

2024年03月19日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

98

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2024/3/18)	78.99
上证指数(2024/3/18)	3084.93
股价 12 个月高/低	99.78/66.78
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	3139.75
A 市值(亿元)	2480.09
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)	28.24
股价/账面净值	2.80
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	5.9 4.2 -16.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.10.17	86.40	买进
2024.02.05	67.71	买进

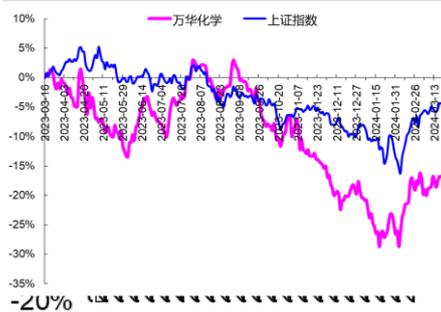
产品组合

石化系列	39.9%
聚氨酯系列	38.8%
其他	15.8%
精细化学品及新材料系列	13.7%

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

新产能投放驱动业绩增长，看好盈利持续修复

事件：公司发布2023年年报，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%，与业绩快报一致。Q4单季实现营收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，公司公布2023年利润分配方案，计划每10股派16.25元，股息率为2.06%

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，公司以量补价，仍维持全年营收业绩同比提升。Q4淡季业绩环比微降，公司盈利韧性凸显。公司在建项目丰富，维持“买进”评级。

■ **新产能投放，全年业绩维持增长：**2023年在主营产品价格下滑的背景下，公司营收和利润均同比增长，主要受益于新产能的投放和原材料成本回落。2023年，公司多处技改和新增产能完成，带动公司各版块产销量同比增长。产能方面，2023年公司匈牙利BC公司MDI技改增加5万吨MDI产能；收购巨力化学和新建福建TDI装置增加40万吨TDI产能；烟台PC项目投产和技改增加24万吨PC产能。销量方面，公司各版块销量均实现同比增长，聚氨酯版块销量达489万吨(yoy+16.93%)，石化版块销量达472万吨(yoy+4.02%)，精细化学品及新材料版块销量达159万吨(yoy+67.84%)。2024年，公司仍有多个项目计划投产，包括福建MDI装置技改(40万吨MDI和8万吨TDI)、烟台乙烯二期项目(120万吨乙烯)和蓬莱新产业园一期(90万吨PDH)，预计公司产销将进一步增长。2023年末公司在建工程余额505亿元，处于历史最高水平，未来几年投产项目较多，将持续为公司带来新的盈利点。

■ **原材料价格降幅大于产品，毛利率同比略增：**2023年公司毛利率同比微增0.22pct到16.79%，我们认为主要原因是原材料价格降幅大于产品价格降幅。公司主要经营数据显示，2023年公司聚氨酯版块产品均价为1.38万元/吨(yoy-8.4%)，石化版块产品均价为1.47万元/吨(yoy-4.3%)，新材料版块产品均价1.5万元/吨(yoy-29.2%)。主要原材料纯苯年度均价为7250元/吨(yoy-11%)，动力煤均价851元/吨(yoy-25%)，丙烷均价575美元/吨(yoy-22%)，丁烷均价577美元/吨(yoy-21%)。原材料价格降幅较大，公司毛利率同比提高。

■ **Q4淡季价格环比略降，拖累单季毛利率：**公司Q4单季盈利同比增幅较大，主要是2022年Q4基期较低。环比来看，2023年Q4公司归母净利润环比下降0.76%，毛利率环比下降0.57pct到16.79%。主营产品淡季价格降低，叠加取暖季煤炭等原材料成本价格上涨，公司利润受到挤压。据百川盈孚，2023年Q4聚合MDI均价为1.57万元/吨(qoq-5.6%)，纯MDI均价为2.09万元/吨(qoq-1.9%)，TDI均价为1.71万元/吨(qoq-5.3%)，石化版块丙烯、苯乙烯、正丁醇等价格也都环比下降，而成本端动力煤均价为788元/吨(qoq+8%)，公司产品与成本间的价差缩小，影响单季毛利率。目前MDI价格依然处于近5年低位水平，预计随着下游需求的修复，和原油价格支撑，后续价格有恢复空间。2024年

Q1, 聚合 MDI 均价为 1.61 万元/吨 (yoy+3.6%, qoq+2.9%), 纯 MDI 均价 2.03 万元/吨 (yoy+8.0%, qoq+2.7%), TDI 均价 1.68 万元/吨 (yoy-12.1%, qoq-1.9%), MDI 价格同比已有修复。此外, 乙烯二期和蓬莱产业园产能年内投放, 将进一步提高聚氨酯版块原料自给率, 公司成本端仍有下降空间, 盈利有望进一步修复。

- **盈利预测:** 我们维持 2024 和 2025 年盈利预测, 并新增 2026 年盈利预测, 预计公司 2024/2025/2026 年分别实现归母净利润 205/231/270 亿元, yoy+22%/+13%/+17%, 折合 EPS 为 6.53/7.37/8.61 元, 目前 A 股股价对应的 PE 为 12/11/9 倍, 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		2022	2023	2024E	2025E	2026E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	16,234	16,816	20,501	23,134	27,039
同比增减	%	-34.14%	3.59%	21.92%	12.84%	16.88%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	5.17	5.36	6.53	7.37	8.61
同比增减	%	-34.14%	3.59%	21.92%	12.84%	16.88%
A 股市盈率(P/E)	X	15.28	14.75	12.10	10.72	9.17
股利 (DPS)	RMB 元	1.6	1.625	2.2	2.6	3
股息率 (Yield)	%	2.03%	2.06%	2.79%	3.29%	3.80%

【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）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	165565	175361	209567	246199	300064
经营成本	138132	145926	173947	205327	251412
研发费用	3420	4081	4877	5729	6983
营业税金及附加	913	960	1147	1347	1642
销售费用	1153	1346	1609	1890	2304
管理费用	1966	2450	2928	3440	4192
财务费用	1235	1676	1803	2118	2582
资产减值损失	192	135	126	-127	-128
投资收益	408	621	640	659	678
营业利润	19839	20389	24780	27919	32571
营业外收入	45	64	68	71	75
营业外支出	343	444	453	462	471
利润总额	19541	20010	24395	27529	32174
所得税	2499	1710	2085	2353	2750
少数股东损益	808	1484	1809	2042	2386
归属于母公司股东权益	16234	16816	20501	23134	27039

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18989	23710	38249	66456	113845
应收账款	9060	9144	10059	11065	12171
存货	18185	20650	21683	22767	23905
流动资产合计	51532	61864	78853	109686	159893
长期股权投资	6229	7046	7398	7768	8156
固定资产	78558	98764	108640	119504	131455
在建工程	37064	50455	47932	43139	38825
非流动资产合计	149311	191176	200889	209544	220020
资产总计	200843	253040	279742	319230	379912
流动负债合计	95017	108657	111922	125074	155140
非流动负债合计	24489	49929	51056	52215	53407
负债合计	119506	158586	162978	177289	208547
少数股东权益	4492	5798	7607	9649	12035
股东权益合计	81337	94454	116765	141941	171365
负债及股东权益合计	200843	253040	279742	319230	379912

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2022	2023	2024E	2025E	2026E
经营活动产生的现金流量净额	36337	26797	32156	38587	50164
投资活动产生的现金流量净额	-34325	-44830	-35864	-32278	-29050
筹资活动产生的现金流量净额	-17188	22809	18247	21897	26276
现金及现金等价物净增加额	-15202	4684	14539	28206	47390

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)有限公司相信用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。