

买入 (维持)

万华化学 (600309)

Q1 业绩超预期，底部区域安全边际充足

2023年04月17日

市场数据

市场数据日期 2023-04-15

收盘价(元) 91.98

总股本(百万股) 3139.75

流通股本(百万股) 3139.75

净资产(百万元) 80936.99

总资产(百万元) 237793.79

每股净资产(元) 25.78

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

相关报告

《【兴证化工】万华化学(600309)2022年年报点评: 大力研发聚焦创新, 公司未来成长性充足》2023-03-23

《【兴证化工】万华化学(600309)2022年业绩快报点评: Q4 业绩有所下滑, 公司成长性依然充足》2023-02-16

《【兴证化工】万华化学(600309)2022年三季报点评: 受经济景气度拖累业绩有所下滑, 安全边际充足, 公司配置性价比突出》2022-10-26

分析师:

张勋

zhangxun19@xyzq.com.cn

S0190521100002

张志扬

zhangzhiyang@xyzq.com.cn

S0190520010003

投资要点

- **事件:** 万华化学发布 2023 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 419.39 亿元, 同比增长 0.37%, 环比增长 19.33%; 实现归母净利润 40.53 亿元, 同比下滑 24.58%, 环比增长 54.38%, 按最新 31.4 亿股的总股本计, 实现每股收益 1.29 元, 每股经营性净现金流 1.33 元。
- **维持“买入”的投资评级。** 受国内经济恢复、MDI 出口较好等因素驱动, 2023 年以来公司产品需求逐步复苏, 价格与价差环比上涨, 公司营收与利润环比显著改善, 业绩超出预期。公司众多规划项目将逐步进入收获期, 未来成长性突出; 在核心产品盈利处于较低分位的背景下, 公司估值具有较高安全边际。
- 万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI 行业集中度高, 新建装置难度大、周期长, 万华依赖于研发攻关实现技术突破, 实现产能低成本、快速飞跃, 巩固全球第一地位。公司 C3/C4 和大乙烯一期装置运行平稳, 乙烯二期项目获批, 国内石化工业园多点布局, 有望加深石化产业链布局, 协同强化其他板块优势。公司新材料项目陆续投产, 依托研发领先布局新能源材料、香精香料、ADI、尼龙-12 等。未来将助力公司产品进一步多元化, 产业链布局进一步完善。公司治理结构出色, 向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测分别为 5.99、7.37、9.17 元, 维持“买入”的投资评级。
- **风险提示:** 全球宏观经济不及预期的风险, 原材料价格大幅波动的风险。

主要财务指标

会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	165565	170741	190018	230302
同比增长	13.8%	3.1%	11.3%	21.2%
归母净利润(百万元)	16234	18817	23148	28787
同比增长	-34.1%	15.9%	23.0%	24.4%
毛利率	16.6%	19.2%	20.5%	20.6%
净资产收益率(%)	21.1%	20.6%	20.3%	20.1%
每股收益(元)	5.17	5.99	7.37	9.17
每股经营现金(元)	11.57	8.19	11.89	14.08

来源: WIND, 兴业证券经济与金融研究院整理

报告正文

事件

万华化学发布 2023 年一季报, 报告期内公司实现营业收入 419.39 亿元, 同比增长 0.37%, 环比增长 19.33%; 实现归母净利润 40.53 亿元, 同比下滑 24.58%, 环比增长 54.38%, 按最新 31.4 亿股的总股本计, 实现每股收益 1.29 元, 每股经营性净现金流 1.33 元。

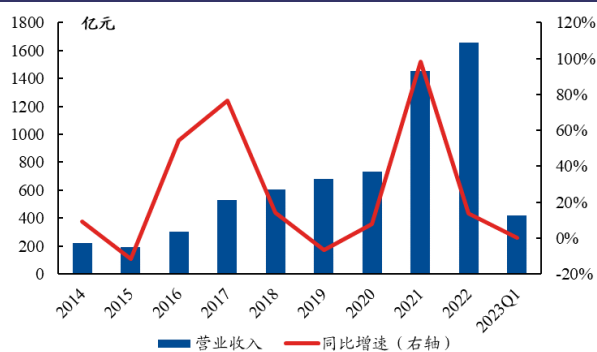
点评

受国内经济恢复、MDI 出口较好等因素驱动, 2023 年以来公司产品需求逐步复苏, 价格与价差环比上涨, 公司营收与利润环比显著改善, 业绩超出预期。公司众多规划项目将逐步进入收获期, 未来成长性突出; 在核心产品盈利处于较低分位的背景下, 公司估值具有较高安全边际。

- **新产能投产助力公司营收同环比持续增长。** 受益于 PC、PMMA 等精细化工产品项目以及福建基地 40 万吨/年 MDI 的投产, 公司整体产销量同比增加, 营业收入同比增长, 23Q1 实现营业收入 419.39 亿元, 同比增长 0.37%, 环比增长 19.33%。三大板块营收分别为: 聚氨酯系列实现营收 156.96 亿元 (同比+0.39%, 环比+11.86%), 石化系列实现营收 181.87 亿元 (同比-3.25%, 环比+36.51%), 精细化学品及新材料系列实现营收 53.39 亿元 (同比+5.38%, 环比+9.87%)。

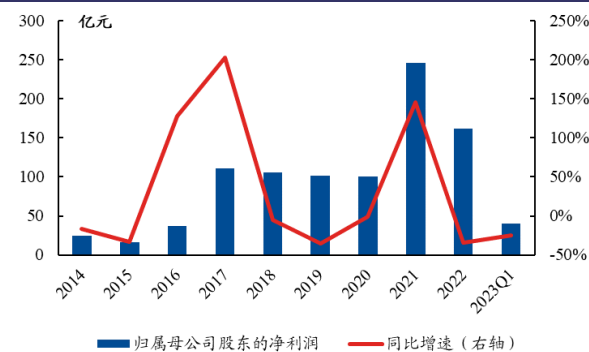
利润方面, 国内需求逐步迎来复苏, 公司业绩环比显著改善。 受国内新冠疫情反复、全球经济增速放缓等因素影响, 公司主要产品需求走弱, 利润同比有所下滑, 但随着国内疫情管控放开, 下游需求迎来复苏, 公司利润环比显著改善, 23Q1 公司实现归母净利润 40.53 亿元, 同比下滑 24.58%, 环比增长 54.38%。

图 1、2023Q1 公司营业收入情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

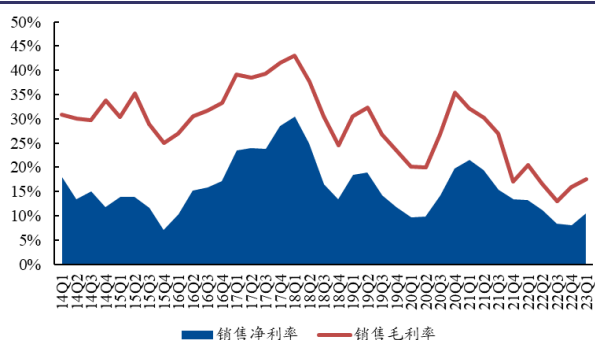
图 2、2023Q1 公司归母净利润情况



资料来源: 公司公告, 兴业证券经济与金融研究院整理

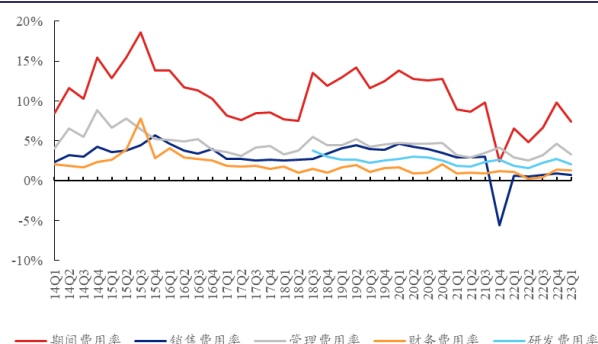
- **2023Q1 公司各项费用控制仍然维持较低水平。**公司 2023Q1 期间费用为 22.50 亿元，同比增加 3.07 亿元 (+15.81%)，期间费用率为 5.36%，同比增加 0.72pcts。拆分来看，2023Q1 公司销售费用为 3.18 亿元，同比增加 0.64 亿元 (+25.12%)；销售费用率为 0.76%，同比增加 0.15pcts。管理费用为 5.13 亿元，同比增加 0.79 亿元 (+18.25%)；管理费用率为 1.22%，同比增加 0.19pcts。财务费用为 5.49 亿元，同比增加 0.91 亿元 (+19.86%)；财务费用率为 1.31%，同比增加 0.21pcts。研发费用为 8.69 亿元，同比增加 0.73 亿元 (+9.17%)；研发费用率为 2.07%，同比增加 0.17pcts。

图 3、公司销售净利率与销售毛利率(季度)



资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

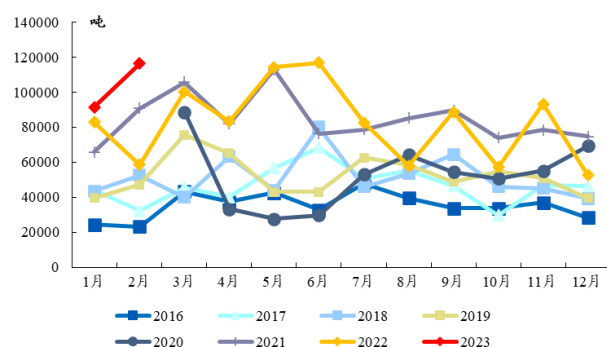
图 4、公司费用率情况(季度)



注：根据新准则，18Q3 起管理费用中研发开支单列
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

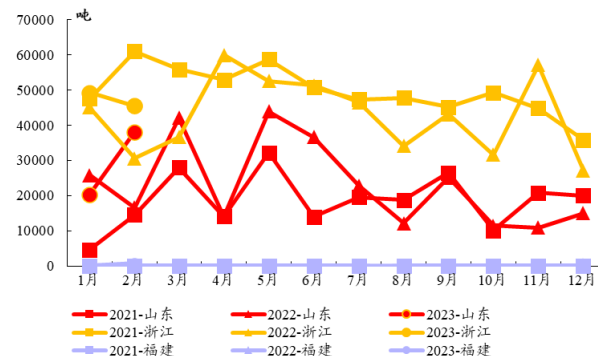
- **产品产销量：公司精细化工品项目以及福建基地新产能投产，带动整体产销量同比增加。**聚氨酯方面，2022 年 12 月下旬公司福建工业园 MDI 项目投产带来 40 万吨/年增量；需求方面，23 年 1-2 月国内聚合 MDI 出口实现较高增速，出口同比增长 46.88%，环比 11-12 月增长 42.24%；其中山东+浙江同比增长 29.77%，环比 11-12 月增长 39.10%；国内 MDI 需求同样迎来复苏，23Q1 公司聚氨酯板块维持高负荷生产。综合来看，公司聚氨酯产品产销量环比分别增长 16.00%和 6.73%。石化方面，公司 LPG 贸易环比增长，产销量环比分别增长 7.27%和 54.63%；精细化学品及新材料方面，受益 PC 与 PMMA 等项目投产，产销量环比分别上升 40.74%和 29.63%。

图 5、2023Q1 国内聚合 MDI 出口



资料来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

图 6、2023Q1 山东与浙江聚合 MDI 出口



资料来源：海关总署，兴业证券经济与金融研究院整理

表 1、万华化学主要产品产销情况

	聚氨酯板块				石化板块				精细化学品与新材料板块			
	营收 /亿元	销量 /万吨	产量 /万吨	均价 元/吨	营收 /亿元	销量 /万吨	产量 /万吨	均价 元/吨	营收 /亿元	销量 /万吨	产量 /万吨	均价 元/吨
17Q1	60.80	40.08	34.88	15169.66	33.16	67.06	37.72	4944.83	8.11	4.31	5.46	18816.71
17Q2	78.99	46.76	52.43	16892.64	36.01	84.63	49.14	4254.99	9.57	5.30	5.74	18056.60
17Q3	84.46	51.36	50.02	16444.70	38.42	101.50	47.86	3785.22	12.53	7.66	6.93	16357.70
17Q4	74.09	45.40	44.64	16319.38	45.48	78.41	24.85	5800.28	11.76	6.69	7.35	17578.48
18Q1	81.48	44.21	42.14	18430.22	34.77	72.01	38.40	4828.50	10.81	5.63	8.28	19200.71
18Q2	86.63	50.62	50.97	17113.79	48.43	110.19	36.97	4394.94	16.05	8.44	8.60	19027.86
18Q3	75.07	47.75	46.62	15721.47	54.49	107.60	32.83	5064.33	15.07	8.04	6.46	18755.44
18Q4	66.34	49.54	47.69	13391.20	51.39	96.90	42.68	5303.41	15.10	10.07	9.56	14995.03
19Q1	82.41	65.79	64.47	12526.22	40.23	79.86	44.68	5037.57	15.32	8.06	10.47	19007.44
19Q2	82.43	66.18	70.38	12455.25	34.90	66.63	46.30	5237.52	17.06	9.51	9.50	17943.51
19Q3	75.72	64.51	63.60	11736.76	51.26	118.88	53.97	4311.53	18.00	10.76	10.70	16731.07
19Q4	78.03	65.48	69.79	11916.37	74.64	178.60	54.06	4179.09	20.50	13.14	12.02	15598.62
20Q1	63.70	60.10	61.16	10598.89	54.61	127.99	44.88	4266.64	14.05	9.34	12.17	15043.89
20Q2	70.49	64.13	61.58	10992.31	49.53	152.76	39.65	3242.17	17.91	13.12	12.76	13647.66
20Q3	84.02	76.10	74.06	11040.99	55.04	158.41	50.17	3474.82	22.24	15.74	14.38	14130.76
20Q4	125.96	88.11	90.37	14295.27	71.67	189.14	53.21	3789.27	25.27	17.29	17.99	14617.56
21Q1	137.58	92.44	95.80	14883.59	120.60	235.00	86.32	5132.04	30.17	16.45	17.47	18340.97
21Q2	146.61	97.06	105.68	15106.00	149.97	273.79	102.34	5477.66	35.74	16.64	18.24	21477.26
21Q3	156.76	101.11	96.25	15503.77	156.32	261.23	88.94	5983.94	42.12	20.18	19.52	20874.20
21Q4	163.97	98.39	103.27	16664.29	187.20	233.98	122.41	8000.68	46.61	22.73	23.77	20503.36
22Q1	156.35	95.00	101.00	16457.47	187.97	300.00	118.00	6265.57	50.67	21.00	23.00	24128.38
22Q2	176.12	112.00	114.00	15724.79	204.15	310.00	110.00	6585.54	53.74	23.00	23.00	23364.78
22Q3	156.17	107.00	101.00	14595.54	171.01	283.00	112.00	6042.62	48.23	24.00	25.00	20097.46
22Q4	140.32	104.00	100.00	13492.35	133.23	205.00	110.00	6498.87	48.60	27.00	27.00	17999.67
23Q1	156.96	111.00	116.00	14140.48	181.87	317.00	118.00	5737.13	53.39	35.00	38.00	15255.66

