

万华化学（600309）

证券研究报告

2023年08月08日

二季度业绩环比改善，多项目落地推动未来发展

事件：万华化学发布 2023 年中报，实现营业收入 876.26 亿元，同比下降 1.67%；实现营业利润 102.77 亿元，同比下降 18.84%；归属于上市公司股东的净利润 85.68 亿元，同比下滑 17.48%，扣除非经常性损益后的净利润 83.10 亿元，同比减少 18.70%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 2.73 元（扣非后为 2.65 元），每股经营现金流为 3.57 元。第二季度实现营业收入 456.87 亿元，同比减少 3.48%、环比提升 8.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 45.15 亿元，同比减少 9.86%、环比提升 11.40%；折合单季度 EPS 1.44 元。

三大业务板块上半年销量同比增长，产品价格下滑影响公司业绩。上半年，公司主营业务中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 327.71、361.31、112.64 亿元，较去年同期分别变动-4.76、-30.80、+8.23 亿元，yoy-1.4%、-7.9%、+7.9%。其他业务实现营收 143.21 亿元，同比增加 13.83 亿元，yoy+10.7%；产品间抵消为 73.08 亿元，较去年增加约 3.27 亿元。公司实现毛利额 143.87 亿元，同比减少 20.54 亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 95.41、8.33、24.84 亿元，同比变动+1.66、-12.36、-5.01 亿元。公司综合毛利率为 16.4%，同比下滑 2.0pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别同比变动+0.92、-2.97、-6.54pcts 至 29.1%、2.3%、22.1%。23 上半年主营产品销量规模的扩大是公司营收规模得以维持的核心，销售价格同比有较为明显下降，其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列销量分别 235/684/74 万吨，同比增加 28/74/30 万吨。

强化成本管理能力，聚焦高研发投入。2023 年上半年，公司期间费用率 4.8%，较去年同期增加 0.9pcts；研发费用为 17.91 亿元，同比增加 2.61 亿元，其中员工费用增加约 1.76 亿元；研发费用率为 2.04%，yoy+0.33pcts，上半年公司共申请国内外发明专利 363 件，新获得发明专利授权 473 件。

在建工程项目进度稳步推进，驱动公司长期成长。公司在建工程规模继续扩张，截至 2023/6/30 达到历史高位 439.65 亿元，在建工程/固定资产的比例为 49.85%。2023 年下半年，公司将继续推动乙烯二期、蓬莱一期、福建 TDI 二期等重点项目的建设，未来多项目稳步落地投产，为公司长期业绩增长提供动力。

盈利预测与估值：公司已形成产业链高度整合、生产高度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料四大产业集群，通过继续加大技术创新，依托国际化布局竞争优势、卓越运营体系有效保持公司业务快速成长和发展。公司结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 182/239/284 亿元，维持“买入”投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险

财务数据和估值	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,537.82	165,565.48	182,751.18	206,782.96	227,936.86
增长率(%)	98.19	13.76	10.38	13.15	10.23
EBITDA(百万元)	43,197.14	32,448.29	36,415.28	45,133.02	51,715.45
归属母公司净利润(百万元)	24,648.75	16,233.63	18,232.76	23,909.54	28,423.23
增长率(%)	145.47	(34.14)	12.31	31.14	18.88
EPS(元/股)	7.85	5.17	5.81	7.62	9.05
市盈率(P/E)	12.36	18.77	16.71	12.74	10.72
市净率(P/B)	4.45	3.96	3.45	2.97	2.55
市销率(P/S)	2.09	1.84	1.67	1.47	1.34
EV/EBITDA	8.09	9.97	9.71	7.84	6.74

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	基础化工/化学制品
6 个月评级	买入（维持评级）
当前价格	97.04 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	3,139.75
流通 A 股股本(百万股)	3,139.75
A 股总市值(百万元)	304,681.01
流通 A 股市值(百万元)	304,681.01
每股净资产(元)	25.79
资产负债率(%)	64.65
一年内最高/最低(元)	108.00/77.95

作者

唐婕	分析师
SAC 执业证书编号：S1110519070001	
tjie@tfzq.com	
张峰	分析师
SAC 执业证书编号：S1110518080008	
zhangfeng@tfzq.com	

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 《万华化学-季报点评:聚氨酯、新材料板块销量显著增长，Q1 业绩超预期》2023-04-17
- 《万华化学-年报点评报告:22 年业绩符合预期，多项目高投入推动未来发展》2023-04-06
- 《万华化学-半年报点评:Q2 业绩超预期，精细化工新材料盈利水平显著提升》2022-08-01

事件

万华化学发布 2023 年中报，实现营业收入 876.26 亿元，同比下降 1.67%；实现营业利润 102.77 亿元，同比下降 18.84%；归属于上市公司股东的净利润 85.68 亿元，同比下滑 17.48%，扣除非经常性损益后的净利润 83.10 亿元，同比减少 18.70%。按 31.40 亿股的总股本计，实现摊薄每股收益 2.73 元（扣非后为 2.65 元），每股经营现金流为 3.57 元。

