

万华化学（600309.SH）

收购安纳达及六国化工股份，完善上游原料产业链

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师：杨林	010-88005379	yanglin6@guosen.com.cn	执证编码：S0980520120002
证券分析师：余双雨	021-60375485	yushuangyu@guosen.com.cn	执证编码：S0980523120001

事项：

公司公告：2024年2月26日，万华化学发布关于对外投资暨《股权变更框架协议》进展公告，公告表示不再受让铜化集团的部分股份，而是通过万华化学全资子公司万华化学集团电池科技有限公司（以下简称“万华电池”）直接受让铜化集团所持有的安纳达及六国化工的部分股权。当日，万华电池与铜化集团签署《安徽安纳达钛业股份有限公司股份转让协议》和《安徽六国化工股份有限公司股份转让协议》，万华电池通过协议转让方式，分别受让铜化集团持有的安纳达15.20%和六国化工5%的股权，交易总金额4.15亿元。其中，受让铜化集团持有的安纳达3268.30万股股份，占安纳达总股份的15.20%，每股单价9.15元，交易金额人民币2.99亿元；受让铜化集团持有的六国化工2608.00万股股份，占六国化工总股份的5.00%，每股单价4.44元，交易金额为人民币1.16亿元。

国信化工观点：1) 万华电池为万华化学的重点培育方向，本次交易有助于万华电池完善上游原料产业链，增强其在电池产业尤其是磷酸铁锂产业的核心竞争力；2) 安纳达的钛白粉业务与万华化学现有的涂料、塑料和油墨等业务具有极强的互补及协同效应；3) 万华化学能利用自身经验及运营能力，在一定程度上为标的公司未来发展提供支持和保障；4) 根据万华化学2023年度业绩快报，公司2023年营收1753.6亿元，归母净利润168.1亿元，对应EPS为5.36元，当前股价对应PE为14.6X。公司主营业务聚氨酯行业与地产相关性较高，2023年房地产行业下行，新开工、销售面积等同比下滑，国内家具市场需求较为疲弱，聚氨酯行业景气度下降。而聚氨酯行业总体供给偏宽松，景气度回暖需要一定时间，因此我们下调公司2024-2025年归母净利润预测为193.84/224.73亿元（原值222.57/272.82亿元），同比增速+15.3%/+15.9%，对应EPS为6.17/7.16元，当前股价对应PE为12.7/10.9X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 万华化学发布关于对外投资暨《股权变更框架协议》进展公告

2024年2月26日，万华化学公告表示不再受让铜化集团的部分股份，而是通过万华化学全资子公司万华化学集团电池科技有限公司（以下简称“万华电池”）直接受让铜化集团所持有的安纳达及六国化工的部分股权。当日，万华电池与铜化集团签署《安徽安纳达钛业股份有限公司股份转让协议》和《安徽六国化工股份有限公司股份转让协议》，万华电池通过协议转让方式，分别受让铜化集团持有的安纳达15.20%和六国化工5%的股权，交易总金额4.15亿元。其中，以转让协议签署日的前一交易日安纳达二级市场收盘价9.15元为每股单价，受让铜化集团持有的安纳达3268.30万股股份，占安纳达总股份的15.20%，交易金额人民币2.99亿元；受让铜化集团持有的六国化工2608.00万股股份，占六国化工总股份的5.00%，以转让协议签署日的前一交易日六国化工二级市场收盘价即4.44元为每股单价，交易金额为人民币1.16亿元。

交易完成后，对于安纳达，万华电池将成为其第一大股东，持股比例为15.20%，铜化集团仍持有安纳达14.7999%的股份。经协商一致，铜化集团和万华电池签署《一致行动人协议》约定：铜化集团在安纳达股东大会表决事项中与万华电池保持一致行动，铜化集团提名的董事在安纳达董事会表决事项中与万华电池提名的董事保持一致行动。万华电池为安纳达的控股股东，烟台市人民政府国有资产监督管理委员会为安纳达实际控制人。对于六国化工，万华电池将持有其5.00%股份，且承诺未来12个月内，万华化学及其控