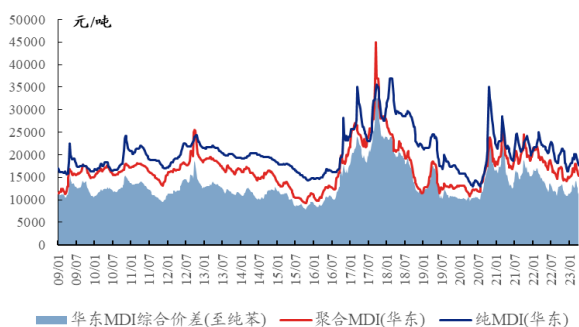
资料来源：公司公告，兴业证券经济与金融研究院整理

● 产品价格/价差：化工品下游需求恢复，2023Q1 公司产品价差增厚。

聚氨酯系列：MDI 价差重拾增长势头，但仍处于较低分位。2023Q1 国内 MDI 价差环比增加，华东 MDI 综合价差（PM 占比 70%、纯 M 占比 30%，至纯苯）环比增厚 901 元/吨（+7.6%）至 12698 元/吨；TDI-原材料季度均价差环比收窄 430 元/吨（-3.5%）至 11908 元/吨（含税）。（自 2006 年起开始统计，下同，详情可参见【兴业证券】化工品价格价差与库存开工数据）。

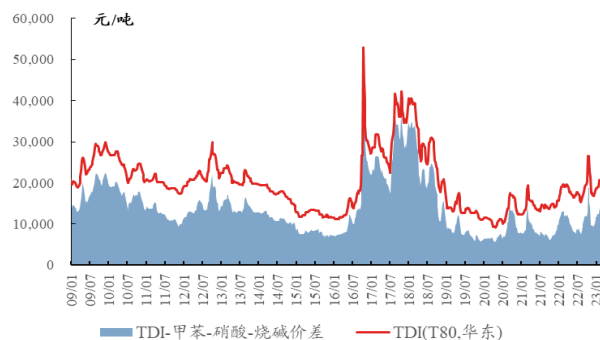
展望后续，当前（2023 年 4 月 7 日）华东 MDI 综合价差-纯苯和 TDI80-原料价差分别为 11240 元/吨和 10228 元/吨，所处历史分位分别为 11.2%和 11.0%，位于较低位置。当前 MDI、TDI 等产品需求端逐步进入传统旺季，供方挺价意愿强烈，特别是 TDI 当前供给端未能正常生产的装置较多，关注 MDI、TDI 价格具有上行动力。

图 7、MDI 价格/价差收窄



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 8、TDI 价格/价差增厚



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

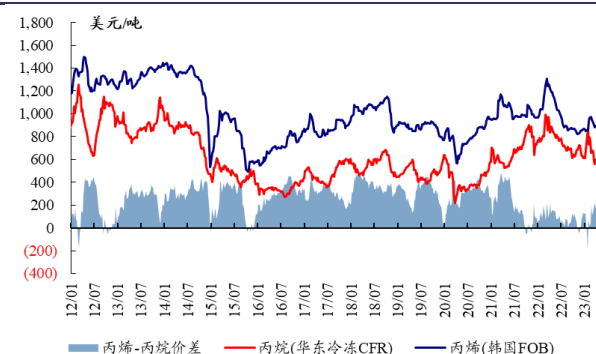
请务必阅读正文之后的信息披露和重要声明

石化系列：需求回暖，23Q1 丙烯及下游产品价格普遍回暖，但乙烯裂解装置价差有所收窄。

C3/C4 产业链方面，23Q1 丙烯下游产品价格均有所修复：PDH 装置方面，丙烯-丙烷价差有所修复，均值为 74 美元/吨，环比上涨 16 美元/吨 (+27.1%)，处于 39.65%历史分位；下游产品价格均有所增厚，丙烯酸-丙烯价差为 1765 元/吨，环比增厚 303 元/吨 (+20.8%)，处于 12.68%历史分位；PO-丙烯价差环比扩大 593 元/吨(+18.3%)至 3831 元/吨，处于 13.57%历史分位；NPG-丙烯价差为 6749 元/吨，环比增加 911 元/吨(+15.6%)，处于 39.35%历史分位。

