

投资评级 优于大市 维持

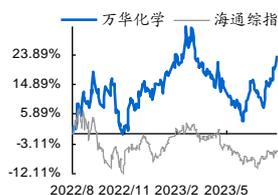
二季度扣非净利润 43.22 亿元同比下降 11.36%， “微创新” 管理不断降本增效

股票数据

| | |
|---------------|---------------|
| 08月01日收盘价(元) | 97.60 |
| 52周股价波动(元) | 77.95-108.00 |
| 总股本/流通A股(百万股) | 3140/3140 |
| 总市值/流通市值(百万元) | 306439/306439 |

相关研究

《二季度扣非净利润 48.75 亿元，同比下滑 28.57%，盈利受能源及原材料价格影响》
 2022.08.01

市场表现


| 沪深 300 对比 | 1M | 2M | 3M |
|-----------|------|------|-----|
| 绝对涨幅 (%) | 11.1 | 18.7 | 7.9 |
| 相对涨幅 (%) | 7.1 | 13.7 | 8.6 |

资料来源: 海通证券研究所

分析师: 刘威

Tel: (0755) 82764281

Email: lw10053@haitong.com

证书: S0850515040001

分析师: 李博

Tel: (021) 23185642

Email: lb14830@haitong.com

证书: S0850522080002

投资要点:

- 万华化学发布 2023 年半年报，报告期公司主营收入 876.26 亿元，同比下降 1.67%；归母净利润 85.68 亿元，同比下降 17.48%；扣非净利润 83.10 亿元，同比下降 18.70%；其中第二季度公司主营收入 456.87 亿元，同比下降 3.48%；归母净利润 45.15 亿元，同比下降 9.86%；扣非净利润 43.22 亿元，同比下降 11.36%。
- 二季度销量环比均有增长，产品均价环比有所下跌。2023 年二季度聚氨酯系列产销量分别为 130/124 万吨，YoY+14.04%/10.71%，QoQ+12.07%/11.71%；产品均价 13769.81 元/吨，YoY-12.43%，QoQ-2.62%；石化系列产销量分别为 107/367 万吨，YoY-2.73%/+18.39%，QoQ-9.32%/+15.77%；产品均价 4889.57 元/吨，YoY-25.75%，QoQ-14.77%；精细化学品新材料系列产销量分别为 41/39 万吨，YoY+78.26%/69.57%，QoQ+7.89%/11.43%；产品均价 15190.44 元/吨，YoY-34.99%，QoQ-0.43%。
- 打造第二增长曲线，“微创新”管理降本增效。2023 年下半年，在生产方面，公司将进一步加强安全生产管理，保证装置的稳定生产。在项目建设方面，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。在聚氨酯业务上强化技术领先优势，石化产品持续优化，高性能材料重点推进 POE 产业化及膜材料的迭代升级，电池材料通过不断工艺优化和新技术、新产品开发，打造公司第二增长曲线。
- 盈利预测：由于产品价格波动我们调整 2023-2024 年归母净利润分别为 199.16、236.47 亿元（原值分别为 264.69、303.13 亿元），新增 2025 年预测 276.95 亿元，对应 EPS 分别为 6.34、7.53、8.82 元/股，我们看好公司未来成长，给予 2023 年 17-19 倍 PE，合理价值区间为 107.78-120.46 元，维持优于大市评级。
- 风险提示：新建项目进度不及预期；产品价格大幅下跌。

主要财务数据及预测

| | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 145538 | 165565 | 167274 | 194694 | 216660 |
| (+/-)YoY(%) | 98.2% | 13.8% | 1.0% | 16.4% | 11.3% |
| 净利润(百万元) | 24649 | 16234 | 19916 | 23647 | 27695 |
| (+/-)YoY(%) | 145.5% | -34.1% | 22.7% | 18.7% | 17.1% |
| 全面摊薄 EPS(元) | 7.85 | 5.17 | 6.34 | 7.53 | 8.82 |
| 毛利率(%) | 26.3% | 16.6% | 20.4% | 20.7% | 22.2% |
| 净资产收益率(%) | 36.0% | 21.1% | 21.7% | 20.5% | 19.4% |

