

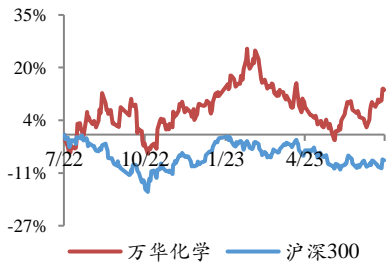
二季度业绩持续修复，新产能落地成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-07-28

收盘价（元）	94.66
近12个月最高/最低（元）	104.8/78.9
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）	2,972
流通市值（亿元）	2,972

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

1.7月MDI挂牌价持平，未来需求仍存修复预期 2023-06-30

2.上调6月纯MDI挂牌价，新材料未来成长可期 2023-06-06

3.一季度业绩大幅改善，新材料未来成长可期 2023-04-16

主要观点：

● 事件描述

2023年7月27日晚，万华化学发布2023年半年报，公司上半年实现营业收入876.26亿元，同比下降1.67%；实现归母净利润85.68亿元，同比下降17.48%。公司第二季度实现营业收入456.87亿元，同比下降3.48%，环比改善8.94%；实现归母净利润45.15亿元，同比下降9.86%，环比改善11.40%。

● 主营产品销量增长，价格有所回落，二季度业绩环比改善

公司主营产品产销量呈上升趋势，但价格有所回落。2023Q2，公司聚氨酯/石化/新材料系列产量分别为130/107/41万吨，环比变化+12.07/-9.32/+7.89%，石化产量环比下降主要为乙烯装置的检修导致，但并未对销量产生影响，聚氨酯/石化/新材料销量分别为124/369/39万吨，环比增长+11.71%/+15.77%/+11.43%。春节后随着MDI等主营产品备库存后，二季度均价均出现不同程度回落，聚合MDI/TDI/丙烯酸丁酯均价分别为15336/18043/8623元/吨，分别环比变化-1.50/-5.53/-12.24%。另外上游原材料价格从今年年初价格下行，成本端压力得到缓解。根据百川数据，成本端动力煤(Q:5500)秦皇岛、纯苯、丙烷CP在2023Q2均价分别为935.1元/吨、6820.02元/吨、510.76美元/吨，环比变化-18.94%、-2.80%、-26.75%。

● 下游原材料价格回到合理区间，MDI出口高位，需求逐步修复

截至2023.07.27，动力煤(Q:5500)秦皇岛、纯苯、丙烷CP价格分别865元/吨、7195元/吨、400美元/吨，从今年年初价格下行，目前回到合理区间，我们认为未来原料价格波动幅度将逐步变小。另外欧洲生产装置停产减产导致供给受限，国内聚合MDI/TDI出口量上半年维持高位，2023Q2聚合MDI/TDI出口量分别29.77/8.12万吨，环比变化-3.82/-22.57%，尤其聚合MDI仍处于较高水平。目前MDI下游需求整体偏弱，但处于逐步修复中，6月份国内冰箱/冷柜/汽车产量分别为875/220/256万台，环比变化+2.95/+5.96/+11.11%，随着9月旺季需求回暖叠加地产城中村改造，在MDI整体寡头垄断背景下，未来MDI价格仍有小幅上行空间。

● 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60万吨MDI、5万吨HDI装置技改，同时收购烟台巨力，未来MDI、TDI供给格局有望继续向好，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。预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 200.38、259.16、319.54 亿元，同比增速分别为 23.4%、29.3%、23.3%。当前股价对应 PE 分别为 15、11、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	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	165565	185713	201450	240162
收入同比 (%)	13.8%	12.2%	8.5%	19.2%
归属母公司净利润	16234	20038	25916	31954
净利润同比 (%)	-34.1%	23.4%	29.3%	23.3%
毛利率 (%)	16.6%	19.0%	21.1%	21.1%
ROE (%)	21.1%	21.8%	22.0%	21.3%
每股收益 (元)	5.17	6.38	8.25	10.18
P/E	17.92	14.83	11.47	9.30
P/B	3.79	3.24	2.52	1.98
EV/EBITDA	11.39	9.23	7.67	5.83

