

2023年07月28日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

110

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/7/27)	94.66
上证指数(2023/7/27)	3216.67
股价 12 个月高/低	106.01/76.51
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	3139.75
A 市值(亿元)	2972.08
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限 公司(21.59%)
每股净值(元)	25.79
股价/账面净值	3.67
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	7.7 7.0 13.1

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.05.31	82.26	买进
2022.04.17	91.98	买进

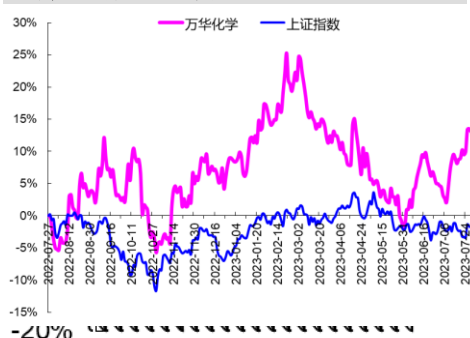
产品组合

石化系列	41.4%
聚氨酯系列	37.6%
其他	16.4%
精细化学品及新材料系列	12.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	23.2%
一般法人	17.0%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

业绩逐季修复，看好长期改善

事件：公司发布2023年半年报，2023年H1实现营收876.26亿元，yoy-1.67%，实现归母净利润85.68亿元，yoy-17.48%，符合预期。Q2单季度实现营收456.87亿元，yoy-3.48%，qoq+8.94%，实现归母净利润45.15亿元，yoy-9.86%，qoq+11.40%，实现环比修复。

点评：2023H1公司业绩同比下滑，但环比来看已经连续两个季度实现增长，业绩低谷已过。上半年化工品产品价格同比下滑幅度较大，公司业绩同比下降。公司福建40万吨MDI产能、25万吨TDI产能报告期内逐步投产，PC等多产品技改扩能，公司产品产销量同比增长，营收降幅较小。内需逐渐复苏，化工品价格有望持续回暖，公司产销量随新产能投产增长，看好公司业绩修复，维持“买进”评级。

■ **聚氨酯板块毛利回升，看好后续价格回暖：**公司聚氨酯板块 H1 实现营收 328 亿，yoy-1%，销量 235 万吨，yoy+14%，板块毛利率 29.1%，同比增加 0.9pct；其中 Q2 单季实现营收 171 亿元，yoy-3%，qoq+9%，销量 124 万吨，yoy+11%，qoq+12%。Q2 聚氨酯价格降幅已经收窄，据百川盈孚，Q2 聚合 MDI 均价为 1.55 万元/吨，yoy-14.24%，qoq-1.50%，纯 MDI 均价为 1.89 万元/吨，yoy-12.11%，qoq+0.61%，TDI 均价 1.86 万元/吨，yoy+4.96%，qoq-5.53%。Q3 以来，MDI 价格持续回暖，预计公司盈利持续修复，7 月聚合 MDI 均价为 1.58 万元/吨，相较于 Q2 价格上涨 3.23%，纯 MDI 均价为 1.92 万元/吨，相较于 Q2 上涨 1.68%，TDI 均价为 1.76 万元/吨，相较于 Q2 下降 2.18%。在内需复苏的背景下，看好聚氨酯板块产品价格持续回升，叠加下半年公司宁波基地技改新增 60 万吨 MDI 产能，预计公司聚氨酯板块将稳定发展。

■ **上半年石化板块毛利下降，新材料板块销量快速增长：**石化板块 H1 实现营收 361 亿元，yoy-8%，销量 684 万吨，yoy+12%，板块毛利率为 2.3%，同比降低 3pct；Q2 单季实现营收 179 亿元，yoy-12%，qoq-1%，销量 367 万吨，yoy+18%，qoq+16%。上半年多数石化材料价格大幅下滑，拖累公司毛利，虽然上游煤炭等原料价格也有回落，但降幅不及产品价格。新材料板块 H1 实现营收 113 亿元，yoy+8%，销量 74 万吨，yoy+68%，板块毛利率 22.1%，同比降低 6.5pct；其中 Q2 单季实现营收 59 亿元，yoy+10%，qoq+11%，销量 39 万吨，yoy+70%，qoq+11%。新材料板块销量快速增长，版块占总营收的比例也持续增加。2023 年新材料版块营收占总营收比例达 12.85%，同比增加 1.13pct，后续看好版块成为公司另一大支柱版块。

