

# 万华化学 (600309.SH)

## 二季度经营开始改善，需求回暖业绩有望上行

买入

### 核心观点

**发挥产业链布局 and 全球供应链协同优势，二季度经营开始改善。**公司披露《2023年半年度报告》：受全球油气价格高位回落、地缘政治动荡、经济增速放缓等影响，聚氨酯行业欧美需求放缓、国内房地产不景气，需求仍在逐步恢复中；石化行业新产能仍处于集中释放期且需求恢复不及预期，盈利能力受到挤压。2023H1，万华化学共计实现营收 876.26 亿元（同比-1.67%）；归母净利润 85.68 亿元（同比-17.48%）。2023Q1、2023Q2 公司归母净利润分别 40.53、45.15 亿元，二季度经营开始改善。公司在逆势中实施渠道下沉、植根销售、协同共赢的营销策略：2023H1，万华化学共销售聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产品分别 235、684、74 万吨，分别较 2022H1 同比增长 14%、12%、68%。

**近期聚氨酯业务已有所回暖，万华持续积极探索聚氨酯材料新型应用领域。**2023 年上半年全球聚氨酯市场需求同比基本持平，环比处于回升态势；受欧美需求放缓、国内房地产不景气等因素影响，全球聚氨酯需求整体处于恢复之中，行业已经有所回暖。TDI 方面，万华福建 10 万吨 TDI 装置已于 2023 年 2 月初关停且已于 2023 年 5 月新增 25 万吨新装置，并已收购烟台巨力产能 15+8 万吨（新疆和山巨力+烟台巨力）。**在技术上**，万华持续针对 MDI、TDI、HDI 等装置实现了不同程度的工艺优化，在提高反应效率、降低成本、提升产品纯度及质量等方面均得到体现。**在新应用方面**，近年来，万华化学持续培育并探索聚氨酯新应用。

**石化、精细化工业务稳步扩张，积极进军新材料、新能源领域。**公司石化业务方面持续坚持以销优产，提质增效；精细化学品、新材料业务为公司注入发展活力。石化产品持续优化，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，打造公司第二增长曲线。此外，公司布局核电、光伏等项目，将为能源创新利用提供可靠先进的万华方案。我们坚定看好公司将打造为全球一流化工新材料公司，作为大型化工企业的竞争实力将进一步增强。

**风险提示：**需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。

**投资建议：**维持“买入”评级。我们预计公司 2023—2025 年归母净利润分别为 174.68/222.57/272.82 亿元，同比增速 7.6%/27.4%/22.6%；摊薄 EPS=5.56/7.09/8.69 元，当前股价对应 PE=17.0/13.4/10.9x。短期周期波动不改公司长期价值，我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地。维持“买入”评级。

### 盈利预测和财务指标

	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入(百万元)	145,538	165,565	166,632	209,754	251,538
(+/-%)	98.2%	13.8%	0.6%	25.9%	19.9%
净利润(百万元)	24649	16234	17468	22257	27282
(+/-%)	145.5%	-34.1%	7.6%	27.4%	22.6%
每股收益(元)	7.85	5.17	5.56	7.09	8.69
EBIT Margin	23.6%	14.1%	13.8%	13.7%	13.7%
净资产收益率 (ROE)	36.0%	21.1%	20.5%	23.1%	24.9%
市盈率 (PE)	12.1	18.3	17.0	13.4	10.9
EV/EBITDA	10.0	13.2	13.2	10.6	9.2
市净率 (PB)	4.34	3.87	3.48	3.09	2.71

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

### 公司研究·财报点评

#### 基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：张玮航

0755-81981810

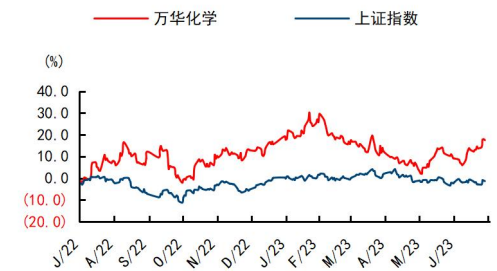
zhangweihaang@guosen.com.cn

S0980522010001

#### 基础数据

投资评级	买入(维持)
合理估值	
收盘价	94.66 元
总市值/流通市值	297208/297208 百万元
52 周最高价/最低价	108.00/77.95 元
近 3 个月日均成交额	727.20 百万元

