

万华化学 (600309.SH)

2023年07月27日

公司中报业绩符合预期，看好公司长期价值和成长

——公司信息更新报告

投资评级：买入（维持）

金益腾（分析师）

龚道琳（分析师）

jinyiteng@kysec.cn

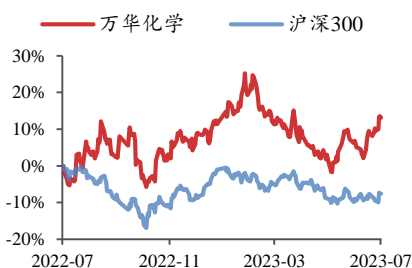
gongdaolin@kysec.cn

证书编号：S0790520020002

证书编号：S0790522010001

	2023/7/27
当前股价(元)	94.66
一年最高最低(元)	108.00/77.95
总市值(亿元)	2,972.08
流通市值(亿元)	2,972.08
总股本(亿股)	31.40
流通股本(亿股)	31.40
近3个月换手率(%)	15.94

股价走势图



数据来源：聚源

相关研究报告

《公司一季度业绩超预期，看好持续复苏和长期成长——公司信息更新报告》-2023.4.16

《低点已过将迎复苏，新项目多点开花奠定未来成长——公司信息更新报告》-2023.3.22

《三季度公司业绩承压，看好中长期成长属性延续——公司信息更新报告》-2022.10.26

● 公司中报业绩符合预期，看好长期公司价值和成长，维持“买入”评级

7月27日，公司发布2023年中报，2023年上半年公司实现营业收入876.26亿元，同比-1.67%，实现归母净利润85.68亿元，同比-17.48%。公司中报业绩符合预期，我们继续看好公司长期成长和价值，我们维持2023-2025年盈利预测：预计公司2023-2025年归母净利润分别为211.23、265.64、289.34亿元，对应EPS分别为6.73、8.46、9.22元/股，当前股价对应PE分别为14.1、11.2、10.3倍。我们看好公司中长期成长属性，在建项目多点开花，未来新项目投产将带动公司业绩增长，维持“买入”评级。

● Q2 聚氨酯、石化、新材料产品价格环比下滑，以量补价，实现业绩环比增长

Q2单季度，公司实现营业收入456.87亿元，同比-3.5%，环比+8.9%；实现归母净利润45.15亿元，同比-9.9%，环比+11.4%。据公司经营数据公告，2023Q2聚氨酯、石化、新材料系列产品的销量分别实现124、367、39万吨，环比+11.71%、+15.77%、+11.43%，各板块产品销量环比增幅明显，其销售均价分别为13,770、4,890、15,190元/吨，分别环比-2.6%、-14.8%、-0.4%。据金联创及天天化工网统计数据计算，2023Q2我国综合MDI均价差约12,075元/吨，环比基本持平，主营产品价差稳定，保证公司盈利能力稳健。Q2公司销售毛利率为15.40%，净利率为10.64%，净利率较Q1小幅提升。

● 公司新项目储备丰厚，持续巩固TDI行业低位，引领公司成长

公司柠檬醛、POE等关键技术产业化正顺利推进，120万吨乙烯及下游高端聚烯烃（含POE等）已于2022年8月通过核准，目前正在建设中。2023上半年，公司完成了对烟台巨力的收购，实现公司在西北地区的产业布局；在福建基地，TDI装置已一次开车成功，西北和南部布局并举，进一步巩固TDI龙头地位。公司多基地的新项目布局顺利推进，沿产业链横纵双向稳步扩张，我们看好公司中长期内成长属性延续，向着全球化工巨头持续迈进。

● 风险提示：产能投放不及预期、下游需求放缓、产品价格大幅下滑。

财务摘要和估值指标

指标	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	186,179	204,797	225,277
YOY(%)	98.2	13.8	12.5	10.0	10.0
归母净利润(百万元)	24,649	16,234	21,123	26,564	28,934
YOY(%)	145.5	-34.1	30.1	25.8	8.9
毛利率(%)	26.3	16.6	19.0	21.1	21.0
净利率(%)	16.9	9.8	11.3	13.0	12.8
ROE(%)	34.9	21.0	22.5	22.9	20.6
EPS(摊薄/元)	7.85	5.17	6.73	8.46	9.22
P/E(倍)	12.1	18.3	14.1	11.2	10.3
P/B(倍)	4.3	3.9	3.2	2.6	2.2

