

万华化学 (600309.SH)

2023年业绩同比提升，看好公司长期发展

买入

核心观点

2023年公司业绩同比提升。公司发布2023年年度报告，2023年营收1753.6亿元（同比+5.9%），归母净利润168.2亿元（同比+3.6%）；其中2023Q4单季度营收428.1亿元（同比+21.8%，环比-4.7%），归母净利润41.1亿元（同比+56.6%，环比-0.5%），扣非归母净利润40.1亿元（同比+66.6%，环比-2.6%）。2023Q4销售毛利率为16.9%（同比+0.9pct，环比-0.6pct），销售净利率为10.4%（同比+2.4pct，环比+0.1pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为0.8%、1.7%、2.8%、1.1%，总费用率6.4%（同比-0.6pct，环比+0.7pct）。2023年营收、归母净利润均同比提升，毛利率、净利率同比均改善。公司主要产品销量增加，产品销售价格、原料同比有所下降。

2023年聚氨酯下游需求小幅增长，价格有所下降。公司拥有MDI、TDI产能310、95万吨。福建MDI装置将通过技改将MDI产能由40万吨/年扩至80万吨/年，TDI产能由25万吨/年扩至33万吨/年。2023年全球聚氨酯市场依然面临国内需求逐渐恢复、外需疲软的局面，但下游需求在冰箱冷柜、汽车行业、无醛板、氨纶行业带动下，全年依然实现小幅增长，而整体价格有所下降。纯MDI产品全年消费需求向好，下游主要行业外贸、内需订单增加；聚合MDI产品随着国际海运费逐步回落到合理水平，下游冰箱、冷柜行业出口业务增长明显，但投资需求不及预期；TDI产品在家居和汽车两大下游行业的引领下，市场需求有所增加。2023年纯MDI/聚合MDI/TDI市场均价约为2/1.6/1.65万元/吨。

2023年石化产品价格整体下降。公司石化业务主要发展C2、C3和C4烯烃衍生物，目前拥有一套75万吨/年的PO/AE一体化装置和100万吨/年的乙烯装置，蓬莱一期的90万吨/年PDH装置以及烟台120万吨/年的乙烯装置正在建设中。2023年全年，石化产品价格整体下降为主。

2023年公司主要原料价格同比下降。受原油价格下降、国内煤炭供需偏宽松等因素影响，2023年公司主要原料纯苯/煤炭/丙烷/丁烷均价同比下降约10.77%/25.09%/21.98%/21.39%。

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。

投资建议：公司主营业务聚氨酯行业与地产相关性较高，聚氨酯行业景气度待回暖。公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，同时新项目稳步推进。我们维持公司2024-2025年盈利预测，新增2026年盈利预测，即2024-2026年归母净利润预测为193.84/224.73/233.37亿元，同比增速+15.3%/+15.9%/+3.8%，对应EPS为6.17/7.16/7.43元，当前股价对应PE为12.8/11.0/10.6X，维持“买入”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	196,913	223,259	243,129
(+/-%)	13.8%	5.9%	12.3%	13.4%	8.9%
归母净利润(百万元)	16234	16816	19384	22473	23337
(+/-%)	-34.1%	3.6%	15.3%	15.9%	3.8%
每股收益(元)	5.17	5.36	6.17	7.16	7.43
EBIT Margin	12.1%	11.7%	14.2%	14.2%	13.6%
净资产收益率(ROE)	21.1%	19.0%	19.9%	20.8%	19.6%
市盈率(PE)	15.3	14.7	12.8	11.0	10.6
EV/EBITDA	13.0	13.2	10.4	9.0	8.7
市净率(PB)	3.23	2.80	2.55	2.30	2.08

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	78.99元
总市值/流通市值	248009/248009百万元
52周最高价/最低价	99.78/66.78元
近3个月日均成交额	941.36百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

