

2023年12月27日



华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

新产能持续释放，聚氨酯龙头再迎布局良机

—万华化学（600309.SH）公司动态研究报告

买入（首次）

投资要点

分析师：张伟保 S1050523110001
zhangwb@cfsc.com.cn
联系人：刘韩 S1050122080022
liuhan@cfsc.com.cn

基本数据

2023-12-26

当前股价（元）	76.83
总市值（亿元）	2412
总股本（百万股）	3140
流通股本（百万股）	3140
52周价格范围（元）	73.66-106.8
日均成交额（百万元）	826.95

市场表现



相关研究

主要产品销量增长，聚氨酯板块盈利增强

2023 年前三季度，公司积极应对经营环境变化，延伸产品产业链，完善区域布局，释放新装置产能，各主要业务板块销量同比增长。公司前三季度聚氨酯板块产销量分别为 365 万吨和 359 万吨，同比+16%和+14%；Q3 单季度产销量分别为 119 万吨和 124 万吨，同比+18%和+16%，环比-8%和持平。公司前三季度纯 MDI 和聚合 MDI 的挂牌价均值分别为 23078 元/吨和 18844 元/吨，同比-3%和-9%，Q3 单季度纯 MDI 和聚合 MDI 的挂牌价均值分别为 24033 和 19267 元/吨，同比+7%和+4%，环比+6%和+1%。前三季度聚氨酯板块实现营业收入 500.8 亿元，同比+2%。单季度实现营收 173.1 亿元，同比+11%，环比+1%。公司前三季度石化板块合计产销量分别为 338 万吨和 987 万吨，同比-1%和+11%，实现营业收入 518.7 亿元，同比-8%。公司前三季度新材料板块合计产销量分别为 118 万吨和 117 万吨，同比+66%和+72%，实现营业收入 175.9 亿元，同比+15%。单季度实现营收 63.3 亿元，同比+31%，环比+7%。

毛利率环比改善，期间费用率上升

前三季度受全球原油、天然气等基础能源价格同比下降影响，公司主要化工原料以及欧洲公司能源成本同比下降，毛利率实现修复。2023 年前三季度，公司毛利率 16.8%，同比+0.1pct。期间费用方面，前三季度公司期间费用率为 2.95%，同比+0.76pct；销售费用率为 0.75%，同比+0.13pct；管理费用率为 1.31%，同比+0.31pct；财务费用率为 0.89%，同比+0.32pct，研发费用率为 2.17%，同比+0.3pct。前三季度公司合计研发支出约 28.8 亿元，同比+17.8%。公司在建工程规模持续扩张，截至 9 月底达到 467 亿元，在建工程/固定资产的比例为 50.8%，研发及在建工程高投入带来整体费用率上升。

重组收购铜化集团化工业务，增强电池业务竞争力

2023 年 11 月公司发布公告，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。铜化集团依托独特的资源禀赋、区位优势、产业基础、人才保障，经过 30 年的建设和发展，现已成为以化学矿山采选、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。控股“六国化工”（SH600470）和“安纳达”（SZ002136）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同行前列。重组后万华化学将进一步完善上游原料供应链，增强电池业务核心竞争力。通过重组，万华化学将在铜化集团矿业业务参股 34%，进一步保障磷矿资源，为万华化学未来的磷资源需求解决瓶颈问题，提升产品竞争力。同时万华化学依托成熟的煤化工运行经验和技術优势，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

公司为聚氨酯龙头，新材料产能逐步放量。预测公司 2023-2025 年收入分别为 1786、2038.5、2292 亿元，EPS 分别为 5.36、7.46、8.97 元，当前股价对应 PE 分别为 14.3、10.3、8.6 倍，首次覆盖，给予“买入”投资评级。

■ 风险提示

疫情反复风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
主营业务收入（百万元）	165,565	178,600	203,850	229,200
增长率（%）	13.8%	7.9%	14.1%	12.4%
归母净利润（百万元）	16,234	16,820	23,438	28,157
增长率（%）	-34.1%	3.6%	39.3%	20.1%
摊薄每股收益（元）	5.17	5.36	7.46	8.97
ROE（%）	20.0%	18.6%	22.7%	23.7%

资料来源：Wind、华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2022A	2023E	2024E	2025E
流动资产:				
现金及现金等价物	18,989	33,807	52,834	74,671
应收款	10,059	10,851	12,385	13,926
存货	18,185	19,817	22,031	24,569
其他流动资产	4,299	4,637	5,293	5,951
流动资产合计	51,532	69,112	92,544	119,117
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	78,558	94,157	96,214	93,134
在建工程	34,727	13,891	5,556	2,223
无形资产	9,980	9,481	8,982	8,508
长期股权投资	6,229	6,229	6,229	6,229
其他非流动资产	19,817	19,817	19,817	19,817
非流动资产合计	149,311	143,575	136,798	129,910
资产总计	200,843	212,687	229,342	249,027
流动负债:				
短期借款	44,019	44,019	44,019	44,019
应付账款、票据	24,205	26,377	29,324	32,703
其他流动负债	21,401	21,401	21,401	21,401
流动负债合计	95,017	97,613	101,383	105,587
非流动负债:				
长期借款	16,168	16,168	16,168	16,168
其他非流动负债	8,321	8,321	8,321	8,321
非流动负债合计	24,489	24,489	24,489	24,489
负债合计	119,506	122,102	125,872	130,076
所有者权益				
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
股东权益	81,337	90,584	103,470	118,951
负债和所有者权益	200,843	212,687	229,342	249,027

现金流量表	2022A	2023E	2024E	2025E
净利润	17042	17657	24605	29559
少数股东权益	808	837	1167	1402
折旧摊销	8275	5736	6751	6863
公允价值变动	173	173	173	173
营运资金变动	10039	-166	-634	-533
经营活动现金净流量	36337	24238	32062	37465
投资活动现金净流量	-34325	5237	6277	6414
筹资活动现金净流量	12806	-8410	-11719	-14079
现金流量净额	14,818	21,066	26,620	29,800

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入	165,565	178,600	203,850	229,200
营业成本	138,132	149,540	166,220	185,360
营业税金及附加	913	985	1,124	1,264
销售费用	1,153	1,244	1,420	1,596
管理费用	1,966	2,121	2,421	2,722
财务费用	1,235	1,542	1,009	398
研发费用	3,420	3,689	4,211	4,735
费用合计	7,774	8,596	9,060	9,450
资产减值损失	-192	-192	-192	-192
公允价值变动	173	173	173	173
投资收益	408	408	408	408
营业利润	19,839	20,544	28,511	34,191
加: 营业外收入	45	45	45	45
减: 营业外支出	343	343	343	343
利润总额	19,541	20,246	28,213	33,893
所得税费用	2,499	2,589	3,608	4,334
净利润	17,042	17,657	24,605	29,559
少数股东损益	808	837	1,167	1,402
归母净利润	16,234	16,820	23,438	28,157

主要财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E
成长性				
营业收入增长率	13.8%	7.9%	14.1%	12.4%
归母净利润增长率	-34.1%	3.6%	39.3%	20.1%
盈利能力				
毛利率	16.6%	16.3%	18.5%	19.1%
四项费用/营收	4.7%	4.8%	4.4%	4.1%
净利率	10.3%	9.9%	12.1%	12.9%
ROE	20.0%	18.6%	22.7%	23.7%
偿债能力				
资产负债率	59.5%	57.4%	54.9%	52.2%
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.9
应收账款周转率	16.5	16.5	16.5	16.5
存货周转率	7.6	7.6	7.6	7.6
每股数据(元/股)				
EPS	5.17	5.36	7.46	8.97
P/E	14.9	14.3	10.3	8.6
P/S	1.5	1.4	1.2	1.1
P/B	3.1	2.8	2.5	2.2

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

刘韩：中山大学材料工程/香港城市大学金融学硕士，3 年能源化工大宗商品研究经验，2022 年加入华鑫证券研究所，从事化工行业及上市公司研究。

■ 证券分析师承诺

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并注册为证券分析师，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。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。