资料来源: 公司年报(2021-2022), 海通证券研究所

备注: 净利润为归属母公司所有者的净利润

请务必阅读正文之后的信息披露和法律声明

表 1 公司业务拆分

| 产品 | 项目 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|-------------|------------|--------|--------|--------|--------|
| 聚氨酯系列 | 营业收入 (百万元) | 62896 | 64147 | 71519 | 80152 |
| | 营业成本 (百万元) | 47518 | 44521 | 48725 | 53440 |
| | 毛利 (百万元) | 15377 | 19625 | 22794 | 26711 |
| | 毛利率 | 24.45% | 30.59% | 31.87% | 33.33% |
| 石化系列 | 营业收入 (百万元) | 69635 | 63363 | 71814 | 79027 |
| | 营业成本 (百万元) | 67032 | 57035 | 65108 | 70228 |
| | 毛利 (百万元) | 2603 | 6327 | 6706 | 8798 |
| | 毛利率 | 3.74% | 9.99% | 9.34% | 11.13% |
| 精细化学品及新材料系列 | 营业收入 (百万元) | 20124 | 19800 | 29400 | 33325 |
| | 营业成本 (百万元) | 14563 | 15642 | 22932 | 25660 |
| | 毛利 (百万元) | 5561 | 4158 | 6468 | 7665 |
| | 毛利率 | 27.63% | 21.00% | 22.00% | 23.00% |
| 其他 | 营业收入 (百万元) | 25478 | 19964 | 21961 | 24157 |
| | 营业成本 (百万元) | 21689 | 15972 | 17569 | 19326 |
| | 毛利 (百万元) | 3789 | 3993 | 4392 | 4831 |
| | 毛利率 | 14.87% | 20.00% | 20.00% | 20.00% |

资料来源: Wind, 海通证券研究所

表 2 可比公司估值表

| 代码 | 公司名称 | 股价（元） | EPS（元） | | | PE（倍） | | |
|-----------|------|-------|--------|-------|-------|-------|-------|-------|
| | | | 2022 | 2023E | 2024E | 2022 | 2023E | 2024E |
| 600426.SH | 华鲁恒升 | 33.31 | 2.96 | 2.58 | 3.34 | 11.19 | 12.90 | 9.98 |
| 600486.SH | 扬农化工 | 70.61 | 5.79 | 4.59 | 5.21 | 17.95 | 15.39 | 13.55 |
| 601678.SH | 滨化股份 | 4.88 | 0.57 | 0.46 | 0.59 | 8.98 | 10.58 | 8.27 |
| 均值 | | | | | | | 12.96 | 10.60 |