《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》——2024-02-28

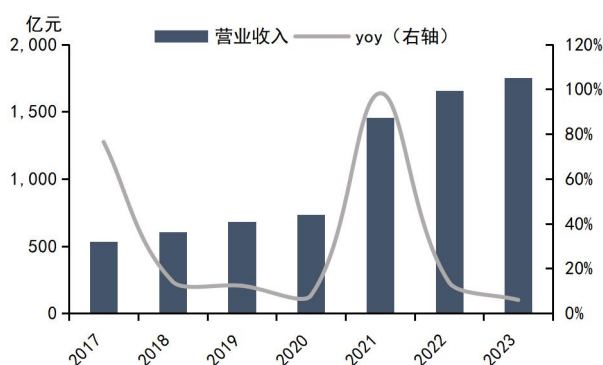
《万华化学(600309.SH)-单季度业绩同比增长28%，继续推进重点项目建设工作》——2023-10-16

《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

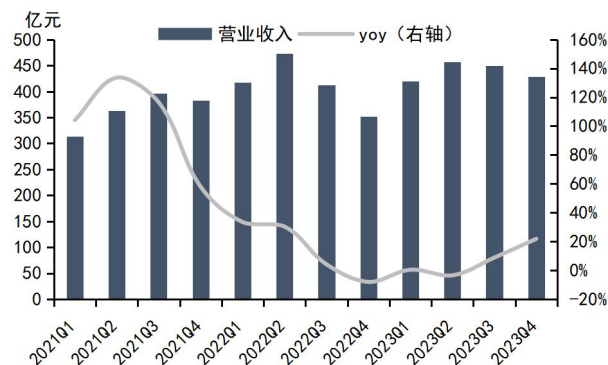
《万华化学(600309.SH)-拟收购烟台巨力重塑TDI行业格局，筑牢全球异氰酸酯巨头地位》——2023-04-11

《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

2023 年公司业绩同比提升。公司发布 2023 年年度报告，2023 年营收 1753.6 亿元（同比+5.9%），归母净利润 168.2 亿元（同比+3.6%）；其中 2023Q4 单季度营收 428.1 亿元（同比+21.8%，环比-4.7%），归母净利润 41.1 亿元（同比+56.6%，环比-0.5%），扣非归母净利润 40.1 亿元（同比+66.6%，环比-2.6%）。2023Q4 销售毛利率为 16.9%（同比+0.9pct，环比-0.6pct），销售净利率为 10.4%（同比+2.4pct，环比+0.1pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.8%、1.7%、2.8%、1.1%，总费用率 6.4%（同比-0.6pct，环比+0.7pct）。2023 年营收、归母净利润均同比提升，毛利率、净利率同比均改善。2023 年营收、归母净利润均同比提升，毛利率、净利率同比均改善。公司主要产品销量增加，产品销售价格、原料同比有所下降。

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

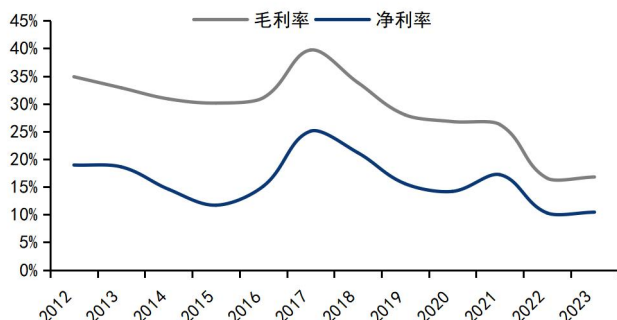
图3: 万华化学年度归母净利润（亿元）


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）

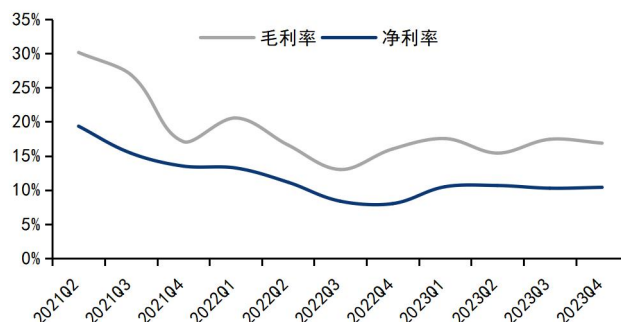

资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图5: 万华化学毛利率、净利率



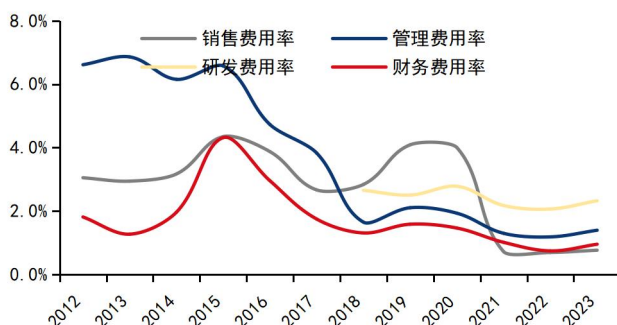
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 万华化学季度毛利率、净利率



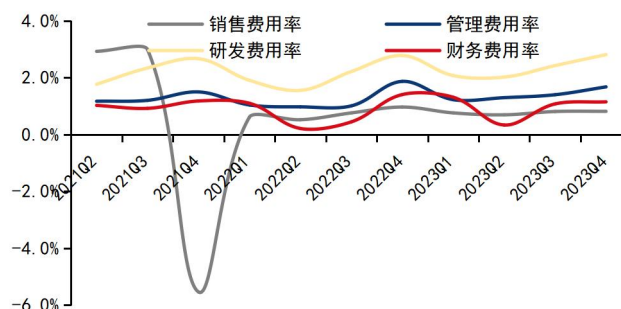
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: 万华化学销售、管理、研发、财务费用率



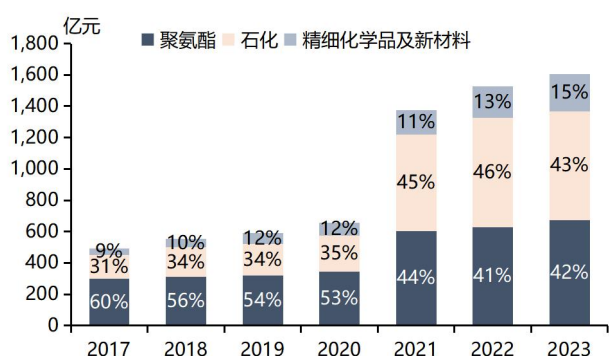
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率



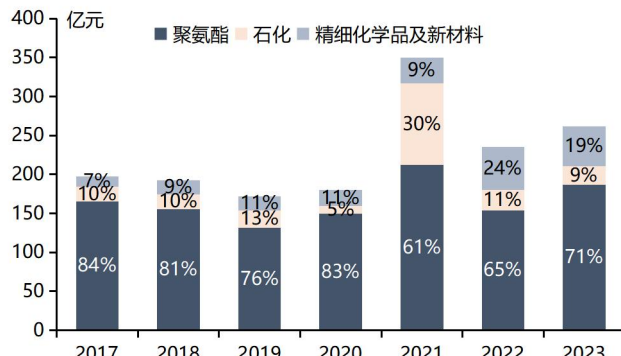
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图9: 万华化学分板块营业收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 万华化学分板块毛利 (亿元)