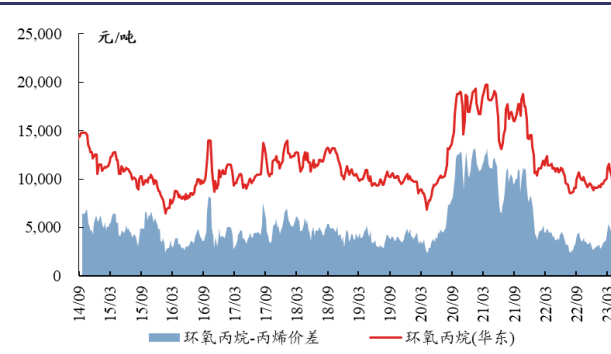
C2 产业链方面，乙烯裂解装置方面，乙烯(韩国 FOB)均价 908 美元/吨，环比增长 58 美元/吨(+37.21%)；乙烯+丙烯-丙烷价差下滑 102 元/吨 (-20.5%)至 395 元/吨，处于 27.63%历史分位。下游产品价格涨跌不一，环氧乙烷-乙烯价差大幅下滑，环比收窄 1132 元/吨 (-51.6%)至 1060 元/吨，处于 7.17%历史分位；LDPE(2426H,华东)均价 9083 元/吨，环比下降 467 元/吨 (-4.9%)；丁二烯(华东)均价 8992 元/吨，环比增长 1892 元/吨 (+26.6%)；PVC(乙炔法长三角)均价差 3128 元/吨，环比增厚 166 元/吨(+5.6%)。

图 9、PDH 装置价格与价差情况



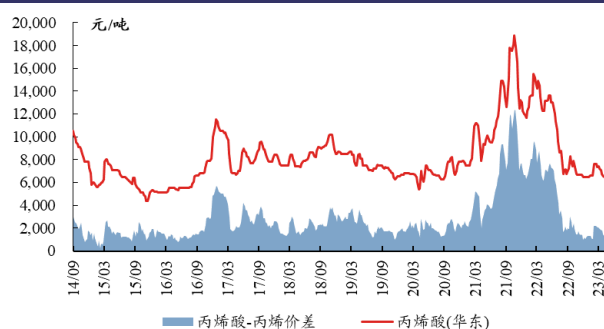
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 10、环氧丙烷-丙烯价差走势



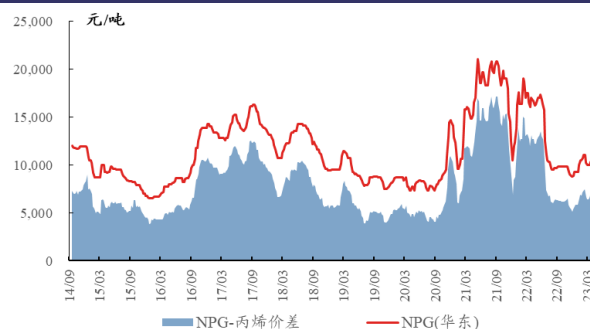
资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 11、丙烯酸-丙烯价差走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

图 12、NPG 价格与价差走势



资料来源：Wind，兴业证券经济与金融研究院整理

- 公司治理结构出色，MDI、TDI成本优势显著，乙烯一期项目已投产，乙烯二期建设中，新材料项目储备众多，助力公司未来持续成长；在国内安环趋严、“双碳”目标确立背景下，公司竞争优势有望进一步拉大。

万华治理结构出色，通过中诚投资和中凯信实现员工持股，并进一步搭建员工持股平台宁波中韬，宁波中韬分别持有万华化学（福建）异氰酸酯有限公司、万融新材料（福建）有限公司、万华化学（四川）电池材料科技有限公司、四川万陆实业有限公司、万华化学（蓬莱）有限公司各 20%股权，将有效调动员工积极性，更好地建设福建基地。

当前公司实施全球化多基地布局，烟台工业园、宁波工业园、匈牙利 BC 公司、万华福建、万华蓬莱与万华四川等基地建设稳步推进。同时，公司还搭建了体系化的研发组织架构，实行丰厚的薪酬与激励机制，推动技术持续进步；信息化管理优化生产流程实现降本增效，保障长远发展。

低成本优势保障万华 MDI、TDI 盈利能力领先，MDI 低成本扩张助力持续成长。公司拥有 MDI 全产业链配套（除苯和原盐外自给），产能扩张、持续技改保障低成本优势，使公司于行业低迷期仍录得丰厚利润。当前公司 MDI 总产能达到 305 万吨，全球份额达 30%；后续仍有宁波 60 万吨产能规划，助力公司巩固全球第一地位，且规模效应及先进工艺带来的成本优势将进一步体现。TDI 方面，公司外延整合东南电化并扩产，将跻身全球 TDI 龙头之列，协同强化聚氨酯板块全球竞争力。

持续资本开支加码石化产业链加强板块协同，价值龙头未来成长亦可期。公司 C3/C4 石化装置运行平稳，LPG 贸易规模不断扩大；100 万吨乙烯项目建成投产；后续烟台乙烯二期、福建基地、蓬莱基地将带动石化板块规模进一步扩张。石化产业链协同效应显著，既可消耗聚氨酯板块 MDI 副产物、提供聚醚生产原料；亦可提供精细化学品板块产品所需原料，巩固公司成本优势，保障基业长青。

公司新材料布局稳步推进，未来柠檬醛、合成香料、ADI、生物可降解塑料、POE 等多个新项目将陆续落地；眉山基地改性树脂、生物可降解材料、三元正极材料等项目稳步推进；大硅片、CMP Pad+Slurry 等电子材料完善布局。随着新项目陆续落地将助力公司产品类别多元化、产业链协同进一步完善，平台化新材料龙头未来成长可期。

表 2、万华化学主要产品市场价格及价差

大类	产品	单位	最新价格 (2023-4-7)	最新值处 历史价格分位	最新值处 历史时间分位	历史平均	22Q3	22Q4	23Q1	23Q2 至今	23Q1 环比	23Q2 至今环比
聚氨酯系列	纯MDI (华东)	元/吨	17650	17.1%	24.3%	21286	20246	18835	18975	17650	0.7%	-7.0%
	聚合MDI (华东)	元/吨	15300	16.8%	28.5%	18001	16338	15185	16425	15300	8.2%	-6.8%
	MDI综合价格(华东)	元/吨	16005	16.5%	26.6%	18987	17511	16280	17190	16005	5.6%	-6.9%
	华东MDI综合价差(至纯苯)	元/吨	11240	11.2%	23.0%	14479	12177	11797	12698	11240	7.6%	-11.5%
	TDI (华东)	元/吨	17600	18.3%	77.4%	22622	17327	19819	19017	17600	-4.0%	-7.4%
	TDI (T80, 外盘)	美元/吨	2425	30.4%	42.0%	2706	2875	2752	2553	2425	-7.2%	-5.0%
	TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	元/吨	10228	11.0%	29.0%	16197	9537	12338	11908	10228	-3.5%	-14.1%
	硬泡聚醚(华东)	元/吨	9500	27.9%	20.5%	11402	9662	10100	10025	9500	-0.7%	-5.2%
	软泡聚醚(华东)	元/吨	9850	18.1%	11.7%	12914	10150	9446	9900	9850	4.3%	-0.5%
	硬泡聚醚-LPG价差	元/吨	9082	22.5%	28.3%	10463	9164	9634	9534	9082	-1.0%	-4.7%
石化系列	LDPE	元/吨	8800	23.1%	9.9%	10507	10285	9550	9083	8800	-4.9%	-3.3%
	环氧乙烷	元/吨	6100	2.5%	0.4%	10387	7350	7350	6117	6100	-16.8%	-0.3%
	环氧乙烷-乙烯价差	元/吨	720	2.5%	0.8%	3372	2128	2192	1060	720	51.6%	-3.1%
	PVC (乙炔法)	元/吨	6380	11.6%	15.0%	7258	6758	6273	6467	6380	3.1%	-1.3%
	PVC (乙烯法价差)	元/吨	2684	27.3%	42.1%	3542	3362	2962	3128	2684	5.6%	-14.2%
	丁二烯	元/吨	8350	30.5%	60.7%	6207	9162	7100	8992	8350	26.1%	-7.1%
	苯乙烯	元/吨	8675	45.8%	30.5%	9803	9493	8392	8488	8675	1.1%	2.2%
	丙烯(韩国FOB)	美元/吨	901	36.6%	34.5%	1035	894	850	908	901	6.3%	-0.8%
	丙烯-丙烷价差	美元/吨	190.6	56.8%	31.4%	252	48	58	74	191	27.3%	158.3%
	环氧丙烷(华东)	元/吨	9700	14.0%	25.0%	22761	9410	9417	10031	9700	6.3%	-3.3%
	环氧丙烷-丙烯价差	元/吨	3694	12.3%	23.7%	5317	3322	3238	3831	3694	18.3%	-3.5%
	MTBE(石大胜华)	元/吨	7400	65.1%	77.0%	6260	7546	6912	6871	7400	-0.5%	7.3%
	MTBE气分醚化法价差	元/吨	1463	78.5%	92.8%	469	1189	3	557	1463	1905.7%	162.7%
	正丁醇(华东)	元/吨	7850	32.9%	43.7%	8763	7381	7835	7813	7850	-0.3%	0.5%
	异辛醇(华东)	元/吨	9350	31.2%	46.6%	10070	8746	9454	9875	9350	4.3%	-5.3%
	异辛醇-丙烯价差	元/吨	3630	23.7%	77.6%	2933	2948	3569	3970	3630	11.2%	-8.5%
	丙烯酸(华东)	元/吨	6450	11.0%	11.6%	10278	7977	6758	7079	6450	4.4%	-8.3%
	丙烯酸-丙烯价差	元/吨	1302	8.9%	13.6%	2882	2759	1462	1765	1302	20.3%	-2.2%
	丙烯酸丁酯(华东)	元/吨	8550	15.5%	16.8%	12527	9850	9062	9813	8550	8.3%	-12.9%
	丙烯酸丁酯-丙烯酸价差	元/吨	4680	19.3%	33.7%	5916	5064	5007	5565	4680	11.1%	-13.9%
NPG(华东)	元/吨	10400	26.9%	36.4%	11965	9946	9369	10292	10400	9.3%	1.1%	
NPG-丙烯价差	元/吨	6968	40.6%	52.9%	7903	6467	5838	6749	6968	15.3%	3.3%	
精细化学品与新材料系列	HDI (国内)	元/吨	43000	0.0%	0.0%	65833	69269	62692	54333	43000	-13.3%	-28.9%
	IPDI (华东)	元/吨	52500	0.0%	0.0%	79673	68077	54846	52500	52500	-4.3%	0.0%
	TPU (80A-98A, 华东)	元/吨	26900	72.7%	67.9%	23845	26900	26900	26900	26900	0.0%	0.0%
	TPU价差	元/吨	12075.2	88.4%	97.7%	4868	9945	11111	10545	12075	-5.1%	14.1%
	聚碳酸酯PC(科思创2805, 华东)	元/吨	16450	10.0%	7.3%	25350	17531	17504	16792	16450	-4.1%	-2.0%
	聚碳酸酯PC-双酚A价差	元/吨	7900	22.8%	26.0%	13267	6064	6839	7968	7900	16.3%	-0.9%
	MMA (华东)	元/吨	10550	18.9%	14.3%	14232	11319	10454	10146	10550	-2.9%	4.0%
	PMMA (国内现货)	元/吨	14500	18.8%	11.1%	17741	15754	15846	14908	14500	-5.9%	-2.7%
	PMMA-MMA价差	元/吨	3745	63.2%	58.8%	2991	4161	5062	4491	3745	-11.3%	-16.6%

资料来源: 隆众资讯, 环球聚氨酯, 天天化工, 卓创资讯, 兴业证券经济与金融研究院整理

- **维持“买入”的投资评级。**万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。MDI行业集中度高, 新建装置难度大、周期长, 万华依赖于研发攻关实现技术突破, 实现产能低成本、快速飞跃, 巩固全球第一地位。公司 C3/C4 和大乙烯一期装置运行平稳, 乙烯二期项目获批, 国内石化工业园多点布局, 有望加深石化产业链布局, 协同强化其他板块优势。公司新材料项目陆续投产, 依托研发领先布局新能源材料、香精香料、ADI、尼龙-12 等。未来将助力公司产品进一步多元化, 产业链布局进一步完善。公司治理结构出色, 向全球聚氨酯龙头、中国重要烯烃及衍生物供应商、新材料核心供应商等高远目标大步迈进。我们维持公司 2023-2025 年 EPS 预测分别为 5.99、7.37、9.17 元, 维持“买入”的投资评级。

