



买入（维持）

所属行业：化工/化学制品
当前价格(元)：97.27

证券分析师

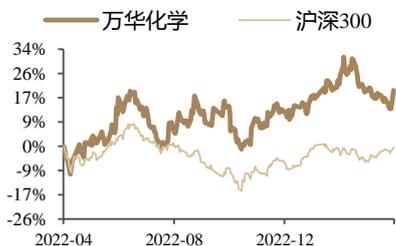
李骥

资格编号：S0120521020005

邮箱：lij3@tebon.com.cn

研究助理

市场表现



沪深300对比	1M	2M	3M
绝对涨幅(%)	0.54	-1.75	1.90
相对涨幅(%)	-4.80	-3.11	1.62

资料来源：德邦研究所，聚源数据

相关研究

1. 《万华化学(600309.SH)：从聚氨酯龙头到全球化工新材料巨头》，2021.12.25

股票数据

总股本(百万股)：	3,139.75
流通A股(百万股)：	3,139.75
52周内股价区间(元)：	73.16-106.80
总市值(百万元)：	305,403.15
总资产(百万元)：	237,793.79
每股净资产(元)：	25.78

资料来源：公司公告

万华化学(600309.SH)：盈利环比改善，新一轮成长周期将至

投资要点

- **事件**：4月15日，公司发布2023年第一季度报告，公司2023年第一季度实现营业收入419.39亿元，同比增长0.37%；实现归母净利润40.53亿元，同比下降24.58%；实现扣非后归母净利润39.89亿元，同比下降25.40%。
- **一季度公司产品销量环比增长显著，业绩环比改善**。公司各板块产品销量在一季度均有显著环比增长。2023年一季度公司实现聚氨酯系列产品销量111万吨，环比增长7万吨；实现石化系列产品销量317万吨，环比增长112万吨；实现精细化学品及新材料系列产品销量35万吨，环比增长8万吨。公司主要产品销量提升显著，驱动公司一季度业绩环比增长。同比来看，公司主要产品销量同比亦有增长，聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产品销量分别同比增长16、17、14万吨。但产品价格下降致使公司业绩同比出现一定下滑。其中纯MDI产品2023年1-3月挂牌价分别为20500、22500、24500元/吨，同比分别下降2000、1300、2300元/吨；聚合MDI产品2023年1-3月挂牌价分别为16800、17800、19800元/吨，同比分别下降4700、5000、3000元/吨。
- **盈利低点已过，公司盈利能力处上行修复通道**。公司2023年一季度毛利率与净利率分别为17.53%、10.46%，相较2022年一季度分别同比下滑3.02、2.75pct，相较2022年四季度分别环比提升1.52、2.48pct。2022年受下游需求偏弱、全球能源价格上涨等影响，公司盈利能力出现下滑。2023年以来随着国内需求回暖、海外需求趋稳，聚氨酯等产品景气度修复，公司盈利能力步入上行通道。
- **多领域扩充产能，公司新一轮成长周期将至**。公司规划有多个新项目，项目未来投产后将成为业绩增长的新动能。聚氨酯板块，公司4月10日发布公告，公司收购烟台巨力通过国家市场监督管理总局批准。烟台巨力在烟台莱阳市拥有TDI产能8万吨/年，全资子公司新疆和山巨力化工拥有TDI产能15万吨/年。本次收购将进一步巩固公司在聚氨酯领域的龙头地位。石化板块，公司目前在建蓬莱基地、乙烯二期项目。精细化学品及新材料板块，公司新产品包括尼龙12、柠檬醛、PC、ADI等。随着未来收购落地、新产能投产，公司将开启新一轮成长周期。
- **投资建议**。考虑聚氨酯等产品景气度回暖、公司新项目建设情况，我们预计2023-2025年公司每股收益分别为6.53、7.94、9.76，对应PE分别为14.89、12.25、9.97，维持“买入”评级。
- **风险提示**：项目投产不及预期，下游需求不及预期，产品价格波动风险。

主要财务数据及预测

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	185,529	209,281	222,702
(+/-)YOY(%)	98.2%	13.8%	12.1%	12.8%	6.4%
净利润(百万元)	24,649	16,234	20,511	24,931	30,646
(+/-)YOY(%)	145.5%	-34.1%	26.3%	21.5%	22.9%
全面摊薄EPS(元)	7.85	5.17	6.53	7.94	9.76
毛利率(%)	26.3%	16.6%	17.7%	18.5%	20.5%
净资产收益率(%)	36.0%	21.1%	22.2%	22.2%	22.2%

资料来源：公司年报(2021-2022)，德邦研究所

备注：净利润为归属母公司所有者的净利润

财务报表分析和预测

主要财务指标	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标(元)				
每股收益	5.17	6.53	7.94	9.76
每股净资产	24.47	29.41	35.75	43.91
每股经营现金流	11.57	13.31	15.21	17.33
每股股利	1.60	1.60	1.60	1.60
价值评估(倍)				
P/E	17.92	14.89	12.25	9.97
P/B	3.79	3.31	2.72	2.22
P/S	1.84	1.65	1.46	1.37
EV/EBITDA	11.39	8.77	7.23	5.79
股息率%	1.7%	1.6%	1.6%	1.6%
盈利能力指标(%)				
毛利率	16.6%	17.7%	18.5%	20.5%
净利润率	9.8%	11.1%	11.9%	13.8%
净资产收益率	21.1%	22.2%	22.2%	22.2%
资产回报率	8.1%	9.4%	10.5%	11.8%
投资回报率	11.9%	13.5%	15.1%	16.6%
盈利增长(%)				
营业收入增长率	13.8%	12.1%	12.8%	6.4%
EBIT 增长率	-34.6%	20.0%	19.1%	20.5%
净利润增长率	-34.1%	26.3%	21.5%	22.9%
偿债能力指标				
资产负债率	59.5%	55.3%	50.2%	44.2%
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.4	0.5	0.6
现金比率	0.2	0.2	0.3	0.4
经营效率指标				
应收帐款周转天数	20.0	20.0	20.0	20.0
存货周转天数	48.1	48.1	48.1	48.1
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
固定资产周转率	2.1	2.4	2.7	3.0

现金流量表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	16,234	20,511	24,931	30,646
少数股东损益	808	699	824	1,193
非现金支出	9,610	14,819	16,457	17,908
非经营收益	864	1,348	1,019	660
营运资金变动	8,821	4,408	4,522	4,018
经营活动现金流	36,337	41,785	47,753	54,425
资产	-32,614	-23,776	-24,530	-24,514
投资	-2,144	-1,837	-2,251	-2,129
其他	434	464	523	554
投资活动现金流	-34,325	-25,149	-26,258	-26,089
债权募资	-6,310	-6,902	-10,832	-10,208
股权募资	850	0	0	0
其他	-11,727	-6,738	-6,470	-6,152
融资活动现金流	-17,188	-13,640	-17,302	-16,361
现金净流量	-15,202	2,996	4,193	11,975

备注：表中计算估值指标的收盘价日期为 4 月 17 日
 资料来源：公司年报 (2021-2022)，德邦研究所

利润表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	165,565	185,529	209,281	222,702
营业成本	138,132	152,646	170,638	177,127
毛利率%	16.6%	17.7%	18.5%	20.5%
营业税金及附加	913	1,023	1,154	1,228
营业税金率%	0.6%	0.6%	0.6%	0.6%
营业费用	1,153	1,317	1,486	1,581
营业费用率%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	1,966	2,208	2,490	2,650
管理费用率%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
研发费用	3,420	3,896	4,395	4,677
研发费用率%	2.1%	2.1%	2.1%	2.1%
EBIT	20,600	24,721	29,431	35,478
财务费用	1,235	1,100	724	164
财务费用率%	0.7%	0.6%	0.3%	0.1%
资产减值损失	-192	-127	-127	-127
投资收益	408	464	523	554
营业利润	19,839	24,420	29,631	36,607
营业外收支	-298	-100	-100	-100
利润总额	19,541	24,320	29,531	36,507
EBITDA	29,953	39,413	45,761	53,259
所得税	2,499	3,110	3,776	4,668
有效所得税率%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
少数股东损益	808	699	824	1,193
归属母公司所有者净利润	16,234	20,511	24,931	30,646

资产负债表(百万元)	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	21,985	26,178	38,153
应收账款及应收票据	9,060	10,153	11,452	12,187
存货	18,185	20,096	22,465	23,319
其它流动资产	5,298	6,079	6,944	7,561
流动资产合计	51,532	58,313	67,039	81,221
长期股权投资	6,229	8,066	10,316	12,445
固定资产	78,558	78,344	76,786	73,883
在建工程	37,064	43,158	49,252	55,346
无形资产	9,980	11,528	13,070	14,765
非流动资产合计	149,311	160,007	170,235	178,885
资产总计	200,843	218,320	237,274	260,105
短期借款	44,019	36,913	25,876	15,463
应付票据及应付账款	24,205	26,749	29,901	31,038
预收账款	0	0	0	0
其它流动负债	26,792	32,446	38,353	43,445
流动负债合计	95,017	96,107	94,130	89,946
长期借款	15,968	15,968	15,968	15,968
其它长期负债	8,521	8,721	8,921	9,121
非流动负债合计	24,489	24,689	24,889	25,089
负债总计	119,506	120,796	119,019	115,035
实收资本	3,140	3,140	3,140	3,140
普通股股东权益	76,845	92,332	112,239	137,862
少数股东权益	4,492	5,192	6,016	7,209
负债和所有者权益合计	200,843	218,320	237,274	260,105

信息披露

分析师与研究助理简介

李骥，德邦证券化工行业首席分析师&周期组组长，北京大学材料学博士，曾供职于海通证券有色金属团队，所在团队2017年获新财富最佳分析师评比有色金属类第3名、水晶球第4名。2018年加入民生证券，任化工行业首席分析师，研究扎实，推票能力强，佣金增速迅猛，2021年2月加盟德邦证券。

分析师声明

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，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，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

	类别	评级	说明
1. 投资评级的比较和评级标准： 以报告发布后的6个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后6个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅；	股票投资评级	买入	相对强于市场表现 20%以上；
		增持	相对强于市场表现 5%~20%；
		中性	相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
		减持	相对弱于市场表现 5%以下。
2. 市场基准指数的比较标准： A股市场以上证综指或深证成指为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上；
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间；
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平 10%以下。

法律声明

本报告仅供德邦证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。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。

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。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下，德邦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，未经德邦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。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。如欲引用或转载本文内容，务必联络德邦证券研究所并获得许可，并需注明出处为德邦证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，德邦证券股份有限公司的经营范围包括证券投资咨询业务。