

业绩修复超预期，三大板块各有亮点

2023 年 04 月 21 日

➤ **事件概述。**4 月 15 日，万华化学发布 2023 年一季度报告，报告期内实现销售收入 419.39 亿元，归母净利 40.53 亿元，销售收入同比增长 0.37%，环比增长 19.33%，归母净利同比下滑 24.58%，环比增长 54.38%。公司利润修复速度超过市场预期。

➤ **聚氨酯业务销量增长，聚合 MDI 价格修复。**报告期内聚氨酯业务整体实现销售收入 156.96 亿元，同比增长 0.39%，环比增长 11.86%，实现销量 111 万吨，同比增长 16.84%，环比增长 6.73%。其中，作为公司最重要产品的聚合 MDI 报告期内市场均价约在 15892 元/吨，环比 Q4 上涨约 774 元/吨，同期原料纯苯华东市场均价 7016 元/吨，与 22 年四季度相比基本持平。聚合 MDI 价格修复支撑业绩反弹。

➤ **酚酮产业链投产支撑新材料板块体量大增。**报告期内精细化学品与新材料板块实现销售收入 53.39 亿元，同比增长 5.38%，环比增长 9.87%。报告期内实现销量 35 万吨，同比增长 66.67%，环比增长 29.63%。销量增长主要得益于 2022 年底公司苯酚/丙酮-BPA-PC 产业链，65 万吨/年酚酮项目、48 万吨/年 BPA 项目顺利投产，相关产品快速放量。

➤ **石化业务 LPG 贸易量恢复，丙烷-丙烯价差改善。**报告期内业务实现销售收入 181.87 万吨，同比下滑 3.52%，环比增长 36.51%。报告期内实现销量 317 万吨，产量 118 万吨，产销量差近 200 万吨，以 LPG 贸易为主。相比 2022 年四季度的 95 万吨产销量差，表明公司在报告期内大幅提升了 LPG 贸易量，公司充分发挥在 LPG 货源和运输资源方面的优势。报告期内，公司丙烯-丙烷价差从 22 年 Q4 的约 192 美元/吨，改善至报告期的 210 美元/吨。

➤ **投资建议：**我们预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 198.47 亿元、242.21 亿元、279.83 亿元，现价 (2023 年 4 月 21 日)，对应 PE 分别为 15x、12x、10x。公司聚氨酯及石化业务有望底部反弹，新材料与精细化学品业务盈利能力持续提升，2024 年或将迎来大量在建项目投产，我们看好公司未来成长性，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1、宏观经济及消费复苏不及预期；2、聚氨酯和石化多个产品产能过剩，导致供应端格局恶化；3、新项目建设进度不及预期。

推荐

维持评级

当前价格：

92.48 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

电话：13916442311

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

相关研究

1.万华化学 (600309.SH) 2022 年年报点评：主业景气度回升，新材料渐挑大梁-2023/03/21

2.万华化学(600309.SH)深度研究：从单轮驱动到构建四梁八柱-2022/11/16

3.万华化学 (600309.SH) 事件点评：乙烯二期项目正式获批，POE 产能加倍-2022/08/22

4.万华化学 (600309.SH) 事件点评：科思创 TDI 装置不可抗力，供应面预计收紧-2022/08/15

5.万华化学 (600309.SH) 2022 年半年度业绩点评：半年净利破百亿，精细化学品及新材料表现亮眼-2022/07/29

盈利预测与财务指标

项目/年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	165,565	186,581	224,336	262,077
增长率 (%)	13.8	12.7	20.2	16.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	16,234	19,847	24,221	27,983
增长率 (%)	-34.1	22.3	22.0	15.5
每股收益 (元)	5.17	6.32	7.71	8.91
PE	18	15	12	10
PB	3.8	3.2	2.7	2.2

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；(注：股价为 2023 年 4 月 21 日收盘价)

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	165,565	186,581	224,336	262,077
营业成本	138,132	153,756	184,761	216,458
营业税金及附加	913	1,119	1,346	1,572
销售费用	1,153	1,175	1,234	1,441
管理费用	1,966	1,866	2,243	2,621
研发费用	3,420	3,732	4,487	5,242
EBIT	20,600	25,441	30,877	35,457
财务费用	1,235	2,236	2,589	2,793
资产减值损失	-192	-190	-228	-267
投资收益	408	373	449	524
营业利润	19,839	23,388	28,509	32,921
营业外收支	-298	-110	-100	-100
利润总额	19,541	23,278	28,409	32,821
所得税	2,499	3,026	3,693	4,267
净利润	17,042	20,252	24,715	28,554
归属于母公司净利润	16,234	19,847	24,221	27,983
EBITDA	29,953	35,756	43,015	49,509

资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	18,989	14,391	15,911	18,387
应收账款及票据	9,060	10,172	12,231	14,289
预付款项	1,277	1,538	1,848	2,165
存货	18,185	18,767	22,551	26,420
其他流动资产	4,021	9,236	10,679	12,121
流动资产合计	51,532	54,104	63,219	73,381
长期股权投资	6,229	8,229	9,229	10,229
固定资产	78,558	90,181	100,812	111,340
无形资产	9,980	10,930	11,833	12,248
非流动资产合计	149,311	175,693	198,401	223,517
资产合计	200,843	229,797	261,620	296,899
短期借款	44,019	45,019	49,019	51,019
应付账款及票据	24,205	29,488	35,434	41,512
其他流动负债	26,792	26,278	26,260	29,118
流动负债合计	95,017	100,785	110,713	121,650
长期借款	15,968	21,715	24,715	27,715
其他长期负债	8,521	10,839	11,339	11,839
非流动负债合计	24,489	32,554	36,054	39,554
负债合计	119,506	133,339	146,767	161,204
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	4,492	4,897	5,392	5,963
股东权益合计	81,337	96,458	114,853	135,694
负债和股东权益合计	200,843	229,797	261,620	296,899

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	13.76	12.69	20.24	16.82
EBIT 增长率	-34.58	23.50	21.37	14.83
净利润增长率	-34.14	22.26	22.04	15.53
盈利能力 (%)				
毛利率	16.57	17.59	17.64	17.41
净利润率	9.80	10.64	10.80	10.68
总资产收益率 ROA	8.08	8.64	9.26	9.43
净资产收益率 ROE	21.13	21.68	22.13	21.57
偿债能力				
流动比率	0.54	0.54	0.57	0.60
速动比率	0.32	0.32	0.33	0.35
现金比率	0.20	0.14	0.14	0.15
资产负债率 (%)	59.50	58.02	56.10	54.30
经营效率				
应收账款周转天数	19.97	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	48.05	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.85	0.87	0.91	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	6.32	7.71	8.91
每股净资产	24.47	29.16	34.86	41.32
每股经营现金流	11.57	10.95	12.89	14.80
每股股利	1.60	2.01	2.46	2.84
估值分析				
PE	18	15	12	10
PB	3.8	3.2	2.7	2.2
EV/EBITDA	11.37	9.89	8.29	7.27
股息收益率 (%)	1.73	2.18	2.66	3.07

现金流量表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17,042	20,252	24,715	28,554
折旧和摊销	9,354	10,315	12,138	14,052
营运资金变动	8,821	1,622	877	913
经营活动现金流	36,337	34,385	40,476	46,465
资本开支	-32,614	-30,602	-33,915	-38,238
投资	-2,144	-2,020	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-34,325	-36,100	-34,497	-38,744
股权募资	850	0	0	0
债务募资	-6,310	8,325	4,665	5,500
筹资活动现金流	-17,188	-2,882	-4,460	-5,245
现金净流量	-15,202	-4,598	1,520	2,476

资料来源: 公司公告、民生证券研究院预测

分析师承诺

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并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、不因、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收到任何形式的补偿。

评级说明

投资建议评级标准

	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。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而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，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、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026