数据来源：聚源、开源证券研究所

附：财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	72291	51532	53483	65715	78001
现金	34216	18989	14894	24557	32816
应收票据及应收账款	8646	9060	9558	11609	13421
其他应收款	1394	999	1865	1285	1822
预付账款	1367	1277	1696	1575	1429
存货	18282	18185	19516	20901	23591
其他流动资产	8386	3022	5954	5787	4921
非流动资产	118018	149311	163735	180099	194945
长期投资	3930	6229	8728	11248	13795
固定资产	65233	78558	92341	102249	112082
无形资产	7982	9980	10962	12088	13019
其他非流动资产	40873	54544	51705	54514	56050
资产总计	190310	200843	217218	245814	272946
流动负债	98002	95017	94841	101728	104695
短期借款	53873	44019	45358	42045	45668
应付票据及应付账款	20390	24205	30633	34034	37154
其他流动负债	23739	26792	18851	25649	21873
非流动负债	20612	24489	23915	23473	23078
长期借款	15644	16168	18402	16868	16078
其他非流动负债	4968	8321	5512	6605	6999
负债合计	118614	119506	118756	125201	127773
少数股东权益	3197	4492	5518	6567	7493
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2161	2160	2160	2160	2160
留存收益	63671	72055	86567	105228	125348
归属母公司股东权益	68499	76845	92944	114046	137680
负债和股东权益	190310	200843	217218	245814	272946

现金流量表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	27922	36337	24166	47825	38910
净利润	25039	17042	22149	27614	29860
折旧摊销	7228	8281	8448	10355	12243
财务费用	1479	1235	2584	2741	3242
投资损失	-492	-408	-200	-221	-248
营运资金变动	-7246	8821	-9984	7631	-5891
其他经营现金流	1915	1366	1168	-295	-295
投资活动现金流	-28758	-34325	-23806	-26240	-26573
资本支出	27000	32657	15549	12420	12733
长期投资	-1996	-2016	-2499	-2570	-2547
其他投资现金流	-3754	-3684	-10756	-16390	-16387
筹资活动现金流	17587	-17188	-6915	-9463	-4078
短期借款	15628	-9854	-1121	-853	3623
长期借款	3822	525	2234	-1534	-790
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-1862	-7858	-8027	-7075	-6911
现金净增加额	16711	-15202	-6554	12123	8259

利润表(百万元)	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	145538	165565	186179	204797	225277
营业成本	107317	138132	150805	161667	177969
营业税金及附加	880	913	1117	1434	1577
营业费用	1052	1153	1303	1536	1690
管理费用	1892	1966	2216	2439	2703
研发费用	3168	3420	3841	4219	4956
财务费用	1479	1235	2584	2741	3242
资产减值损失	-1075	-192	-795	-556	-787
其他收益	453	740	597	669	633
公允价值变动收益	7	173	36	43	51
投资净收益	492	408	200	221	248
资产处置收益	-18	27	0	0	0
营业利润	29425	19839	25941	32251	34858
营业外收入	97	45	51	59	55
营业外支出	371	343	357	350	353
利润总额	29151	19541	25635	31960	34560
所得税	4112	2499	3486	4347	4700
净利润	25039	17042	22149	27614	29860
少数股东损益	391	808	1025	1049	926
归属母公司净利润	24649	16234	21123	26564	28934
EBITDA	39650	30986	36854	44954	49143
EPS(元)	7.85	5.17	6.73	8.46	9.22

主要财务比率	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入(%)	98.2	13.8	12.5	10.0	10.0
营业利润(%)	148.8	-32.6	30.8	24.3	8.1
归属于母公司净利润(%)	145.5	-34.1	30.1	25.8	8.9
获利能力					
毛利率(%)	26.3	16.6	19.0	21.1	21.0
净利率(%)	16.9	9.8	11.3	13.0	12.8
ROE(%)	34.9	21.0	22.5	22.9	20.6
ROIC(%)	19.0	13.4	14.7	16.2	15.0
偿债能力					
资产负债率(%)	62.3	59.5	54.7	50.9	46.8
净负债比率(%)	61.1	64.1	60.3	38.1	29.0
流动比率	0.7	0.5	0.6	0.6	0.7
速动比率	0.5	0.3	0.3	0.4	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.9	0.9	0.9
应收账款周转率	19.5	18.7	20.0	19.4	18.0
应付账款周转率	5.7	6.2	5.5	5.0	5.0
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.85	5.17	6.73	8.46	9.22
每股经营现金流(最新摊薄)	8.89	11.57	7.70	15.23	12.39
每股净资产(最新摊薄)	21.82	24.47	29.60	36.32	43.85
估值比率					
P/E	12.1	18.3	14.1	11.2	10.3
P/B	4.3	3.9	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	8.7	11.4	9.8	7.8	7.1

数据来源：聚源、开源证券研究所

请务必参阅正文后面的信息披露和法律声明

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%~20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。

备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于商业秘密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，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、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海

地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳

地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京

地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座9层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安

地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn