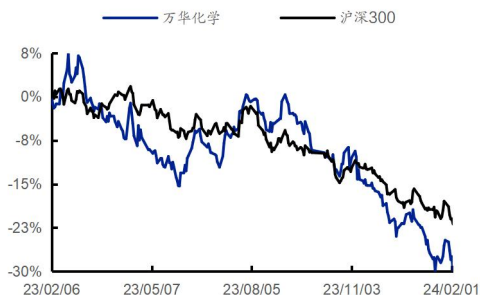


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 贾冰 S0350122030030
 jiab@ghzq.com.cn

2023年归母净利润同比增长, 看好公司长期成长性

——万华化学(600309)业绩快报点评报告

最近一年走势



相对沪深300表现

| | 2024/02/02 | | |
|-------|------------|--------|--------|
| 表现 | 1M | 3M | 12M |
| 万华化学 | -10.5% | -21.6% | -31.0% |
| 沪深300 | -6.1% | -10.5% | -24.0% |

市场数据

| | 2024/02/02 |
|------------|--------------|
| 当前价格(元) | 67.71 |
| 52周价格区间(元) | 66.78-108.00 |
| 总市值(百万) | 212,592.24 |
| 流通市值(百万) | 212,592.24 |
| 总股本(万股) | 313,974.66 |
| 流通股本(万股) | 313,974.66 |
| 日均成交额(百万) | 1,354.31 |
| 近一月换手(%) | 0.39 |

相关报告

《万华化学(600309)2023年12月月报: 宁波一期MDI复产, 蓬莱90万吨PDH环评公示(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2024-01-12
 《万华化学(600309)2023年11月月报: MDI价差上扬, 蓬莱40万吨POE环评公示(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-12-25
 《万华化学(600309)2023年10月月报: 拟收购铜化集团化工业务, 匈牙利MDI装置复产(买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-11-18

事件:

2024年2月2日, 万华化学发布业绩快报, 公司2023年实现营业总收入1754亿元, 同比+5.92%; 实现归母净利润168.14亿元, 同比+3.57%; 实现扣非归母净利润164.08亿元, 同比+3.87%。2023Q4的营业收入为428.07亿元, 同比+21.80%, 环比-4.72%; 归母净利润为41.11亿元, 同比+56.58%, 环比-0.58%; 扣非归母净利润为39.80亿元, 同比+65.35%, 环比-3.34%。

投资要点:

■ 2023年产品销量同比增长, 营收净利同比增长

2023年, 公司积极应对经营环境变化, 深化区域布局、产业布局, 新装置产能快速释放, 持续深耕全球市场, 产品销量同比增长, 但公司产品销售价格同比有所下降, 同时受主要化工原料及能源价格下降等因素影响, 产品生产成本也同比下降。综合上述因素影响, 公司营业收入、归母净利润较上年同期实现增长。

■ 四季度MDI、TDI价格承压, 产品销量提升带动营收环比增长

2023年第四季度, 国内聚合MDI市场涨跌互现, 整体呈下滑趋势。第四季度供方挂牌指导价持稳, 大厂检修计划较多, 供给端缩量, 供方维持控量发货操作, 持货商低价惜售, 市场报盘推涨上行; 但后续受气温下滑影响, 北方需求逐步缩减, 下游需求端消耗能力减弱, 以及海外部分低价进口货源增加, 加重了贸易商的悲观情绪, 部分获利盘多让利出货, 需求端拖拽下, 市场价格开始下滑趋势。

TDI方面, 新疆某工厂2023年9月26日起停车检修, 2023年12月重启; 西北某工厂国庆节后装置短停后重启; 河北某工厂装置2023年10月19日进入年度检修阶段, 2023年11月上旬重启; 上海某厂装置2023年11月中旬停车检修, 2023年12月下旬重启; 其他个别工厂装置存在运行不稳定情况, 降负运行。第四季度TDI供应量较上一季度有所减少。第四季度身处传统淡季, TDI国内外需求均有限, 出口方面海外需求表现一般, 2023年10月份TDI出口继续减少, 2023年11月虽环比有所增

《万华化学（600309）事件点评：拟收购铜化集团化工业务，完善电池材料产业布局（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-11-11

《万华化学（600309）2023年三季度报点评：三季度业绩同比提升，多项目推动未来成长（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏，汤永俊》——2023-10-15

加，但同上半年相比出口量依旧有限；内贸方面，下游海绵厂头部企业订单情况尚可，中小型企业需求表现一般，对TDI现货刚需小单采购为主，终端需求弱势影响下，产业链需求向上传导不畅，TDI市场表现不佳。

■ 在建项目投产后，公司盈利有望进一步提升

截至2023年12月，公司在建项目包括40万吨POE项目、108万吨苯胺项目、4.8万吨柠檬醛项目、85万吨/年聚醚多元醇扩建项目等，据我们不完全统计，按照2023年平均价格计算，如果万华化学现有规划项目全部如期投产，预计2023-2025年新项目将新增年营收累计1630.3亿元。

盈利预测和投资评级 综合考虑具体经营情况，我们上调公司2023年业绩预期，预计公司2023-2025年归母净利润分别为168.14、219.81、308.72亿元，对应PE分别13、10、7倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

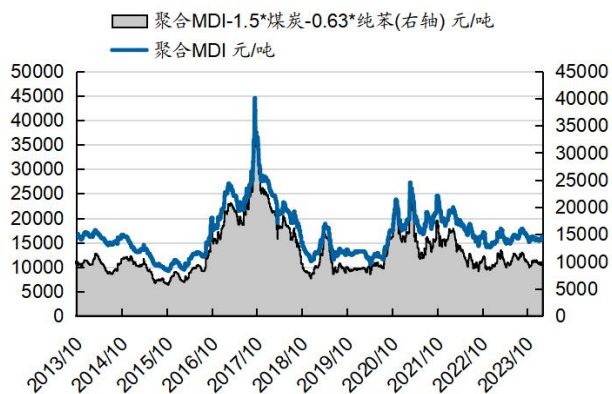
风险提示 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

| 预测指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入（百万元） | 165565 | 175361 | 211936 | 262152 |
| 增长率(%) | 14 | 6 | 21 | 24 |
| 归母净利润（百万元） | 16234 | 16814 | 21981 | 30872 |
| 增长率(%) | -34 | 4 | 31 | 40 |
| 摊薄每股收益（元） | 5.17 | 5.36 | 7.00 | 9.83 |
| ROE(%) | 21 | 18 | 19 | 21 |
| P/E | 17.92 | 12.64 | 9.67 | 6.89 |
| P/B | 3.79 | 2.27 | 1.84 | 1.45 |
| P/S | 1.76 | 1.21 | 1.00 | 0.81 |
| EV/EBITDA | 11.39 | 8.14 | 6.41 | 4.98 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

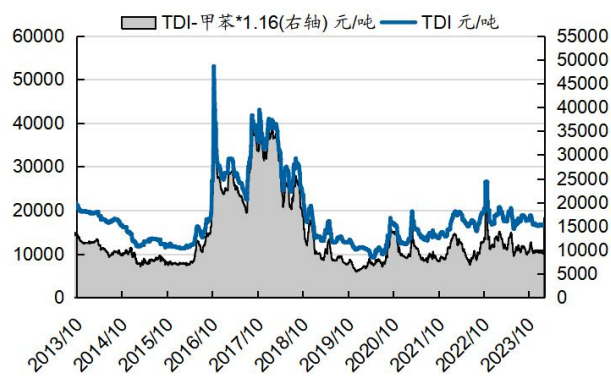
相关图表

图 1: 聚合 MDI 价格价差曲线



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: TDI 价格价差曲线



资料来源: wind, 国海证券研究所

附表：万华化学盈利预测表

| 证券代码: | 600309 | | 股价: | 67.71 | 投资评级: | 买入 | 日期: | 2024/02/02 | |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 财务指标 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 每股指标与估值 | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 盈利能力 | | | | | 每股指标 | | | | |
| ROE | 21% | 18% | 19% | 21% | EPS | 5.17 | 5.36 | 7.00 | 9.83 |
| 毛利率 | 17% | 17% | 18% | 19% | BVPS | 24.47 | 29.83 | 36.83 | 46.66 |
| 期间费率 | 3% | 3% | 3% | 2% | 估值 | | | | |
| 销售净利率 | 10% | 10% | 10% | 12% | P/E | 17.92 | 12.64 | 9.67 | 6.89 |
| 成长能力 | | | | | P/B | 3.79 | 2.27 | 1.84 | 1.45 |
| 收入增长率 | 14% | 6% | 21% | 24% | P/S | 1.76 | 1.21 | 1.00 | 0.81 |
| 利润增长率 | -34% | 4% | 31% | 40% | | | | | |
| 营运能力 | | | | | 利润表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 总资产周转率 | 0.82 | 0.79 | 0.84 | 0.91 | 营业收入 | 165565 | 175361 | 211936 | 262152 |
| 应收账款周转率 | 18.27 | 17.52 | 17.89 | 17.71 | 营业成本 | 138132 | 145621 | 173757 | 212722 |
| 存货周转率 | 9.10 | 9.77 | 9.57 | 9.83 | 营业税金及附加 | 913 | 1052 | 1484 | 1573 |
| 偿债能力 | | | | | 销售费用 | 1153 | 1311 | 1695 | 1835 |
| 资产负债率 | 60% | 55% | 51% | 46% | 管理费用 | 1966 | 1929 | 2543 | 2915 |
| 流动比 | 0.54 | 0.53 | 0.58 | 0.72 | 财务费用 | 1235 | 1513 | 1516 | 1512 |
| 速动比 | 0.34 | 0.34 | 0.35 | 0.45 | 其他费用/(-收入) | 3420 | 3580 | 4663 | 5505 |
| | | | | | 营业利润 | 19839 | 21276 | 27463 | 37789 |
| 资产负债表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E | 营业外净收支 | -298 | 5 | 5 | 10 |
| 现金及现金等价物 | 18989 | 18348 | 19106 | 27162 | 利润总额 | 19541 | 21281 | 27468 | 37799 |
| 应收款项 | 9060 | 10007 | 11846 | 14806 | 所得税费用 | 2499 | 2830 | 3653 | 5027 |
| 存货净额 | 18185 | 17953 | 22149 | 26671 | 净利润 | 17042 | 18451 | 23815 | 32772 |
| 其他流动资产 | 5298 | 6490 | 6855 | 8406 | 少数股东损益 | 808 | 1637 | 1834 | 1900 |
| 流动资产合计 | 51532 | 52799 | 59955 | 77044 | 归属于母公司净利润 | 16234 | 16814 | 21981 | 30872 |
| 固定资产 | 78558 | 86468 | 94092 | 100121 | | | | | |
| 在建工程 | 37064 | 43967 | 51275 | 58380 | 现金流量表 (百万元) | 2022A | 2023E | 2024E | 2025E |
| 无形资产及其他 | 27460 | 31292 | 35071 | 38876 | 经营活动现金流 | 36337 | 32566 | 36484 | 42458 |
| 长期股权投资 | 6229 | 8686 | 11064 | 13482 | 净利润 | 16234 | 16814 | 21981 | 30872 |
| 资产总计 | 200843 | 223211 | 251457 | 287904 | 少数股东损益 | 808 | 1637 | 1834 | 1900 |
| 短期借款 | 44019 | 44019 | 44019 | 44019 | 折旧摊销 | 9354 | 10511 | 13160 | 13573 |
| 应付款项 | 24205 | 25932 | 28904 | 29723 | 公允价值变动 | -173 | 0 | 0 | 0 |
| 预收帐款 | 0 | 0 | 0 | 0 | 营运资金变动 | 8821 | 2010 | -1968 | -5358 |
| 其他流动负债 | 26792 | 28983 | 30442 | 33298 | 投资活动现金流 | -34325 | -31598 | -34118 | -32794 |
| 流动负债合计 | 95017 | 98935 | 103365 | 107040 | 资本支出 | -32614 | -29494 | -32004 | -30740 |
| 长期借款及应付债券 | 16168 | 16168 | 16168 | 16168 | 长期投资 | -2144 | -2607 | -2528 | -2568 |
| 其他长期负债 | 8321 | 8321 | 8321 | 8321 | 其他 | 434 | 503 | 414 | 514 |
| 长期负债合计 | 24489 | 24489 | 24489 | 24489 | 筹资活动现金流 | -17188 | -1608 | -1608 | -1608 |
| 负债合计 | 119506 | 123424 | 127854 | 131529 | 债务融资 | -6310 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 3140 | 3140 | 3140 | 3140 | 权益融资 | 850 | 0 | 0 | 0 |
| 股东权益 | 81337 | 99788 | 123603 | 156375 | 其它 | -11727 | -1608 | -1608 | -1608 |
| 负债和股东权益总计 | 200843 | 223211 | 251457 | 287904 | 现金净增加额 | -15202 | -641 | 758 | 8056 |

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。