

业绩持续回升，符合市场预期

2023 年 07 月 31 日

► **事件概述。**7月28日，万华化学发布2023年半年报，2023年1-6月公司实现收入876.26亿元，同比下滑1.67%，实现归母净利润85.68亿元，同比下滑17.48%，实现扣非归母净利润83.10亿元，同比下滑18.70%。2023Q2单季度实现归母净利润45.15亿元，同比下滑9.86%，环比增长11.40%。本季度为自2022年四季度以来，连续第二个季度利润环比改善。

► **主营业务盈利能力持续修复，出口持续向好。**公司重点产品MDI盈利能力持续修复，2022年四季度聚合MDI季度均价约15118元/吨，为2020年三季度以来的最低值。2023年年初以来，下游需求逐渐回暖，产品价格回升，2023上半年聚合MDI均价约15726元/吨，均价提升约607元。同期主要原料纯苯相比2022年四季度下降约107元/吨，MDI利润空间有较显著改善。2023年上半年山东和浙江两省聚合MDI出口量45.66万吨，在2022年上半年高基数的情况下，与去年同期基本持平，环比2022年下半年增长35.56%。

► **多套重点装置投产并释放产能。**自2022年年底以来，公司陆续投产了福建40万吨/年MDI、福建25万吨/年TDI，烟台48万吨/年双酚A、14万吨/年PC扩产等项目。公司PC产业链规模优势和完整配套优势进一步巩固，效益提升显著。

► **并购新疆巨力，优化TDI行业竞争格局。**上半年公司完成了对烟台巨力的收购，实现了公司在西北地区的产业布局，并进一步增强了公司在TDI产业的竞争力，并购完成后公司在国内控制的TDI产能达70万吨，国内产能占比达约50%。成为全球最大TDI供应商。

► **投资建议：**我们预计2023-2025年归母净利润为183.98，230.97、274.89亿元，对应PE分别为16x、13x、11x。公司聚氨酯及石化业务反弹复苏趋势明显，公司业绩韧性强；2024年公司大量在建项目计划投产，我们看好公司长期发展趋势，维持“推荐”评级。

► **风险提示：**1) 下游复苏进度不及预期；2) 新项目建设进度不及预期；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	165,565	181,721	220,395	259,232
增长率(%)	13.8	9.8	21.3	17.6
归属母公司股东净利润(百万元)	16,234	18,398	23,097	27,489
增长率(%)	-34.1	13.3	25.5	19.0
每股收益(元)	5.17	5.86	7.36	8.76
PE	19	16	13	11
PB	3.9	3.3	2.8	2.3

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为2023年7月28日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

95.71元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

相关研究

- 1.万华化学(600309.SH)2023年一季报点评：业绩修复超预期，三大板块各有亮点-2023/04/21
- 2.万华化学(600309.SH)2022年年报点评：主业景气度回升，新材料渐挑大梁-2023/03/21
- 3.万华化学(600309.SH)深度研究：从单轮驱动到构建四梁八柱-2022/11/16
- 4.万华化学(600309.SH)事件点评：乙烯二期项目正式获批，POE产能加倍-2022/08/2
- 5.万华化学(600309.SH)事件点评：科思创TDI装置不可抗力，供应面预计收紧-2022/08/15

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	165,565	181,721	220,395	259,232
营业成本	138,132	150,621	182,064	214,039
营业税金及附加	913	1,090	1,322	1,555
销售费用	1,153	1,145	1,212	1,426
管理费用	1,966	1,817	2,204	2,592
研发费用	3,420	3,634	4,408	5,185
EBIT	20,600	23,908	29,786	35,142
财务费用	1,235	2,398	2,812	3,055
资产减值损失	-192	-186	-224	-264
投资收益	408	363	441	518
营业利润	19,839	21,688	27,190	32,342
营业外收支	-298	-110	-100	-100
利润总额	19,541	21,578	27,090	32,242
所得税	2,499	2,805	3,522	4,191
净利润	17,042	18,773	23,568	28,050
归属于母公司净利润	16,234	18,398	23,097	27,489
EBITDA	29,953	34,224	41,924	49,193

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	22,250	22,597	25,094
应收账款及票据	9,060	9,908	12,016	14,133
预付款项	1,277	1,506	1,821	2,140
存货	18,185	18,384	22,222	26,124
其他流动资产	4,021	9,571	11,050	12,534
流动资产合计	51,532	61,619	69,705	80,027
长期股权投资	6,229	8,229	9,229	10,229
固定资产	78,558	90,181	100,812	111,340
无形资产	9,980	10,930	11,833	12,248
非流动资产合计	149,311	176,099	198,806	223,923
资产合计	200,843	237,718	268,511	303,949
短期借款	44,019	45,019	50,019	53,019
应付账款及票据	24,205	28,886	34,916	41,049
其他流动负债	26,792	25,187	23,575	26,478
流动负债合计	95,017	99,092	108,511	120,546
长期借款	15,968	31,812	34,812	36,812
其他长期负债	8,521	11,138	11,638	12,138
非流动负债合计	24,489	42,950	46,450	48,950
负债合计	119,506	142,043	154,961	169,497
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	4,492	4,868	5,339	5,900
股东权益合计	81,337	95,675	113,550	134,453
负债和股东权益合计	200,843	237,718	268,511	303,949

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.76	9.76	21.28	17.62
EBIT 增长率	-34.58	16.06	24.58	17.98
净利润增长率	-34.14	13.33	25.54	19.02
盈利能力 (%)				
毛利率	16.57	17.11	17.39	17.43
净利润率	9.80	10.12	10.48	10.60
总资产收益率 ROA	8.08	7.74	8.60	9.04
净资产收益率 ROE	21.13	20.26	21.34	21.38
偿债能力				
流动比率	0.54	0.62	0.64	0.66
速动比率	0.32	0.40	0.40	0.41
现金比率	0.20	0.22	0.21	0.21
资产负债率 (%)	59.50	59.75	57.71	55.76
经营效率				
应收账款周转天数	19.97	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	48.05	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.85	0.83	0.87	0.91
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	5.86	7.36	8.76
每股净资产	24.47	28.92	34.46	40.94
每股经营现金流	11.57	10.46	12.63	14.74
每股股利	1.60	1.81	2.28	2.71
估值分析				
PE	19	16	13	11
PB	3.9	3.3	2.8	2.3
EV/EBITDA	12.63	11.06	9.03	7.69
股息收益率 (%)	1.67	1.89	2.38	2.83

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17,042	18,773	23,568	28,050
折旧和摊销	9,354	10,315	12,138	14,052
营运资金变动	8,821	1,058	872	876
经营活动现金流	36,337	32,856	39,669	46,288
资本开支	-32,614	-31,460	-33,915	-38,238
投资	-2,144	-2,130	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-34,325	-36,566	-34,505	-38,750
股权募资	850	0	0	0
债务募资	-6,310	20,071	4,023	5,500
筹资活动现金流	-17,188	6,971	-4,817	-5,041
现金净流量	-15,202	3,261	347	2,497

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投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026