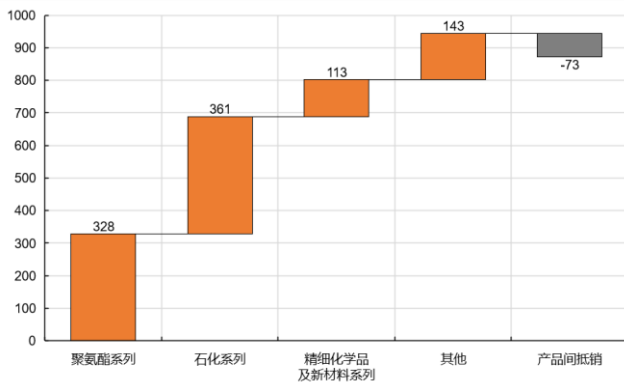
第二季度实现营业收入 456.87 亿元，同比减少 3.48%、环比提升 8.94%；实现归属于上市公司股东的净利润 45.15 亿元，同比减少 9.86%、环比提升 11.40%；折合单季度 EPS 1.44 元。

点评

三大业务板块上半年销量同比增长，产品价格下滑影响公司业绩

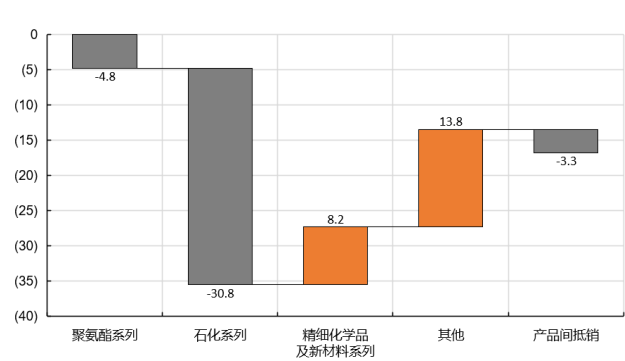
2023 年上半年，公司主营业务中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收 327.71、361.31、112.64 亿元，较去年同期分别变动-4.76、-30.80、+8.23 亿元，yoy-1.4%、-7.9%、+7.9%。其他业务实现营收 143.21 亿元，同比增加 13.83 亿元，yoy+10.7%；产品间抵消为 73.08 亿元，较去年增加约 3.27 亿元。

图 1：万华化学 2023 年 H1 分系列产品营业收入



资料来源：公司 2023 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

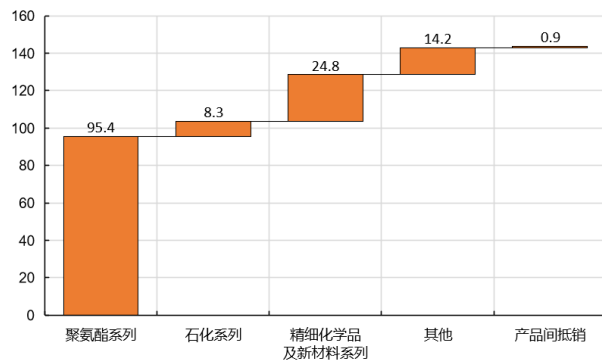
图 2：万华化学 2023 年 H1 分系列产品营收增量



资料来源：公司 2023 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

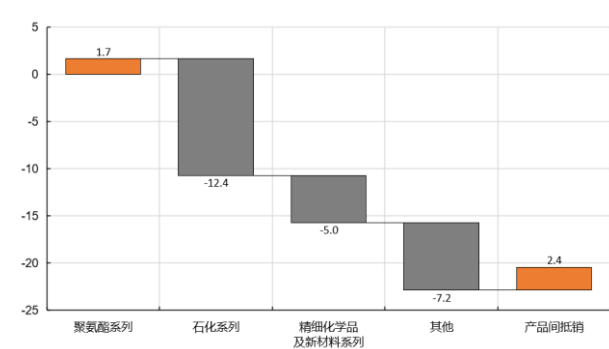
2023 年上半年，公司实现毛利额 143.87 亿元，同比减少 20.54 亿元；分产品看，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现毛利额 95.41、8.33、24.84 亿元，同比变动+1.66、-12.36、-5.01 亿元。公司综合毛利率为 16.4%，同比下滑 2.0pcts；其中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列毛利率分别同比变动+0.92、-2.97、-6.54pcts 至 29.1%、2.3%、22.1%。

图 3：万华化学 2023 年 H1 分系列产品毛利额



资料来源：公司 2023 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

图 4：万华化学 2023 年 H1 分系列产品毛利额增量



资料来源：公司 2023 年中报，天风证券研究所；单位：亿元

23 上半年主营产品销量规模的扩大是公司营收规模得以维持的核心，销售价格同比有较为明显下降。分产品系列看，上半年聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产量分别 246、225、79 万吨，分别同比+31、-3、+33 万吨；销量方面，上述三个系列产品

分别销售 235、684、74 万吨，较去年上半年分别增加 28、74、30 万吨。单季度看，2023Q2 聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产量分别 130、107、41 万吨，同比变动+16、-3、+18 万吨，环比变动+14、-11、+3 万吨；对应销量分别为 124、367、39 万吨，同比变动+12、+57、+16 万吨，环比变动+13、+50、+4 万吨。

