

2024年02月05日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

88

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/2/2)	67.71
上证指数(2024/2/2)	2730.15
股价 12 个月高/低	106.01/66.78
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	3139.75
A 市值(亿元)	2125.92
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)	28.21
股价/账面净值	2.40
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.0 -18.1 -29.2

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.07.28	94.66	买进
2023.10.17	86.40	买进

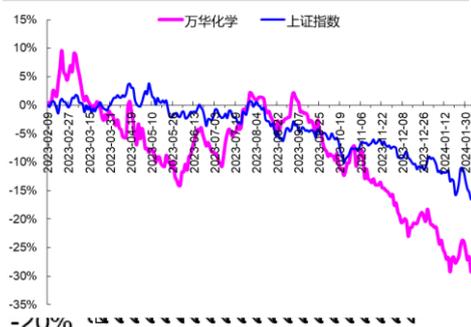
产品组合

石化系列	41.4%
聚氨酯系列	37.6%
其他	16.4%
精细化学品及新材料系列	12.9%

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

业绩符合预期，重视股东回报

事件: 公司发布2023年业绩快报, 预计全年实现营收1753.61亿元, yoy+5.92%; 归母净利润168.14亿元, yoy+3.57%; 其中Q4单季预计实现营收428.07亿元, yoy+21.80%, qoq-4.72%; 归母净利润41.11亿元, yoy+56.58%, qoq-0.76%。此外, 公司提出将持续聚焦主营业务, 强化核心竞争力, 强化落实股东回报计划, 切实推动“提质增效重回报”。

点评: 新产能投放推动销量增长, 在主营产品价格下滑背景下, 公司仍维持全年营收业绩同比提升。Q4单季业绩环比持平, 公司盈利韧性凸显。公司提出重视股东回报, 看好公司维持稳定分红比例, 长期回报确定性强, 维持“买进”评级。

■ **营收业绩双增，价减量增降成本:** 2023年周期化工品价格普遍下降, 公司主营产品聚氨酯价格同比下降, 2023年聚合MDI均价1.58万元/吨(yoy-7.5%), 纯MDI均价2.00万元/吨(yoy-3.2%), TDI均价1.8万元/吨(yoy-0.9%)。2023年公司新装置新产能快速释放, 2022年底公司福建工业园40万吨MDI装置投产, 2023年5月25万吨TDI产能投产, 石化和精细化工板块的产能也在扩张, 公司全年销量同比增长。成本端动力煤、天然气价格同比下降, 保障公司盈利。

■ **MDI 价格底部, Q4 业绩稳定:** 公司 Q4 单季业绩同比大幅增长, 主要是 2022 年 Q4 基期较低, 环比来看, 公司业绩维持稳定。Q4 单季公司主营产品聚合 MDI 均价 1.57 万元/吨 (yoy+7%, qoq-6%), 纯 MDI 均价 2.09 万元/吨 (yoy+12%, qoq-2%), TDI 均价 1.71 万元/吨 (yoy-14%, qoq-5%)。原料端纯苯价格环比略降, 但动力煤、丙烷价格环比增长。在产品价格下滑, 部分原料价格上涨的情况下, 公司依然维持业绩环比稳定, 看好公司成本控制和盈利稳健能力。目前 MDI 和 TDI 价格仍处于近年较低位置, 看好后续盈利修复。此外, 目前全球聚氨酯新增产能主要来源于万华, 公司市占持续提升, 规模优势进一步放大, 看好公司优势板块的护城河进一步加深。

■ **重视股东回报，稳定现金分红:** 公司提出“提质增效重回报”，重视现金分红情况。最近三年公司现金分红金额占归母净利润比例分别为 40.65%、31.84%和 30.95%，后续预计仍将维持稳定比例的现金分红, 看好公司分红带来的稳定投资回报。

■ **盈利预测:** 当前聚氨酯价格仍在低位, 我们下修盈利预测, 预计公司 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 168/205/231 亿元 (前值 172/211/238 亿元), yoy+4%/+6%/+7%, 折合 EPS 为 5.36/6.53/7.36 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 13/10/9 倍, 24 年估值偏低, 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	16,814	20,499	23,113
同比增减	%	145.47%	-34.14%	3.57%	21.92%	12.75%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	7.85	5.17	5.36	6.53	7.36
同比增减	%	145.47%	-34.14%	3.57%	21.92%	12.75%
A 股市盈率(P/E)	X	8.62	13.10	12.64	10.37	9.20
股利 (DPS)	RMB 元	2.5	1.6	1.9	2.2	2.6
股息率 (Yield)	%	3.69%	2.36%	2.81%	3.25%	3.84%

【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	175361	209364	246254
经营成本	107317	138132	146450	174466	206353
研发费用	3168	3420	3622	4325	5087
营业税金及附加	880	913	967	1155	1358
销售费用	1052	1153	1221	1458	1715
管理费用	1892	1966	2082	2486	2924
财务费用	1479	1235	1308	1405	1653
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	20318	24713	27831
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	20039	24432	27547
所得税	4112	2499	2388	2912	3283
少数股东损益	391	808	837	1021	1151
归属于母公司股东权益	24649	16234	16814	20499	23113

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	165100	173865	181876
资产总计	190310	200843	221451	246917	290492
流动负债合计	98002	95017	97128	100469	119156
非流动负债合计	20612	24489	25335	25940	26564
负债合计	118614	119506	122463	126409	145720
少数股东权益	3197	4492	5330	6350	7501
股东权益合计	71696	81337	98988	120508	144772
负债及股东权益合计	190310	200843	221451	246917	290492

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。