

2023年04月17日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

115

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/4/14)	91.98
上证指数(2023/4/14)	3338.15
股价 12 个月高/低	108/71.44
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	3139.75
A 市值(亿元)	2887.94
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限 公司(21.59%)
每股净值(元)	25.78
股价/账面净值	3.57
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-4.9 -3.8 12.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.03.22	97.85	买进
2022.10.25	83.50	买进

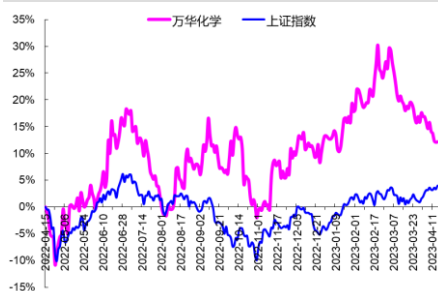
产品组合

石化系列	42.3%
聚氨酯系列	38.2%
其他	15.5%
精细化学品及新材料系列	12.2%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	23.2%
一般法人	17.0%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

业绩超预期修复，并购巨力巩固 TDI 龙头地位

事件：公司发布2023年一季报，2023年Q1实现营收419.39亿元，yoy+0.37%，qoq+19.33%。归母净利润40.53亿元，yoy-24.58%，qoq+54.38%，业绩修复略超预期。

点评：2023年Q1公司业绩环比修复，下游需求改善，上游原料价格回落，公司盈利逐步修复。公司收购控股烟台巨化，TDI产能再上一个台阶，进一步巩固聚氨酯龙头地位。公司聚氨酯和石化板块利润修复，新材料板块加速成长，长期成长动力充足，维持“买进”评级。

- 低谷已过，Q1 业绩超预期回暖：** 2023 年 Q1 来看，公司业绩环比回暖，三大业务板块均有改善。聚氨酯板块实现营收 157 亿元（yoy+0.4%，qoq+11.9%），销量 111 万吨（yoy+16.8%，qoq+6.7%），主要是受益于 2022 年年底福建新投产的 40 万吨/年 MDI 产能逐步释放；价格方面，受益于国内地产回暖，下游冰箱冷柜需求回升，聚氨酯价格虽然未回到去年年初水平，但环比价格上涨，据百川盈孚，2023 年 Q1 聚合 MDI 均价为 15570 元/吨（yoy-23.0%，qoq+5.9%），纯 MDI 均价 18797 元/吨（yoy-16.9%，qoq+0.6%）。石化板块实现营收 182 亿元（yoy+3.2%，qoq+36.5%），销量 317 万吨（yoy+5.7%，qoq+54.6%），价格方面，受原油价格下行影响，石化板块产品价格同比均有下滑。精细化学品及新材料板块实现营收 53 亿元（yoy+5.4%，qoq+9.9%），销量 35 万吨（yoy+66.7%，qoq+29.6%）。我们认为，随着需求回复，MDI 价格低谷已过，看好公司盈利持续修复。
- 原料价格回落，毛利率环比修复：** 原料端来看，2023 年 Q1 动力煤均价为 1018 元/吨（qoq-4.6%），纯苯均价为 7039 元/吨（qoq+0.04%），原料价格回落，公司毛利环比修复，2023 年 Q1 公司毛利率为 17.53%，同比下降 3.02pct，环比上升 1.52pct。公司费用控制合理，研发费用率同比增加 0.17pct 到 2.07%，销售费用率同比增加 0.15pct 到 0.76%，管理费用率同比增加 0.19pct 到 1.22%，财务费用同比增加 0.21pct 到 1.31%。
- 并购烟台巨力，巩固 TDI 龙头地位：** 4 月 9 日，公司公告通过经营者集中申报，将收购控股烟台巨力，收购成功后，公司 TDI 国内产能将达到 78 万吨，全球产能达 103 万吨，全球市占率将达到 28%，成为全球 TDI 产能最大的企业，TDI 行业龙头地位得到进一步提升。
- 新建产能丰富，新材料版图扩大：** 公司维持高资本开支，在建项目丰富，2023-2025 年将有多个项目投产，有望迎来业绩丰收期。2022 年末万华福建 40 万吨 MDI 装置一次性开车成功，2023 年充分释放业绩；宁波 MDI 技改项目预计 2023 年完成，公司 MDI 产能将再增 60 万吨，届时公司 MDI 总产能达 365 万吨，全球市占率将进一步提升。新材料板块，公司 PC 上游配套 48 万吨/年双酚 A 项目、4.8 万吨/年柠檬醛及衍生物一体化项目、8 万吨/年 NMP 项目、2 万吨/年有机硅 MQ 树脂项目、4 万吨/年聚醚胺项目、7.5 万吨/年聚乳酸项目预计在 2023-2024 年逐步投产，为公司贡献新的利润增长点。公司新材料板块加速发展，板块占营收比例持续提升，优化公司全产业链布局，保障长期成长。石化板块将在 2024 年迎来产能

