



万华化学 (600309.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

逐步复苏+新产能投产，业绩逐季修复

业绩简评

2023年7月27日公司披露半年报，上半年实现营收876.26亿元，同比下降1.67%；实现归母净利润85.68亿元，同比下降17.48%。其中，Q2实现营收456.87亿元，同比下降3.48%；实现归母净利润45.15亿元，同比下降9.86%。

经营分析

单季度业绩连续两个季度环比改善，行业最大的压力已经释放：2季度公司实现聚氨酯销售124万吨，同比增长10.71%，环比增长11.71%，公司新增40万吨MDI产能于今年1季度开始贡献产能，25万吨TDI产能于今年2季度开始贡献产能，新增产能的逐步投产，公司的市场份额进一步提升，带动公司整体营收获得明显增长，其中聚氨酯环比增长了8.78%，较大程度上抵消了产品单价环比略有下行的影响。受到石化业务依然承压的影响，公司二季度的单季度毛利率为15.40%，环比1季度下行约2个点。

二季度MDI虽然跟随原材料价格略有下降，但整体降幅相对较小，聚合MDI价格仅环比下降了2.54%，纯MDI价格环比下降了0.96%，虽然终端产品价格有所下行，但根据市场价差来看，二季度虽然前期价差有所震荡，但进入6月份以来，产品价差有一定程度的改善，终端需求弱复苏的条件下，行业最大的压力点已经有所释放，目前看三季度的产品价差较一二季度有所改善，预计盈利有望获得持续改善。

项目建设稳步进行，新材料业务获得持续发展：上半年公司持续完善产业链布局，匈牙利硝苯业务装置开车成功，双酚A项目投产改善PC产业链配套，叠加原装置不断优化工艺，完成烟台巨力的收购布局等，公司对现有项目进行竞争力强化；另一方面，公司在精细化工和石化业务也稳步推进项目建设，POE、柠檬醛、香精香料加紧进行产业化，万华蓬莱工业园一期项目也在稳步推进，公司仍在持续推进项目建设，丰富产品品类，带动业绩获得进一步提升。

盈利预测、估值与评级

考虑下游需求改善需要时间，预测今年2023-2025年公司归母净利润分别为194.45、237.62、269.33亿元，EPS分别为6.19、7.57、8.58元/股，对应的PE分别为14.88、12.18、10.75倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料剧烈波动风险，需求不足影响开工和价差，新项目投放不达预期风险。

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

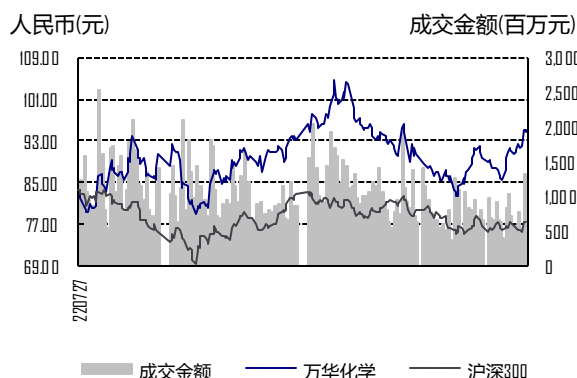
分析师：杨翼荣 (执业 S1130520090002)

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：94.66 元

相关报告：

- 《万华化学公司点评：收购烟台巨力，TDI和MDI持续向好》，2023.4.29
- 《万华化学公司点评：业绩略超预期，看好后续盈利修复》，2023.4.16
- 《万华化学公司点评：业绩符合预期，看好后续盈利上行》，2023.3.20



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	14.88	12.18	10.75
P/B	4.63	3.79	3.14	2.59	2.15

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	2022-07-29	买入	85.15	N/A
2	2022-08-09	买入	81.72	95.00~95.00
3	2022-10-25	买入	86.05	N/A
4	2022-12-24	买入	88.81	N/A
5	2023-02-16	买入	99.41	N/A
6	2023-03-20	买入	97.42	N/A
7	2023-04-16	买入	91.98	N/A
8	2023-04-29	买入	92.18	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

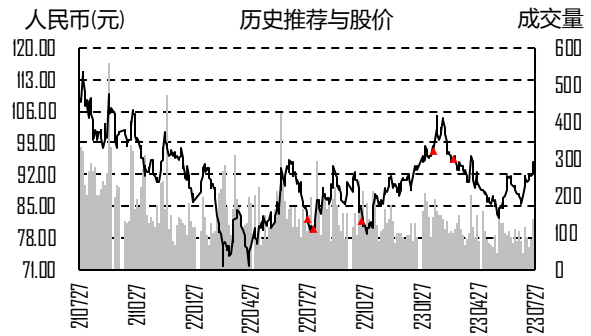
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

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





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。

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	北京	深圳
电话：021-60753903	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
传真：021-61038200	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	地址：北京市东城区建内大街26号	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路1088号	新闻大厦8层南侧	地址：深圳市福田区金田路2028号皇岗商务中心
紫竹国际大厦7楼		18楼1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究