

2023年05月31日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元)

95

### 公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/5/31)	82.26
上证指数(2023/5/31)	3224.21
股价 12 个月高/低	106.01/76.51
总发行股数(百万)	3139.75
A 股数(百万)	3139.75
A 市值(亿元)	2582.76
主要股东	烟台国丰投资控股集团有限 公司(21.59%)
每股净值(元)	24.18
股价/账面净值	3.40
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-10.4 -19.5 -0.4

### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2022.05.31	82.26	买进
2022.04.17	91.98	买进

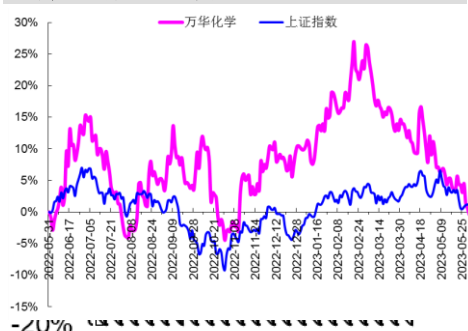
### 产品组合

石化系列	42.3%
聚氨酯系列	38.2%
其他	15.5%
精细化学品及新材料系列	12.2%

### 机构投资者占流通 A 股比例

基金	23.2%
一般法人	17.0%

### 股价相对大盘走势



## 万华化学(600309.SH)

Buy 买进

### 福建 TDI 投产，产品价差修复

**事件:** 5月31日，公司公告2023年6月中国区MDI挂牌价，聚合MDI挂牌价18800元/吨（环比不变），纯MDI挂牌价23300元/吨（环比上调500元/吨）。

5月23日，公司公告控股子公司福建万华25万吨/年TDI装置产出合格产品，实现一次性开车成功。

**点评:** 公司纯MDI挂牌价上调提振市场信心，叠加国内外多套装置检修，MDI价格有支撑。此外，随着上游原料价格回落，公司产品价差得到修复，业绩有望回暖。福建万华投产叠加收购控股烟台巨力，公司已经成为全球最大的TDI生产企业，龙头地位得到进一步提升。看好公司长期成长，维持“买进”评级。

■ **供给偏紧，产品价差修复:** 2023年5月聚氨酯价格企稳，聚合MDI均价为1.49万元/吨（mom-1%,yoy-14%），纯MDI均价为1.92万元/吨（mom+6%,yoy-9%），TDI均价为1.87万元/吨（mom+13%,yoy+1%）。6月，上海亨斯迈40万吨、巴斯夫19万吨装置计划检修；德国科思创20万吨装置仍未恢复生产；日本东曹20万吨装置仍在检修；韩国锦湖三井MDI产品停止对中国市场接单。虽然需求端依旧偏弱，但6月供给端收紧，供需格局有改善，MDI价格有支撑。此外，原料端价格持续下降，公司产品价差回暖。5月聚合MDI-纯苯价差为8092元/吨（MOM+5%），纯MDI-纯苯价差为12325元/吨（MOM+15%），TDI-甲苯价差为11670元/吨（yoy+8%）。公司主营产品价差逐渐修复，利润有望持续回暖。

■ **福建 TDI 投产，龙头地位确立:** 福建万华25万吨TDI投产后，公司将拥有TDI产能95万吨，其中烟台30万吨，福建25万吨，巨力新疆15万吨，匈牙利25万吨，成为全球TDI产能最大的企业。近两年TDI价格稳步抬升，2023年5月TDI均价为19727元/吨（yoy+16%）。公司通过扩产和并购加大产能，未来TDI带来的利润将进一步增加。

■ **新建产能丰富，新材料版图扩大:** 公司维持高资本开支，在建项目丰富，2023-2025年将有多个项目投产，有望迎来业绩丰收期。2022年末万华福建40万吨MDI装置一次性开车成功，2023年充分释放业绩；宁波MDI技改项目预计2023年完成，公司MDI产能将再增60万吨，届时公司MDI总产能达365万吨，全球市占率将进一步提升。新材料板块，公司PC上游配套48万吨/年双酚A项目、4.8万吨/年柠檬醛及衍生物一体化项目、8万吨/年NMP项目、2万吨/年有机硅MQ树脂项目、4万吨/年聚醚胺项目、7.5万吨/年聚乳酸项目预计在2023-2024年逐步投产，为公司贡献新的利润增长点。公司新材料板块加速发展，板块占营收比例持续提升，优化公司全产业链布局，保障长期成长。石化板块将在2024年迎来产能的大幅增长，包括大乙烯二期、蓬莱基地等新晋产能投产，为公司聚氨酯和新材料板块提供原料保障，进一步加深成本护城河。公司在建项目丰富，成长动力充足，正从MDI龙头成长为综合性化工龙头企业。

■ **盈利预测:** 考虑到化工品价格整体偏弱，我们下修盈利预测，预计公司2023/2024/2025年分别实现归母净利润186.41/220.50/248.28亿元，

yoy+15%/+18%/+13%，对应 EPS 为 5.94/7.02/7.91 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 14/12/10 倍，估值偏低，维持“买进”评级。

■ **风险提示：** 1、产品价格不及预期；2、新建项目投产不及预期等。

年度截止 12 月 31 日		2021	2022	2023E	2024E	2025E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	24,649	16,234	18,641	22,050	24,828
同比增减	%	145.47%	-34.14%	14.83%	18.29%	12.60%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	7.85	5.17	5.94	7.02	7.91
同比增减	%	145.47%	-34.14%	14.83%	18.29%	12.60%
A 股市盈率(P/E)	X	10.48	15.91	13.86	11.71	10.40
股利 (DPS)	RMB 元	2.5	1.6	1.9	2.2	2.6
股息率 (Yield)	%	3.04%	1.95%	2.31%	2.67%	3.16%

**【投资评等说明】**

评等	定义
强力买进 (Strong Buy)	首次评等潜在上涨空间 $\geq 35\%$
买进 (Buy)	$15\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 35\%$
区间操作 (Trading Buy)	$5\% \leq$ 首次评等潜在上涨空间 $< 15\%$
中立 (Neutral)	无法由基本面给予投资评等 预期近期股价将处于盘整 建议降低持股

**附一：合并损益表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业收入	145538	165565	185152	214916	254374
经营成本	107317	138132	153843	178151	212261
研发费用	3168	3420	3825	4440	5255
营业税金及附加	880	913	1021	1185	1403
销售费用	1052	1153	1289	1497	1771
管理费用	1892	1966	2199	2552	3021
财务费用	1479	1235	1381	1443	1708
资产减值损失	1075	192	197	184	-185
投资收益	492	408	420	433	446
营业利润	29425	19839	22717	26823	30170
营业外收入	97	45	107	112	118
营业外支出	371	343	386	393	401
利润总额	29151	19541	22438	26541	29886
所得税	4112	2499	2869	3394	3822
少数股东损益	391	808	928	1098	1236
归属于母公司股东权益	24649	16234	18641	22050	24828

**附二：合并资产负债表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
货币资金	34216	18989	19677	33932	66867
应收账款	8646	9060	10872	11960	13155
存货	18282	18185	20004	21004	22054
流动资产合计	72291	51532	56351	73052	108616
长期股权投资	3930	6229	6540	6867	7211
固定资产	65233	78558	87985	96784	106462
在建工程	29352	37064	40770	38732	34858
非流动资产合计	118018	149311	164282	173047	181058
资产总计	190310	200843	220633	246099	289674
流动负债合计	98002	95017	94392	96105	95963
非流动负债合计	20612	24489	25335	25940	26564
负债合计	118614	119506	119727	122045	122527
少数股东权益	3197	4492	5421	6518	7755
股东权益合计	71696	81337	100906	124053	150118
负债及股东权益合计	190310	200843	220633	246099	272645

**附三：合并现金流量表**

会计年度（百万元）	2021	2022	2023E	2024E	2025E
经营活动产生的现金流量净额	27922	36337	43604	52325	68023
投资活动产生的现金流量净额	-28758	-34325	-36041	-35320	-31788
筹资活动产生的现金流量净额	17587	-17188	-6875	-2750	-3300
现金及现金等价物净增加额	16711	-15202	688	14255	32935

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j@持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j@。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。