

买入（维持）

万华化学（600309）2023 年年报点评

全年销量增长、毛利率改善，项目推进打开中长期成长空间

2024 年 3 月 20 日

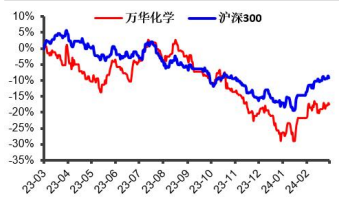
投资要点：

分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：
luliting@dgzq.com.cn

主要数据 2024 年 3 月 19 日

收盘价(元)	78.58
总市值(亿元)	2,467.21
总股本(百万股)	3,139.75
流通股本(百万股)	3,139.75
ROE(TTM)	18.97%
12 月最高价(元)	97.76
12 月最低价(元)	67.70

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 公司公布2023年年报，全年实现营业收入1753.61亿元，同比+5.92%；实现归母净利润168.16亿元，同比+3.59%；实现扣非归母净利润164.39亿元，同比+4.06%。公司将每10股派息16.25元，现金分红占公司归母净利润的30.34%。
- 全年销量增长、毛利率改善，四季度业绩同比大幅改善。公司全年利润同比实现增长，一方面是由于新装置产能快速释放，产品销量同比增长；另一方面，受主要化工原料及能源价格下降等因素影响，产品生产成本同比下降，全年毛利率同比小幅提升0.22个百分点至16.79%。单季度来看，公司四季度业绩同比快增、环比略降。公司Q4实现营业收入428.07亿元（YoY+21.80%，QoQ-4.72%），实现归母净利润41.13亿元（YoY+56.65%，QoQ-0.53%），实现扣非归母净利润40.11亿元（YoY+66.61%，QoQ-2.60%）。公司Q4毛利率是16.86%（YOY+0.85pcts，QOQ-0.57pcts），净利率是10.38%（YOY+2.39pcts，QOQ+0.13pcts）。
- 聚氨酯、新材料产品收入增长，石化产品收入下降。分产品来看，公司2023年聚氨酯系列产品实现销量489万吨，同比+16.93%，营业收入673.86亿元，同比+7.14%，毛利率是27.69%，同比+3.24pcts；石化系列产品实现销量472万吨，同比+4.02%，营业收入693.28亿元，同比-0.44%，毛利率是3.51%，同比-0.23pcts；精细化学品及新材料系列产品实现销量159万吨，同比+67.84%，实现营业收入238.36亿元，同比+18.45%，毛利率是21.42%，同比-6.21pcts。
- 在建项目稳步推进，打开中长期增长空间。公司120万吨/年乙烯项目开工仪式3月9日在万华烟台工业园乙烯裂解施工现场顺利举行，该项目下游规划高端聚烯烃，主要包括乙烯裂解装置、低密度聚乙烯（LDPE）装置、聚烯烃弹性体（POE）等装置。此外，公司福建MDI装置将通过技术改造，在现有基础上，将MDI产能由40万吨/年扩至80万吨/年，将TDI产能由25万吨/年扩至33万吨/年，进一步巩固公司在全球MDI和TDI领域的龙头地位。
- 投资建议：公司目前已形成深度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群。通过持续加大技术创新、不断延伸产业链、扩大高端化产品生产，公司将进一步夯实龙头地位，实现持续发展。预计公司2024年基本每股收益是6.03元，当前股价对应2024市盈率是13倍，维持买入评级。
- 风险提示：项目工程进度、收益不及预期风险；欧美经济需求走弱导致

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

出口不及预期风险；国内宏观经济复苏不及预期风险；原材料价格剧烈波动风险；行业竞争加剧风险；天灾人祸等不可抗力事件的发生。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	175361	198158	221937	241911
营业总成本	156440	175304	195329	211727
营业成本	145926	164471	183098	198367
营业税金及附加	960	1129	1265	1379
销售费用	1346	1427	1598	1814
管理费用	2450	2576	2885	3145
财务费用	1676	1500	1600	1700
研发费用	4081	4201	4883	5322
其他经营收益	1468	1058	1169	1264
公允价值变动净收益	82	10	10	0
投资净收益	621	650	680	700
其他收益	943	600	700	800
营业利润	20389	23911	27777	31448
加 营业外收入	64	50	60	80
减 营业外支出	444	300	350	380
利润总额	20010	23661	27487	31148
减 所得税	1710	3076	3573	4049
净利润	18300	20585	23914	27099
减 少数股东损益	1484	1647	1913	2168
归母公司所有者的净利润	16816	18938	22001	24931
基本每股收益(元)	5.36	6.03	7.01	7.94
PE	15	13	11	10

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国综合性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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所引致的任何损失负任何责任，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn