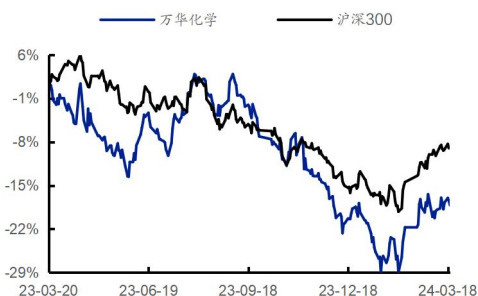


研究所：
 证券分析师：李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师：董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人：杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

经营彰显韧性，新项目顺利推进支撑未来成长

——万华化学（600309）2023 年年报点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/03/20

表现	1M	3M	12M
万华化学	3.9%	2.7%	-18.3%
沪深 300	5.1%	8.7%	-9.0%

市场数据

2024/03/20

当前价格(元)	77.88
52 周价格区间(元)	66.78-99.78
总市值(百万)	244,523.47
流通市值(百万)	244,523.47
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	683.09
近一月换手(%)	0.40

相关报告

《万华化学（600309）公司动态研究：2023 年业绩稳增长，联合福斯特、天合光能成立合资公司（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-02-21
 《万华化学（600309）公司动态研究：收购安纳达及六国化工部分股份，福建工业园 MDI 等装置停产检修（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏，贾冰》——2024-03-17
 《万华化学（600309）业绩快报点评报告：2023 年归母净利润同比增长，看好公司长期成长性（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-02-05

事件：

2024 年 3 月 18 日，万华化学发布 2023 年年度报告：2023 年实现营业收入 1754 亿元，同比增长 6%；实现归母净利润 168 亿元，同比增长 4%；实现扣非归母净利润 164 亿元，同比增长 4%；销售毛利率 16.8%，同比增长 0.2 个 pct，销售净利率 10.4%，同比增长 0.1 个 pct；经营活动现金流净额为 268 亿元。

2023 年 Q4 单季度，公司实现营业收入 428 亿元，同比+22%，环比-5%；实现归母净利润为 41 亿元，同比+57%，环比-1%；扣非后归母净利润 40 亿元；经营活动现金流净额为 97 亿元。销售毛利率为 16.9%，同比+0.9 个 pct，环比-0.6 个 pct。销售净利率为 10.4%，同比增长 2.4 个 pct，环比增长 0.1 个 pct。

投资要点：

■ 2023 年以量补价叠加成本端改善，经营彰显韧性

2023 年在市场外疲、内卷情况下，公司坚定不移地拓展国内外市场，助力公司营收和业绩稳健增长。2023 年公司实现营业收入 1754 亿元，同比增长 6%；实现归母净利润 168 亿元，同比增长 4%。分板块来看，2023 年，聚氨酯系列/石化系列/精细化工及新材料系列分别实现营业收入 674/693/238 亿元，同比分别变动+7%/-0.4%/+18%；实现毛利润分别为 187/24/51 亿元，同比分别为变动+21%/-6%/-8%；毛利率分别为 27.7%/3.5%/21.4%，同比分别变动+3.2 个 pct/-0.2 个 pct/-6.2 个 pct。2023 年公司三大板块产品市场价格由于终端需求弱势呈下降趋势，公司在逆势环境下提升主营产品市场占有率，聚氨酯系列/石化系列/精细化工及新材料系列产量分别为 499/475/165 万吨，同比分别增长 19.8%/5.7%/67.4%，销量分别为 489/472/159 万吨，同比分别增长 16.9%/4.0%/67.8%，销售价格同比分别下滑 8.4%/4.3%/29.2%。

成本端，主要原材料价格均有所下降，成本端压力有所缓解，2023 年纯苯年度均价为 7250 元/吨，同比下降 10.77%；动力煤 5000 大卡均价 851 元/吨，同比下降 25.09%；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%。

《万华化学（600309）2023年12月月报：宁波一期MDI复产，蓬莱90万吨PDH环评公示（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2024-01-12
《万华化学（600309）2023年11月月报：MDI价差上扬，蓬莱40万吨POE环评公示（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-12-25

■ 2023年Q4业绩同比改善，2024Q1聚合MDI价格价差回升

2023年Q4公司归母净利润为41.1亿元，同比增加14.9亿元，主要由于公司销量同比明显提升，营收规模扩大，叠加毛利率稳中有升，2023年Q4公司毛利润同比增加15.9亿元。环比来看，2023年Q4公司归母净利润环比减少0.2亿元，毛利率环比下降0.6个pct，毛利润环比减少6.1亿元至72.2亿元，管理费用/研发费用环比分别增加0.9/1.1亿元，其他收益/投资净收益环比均增加1.4亿元，所得税环比减少5.2亿元。

据Wind，截至2024年3月18日，2024Q1聚合MDI均价为16087元/吨，较2023年Q4均价上涨485元/吨，聚合MDI价差为9540元/吨，较2023年Q4均价价差上涨162元/吨。“以旧换新”政策背景下，预计家电需求有望复苏进而带动聚合MDI景气回升。而纯MDI和TDI下游需求持续疲软，截至2024年3月18日，2024Q1纯MDI均价为20418元/吨，较2023年Q4下降456元/吨；TDI均价/价差分别为16853/12594元/吨，较2024Q4分别下降306/356元/吨。

■ 2023年分红比例30.34%，公告未来三年股东回报计划

据公司2023年年报，2023年公司拟每10股派息16.25元（含税），合计现金分红51亿元，股利支付率为30.34%。未来三年（2024-2026年），公司将坚持以现金分红为主，保持利润分配政策的连续性和稳定性，在足额提取法定公积金、任意公积金后，每年以现金方式分配的利润应不低于当年实现的可分配利润的30%。若有股本扩张需要，公司亦可以采取股票方式分配股利。

■ 新项目有序推进，未来有望呈现高成长

公司作为全球聚氨酯龙头企业，规模优势显著。2023年，公司福建25万吨/年TDI项目投产，匈牙利BC公司40万吨MDI技改扩能项目顺利完成，同时完成了对烟台巨力的收购，聚氨酯业务竞争力进一步提升，截至2023年底，公司MDI产能达310万吨/年，TDI产能达95万吨/年，聚醚产能达111万吨/年，聚氨酯项目产能利用率达98%，公司成为全球最大的MDI和TDI供应商。同时，公司积极进行各项的建设工作，一方面继续推动福建MDI技改项目和TDI二期、乙烯二期、蓬莱基地等重点项目，另一方面稳步推进POE、柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化进程。截至2023年底，公司在建工程达505亿元，占固定资产比例达51%，随着公司新产能逐步落地，公司未来有望呈现高成长。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司主要产品价格价差，我们对公司业绩预测进行适当下调，预计公司2024-2026年归母净利润分别为211.80、274.28、346.77亿元，对应PE分别12、9、7倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、

丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	175361	201227	241593	276020
增长率(%)	6	15	20	14
归母净利润（百万元）	16816	21180	27428	34677
增长率(%)	4	26	30	26
摊薄每股收益（元）	5.36	6.75	8.74	11.04
ROE(%)	19	19	20	20
P/E	14.33	11.54	8.91	7.05
P/B	2.72	2.23	1.78	1.42
P/S	1.38	1.22	1.01	0.89
EV/EBITDA	9.66	7.12	5.56	4.76

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1：万华化学主要产品季度经营数据

项目	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022	2023 同比	2023Q4 同比	2023Q4 环比	
整体	营收(亿元)	428	449	457	419	351	413	473	418	1754	1656	5.9%	21.8%	-4.7%
	归母净利润(亿元)	41	41	45	41	26	32	50	54	168	162	3.6%	56.7%	-0.5%
	毛利润(亿元)	72	78	70	74	56	54	79	86	294	274	7.3%	28.3%	-7.8%
聚氨酯板块	营收(亿元)	173	173	171	157	140	156	176	156	674	629	7.1%	23.3%	0.0%
	销量(万吨)	130	124	124	111	104	107	112	95	489	418	17.0%	25.0%	4.8%
	价格(元/吨)	13312	13960	13770	14140	13492	14596	15725	16457	13780	15047	-8.4%	-1.3%	-4.6%
石化板块	营收(亿元)	175	157	179	182	133	171	204	188	693	696	-0.4%	31.1%	11.0%
	销量(万吨)									472	454	4.0%		
	价格(元/吨)									14688	15346	-4.3%		
精细化学品及新材料	营收(亿元)	62	63	59	53	49	48	54	51	238	201	18.4%	28.5%	-1.4%
	销量(万吨)	42	43	39	35	27	24	23	21	159	95	67.4%	55.6%	-2.3%
	价格(元/吨)	14865	14719	15190	15256	18000	20097	23365	24128	14991	21183	-29.2%	-17.4%	1.0%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

注：公司 2023 年石化板块销量口径发生变化，季度销量数据不具有可比性，因此不列示

表 2：万华化学主要经营指标变化情况

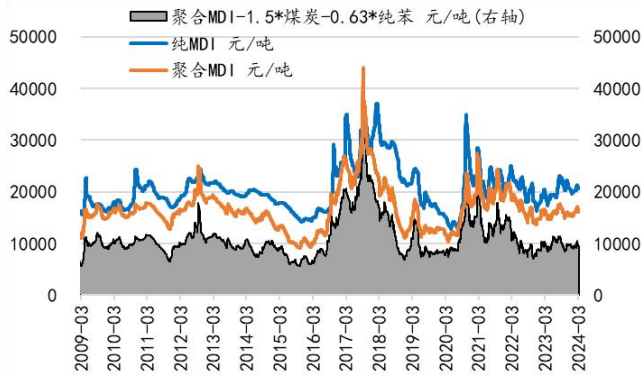
项目	2023H2	2023H1	2022H2	2022H1	2021H2	2021H1	2020H2	2020H1	2019H2	2019H1	2023H1 同比	2023H1 环比	
整体	净利润(亿元)	90	93	63	108	113	138	74	30	47	59	-14.3%	48.0%
	毛利润(亿元)	150	144	110	164	172	210	135	62	91	99	-12.5%	30.9%
聚氨酯板块	毛利润(亿元)	91	95	60	94	81	132	103	47	61	70	1.8%	59.0%
	产量(万吨)	253	246	201	215	200	201	164	123	133	135	14.4%	22.4%
	销量(万吨)	254	235	211	207	200	189	164	124	130	132	13.5%	11.4%
	单吨毛利(元/吨)	3590	4060	2844	4529	4039	6944	6264	3775	4724	5326	-10.4%	42.7%
	毛利率(%)	26.3%	29.1%	20.2%	28.2%	25.1%	46.3%	49.0%	34.9%	39.9%	42.6%	0.9%	8.9%
	价格(元/吨)	13628	13945	14052	16061	16076	14998	12787	10802	11827	12491	-13.2%	-0.8%
	单吨成本(元/吨)	10038	9885	11207	11532	12037	8054	6523	7027	7103	7165	-14.3%	-11.8%
石化板块	毛利润(亿元)	16	8	5	21	56	49	10	0	15	7	-59.7%	56.2%
	产量(万吨)	250	225	222	228	211	189	103	85	108	91	-1.3%	1.4%
	销量(万吨)					495	509	348	281	297	146		
	单吨毛利(元/吨)					1135	957	281	1	502	511		
	毛利率(%)	4.8%	2.31%	1.75%	5.3%	16.4%	18.0%	7.7%	0.0%	11.9%	10.0%	-3.0%	0.6%
	价格(元/吨)					6937	5318	3646	3709	4232	5129		
	单吨成本(元/吨)					5801	4361	3364	3708	3730	4617		
精细化学品及新材料板块	毛利润(亿元)	26	25	26	30	14	19	14	6	10	9	-16.8%	-3.6%
	产量(万吨)	86	79	52	46	43	36	32	25	23	20	71.7%	51.9%
	销量(万吨)	85	74	51	44	43	33	33	22	24	18	68.2%	45.1%
	单吨毛利(元/吨)	3084	3356	5051	6784	3284	5675	4242	2756	4046	4839	-50.5%	-33.6%
	毛利率(%)	20.8%	22.1%	26.6%	28.6%	15.9%	28.5%	29.5%	19.4%	25.1%	26.3%	-6.5%	-4.6%
	价格(元/吨)	14791	15221	18987	23729	20677	19919	14387	14227	16108	18434	-35.9%	-19.8%
	单吨成本(元/吨)	11707	11865	13936	16945	17393	14244	10145	11472	12062	13595	-30.0%	-14.9%

资料来源：wind，公司公告，国海证券研究所

注：公司 2023 年石化板块销量口径发生变化，半年度销量数据不具有可比性，因此不列示

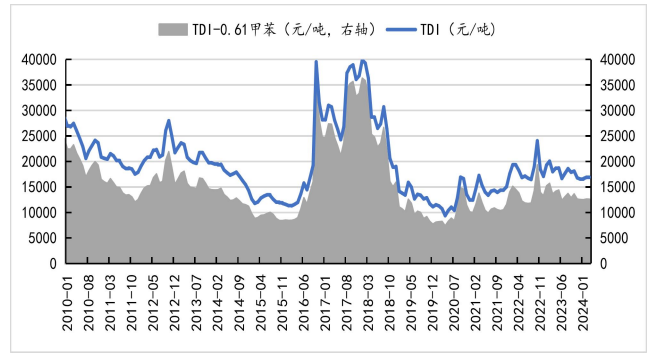
2、主要产品价格价差情况

图 1：聚合 MDI 价格价差情况



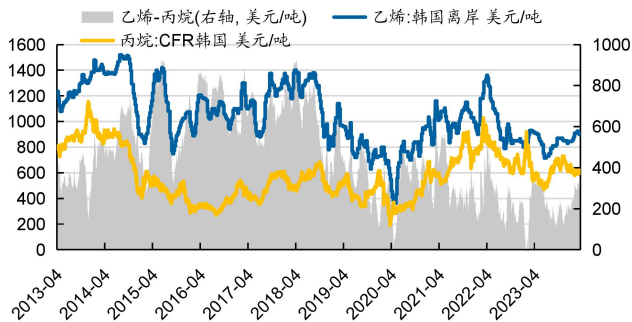
资料来源：wind，国海证券研究所

图 2：TDI 价格价差情况



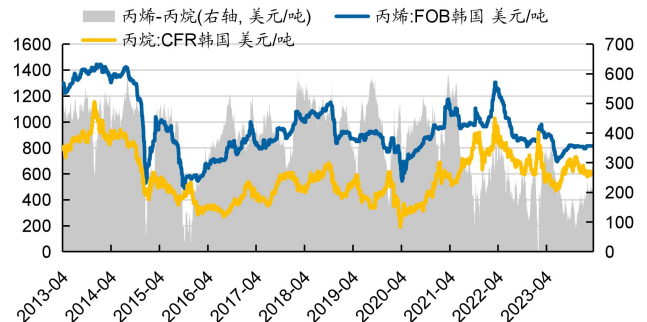
资料来源：wind，国海证券研究所

图 3：乙烯价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

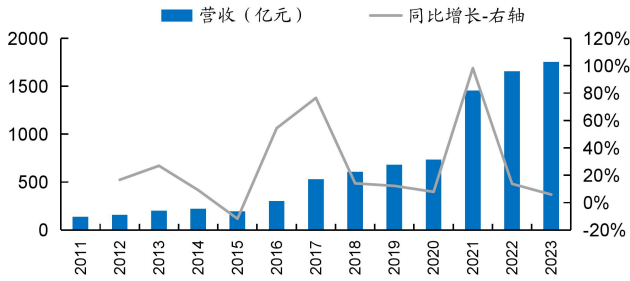
图 4：丙烯价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

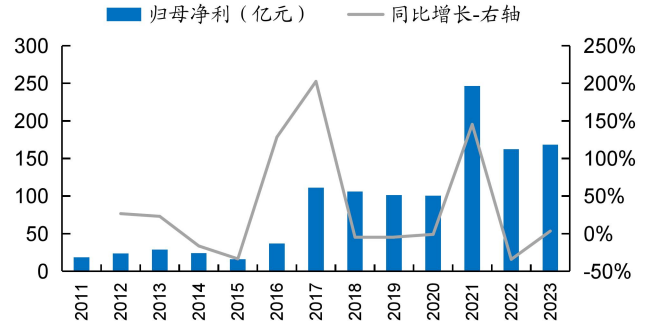
3、公司财务数据

图 5：2023 年营收同比上升 6%



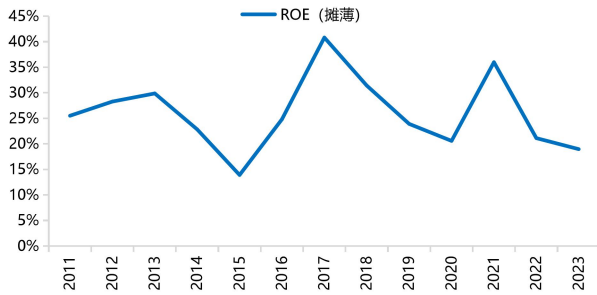
资料来源：wind，国海证券研究所

图 6：2023 年归母净利润同比上升 4%



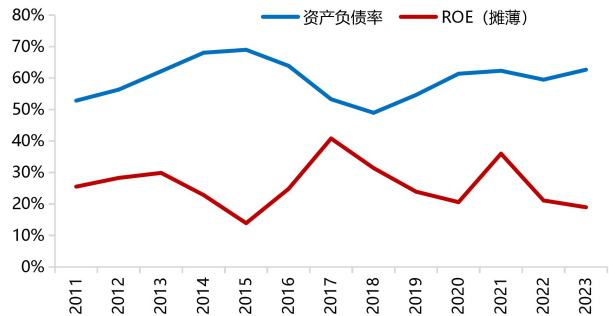
资料来源：wind，国海证券研究所

图 7：2023 年净资产收益率下滑



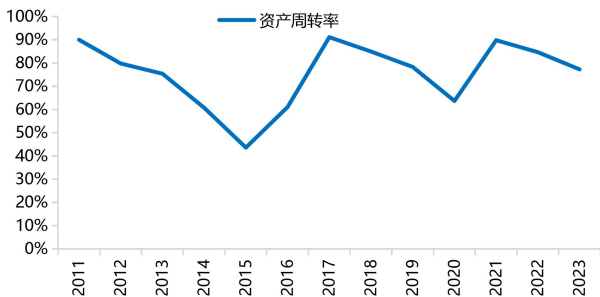
资料来源：wind，国海证券研究所

图 8：2023 年资产负债率上行



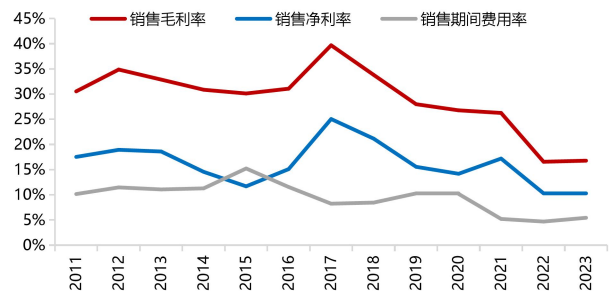
资料来源：wind，国海证券研究所

图 9：2023 年资产周转率为 77.27%



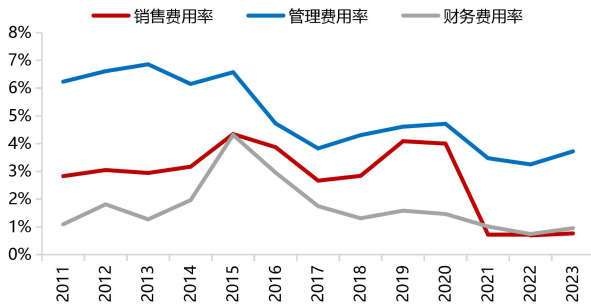
资料来源：wind，国海证券研究所

图 10：2023 年毛利率为 16.8%



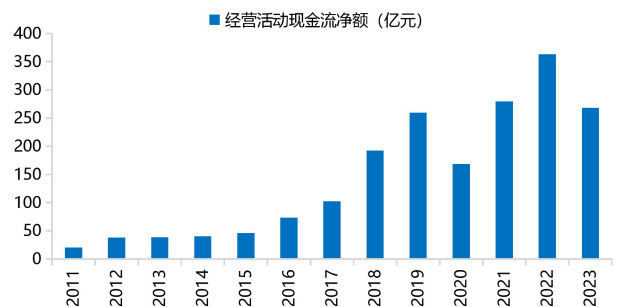
资料来源：wind，国海证券研究所

图 11: 2023 年期间费用率基本维持



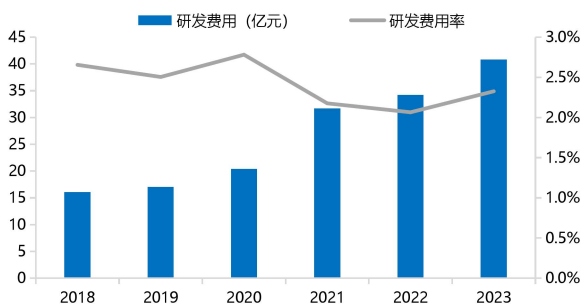
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 12: 2023 年经营活动现金流净额 268 亿元



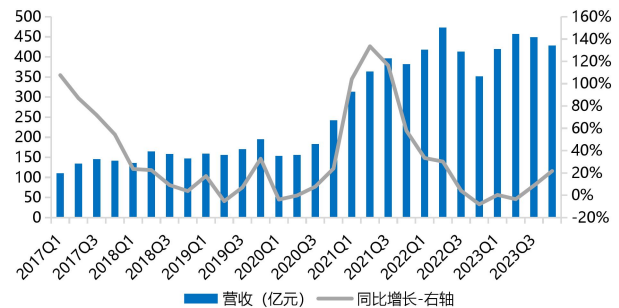
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 13: 2023 年研发费用达 41 亿元



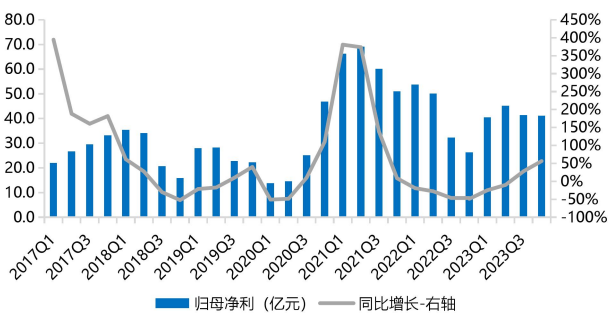
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 14: 2023 年 Q4 营收环比下降 5%



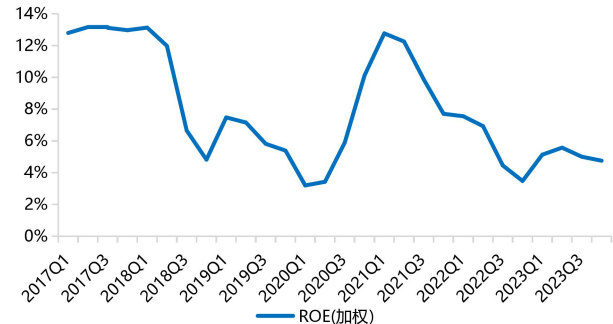
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 15: 2023 年 Q4 归母净利润环比下降 1%



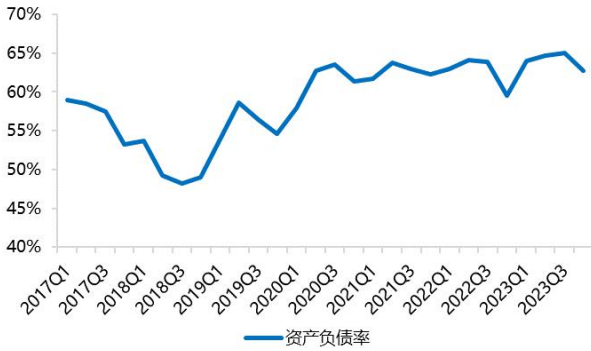
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 16: 季度净资产收益率



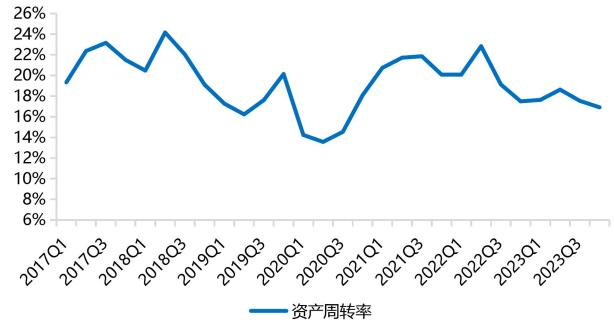
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 17: 季度资产负债率



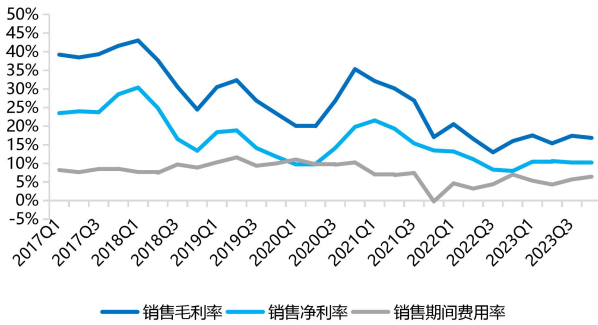
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 18: 季度资产周转率



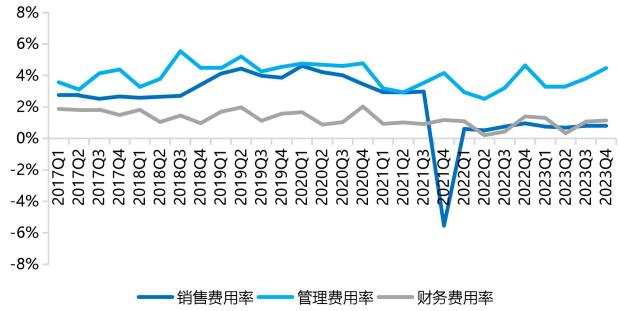
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 19: 季度毛利率及净利率



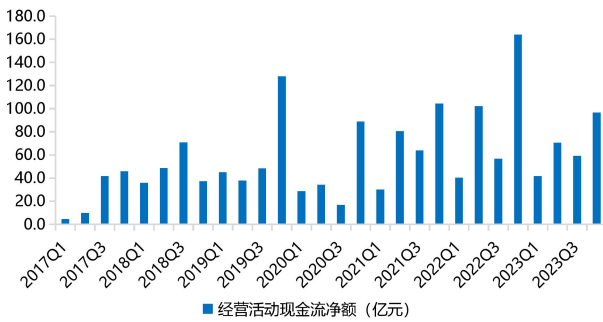
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 20: 季度期间费用率



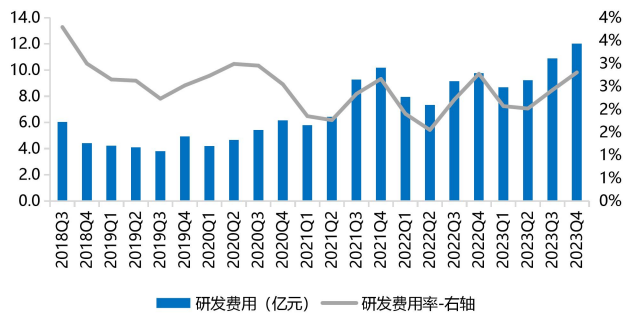
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 21: 2023 年 Q4 经营活动现金流净额 96.60 亿元



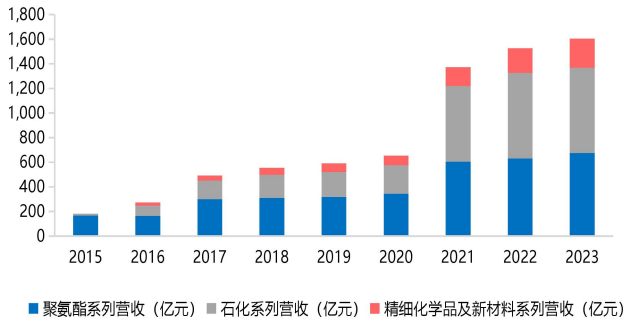
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 22: 季度研发费用情况



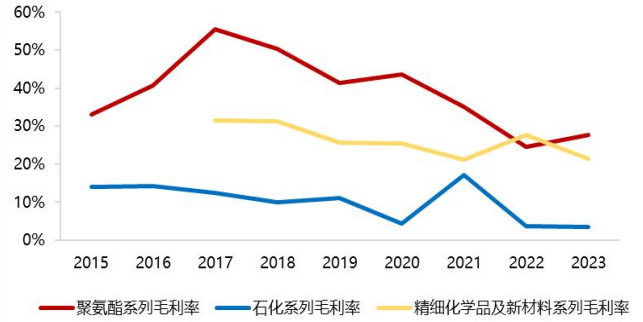
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 23: 公司主要产品收入情况



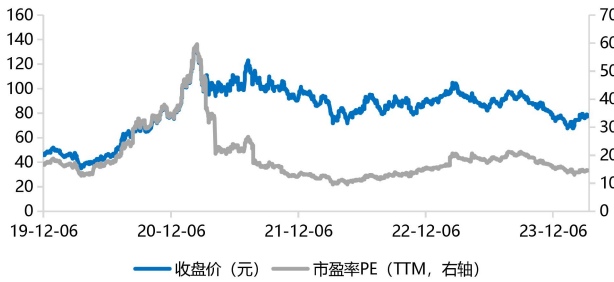
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 24: 公司主要产品毛利率



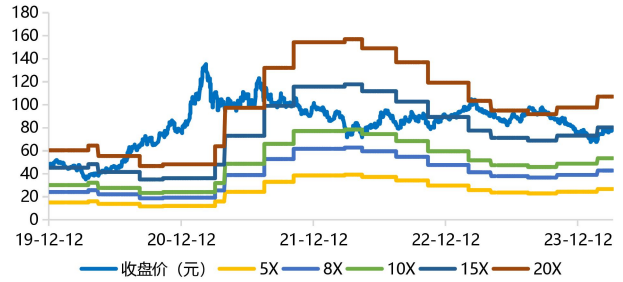
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 25: 收盘价及 PE (TTM)



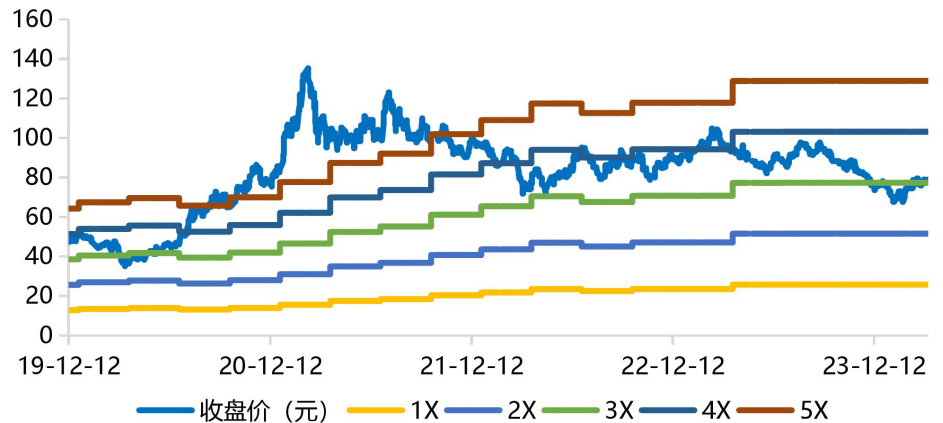
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 26: PE-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

图 27: PB-BAND



资料来源: wind, 国海证券研究所

4、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差，我们对公司业绩预测进行适当下调，预计公司2024-2026年归母净利润分别为211.80、274.28、346.77亿元，对应PE分别12、9、7倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

5、风险提示

政策落地情况；新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行；丙烷价格大幅震荡。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	77.88	投资评级:	买入	日期:	2024/03/20
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值		2023A	2024E	2025E	2026E
盈利能力					每股指标					
ROE	19%	19%	20%	20%	EPS		5.36	6.75	8.74	11.04
毛利率	17%	18%	19%	20%	BVPS		28.24	34.98	43.72	54.76
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值					
销售净利率	10%	11%	11%	13%	P/E		14.33	11.54	8.91	7.05
成长能力					P/B		2.72	2.23	1.78	1.42
收入增长率	6%	15%	20%	14%	P/S		1.38	1.22	1.01	0.89
利润增长率	4%	26%	30%	26%						
营运能力					利润表 (百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
总资产周转率	0.69	0.73	0.78	0.82	营业收入		175361	201227	241593	276020
应收账款周转率	19.18	18.71	18.94	18.83	营业成本		145926	164605	194892	221047
存货周转率	8.49	9.92	9.36	9.77	营业税金及附加		960	1207	1691	1656
偿债能力					销售费用		1346	1504	1933	1932
资产负债率	63%	57%	53%	45%	管理费用		2450	2213	2899	3069
流动比	0.57	0.56	0.64	0.77	财务费用		1676	2383	2257	2242
速动比	0.36	0.35	0.38	0.47	其他费用/(-收入)		4081	4108	5315	5796
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润		20389	26802	34266	42447
现金及现金等价物	23710	20000	23500	26000	营业外净收支		-379	5	9	11
应收款项	9144	10752	12754	14660	利润总额		20010	26807	34275	42458
存货净额	20650	20294	25804	28259	所得税费用		1710	3565	4559	5647
其他流动资产	8360	8662	9891	10658	净利润		18300	23242	29717	36811
流动资产合计	61864	59708	71948	79577	少数股东损益		1484	2062	2288	2134
固定资产	98764	120975	142038	158863	归属于母公司净利润		16816	21180	27428	34677
在建工程	50455	48805	48621	47906	现金流量表 (百万元)		2023A	2024E	2025E	2026E
无形资产及其他	34912	36953	38152	39771	经营活动现金流		26797	37930	58334	41325
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润		16816	21180	27428	34677
资产总计	253040	275045	310550	337282	少数股东损益		1484	2062	2288	2134
短期借款	43526	46395	38860	45895	折旧摊销		11389	18212	21852	24642
应付款项	45594	39687	51146	30886	公允价值变动		-82	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动		-5351	-5659	4582	-22243
其他流动负债	19537	21339	23202	26348	投资活动现金流		-44830	-41817	-44655	-43220
流动负债合计	108657	107420	113209	103129	资本支出		-43070	-40703	-43791	-42239
长期借款及应付债券	39811	39811	39811	39811	长期投资		-1870	-1708	-1338	-1523
其他长期负债	10118	10118	10118	10118	其他		110	594	473	542
长期负债合计	49929	49929	49929	49929	筹资活动现金流		22809	178	-10178	4395
负债合计	158586	157349	163137	153058	债务融资		33887	2868	-7534	7035
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资		76	0	0	0
股东权益	94454	117696	147413	184224	其它		-11154	-2691	-2644	-2639
负债和股东权益总计	253040	275045	310550	337282	现金净增加额		4684	-3710	3500	2500

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均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、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，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取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。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义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。