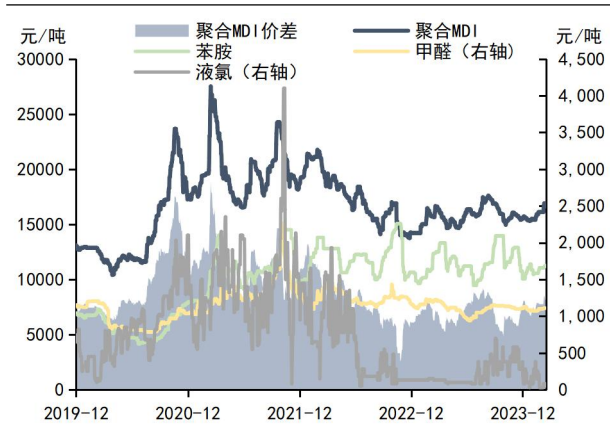


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2023年聚氨酯下游需求小幅增长，价格有所下降。公司拥有MDI产能310万吨，TDI产能95万吨。福建MDI装置将通过技术改造，将MDI产能由40万吨/年扩至80万吨/年，TDI产能由25万吨/年扩至33万吨/年。2023年全球聚氨酯市场依然面临国内需求逐渐恢复、外需疲软的局面，但下游需求在冰箱冷柜、汽车行业、无醛板、氨纶行业带动下，全年依然实现小幅增长。2023年，聚氨酯系列产品整体价格呈下降趋势。纯MDI产品全年消费需求向好，下游主要行业外贸、内需订单增加，全年市场均价在20,000元/吨左右；聚合MDI产品随着国际海运费逐步回落到合理水平，下游冰箱、冷柜行业出口业务增长明显，但投资需求不及预期，全年市场均价在16,000元/吨左右；TDI产品在家居和汽车两大下游行业的引领下，市场需求有所增加，全年市场均价在16,500元/吨左右。

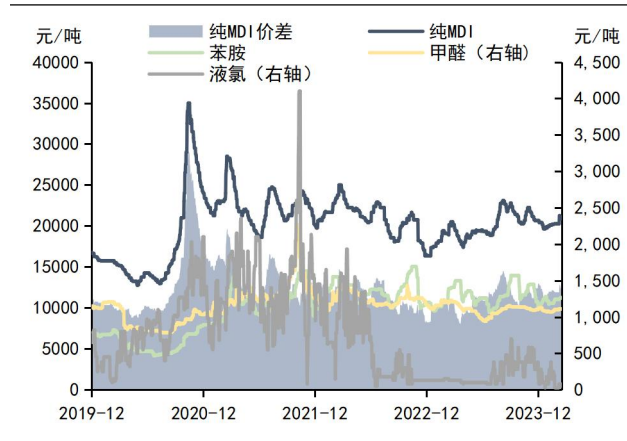
2023年四季度MDI价格、价差同比均有提升，TDI价格、价差同比下降；MDI、TDI价格、价差环比均下降。据Wind数据，2023Q4公司主营产品聚合MDI/纯MDI/TDI市场均价分别为15602/20874/17227元/吨，同比+5%/+10%/-13%，环比-6%/-2%/-5%；价差分别为6514/11786/12287元/吨，同比+18%/+23%/-20%，环比-17%/-5%/-3%。

图11: 聚合MDI价格与价差(元/吨)



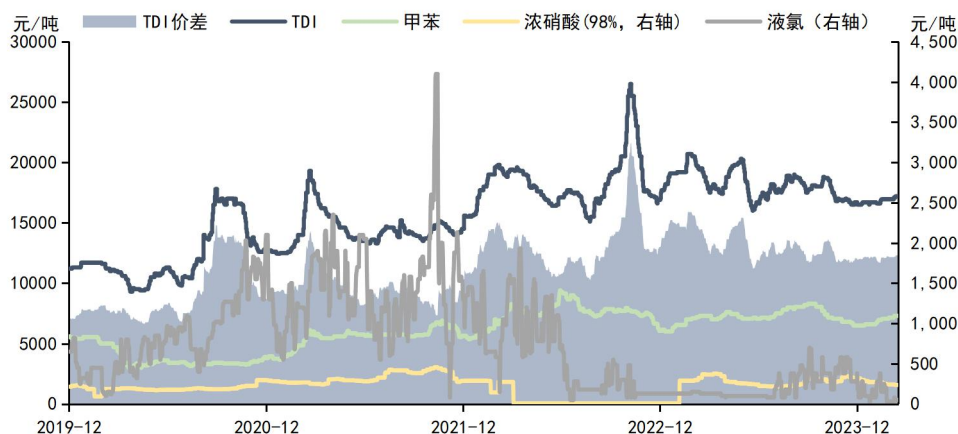
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图12: 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13: TDI价格与价差(元/吨)



