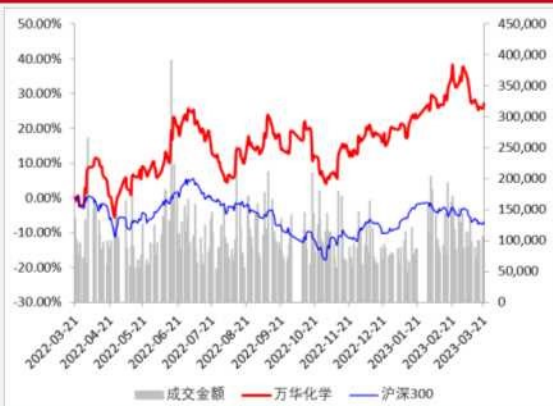




## 业绩符合预期，走过低谷迎接曙光

近一年该股与沪深300走势

公司评级： 买入



基础数据

总股本（百万股）	3140
实际流通A股（百万股）	3140
实际流通A股市值（亿元）	3080

研究员	顾诗园
投资咨询证书号	S0620521120001
电话	025-58519167
邮箱	sygu@njzq.com.cn

➤ **事件：**万华化学发布 2022 年年报，报告期内实现营业收入 1655.65 亿元（同比+13.76%），实现归母净利润 162.34 亿元（同比-34.14%），其中 Q4 实现营业收入 351.45 亿元（同比-8.04%，环比-14.91%），归母净利润 26.25 亿元（同比-48.59%，环比-18.60%）。全年毛利率 16.57%（同比-9.69pct），净利率 10.91%（同比-6.91pct），单四季度毛利率 16.01%（同比-1.08pct，环比+3.02pct），净利率 7.99%（同比-5.5pct，环比-0.35pct）。

➤ **聚氨酯板块，Q4 烟台装置检修叠加淡季影响，量价环比下滑：**2022 年全年聚氨酯板块实现营收 628.96 亿元（同比+3.97%），其中销量 418 万吨（同比+7.46%），均价 15046.8 元/吨（同比-3.24%），实现毛利率 24.45%（同比-10.62pct）。报告期内低毛利的聚醚多元醇销量提升带动营收增加，而全球大宗原料及能源价格上行，导致聚氨酯板块毛利率走弱。Q4 公司聚氨酯板块实现收入 140.32 亿元（同比-14%，环比-10%），其中销量 104 万吨（同比+6%，环比-3%），均价 13492.34 元/吨（同比-19%，环比-8%）。四季度因进入传统淡季，且烟台工业园 MDI 装置（110 万吨/年）和 TDI 装置（30 万吨/年）于 10 月 11 日开始停产检修 45 天左右，带动量价环比下行。市场价格方面，2022 年 Q4 聚合 MDI 华东市场中间价 1.49 万元/吨，同比-27%，环比-6%；纯 MDI 华东市场中间价 1.83 万元/吨，同比-18%，环比-9%；综合价差 1.15 万元/吨，同比-10%，环比-3%。2022 年 Q4 TDI 华东市场主流价为

1.99 万元/吨，同比+35%，环比+14%，TDI 价差 1.52 万元/吨，同比+43%，环比+24%；四季度在全球供给端紧张的情况下 TDI 价格价差同环比提升。2023 年 Q1 来看，万华宁波 MDI 二期装置（80 万吨/年）从 2 月 13 日开始停车检修，至 3 月 18 日已复产，预计影响一季度产销量，从市场价格来看，一季度 MDI 综合价差同比-22%，环比+8%，TDI 价差同比+3%，环比-4%，盈利较 22Q4 没有显著好转，预计公司聚氨酯板块 2023 年一季度业绩仍会承压。产能来看，万华福建基地 40 万吨/年 MDI 已于 2022 年底投产，福建基地新增 15 万吨/年 TDI 预计 2023 年中投产；万华宁波基地 MDI 计划技改扩能 60 万吨/年有望在 2023 年底逐步投产，后续全球主要 MDI 及 TDI 新增产能集中在万华，公司持续提升市占率和竞争力，短期需求端、原料端对毛利率仍有压力，看好中国企业的成本竞争力以及全球经济恢复下聚氨酯盈利中枢上行。

- **石化板块，原料及能源价格上涨，成本压力较大，下游需求疲弱，Q4 以价补量：**2022 年全年石化板块实现营收 696.35 亿元（同比+13.4%），其中销量 1098 万吨（同比+9.36%），均价 6342 元/吨（同比+3.69%），实现毛利率 3.74%（同比-13.35pct）。报告期内石化行业盈利能力严重承压，主要源自能源及原材料价格上涨，而下游需求疲弱，价格难以传导成本上涨。2022 年 Q4 公司石化板块实现收入 133.22 亿元（同比-29%，环比-22%），其中销量 205 万吨（同比-12%，环比-28%），均价 6498.87 元/吨（同比-19%，环比+8%）。2022 年 Q4 丙烯产业链需求继续走弱，2022 年 Q4 环氧丙烷-丙烯价差 3268 元/吨，同比下滑 62%，环比下滑 5%，丙烯酸丁酯-丙烯酸价差为 5027 元/吨，同比下滑 25%，环比下滑 3%。从 2023 年一季度来看，C3 和 C2 产业链价差环比回升，在需求改善预期下，石化盈利有望底部回暖。新建项目方面，120 万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目已经开工，建设产品高端化（含 40 万吨/年 POE 等），项目总投资 176 亿元，建

设期 3 年。福建工业园和蓬莱工业园计划各再造一个 90 万吨/年的 PDH 装置，预计 2024 年建成投产。

- **精细化学品及新材料板块逐步放量，盈利韧性较好：**2022 年全年精细化学品及新材料板块实现营收 201.24 亿元（同比+31.25%），其中销量 950 万吨（同比+25%），均价 21183.32 元/吨（同比+4.11%），实现毛利率 27.63%（同比+6.38pct）。2022 年 Q4 公司精细化学品和新材料板块实现收入 48.60 亿元（同比+4%，环比+1%），其中销量 27 万吨（同比+19%，环比+13%），均价 17999.66 元/吨（同比-12%，环比-10%）。公司 4 万吨/年尼龙 12 已于 10 月投产，标志着公司成为拥有尼龙 12 全产业链制造核心技术和规模化生产制造能力的企业。4.8 万吨/年柠檬醛及衍生物项目预计 2024 年初投产，往后看，锂电材料、CMP 抛光材料、可降解材料等项目有序推进，强大的资本开支和研发投入打造新材料平台，助力高端化发展。
- **盈利预测与投资建议：**短期公司主产品盈利承压，但是中长期看好公司迈向全球化工龙头的实力，预计 2023-2025 年的归母净利润分别为 205.78 亿元，251.08 亿元，282.99 亿元，同比增长分别为 26.76%、22.01%、12.71%，对应现股价 PE 为 14.81、12.14、10.77 倍，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求放缓、产能投放不及预期、产品价格大幅下跌。

### 利润表

百万元，百万股	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	145,537.82	165,565.48	184,005.44	203,050.25	224,443.75
营业成本	107,316.52	138,132.22	150,530.96	163,240.17	179,806.60
税金及附加	879.59	913.12	1,014.82	1,119.85	1,237.84
销售费用	1,051.82	1,152.91	1,281.32	1,413.93	1,562.91
管理费用	1,891.64	1,966.12	2,185.10	2,411.26	2,665.31
研发费用	3,168.07	3,420.09	3,801.00	4,194.41	4,636.34
财务费用	1,478.64	1,234.94	1,372.48	1,514.54	1,674.11
其他收益	453.12	740.33	822.78	907.94	1,003.61
投资净收益	492.10	408.04	453.49	500.42	553.15
公允价值变动净收益	6.61	172.96	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	(1,075.12)	(191.69)	0.00	0.00	0.00
信用减值损失	(184.70)	(64.53)	0.00	0.00	0.00
资产处置收益	(18.08)	27.39	0.00	0.00	0.00
<b>营业利润</b>	<b>29,425.47</b>	<b>19,838.58</b>	<b>25,096.02</b>	<b>30,564.45</b>	<b>34,417.39</b>
营业外收入	96.67	44.79	50.00	50.00	50.00
营业外支出	370.68	342.71	300.00	300.00	300.00
<b>利润总额</b>	<b>29,151.46</b>	<b>19,540.66</b>	<b>24,846.02</b>	<b>30,314.45</b>	<b>34,167.39</b>
所得税	4,112.04	2,498.74	3,229.98	3,940.88	4,441.76
<b>净利润</b>	<b>25,039.42</b>	<b>17,041.92</b>	<b>21,616.04</b>	<b>26,373.57</b>	<b>29,725.63</b>
少数股东损益	390.68	808.28	1,037.57	1,265.93	1,426.83
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>24,648.74</b>	<b>16,233.64</b>	<b>20,578.47</b>	<b>25,107.64</b>	<b>28,298.80</b>
总股本	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
每股收益（元）	7.85	5.17	6.55	8.00	9.01
市盈率	12.87	17.92	14.81	12.14	10.77

注：“市盈率”是指目前股价除以每股收益

## 免责声明

本报告仅供南京证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，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，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者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的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“南京证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

### 南京证券行业投资评级标准：

推荐：预计 6 个月内该行业超越整体市场表现；  
中性：预计 6 个月内该行业与整体市场表现基本持平；  
回避：预计 6 个月内该行业弱于整体市场表现。

### 南京证券上市公司投资评级标准：

买入：预计 6 个月内绝对涨幅大于 20%；  
增持：预计 6 个月内绝对涨幅为 10%-20%之间；  
中性：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%-10%之间；  
回避：预计 6 个月内绝对涨幅为-10%及以下。