资料来源：Wind，海通证券研究所，股价为 2023 年 8 月 2 日收盘价，每股收益为 Wind 一致预期

注：由于汇得科技（603192）缺少 Wind 一致预期，我们选取化工细分龙头扬农化工（600486）替代之前汇得科技作为估值可比公司

财务报表分析和预测

| 主要财务指标 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 利润表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| 每股指标 (元) | | | | | 营业总收入 | 165565 | 167274 | 194694 | 216660 |
| 每股收益 | 5.17 | 6.34 | 7.53 | 8.82 | 营业成本 | 138132 | 133170 | 154335 | 168654 |
| 每股净资产 | 24.47 | 29.22 | 36.75 | 45.57 | 毛利率% | 16.6% | 20.4% | 20.7% | 22.2% |
| 每股经营现金流 | 11.57 | 10.42 | 11.93 | 15.82 | 营业税金及附加 | 913 | 1055 | 1168 | 1304 |
| 每股股利 | 1.60 | 1.80 | 1.80 | 1.80 | 营业税金率% | 0.6% | 0.6% | 0.6% | 0.6% |
| 价值评估 (倍) | | | | | 营业费用 | 1153 | 1285 | 1434 | 1604 |
| P/E | 18.88 | 15.39 | 12.96 | 11.06 | 营业费用率% | 0.7% | 0.8% | 0.7% | 0.7% |
| P/B | 3.99 | 3.34 | 2.66 | 2.14 | 管理费用 | 1966 | 2676 | 3115 | 4333 |
| P/S | 1.85 | 1.83 | 1.57 | 1.41 | 管理费用率% | 1.2% | 1.6% | 1.6% | 2.0% |
| EV/EBITDA | 11.39 | 10.24 | 8.73 | 7.47 | EBIT | 20600 | 26237 | 31233 | 36137 |
| 股息率% | 1.6% | 1.8% | 1.8% | 1.8% | 财务费用 | 1235 | 2276 | 2840 | 2998 |
| 盈利能力指标 (%) | | | | | 财务费用率% | 0.7% | 1.4% | 1.5% | 1.4% |
| 毛利率 | 16.6% | 20.4% | 20.7% | 22.2% | 资产减值损失 | -192 | -389 | -385 | -344 |
| 净利润率 | 9.8% | 11.9% | 12.1% | 12.8% | 投资收益 | 408 | 463 | 539 | 589 |
| 净资产收益率 | 21.1% | 21.7% | 20.5% | 19.4% | 营业利润 | 19839 | 24042 | 28558 | 33399 |
| 资产回报率 | 8.1% | 8.9% | 8.9% | 9.4% | 营业外收支 | -298 | -331 | -335 | -325 |
| 投资回报率 | 11.9% | 12.9% | 13.1% | 13.2% | 利润总额 | 19541 | 23711 | 28223 | 33073 |
| 盈利增长 (%) | | | | | EBITDA | 29953 | 36748 | 43708 | 50320 |
| 营业收入增长率 | 13.8% | 1.0% | 16.4% | 11.3% | 所得税 | 2499 | 3075 | 3696 | 4300 |
| EBIT 增长率 | -34.6% | 27.4% | 19.0% | 15.7% | 有效所得税率% | 12.8% | 13.0% | 13.1% | 13.0% |
| 净利润增长率 | -34.1% | 22.7% | 18.7% | 17.1% | 少数股东损益 | 808 | 720 | 879 | 1078 |
| 偿债能力指标 | | | | | 归属母公司所有者净利润 | 16234 | 19916 | 23647 | 27695 |
| 资产负债率 | 59.5% | 56.8% | 54.5% | 48.8% | | | | | |
| 流动比率 | 0.54 | 0.40 | 0.48 | 0.49 | 资产负债表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
| 速动比率 | 0.32 | 0.24 | 0.24 | 0.31 | 货币资金 | 18989 | 9795 | 10365 | 19100 |
| 现金比率 | 0.20 | 0.10 | 0.09 | 0.16 | 应收账款及应收票据 | 9060 | 8009 | 12200 | 10276 |
| 经营效率指标 | | | | | 存货 | 18185 | 14010 | 24696 | 17465 |
| 应收账款周转天数 | 19.25 | 18.37 | 18.68 | 18.67 | 其它流动资产 | 5298 | 9321 | 9906 | 10014 |
| 存货周转天数 | 47.52 | 43.52 | 45.14 | 45.00 | 流动资产合计 | 51532 | 41136 | 57166 | 56855 |
| 总资产周转率 | 0.85 | 0.79 | 0.79 | 0.77 | 长期股权投资 | 6229 | 8469 | 10792 | 13083 |
| 固定资产周转率 | 2.30 | 1.89 | 1.86 | 1.85 | 固定资产 | 78558 | 98668 | 111232 | 123499 |
| | | | | | 在建工程 | 37064 | 43109 | 49718 | 56323 |
| | | | | | 无形资产 | 9980 | 12489 | 14590 | 16809 |
| | | | | | 非流动资产合计 | 149311 | 183189 | 209905 | 236362 |
| 现金流量表 (百万元) | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E | 资产总计 | 200843 | 224325 | 267071 | 293218 |
| 净利润 | 16234 | 19916 | 23647 | 27695 | 短期借款 | 44019 | 54019 | 59019 | 61019 |
| 少数股东损益 | 808 | 720 | 879 | 1078 | 应付票据及应付账款 | 24205 | 20084 | 31322 | 24538 |
| 非现金支出 | 9610 | 10900 | 12860 | 14527 | 预收账款 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 非经营收益 | 864 | 2611 | 2870 | 2979 | 其它流动负债 | 26792 | 28282 | 29713 | 30850 |
| 营运资金变动 | 8821 | -1429 | -2792 | 3399 | 流动负债合计 | 95017 | 102386 | 120054 | 116407 |
| 经营活动现金流 | 36337 | 32720 | 37464 | 49678 | 长期借款 | 15968 | 16469 | 17020 | 18040 |
| 资产 | -32614 | -42862 | -37577 | -39003 | 其它长期负债 | 8521 | 8521 | 8521 | 8521 |
| 投资 | -2144 | -2240 | -2323 | -2291 | 非流动负债合计 | 24489 | 24989 | 25540 | 26561 |
| 其他 | 434 | 463 | 539 | 589 | 负债总计 | 119506 | 127375 | 145595 | 142968 |
| 投资活动现金流 | -34325 | -44639 | -39361 | -40706 | 实收资本 | 3140 | 3140 | 3140 | 3140 |
| 债权募资 | -6310 | 10500 | 5551 | 3021 | 归属于母公司所有者权益 | 76845 | 91737 | 115384 | 143080 |
| 股权募资 | 850 | 0 | 0 | 0 | 少数股东权益 | 4492 | 5213 | 6092 | 7170 |
| 其他 | -11727 | -7774 | -3085 | -3258 | 负债和所有者权益合计 | 200843 | 224325 | 267071 | 293218 |
| 融资活动现金流 | -17188 | 2726 | 2466 | -237 | | | | | |
| 现金净流量 | -15202 | -9193 | 569 | 8735 | | | | | |

备注: (1) 表中计算估值指标的收盘价日期为 08 月 01 日; (2) 以上各表均为简表

资料来源: 公司年报 (2022), 海通证券研究所

信息披露

分析师声明

刘威 基础化工行业
李博 基础化工行业

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。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司： 华峰化学,恒力石化,卫星化学,诺普信,扬农化工,滨化股份,湘潭电化,东方铁塔,亚钾国际,新洋丰,梅花生物,建龙微纳,皇马科技,和远气体,华光新材,联瑞新材,利安隆,万润股份,昊华科技,东华能源,德美化工,东材科技,上海石化,东方盛虹,盐湖股份,鲁西化工,巨化股份,国光股份,三角轮胎,苏博特

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 | 优于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅在10%以上; |
| | | 中性 | 预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与10%之间; |
| | | 弱于大市 | 预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下; |
| | | 无评级 | 对于个股未来6个月市场表现与基准指数相比无明确观点。 |
| 2. 市场基准指数的比较标准: A股市场以海通综指为基准;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

本报告仅供海通证券股份有限公司(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,海通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,未经海通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,务必联络海通证券研究所并获得许可,并需注明出处为海通证券研究所,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,海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。