

分析师: 顾敏豪
 登记编码: S0730512100001
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

聚氨酯与石化景气下行压制盈利, 未来复苏可期

——万华化学(600309)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

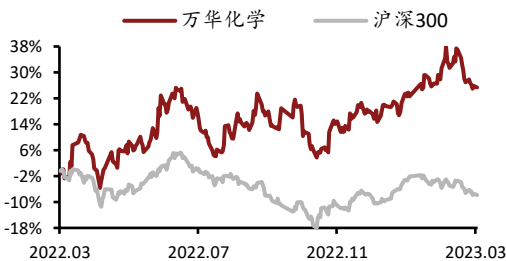
市场数据(2023-03-21)

收盘价(元)	98.02
一年内最高/最低(元)	106.80/75.52
沪深 300 指数	3,982.38
市净率(倍)	4.00
流通市值(亿元)	3,077.58

基础数据(2022-12-31)

每股净资产(元)	24.47
每股经营现金流(元)	11.57
毛利率(%)	16.57
净资产收益率_摊薄(%)	21.13
资产负债率(%)	59.50
总股本/流通股(万股)	313,974.66/313,974.66
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《万华化学(600309)公司点评报告: 成本压力导致业绩承压, 未来有望恢复成长》

2023-02-17

《万华化学(600309)中报点评: 成本上升导致业绩承压, 未来增长仍有动力》 2022-08-04

《万华化学(600309)公司点评报告: 中原证券-公司点评报告(万华化学 600309)》

2022-01-21

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2023 年 03 月 21 日

投资要点: 公司公布 2022 年年度报告, 2022 年公司实现营业收入 **1655.65 亿元**, 同比增长 **13.76%**。实现归属于上市公司股东的净利润 **162.34 亿元**, 同比下滑 **34.14%**, 扣非后的净利润 **157.97 亿元**, 同比下滑 **35.14%**, 基本每股收益 **5.17 元**。公司同时公布了 22 年度利润分配预案, 拟每 10 股派发现金红利 **16 元**。

- **聚氨酯与石化产品景气下滑, 公司全年业绩承压。** 公司业务包括聚氨酯、石化业务和新材料三大类。2022 年以来, 受俄乌冲突等地缘政治因素影响, 原油、煤炭、天然气等大宗能源价格大幅上涨, 推动了公司原材料和能源成本的上行。同时由于全球经济下行和我国地产开工下滑等因素影响, 公司整体需求低迷, 导致公司产品景气下行, 业绩出现下滑。公司全年以量补价, 一定程度上对冲了行业景气下滑的影响, 彰显公司经营的韧性。

2022 年, 公司聚氨酯系列产品销量 418 万吨, 同比增长 7.46%, 实现收入 628.96 亿元, 同比增长 3.97%; 石化系列产品销量 1098 万吨, 同比增长 9.36%, 实现收入 696.35 亿元, 同比增长 13.40%; 精细化学及新材料系列产品销量 95 万吨, 同比增长 25%, 实现收入 201.24 亿元, 同比增长 30.14%。价格方面, 全年纯 MDI 和聚合 MDI 挂牌均价分别为 23300 元/吨和 20142 元/吨, 同比下滑 3.45% 和 8.58%。石化产品中, 丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、正丁醇等多数产品均价同比下跌, 丁二烯、MTBE 等产品均价上涨。公司通过调整产品结构, 全年石化系列产品销售均价 6342 元/吨, 同比上涨 3.69%。此外精细化学品产品销售均价 2.12 万元/吨, 同比上涨 4.11%。在产品售价和销量提升的推动下, 2022 年公司实现营业收入 1655.65 亿元, 同比增长 13.76%。

主要原材料中, 纯苯均价 8125 元/吨, 同比上涨 14%, 5000 大卡煤炭均价 1136 元/吨, 同比上涨 21%, 丙烷均价 737 美元/吨, 同比上涨 14%。丁烷均价 734 美元/吨, 同比上涨 17%, 涨幅均大于产品价格的上涨幅度。

受原材料价格上涨的影响, 公司全年综合毛利率 16.57%, 同比下滑 10.62 个百分点。其中聚氨酯系列毛利率 24.45%, 同比下降 10.62 个百分点, 石化系列毛利率 3.74%, 同比下降 13.35 个百分点, 精细化学品及新材料

系列毛利率 27.63%，同比提升 6.38 个百分点。聚氨酯和石化系列产品景气下行导致了公司全年盈利能力的下滑。

总体来看，2022 年能源及原材料价格的大幅提升导致公司盈利承压，毛利率下降进而导致业绩下滑。公司通过以量补价，加上多套精细化学品装置投产带来销量的增长，实现了营业收入的逆势增长，一定程度上减轻了成本上升的压力。

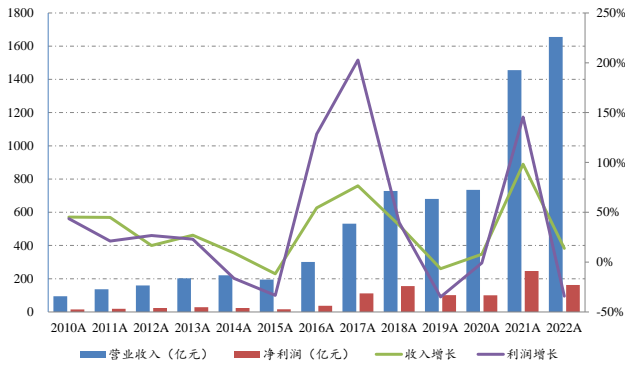
- **MDI 景气有望复苏，石化业务仍有增量。**2022 受地产下行影响，我国聚氨酯需求受到一定冲击。随着我国房地产政策扶持政策的陆续出台，叠加宏观经济的复苏，未来聚氨酯需求有望复苏，推动行业景气的上行。公司的石化业务产业链不断延伸，未来供应仍有增量。目前公司乙烯二期项目已启动，产能 120 万吨，产品包括乙烯、丁二烯、聚烯烃弹性体 POE 等，预计将于 2024 年逐步投产。随着石化产能规模的提升，产业链协同效果也不断增强，能够为公司新材料业务提供原料供应，提升公司的综合优势。
- **新材料品类不断丰富，前景广阔。**在石化业务的基础上，公司持续发力精细化学品和新材料业务。公司已积极布局柠檬醛及衍生物、PC、合成香料、生物可降解塑料等多个项目、锂电正极材料、大尺寸单晶硅等高附加值的新材料。2022 年公司多个新材料项目投产，包括 4 万吨尼龙 12、48 万吨双酚 A 和特种共聚硅聚碳酸酯等项目。公司磷酸铁锂项目正积极推进，此外 20 万吨 POE 预计 2024 年投产。凭借公司石化业务带来的原材料质量和成本优势，公司的新材料业务发展潜力广阔，推动公司从全球聚氨酯龙头向新材料巨头迈进。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2023、2024 年 EPS 为 6.67 元和 8.45 元，以 3 月 21 日收盘价 98.02 元计算，PE 分别为 14.70 倍和 11.60 倍。考虑到公司的发展前景，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：行业竞争加剧、公司新项目进展低于预期

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	1,455	1,656	1,830	2,015	2,125
增长比率(%)	98.19	13.76	10.53	10.11	5.46
净利润(亿元)	246	162	209	265	283
增长比率(%)	145.47	-34.14	28.98	26.73	6.71
每股收益(元)	7.85	5.17	6.67	8.45	9.02
市盈率(倍)	12.49	18.96	14.70	11.60	10.87

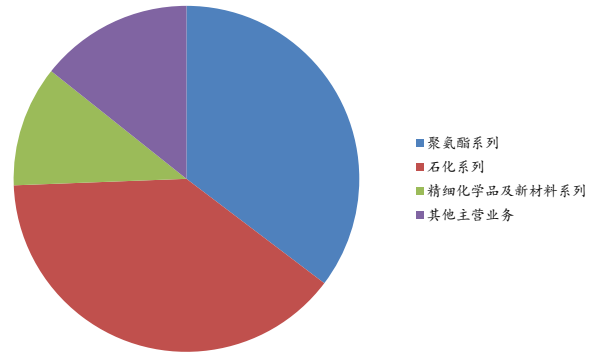
资料来源：中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



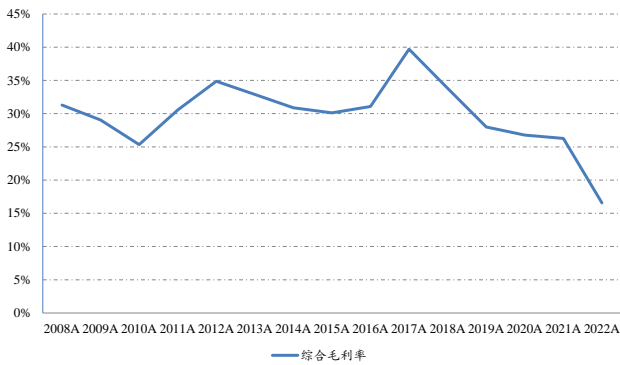
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



