

分析师: 顾敏豪
 登记编码: S0730512100001
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

业绩稳健增长, 新项目为未来成长提供助力

——万华化学(600309)年报点评

证券研究报告-年报点评

买入(维持)

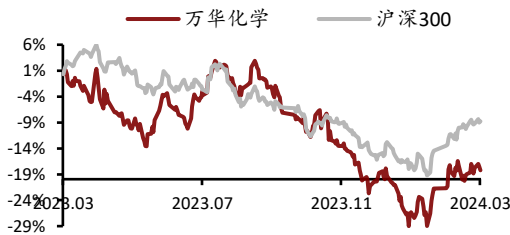
市场数据(2024-03-20)

| | |
|-------------|-------------|
| 收盘价(元) | 77.88 |
| 一年内最高/最低(元) | 98.13/67.70 |
| 沪深 300 指数 | 3,585.38 |
| 市净率(倍) | 2.76 |
| 流通市值(亿元) | 2,445.23 |

基础数据(2023-12-31)

| | |
|--------------|-----------------------|
| 每股净资产(元) | 28.24 |
| 每股经营现金流(元) | 8.53 |
| 毛利率(%) | 16.79 |
| 净资产收益率_摊薄(%) | 18.97 |
| 资产负债率(%) | 62.67 |
| 总股本/流通股(万股) | 313,974.66/313,974.66 |
| B股/H股(万股) | 0.00/0.00 |

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《万华化学(600309)年报点评: 聚氨酯与石化景气下行压制盈利, 未来复苏可期》

2023-03-21

《万华化学(600309)公司点评报告: 成本压力导致业绩承压, 未来有望恢复成长》

2023-02-17

《万华化学(600309)中报点评: 成本上升导致业绩承压, 未来增长仍有动力》 2022-08-04

联系人: 马焱琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2024 年 03 月 21 日

投资要点: 公司公布 2023 年年度报告, 2023 年公司实现营业收入 1753.61 亿元, 同比增长 5.92%。实现归属于上市公司股东的净利润 168.16 亿元, 同比增长 3.59%, 扣非后的净利润 164.39 亿元, 同比增长 4.06%, 基本每股收益 5.36 元。公司同时公布了 23 年度利润分配预案, 拟每 10 股派发现金红利 16.25 元。

- 多项目产能投放推动产销提升, 公司业绩小幅增长。公司业务包括聚氨酯、石化业务和新材料三大类。2023 年, 国内外宏观经济面临一定压力, 公司各产品下游市场整体需求较弱, 市场竞争加剧。在此情况下, 公司积极拓展国内外市场, 持续提升全球化运营能力和核心竞争力。同时, 福建万华 MDI、TDI 和苯胺以及聚醚、PC 等多套装置投产, 推动了公司主要产品产销的提升, 带动了业绩的小幅增长。

2023 年, 公司聚氨酯系列产品销量 489 万吨, 同比增长 16.93%, 实现收入 673.86 亿元, 同比增长 7.14%; 石化系列产品销量 472 万吨, 同比增长 4.02%, 实现收入 693.28 亿元, 同比下滑 0.44%; 精细化学及新材料系列产品销量 159 万吨, 同比增长 67.84%, 实现收入 238.36 亿元, 同比增长 18.42%。产品价格方面, 2023 年聚氨酯系列产品价格整体呈下行趋势, 根据卓创资讯数据, 纯 MDI 和聚合 MDI 市场均价分别为 20099 元/吨和 15989 元/吨, 同比下滑 2.95%和 7.72%。石化产品整体亦以下降为主, 其中丙烯、丁二烯、MTBE、正丁醇、丙烯酸和丙烯酸丁酯均价分别为 6959、8432、7221、7941、6281 和 9235 元/吨, 同比分别下跌 10.13%、5.44%、1.59%、7.38%、38.48%和 21.64%。在产品价格下跌的情况下, 公司以量补价, 推动了收入的增长。2023 年公司实现营业收入 1753.61 亿元, 同比增长 5.92%。

