

万华化学 (600309.SH)

公司快报

经营稳健，新项目有序推进支撑未来发展

投资要点

◆ **事件：**万华化学发布2023年报和2024年一季度报，2023年实现营收1753.61亿元，同比增长5.92%；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%；毛利率16.79%，同比提升0.22pct。

2024Q1实现营收461.61亿元，同比增长10.07%，环比增长7.84%；归母净利润41.57亿元，同比增长2.57%，环比增长1.09%；扣非归母净利润41.27亿元，同比增长3.47%，环比增长2.90%；毛利率17.63%，同比提升0.1pct，环比提升0.77pct。

公司拟向全体股东每股派发现金红利人民币1.625元（含税），全年分红总金额达到51.02亿元，现金分红总额占2023年归母净利润的30.34%。

◆ **产销双增，景气下行期展现经营韧性。**近年受国际环境和世界经济低迷的影响，石化行业效益全面下滑，但公司通过持续加大技术创新、不断拓展国际化布局、深化构建卓越运营体系，产销能力双增。2023年公司业绩稳步增长。分产品来看，2023年公司聚氨酯系列产品、石化系列产品、精细化工品及新材料系列产品收入分别为673.86、693.28、238.36亿元，同比变化7.14%、-0.44%、18.45%；产量分别为499、475、165万吨，同比变化19.78%、5.66%、67.42%；销量分别为489、472、159万吨，同比变化16.93%、4.02%、67.84%；毛利率分别为27.69%、3.51%、21.42%，同比提升3.24pct、减少0.23pct、减少6.21pct。2024Q1公司聚氨酯系列产品、石化系列产品、精细化工品及新材料系列产品收入分别为175.02、185.14、61.05亿元，同比变化11.51%、1.80%、14.35%，环比变化1.14%、6.03%、-2.21%；产量分别为136、139、47万吨，同比变化17.24%、17.80%、23.68%，环比变化1.49%、1.46%、0.00%；聚氨酯系列产品、精细化工品及新材料系列产品销量分别为131、44万吨，同比变化18.02%、25.71%，环比变化0.77%、4.76%。根据百川盈孚数据，2024年Q1纯MDI、聚合MDI市场均价分别为20256、16147元/吨，同比变化7.77%、3.71%，环比变化-2.92%、3.02%。

◆ **新项目持续推进，化工龙头稳步成长。**公司目前已形成产业链高度整合、深度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品、新兴材料四大产业集群，通过持续加大技术创新、不断拓展国际化布局、深化构建卓越运营体系，公司持续快速发展。产能方面，公司在聚氨酯方面设计产能为516万吨/年，其中包括MDI项目310万吨/年、TDI项目95万吨/年、聚醚项目111万吨/年，截止2023年末产能利用率达98%，公司是目前全球最大的MDI和TDI供应商；石化业务板块，公司目前拥有一套75万吨/年的PO/AE一体化装置和100万吨/年的乙烯装置，产能利用率均超90%；精细化工品及新材料业务板块，公司目前拥有设计产能为48万吨/年的PC项目和16万吨/年的PMMA项目，截止2023年年末产能利用率分别为76%、64%。2024年，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，进一步提升公司聚氨酯业务板块生产能力；石化业务板块，2024年3月9日公司120万吨/年乙烯项目开正式开工，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）

基础化工 | 聚氨酯III

投资评级

买入-B(首次)

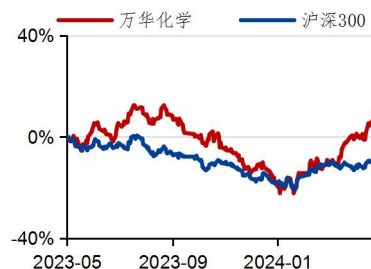
股价(2024-05-10)

90.22元

交易数据

总市值(百万元)	283,267.94
流通市值(百万元)	283,267.94
总股本(百万股)	3,139.75
流通股本(百万股)	3,139.75
12个月价格区间	96.90/69.96

一年股价表现



资料来源：聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	1.29	14.39	13.64
绝对收益	6.77	23.34	6.75