图 5：万华化学单季度分系列产品产量

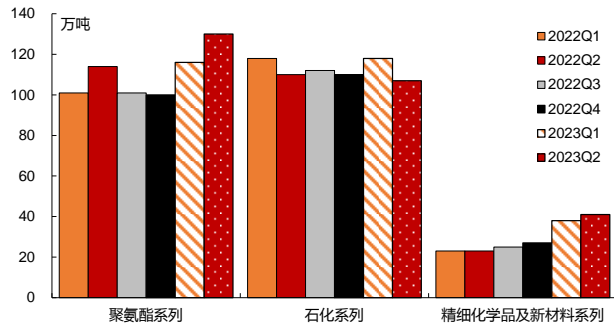
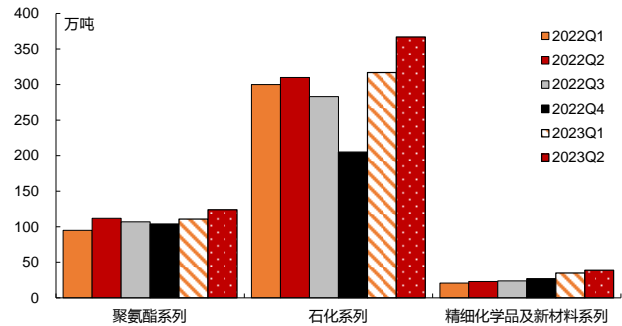


图 6：万华化学单季度分系列产品销量



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

图 7：万华化学半年度分系列产品营收分布

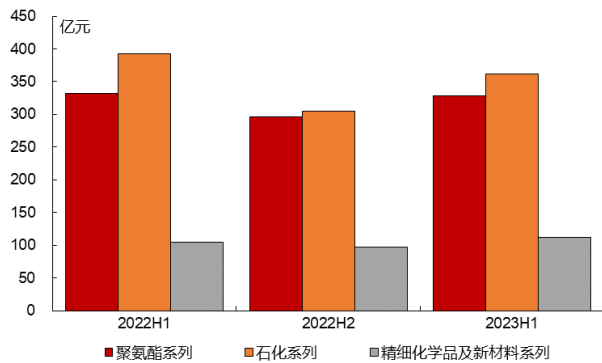
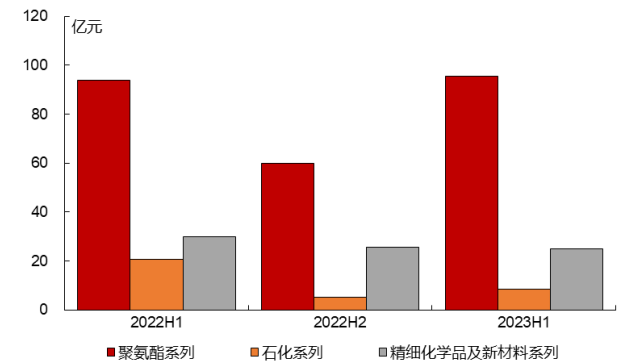


图 8：万华化学半年度分系列产品毛利分布



资料来源：公司公告，天风证券研究所

资料来源：公司公告，天风证券研究所

我们分析，公司 22 年福建基地新增 MDI 产能、上半年 TDI 产能通过收购（巨力）+内生（福建基地）得到进一步显著提升；精细化学品方面，我们预计 PC、ADI 等相关产品销售拓展情况良好，共同带动了两个板块销量的显著同比增加。

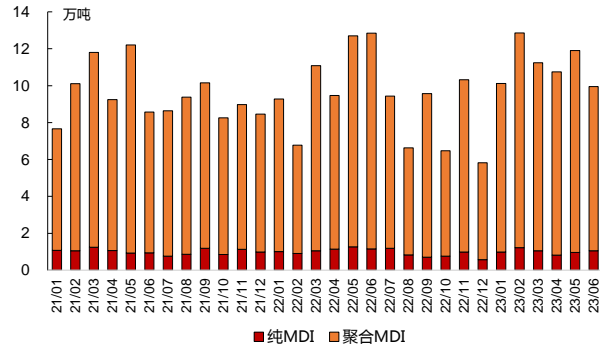
表 1：公司主要产品产能变化情况（单位：万吨）

板块	主要产品（项目）	2021	2022	2023H	备注
聚氨酯板块	MDI	265	305	305	2022 年 12 月：福建 40 万吨 MDI 投产 巨力：剔除烟台巨力 8 万吨停产产能 福建：新旧产能置换，25 万吨产能投产后增加为 15 万吨（2023 年 5 月）
	TDI	65	65	95	
	聚醚	86	111	111	
石化板块	PO/AE 一体化	198	203	203	2022 年 1 月：烟台 PO/SM 装置 95 万吨建成投产
	乙烯项目	250	345	345	
精细化学品及新材料系列	PC	21	24	24	
	PMMA	8	16	16	

