



2023-11-15

公司点评报告

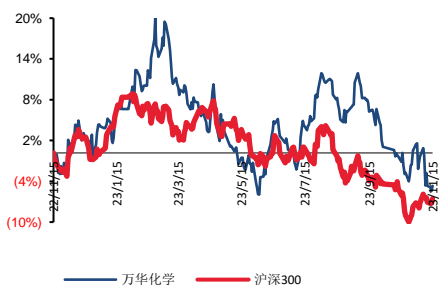
买入/维持

万华化学(600309)

基础化工 化学制品

新材料业务持续高增，拟收购铜化集团化工业务

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,140/3,140
总市值/流通(百万元)	261,541/261,541
12个月最高/最低(元)	106.80/82.20

相关研究报告:

万华化学(600309)《Q2业绩环比改善，新项目稳步推进助力成长》——2023/08/01

证券分析师: 王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522120001

证券分析师: 王海涛

电话: 010-88695269

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523010001

研究助理: 周冰莹

E-MAIL: zhoubingying@tpyzq.com

一般证券业务证书编码: S1190123020025

事件: 公司发布 2023 年三季报, 2023 年前三季度公司实现营收 1325.54 亿元, 同比+1.64%; 归母净利润 127.03 亿元, 同比-6.65%, 其中第三季度实现营收 449.28 亿元, 同比+8.78%, 环比-1.66%; 归母净利润 41.35 亿元, 同比+28.21%, 环比-8.42%。

公司公告自 2023 年 11 月份开始, 万华化学集团股份有限公司中国地区聚合 MDI 挂牌价 18000 元/吨(比 9 月份价格下调 1500 元/吨, 同 10 月份相比没有变动); 纯 MDI 挂牌价 24500 元/吨(同 9、10 月份相比没有变动)。

聚氨酯产品收入持续增长, 石化板块承压。据公司经营数据, 2023 年前三季度聚氨酯产销分别为 365 万吨/359 万吨, 同比+15.5%/+14.3%; 2023Q3 聚氨酯产品实现销量 124 万吨, 环比 Q2 持平, 聚氨酯价格环比 Q2 实现增长。随着公司新装置产能逐步释放, 有望进一步巩固行业龙头地位, 聚氨酯板块盈利将进一步提升。石化板块承压, 2023 年前三季度石化系列产销分别为 338 万吨/987 万吨, 同比-0.6%/+10.5%; 2023Q3 石化系列产品的销量实现 303 万吨, 环比 Q2 下降 17.4%。2023Q3 毛利率为 17.43%, 环比+2.03pcts; 净利率为 10.25%, 环比-0.39pcts。

精细化学品及新材料业务板块持续高增, 不断开发新产品。2023 年前三季度精细化学品及新材料产品产销量分别为 118 万吨/117 万吨, 同比+66.2%/+72.1%, 明显放量。未来公司重点拓展高性能材料, 重点推进 POE 产业化及膜材料的迭代升级, 未来在柠檬醛、香精香料、膜材料电池材料等项目有望取得新进展。公司不断优化工艺, 持续拓展新产品, 打开公司的长期空间, 打造公司第二增长曲线。

重组收购铜化集团化工业务, 加强上游原料供应。11 月 7 日, 公司发布公告, 拟通过股权转让、增资等方式, 持有铜化集团化工业务 51% 的股权; 同时持有非化工业务 34% 的股权, 并享有重大事项的一票否决权。铜化集团是以化学矿山采选、硫磷化工、精细化工、新材料、商贸物流、地产开发等为主导产业的多元化集团型企业, 是国内重要的硫磷化工产业基地和新型颜料产业基地。其控股六国化工和安纳达两家上市公司, 主导产品高效磷复肥、钛白粉、苯酐、硫铁矿、电池材料磷酸铁等产销量均位居国内前列。本次重组后, 公司将进一步完善上游原料供应链, 增强电池业务核心竞争力; 充分发挥铜化集团钛白粉业务与现有涂料业务的互补及协同效应; 公司将在铜化集团矿业业务参股 34%, 进一步保障磷矿资源; 公司依托成熟的煤化工运行经

验和技术优势，将进一步优化铜化集团煤气化装置，进一步提升铜化集团现有产品市场竞争优势。

盈利预测及投资建议：公司以科技创新为第一核心竞争力，持续优化产业结构，业务涵盖聚氨酯、石化、精细化学品及新材料产业集群，已发展成为全球化运营的一流化工新材料公司。公司重点打造电池材料业务，通过收购铜化集团化工业务，将进一步增强公司电池业务核心竞争力。我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 173.58 亿、225.98 亿、265.76 亿，对应当前 PE 分别为 15.07、11.57、9.84 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求恢复不及预期、项目投产进度不及预期、产品及原材料价格波动、环保政策变动及生产安全风险等。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	165565	177105	206835	234609
(+/-%)	13.76	6.97	16.79	13.43
归母净利(百万元)	16234	17358	22598	26576
(+/-%)	(34.14)	6.92	30.19	17.60
摊薄每股收益(元)	5.17	5.53	7.20	8.46
市盈率(PE)	17.92	15.07	11.57	9.84

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	34,216	18,989	57,604	76,689	113,451
应收和预付款项	10,013	10,338	13,562	16,497	19,717
存货	18,282	18,185	22,313	25,396	27,489
其他流动资产	9,780	4,021	10,650	15,172	16,476
流动资产合计	72,291	51,532	104,129	133,755	177,132
长期股权投资	3,930	6,229	8,066	10,316	12,445
投资性房地产	0	0	0	0	0
固定资产	65,233	78,558	94,180	105,881	116,850
在建工程	29,352	37,064	33,117	31,331	29,889
无形资产开发支出	7,982	9,980	11,528	13,070	14,765
长期待摊费用	28	29	23	11	5
其他非流动资产	83,785	68,983	127,743	160,586	206,954
资产总计	190,310	200,843	274,656	321,194	380,908
短期借款	53,873	44,019	44,519	45,019	45,519
应付和预收款项	20,390	24,205	33,252	33,107	37,858
长期借款	15,644	15,968	54,842	69,182	87,029
其他负债	28,707	35,313	48,074	56,572	65,577
负债合计	118,614	119,506	180,688	203,880	235,984
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,161	2,160	1,967	1,967	1,967
留存收益	63,671	72,055	84,313	106,911	133,488
归母公司股东权益	68,499	76,845	88,884	111,482	138,059
少数股东权益	3,197	4,492	5,084	5,831	6,866
股东权益合计	71,696	81,337	93,968	117,314	144,924
负债和股东权益	190,310	200,843	274,656	321,194	380,908

现金流量表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金流	27,922	36,337	37,119	37,836	53,812
投资性现金流	(28,758)	(34,325)	(34,064)	(31,980)	(33,075)
融资性现金流	17,587	(17,188)	35,636	13,230	16,025
现金增加额	16,711	(15,202)	38,615	19,085	36,762

利润表 (百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	145,538	165,565	177,105	206,835	234,609
营业成本	107,317	138,132	146,264	167,609	189,261
营业税金及附加	880	913	977	1,141	1,294
销售费用	1,052	1,153	1,233	1,440	1,634
管理费用	1,892	1,966	2,103	2,456	2,786
财务费用	1,479	1,235	3,046	3,663	4,164
资产减值损失	(1,075)	(192)	(339)	(451)	(306)
投资收益	492	408	489	593	633
公允价值变动	7	173	0	0	0
营业利润	29,425	19,839	20,784	27,160	31,960
其他非经营损益	(274)	(298)	(222)	(264)	(261)
利润总额	29,151	19,541	20,562	26,895	31,699
所得税	4,112	2,499	2,613	3,550	4,089
净利润	25,039	17,042	17,949	23,345	27,611
少数股东损益	391	808	592	747	1,034
归母股东净利润	24,649	16,234	17,358	22,598	26,576

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	26.26%	16.57%	17.41%	18.96%	19.33%
销售净利率	16.94%	9.80%	9.80%	10.93%	11.33%
销售收入增长率	98.19%	13.76%	6.97%	16.79%	13.43%
EBIT 增长率	138.26%	(34.58%)	14.60%	29.44%	17.36%
净利润增长率	145.47%	(34.14%)	6.92%	30.19%	17.60%
ROE	35.98%	21.13%	19.53%	20.27%	19.25%
ROA	12.95%	8.08%	6.32%	7.04%	6.98%
ROIC	18.26%	11.93%	9.95%	10.68%	10.50%
EPS (X)	7.85	5.17	5.53	7.20	8.46
PE (X)	12.87	17.92	15.07	11.57	9.84
PB (X)	4.63	3.79	2.94	2.35	1.89
PS (X)	2.18	1.76	1.48	1.26	1.11
EV/EBITDA (X)	9.06	11.39	8.73	6.96	5.70

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锟	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。