主要原材料中, 纯苯均价 7250 元/吨, 同比下跌 10.77%, 5000 大卡煤炭均价 851 元/吨, 同比下跌 25.09%, 丙烷均价 575 美元/吨, 同比下跌 21.98%。丁烷均价 577 美元/吨, 同比下跌 21.39%, 跌幅总体大于产品价格的下跌幅度。

盈利能力方面, 在产品与原材料价格共同下跌的影响下, 公司全年综合毛利率 16.79%, 同比提升 0.22 个百分点。其中聚氨酯系列毛利率 27.69%, 同比提升 3.24 个百

分点，石化系列毛利率 3.51%，同比下降 0.23 个百分点，精细化学品及新材料系列毛利率 21.42%，同比下降 6.21 个百分点。聚氨酯系列产品景气有所提升，推动了公司全年盈利能力的下滑。

总体来看，2023 年受下游需求不足影响，公司产品整体价格承压。在新产能投放的推动下，公司以量补价，积极开拓国内外市场，实现了营业收入和利润的增长。2023 年公司实现营业收入 1753.61 亿元，同比增长 5.92%。实现归属于上市公司股东的净利润 168.16 亿元，同比增长 3.59%，扣非后的净利润 164.39 亿元，同比增长 4.06%，

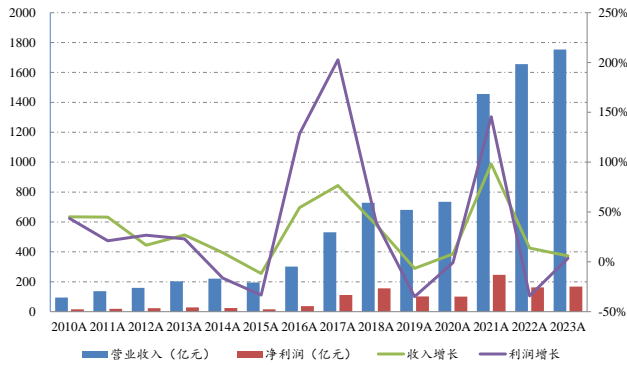
- **MDI 与石化业务仍有增量，未来有望逐步复苏。**2023 年以来，聚氨酯海外需求保持较快增速，国内需求亦稳步回升。随着我国以旧换新等刺激政策的逐步实行，聚氨酯需求有望继续复苏，推动行业景气的上行。未来公司的聚氨酯与石化业务供应仍有增量，福建万华将通过技改，将 MDI 年产能由 40 万吨提升至 80 万吨，TDI 年产能由 25 万吨提升至 33 万吨。此外乙烯二期项目预计年内建成投产，项目产能 120 万吨，产品包括乙烯、丁二烯、聚烯烃弹性体 POE 等。随着石化产能规模的提升，产业链协同效果也不断增强，能够为公司新材料业务提供原料供应，提升公司的综合优势。
- **新材料品类不断丰富，前景广阔。**近年来公司在高端化工新材料方面持续获得突破，自主研发的异氰酸酯固化剂、聚醚胺、甲基胺、卡波姆装置一次性开车成功。医疗用 PMMA 新产品开发成功，销量逐步提升。XLPE、MS 树脂等中试开车，为工业化做好储备。此外，公司将电池材料业务作为第二增长曲线，建立了电池材料生态圈。三大电池负极材料快速推进，电池化学品持续工艺创新。未来公司的新材料业务发展潜力广阔，推动公司从全球聚氨酯龙头向新材料巨头迈进。
- **盈利预测与投资评级：**预计公司 2024、2025 年 EPS 为 6.24 元和 7.48 元，以 3 月 20 日收盘价 77.88 元计算，PE 分别为 12.49 倍和 10.41 倍。考虑到公司的发展前景，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：行业竞争加剧、公司新项目进展低于预期

| | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|---------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 165,565 | 175,361 | 203,308 | 228,108 | 256,506 |
| 增长比率（%） | 13.76 | 5.92 | 15.94 | 12.20 | 12.45 |
| 净利润（百万元） | 16,234 | 16,816 | 19,585 | 23,440 | 28,217 |
| 增长比率（%） | -34.14 | 3.59 | 16.47 | 19.68 | 20.38 |
| 每股收益(元) | 5.17 | 5.36 | 6.24 | 7.47 | 8.99 |
| 市盈率(倍) | 15.06 | 14.54 | 12.49 | 10.43 | 8.67 |

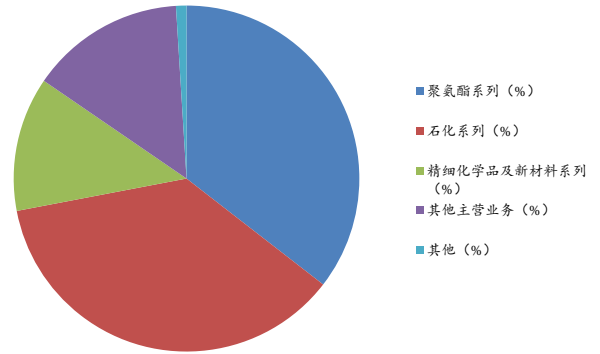
资料来源：中原证券、聚源数据

图 1: 公司历年业绩增长



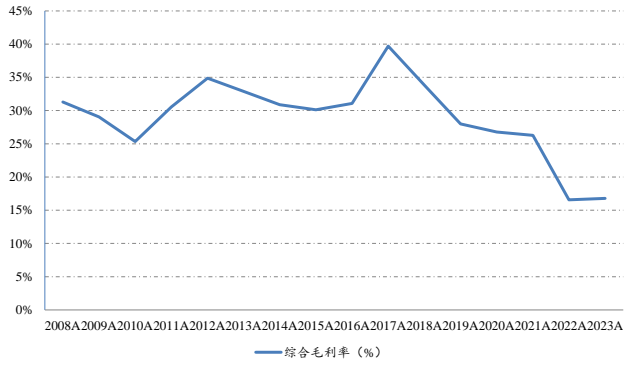
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



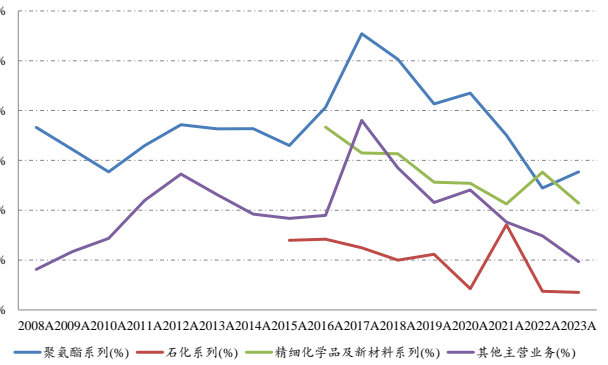
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

| 资产负债表 (百万元) | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 流动资产 | 51,532 | 61,864 | 66,186 | 84,606 | 117,217 |
| 现金 | 18,989 | 23,710 | 22,413 | 35,559 | 62,351 |
| 应收票据及应收账款 | 9,060 | 9,144 | 10,448 | 11,722 | 13,182 |
| 其他应收款 | 999 | 986 | 1,186 | 1,331 | 1,496 |
| 预付账款 | 1,277 | 2,203 | 2,224 | 2,305 | 2,342 |
| 存货 | 18,185 | 20,650 | 23,410 | 26,047 | 29,035 |
| 其他流动资产 | 3,022 | 5,172 | 6,505 | 7,641 | 8,811 |
| 非流动资产 | 149,311 | 191,176 | 208,667 | 217,561 | 217,993 |
| 长期投资 | 6,229 | 7,046 | 7,846 | 8,646 | 9,446 |
| 固定资产 | 78,558 | 98,764 | 118,361 | 138,734 | 146,316 |
| 无形资产 | 9,980 | 10,786 | 11,586 | 12,436 | 13,286 |
| 其他非流动资产 | 54,544 | 74,581 | 70,874 | 57,745 | 48,946 |
| 资产总计 | 200,843 | 253,040 | 274,853 | 302,166 | 335,210 |
| 流动负债 | 95,017 | 108,657 | 111,628 | 116,681 | 123,538 |
| 短期借款 | 44,019 | 43,526 | 48,526 | 53,526 | 55,526 |
| 应付票据及应付账款 | 24,205 | 45,594 | 39,796 | 36,466 | 37,746 |
| 其他流动负债 | 26,792 | 19,537 | 23,305 | 26,688 | 30,266 |
| 非流动负债 | 24,489 | 49,929 | 53,129 | 56,329 | 59,529 |
| 长期借款 | 15,968 | 39,811 | 41,811 | 43,811 | 45,811 |
| 其他非流动负债 | 8,521 | 10,118 | 11,318 | 12,518 | 13,718 |
| 负债合计 | 119,506 | 158,586 | 164,757 | 173,010 | 183,067 |
| 少数股东权益 | 4,492 | 5,798 | 7,048 | 8,544 | 10,345 |
| 股本 | 3,140 | 3,140 | 3,140 | 3,140 | 3,140 |
| 资本公积 | 2,160 | 1,816 | 1,816 | 1,816 | 1,816 |
| 留存收益 | 72,055 | 83,848 | 98,240 | 115,805 | 136,989 |
| 归属母公司股东权益 | 76,845 | 88,656 | 103,048 | 120,612 | 141,797 |
| 负债和股东权益 | 200,843 | 253,040 | 274,853 | 302,166 | 335,210 |

| 现金流量表 (百万元) | | | | | |
|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 经营活动现金流 | 36,337 | 26,797 | 27,576 | 35,698 | 45,447 |
| 净利润 | 17,042 | 18,300 | 20,835 | 24,937 | 30,018 |
| 折旧摊销 | 9,354 | 11,389 | 12,189 | 13,786 | 14,248 |
| 财务费用 | 2,058 | 2,825 | 2,461 | 2,544 | 2,592 |
| 投资损失 | -408 | -621 | -712 | -798 | -898 |
| 营运资金变动 | 8,821 | -5,351 | -7,548 | -5,121 | -862 |
| 其他经营现金流 | -530 | 254 | 350 | 350 | 350 |
| 投资活动现金流 | -34,325 | -44,830 | -29,418 | -22,332 | -14,232 |
| 资本支出 | -32,614 | -43,070 | -29,080 | -22,080 | -14,080 |
| 长期投资 | -2,144 | -1,870 | -1,050 | -1,050 | -1,050 |
| 其他投资现金流 | 434 | 110 | 712 | 798 | 898 |
| 筹资活动现金流 | -17,188 | 22,809 | 637 | -220 | -4,424 |
| 短期借款 | -9,854 | -493 | 5,000 | 5,000 | 2,000 |
| 长期借款 | 325 | 23,842 | 2,000 | 2,000 | 2,000 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -1 | -344 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -7,658 | -197 | -6,363 | -7,220 | -8,424 |
| 现金净增加额 | -15,202 | 4,684 | -1,297 | 13,146 | 26,791 |

