



万华化学 (600309.SH)

买入 (维持评级)

公司点评
证券研究报告

收购铜化集团，进一步完善产业链

事件

2023年11月7日公司发布公告，公司及其关联方可选择以增资、购买股权、换股等方式，最终持有分立后的铜化集团（化工业务）51%的持股比例，享有控制权；持有分立后的非化工公司34%的股权比例，为非控股股东，享有重大事项的一票否决权，交易上限不超过60亿元人民币；若交易完成，铜化集团化工业务及下属子公司六国化工、安纳达的实际控制人将变更为烟台市国资委。

分析

完善产业链布局，与现有业务形成良好协同。公司此次收购的标的铜化集团是国内重要的硫磷化工产业基地和新型颜料产业基地。收购后，集团内的硫磷化工、精细化工及新材料将纳入万华化学的公司版图，集团下控股的两大上市公司六国化工（磷硫产业链）和安纳达（钛铁产业链）将分别与万华化学的电池材料和涂料业务形成协同发展，丰富公司现有产业链，为公司电池材料提供上游原材料，进一步夯实公司的一体化布局优势。

通过矿产资源的参股，完善上游资源布局，构筑成本优势：公司将在铜化集团矿业业务参股34%，进一步延伸至磷矿领域，为公司整体磷酸铁锂业务构筑上游资源端布局，目前看磷酸铁锂行业规划产能相对较多，未来能够获得长期发展优势的企业需要同时具备成本和技术优势，而公司作为化工龙头企业，在电池材料研发领域具有研究积淀，借助公司领先的人才优势和资金实力将有望快速实现技术升级，而成本端资源的布局尤为关键，现有产业链中上游资源品的盈利相对较为丰厚，通过上游磷矿资源布局，将大幅解决公司的成本问题，形成综合竞争力。

借助公司自身的技术积淀，形成现有煤化工业务的完善，带动盈利提升。公司多年前就通过煤气化装置进行合成气生产，完善了现有产业园的布局，多年来公司煤气化领域具有较好的技术和生产经验，能够有效的管控成本，通过整合，公司有望凭借自身的优势，将铜化集团的煤化工业务进行升级，进一步优化成本，提升产品的盈利空间，带动盈利获得改善。

盈利预测、估值与评级

预测今年2023-2025年公司归母净利润分别为176.16、197.33、231.87亿元，EPS分别为5.61、6.29、7.39元/股，对应的PE分别为15.54、13.87、11.81倍，维持“买入”评级。

风险提示

原材料剧烈波动风险，需求不足影响开工和价差，新项目投放不达预期风险。

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

chenyi3@gjzq.com.cn

分析师：王明辉（执业 S1130521080003）

wangmh@gjzq.com.cn

分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）

yangyiyong@gjzq.com.cn

市价（人民币）：87.20元

相关报告：

1.《万华化学公司点评：业绩保持稳定，期待新项目放量》，2023.10.15

2.《万华化学公司点评：逐步复苏+新产能投产，业绩逐季修复》，2023.7.28

3.《万华化学公司点评：收购烟台巨力，TDI和MDI持续向好》，2023.4.29



公司基本情况（人民币）

项目	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	170,811	183,811	205,992
营业收入增长率	98.19%	13.76%	3.17%	7.61%	12.07%
归母净利润(百万元)	24,649	16,234	17,616	19,733	23,187
归母净利润增长率	145.47%	-34.14%	8.52%	12.01%	17.50%
摊薄每股收益(元)	7.851	5.170	5.611	6.285	7.385
每股经营性现金流净额	8.49	11.49	7.97	11.88	13.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	35.98%	21.13%	19.49%	18.61%	18.53%
P/E	12.87	17.92	15.54	13.87	11.81
P/B	4.63	3.79	3.03	2.58	2.19

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营业务收入	73,433	145,538	165,565	170,811	183,811	205,992
增长率		98.2%	13.8%	3.2%	7.6%	12.1%
主营业务成本	-53,766	#####	-138,132	-138,800	-147,700	-164,500
%销售收入	73.2%	73.7%	83.4%	81.3%	80.4%	79.9%
毛利	19,667	38,221	27,433	32,011	36,111	41,492
%销售收入	26.8%	26.3%	16.6%	18.7%	19.6%	20.1%
营业税金及附加	-676	-880	-913	-1,059	-1,195	-1,339
%销售收入	0.9%	0.6%	0.6%	0.6%	0.7%	0.7%
销售费用	-2,939	-1,052	-1,153	-1,230	-1,323	-1,483
%销售收入	4.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
管理费用	-1,420	-1,892	-1,966	-2,221	-2,390	-2,678
%销售收入	1.9%	1.3%	1.2%	1.3%	1.3%	1.3%
研发费用	-2,043	-3,168	-3,420	-3,758	-4,044	-4,532
%销售收入	2.8%	2.2%	2.1%	2.2%	2.2%	2.2%
息税前利润 (EBIT)	12,590	31,230	19,981	23,743	27,159	31,460
%销售收入	17.1%	21.5%	12.1%	13.9%	14.8%	15.3%
财务费用	-1,076	-1,479	-1,235	-3,574	-4,481	-4,717
%销售收入	1.5%	1.0%	0.7%	2.1%	2.4%	2.3%
资产减值损失	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	-6	7	173	0	0	0
投资收益	179	492	408	500	500	500
%税前利润	1.5%	1.7%	2.1%	2.4%	2.1%	1.8%
营业利润	11,825	29,425	19,839	21,123	23,631	27,696
营业利润率	16.1%	20.2%	12.0%	12.4%	12.9%	13.4%
营业外收支	-93	-274	-298	16	19	21
税前利润	11,732	29,151	19,541	21,139	23,650	27,717
利润率	16.0%	20.0%	11.8%	12.4%	12.9%	13.5%
所得税	-1,317	-4,112	-2,499	-2,983	-3,337	-3,911
所得税率	11.2%	14.1%	12.8%	14.1%	14.1%	14.1%
净利润	10,415	25,039	17,042	18,156	20,313	23,807
少数股东损益	373	391	808	540	580	620
归属于母公司的净利润	10,041	24,649	16,234	17,616	19,733	23,187
净利率	13.7%	16.9%	9.8%	10.3%	10.7%	11.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	10,415	25,039	17,042	18,156	20,313	23,807
少数股东损益	373	391	808	540	580	620
非现金支出	5,236	8,161	9,354	10,507	12,464	14,268
非经营收益	1,005	785	864	5,953	4,883	5,261
营运资金变动	-411	-7,323	8,821	-9,602	-369	-501
经营活动现金净流	16,246	26,662	36,081	25,015	37,291	42,834
资本开支	-23,119	-26,845	-32,614	-30,710	-31,998	-31,301
投资	-721	-1,996	-2,144	-200	-256	-100
其他	-16	83	434	400	379	347
投资活动现金净流	-23,855	-28,758	-34,325	-30,510	-31,875	-31,054
股权募资	720	305	850	0	0	0
债权募资	25,447	24,925	-6,310	36,756	9,418	6,699
其他	-6,377	-7,683	-11,753	-8,286	-9,487	-9,867
筹资活动现金净流	19,790	17,546	-17,214	28,470	-69	-3,168
现金净流量	12,181	15,451	-15,458	22,975	5,346	8,613

资产负债表 (人民币百万元)

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	17,574	34,216	18,989	41,964	47,310	55,923
应收款项	11,954	16,670	11,314	22,276	23,719	26,581
存货	8,704	18,282	18,185	24,718	26,303	29,295
其他流动资产	2,296	3,123	3,045	3,425	3,778	3,929
流动资产	40,526	72,291	51,532	92,382	101,110	115,728
%总资产	30.3%	38.0%	25.7%	35.6%	35.1%	36.1%
长期投资	2,264	5,270	7,717	8,017	8,394	8,647
固定资产	79,628	94,585	115,622	139,728	158,101	173,795
%总资产	59.5%	49.7%	57.6%	53.8%	54.9%	54.3%
无形资产	8,350	9,275	11,302	13,042	14,545	16,213
非流动资产	93,226	118,018	149,311	167,198	187,131	204,441
%总资产	69.7%	62.0%	74.3%	64.4%	64.9%	63.9%
资产总计	133,753	190,310	200,843	259,580	288,241	320,169
短期借款	38,900	58,095	47,218	86,152	94,225	101,773
应付款项	19,003	21,656	25,605	32,669	34,765	38,720
其他流动负债	10,230	18,251	22,194	23,314	24,204	25,708
流动负债	68,134	98,002	95,017	142,135	153,194	166,202
长期贷款	11,822	15,644	15,968	15,468	16,813	15,964
其他长期负债	2,146	4,968	8,521	6,565	6,591	6,635
负债	82,102	118,614	119,506	164,169	176,599	188,801
普通股股东权益	48,780	68,499	76,845	90,379	106,030	125,135
其中：股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
未分配利润	40,281	60,848	69,232	82,767	98,418	117,522
少数股东权益	2,870	3,197	4,492	5,032	5,612	6,232
负债股东权益合计	133,753	190,310	200,843	259,580	288,241	320,169

比率分析

	2020	2021	2022	2023E	2024E	2025E
每股指标						
每股收益	3.198	7.851	5.170	5.611	6.285	7.385
每股净资产	15.536	21.817	24.475	28.785	33.770	39.855
每股经营现金净流	5.174	8.492	11.492	7.967	11.877	13.643
每股股利	2.000	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
回报率						
净资产收益率	20.58%	35.98%	21.13%	19.49%	18.61%	18.53%
总资产收益率	7.51%	12.95%	8.08%	6.79%	6.85%	7.24%
投入资本收益率	10.86%	18.40%	12.01%	10.34%	10.47%	10.84%
增长率						
主营业务收入增长率	7.91%	98.19%	13.76%	3.17%	7.61%	12.07%
EBIT增长率	0.27%	148.07%	-36.02%	18.83%	14.39%	15.84%
净利润增长率	-0.87%	145.47%	-34.14%	8.52%	12.01%	17.50%
总资产增长率	38.08%	42.28%	5.53%	29.25%	11.04%	11.08%
资产管理能力						
应收账款周转天数	26.7	18.8	19.5	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	58.7	45.9	48.2	65.0	65.0	65.0
应付账款周转天数	58.3	35.0	32.3	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	280.2	163.6	173.2	185.2	180.8	164.3
偿债能力						
净负债/股东权益	64.06%	54.16%	54.18%	62.39%	56.97%	46.96%
EBIT利息保障倍数	11.7	21.1	16.2	6.6	6.1	6.7
资产负债率	61.38%	62.33%	59.50%	63.24%	61.27%	58.97%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2022-10-25	买入	86.05	N/A
2	2022-12-24	买入	88.81	N/A
3	2023-02-16	买入	99.41	N/A
4	2023-03-20	买入	97.42	N/A
5	2023-04-16	买入	91.98	N/A
6	2023-04-29	买入	92.18	N/A
7	2023-07-28	买入	94.66	N/A
8	2023-10-15	买入	87.08	N/A

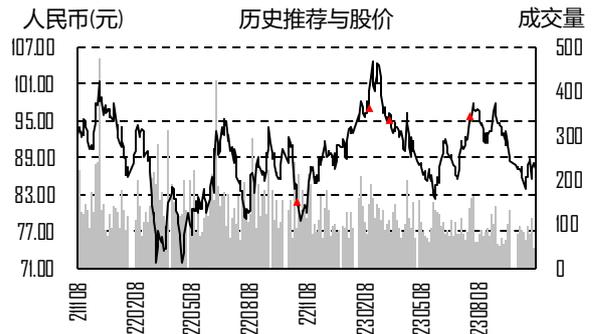
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持



投资评级的说明：

- 买入：预期未来6—12个月内上涨幅度在15%以上；
- 增持：预期未来6—12个月内上涨幅度在5%—15%；
- 中性：预期未来6—12个月内变动幅度在-5%—5%；
- 减持：预期未来6—12个月内下跌幅度在5%以上。



特别声明：

国金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。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券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有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；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，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-83831378
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	传真：0755-83830558
邮编：201204	邮编：100005	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	邮编：518000 地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究