

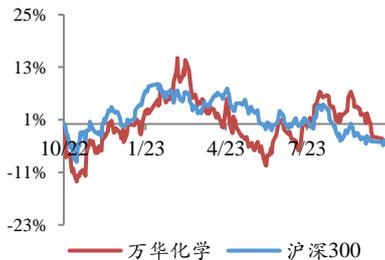
Q3 单季度业绩同比改善，新产能落地成长可期

投资评级：买入（维持）

报告日期：2023-10-15

收盘价（元）	87.08
近 12 个月最高/最低（元）	104.8/78.9
总股本（百万股）	3,140
流通股本（百万股）	3,140
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	2,734
流通市值（亿元）	2,734

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

相关报告

1. 二季度业绩持续修复，新产能落地成长可期 2023-07-28

2. 7 月 MDI 挂牌价持平，未来需求仍存修复预期 2023-06-30

3. 上调 6 月纯 MDI 挂牌价，新材料未来成长可期 2023-06-06

主要观点：

● 事件描述

2023 年 10 月 13 日晚，万华化学发布 2023 年三季报，公司实现营业收入 1325.54 亿元，同比增加 1.64%；归母净利润 127.03 亿元，同比减少 6.65%。公司第三季度实现营业收入 449.28 亿元，同比增长 8.78%，环比下降 1.66%；实现归母净利润 41.35 亿，同比增长 28.21%，环比下降 8.42%。

● MDI 装置检修，石化贸易端影响，三季度收入略微下降

公司三季度工业园 110 万吨 MDI 装置、匈牙利 BC 公司 35 万吨 MDI 装置以及 TDI 装置检修，一定程度上影响 MDI、TDI 的产量和出货量。2023Q3，公司聚氨酯/石化/新材料系列产量分别为 119/113/39 万吨，环比变化 -8.46%/+5.61/-4.88%，聚氨酯/石化/新材料销量分别为 124/303/43 万吨，环比变化 +0/-17.44/+10.26%，石化销量环比下降推测主要为贸易端出货量降低。从出口数据看，7、8 月份山东、浙江合计出口聚合 MDI 量分别为 6.40、8.28 万吨，环比 4、5 月份分别减少 1.44 万吨、1.03 万吨，叠加 BC 公司检修，预计三季度 MDI 海外市场存在影响。

● 三季度 MDI 价差修复，毛利有所改善，费用增加影响净利润

MDI 在二季度维持较低库存水平，叠加“金九银十”预期和检修对产量影响，聚合 MDI 从 7 月初价格开始上行，随着 9 月份 MDI 等主营产品备库存后，价格出现不同程度回落，2023 Q3 纯 MDI/聚 MDI/TDI 均价分别为 21259/16605/18074/元/吨，分别环比变化 +12.42%/+8.28%/+0.17%。纯苯、丙烷 CP、丁烷 CP 等价格在经历 Q2 回落，随着原油上涨价格从底部有所反弹，根据百川数据，成本端动力煤 (Q:5000) 秦皇岛、纯苯、丙烷 CP 2023Q3 均价分别为 771.63 元/吨、7593.34 元/吨、476.35 美元/吨，环比变化 -5.99%、+11.03%、-6.37%，主营产品价差有所修复，但公司财务费用、研发费用、所得税等增加导致公司净利润环比有所下滑。

● 聚氨酯+新材料产能逐步落地，未来业绩成长可期

公司有序推进宁波以及福建 MDI 新装置建设及投产，同时收购烟台巨力，未来 MDI、TDI 供给格局有望继续向好，目前价格、价差仍处历史偏底部区间，在需求回暖后有较大价格弹性。20 万吨 POE 及 4.8 万吨柠檬醛及衍生物项目预计 2024 年投产，届时柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通。新能源板块加大资本开支，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收的全产业链闭环。乙烯二期以及蓬莱一期预计也将于 2024 年底逐步投产，公司三位一体布局，多个项目陆续投放，未来业绩持续发展。

● 投资建议

万华化学是全球聚氨酯行业龙头，新能源、香精香料、POE、半导体

等新材料项目加速推进，未来有望持续较高的资本投入，业绩中枢有望逐步上移。考虑到 2023 年业绩短期承压，我们下调公司 2023-2025 年业绩，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 170.62、227.87、302.67 亿元，同比增速分别为 5.1%、33.6%、32.8%，较前值分别下调 14.85%、12.07%、5.28%，当前股价对应 PE 分别为 16、12、9 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	165565	172740	186634	230418
收入同比 (%)	13.8%	4.3%	8.0%	23.5%
归属母公司净利润	16234	17062	22787	30267
净利润同比 (%)	-34.1%	5.1%	33.6%	32.8%
毛利率 (%)	16.6%	18.1%	20.5%	21.1%
ROE (%)	21.1%	19.2%	20.4%	21.3%
每股收益 (元)	5.17	5.43	7.26	9.64
P/E	17.92	16.02	12.00	9.03
P/B	3.79	3.08	2.45	1.93
EV/EBITDA	11.39	9.57	7.91	5.72

资料来源: wind, 华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产	51532	68439	62122	112372
现金	18989	24637	23846	53575
应收账款	9060	11437	8991	16744
其他应收款	999	1114	1443	1659
预付账款	1277	1696	1679	1972
存货	18185	20727	18341	30262
其他流动资产	3022	8826	7822	8160
非流动资产	149311	169410	189871	209567
长期投资	6229	8066	10316	12445
固定资产	78558	87851	95025	101597
无形资产	9980	11528	13070	14765
其他非流动资产	54544	61965	71461	80760
资产总计	200843	237849	251993	321939
流动负债	95017	117230	105661	142538
短期借款	44019	46907	49794	48434
应付账款	13067	19112	10452	26125
其他流动负债	37931	51211	45415	67979
非流动负债	24489	26662	28835	30459
长期借款	15968	18042	20115	21605
其他非流动负债	8521	8621	8721	8854
负债合计	119506	143892	134496	172998
少数股东权益	4492	5074	5827	7005
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	2160	2160	2160	2160
留存收益	71545	83583	106370	136637
归属母公司股东权益	76845	88883	111669	141936
负债和股东权益	200843	237849	251993	321939

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
经营活动现金流	36337	39964	29965	66544
净利润	17042	17643	23540	31445
折旧摊销	9354	10773	11525	13796
财务费用	2058	3481	3777	3949
投资损失	-408	-477	-535	-622
营运资金变动	8821	8207	-8790	17686
其他经营现金流	7691	9773	32777	14050
投资活动现金流	-34325	-30866	-32032	-33128
资本支出	-32614	-29117	-29928	-31434
长期投资	-2144	-2241	-2654	-2326
其他投资现金流	434	492	550	631
筹资活动现金流	-17188	-3450	1277	-3687
短期借款	-9854	2887	2887	-1360
长期借款	325	2073	2073	1490
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-1	0	0	0
其他筹资现金流	-7658	-8411	-3683	-3818
现金净增加额	-15202	5648	-790	29729

利润表				
单位:百万元				
会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	165565	172740	186634	230418
营业成本	138132	141555	148294	181727
营业税金及附加	913	1195	1150	1428
销售费用	1153	1435	1400	1749
管理费用	1966	2546	2464	3058
财务费用	1235	2911	3038	2756
资产减值损失	-192	-339	-451	-306
公允价值变动收益	173	0	0	0
投资净收益	408	477	535	622
营业利润	19839	20212	27120	36102
营业外收入	45	0	0	0
营业外支出	343	0	0	0
利润总额	19541	20212	27120	36102
所得税	2499	2568	3580	4656
净利润	17042	17643	23540	31445
少数股东损益	808	582	753	1178
归属母公司净利润	16234	17062	22787	30267
EBITDA	29953	33755	41595	52322
EPS (元)	5.17	5.43	7.26	9.64

主要财务比率

会计年度	2022A	2023E	2024E	2025E
成长能力				
营业收入	13.8%	4.3%	8.0%	23.5%
营业利润	-32.6%	1.9%	34.2%	33.1%
归属于母公司净利润	-34.1%	5.1%	33.6%	32.8%
获利能力				
毛利率 (%)	16.6%	18.1%	20.5%	21.1%
净利率 (%)	9.8%	9.9%	12.2%	13.1%
ROE (%)	21.1%	19.2%	20.4%	21.3%
ROIC (%)	11.9%	11.9%	13.3%	14.7%
偿债能力				
资产负债率 (%)	59.5%	60.5%	53.4%	53.7%
净负债比率 (%)	146.9%	153.1%	114.5%	116.2%
流动比率	0.54	0.58	0.59	0.79
速动比率	0.32	0.38	0.39	0.55
营运能力				
总资产周转率	0.85	0.79	0.76	0.80
应收账款周转率	18.70	16.85	18.27	17.91
应付账款周转率	11.29	8.80	10.03	9.94
每股指标 (元)				
每股收益	5.17	5.43	7.26	9.64
每股经营现金流 (摊薄)	11.57	12.73	9.54	21.19
每股净资产	24.47	28.31	35.57	45.21
估值比率				
P/E	17.92	16.02	12.00	9.03
P/B	3.79	3.08	2.45	1.93
EV/EBITDA	11.39	9.57	7.91	5.72

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。