

营收和利润逆势双增，股东回报有望继续增强

2024年02月05日

► **事件概述。**2024年2月3日，万华化学发布《关于推动公司“提质增效重回报”及2023年业绩快报》的临时公告。公告显示，公司目前已经形成产业链高度整合，深度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品、新材料四大产业集群，公司通过不断研发生产“为国分忧、为民造福”的好产品，创建受社会尊敬、让员工自豪、国际一流的化工新材料公司。公司公告了2023年全年的业绩，全年营收和盈利实现双增长。

► **2023年四季度业绩超市场预期，业绩韧性强劲。**公司2023年度未经审计的财务数据显示，全年实现营业收入1753.61亿元，同比增长5.92%；实现归母净利润168.14亿元，同比增长3.57%；扣除非经常性损益净利润164.08亿元，同比增长3.87%。实现基本每股收益5.36元，同比增长3.68%。从2023年第四季度来看，单季度实现收入428.07亿元，同比增长21.80%，环比增长-4.72%，实现归母净利41.11亿元，同比增长56.58%，环比增长-0.59%，单季度业绩超出市场预期。公司MDI、TDI等重点产品四季度以来价格维持相对稳定，公司通过持续提质增效，深挖国内市场潜力，拓展海外市场空间，在总体偏弱的需求环境中，逆势取得营收和利润双增长。

► **公司将强化落实股东回报计划，增强与投资者沟通。**公司重视对投资者的合理投资回报，公司分红政策保持连续、稳定，制定并披露了《万华化学未来三年股东回报规划（2021-2023年）》。最近三年，公司每年现金分红金额占当年度合并报表中归属于上市公司股东净利润的比例高于30%。2020-2022年分红比例分别为40.65%、31.84%和30.95%。公司承诺，在保证正常经营的前提下，坚持为投资者提供持续、稳定的现金分红，并结合公司经营现状和业务发展目标，按照公司的战略规划在相关领域继续加大项目投资，为股东带来长期投资回报，并将强化与投资者沟通。

► **投资建议：**公司是国内化工行业的龙头，在聚氨酯、石化、精细化学品、新材料等领域通过持续的技术创新和产业链布局，已经建立了较强的竞争优势。2024-2025年是公司的资本开支高峰，公司大量在建项目将陆续投产。我们预计2023-2025年归母净利润为168.14、199.10、235.36亿元，对应PE分别为13x、11x、9x。我们看好公司长期发展趋势，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 下游需求下滑；2) 新项目建设进度不及预期；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	219,253	265,706
增长率(%)	13.8	5.9	25.0	21.2
归属母公司股东净利润(百万元)	16,234	16,814	19,910	23,536
增长率(%)	-34.1	3.6	18.4	18.2
每股收益(元)	5.17	5.36	6.34	7.50
PE	13	13	11	9
PB	2.8	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2024年2月2日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

67.71元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

相关研究

1.万华化学(600309.SH)收购铜化集团点评：为电池材料业务扬帆，擘画第二增长曲线-2023/11/08

2.万华化学(600309.SH)2023年三季报点评：季度净利同比增长28%，各板块销量稳步增长-2023/10/16

3.万华化学(600309.SH)2023年中报点评：业绩持续回升，符合市场预期-2023/07/31

4.万华化学(600309.SH)2023年一季报点评：业绩修复超预期，三大板块各有亮点-2023/04/21

5.万华化学(600309.SH)2022年年报点评：主业景气度回升，新材料渐挑大梁-2023/03/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	165,565	175,361	219,253	265,706
营业成本	138,132	146,320	184,614	224,750
营业税金及附加	913	1,052	1,316	1,594
销售费用	1,153	1,105	1,206	1,461
管理费用	1,966	1,754	2,193	2,657
研发费用	3,420	3,507	4,385	5,314
EBIT	20,600	22,102	26,138	30,653
财务费用	1,235	2,402	2,896	3,202
资产减值损失	-192	-220	-228	-277
投资收益	408	351	439	531
营业利润	19,839	19,830	23,453	27,705
营业外收支	-298	-110	-100	-100
利润总额	19,541	19,720	23,353	27,605
所得税	2,499	2,564	3,036	3,589
净利润	17,042	17,157	20,317	24,017
归属于母公司净利润	16,234	16,814	19,910	23,536
EBITDA	29,953	32,417	38,276	44,704

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	19,113	16,906	18,820
应收账款及票据	9,060	9,561	11,954	14,486
预付款项	1,277	1,463	1,846	2,248
存货	18,185	17,859	22,533	27,432
其他流动资产	4,021	9,637	11,315	13,090
流动资产合计	51,532	57,633	64,554	76,076
长期股权投资	6,229	8,229	9,229	10,229
固定资产	78,558	90,181	100,812	111,340
无形资产	9,980	10,930	11,833	12,248
非流动资产合计	149,311	176,161	198,868	223,985
资产合计	200,843	233,794	263,422	300,061
短期借款	44,019	45,019	50,019	53,019
应付账款及票据	24,205	28,061	35,406	43,103
其他流动负债	26,792	20,744	19,414	23,000
流动负债合计	95,017	93,824	104,839	119,122
长期借款	15,968	35,250	38,250	42,250
其他长期负债	8,521	11,275	11,775	12,275
非流动负债合计	24,489	46,525	50,025	54,525
负债合计	119,506	140,349	154,864	173,647
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	4,492	4,836	5,242	5,722
股东权益合计	81,337	93,445	108,558	126,414
负债和股东权益合计	200,843	233,794	263,422	300,061

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.76	5.92	25.03	21.19
EBIT 增长率	-34.58	7.29	18.26	17.27
净利润增长率	-34.14	3.57	18.42	18.21
盈利能力 (%)				
毛利率	16.57	16.56	15.80	15.41
净利润率	9.80	9.59	9.08	8.86
总资产收益率 ROA	8.08	7.19	7.56	7.84
净资产收益率 ROE	21.13	18.98	19.27	19.50
偿债能力				
流动比率	0.54	0.61	0.62	0.64
速动比率	0.32	0.38	0.36	0.37
现金比率	0.20	0.20	0.16	0.16
资产负债率 (%)	59.50	60.03	58.79	57.87
经营效率				
应收账款周转天数	19.97	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	48.05	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.85	0.81	0.88	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	5.36	6.34	7.50
每股净资产	24.47	28.22	32.91	38.44
每股经营现金流	11.57	9.96	11.76	13.62
每股股利	1.60	1.66	1.96	2.32
估值分析				
PE	13	13	11	9
PB	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.94	9.19	7.78	6.66
股息收益率 (%)	2.36	2.45	2.90	3.43

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17,042	17,157	20,317	24,017
折旧和摊销	9,354	10,315	12,138	14,052
营运资金变动	8,821	669	1,338	1,325
经营活动现金流	36,337	31,285	36,925	42,767
资本开支	-32,614	-31,460	-33,915	-38,238
投资	-2,144	-2,153	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-34,325	-36,930	-34,507	-38,737
股权募资	850	0	0	0
债务募资	-6,310	23,764	3,761	7,500
筹资活动现金流	-17,188	5,770	-4,625	-2,117
现金净流量	-15,202	124	-2,207	1,914

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026