

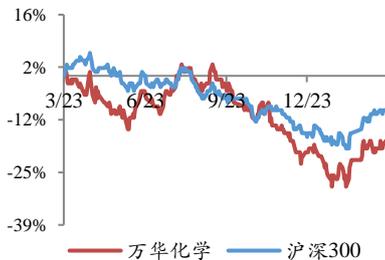
四季度业绩同比改善，新产能落地持续成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-03-19

| | |
|---------------|-------------|
| 收盘价(元) | 78.99 |
| 近12个月最高/最低(元) | 96.32/67.70 |
| 总股本(百万股) | 3,140 |
| 流通股本(百万股) | 3,140 |
| 流通股比例(%) | 100.00 |
| 总市值(亿元) | 2,480 |
| 流通市值(亿元) | 2,480 |

公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 四季度业绩同比改善，新产能落地成长可期 2024-02-05

2. Q3单季度业绩同比改善，新产能落地成长可期 2023-10-15

3. 二季度业绩持续修复，新产能落地成长可期 2023-07-28

主要观点：

● 事件描述

2024年3月18日晚，万华化学发布2023年度年报，2023年公司实现营业收入1753.61亿元，同比增加5.92%；实现归母净利润168.16亿元，同比增加3.59%。公司第四季度实现营业收入428.07亿元，同比增长21.80%，环比下降4.72%；实现归母净利润41.13亿，同比增长56.69%，环比下降0.53%。

● 2023Q4主营产品价格回落，聚氨酯板块产销环比改善

四季度为传统淡季，主营产品价格有所回落，2023Q4公司聚合MDI/纯MDI/TDI均价分别为15673/20866/17110元/吨，环比变化-5.61%/-1.85%/-5.34%。产销量方面，聚氨酯板块2023年产量/销量/营收分别为499万吨/489万吨/673.8亿元，分别同比变化+19.95%/+16.99%/+7.14%，聚氨酯板块产销量增长主要受益于万华福建新增装置投产以及聚醚产能提升。新材料板块2023年产量/销量/营收分别为165万吨/159万吨/238.4亿元，分别同比变化+68.37%/+67.37%/+18.44%，新材料板块产销量增长主要受益于PC、双酚A、HDI等产能的扩增，但新材料及ADI类产品价格下滑使得板块营收增速低于销量增速。所得税方面，公司2023年所得税率降到8.55%，所得税17.1亿，同比下降31.56%，主要为享受固定资产投资税收优惠所致。

● 以旧换新政策叠加美国降息预期，MDI需求未来有望改善

目前MDI下游需求逐步进入春节旺季，价格有所支撑。长期看，国务院正式印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确家电产品以旧换新，推动家装消费品换新，有助于冰箱冷柜等家电消费需求。海外方面，从2022年开始，海外经济进入缓慢增速阶段，需求相对偏弱，聚合MDI出口价格有所承压，但MDI出口量仍维持高位，2023年，聚合MDI出口量达到104.37万吨，纯MDI出口量为12.10万吨。2022年后，美国地产景气度进行下行趋势，未来随着美国降息，房贷利率逐步回落，美国地产有望出现反弹，我们预计以美国为代表的海外需求将迎来逐步修复。

● 聚氨酯+新材料产能逐步落地，未来业绩成长可期

公司有序推进宁波、福建MDI以及福建TDI新装置建设及投产，同时收购烟台巨力，未来MDI、TDI供给格局有望继续向好，目前价格、价差仍处历史偏底部区间，在需求回暖后有较大价格弹性。20万吨POE及4.8万吨柠檬醛及衍生物项目预计2024年投产，届时柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通。新能源板块加大资本开支，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收的全产业链闭环。乙烯二期以及蓬莱一期预计也将于2024年底逐步投产，公司三位一体布局，多个项目陆续投放，未来业绩持续发展。

● 投资建议

万华化学是全球聚氨酯行业龙头，新能源、香精香料、POE、半导体等新材料项目加速推进，未来有望持续较高的资本投入，业绩中枢有望逐步上移。考虑到 MDI 价格相对低迷，我们下调公司 2024-2025 年业绩，预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 202.75、251.81、282.44 亿元，同比增速分别为 20.6%、24.2%、12.2%，2024-2025 年业绩较前值分别下滑 6.40%、6.60%，当前股价对应 PE 分别为 12、10、9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 175361 | 179386 | 221312 | 244499 |
| 收入同比 (%) | 5.9% | 2.3% | 23.4% | 10.5% |
| 归属母公司净利润 | 16816 | 20275 | 25181 | 28244 |
| 净利润同比 (%) | 3.6% | 20.6% | 24.2% | 12.2% |
| 毛利率 (%) | 16.8% | 20.2% | 20.3% | 19.8% |
| ROE (%) | 19.0% | 17.8% | 18.7% | 17.3% |
| 每股收益 (元) | 5.36 | 6.46 | 8.02 | 9.00 |
| P/E | 14.33 | 12.23 | 9.85 | 8.78 |
| P/B | 2.72 | 2.18 | 1.84 | 1.52 |
| EV/EBITDA | 9.66 | 8.48 | 6.29 | 6.32 |