#### 市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

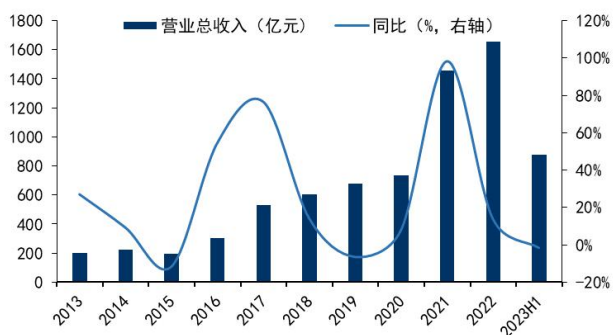
#### 相关研究报告

- 《万华化学 (600309.SH) -拟收购烟台巨力重塑 TDI 行业格局，筑牢全球异氰酸酯巨头地位》——2023-04-11
- 《万华化学 (600309.SH) -卓越运营管理深化全球布局，筑牢全球化工巨头地位》——2023-03-21
- 《万华化学 (600309.SH) -逆势中仍实现营收增长，建设全球一流化工新材料公司》——2023-02-14
- 《万华化学 (600309.SH) -产品毛利下行业绩承压，逆势中仍实现营收增长》——2022-10-25
- 《万华化学 (600309.SH) -降本提效助力万华高质量发展，将持续优化产业链结构》——2022-03-15

### 逆势中仍充分发挥产业链布局 and 全球供应链协同优势，维持“买入”评级

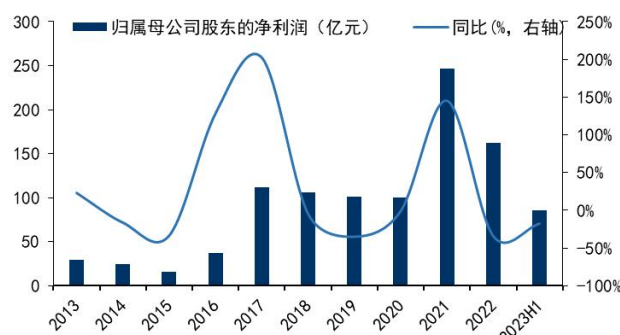
2023年7月27日晚，万华化学披露《2023年半年度报告》：受全球油气价格高位回落、地缘政治动荡、经济增速放缓等影响，聚氨酯行业欧美需求放缓、国内房地产不景气，需求仍在逐步恢复中；石化行业新产能仍处于集中释放期且需求恢复不及预期，盈利能力受到挤压。2023H1，万华化学共计实现营收 876.26 亿元（同比-1.67%）；归母净利润 85.68 亿元（同比-17.48%）；扣非净利润 83.1 亿元（同比-18.7%）；基本每股收益 2.73 元。其中，2023Q2 公司经营开始改善：共实现营业收入 456.87 亿元（同比-3.48%）；归母净利润 45.15 亿元（同比-9.86%）；扣非后净利润 43.22 亿元（同比-11.36%），经营活动现金流净额至 70.55 亿元（同比-31.05%）。2023H1，万华化学共销售聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产品分别 235、684、74 万吨，分别较 2022H1 同比增长了 28、74、30 万吨，同比增长率达到了 14%、12%、68%。

图1：万华化学营业收入及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图2：万华化学归母净利润及增速（单位：亿元、%）



资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

整体来说，2023年上半年，万华化学公司经营持续承压、利润整体出现同比下降，但仍在逆势中实施渠道下沉、植根销售、协同共赢的营销策略，充分发挥了产业链布局 and 全球供应链协同优势。2023H1，万华福建 MDI、TDI 等多套装置建成投产，PC 等多产品技改扩能，实现产品产销量同比增长。**其中值得一提的是**，万华福建 10 万吨 TDI 装置已于 2023 年 2 月初关停且已于 2023 年 5 月新增 25 万吨新装置，并已收购烟台巨力产能 15+8 万吨（新疆和山巨力+烟台巨力，万华化学收购烟台巨力 47.81% 股权，万华及其一致行动人宁波中登将合计持有烟台巨力 67.81% 股权）。此外，**精细化学品方面**，公司 ADI 业务紧密跟踪关键目标客户，积极开拓非传统地区业务，销量提升；随着公司双酚 A 项目的投产，万华化学 PC 产业链配套更加完善，市场份额和盈利能力进一步提升；公司稳步推进 POE、柠檬醛、香精香料等新兴业务、产业化进程。**未来项目建设方面**，公司将继续推动乙烯二期、蓬莱一期、福建 TDI 二期等重点项目的建设。

**研发方面**，2023 年上半年，公司 TDI 产品质量水平再提升，达到行业领先水平。各项自研技术加速成果转化，福建 TDI 装置一次性开车成功，光学级 MS 树脂中试成功产出合格产品。水性树脂、改性异氰酸酯、TPU 等不断推出差异化的产品，助力业务业绩快速提升。改性 PC、改性尼龙 12、膜材料等解决方案不断完善，拓宽应用领域。此外，万华化学继续加大与高校的产学研合作，布局前瞻性的学科领域，上半年公司共申请国内外发明专利 363 件，新获得发明专利授权 473 件。公司持续创新，各园区通过优化工艺，各装置在节能降耗方面取得了持续突破，大宗产品竞争力进一步提升。

短期业绩周期波动不改公司长期价值，未来，万华化学聚氨酯业务将继续以 MDI、TDI 为核心，重点提升聚醚、改性 MDI 两个支撑平台能力，持续保持单套规模大、建设成本低、一体化程度较高等核心竞争力。同时，公司战略规划进军新材料、新能源领域，目前已有多个重点项目取得积极进展。我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，建设成为全球一流化工新材料公司。维持“买入”评级。

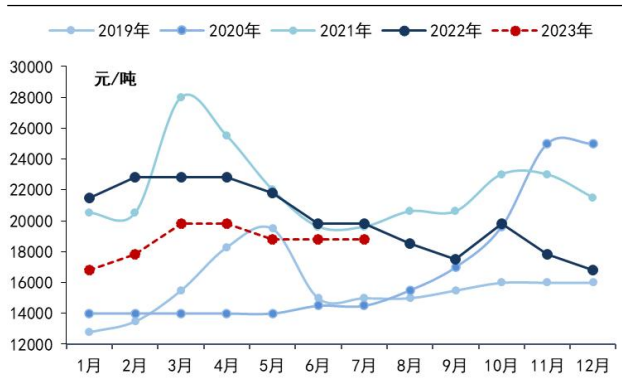
### 聚氨酯业务：长期 MDI 需求仍将稳定增长

从聚氨酯的成本端来看，近期国内纯苯市场价格持续上涨。截至 2023 年 7 月 27 日，华东主流市场均价为 6790 元/吨，较上周均价上涨 200 元/吨，涨幅 3.03%。**供给端**，据百川盈孚资讯，上海 H 工厂装置重启时间待定，上海 B 工厂装置恢复生产，福建某工厂装置低负荷运行，国内其他部分装置开工变化不大，整体供应量有所增加；海外装置方面，德国某工厂因电解阴线受到严重破坏，MDI 装置 12.7 日发生不可抗力，目前恢复时间无法确定；匈牙利某工厂 35 万吨/年 MDI 装置于 2023 年 7 月 18 日开始停车检修并进行产能技改，技改后产能将提升至 40 万吨/年，预计检修时间 80 天左右；其他装置负荷波动不大，海外整体供应量有所缩减。**需求端**，综合来看，淡季行情仍未结束，下游各行业均按需采购，短期对原料囤货意愿不高。**聚合 MDI 方面**，国内聚合 MDI 市场推涨上行。当前聚合 MDI 市场均价 16200 元/吨，较上周价格上调 2.53%。**纯 MDI 方面**，当前纯 MDI 市场均价 19900 元/吨，较上周价格涨 1.27%。

**从 MDI 中长期需求角度来看**，据 Covestro 数据，近 10 年全球 MDI 需求量持续增长，由 2011 年的 465 万吨增长至 2020 年的 738.5 万吨，CAGR 达 5.27%，高于同期 GDP 增速，并且预测未来 5 年内需求将以 5% (4%-6% 区间内) 的复合增长率增长。我们看好中长期 MDI 供需格局仍然向好，无醛家具推广将催生 MDI 需求的增长点。

