

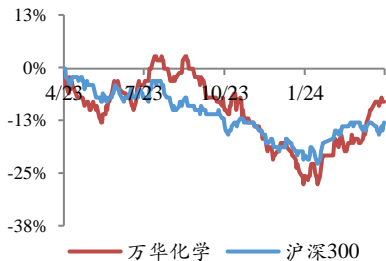
## 一季度业绩环比改善，新产能落地持续成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-04-19

收盘价(元)	87.21
近12个月最高/最低(元)	99.78/66.78
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)	2,738
流通市值(亿元)	2,738

### 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 2024-03-19

2. 四季度业绩同比改善，新产能落地成长可期 2024-02-05

3. Q3单季度业绩同比改善，新产能落地成长可期 2023-10-15

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2024年4月18日晚，万华化学发布2024年一季度报告，一季度公司实现营业收入461.61亿元，同比增加10.07%，环比增加7.84%；实现归母净利润41.57亿元，同比增加2.57%。环比增加1.07%，销售毛利率17.63%，环比改善0.77pct。

#### ● 2024Q1 主营产品产销量提升，毛利率及业绩稳步改善

2024Q1，受原油价格上涨及一季度旺季影响，公司部分原材料及产品价格有所上涨。聚合MDI/纯MDI/TDI均价分别为16147.5/20256.7/16689.2元/吨，环比变化+3.02%/-2.92%/-2.46%。原材料方面，纯苯、丙烷(CP)、动力煤(Q5500)均价分别为8160.7元/吨、626.2美元/吨、751.6元/吨，环比变化+9.18%/+3.07%/-4.93%，销售毛利率17.63%，环比改善0.77pct。产销量方面，2024Q1公司聚氨酯/石化/新材料板块产量分别136/139/47万吨，环比变化+1.49%/+1.46%/0%，聚氨酯/新材料板块销量分别131/44万吨，环比变化+0.77%/+4.76%，2024Q1公司聚氨酯/石化/新材料板块营收分别175.02/185.14/61.05亿元，环比分别变化+1.13%/+6.03%/-2.22%。此外，除三大板块外，2024Q1公司其他收入40.4亿元，环比提升124.86%，是公司营收改善的另一原因。所得税方面，公司2024Q1所得税率增至14.07%，环比2023Q4增加6.06亿，但业绩仍保持稳定增长。

#### ● 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，美国地产景气度偏弱，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知名企业，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。预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 202.75、253.41、277.54 亿元，同比增速分别为 20.6%、25.0%、9.5%，当前股价对应 PE 分别为 14、11、10 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	25341	27754
净利润同比（%）	3.6%	20.6%	25.0%	9.5%
毛利率（%）	16.8%	20.2%	20.3%	19.8%
ROE（%）	19.0%	18.7%	19.5%	17.6%
每股收益（元）	5.36	6.46	8.07	8.84
P/E	14.33	13.51	10.81	9.87
P/B	2.72	2.52	2.11	1.74
EV/EBITDA	9.66	8.94	7.01	6.64

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
<b>流动资产</b>	61864	45961	84360	82582
现金	23710	9022	28852	35514
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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	253040	259055	321157	342190
<b>流动负债</b>	108657	76606	101699	75187
短期借款	43526	38353	33180	29567
应付账款	14980	11875	20890	16090
其他流动负债	50151	26378	47629	29530
<b>非流动负债</b>	49929	67012	81096	99032
长期借款	39811	51894	63978	79981
其他非流动负债	10118	15118	17118	19051
<b>负债合计</b>	158586	143619	182795	174219
少数股东权益	5798	6821	8406	10261
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	1816	1816	1816	1816
留存收益	83700	103659	125000	152754
归属母公司股东权益	88656	108615	129956	157710
<b>负债和股东权益</b>	253040	259055	321157	342190

**现金流量表**

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	26797	13705	60138	39104
净利润	18300	21298	26926	29609
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	-26142	11216	-14975
其他经营现金流	23904	47780	15857	44750
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	22809	1756	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	-5154	-3639	-4400
<b>现金净增加额</b>	4684	-19475	23830	6663

**利润表**

单位:百万元

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	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	5573	5162
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
<b>营业利润</b>	20389	24151	30270	33072
营业外收入	64	0	0	0
营业外支出	444	0	0	0
<b>利润总额</b>	20010	24151	30270	33072
所得税	1710	2853	3345	3462
<b>净利润</b>	18300	21298	26926	29609
少数股东损益	1484	1023	1585	1855
<b>归属母公司净利润</b>	16816	20275	25341	27754
EBITDA	32766	41989	51996	56099
EPS (元)	5.36	6.46	8.07	8.84

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.9%	2.3%	23.4%	10.5%
营业利润	2.8%	18.5%	25.3%	9.3%
归属于母公司净利润	3.6%	20.6%	25.0%	9.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	16.8%	20.2%	20.3%	19.8%
净利率 (%)	9.6%	11.3%	11.5%	11.4%
ROE (%)	19.0%	18.7%	19.5%	17.6%
ROIC (%)	10.1%	11.1%	12.2%	11.1%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	62.7%	55.4%	56.9%	50.9%
净负债比率 (%)	167.9%	124.4%	132.1%	103.7%
流动比率	0.57	0.60	0.83	1.10
速动比率	0.33	0.30	0.46	0.68
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.77	0.70	0.76	0.74
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
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.36	6.46	8.07	8.84
每股经营现金流 (摊薄)	8.53	4.37	19.15	12.45
每股净资产	28.24	34.59	41.39	50.23
<b>估值比率</b>				
P/E	14.33	13.51	10.81	9.87
P/B	2.72	2.52	2.11	1.74
EV/EBITDA	9.66	8.94	7.01	6.64

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。