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 61864 | 39611 | 96038 | 74315 |
| 现金 | 23710 | 2672 | 40529 | 27247 |
| 应收账款 | 9144 | 9603 | 13655 | 11888 |
| 其他应收款 | 986 | 845 | 1809 | 922 |
| 预付账款 | 2203 | 1769 | 2159 | 2595 |
| 存货 | 20650 | 16634 | 29876 | 21796 |
| 其他流动资产 | 5172 | 8089 | 8010 | 9866 |
| 非流动资产 | 191176 | 213095 | 236797 | 259608 |
| 长期投资 | 7046 | 8956 | 10632 | 12100 |
| 固定资产 | 98764 | 107833 | 116701 | 124826 |
| 无形资产 | 10786 | 12080 | 13445 | 14600 |
| 其他非流动资产 | 74581 | 84226 | 96018 | 108082 |
| 资产总计 | 253040 | 252705 | 332834 | 333924 |
| 流动负债 | 108657 | 65154 | 108444 | 61465 |
| 短期借款 | 43526 | 38353 | 33180 | 29567 |
| 应付账款 | 14980 | 11875 | 20890 | 16090 |
| 其他流动负债 | 50151 | 14926 | 54374 | 15808 |
| 非流动负债 | 49929 | 67012 | 81096 | 99032 |
| 长期借款 | 39811 | 51894 | 63978 | 79981 |
| 其他非流动负债 | 10118 | 15118 | 17118 | 19051 |
| 负债合计 | 158586 | 132166 | 189540 | 160497 |
| 少数股东权益 | 5798 | 6821 | 8396 | 10284 |
| 股本 | 3140 | 3140 | 3140 | 3140 |
| 资本公积 | 1816 | 1816 | 1816 | 1816 |
| 留存收益 | 83700 | 108761 | 129943 | 158186 |
| 归属母公司股东权益 | 88656 | 113717 | 134899 | 163143 |
| 负债和股东权益 | 253040 | 252705 | 332834 | 333924 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 26797 | 2253 | 78166 | 19160 |
| 净利润 | 18300 | 21298 | 26756 | 30132 |
| 折旧摊销 | 11389 | 13515 | 16679 | 18491 |
| 财务费用 | 2825 | 5257 | 5844 | 6605 |
| 投资损失 | -621 | -561 | -674 | -792 |
| 营运资金变动 | -5351 | -37595 | 29413 | -35442 |
| 其他经营现金流 | 23904 | 59232 | -2510 | 65739 |
| 投资活动现金流 | -44830 | -34936 | -39580 | -40431 |
| 资本支出 | -43070 | -33709 | -38700 | -39847 |
| 长期投资 | -1870 | -1788 | -1553 | -1376 |
| 其他投资现金流 | 110 | 561 | 673 | 791 |
| 筹资活动现金流 | 22809 | 6859 | 3271 | 7990 |
| 短期借款 | -493 | -5173 | -5173 | -3613 |
| 长期借款 | 23842 | 12084 | 12084 | 16003 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -344 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -197 | -52 | -3639 | -4400 |
| 现金净增加额 | 4684 | -25825 | 41858 | -13282 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|
| 单位:百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 175361 | 179386 | 221312 | 244499 |
| 营业成本 | 145926 | 143110 | 176475 | 196173 |
| 营业税金及附加 | 960 | 1018 | 1229 | 1361 |
| 销售费用 | 1346 | 1308 | 1618 | 1816 |
| 管理费用 | 2450 | 2323 | 2862 | 3248 |
| 财务费用 | 1676 | 4545 | 5764 | 4578 |
| 资产减值损失 | -135 | -342 | -161 | -172 |
| 公允价值变动收益 | 82 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 621 | 561 | 674 | 792 |
| 营业利润 | 20389 | 24151 | 30080 | 33655 |
| 营业外收入 | 64 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 444 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 20010 | 24151 | 30080 | 33655 |
| 所得税 | 1710 | 2853 | 3323 | 3524 |
| 净利润 | 18300 | 21298 | 26756 | 30132 |
| 少数股东损益 | 1484 | 1023 | 1575 | 1888 |
| 归属母公司净利润 | 16816 | 20275 | 25181 | 28244 |
| EBITDA | 32766 | 41989 | 51996 | 56099 |
| EPS (元) | 5.36 | 6.46 | 8.02 | 9.00 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|-------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 5.9% | 2.3% | 23.4% | 10.5% |
| 营业利润 | 2.8% | 18.5% | 24.5% | 11.9% |
| 归属于母公司净利润 | 3.6% | 20.6% | 24.2% | 12.2% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 (%) | 16.8% | 20.2% | 20.3% | 19.8% |
| 净利率 (%) | 9.6% | 11.3% | 11.4% | 11.6% |
| ROE (%) | 19.0% | 17.8% | 18.7% | 17.3% |
| ROIC (%) | 10.1% | 10.9% | 11.9% | 11.0% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 (%) | 62.7% | 52.3% | 56.9% | 48.1% |
| 净负债比率 (%) | 167.9% | 109.6% | 132.3% | 92.5% |
| 流动比率 | 0.57 | 0.61 | 0.89 | 1.21 |
| 速动比率 | 0.33 | 0.26 | 0.54 | 0.70 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.77 | 0.71 | 0.76 | 0.73 |
| 应收账款周转率 | 19.27 | 19.14 | 19.03 | 19.14 |
| 应付账款周转率 | 10.41 | 10.66 | 10.77 | 10.61 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益 | 5.36 | 6.46 | 8.02 | 9.00 |
| 每股经营现金流 (摊薄) | 8.53 | 0.72 | 24.90 | 6.10 |
| 每股净资产 | 28.24 | 36.22 | 42.96 | 51.96 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 14.33 | 12.23 | 9.85 | 8.78 |
| P/B | 2.72 | 2.18 | 1.84 | 1.52 |
| EV/EBITDA | 9.66 | 8.48 | 6.29 | 6.32 |

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。