的大幅增长，包括大乙烯二期、蓬莱基地等新晋产能投产，为公司聚氨酯和新材料板块提供原料保障，进一步加深成本护城河。公司在建项目丰富，成长动力充足，正从 MDI 龙头成长为综合性化工龙头企业。

- **盈利预测：**我们维持盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 200.93/233.14/271.40 亿元，yoy+23.77%/+16.03%/+16.41%，对应 EPS 为 6.40/7.43/8.64 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 14/12/11 倍，估值合理，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	24,649	16,234	20,093	23,314	27,140
同比增减	%	145.47%	-34.14%	23.77%	16.03%	16.41%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	7.85	5.17	6.40	7.43	8.64
同比增减	%	145.47%	-34.14%	23.77%	16.03%	16.41%
A 股市盈率(P/E)	X	11.72	17.79	14.37	12.39	10.64
股利 (DPS)	RMB 元	2.5	1.6	1.9	2.2	2.6
股息率 (Yield)	%	2.72%	1.74%	2.07%	2.39%	2.83%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	145538	165565	197096	228512	271168
经营成本	107317	138132	163412	189522	225403
研发费用	3168	3420	4071	4720	5602
营业税金及附加	880	913	1087	1260	1496
销售费用	1052	1153	1372	1591	1888
管理费用	1892	1966	2341	2714	3220
财务费用	1479	1235	1470	1534	1820
资产减值损失	1075	192	197	184	-185
投资收益	492	408	420	433	446
营业利润	29425	19839	24465	28345	32953
营业外收入	97	45	107	112	118
营业外支出	371	343	386	393	401
利润总额	29151	19541	24186	28063	32669
所得税	4112	2499	3093	3589	4178
少数股东损益	391	808	1000	1161	1351
归属于母公司股东权益	24649	16234	20093	23314	27140

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	34216	18989	19677	33932	66867
应收账款	8646	9060	10872	11960	13155
存货	18282	18185	20004	21004	22054
流动资产合计	72291	51532	56351	73052	108616
长期股权投资	3930	6229	6540	6867	7211
固定资产	65233	78558	87985	96784	106462
在建工程	29352	37064	40770	38732	34858
非流动资产合计	118018	149311	164273	173037	181048
资产总计	190310	200843	220623	246089	289665
流动负债合计	98002	95017	92858	93243	107704
非流动负债合计	20612	24489	25335	25940	26564
负债合计	118614	119506	118193	119184	134268
少数股东权益	3197	4492	5493	6654	8005
股东权益合计	71696	81337	102431	126905	155397
负债及股东权益合计	190310	200843	220623	246089	289665

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	27922	36337	43604	52325	68023
投资活动产生的现金流量净额	-28758	-34325	-36041	-35320	-31788
筹资活动产生的现金流量净额	17587	-17188	-6875	-2750	-3300
现金及现金等价物净增加额	16711	-15202	688	14255	32935

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。