制的公司不会成为六国化工的控股股东和实际控制人。

◆ 收购安纳达及六国化工股份有助于公司完善上游原料产业链

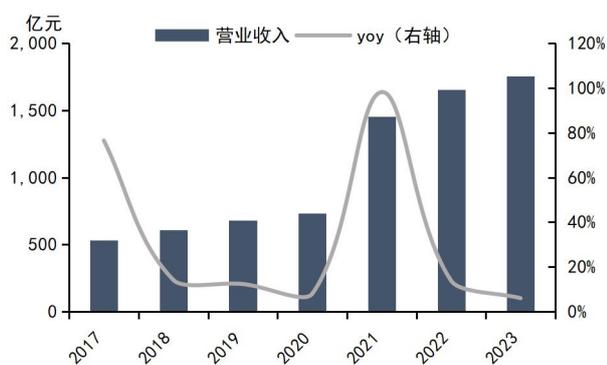
安纳达及六国化工主营业务涉及钛白粉、磷酸铁、磷复肥等。安纳达主要从事钛白粉产品的研发、生产和销售，主要产品为金红石型钛白粉、锐钛型钛白粉等系列产品，具备硫酸法钛白粉产能8万吨/年。安纳达控股子公司铜陵纳源材料科技有限公司从事磷酸铁产品的研发、生产和销售，主要产品为磷酸铁系列产品，磷酸铁产能15万吨/年。六国化工是华东地区磷复肥和磷化工一体化专业制造的大型企业，主营业务为化肥（含氮肥、磷肥、钾肥）、肥料（含复合肥料、复混肥料、水溶肥及微生物肥料）、化学制品（含精制磷酸、磷酸盐）、化学原料的生产加工和销售。六国化工拥有磷酸一铵产能30万吨/年、磷酸二铵产能64万吨/年、尿素产能30万吨/年、复合肥产能150万吨/年的生产能力。

万华电池为万华化学的重点培育方向，本次交易有助于万华电池完善上游原料产业链，增强其在电池产业尤其是磷酸铁锂产业的核心竞争力。安纳达的钛白粉业务与万华化学现有的涂料、塑料和油墨等业务具有极强的互补及协同效应。同时，万华化学能利用自身经验及运营能力，在一定程度上为标的公司未来发展提供支持和保障。

◆ 2023年万华化学营收、归母净利润实现同比增长

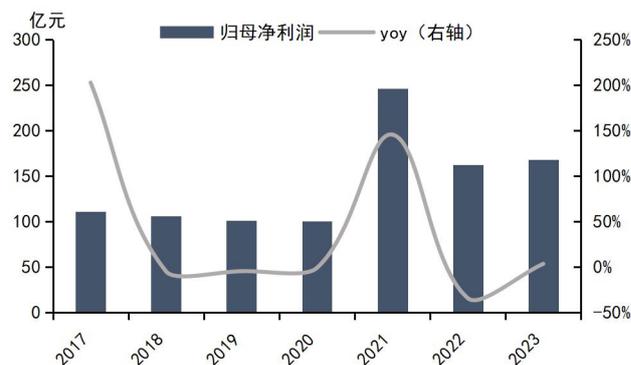
据万华化学2023年度业绩快报，公司营业收入、归母净利润实现同比增长。公司2023年实现营业收入1753.6亿元，同比+5.92%；归母净利润168.1亿元，同比+3.57%；归母扣非净利润164.1亿元，同比+3.87%。2023Q4单季度营业收入428.07亿元，同比+21.80%，环比-4.72%；归母净利润41.11亿元，同比+56.58%，环比-0.59%；归母扣非净利润39.80亿元，同比+65.34%，环比-3.34%。

图1: 万华化学年度营业收入（亿元）



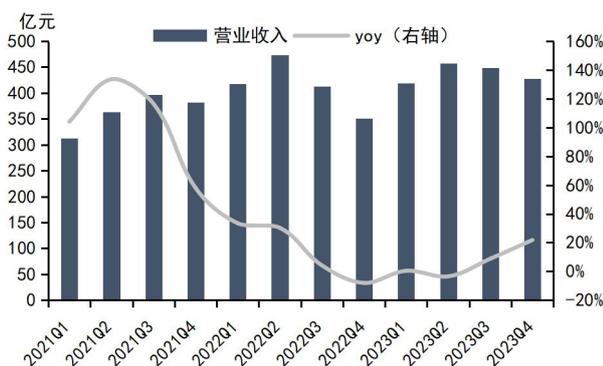
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 万华化学年度归母净利润（亿元）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 万华化学单季度营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

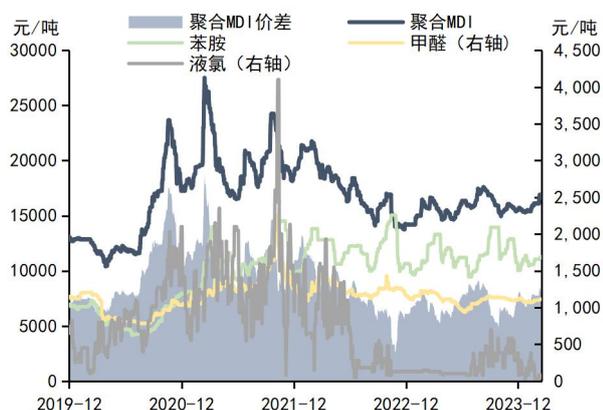
图4: 万华化学单季度归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

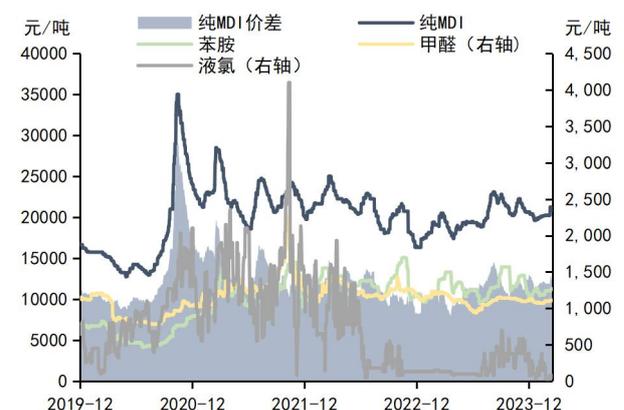
2023 年公司产品销售同比增长，但销售价格同比有所下降，同时受主要化工原料及能源价格下降等因素影响，产品生产成本也同比下降。据 Wind 数据，2023Q4 公司主营产品聚合 MDI/纯 MDI/TDI 市场均价分别为 15602/20874/17227 元/吨，同比+5%/+10%/-13%，环比-6%/-2%/-5%；价差分别为 6514/11786/12287 元/吨，同比+18%/+23%/-20%，环比-17%/-5%/-3%。MDI 价格、价差同比均有提升，TDI 价格、价差同比下降；MDI、TDI 价格、价差环比均下降。2024 年 1 月聚合 MDI/纯 MDI/TDI 市场均价分别为 15527/19976/16721 元/吨，同比+5%/+12%/-13%，环比+0%/-2%/+1%；价差分别为 7303/11751/12041 元/吨，同比+3%/+14%/-19%，环比-1%/-4%/+0%。

图5: 聚合 MDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 纯 MDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: TDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

◆ 投资建议

根据万华化学 2023 年度业绩快报, 公司 2023 年营收 1753.6 亿元, 归母净利润 168.1 亿元, 对应 EPS 为 5.36 元, 当前股价对应 PE 为 14.6X。公司主营业务聚氨酯行业与地产相关性较高, 2023 年房地产行业下行, 新开工、销售面积等同比下滑, 国内家具市场需求较为疲弱, 聚氨酯行业景气度下降。而聚氨酯行业总体供给偏宽松, 景气度回暖需要一定时间, 因此我们下调公司 2024-2025 年归母净利润预测为 193.84/224.73 亿元 (原值 222.57/272.82 亿元), 同比增速+15.3%/+15.9%, 对应 EPS 为 6.17/7.16 元, 当前股价对应 PE 为 12.7/10.9X, 维持“买入”评级。

表1: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价EPS (元)	收盘价EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
600426.SH	华鲁恒升	买入	26.94	2.96	2.1	2.76	9.1	12.8	9.8	2.0
002493.SZ	荣盛石化	买入	10.16	0.33	0.12	0.75	30.8	84.7	13.5	2.3
600309.SH	万华化学	买入	78.31	5.17	5.36	6.17	15.1	14.6	12.7	2.9

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 2 月 27 日。

◆ 风险提示

项目投产不及预期; 原材料价格上涨; 下游需求不及预期等。

相关研究报告:

- 《万华化学 (600309.SH) - 单季度业绩同比增长 28%, 继续推进重点项目建设工作》 —— 2023-10-16
- 《万华化学 (600309.SH) - 二季度经营开始改善, 需求回暖业绩有望上行》 —— 2023-07-28
- 《万华化学 (600309.SH) - 拟收购烟台巨力重塑 TDI 行业格局, 筑牢全球异氰酸酯巨头地位》 —— 2023-04-11
- 《万华化学 (600309.SH) - 卓越运营管理深化全球布局, 筑牢全球化工巨头地位》 —— 2023-03-21
- 《万华化学 (600309.SH) - 逆势中仍实现营收增长, 建设全球一流化工新材料公司》 —— 2023-02-14

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	34216	18989	23593	25599	22727	营业收入	145538	165565	175361	209754	251538
应收款项	10040	10059	11376	13607	15973	营业成本	107317	138132	143121	169321	203511
存货净额	18282	18185	22166	25485	29511	营业税金及附加	880	913	1013	1212	1432
其他流动资产	9753	4299	8152	9751	9973	销售费用	1052	1153	1315	1517	1819
流动资产合计	72291	51532	65287	74443	78184	管理费用	1892	1966	2696	2689	3190
固定资产	94585	115622	132887	148873	163793	研发费用	3168	3420	3753	4463	5310
无形资产及其他	7982	9980	9581	9182	8783	财务费用	1479	1235	2853	3245	3166
投资性房地产	11521	17480	17480	17480	17480	投资收益	492	408	360	420	396
长期股权投资	3930	6229	8686	11143	13548	资产减值及公允价值变动	(1069)	(19)	(527)	(538)	(361)
资产总计	190310	200843	233921	261121	281787	其他收入	(2918)	(2717)	(3753)	(4463)	(5310)
短期借款及交易性金融负债	58095	47218	65323	68304	61326	营业利润	29425	19839	20442	27190	33145
应付款项	20390	24205	25918	30468	36198	营业外净收支	(274)	(298)	(222)	(264)	(261)
其他流动负债	19518	23594	25123	29452	35131	利润总额	29151	19541	20220	26925	32884
流动负债合计	98002	95017	116364	128224	132655	所得税费用	4112	2499	2569	3554	4241
长期借款及应付债券	15644	16168	16168	16168	16168	少数股东损益	391	808	836	1114	1360
其他长期负债	4968	8321	11408	14495	17671	归属于母公司净利润	24649	16234	16814	22257	27282
长期负债合计	20612	24489	27576	30664	33839	现金流量表 (百万元)					
负债合计	118614	119506	143940	158887	166494	净利润	24649	16234	16814	22257	27282
少数股东权益	3197	4492	4902	5486	6106	资产减值准备	587	(883)	110	38	36
股东权益	68499	76845	85079	96748	109187	折旧摊销	7225	8275	10127	12933	14876
负债和股东权益总计	190310	200843	233921	261121	281787	公允价值变动损失	1069	19	527	538	361
关键财务与估值指标						财务费用	1479	1235	2853	3245	3166
每股收益	7.85	5.17	5.36	7.09	8.69	营运资本变动	(7181)	9934	(2712)	4855	8009
每股红利	2.13	3.34	2.73	3.37	4.73	其它	(302)	1169	299	546	584
每股净资产	21.82	24.47	27.10	30.81	34.78	经营活动现金流	26046	34747	25166	41167	51148
ROIC	21.34%	11.95%	12%	14%	16%	资本开支	0	(27979)	(27631)	(29096)	(29794)
ROE	35.98%	21.13%	20%	23%	25%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	26%	17%	18%	19%	19%	投资活动现金流	(2616)	(30278)	(30088)	(31553)	(32199)
EBIT Margin	21%	12%	13%	15%	14%	权益性融资	(40)	850	0	0	0
EBITDA Margin	26%	17%	19%	21%	20%	负债净变化	3822	325	0	0	0
收入增长	98%	14%	6%	20%	20%	支付股利、利息	(6674)	(10490)	(8580)	(10589)	(14843)
净利润增长率	145%	-34%	4%	32%	23%	其它融资现金流	(1044)	(216)	18105	2981	(6978)
资产负债率	64%	62%	64%	63%	61%	融资活动现金流	(6788)	(19697)	9526	(7608)	(21822)
股息率	2.7%	4.3%	3.5%	4.3%	6.0%	现金净变动	16643	(15227)	4604	2006	(2872)
P/E	10.0	15.1	14.6	11.0	9.0	货币资金的期初余额	17574	34216	18989	23593	25599
P/B	3.6	3.2	2.9	2.5	2.3	货币资金的期末余额	34216	18989	23593	25599	22727
EV/EBITDA	9.5	12.9	11.6	9.3	8.1	企业自由现金流	0	7656	266	15212	24688
						权益自由现金流	0	7765	15880	15376	14952

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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6到12个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的6到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作为基准。A股市场以沪深300指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普500指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场代表性指数10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数±10%之间
		低配	行业指数表现弱于市场代表性指数10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032