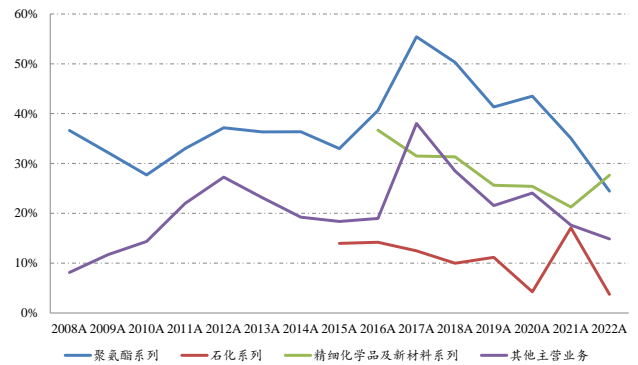
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (亿元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	723	515	948	1,092	1,666
现金	342	190	423	645	1,112
应收票据及应收账款	86	91	127	94	143
其他应收款	14	10	60	60	60
预付账款	14	13	18	18	18
存货	183	182	229	195	259
其他流动资产	84	30	91	80	73
非流动资产	1,180	1,493	1,500	1,456	1,409
长期投资	39	62	62	62	62
固定资产	652	786	978	1,026	1,026
无形资产	80	100	100	100	100
其他非流动资产	409	545	360	267	221
资产总计	1,903	2,008	2,448	2,547	3,075
流动负债	980	950	1,174	1,000	1,235
短期借款	539	440	469	498	484
应付票据及应付账款	204	242	400	194	440
其他流动负债	237	268	305	308	311
非流动负债	206	245	245	245	245
长期借款	156	160	160	160	160
其他非流动负债	50	85	85	85	85
负债合计	1,186	1,195	1,419	1,245	1,480
少数股东权益	32	45	51	60	68
股本	31	31	31	31	31
资本公积	22	22	22	22	22
留存收益	637	721	930	1,195	1,478
归属母公司股东权益	685	768	978	1,243	1,526
负债和股东权益	1,903	2,008	2,448	2,547	3,075

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	279	363	316	254	542
净利润	250	170	216	274	292
折旧摊销	82	94	88	89	92
财务费用	21	21	17	18	18
投资损失	-5	-4	-6	-7	-7
营运资金变动	-73	88	-5	-125	142
其他经营现金流	5	-5	6	6	6
投资活动现金流	-288	-343	-95	-44	-44
资本支出	-268	-326	-101	-51	-51
长期投资	-20	-21	0	0	0
其他投资现金流	1	4	6	7	7
筹资活动现金流	176	-172	12	11	-32
短期借款	156	-99	29	29	-14
长期借款	38	3	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-19	-77	-17	-18	-18
现金净增加额	167	-152	234	221	467

资料来源：中原证券

利润表 (亿元)					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	1,455	1,656	1,830	2,015	2,125
营业成本	1,073	1,381	1,495	1,608	1,695
营业税金及附加	9	9	11	12	13
营业费用	11	12	11	12	13
管理费用	19	20	18	20	21
研发费用	32	34	34	38	40
财务费用	15	12	15	13	11
资产减值损失	-11	-2	-5	-5	-5
其他收益	5	7	5	6	6
公允价值变动收益	0	2	0	0	0
投资净收益	5	4	6	7	7
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	294	198	252	319	340
营业外收入	1	0	1	1	1
营业外支出	4	3	2	2	2
利润总额	292	195	251	318	339
所得税	41	25	35	45	48
净利润	250	170	216	274	292
少数股东损益	4	8	6	8	9
归属母公司净利润	246	162	209	265	283
EBITDA	396	300	354	419	441
EPS (元)	7.85	5.17	6.67	8.45	9.02

主要财务比率					
会计年度	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入 (%)	98.19	13.76	10.53	10.11	5.46
营业利润 (%)	148.84	-32.58	27.02	26.63	6.69
归属母公司净利润 (%)	145.47	-34.14	28.98	26.73	6.71
获利能力					
毛利率 (%)	26.26	16.57	18.31	20.20	20.24
净利率 (%)	16.94	9.80	11.44	13.17	13.32
ROE (%)	35.98	21.13	21.41	21.34	18.55
ROIC (%)	18.26	11.93	13.04	13.84	12.88
偿债能力					
资产负债率 (%)	62.33	59.50	57.96	48.86	48.13
净负债比率 (%)	165.44	146.93	137.85	95.53	92.80
流动比率	0.74	0.54	0.81	1.09	1.35
速动比率	0.53	0.32	0.59	0.86	1.11
营运能力					
总资产周转率	0.90	0.85	0.82	0.81	0.76
应收账款周转率	19.46	18.70	16.85	18.27	17.91
应付账款周转率	10.33	11.29	8.80	10.03	9.94
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	7.85	5.17	6.67	8.45	9.02
每股经营现金流 (最新摊薄)	8.89	11.57	10.07	8.10	17.28
每股净资产 (最新摊薄)	21.82	24.47	31.14	39.59	48.61
估值比率					
P/E	12.49	18.96	14.70	11.60	10.87
P/B	4.49	4.00	3.15	2.48	2.02
EV/EBITDA	1.15	1.77	0.93	0.32	-0.78

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。