资料来源：公司公告、百川盈孚，天风证券研究所

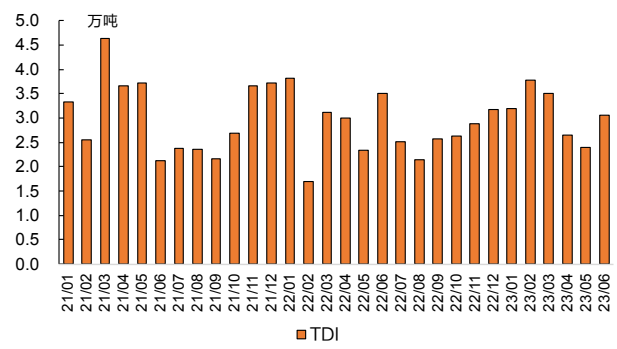
聚氨酯业务出口方面，22 年下半年，受能源危机影响，海外 MDI 市场需求端表现相对低迷，我国 MDI 出口量有所回落。进入 23 年，我国 MDI 与 TDI 出口量呈现同比增长，上半年，我国 MDI/TDI 出口量分别为 66.82/18.60 万吨，yoy+7.5%/+6.4%。

图 9：我国 MDI 单月出口情况



资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

图 10：我国 TDI 单月出口情况



资料来源：百川盈孚、海关总署，天风证券研究所

下游需求尚处于恢复阶段，公司主营产品价格同比有所下降，而原料价格同比下降幅度相对有限，影响了公司利润水平，据公司公告及百川盈孚数据具体来看：

聚氨酯系列产品：今年上半年，公司纯 MDI/聚合 MDI（挂牌价）、硬泡聚醚/软泡聚醚/TDI（市场价）均价分别为 2.26/1.86、0.99/0.98/1.83 万元/吨，yoy-7%/-15%/-11.1%/-16.9%/+2.6%；其中纯 MDI/聚合 MDI 二季度挂牌均价分别同比-7.2%/-10.9%、环比+0.9%/+5.5%；二季度上述 5 个产品市场均价分别为 1.89/1.56/0.99/0.96/1.79 万元/吨，同比-12.0%/-14.5%/-9.5%/-15.6%/+3.6%，环比+0.4%/-2.4%/+0.4%/-3.3%/-5.4%。从价差来看，上半年纯 MDI/聚合 MDI 价差分别同比-12.6%/-18.1%，二季度单季度同比-6.5%/-8.8%、环比变动+2.1%/-1.4%。

石化系列产品：多数产品价格同比有所下滑，且部分下滑程度较大。据公司公告，今年上半年丙烯（山东）/正丁醇（山东）/丙烯酸（山东）/丙烯酸丁酯（山东）/NPG 华东加氢 /MTBE（山东）/LLDPE 膜级（华东）/乙烯法 PVC（华东）价格分别为 7008/7540/6488/9208/10196/7177/8150/6221 元/吨，同比-14.42%/-23.27%/-51.17%/-35.53%/-39.67%/-3.53%/-8.31%/-31.34%。上述产品二季度单季度市场均价分别为 6700/7600/5963/8977/9783/7380/8328/6073 元/吨，环比-9.7%/-2.5%/-15.7%/-16.8%/-8.4%/+5.9%/-2.2%/-7.2%。

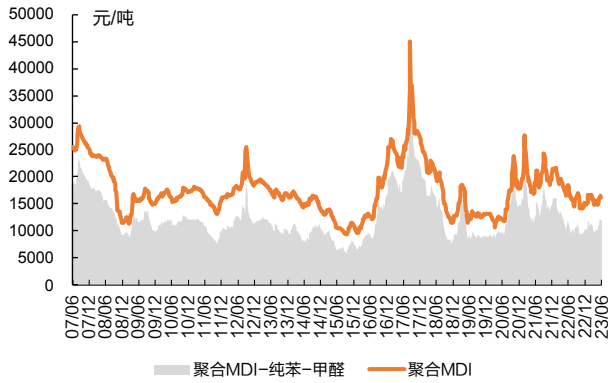
新材料及功能化学品：今年上半年 TPU/PC/PMMA/HDI/IPDI 市场均价分别为 1.59/1.55/1.85/4.56/5.16 万元/吨，分别同比变动-26.8%/-28.6%/+11.9%/-40.1%/-34.1%。二季度单季度市场均价分别为 1.55/1.50/1.83/3.83/5.08 万元/吨，环比-5.2%/-6.3%/-2.0%/-28.4%/-3.2%。

图 11：公司主要产品市场价格变化

板块	产品价格-均值(含税)	单位	季度均价																			
			2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	2019 Q4	2020 Q1	2020 Q2	2020 Q3	2020 Q4	2021 Q1	2021 Q2	2021 Q3	2021 Q4	2022 Q1	2022 Q2	2022 Q3	2022 Q4	2023 Q1	2023 Q2		
聚氨酯	纯苯	元/吨	4749	4552	5407	5590	5200	3310	3386	3944	5508	7508	7973	7354	7950	9123	8294	7006	7032	6762		
	纯MDI	元/吨	22027	21508	18292	17115	15346	13585	14731	26465	24219	20642	22262	21993	22700	21500	19921	18677	18842	18915		
	聚合MDI	元/吨	14046	15377	12923	12900	12773	11950	14415	20088	21377	18308	20081	20639	20573	18208	16136	15023	15942	15565		
	纯MDI-纯苯-甲酯价差	元/吨	17054	16655	13144	11201	9976	9549	10853	20790	20208	15308	16620	16658	17065	15114	14121	13676	13838	14132		
	聚合MDI-纯苯-甲酯价差	元/吨	10576	12039	9085	8944	9035	9478	11910	17128	17368	12974	14439	15305	14938	11822	10335	10022	10938	10782		
	纯MDI-出口	美元/吨	2232	2270	2131	1842	1676	1736	1613	1797	2235	2640	2526	2558	2490	2544	2468	2238	2135	2160		
	聚合MDI-出口	美元/吨	1473	1387	1306	1275	1254	1284	1247	1414	1607	2028	2245	2360	2252	2231	2213	1943	1706	1693		
石化产品	TDI	元/吨	13831	14546	13231	11923	11065	9938	13015	13892	14342	14027	13892	14436	18659	17238	17500	19731	18879	17854		
	硬泡聚醚	元/吨	11181	10365	10292	10565	9704	8835	11408	14665	15227	14492	14256	13750	11336	10969	9661	9435	9879	9923		
	软泡聚醚	元/吨	11181	10415	10503	10586	9793	8850	13838	18381	18877	16988	16708	15811	12159	11369	9439	9446	9921	9596		
	合同价(CP)-丙烷:沙特	美元/吨	453	490	365	430	500	307	363	418	593	528	648	822	806	855	690	619	740	515		
	合同价(CP)-丁烷:沙特	美元/吨	470	493	358	445	538	303	347	427	570	510	647	792	804	865	680	610	744	508		
	MTBE	元/吨	5512	5155	5890	5583	4521	3545	3756	3737	5038	5960	5768	6262	7073	7716	7618	7008	6968	7380		
	环氧丙烷	元/吨	10323	9881	10127	10019	9154	8865	13119	17838	18508	16877	16662	15525	11695	11188	9443	9385	9750	9715		
	正丁醇	元/吨	7102	6596	6667	6435	5717	5429	5994	7996	11323	13946	14812	14663	10327	9842	7357	7800	7792	7600		
	丙烯酸	元/吨	8392	7627	7335	6708	6716	6669	6692	7612	8962	9462	13650	14854	14055	12769	7939	6723	7075	5963		
	丙烯酸丁酯	元/吨	10000	9123	8565	8150	8435	8654	8654	12177	16346	17508	19400	17571	16645	15646	11157	10654	10783	8977		
新材料及功能化学品	新戊二醇	元/吨	10425	9524	8656	8183	8746	8188	7923	11664	13137	18337	19963	16300	17520	15263	9852	9438	10681	9783		
	乙烯法PVC	元/吨	6967	7022	7052	7171	6782	5897	6818	8187	8771	9616	9922	11298	9607	9172	6873	6325	6546	6073		
	乙烯法PVC-乙稀	元/吨	3599	3887	3950	4395	3974	3542	3823	4582	4811	5446	5991	6897	5080	4306	3344	3131	3291	2975		
	环氧乙烷	元/吨	7985	7538	7754	7723	7523	6600	7123	7331	7608	7669	7485	8286	7709	7981	7550	7008	6742	6454		
	LLDPE	元/吨	9004	8192	7703	7587	7249	6837	7430	8064	8757	8601	8852	9694	9473	9316	8778	8474	8518	8328		
	TPU	元/吨	19885	21500	18596	17750	15719	15269	14846	18865	21669	22942	21923	24286	22591	21038	19164	17269	16358	15508		
	PC	元/吨	18546	17300	16038	16462	15785	13615	14685	17708	20600	26973	27468	25143	22373	21173	16796	17019	16042	15031		
SAP	元/吨	11500	11200	10650	10650	10525	9783	9679	9729	10638	12000	12173	13442	13654	14538	11885	9942	9925	9636			
PMMA	元/吨	25654	23646	21238	19769	18431	15931	15877	17038	17385	17677	17477	17521	15964	17008	13131	18431	18683	18315			
HDI	元/吨	55500	55500	55500	55500	55500	55500	55500	51846	61923	106923	88846	84071	78136	74346	69471	62962	53500	38308			
IPDI	元/吨	70000	70000	70000	70000	70000	70000	70000	68923	76000	76000	76000	76000	77636	79000	67286	55000	52500	50808			

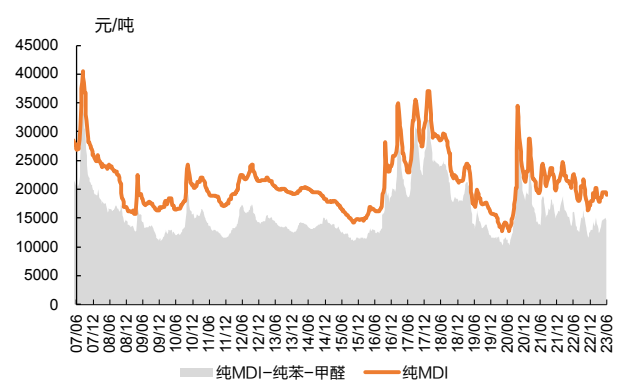
资料来源：wind，卓创资讯，百川盈孚，天风证券研究所

图 12：国内聚合 MDI 价格、价差



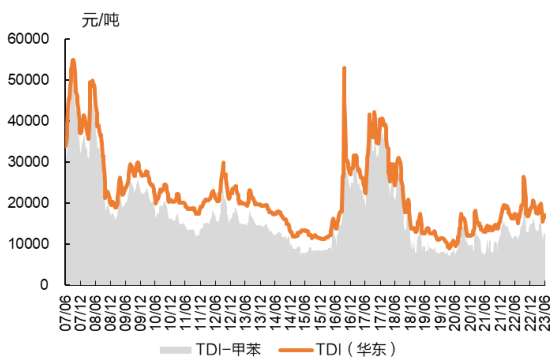
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 13：国内纯 MDI 价格、价差



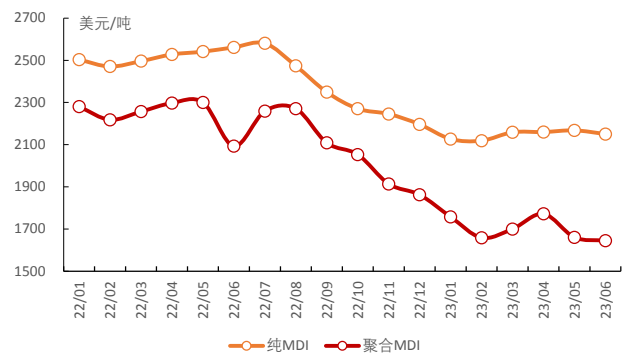
资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 14：国内 TDI 价格、价差



资料来源：百川盈孚，天风证券研究所

图 15：我国 MDI 月度出口均价



资料来源：Wind、海关总署，天风证券研究所

聚氨酯系列产品：紧跟需求变化，快速响应市场，通过 TDI 新产能释放，保证市场稳定供应，维护下游行业可持续健康发展，公司聚氨酯产品品质领先、品类齐全、供应稳定、服务高效。上半年公司完成了对烟台巨力精细化工股份有限公司的收购，实现公司在西北地区的产业布局，公司 TDI 产业的竞争力进一步提升。

石化系列产品：在产能冲击、需求增速放缓不利背景下，一方面坚持产销协同、产品结构优化、降本增效；另一方面加强国内外和区域间的资源疏导，降低价格冲击、优化物流费用，强化市场影响力。

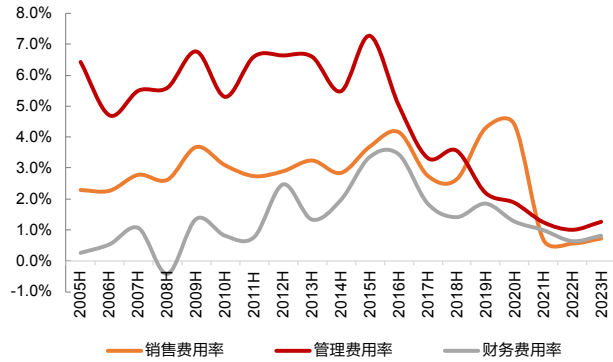
精细化学品业务：公司 ADI 业务紧密跟踪关键目标客户，积极开拓非传统地区业务，销量提升；随着公司双酚 A 项目的投产，万华化学 PC 产业链配套更加完善，市场份额和盈利能力进一步提升；公司稳步推进 POE、柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化进程。

强化成本管理能力，聚焦高研发投入

2023 年上半年，公司期间费用率 4.8%，较去年同期增加 0.9pcts；分项看，销售费用率 0.72%，管理费用率 1.26%，财务费用率 0.80%，分别 yoy+0.16/+0.26/+0.18pcts。三费金额合计 24.41 亿元，同比增加约 4.89 亿元。单季度看，23Q2 公司期间费用率为 4.3%，同比增加 1.1pcts。

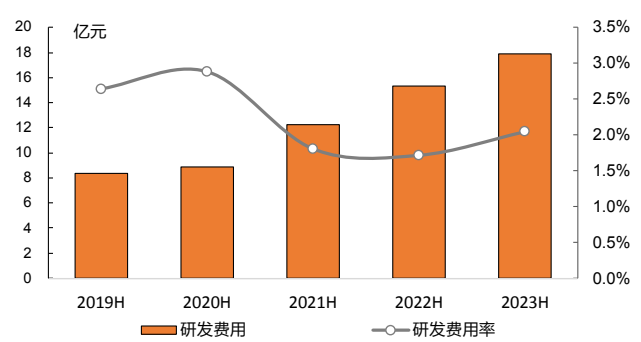
研发方面，23H1 公司研发费用为 17.91 亿元，同比增加 2.61 亿元，其中员工费用增加约 1.76 亿元；研发费用率为 2.04%，yoy+0.33pcts。上半年公司 TDI 产品质量水平再提升，达到行业领先水平。各项自研技术加速成果转化，福建 TDI 装置一次性开车成功，光学级 MS 树脂中试成功产出合格产品。水性树脂、改性异氰酸酯、TPU 等不断推出差异化的产品；改性 PC、改性尼龙 12、膜材料等解决方案不断完善，拓宽应用领域。继续加大与高校的产学研合作，布局前瞻性的学科领域，上半年公司共申请国内外发明专利 363 件，新获得发明专利授权 473 件。

