



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2023-07-31

公司点评报告

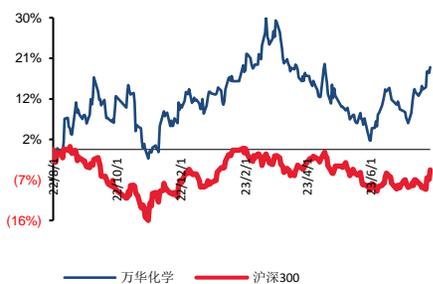
买入/维持

万华化学(600309)

基础化工 化学制品

Q2 业绩环比改善，新项目稳步推进助力成长

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	3,140/3,140
总市值/流通(百万元)	300,505/300,505
12 个月最高/最低(元)	106.80/80.36

相关研究报告:

《钛白粉迎来本年第四轮涨价潮，纯碱板块关注度提升》--2023/07/30

证券分析师: 王亮

E-MAIL: wangl@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190522120001

证券分析师: 王海涛

电话: 010-88695269

E-MAIL: wanght@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190523010001

研究助理: 周冰莹

E-MAIL: zhoubingying@tpyzq.com

一般证券业务证书编码: S1190123020025

事件: 公司发布 2023 年中报, 期内公司实现营收 876.26 亿元, 同比-1.67%, 归母净利润 85.68 亿元, 同比-17.48%, 其中 Q2 单季度实现营收 456.87 亿元, 同比-3.48%, 归母净利润 45.15 亿元, 同比-9.86%, 环比+11.40%。

公司公告自 2023 年 8 月份开始, 万华化学集团股份有限公司中国地区聚合 MDI 挂牌价 19500 元/吨(比 7 月份价格上调 700 元/吨); 纯 MDI 挂牌价 24300 元/吨(比 7 月份价格上调 1000 元/吨)。

聚氨酯系列及石化系列产品以量补价, Q2 业绩明显改善。据公司经营数据, 2023H1 聚氨酯产销分别为 246 万吨/235 万吨, 同比去年的 215 万吨/207 万吨明显增加; 石化系列产销分别为 225 万吨/684 万吨, 同比去年的 225 万吨/610 万吨同样明显增加; 2023Q2 聚氨酯、石化系列产品的销量分别实现 124 万吨、367 万吨, 环比 Q1 分别增长 +11.71%、+15.77%。因此, 虽然 2023 年上半年聚氨酯、石化产品价格与去年同期相比有所下滑, 但产销量实现增长, 特别是 2 季度明显改善。福建 MDI、TDI 新装置投产, PC、HDI 等多产品技改扩能贡献增量; 上半年公司完成了对烟台巨力精细化工股份有限公司的收购, 实现公司在西北地区的产业布局, 公司 TDI 产业的竞争力进一步提升。在产能冲击、需求增速放缓不利背景下, 公司一方面坚持产销协同、产品结构优化、降本增效; 另一方面加强国内外和区域间的资源疏导, 降低价格冲击、优化物流费用, 强化市场影响力。随着 8 月份聚氨酯系列产品的挂牌价上调, 看好公司后续业绩持续修复。

精细化学品及新材料业务板块放量增长, 打造第二成长曲线。该板块包括功能化学品事业部、新材料事业部、表面材料事业部、高性能聚合物事业部、电池科技有限公司、电子材料有限公司。2023 年 Q2 精细化工及新材料板块产销量分别达到 79 万吨/74 万吨, 较去年同期的 46 万吨/44 万吨明显放量。未来公司重点拓展高性能材料, 重点推进 POE 产业化及膜材料的迭代升级, 电池材料通过不断工艺优化和新技术、新产品开发, 持续拓展的新产品将打开公司的长期空间, 打造公司第二增长曲线。

高强度资本开支助力公司长期成长。截至 2023 年 Q2, 公司在建工程达到 439.6 亿元, 较年初的 370.6 亿元进一步增加, 乙烯二期、蓬莱一期、宁波 MDI 技改、福建 TDI 二期、烟台聚醚扩建、POE、柠檬醛等重点项目推进, 有望持续贡献增量。持续高强度资本开支下, 公司产业集群不断壮大, 新材料业务有望持续放量, 逐步进入收获期。

盈利预测及投资建议：公司以科技创新为第一核心竞争力，持续优化产业结构，业务涵盖聚氨酯、石化、精细化学品及新材料产业集群；致力于为全球客户提供更具竞争力的产品及综合解决方案，已发展成为全球化运营的一流化工新材料公司。

我们预测 2023-2025 年归母净利润分别为 195.4 亿、240.7 亿、295.7 亿，对应当前 PE 分别为 15.7、12.8、10.4 倍，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求不及预期、项目投产进度不及预期。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	165,565	184,148	204,828	228,103
(+/-%)	14%	11%	11%	11%
归母净利(百万元)	16,234	19,542	24,073	29,573
(+/-%)	-34%	20%	23%	23%
摊薄每股收益(元)	5.17	6.22	7.67	9.42
市盈率(PE)	18.91	15.71	12.75	10.38

资料来源：Wind，太平洋证券，注：摊薄每股收益按最新总股本计算

资产负债表(百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
货币资金	34,216	18,989	17,446	34,267	53,071
应收账款及 应收票据	8,646	9,060	10,077	11,209	12,483
存货	18,282	18,185	23,082	25,286	27,869
预付账款	1,367	1,277	1,813	3,095	3,592
流动资产合 计	72,291	51,532	57,414	79,791	103,578
长期股权投资	3,930	6,229	8,066	10,316	12,445
固定资产合 计	65,233	78,558	87,300	92,596	97,677
无形资产	7,982	9,980	11,528	12,779	14,072
商誉	1,264	1,292	1,320	1,348	1,376
递延所得税 资产	1,809	2,635	2,918	2,918	2,918
资产总计	190,310	200,843	230,103	267,141	305,117
短期借款	53,873	44,019	44,019	44,019	44,019
应付票据及 应付账款	20,390	24,205	30,123	40,396	46,512
应付职工薪 酬	1,869	1,732	1,897	2,079	2,291
应交税费	3,118	1,685	1,874	2,084	2,321
流动负债合 计	98,002	95,017	108,491	121,456	129,860
长期借款	15,644	15,968	15,968	15,968	15,968
应付债券	0	200	200	200	200
递延所得税 负债	377	367	696	696	696
其他非流动 负债	4,591	7,954	8,294	8,294	8,294
负债合计	118,614	119,506	133,650	146,614	155,018
归属于母公 司的所有者 权益	68,499	76,845	91,961	116,034	145,607
少数股东权 益	3,197	4,492	4,492	4,492	4,492
负债及股东 权益	190,310	200,843	230,103	267,141	305,117

现金流量表(百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
经营性现金 流	27,922	36,337	38,828	46,970	49,465
投资性现金 流	-28,758	-34,325	-34,876	-27,465	-27,980
融资性现金 流	17,587	-17,188	-5,505	-2,684	-2,681
现金增加额	16,711	-15,202	-1,543	16,822	18,804

利润表(百万)

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	145,538	165,565	184,148	204,828	228,103
营业成本	107,317	138,132	151,304	165,753	182,684
税金及附加	880	913	1,016	1,130	1,258
销售费用	1,052	1,153	1,326	1,475	1,642
管理费用	1,892	1,966	2,762	3,072	3,422
研发费用	3,168	3,420	3,867	4,301	4,790
财务费用	1,479	1,235	1,731	1,808	967
资产减值损失	-1,075	-192	-339	-340	-203
信用减值损失	-185	-65	0	0	0
其他收益	453	740	368	410	456
投资收益	492	408	454	505	562
公允价值变动收益	7	173	0	0	0
资产处置收益	-18	27	3	4	15
营业利润	29,425	19,839	22,628	27,867	34,170
营业外收支	-274	-298	-222	-264	-261
利润总额	29,151	19,541	22,407	27,602	33,909
所得税费用	4,112	2,499	2,865	3,530	4,336
净利润	25,039	17,042	19,542	24,073	29,573
归属于母公司的净 利润	24,649	16,234	19,542	24,073	29,573

预测指标

	2021A	2022A	2023E	2024E	2025E
毛利率	26%	17%	18%	19%	20%
营业总收入增长率	98%	14%	11%	11%	11%
营业利润增长率	149%	-33%	14%	23%	23%
归母净利润增长率	145%	-34%	20%	23%	23%
ROE	36%	21%	21%	21%	20%
ROIC	18%	12%	13%	13%	14%
ROA	13%	8%	8%	9%	10%
EPS (X)	7.85	5.17	6.22	7.67	9.42
PE (X)	12.45	18.91	15.71	12.75	10.38
PB (X)	4.48	3.99	3.34	2.65	2.11
EV/EBITDA (X)	9.06	11.39	10.08	8.15	6.64

资料来源: Wind, 太平洋证券

投资评级说明

1、行业评级

看好：预计未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上；

中性：预计未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间；

看淡：预计未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数 5%以下。

2、公司评级

买入：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 15%以上；

增持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：预计未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅低于-15%以下。

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	常新宇	13269957563	changxy@tpyzq.com
华北销售	佟宇婷	13522888135	tongyt@tpyzq.com
华北销售	王辉	18811735399	wanghui@tpyzq.com
华北销售	巩赞阳	18641840513	gongzy@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华东销售	胡亦真	17267491601	huyz@tpyzq.com
华东销售	李昕蔚	18846036786	lixw@tpyzq.com
华东销售	张国锋	18616165006	zhanggf@tpyzq.com
华东销售	胡平	13122990430	huping@tpyzq.com
华东销售	周许奕	021-58502206	zhouxuyi@tpyzq.com
华东销售	丁锐	13524364874	dingkun@tpyzq.com
华南销售副总监	查方龙	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com
华南销售	李艳文	13728975701	liyw@tpyzq.com
华南销售	郑丹璇	15099958914	zhengdx@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

投诉电话： 95397

投诉邮箱： kefu@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有经营证券期货业务许可证，公司统一社会信用代码为：91530000757165982D。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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。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。我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业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。