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

2023 年石化产品价格整体下降。公司石化业务目前主要发展 C2、C3 和 C4 烯烃衍生物，目前拥有一套 75 万吨/年的 PO/AE 一体化装置和 100 万吨/年的乙烯装置，蓬莱一期的 90 万吨/年 PDH 装置以及烟台 120 万吨/年的乙烯装置正在建设中。2023 年全年，石化产品价格整体下降为主。

2023 年公司主要原料价格同比下降。受原油价格下降、国内煤炭供需偏宽松等因素影响，公司主要原料纯苯、煤炭、丙烷、丁烷价格同比下降。受原油价格下降等因素影响，2023 年纯苯均价同比下降。全年价格呈现两次先涨后落的变动，下半年均价高于上半年。2023 年纯苯年度均价为 7,250 元/吨，同比下降 10.77%。随着国内煤炭产量以及进口量增加，国内煤炭供需整体偏宽松，2023 年煤炭价格重心整体下移。2023 年动力煤 5000 大卡均价 851 元/吨，同比下降 25.09%。2023 年丙烷、丁烷价格同比下降，CP 丙烷均价 575 美元/吨，同比下降 21.98%；CP 丁烷均价 577 美元/吨，同比下降 21.39%。

公司各个基地项目顺利技改、开车，高端化工新材料方面持续推进。2023 年烟台产业园大修，共 46 套装置大修技改；匈牙利 BC 公司顺利实施 40 万吨 MDI 技改扩能项目；万华福建 40 万吨/年 PVC 装置、25 万吨/年 TDI 装置、36 万吨/年苯胺装置均按计划或提前开车；万华四川乙炔产业链高产满产，成本持续降低，部分电池项目建成投产。公司自主研发的异氰酸酯固化剂、聚醚胺、甲基胺装置一次性开车成功；卡波姆一次性开车成功；医疗用 PMMA 新产品开发成功，销量逐步提升；XLPE、MS 树脂等中试开车。电池材料业务作为公司第二增长曲线，2023 年三元正极业务逐渐向好，磷酸铁锂、NMP 及湿法冶金业务顺利推进中。

投资建议：公司主营业务聚氨酯行业与地产相关性较高，聚氨酯行业景气度待回暖。公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，同时新项目稳步推进。我们维持公司 2024-2025 年盈利预测，新增 2026 年盈利预测，即 2024-2026 年归母净利润预测为 193.84/224.73/233.37 亿元，同比增速+15.3%/+15.9%/+3.8%，对应 EPS 为 6.17/7.16/7.43 元，当前股价对应 PE 为 12.8/11.0/10.6X，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 (元)	EPS			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
600426.SH	华鲁恒升	买入	25.73	2.96	2.1	2.76	8.7	12.3	9.3	1.9
002493.SZ	荣盛石化	买入	11.04	0.33	0.12	0.75	33.5	92.0	14.7	2.5
600309.SH	万华化学	买入	78.99	5.17	5.36	6.17	15.3	14.7	12.8	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 3 月 18 日。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18989	23710	25638	22779	24042	营业收入	165565	175361	196913	223259	243129
应收款项	10059	10125	11666	13227	14282	营业成本	138132	145926	159688	180964	198771
存货净额	18185	20650	21456	24026	26617	营业税金及附加	913	960	1082	1225	1335
其他流动资产	4299	7380	6700	7596	8925	销售费用	1153	1346	1434	1649	1772
流动资产合计	51532	61864	65461	67629	73867	管理费用	1966	2450	2479	2836	3022
固定资产	115622	149218	170693	191229	210585	研发费用	3420	4081	4249	4818	5208
无形资产及其他	9980	10786	10354	9923	9492	财务费用	1235	1676	4128	4495	4679
投资性房地产	17480	24126	24126	24126	24126	投资收益	408	621	507	512	547
长期股权投资	6229	7046	8604	10162	11473	资产减值及公允价值变动	(19)	(54)	(380)	(151)	(195)
资产总计	200843	253040	279238	303069	329542	其他收入	(2717)	(3180)	(4249)	(4818)	(5208)
短期借款及交易性金融负债	47218	52060	65065	67814	72373	营业利润	19839	20389	23981	27633	28694
应付款项	24205	45594	38352	42945	51407	营业外净收支	(298)	(379)	(317)	(331)	(343)
其他流动负债	23594	11004	19335	21670	20638	利润总额	19541	20010	23664	27302	28351
流动负债合计	95017	108657	122752	132430	144419	所得税费用	2499	1710	2525	2804	2911
长期借款及应付债券	16168	39811	39811	39811	39811	少数股东损益	808	1484	1755	2025	2103
其他长期负债	8321	10118	12693	15268	17584	归属于母公司净利润	16234	16816	19384	22473	23337
长期负债合计	24489	49929	52504	55079	57395	现金流量表 (百万元)					
负债合计	119506	158586	175256	187509	201813	净利润	16234	16816	19384	22473	23337
少数股东权益	4492	5798	6703	7604	8603	资产减值准备	(883)	(56)	82	28	26
股东权益	76845	88656	97278	107956	119126	折旧摊销	8275	10136	12746	16385	18861
负债和股东权益总计	200843	253040	279238	303069	329542	公允价值变动损失	19	54	380	151	195
关键财务与估值指标						财务费用	1235	1676	4128	4495	4679
每股收益	5.17	5.36	6.17	7.16	7.43	营运资本变动	9934	(1718)	2078	4505	4797
每股红利	3.34	2.87	3.43	3.76	3.88	其它	1169	746	823	873	973
每股净资产	24.47	28.24	30.98	34.38	37.94	经营活动现金流	34747	25977	35494	44415	48189
ROIC	11.95%	11.18%	11%	12%	12%	资本开支	0	(43122)	(34252)	(36669)	(38006)
ROE	21.13%	18.97%	20%	21%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	17%	19%	19%	18%	投资活动现金流	(2299)	(43939)	(35810)	(38227)	(39317)
EBIT Margin	12%	12%	14%	14%	14%	权益性融资	(26)	76	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	21%	22%	21%	负债净变化	325	23842	0	0	0
收入增长	14%	6%	12%	13%	9%	支付股利、利息	(10490)	(9002)	(10762)	(11795)	(12168)
净利润增长率	-34%	4%	15%	16%	4%	其它融资现金流	(27318)	(7074)	13006	2748	4559
资产负债率	62%	65%	65%	64%	64%	融资活动现金流	(47675)	22683	2244	(9047)	(7608)
股息率	4.2%	3.6%	4.3%	4.8%	4.9%	现金净变动	(15227)	4721	1928	(2859)	1263
P/E	15.3	14.7	12.8	11.0	10.6	货币资金的期初余额	34216	18989	23710	25638	22779
P/B	3.2	2.8	2.5	2.3	2.1	货币资金的期末余额	18989	23710	25638	22779	24042
EV/EBITDA	13.0	13.2	10.4	9.0	8.7	企业自由现金流	0	(15866)	5570	12725	15282
						权益自由现金流	0	902	14888	11441	15643

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