■ **毛利同比下滑，费用维持合理水平：**受石化和新材料版块毛利率下滑影响，上半年公司整体毛利率同比下滑 2.03pct 至 16.42%，下半年预计化工品价差修复，公司毛利率有望回升。公司各项费用维持合理水平，研发费用率为 2.04%，同比增加 0.33pct，销售费用率为 0.72%，同比增加 0.16pct，财务费用率为 1.26%，同比增加 0.26pct，管理费用率为 0.80%，同比增加 0.17pct。

■ **新建产能丰富，新材料版图扩大：**公司维持高资本开支，在建项目丰

富，2023-2025 年将有多个项目投产，有望迎来业绩丰收期。宁波 MDI 技改项目预计下半年完成，公司 MDI 产能将再增 60 万吨，届时公司 MDI 总产能达 365 万吨，全球市占率将进一步提升。新材料板块，公司 PC 上游配套 48 万吨/年双酚 A 项目、4.8 万吨/年柠檬醛及衍生物一体化项目、8 万吨/年 NMP 项目、2 万吨/年有机硅 MQ 树脂项目、4 万吨/年聚醚胺项目、7.5 万吨/年聚乳酸项目预计在 2023-2024 年逐步投产，为公司贡献新的利润增长点。公司新材料版块加速发展，版块占营收比例持续提升，优化公司全产业链布局，保障长期成长。石化版块将在 2024 年迎来产能的大幅增长，包括大乙烯二期、蓬莱基地等新晋产能投产，为公司聚氨酯和新材料板块提供原料保障，进一步加深成本护城河。公司在建项目丰富，成长动力充足，正从 MDI 龙头成长为综合性化工龙头企业。

- **盈利预测：**我们维持盈利预测，预计公司 2023/2024/2025 年分别实现归母净利润 186.41/220.50/248.28 亿元，yoy+15%/+18%/+13%，对应 EPS 为 5.94/7.02/7.91 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 16/13/12 倍，估值偏低，维持“买进”评级。
- **风险提示：**1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	24,649	16,234	18,641	22,050	24,828
同比增减	%	145.47%	-34.14%	14.83%	18.29%	12.60%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	7.85	5.17	5.94	7.02	7.91
同比增减	%	145.47%	-34.14%	14.83%	18.29%	12.60%
A 股市盈率(P/E)	X	12.06	18.31	15.94	13.48	11.97
股利 (DPS)	RMB 元	2.5	1.6	1.9	2.2	2.6
股息率 (Yield)	%	2.64%	1.69%	2.01%	2.32%	2.75%

【投资评等说明】

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 \geq 35%
买进 (Buy)	15% \leq 首次评等潜在上涨空间 < 35%
区间操作 (Trading Buy)	5% \leq 首次评等潜在上涨空间 < 15%
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

附一：合并损益表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	145538	165565	185152	214916	254374
经营成本	107317	138132	153843	178151	212261
研发费用	3168	3420	3825	4440	5255
营业税金及附加	880	913	1021	1185	1403
销售费用	1052	1153	1289	1497	1771
管理费用	1892	1966	2199	2552	3021
财务费用	1479	1235	1381	1443	1708
资产减值损失	1075	192	197	184	-185
投资收益	492	408	420	433	446
营业利润	29425	19839	22717	26823	30170
营业外收入	97	45	107	112	118
营业外支出	371	343	386	393	401
利润总额	29151	19541	22438	26541	29886
所得税	4112	2499	2869	3394	3822
少数股东损益	391	808	928	1098	1236
归属于母公司股东权益	24649	16234	18641	22050	24828

附二：合并资产负债表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	34216	18989	19677	33932	66867
应收账款	8646	9060	10872	11960	13155
存货	18282	18185	20004	21004	22054
流动资产合计	72291	51532	56351	73052	108616
长期股权投资	3930	6229	6540	6867	7211
固定资产	65233	78558	87985	96784	106462
在建工程	29352	37064	40770	38732	34858
非流动资产合计	118018	149311	164282	173047	181058
资产总计	190310	200843	220633	246099	289674
流动负债合计	98002	95017	94392	96105	95963
非流动负债合计	20612	24489	25335	25940	26564
负债合计	118614	119506	119727	122045	122527
少数股东权益	3197	4492	5421	6518	7755
股东权益合计	71696	81337	100906	124053	150118
负债及股东权益合计	190310	200843	220633	246099	272645

附三：合并现金流量表

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	27922	36337	43604	52325	68023
投资活动产生的现金流量净额	-28758	-34325	-36041	-35320	-31788
筹资活动产生的现金流量净额	17587	-17188	-6875	-2750	-3300
现金及现金等价物净增加额	16711	-15202	688	14255	32935

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。