风险提示: 全球宏观经济不及预期的风险, 原材料价格大幅波动的风险。

附表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	51532	58817	87600	78241	营业收入	165565	170741	190018	230302
货币资金	18989	20000	45351	28074	营业成本	138132	137946	151023	182952
交易性金融资产	0	0	0	0	税金及附加	913	1110	1235	1497
应收票据及应收账款	9060	9527	10603	12851	销售费用	1153	1281	1425	1727
预付款项	1277	2069	2265	2744	管理费用	1966	2220	2470	2994
存货	18185	20692	22653	27443	研发费用	3420	3586	4750	5758
其他	4021	6529	6727	7129	财务费用	1235	2362	1595	978
非流动资产	149311	163225	175257	184599	其他收益	740	500	500	500
长期股权投资	6229	6229	6229	6229	投资收益	408	500	500	500
固定资产	78558	101132	116235	126515	公允价值变动收益	173	0	0	0
在建工程	37064	28532	24266	22133	信用减值损失	-65	-100	-100	-100
无形资产	9980	11180	12380	13580	资产减值损失	-192	0	0	0
商誉	1292	1300	1300	1300	资产处置收益	27	0	0	0
长期待摊费用	29	24	19	14	营业利润	19839	23138	28419	35296
其他	16158	14828	14828	14828	营业外收入	45	110	110	110
资产总计	200843	222042	262857	262840	营业外支出	343	300	300	300
流动负债	95017	102233	118772	88563	利润总额	19541	22948	28229	35106
短期借款	44019	51870	30000	30000	所得税	2499	3213	3952	4915
应付票据及应付账款	24205	24,830.26	27,184.19	32,931.37	净利润	17042	19735	24277	30191
其他	26792	25533	61587	25632	少数股东损益	808	918	1129	1404
非流动负债	24489	23249	23249	23249	归属母公司净利润	16234	18817	23148	28787
长期借款	15968	15968	15968	15968	EPS(元)	5.17	5.99	7.37	9.17
其他	8521	7281	7281	7281					
负债合计	119506	125482	142021	111813					
股本	3140	3140	3140	3140	主要财务比率				
资本公积	2160	2161	2161	2161	会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
未分配利润	69232	83026	106173	134960	成长性				
少数股东权益	4492	5410	6540	7944	营业收入增长率	13.8%	3.1%	11.3%	21.2%
股东权益合计	81337	96560	120836	151028	营业利润增长率	-32.6%	16.6%	22.8%	24.2%
负债及权益合计	200843	222042	262857	262840	归母净利润增长率	-34.1%	15.9%	23.0%	24.4%
					盈利能力				
					毛利率	16.6%	19.2%	20.5%	20.6%
					归母净利率	9.8%	11.0%	12.2%	12.5%
					ROE	21.1%	20.6%	20.3%	20.1%
					偿债能力				
					资产负债率	59.5%	56.5%	54.0%	42.5%
					流动比率	0.54	0.58	0.74	0.88
					速动比率	0.35	0.37	0.55	0.57
					营运能力				
					资产周转率	84.7%	80.8%	78.4%	87.6%
					应收账款周转率	1800.9%	1768.9%	1755.7%	1826.4%
					存货周转率	755.5%	708.3%	696.8%	730.4%
					每股资料(元)				
					每股收益	5.17	5.99	7.37	9.17
					每股经营现金	11.57	8.19	11.89	14.08
					每股净资产	24.47	29.03	36.40	45.57
					估值比率(倍)				
					PE	17.8	15.3	12.5	10.0
					PB	3.8	3.2	2.5	2.0

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2022	2023E	2024E	2025E
归母净利润	16234	18817	23148	28787
折旧和摊销	8281	9955	12968	15658
资产减值准备	192	449	81	169
资产处置损失	-27	0	0	0
公允价值变动损失	-173	0	0	0
财务费用	2058	2362	1595	978
投资损失	-408	-500	-500	-500
少数股东损益	808	918	1129	1404
营运资金的变动	8821	-6414	-1103	-2286
经营活动产生现金流量	36337	25720	37317	44211
投资活动产生现金流量	-34325	-24541	-24505	-24505
融资活动产生现金流量	-17188	-167	12539	-36982
现金净变动	-15202	1011	25351	-17277
现金的期初余额	34014	18989	20000	45351
现金的期末余额	18812	20000	45351	28074

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并登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，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。

投资评级说明

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后的12个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；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。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于15%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~15%之间
		中性	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		减持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
		无评级	由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级
	行业评级	推荐	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		回避	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

使用本研究报告的风险提示及法律声明

兴业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。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。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，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的，但本公司不保证其准确性或完整性，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司并不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此相关的其他任何损失承担任何责任。

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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；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；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本公司的销售人员、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。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、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。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴业证券股份有限公司及其关联子公司等违反当地的法律或法规或可致使兴业证券股份有限公司受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民，包括但不限于美国及美国公民（1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外）。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本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。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。

特别声明

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/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信赖依据。

兴业证券研究

上海	北京	深圳
地址：上海浦东新区长柳路36号兴业证券大厦 15层 邮编：200135 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：北京市朝阳区建国门大街甲6号SK大厦 32层01-08单元 邮编：100020 邮箱：research@xyzq.com.cn	地址：深圳市福田区皇岗路5001号深业上城T2 座52楼 邮编：518035 邮箱：research@xyzq.com.cn