分析师

骆红永

 SAC执业证书编号：S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告



装置、聚烯烃弹性体（POE）等装置，将进一步增强公司未来石化板块的整合利用能力；精细化工品及新材料业务板块，公司持续突破高端化工新材料及解决方案，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，各项指标行业领先。卡波姆一次性开车成功。医疗用 PMMA 新产品开发成功，形成销量。XLPE、MS 树脂等中试开车，为工业化做好储备。

◆ **投资建议：**万华化学为化工行业龙头，聚氨酯地位稳固，石化、精细化学品和新材料产品不断延伸，受宏观经济企稳复苏业绩有望上行。预计公司 2024-2026 年收入分别为 2038.96/2301.45/2539.99 亿元，同比增长 16.3%/12.9%/10.4%，归母净利润分别为 201.82/240.06/271.88 亿元，同比增长 20.0%/18.9%/13.3%，对应 PE 分别为 14.0x/11.8x/10.4x；首次覆盖，给予“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；项目进度不确定性；安全环保风险。

财务数据与估值

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	203,896	230,145	253,999
YoY(%)	13.8	5.9	16.3	12.9	10.4
归母净利润(百万元)	16,234	16,816	20,182	24,006	27,188
YoY(%)	-34.1	3.6	20.0	18.9	13.3
毛利率(%)	16.6	16.8	18.1	18.6	18.8
EPS(摊薄/元)	5.17	5.36	6.43	7.65	8.66
ROE(%)	21.0	19.4	19.7	19.8	19.0
P/E(倍)	17.4	16.8	14.0	11.8	10.4
P/B(倍)	3.7	3.2	2.7	2.3	2.0
净利率(%)	9.8	9.6	9.9	10.4	10.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

一、盈利预测及业务分拆

聚氨酯系列：福建 MDI 和 TDI 投产爬坡，聚氨酯系列产销稳步增长，价格和毛利率随经济复苏稳中有增，预计 2024-2026 年收入分别为 754.00/836.00/899.00 亿元，毛利率分别为 29.66%/29.93%/30.00%。

石化系列：乙烯二期项目投产贡献增量，原料价格企稳叠加产品结构变化，价格和毛利率提升，预计 2024-2026 年收入分别为 765.00/821.50/896.00 亿元，毛利率分别为 4.00%/4.19%/4.38%。

精细化学品及新材料系列：后续尼龙、柠檬醛等高附加值产品陆续投产放量，盈利能力稳步提升，预计 2024-2026 年收入分别为 360.00/476.00/572.00 亿元，毛利率分别为 22.22%/22.50%/22.73%。

表 1：公司业务分拆和预测

万华化学	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
合计					
收入（百万元）	165565.48	175360.94	203895.66	230145.45	253999.31
YoY (%)	13.76%	5.92%	16.27%	12.87%	10.36%
毛利率 (%)	16.57%	16.79%	18.12%	18.63%	18.78%
聚氨酯系列					
收入（百万元）	62895.63	67386.16	75400.00	83600.00	89900.00
YoY (%)	3.97%	7.14%	11.89%	10.88%	7.54%
毛利率 (%)	24.45%	27.69%	29.66%	29.93%	30.00%
石化系列					
收入（百万元）	69635.16	69327.92	76500.00	82150.00	89600.00
YoY (%)	13.40%	-0.44%	10.35%	7.39%	9.07%
毛利率 (%)	3.74%	3.51%	4.00%	4.19%	4.38%
精细化学品及新材料系列					
收入（百万元）	20124.16	23836.06	36000.00	47600.00	57200.00
YoY (%)	30.14%	18.44%	51.03%	32.22%	20.17%
毛利率 (%)	27.63%	21.42%	22.22%	22.50%	22.73%
其他					
收入（百万元）	12910.53	14810.80	15995.66	16795.45	17299.31
YoY (%)	57.98%	14.72%	8.00%	5.00%	3.00%
毛利率 (%)	30.14%	21.82%	22.00%	22.00%	22.00%

资料来源：wind，华金证券研究所

二、估值对比

我们选择化工行业龙头华鲁恒升、扬农化工、新和成作为可比公司，2024-2026 可比公司平均 PE 分别为 15.0x/12.5x/11.0x，万华化学对应 PE 分别为 14.0x/11.8x/10.4x。万华化学聚氨酯地位稳固，稳步扩产强化规模和成本优势，石化系列、精细化学品和新材料业务不断延伸驱动成长，经济复苏带动景气上行，当前估值较有吸引力。

表 2: 可比公司情况

证券代码	证券简称	收盘价 (元)	总市值 (亿元)	EPS			PE		
				2024E	2025E	2026E	2024E	2025E	2026E
600426.SH	华鲁恒升	30.55	649	2.25	2.70	3.00	13.6	11.3	10.2
600486.SH	扬农化工	65.23	265	4.09	4.90	5.56	16.0	13.3	11.7
002001.SZ	新和成	19.81	612	1.27	1.53	1.77	15.6	12.9	11.2
平均值							15.0	12.5	11.0
600309.SH	万华化学	90.22	2,833	6.43	7.65	8.66	14.0	11.8	10.4

资料来源: 数据截止 2024 年 5 月 12 日, wind (可比公司采用 wind 一致预期), 华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	51532	61864	68332	82450	100870	营业收入	165565	175361	203896	230145	253999
现金	18989	23710	29030	34954	42768	营业成本	138132	145926	166957	187270	206303
应收票据及应收账款	9060	9144	9392	12527	14932	营业税金及附加	913	960	1337	1357	1489
预付账款	1277	2203	2328	2786	3191	营业费用	1153	1346	1631	1841	2032
存货	18185	20650	21089	25729	33215	管理费用	1966	2450	2855	3222	3556
其他流动资产	4021	6157	6494	6454	6764	研发费用	3420	4081	4690	5063	5334
非流动资产	149311	191176	213951	241110	265348	财务费用	1235	1676	2053	2556	2845
长期投资	6229	7046	8363	9680	10997	资产减值损失	-256	-178	-991	-925	-727
固定资产	78558	98764	117432	139257	159359	公允价值变动收益	173	82	64	81	100
无形资产	9980	10786	11729	12470	13111	投资净收益	408	621	569	575	539
其他非流动资产	54544	74581	76427	79703	81881	营业利润	19839	20389	24016	28566	32353
资产总计	200843	253040	282283	323560	366218	营业外收入	45	64	0	0	0
流动负债	95017	108657	116985	127944	140100	营业外支出	343	444	0	0	0
短期借款	44019	43526	45000	45000	45000	利润总额	19541	20010	24016	28566	32353
应付票据及应付账款	24205	45594	48466	53867	58867	所得税	2499	1710	2052	2441	2765
其他流动负债	26792	19537	23518	29076	36233	税后利润	17042	18300	21963	26125	29588
非流动负债	24489	49929	53983	63690	70477	少数股东损益	808	1484	1781	2119	2399
长期借款	16168	39811	43865	53572	60359	归属母公司净利润	16234	16816	20182	24006	27188
其他非流动负债	8321	10118	10118	10118	10118	EBITDA	29835	33094	36522	44389	51592
负债合计	119506	158586	170968	191634	210577	主要财务比率					
少数股东权益	4492	5798	7579	9698	12097	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	3140	3140	3140	3140	3140	成长能力					
资本公积	2160	1816	1816	1816	1816	营业收入(%)	13.8	5.9	16.3	12.9	10.4
留存收益	72055	83848	99223	117510	138221	营业利润(%)	-32.6	2.8	17.8	18.9	13.3
归属母公司股东权益	76845	88656	103736	122228	143544	归属于母公司净利润(%)	-34.1	3.6	20.0	18.9	13.3
负债和股东权益	200843	253040	282283	323560	366218	获利能力					
						毛利率(%)	16.6	16.8	18.1	18.6	18.8
						净利率(%)	9.8	9.6	9.9	10.4	10.7
						ROE(%)	21.0	19.4	19.7	19.8	19.0
						ROIC(%)	12.7	11.1	11.2	11.6	11.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	59.5	62.7	60.6	59.2	57.5
						流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
						速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
						应收账款周转率	18.7	19.3	22.0	21.0	18.5
						应付账款周转率	6.2	4.2	3.6	3.7	3.7
						估值比率					
						P/E	17.4	16.8	14.0	11.8	10.4
						P/B	3.7	3.2	2.7	2.3	2.0
						EV/EBITDA	11.4	11.1	10.2	8.6	7.5

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn