

## 股票投资评级

买入 | 维持

## 个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

## 公司基本情况

最新收盘价(元)	78.58
总股本/流通股本(亿股)	31.40 / 31.40
总市值/流通市值(亿元)	2,467 / 2,467
52周内最高/最低价	98.13 / 67.70
资产负债率(%)	62.7%
市盈率	14.66
第一大股东	烟台国丰投资控股集团 有限公司

## 研究所

分析师: 张泽亮  
SAC 登记编号: S1340523100003  
Email: zhangzeliang@cnpsec.com

## 万华化学(600309)

### 行业底部彰显龙头本色，强资本开支下静待风来

- **事件:** 公司3月18日发布年报, 2023年实现营收1753.61亿元, 同比+5.92%; 归母净利润为168.16亿元, 同比+3.59%。23Q4实现营收428.07亿元, 同比+21.8%, 环比-4.72%。单Q4归母净利润为41.13亿元, 同比+56.65%, 环比-0.54%。公司2023年年度利润分配预案, 拟向全体股东每10股派16.25元(含税), 合计约51亿元, 从分红比例来看, 派现额占净利润比例为30.34%。
- **聚氨酯、精细化学量增驱动营收增长, 23Q4产能投产+份额扩张驱动销量持续增长。** 2023年聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料/其他营收673.86/693.28/238.36/274.71亿元, 同比分别+7.14%/-0.44%/+18.45%/+7.82%, 聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料销量同比+16.93%/+4.02%/+67.84%, 均价同比-8.42%/-4.24%/-29.23%。公司2023年聚氨酯系列、精细化学品销量显著增长, 主因公司MDI、TDI、聚醚、改性产品等产品产能投产, 以及市场份额持续扩张。2023年原油价格下降、煤炭供给宽松使得核心原材料纯苯、煤炭、丙烷等价格下降, 公司产品均价下降。23Q4聚氨酯、精细化学品及新材料销量130/42万吨, 同比+25.00%/+55.56%, 环比+4.84%/-2.33%。
- **产能扩张+成本控制出色, 量增价减背景下整体毛利率微增。** 2023年公司毛利率/净利率为16.79%/10.44%, 同比+0.22pct/+0.15pct。23Q4公司毛利率/净利率9.94%/10.38%, 同比+1.68pcts/+2.39pcts, 环比-1.24pcts/-0.13pct。分产品, 聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料/其他产品毛利率为27.69%/3.51%/21.42%/9.70%, 同比+3.24pcts/-0.23pcts/-6.21pcts/-5.17pcts。公司产能持续扩张+成本控制能力优秀, 量增价减背景下整体毛利率略微增长。
- **国内外需求企稳+MDI库存低位, 公司逆势扩张弹性可期。** 3月13日国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》, 以旧换新推动家电、家居消费增长。今年美联储降息有望刺激房地产回暖, 修复海外需求。此外, 根据百川盈孚, 截止3月15日, 我国MDI工厂库存为7.85万吨, 处于近三年来22.49%分位。预期国内需求向好、海外企稳, 低库存MDI弹性可期。截至2023年末, 公司在建工程504.55亿元, 固定资产987.64亿元, 同比分别+8.06%、+7.55%。公司MDI、TDI产能推进, 后续乙烯二期及蓬莱一期产能陆续投产, 公司底部逆势扩张成长空间打开。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为203.32/217.02/247.04亿元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:**  
项目建设不及预期风险; 需求不及预期风险; 竞争格局恶化风险。

### ■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175361	197553	215863	237449
增长率(%)	5.92	12.65	9.27	10.00
EBITDA(百万元)	32765.62	40419.62	45012.84	51122.12
归属母公司净利润(百万元)	16815.76	20331.56	21702.27	24703.61
增长率(%)	3.59	20.91	6.74	13.83
EPS(元/股)	5.36	6.48	6.91	7.87
市盈率(P/E)	14.54	12.03	11.27	9.90
市净率(P/B)	2.76	2.25	1.87	1.57
EV/EBITDA	9.66	8.16	7.48	6.64

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

**财务报表和主要财务比率**

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2023A	2024E	2025E	2026E		2023A	2024E	2025E	2026E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	175361	197553	215863	237449	营业收入	5.9%	12.7%	9.3%	10.0%
营业成本	145926	164364	180246	197320	营业利润	2.8%	20.5%	6.6%	13.6%
税金及附加	960	1081	1181	1300	归属于母公司净利润	3.6%	20.9%	6.7%	13.8%
销售费用	1346	1580	1727	1900	<b>获利能力</b>				
管理费用	2450	2963	3238	3562	毛利率	16.8%	16.8%	16.5%	16.9%
研发费用	4081	4741	5181	5699	净利率	9.6%	10.3%	10.1%	10.4%
财务费用	1676	0	0	0	ROE	19.0%	18.7%	16.6%	15.9%
资产减值损失	-135	-12	-12	-12	ROIC	10.1%	9.7%	9.1%	9.2%
<b>营业利润</b>	<b>20389</b>	<b>24573</b>	<b>26204</b>	<b>29775</b>	<b>偿债能力</b>				
营业外收入	64	64	64	64	资产负债率	62.7%	60.4%	57.2%	54.2%
营业外支出	444	444	444	444	流动比率	0.57	0.60	0.63	0.71
<b>利润总额</b>	<b>20010</b>	<b>24193</b>	<b>25825</b>	<b>29396</b>	<b>营运能力</b>				
所得税	1710	2068	2207	2512	应收账款周转率	19.27	20.32	20.03	20.09
<b>净利润</b>	<b>18300</b>	<b>22126</b>	<b>23618</b>	<b>26884</b>	存货周转率	9.03	9.00	8.85	8.89
<b>归母净利润</b>	<b>16816</b>	<b>20332</b>	<b>21702</b>	<b>24704</b>	总资产周转率	0.77	0.72	0.69	0.69
<b>每股收益(元)</b>	<b>5.36</b>	<b>6.48</b>	<b>6.91</b>	<b>7.87</b>	<b>每股指标(元)</b>				
<b>资产负债表</b>					每股收益	5.36	6.48	6.91	7.87
货币资金	23710	26918	25999	31599	每股净资产	28.24	34.68	41.60	49.46
交易性金融资产	0	0	0	0	<b>估值比率</b>				
应收票据及应收账款	9144	10301	11256	12382	PE	14.54	12.03	11.27	9.90
预付款项	2203	2481	2721	2978	PB	2.76	2.25	1.87	1.57
存货	20650	23259	25507	27923	<b>现金流量表</b>				
<b>流动资产合计</b>	<b>61864</b>	<b>70110</b>	<b>73486</b>	<b>83784</b>	净利润	18300	22126	23618	26884
固定资产	98764	120641	140258	150451	折旧和摊销	11389	16226	19188	21726
在建工程	50455	57461	63767	76957	营运资本变动	-5351	447	-1176	-2453
无形资产	10786	11591	12397	13202	其他	2458	-308	-373	-450
<b>非流动资产合计</b>	<b>191176</b>	<b>223976</b>	<b>253693</b>	<b>280823</b>	<b>经营活动现金流净额</b>	<b>26797</b>	<b>38491</b>	<b>41257</b>	<b>45707</b>
<b>资产总计</b>	<b>253040</b>	<b>294085</b>	<b>327179</b>	<b>364607</b>	资本开支	-43070	-48378	-48378	-48378
短期借款	43526	45287	41838	41674	其他	-1760	-367	29	34
应付票据及应付账款	45594	51354	56317	61651	<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-44830</b>	<b>-48745</b>	<b>-48349</b>	<b>-48344</b>
其他流动负债	19537	19365	17841	14949	股权融资	76	0	0	0
<b>流动负债合计</b>	<b>108657</b>	<b>116006</b>	<b>115996</b>	<b>118274</b>	债务融资	33887	13554	6174	8237
其他	49929	61591	71077	79343	其他	-11154	0	0	0
<b>非流动负债合计</b>	<b>49929</b>	<b>61591</b>	<b>71077</b>	<b>79343</b>	<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>22809</b>	<b>13554</b>	<b>6174</b>	<b>8237</b>
<b>负债合计</b>	<b>158586</b>	<b>177597</b>	<b>187073</b>	<b>197617</b>	<b>现金及现金等价物净增加额</b>	<b>4684</b>	<b>3208</b>	<b>-919</b>	<b>5599</b>
股本	3140	3140	3140	3140					
资本公积金	1816	1816	1816	1816					
未分配利润	81025	98215	116662	137660					
少数股东权益	5798	7592	9508	11688					
其他	2675	5725	8980	12685					
<b>所有者权益合计</b>	<b>94454</b>	<b>116488</b>	<b>140106</b>	<b>166990</b>					
<b>负债和所有者权益总计</b>	<b>253040</b>	<b>294085</b>	<b>327179</b>	<b>364607</b>					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

## 中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

## 分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

## 公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

## 中邮证券研究所

### 北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号  
邮编：100050

### 上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼  
邮编：200000

### 深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com  
地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼  
邮编：518048