图 16：公司期间费用率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：公司研发费用及费用率



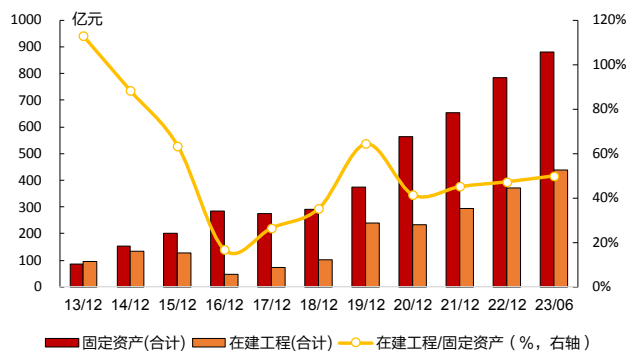
资料来源：wind，天风证券研究所

在建工程项目进度稳步推进，驱动公司长期成长

公司在建工程规模继续扩张，截至 2023/6/30 达到历史高位 439.65 亿元，在建工程/固定资产的比例为 49.85%。根据公司公告，重要在建工程项目如改性 PP 项目、BC 公司苯胺项目、万华宁波技改项目、电池产业链项目、聚氨酯产业链延伸及配套项目等的工程进度已达到 90%以上，23 年项目完全达产后有望对公司长期业绩增长形成稳定支撑。

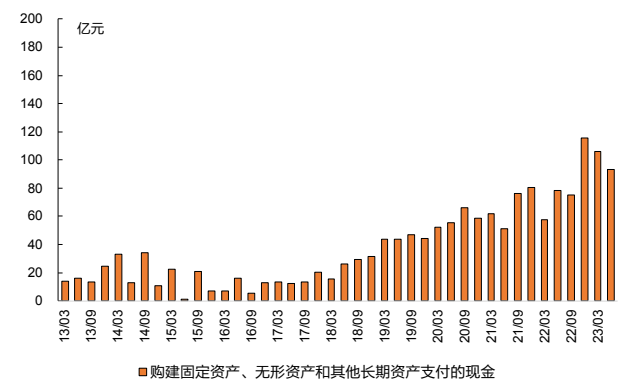
此外，公司 2023 年二季度末购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 93.09 亿元，同比增加 14.80 亿元，较前一季度下降 13.17 亿元。2023 年下半年，公司将继续推动乙烯二期、蓬莱一期、福建 TDI 二期等重点项目的建设，未来多项目稳步落地投产，为公司长期业绩增长提供动力。

图 18：固定资产与在建工程情况（单位：亿元）



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所

图 19：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金



资料来源：Wind、公司公告，天风证券研究所；备注：单季度数据

盈利预测与估值

公司已形成产业链高度整合、生产高度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料四大产业集群，通过继续加大技术创新，依托国际化布局竞争优势、卓越运营体系有效保持公司业务快速成长和发展。公司部分产品价格 2022 年下半年以来回落较多，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，我们预计 2023-2025 年归母净利润为 182/239/284 亿元，维持“买入”投资评级。

风险提示

宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险。

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	34,216.30	18,988.84	18,275.12	20,678.30	22,793.69
应收票据及应收账款	8,646.18	9,060.25	11,245.43	11,730.45	13,595.87
预付账款	1,366.81	1,277.27	1,961.69	1,379.51	2,258.99
存货	18,282.04	18,185.32	19,187.30	22,014.21	22,661.42
其他	9,779.98	4,020.74	7,775.26	7,019.98	7,081.07
流动资产合计	72,291.31	51,532.43	58,444.80	62,822.44	68,391.02
长期股权投资	3,929.71	6,228.73	7,228.73	8,228.73	9,228.73
固定资产	65,232.91	78,558.11	105,755.91	124,363.81	137,417.76
在建工程	29,351.88	37,063.69	28,238.22	22,942.93	19,765.76
无形资产	7,982.32	9,980.40	10,451.70	10,872.99	11,244.28
其他	11,521.45	17,479.83	10,422.50	11,473.95	11,113.01
非流动资产合计	118,018.27	149,310.77	162,097.07	177,882.41	188,769.54
资产总计	190,309.58	200,843.20	220,541.87	240,704.86	257,160.57
短期借款	53,873.03	44,019.48	53,956.57	61,342.01	58,173.00
应付票据及应付账款	20,390.01	24,205.25	27,285.91	26,733.84	30,848.08
其他	19,305.30	21,400.53	24,984.42	26,655.45	24,030.19
流动负债合计	93,568.34	89,625.26	106,226.90	114,731.30	113,051.27
长期借款	15,643.75	15,968.34	15,968.34	12,000.00	12,000.00
应付债券	0.00	200.00	0.00	0.00	0.00
其他	4,967.99	8,320.70	5,144.92	6,144.54	6,536.72
非流动负债合计	20,611.74	24,489.04	21,113.26	18,144.54	18,536.72
负债合计	118,613.92	119,506.21	127,340.16	132,875.84	131,587.99
少数股东权益	3,197.14	4,492.45	4,865.36	5,339.58	6,003.36
股本	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
资本公积	2,160.67	2,159.98	2,404.39	2,404.39	2,404.39
留存收益	63,670.98	72,055.24	82,994.89	97,340.62	114,394.56
其他	(472.86)	(510.43)	(202.69)	(395.33)	(369.48)
股东权益合计	71,695.67	81,336.99	93,201.71	107,829.01	125,572.57
负债和股东权益总计	190,309.58	200,843.20	220,541.87	240,704.86	257,160.57

现金流量表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	25,039.43	17,041.91	18,232.76	23,909.54	28,423.23
折旧摊销	7,228.13	8,280.58	10,981.86	12,561.38	13,929.10
财务费用	2,085.60	2,058.04	1,996.61	2,228.15	2,155.78
投资损失	(492.10)	(408.04)	(359.77)	(419.97)	(395.92)
营运资金变动	(6,184.38)	14,593.77	(2,965.40)	(2,586.12)	(1,927.40)
其它	245.61	(5,229.43)	621.52	790.36	1,106.29
经营活动现金流	27,922.29	36,336.82	28,507.58	36,483.36	43,291.08
资本支出	22,931.32	30,283.70	33,001.26	25,295.67	23,784.99
长期投资	2,615.73	2,299.02	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(54,305.10)	(66,907.33)	(63,466.97)	(52,170.99)	(48,566.24)
投资活动现金流	(28,758.05)	(34,324.61)	(29,465.71)	(25,875.32)	(23,781.25)
债权融资	21,537.47	(11,587.24)	7,233.97	1,867.74	(5,608.48)
股权融资	(8,698.26)	(5,061.85)	(6,989.56)	(10,072.60)	(11,785.97)
其他	4,747.40	(538.45)	0.00	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	17,586.61	(17,187.54)	244.41	(8,204.86)	(17,394.45)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	16,750.85	(15,175.32)	(713.72)	2,403.18	2,115.39

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	145,537.82	165,565.48	182,751.18	206,782.96	227,936.86
营业成本	107,316.51	138,132.22	149,490.47	164,806.02	178,702.50
营业税金及附加	879.59	913.12	1,096.51	1,240.70	1,367.62
销售费用	1,051.82	1,152.91	1,279.26	1,550.87	1,823.49
管理费用	1,891.64	1,966.12	2,375.77	3,101.74	4,102.86
研发费用	3,168.07	3,420.09	4,020.53	4,549.23	5,014.61
财务费用	1,478.64	1,234.94	1,996.61	2,228.15	2,155.78
资产/信用减值损失	(1,259.82)	(256.21)	(706.68)	(740.90)	(567.93)
公允价值变动收益	6.61	172.96	0.00	0.00	0.00
投资净收益	492.10	408.04	359.77	419.97	395.92
其他	1,087.19	(1,417.28)	0.00	(0.00)	0.00
营业利润	29,425.48	19,838.57	22,145.14	28,985.32	34,597.98
营业外收入	96.67	44.79	54.98	65.48	55.08
营业外支出	370.68	342.71	276.54	329.98	316.41
利润总额	29,151.47	19,540.65	21,923.58	28,720.82	34,336.66
所得税	4,112.04	2,498.74	3,069.30	4,020.92	4,807.13
净利润	25,039.43	17,041.91	18,854.28	24,699.91	29,529.53
少数股东损益	390.68	808.28	621.52	790.36	1,106.29
归属于母公司净利润	24,648.75	16,233.63	18,232.76	23,909.54	28,423.23
每股收益(元)	7.85	5.17	5.81	7.62	9.05

主要财务比率	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入	98.19%	13.76%	10.38%	13.15%	10.23%
营业利润	148.84%	-32.58%	11.63%	30.89%	19.36%
归属于母公司净利润	145.47%	-34.14%	12.31%	31.14%	18.88%
获利能力					
毛利率	26.26%	16.57%	18.20%	20.30%	21.60%
净利率	16.94%	9.80%	9.98%	11.56%	12.47%
ROE	35.98%	21.13%	20.64%	23.33%	23.77%
ROIC	32.85%	18.20%	18.95%	19.53%	20.84%
偿债能力					
资产负债率	62.33%	59.50%	57.74%	55.20%	51.17%
净负债率	55.12%	54.58%	58.31%	51.97%	40.19%
流动比率	0.74	0.54	0.55	0.55	0.60
速动比率	0.55	0.35	0.37	0.36	0.40
营运能力					
应收账款周转率	19.46	18.70	18.00	18.00	18.00
存货周转率	10.79	9.08	9.78	10.04	10.20
总资产周转率	0.90	0.85	0.87	0.90	0.92
每股指标(元)					
每股收益	7.85	5.17	5.81	7.62	9.05
每股经营现金流	8.89	11.57	9.08	11.62	13.79
每股净资产	21.82	24.47	28.13	32.64	38.08
估值比率					
市盈率	12.36	18.77	16.71	12.74	10.72
市净率	4.45	3.96	3.45	2.97	2.55
EV/EBITDA	8.09	9.97	9.71	7.84	6.74
EV/EBIT	9.72	13.39	13.91	10.86	9.22

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 邮编：570102 电话：(0898)-65365390 邮箱：research@tfzq.com	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 邮编：200086 电话：(8621)-65055515 传真：(8621)-61069806 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com