资料来源：中原证券

| 利润表 (百万元) | | | | | |
|-----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
| 营业收入 | 165,565 | 175,361 | 203,308 | 228,108 | 256,506 |
| 营业成本 | 138,132 | 145,926 | 168,550 | 187,541 | 209,055 |
| 营业税金及附加 | 913 | 960 | 1,118 | 1,255 | 1,411 |
| 营业费用 | 1,153 | 1,346 | 1,525 | 1,711 | 1,924 |
| 管理费用 | 1,966 | 2,450 | 2,745 | 3,079 | 3,463 |
| 研发费用 | 3,420 | 4,081 | 4,737 | 5,315 | 5,977 |
| 财务费用 | 1,235 | 1,676 | 2,200 | 2,298 | 2,201 |
| 资产减值损失 | -192 | -135 | -50 | -50 | -50 |
| 其他收益 | 740 | 943 | 1,017 | 1,141 | 1,283 |
| 公允价值变动收益 | 173 | 82 | 50 | 50 | 50 |
| 投资净收益 | 408 | 621 | 712 | 798 | 898 |
| 资产处置收益 | 27 | 1 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 19,839 | 20,389 | 24,162 | 28,849 | 34,656 |
| 营业外收入 | 45 | 64 | 50 | 50 | 50 |
| 营业外支出 | 343 | 444 | 400 | 400 | 400 |
| 利润总额 | 19,541 | 20,010 | 23,812 | 28,499 | 34,306 |
| 所得税 | 2,499 | 1,710 | 2,976 | 3,562 | 4,288 |
| 净利润 | 17,042 | 18,300 | 20,835 | 24,937 | 30,018 |
| 少数股东损益 | 808 | 1,484 | 1,250 | 1,496 | 1,801 |
| 归属母公司净利润 | 16,234 | 16,816 | 19,585 | 23,440 | 28,217 |
| EBITDA | 29,953 | 32,766 | 38,201 | 44,583 | 50,754 |
| EPS (元) | 5.17 | 5.36 | 6.24 | 7.47 | 8.99 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2022A | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 (%) | 13.76 | 5.92 | 15.94 | 12.20 | 12.45 |
| 营业利润 (%) | -32.58 | 2.78 | 18.50 | 19.40 | 20.13 |
| 归属母公司净利润 (%) | -34.14 | 3.59 | 16.47 | 19.68 | 20.38 |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 (%) | 16.57 | 16.79 | 17.10 | 17.78 | 18.50 |
| 净利率 (%) | 9.80 | 9.59 | 9.63 | 10.28 | 11.00 |
| ROE (%) | 21.13 | 18.97 | 19.01 | 19.43 | 19.90 |
| ROIC (%) | 11.93 | 10.11 | 10.48 | 11.02 | 11.72 |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 (%) | 59.50 | 62.67 | 59.94 | 57.26 | 54.61 |
| 净负债比率 (%) | 146.93 | 167.90 | 149.65 | 133.95 | 120.33 |
| 流动比率 | 0.54 | 0.57 | 0.59 | 0.73 | 0.95 |
| 速动比率 | 0.32 | 0.33 | 0.32 | 0.44 | 0.65 |
| 营运能力 | | | | | |
| 总资产周转率 | 0.85 | 0.77 | 0.77 | 0.79 | 0.80 |
| 应收账款周转率 | 18.70 | 19.27 | 20.75 | 20.58 | 20.60 |
| 应付账款周转率 | 11.29 | 10.41 | 10.75 | 10.83 | 10.84 |
| 每股指标 (元) | | | | | |
| 每股收益 (最新摊薄) | 5.17 | 5.36 | 6.24 | 7.47 | 8.99 |
| 每股经营现金流 (最新摊薄) | 11.57 | 8.53 | 8.78 | 11.37 | 14.47 |
| 每股净资产 (最新摊薄) | 24.47 | 28.24 | 32.82 | 38.41 | 45.16 |
| 估值比率 | | | | | |
| P/E | 15.06 | 14.54 | 12.49 | 10.43 | 8.67 |
| P/B | 3.18 | 2.76 | 2.37 | 2.03 | 1.72 |
| EV/EBITDA | 11.39 | 9.66 | 8.62 | 7.27 | 5.96 |

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-10%至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅-15%至-10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或其他决定的唯一信赖依据。