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	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	51532	76183	69484	123856
现金	18989	27618	30156	61928
应收账款	9060	12977	9073	17750
其他应收款	999	1273	1487	1746
预付账款	1277	1802	1799	2055
存货	18185	23165	18687	31961
其他流动资产	3022	9347	8283	8416
非流动资产	149311	169410	189871	209567
长期投资	6229	8066	10316	12445
固定资产	78558	87851	95025	101597
无形资产	9980	11528	13070	14765
其他非流动资产	54544	61965	71461	80760
资产总计	200843	245593	259355	333423
流动负债	95017	121897	106713	145960
短期借款	44019	46907	49794	48434
应付账款	13067	21128	10543	27573
其他流动负债	37931	53862	46376	69952
非流动负债	24489	26662	28835	30459
长期借款	15968	18042	20115	21605
其他非流动负债	8521	8621	8721	8854
负债合计	119506	148559	135548	176419
少数股东权益	4492	5176	6032	7276
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2160	2160	2160	2160
留存收益	71545	86559	112475	144429
归属母公司股东权益	76845	91859	117775	149729
负债和股东权益	200843	245593	259355	333423

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36337	42909	33250	68561
净利润	17042	20721	26773	33197
折旧摊销	9354	10773	11525	13796
财务费用	2058	3481	3777	3949
投资损失	-408	-513	-578	-648
营运资金变动	8821	8111	-8694	17977
其他经营现金流	7691	12946	35915	15510
投资活动现金流	-34325	-30830	-31989	-33101
资本支出	-32614	-29117	-29928	-31433
长期投资	-2144	-2241	-2654	-2326
其他投资现金流	434	528	593	658
筹资活动现金流	-17188	-3450	1277	-3687
短期借款	-9854	2887	2887	-1360
长期借款	325	2073	2073	1490
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-7658	-8411	-3683	-3818
现金净增加额	-15202	8629	2538	31772

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	165565	185713	201450	240162
营业成本	138132	150423	158860	189372
营业税金及附加	913	1285	1241	1489
销售费用	1153	1543	1511	1823
管理费用	1966	2737	2660	3187
财务费用	1235	2911	2949	2441
资产减值损失	-192	-339	-451	-306
公允价值变动收益	173	0	0	0
投资净收益	408	513	578	648
营业利润	19839	23737	30845	38113
营业外收入	45	0	0	0
营业外支出	343	0	0	0
利润总额	19541	23737	30845	38113
所得税	2499	3016	4072	4916
净利润	17042	20721	26773	33197
少数股东损益	808	683	857	1244
归属母公司净利润	16234	20038	25916	31954
EBITDA	29953	37245	45188	53991
EPS (元)	5.17	6.38	8.25	10.18

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.8%	12.2%	8.5%	19.2%
营业利润	-32.6%	19.7%	29.9%	23.6%
归属于母公司净利润	-34.1%	23.4%	29.3%	23.3%
获利能力				
毛利率 (%)	16.6%	19.0%	21.1%	21.1%
净利率 (%)	9.8%	10.8%	12.9%	13.3%
ROE (%)	21.1%	21.8%	22.0%	21.3%
ROIC (%)	11.9%	13.5%	14.4%	14.8%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.5%	60.5%	52.3%	52.9%
净负债比率 (%)	146.9%	153.1%	109.5%	112.4%
流动比率	0.54	0.62	0.65	0.85
速动比率	0.32	0.41	0.45	0.60
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.83	0.80	0.81
应收账款周转率	18.70	16.85	18.27	17.91
应付账款周转率	11.29	8.80	10.03	9.94
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	6.38	8.25	10.18
每股经营现金流 (摊薄)	11.57	13.67	10.59	21.84
每股净资产	24.47	29.26	37.51	47.69
估值比率				
P/E	17.92	14.83	11.47	9.30
P/B	3.79	3.24	2.52	1.98
EV/EBITDA	11.39	9.23	7.67	5.83

资料来源:公司公告, 华泰证券研究所

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述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—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。