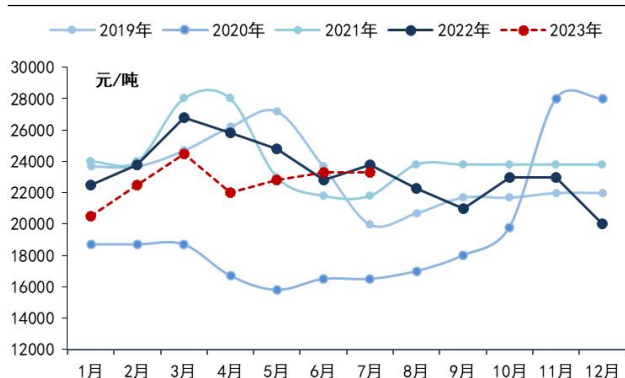
**在技术上**，万华持续针对 MDI、TDI、HDI 等装置实现了不同程度的工艺优化，在提高反应效率、降低成本、提升产品纯度及质量等方面均得到体现。**在新兴应用领域方面**，近年来，万华化学持续培育并探索聚氨酯新应用：世界首套连续化无醛胶合板投产且基本稳定，加速下游行业转型升级，并已完成 5 条聚氨酯路面的铺设；聚氨酯硬泡回收中试技术开发成功，正在与冰箱龙头企业合作推进。

图3：公司聚合 MDI 挂牌价变化情况



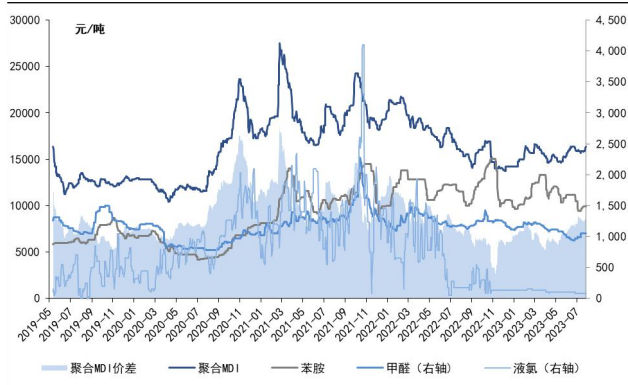
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图4：公司纯 MDI 挂牌价变化情况



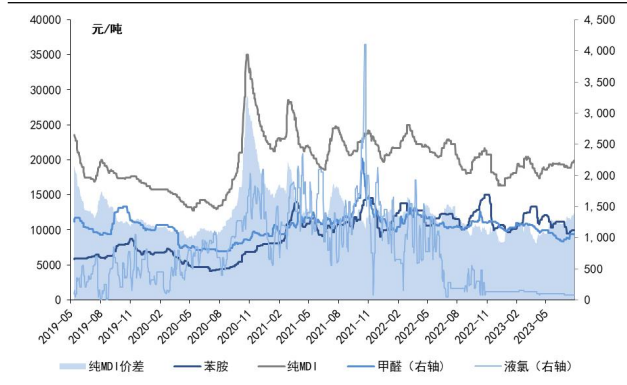
资料来源：公司公告、Wind、国信证券经济研究所整理

图5: 聚合MDI 价格与价差变化



资料来源: 百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

图6: 纯MDI 价格与价差变化



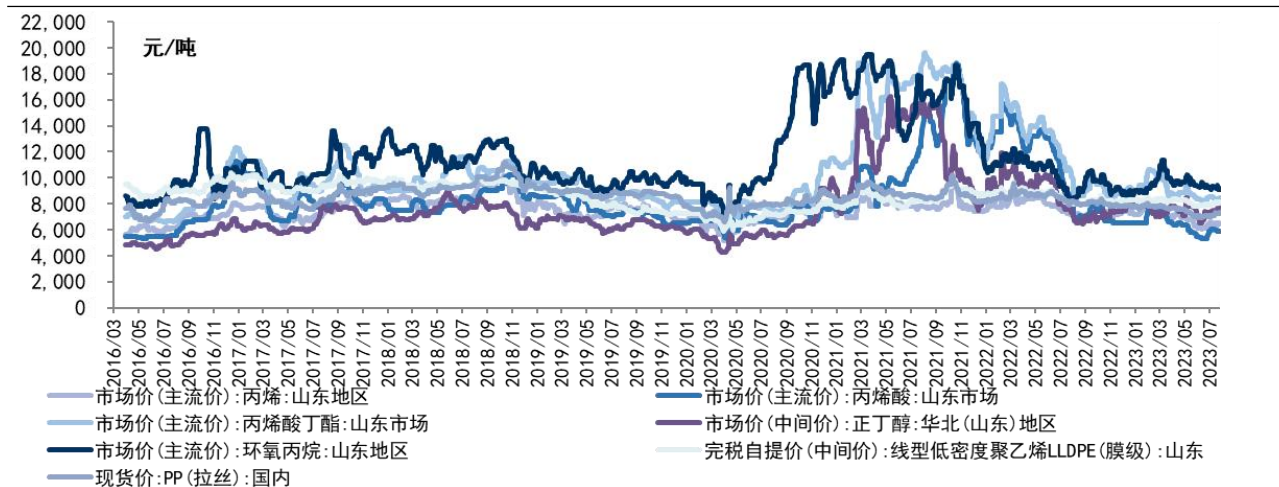
资料来源: 百川盈孚、Wind、国信证券经济研究所整理

### 石化业务：持续构建石化产业链集群，强化市场影响力

2022年4月8日，万华化学公告：公司拟通过控股子公司万华化学（蓬莱）有限公司在万华化学蓬莱工业园建设高性能新材料一体化及配套项目计划，总投资额231亿元。项目建设期计划自2022年至2025年。2022年12月13日，万华化学公告：拟计划投资176亿元建设120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目。

近两年，受益于百万吨级大乙烯项目全面投产，近年来公司石化业务产销量增长显著。从公司的战略来说，石化一期产品通过结构优化持续巩固行业头部供应商地位，石化二期产品强化研产销内部协同，不断提升产品开发、制造、应用能力。2022年，万华蓬莱一期项目集中开工。我们看好公司将持续深耕LPG/烯烃商业模式，逐步做大石化产业集群。2023年上半年，在产能冲击、需求增速放缓不利背景下，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。

图7: 受原材料价格推动，部分石化产品价格在大涨后，目前价格中枢已有所回落



资料来源: 卓创资讯、Wind、国信证券经济研究所整理

### 精细化学品和新兴材料各领域均取得突破性进展，继续推进产业化进程

2022年，公司（1）**功能化学品事业部**：ADI业务抓住机遇，扩大市场份额，持续扩大全球战略客户份额。（2）**表面材料事业部**，水性树脂销量创历史新高，在汽车内饰胶、鞋胶、吸塑胶、木器漆、高端工业漆、高端建材等多个领域实现行业领先。（3）**新材料事业部方面**，公司实现了TPU总销量持续增长，TPU车衣膜产品关键技术和连续化量产突破。高性能聚合物事业部销售收入实现增长，国内纯PC市场份额进入前三，成为国内首家拥有高硅含量PC的企业，PC产品海外出口业务连续四年大幅增长。

2023年上半年，公司ADI业务紧密跟踪关键目标客户，积极开拓非传统地区业务，销量提升；随着公司双酚A项目的投产，万华化学PC产业链配套更加完善，市场份额和盈利能力进一步提升；公司稳步推进POE、柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化进程。

**投资建议：维持“买入”评级。**短期周期波动不改公司长期价值，我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地。考虑到聚氨酯及石化产品等的需求复苏进展较缓慢，我们小幅下调公司2023年盈利预测，并维持2024、2025年预测：我们预计公司2023—2025年归母净利润分别为174.68/222.57/272.82亿元，同比增速7.6%/27.4%/22.6%（前期2023年预测值为180.95亿元）；摊薄EPS=5.56/7.09/8.69元（前期2023年预测值为5.76元），当前股价对应PE=17.0/13.4/10.9x。短期业绩波动不改公司长期价值，我们坚定看好公司将筑牢全球化工巨头地位，打造成为全球领先的新材料生产基地，**维持“买入”评级。**

**风险提示：需求不及预期；新项目投产进度低于预期；产品价格大幅下滑等。**

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2021	2022	2023E	2024E	2025E		2021	2022	2023E	2024E	2025E
现金及现金等价物	34216	18989	23593	25599	40044	营业收入	145538	165565	166632	209754	251538
应收款项	10040	10059	12482	14309	17095	营业成本	107317	138132	134091	169449	206973
存货净额	18282	18185	20742	25705	30400	营业税金及附加	880	913	1193	1657	1987
其他流动资产	9753	4299	10667	10977	11932	销售费用	1052	1153	5832	6922	4779
<b>流动资产合计</b>	<b>72291</b>	<b>51532</b>	<b>67484</b>	<b>76590</b>	<b>99472</b>	管理费用	1892	1966	2572	3039	3369
固定资产	94585	115622	126213	129655	127102	财务费用	1479	1235	2263	2247	1946
无形资产及其他	7982	9980	9481	8982	8483	投资收益	492	408	200	220	240
投资性房地产	11521	17480	17480	17480	17480	资产减值及公允价值变动	1082	365	200	200	200
长期股权投资	3930	6229	6229	6229	6229	其他收入	(5068)	(3100)	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>190310</b>	<b>200843</b>	<b>226887</b>	<b>238936</b>	<b>258765</b>	营业利润	29425	19839	21080	26859	32924
短期借款及交易性金融负债	58095	47218	54730	45677	36000	营业外净收支	(274)	(298)	0	0	0
应付款项	20390	24205	30979	33571	41953	利润总额	29151	19541	21080	26859	32924
其他流动负债	19518	23594	25987	32820	39630	<b>所得税费用</b>	<b>4112</b>	<b>2499</b>	<b>2740</b>	<b>3492</b>	<b>4280</b>
<b>流动负债合计</b>	<b>98002</b>	<b>95017</b>	<b>111696</b>	<b>112068</b>	<b>117583</b>	少数股东损益	391	808	872	1111	1362
长期借款及应付债券	15644	16168	16368	16368	16368	归属于母公司净利润	24649	16234	17468	22257	27282
其他长期负债	4968	8321	8321	8321	8321						
<b>长期负债合计</b>	<b>20612</b>	<b>24489</b>	<b>24689</b>	<b>24689</b>	<b>24689</b>	现金流量表 (百万元)					
<b>负债合计</b>	<b>118614</b>	<b>119506</b>	<b>136385</b>	<b>136757</b>	<b>142272</b>	净利润	24649	16234	17468	22257	27282
少数股东权益	3197	4492	5103	5881	6834	资产减值准备	587	(883)	97	15	(0)
股东权益	68499	76845	85399	96299	109660	折旧摊销	7225	8275	10010	12242	13252
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>190310</b>	<b>200843</b>	<b>226887</b>	<b>238936</b>	<b>258765</b>	公允价值变动损失	(1082)	(365)	(200)	(200)	(200)
						财务费用	1479	1235	2263	2247	1946
关键财务与估值指标						营运资本变动	(7181)	9934	(2083)	2340	6755
每股收益	7.85	5.17	5.56	7.09	8.69	其它	(302)	1169	514	762	954
每股红利	2.13	3.34	2.84	3.62	4.43	<b>经营活动现金流</b>	<b>23896</b>	<b>34364</b>	<b>25805</b>	<b>37417</b>	<b>48043</b>
每股净资产	21.82	24.47	27.20	30.67	34.93	资本开支	0	(28362)	(20000)	(15000)	(10000)
ROIC	25%	15%	14%	16%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
ROE	36%	21%	20%	23%	25%	<b>投资活动现金流</b>	<b>(2616)</b>	<b>(30661)</b>	<b>(20000)</b>	<b>(15000)</b>	<b>(10000)</b>
毛利率	26%	17%	20%	19%	18%	权益性融资	(40)	850	0	0	0
EBIT Margin	24%	14%	14%	14%	14%	负债净变化	3822	325	200	0	0
EBITDA Margin	29%	19%	20%	20%	19%	支付股利、利息	(6674)	(10490)	(8913)	(11357)	(13921)
收入增长	98%	14%	1%	26%	20%	其它融资现金流	1107	551	7512	(9053)	(9677)
净利润增长率	145%	-34%	8%	27%	23%	<b>融资活动现金流</b>	<b>(4637)</b>	<b>(18930)</b>	<b>(1201)</b>	<b>(20410)</b>	<b>(23598)</b>
资产负债率	64%	62%	62%	60%	58%	<b>现金净变动</b>	<b>16643</b>	<b>(15227)</b>	<b>4604</b>	<b>2006</b>	<b>14445</b>
息率	2.2%	3.5%	3.0%	3.8%	4.7%	货币资金的期初余额	17574	34216	18989	23593	25599
P/E	12.1	18.3	17.0	13.4	10.9	货币资金的期末余额	34216	18989	23593	25599	40044
P/B	4.3	3.9	3.5	3.1	2.7	企业自由现金流	0	10255	7888	24540	39961
EV/EBITDA	10.0	13.2	13.2	10.6	9.2	权益自由现金流	0	11131	13631	13531	28592

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 免责声明

### 分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

### 国信证券投资评级

类别	级别	说明
股票 投资评级	买入	股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	行业指数表现弱于市场指数 10%以上

### 重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

### 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

### 深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层  
邮编：518046 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032