

销量和利润双增，新一轮增长蓄力待发

2024 年 03 月 19 日

➤ **事件概述。**2024 年 3 月 18 日，万华化学发布 2023 年报，2023 年公司实现营业收入 1753.61 亿元，同比增长 5.92%，实现归母净利润 168.16 亿元，同比增长 3.59%，扣非归母净利润 164.39 亿元，同比增长 4.06%。2023 年四季度实现销售收入 428.07 亿元，同比增长 21.80%，实现扣非归母净利润 40.11 亿元，同比增长 66.61%。

➤ **聚氨酯和精细化学品业务销量大增，石化业务将迎来重要项目投产。**聚氨酯板块 2023 年实现产品销量 489 万吨，同比增长 16.99%，精细化学品板块实现产品销量 159 万吨，同比增长 67.37%，增量显著。2023 年第四季度聚氨酯板块实现销量 130 万吨，同比增长 25.00%，精细化学品板块实现销量 42 万吨，同比增长 55.56%。这主要得益于 MDI、TDI、聚醚、改性、PC、PMMA 产品等产品的新产能持续投产和市场份额提升。2023 年石化产品产销规模相对稳定。烟台乙烯二期以及蓬莱一期等项目已从土建工程转入到设备安装阶段，2024 年石化业务有望迎来重要产能投产。

➤ **投资并购与股权合作活跃，加速引领行业资源整合。**2023 年，公司完成了对烟台巨力的并购，现持有烟台巨力 90% 股权，公司已成为全球最大的 TDI 供应商。公司与福斯特、天合光能成立运营 POE 业务的合资公司；公司宣布了对六国化工和安纳达的并购合作项目，完善公司在电池材料领域的产业链布局。同时，公司对电池材料板块进行了重组，引入中辚投资公司。

➤ **技术创新成果丰富，多个事业部迸发亮点业务。**公司 2023 年多项重大技术成果落地：MDI 低盐酸比新工艺投用，装置能耗进一步降低；新一代 TDI 技术装置在福建投产，聚醚连续化单套产能提升至 50 万吨/年，为全球最大；自主开发的 POCHP 工业化装置即将开车；自主研发的异氰酸酯固化剂、聚醚胺、甲基胺装置开车成功；用于超高压电缆的 XLPE 中试开车成功。在业务方面：新成立氯产品事业部，国内直销客户数量第一；PC 产品国内流通量提升至国内第二，出口量占中国首位；电池材料三元正极业务逐渐向好；TPU 车衣膜业务国内市场份额居于首位。以上，为公司未来数年业务增长奠定良好基础。

➤ **投资建议：**公司是国内化工行业龙头，在聚氨酯、石化、精细化学品、新材料等领域通过持续的技术创新和产业链布局，已经建立了较强的竞争优势。2024 年将迎来 POE、乙烯二期、蓬莱一期项目投产。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 198.37、230.30、266.01 亿元，对应 PE 分别为 13x、11x、9x。我们看好公司发展趋势，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 下游需求下滑；2) 新项目建设进度不及预期；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	175,361	217,191	260,647	311,895
增长率 (%)	5.9	23.9	20.0	19.7
归属母公司股东净利润 (百万元)	16,816	19,837	23,030	26,601
增长率 (%)	3.6	18.0	16.1	15.5
每股收益 (元)	5.36	6.32	7.34	8.47
PE	15	13	11	9
PB	2.8	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 3 月 18 日收盘价）

推荐

维持评级

当前价格：

78.99 元



分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

研究助理 费晨洪

执业证书：S0100122080022

邮箱：feichenhong@mszq.com

相关研究

1. 万华化学 (600309.SH) 业绩快报点评：营收和利润逆势双增，股东回报有望继续增强-2024/02/05
2. 万华化学 (600309.SH) 收购铜化集团点评：为电池材料业务扬帆，擘画第二增长曲线-2023/11/08
3. 万华化学 (600309.SH) 2023 年三季度报点评：季度净利同比增长 28%，各板块销量稳步增长-2023/10/16
4. 万华化学 (600309.SH) 2023 年中报点评：业绩持续回升，符合市场预期-2023/07/31
5. 万华化学 (600309.SH) 2023 年一季报点评：业绩修复超预期，三大板块各有亮点-2023/04/21

公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	175,361	217,191	260,647	311,895
营业成本	145,926	181,247	218,861	263,628
营业税金及附加	960	1,303	1,564	1,871
销售费用	1,346	1,368	1,434	1,715
管理费用	2,450	2,172	2,606	3,119
研发费用	4,081	4,344	5,213	6,238
EBIT	21,376	27,348	31,680	36,174
财务费用	1,676	2,933	3,368	3,496
资产减值损失	-135	-223	-270	-325
投资收益	621	434	521	624
营业利润	20,389	24,627	28,564	32,977
营业外收支	-379	-110	-100	-100
利润总额	20,010	24,517	28,464	32,877
所得税	1,710	3,187	3,700	4,274
净利润	18,300	21,330	24,764	28,603
归属于母公司净利润	16,816	19,837	23,030	26,601
EBITDA	32,766	40,205	46,902	53,900

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,710	16,479	22,013	26,369
应收账款及票据	9,144	11,841	14,211	17,005
预付款项	2,203	1,812	2,189	2,636
存货	20,650	22,122	26,713	32,177
其他流动资产	6,157	11,775	13,436	15,394
流动资产合计	61,864	64,029	78,561	93,582
长期股权投资	7,046	9,046	10,046	11,046
固定资产	98,764	114,251	128,808	143,216
无形资产	10,786	11,746	12,645	13,055
非流动资产合计	191,176	212,722	234,886	259,412
资产合计	253,040	276,751	313,447	352,994
短期借款	43,526	47,526	49,526	50,526
应付账款及票据	45,594	34,760	41,973	50,559
其他流动负债	19,537	26,037	29,394	33,379
流动负债合计	108,657	108,323	120,893	134,464
长期借款	39,811	45,811	50,811	54,811
其他长期负债	10,118	12,037	12,537	13,037
非流动负债合计	49,929	57,848	63,348	67,848
负债合计	158,586	166,171	184,241	202,312
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	5,798	7,291	9,025	11,027
股东权益合计	94,454	110,580	129,205	150,681
负债和股东权益合计	253,040	276,751	313,447	352,994

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力 (%)				
营业收入增长率	5.92	23.85	20.01	19.66
EBIT 增长率	3.77	27.94	15.84	14.18
净利润增长率	3.59	17.96	16.10	15.50
盈利能力 (%)				
毛利率	16.79	16.55	16.03	15.48
净利润率	9.59	9.13	8.84	8.53
总资产收益率 ROA	6.65	7.17	7.35	7.54
净资产收益率 ROE	18.97	19.20	19.16	19.05
偿债能力				
流动比率	0.57	0.59	0.65	0.70
速动比率	0.33	0.34	0.38	0.41
现金比率	0.22	0.15	0.18	0.20
资产负债率 (%)	62.67	60.04	58.78	57.31
经营效率				
应收账款周转天数	19.03	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	51.65	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.77	0.82	0.88	0.94
每股指标 (元)				
每股收益	5.36	6.32	7.34	8.47
每股净资产	28.24	32.90	38.28	44.48
每股经营现金流	8.53	7.46	14.25	16.41
每股股利	1.60	1.96	2.27	2.62
估值分析				
PE	15	13	11	9
PB	2.8	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.86	8.04	6.89	6.00
股息收益率 (%)	2.03	2.48	2.87	3.32

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	18,300	21,330	24,764	28,603
折旧和摊销	11,389	12,856	15,222	17,726
营运资金变动	-5,351	-14,014	1,232	1,496
经营活动现金流	26,797	23,419	44,752	51,537
资本开支	-43,070	-32,512	-36,456	-41,322
投资	-1,870	-2,000	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-44,830	-34,077	-36,965	-41,728
股权募资	76	0	0	0
债务募资	33,887	11,919	7,500	5,500
筹资活动现金流	22,809	3,427	-2,253	-5,453
现金净流量	4,684	-7,231	5,534	4,357

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登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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。

评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，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，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问、咨询服务等相关服务，本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026