	-1,278
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
销售费用	-2,939	-1,052	-1,153	-1,230	-1,323	-1,416
%销售收入	4.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-1,420	-1,892	-1,966	-2,221	-2,390	-2,557
%销售收入	1.9%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-2,043	-3,168	-3,420	-3,758	-4,044	-4,327
%销售收入	2.8%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	12,590	31,230	19,981	25,543	30,859	34,113
%销售收入	17.1%	21.5%	12.1%	15.0%	16.8%	17.3%
财务费用	-1,076	-1,479	-1,235	-3,244	-3,490	-3,007
%销售收入	1.5%	1.0%	0.7%	1.9%	1.9%	1.5%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	7	173	0	0	0
投资收益	179	492	408	500	500	500
%税前利润	1.5%	1.7%	2.1%	2.1%	1.8%	1.6%
营业利润	11,825	29,425	19,839	23,252	28,322	32,059
营业利润率	16.1%	20.2%	12.0%	13.6%	15.4%	16.3%
营业外收支	-93	-274	-298	16	19	21
税前利润	11,732	29,151	19,541	23,268	28,341	32,080
利润率	16.0%	20.0%	11.8%	13.6%	15.4%	16.3%
所得税	-1,317	-4,112	-2,499	-3,283	-3,999	-4,526
所得税率	11.2%	14.1%	12.8%	14.1%	14.1%	14.1%
净利润	10,415	25,039	17,042	19,985	24,342	27,553
少数股东损益	373	391	808	540	580	620
归属于母公司的净利润	10,041	24,649	16,234	19,445	23,762	26,933
净利率	13.7%	16.9%	9.8%	11.4%	12.9%	13.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	10,415	25,039	17,042	19,985	24,342	27,553
少数股东损益	373	391	808	540	580	620
非现金支出	5,236	8,161	9,354	10,034	11,279	12,548
非经营收益	1,005	785	864	5,621	3,883	3,511
营运资金变动	-411	-7,323	8,821	-15,424	-1,233	-793
经营活动现金净流	16,246	26,662	36,081	20,216	38,271	42,820
资本开支	-23,119	-26,845	-32,614	-12,400	-19,998	-18,101
投资	-721	-1,996	-2,144	-200	-256	-100
其他	-16	83	434	400	379	347
投资活动现金净流	-23,855	-28,758	-34,325	-12,200	-19,875	-17,854
股权募资	720	305	850	0	0	0
债权募资	25,447	24,925	-6,310	22,605	-4,848	-10,914
其他	-6,377	-7,683	-11,753	-7,954	-8,487	-8,117
筹资活动现金净流	19,790	17,546	-17,214	14,651	-13,335	-19,031
现金净流量	12,181	15,451	-15,458	22,667	5,061	5,936

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,574	34,216	18,989	41,656	46,717	52,653
应收款项	11,954	16,670	11,314	19,936	21,705	23,226
存货	8,704	18,282	18,185	24,397	25,644	27,247
其他流动资产	2,296	3,123	3,045	3,405	3,737	3,802
流动资产	40,526	72,291	51,532	89,394	97,803	106,927
%总资产	30.3%	38.0%	25.7%	37.4%	38.2%	39.4%
长期投资	2,264	5,270	7,717	8,017	8,394	8,647
固定资产	79,628	94,585	115,622	123,076	131,592	136,937
%总资产	59.5%	49.7%	57.6%	51.5%	51.3%	50.5%
无形资产	8,350	9,275	11,302	11,857	12,402	12,939
非流动资产	93,226	118,018	149,311	149,361	158,479	164,308
%总资产	69.7%	62.0%	74.3%	62.6%	61.8%	60.6%
资产总计	133,753	190,310	200,843	238,755	256,282	271,236
短期借款	38,900	58,095	47,218	72,001	65,809	55,744
应付款项	19,003	21,656	25,605	26,260	27,605	29,331
其他流动负债	10,230	18,251	22,194	21,220	21,963	22,608
流动负债	68,134	98,002	95,017	119,482	115,377	107,683
长期贷款	11,822	15,644	15,968	15,468	16,813	15,964
其他长期负债	2,146	4,968	8,521	6,565	6,591	6,617
负债	82,102	118,614	119,506	141,515	138,781	130,264
普通股股东权益	48,780	68,499	76,845	92,208	111,888	134,740
其中：股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
未分配利润	40,281	60,848	69,232	84,595	104,276	127,127
少数股东权益	2,870	3,197	4,492	5,032	5,612	6,232
负债股东权益合计	133,753	190,310	200,843	238,755	256,282	271,236

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.198	7.851	5.170	6.193	7.568	8.578
每股净资产	15.536	21.817	24.475	29.368	35.636	42.914
每股经营现金净流	5.174	8.492	11.492	6.439	12.189	13.638
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	20.58%	35.98%	21.13%	21.09%	21.24%	19.99%
总资产收益率	7.51%	12.95%	8.08%	8.14%	9.27%	9.93%
投入资本收益率	10.86%	18.40%	12.01%	11.86%	13.23%	13.76%
增长率						
主营业务收入增长率	7.91%	98.19%	13.76%	3.17%	7.61%	7.01%
EBIT 增长率	0.27%	148.07%	-36.02%	27.84%	20.81%	10.54%
净利润增长率	-0.87%	145.47%	-34.14%	19.78%	22.20%	13.35%
总资产增长率	38.08%	42.28%	5.53%	18.88%	7.34%	5.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.7	18.8	19.5	25.0	26.0	26.0
存货周转天数	58.7	45.9	48.2	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	58.3	35.0	32.3	35.0	35.0	35.0
固定资产周转天数	280.2	163.6	173.2	168.8	159.9	146.4
偿债能力						
净负债/股东权益	64.06%	54.16%	54.18%	46.98%	30.45%	13.42%
EBIT 利息保障倍数	11.7	21.1	16.2	7.9	8.8	11.3
资产负债率	61.38%	62.33%	59.50%	59.27%	54.15%	48.03%

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
----	-----	-----	-----	-----	-----

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-01-20	买入	96.47	N/A
2	2022-03-16	买入	75.55	N/A
3	2022-04-26	买入	75.52	N/A
4	2022-07-29	买入	85.15	N/A
5	2022-08-09	买入	81.72	95.00~95.00
6	2022-10-25	买入	86.05	N/A
7	2022-12-24	买入	88.81	N/A
8	2023-02-16	买入	99.41	N/A

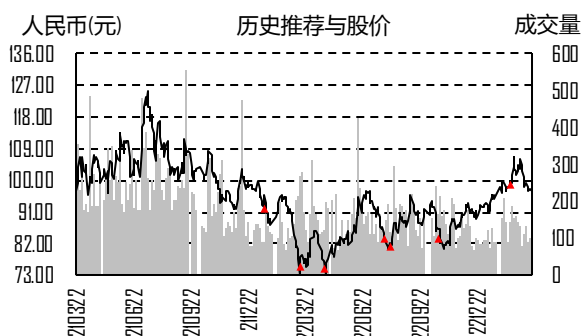
来源：国金证券研究所

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



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：010-85950438 邮箱：researchbj@gjzq.com.cn 邮编：100005 地址：北京市东城区建内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	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
--	--	--