

买入（维持）

万华化学（600309）2023年一季报点评

一季度业绩环比改善明显

2023年4月17日

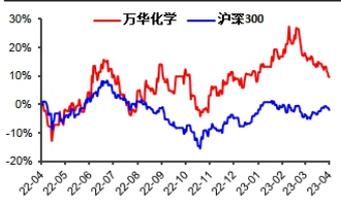
投资要点：

分析师：卢立亭
SAC 执业证书编号：
S0340518040001
电话：0769-22177163
邮箱：
luliting@dgzq.com.cn

主要数据 2023年4月14日

收盘价(元)	91.98
总市值(亿元)	2887.94
总股本(百万股)	3139.75
流通股本(百万股)	3139.75
ROE(TTM)	18.43%
12月最高价(元)	106.80
12月最低价(元)	71.44

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind

- 4月14日，公司发布2023年一季报，一季度实现营业收入419.39亿元，同比增长0.37%；实现归母净利润40.53亿元，同比下降24.58%；实现扣非归母净利润39.89亿元，同比下降25.40%。
- 一季度业绩环比改善明显。公司Q1实现营业收入419.39亿元（YoY+0.37%，QoQ+19.33%），实现归母净利润40.53亿元（YoY-24.58%，QoQ+54.40%），实现扣非归母净利润39.89亿元（YoY-25.40%，QoQ+65.72%），毛利率是17.53%（YoY-3.02pcts，QoQ+1.52pcts），净利率是10.46%（YoY-2.76pcts，QoQ+2.47pcts）。公司一季度净利润、盈利能力同比下滑，主要是由于去年业绩基数较高。环比来看，公司一季度业绩相比去年四季度改善明显，受益于部分产品销售价格环比回升，同时，费用率环比下行1.66pcts至5.36%。
- 各系列产品销量均实现增长，聚氨酯产品价格环比改善。分产品系列来看，公司Q1聚氨酯、石化、精细化学品及新材料系列产品销量分别是111万吨（YoY+16.84%，QoQ+6.73%）、317万吨（YoY+5.67%，QoQ+54.63%）、35万吨（YoY+66.67%，QoQ+29.63%），平均价格分别是14140.48元/吨（YoY-14.08%，QoQ+4.80%）、5737.13元/吨（YoY-8.43%，QoQ-11.72%）、15255.66元/吨（YoY-36.77%，QoQ-15.24%）。
- 收购烟台巨力获批，TDI竞争格局优化。4月9日，公司公告，于近日获得国家市场监督管理总局的经营者集中申报批复，同意公司拟通过收购烟台巨力股份，取得烟台巨力控股权。国家市场监督管理总局同意经营者集中的附加限制性条件中，包括但不限于：在交易条件相当的情况下，交易交割完成后向中国境内市场客户供应TDI的年度均价不高于承诺日（2023年3月30日）前二十四个月平均价格。若主要原材料价格出现一定幅度下降，应当对向中国境内市场客户供应TDI的价格进行公平合理的下调。限制性条件自交易交割日起5年后，集中后实体可以向市场监管总局提出解除条件的申请。截至2023年3月30日，根据隆重化工的数据，过去24个月国内TDI华东地区主流价的均值约1.69万元/吨，处于过去十年价格的中位数水平。
- 根据市场监管总局的公告，2021年，从销量看，万华化学和烟台巨力在中国境内TDI市场份额合计35-40%；从产能看，万华化学在建产能完全投产释放后，万华化学和烟台巨力占中国境内TDI份额合计为45-50%。目前，中国境内TDI市场主要竞争者有6家，交易后减少为5家，其中前三大竞争者合计份额将达到75-80%。若此次收购顺利推进，同时公司福建25万吨/年TDI产能有望于今年年中投产，公司将成为全球最大的TDI生产商。

本报告的风险等级为中风险。

本报告的信息均来自已公开信息，关于信息的准确性与完整性，建议投资者谨慎判断，据此入市，风险自担。

请务必阅读末页声明。

- **投资建设高端聚烯烃项目，进一步提升竞争力。**公司计划在烟台工业园实施乙烯二期工程，建设120万吨/年乙烯及下游高端聚烯烃项目，实现自主开发的POE、差异化专用料等高端聚烯烃产品产业化。该规划项目占地约1215亩，主要建设120万吨/年乙烯裂解装置、25万吨/年低密度聚乙烯（LDPE）装置、2×20万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置、20万吨/年丁二烯装置、55万吨/年裂解汽油加氢装置（含3万吨/年苯乙烯抽提）、40万吨/年芳烃抽提装置以及配套辅助工程和公用设施。项目计划投资176亿元人民币，建设资金以自有资金与银行贷款组合的形式筹集。该项目已经获得山东省发展和改革委员会审批通过，预计于2024年10月开始陆续投产。
- **投资建议：**2023年公司MDI、TDI、尼龙12等产品新增产量有望贡献业绩增量。公司目前已形成深度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群。通过持续加大技术创新、不断延伸产业链、扩大高端化产品生产，公司将进一步夯实龙头地位，实现持续发展。预计公司2023年基本每股收益是6.73元，当前股价对应2023市盈率是14倍，维持买入评级。
- **风险提示：**项目工程进度、收益不及预期风险，欧美经济需求持续走弱导致出口不及预期风险；国内宏观经济复苏不及预期风险；原材料价格走高风险；行业竞争加剧风险；天灾人祸等不可抗力事件的发生。

表 1：公司盈利预测简表

科目（百万元）	2022A	2023E	2024E	2025E
营业总收入	165565	183778	202155	222371
营业总成本	146819	158881	171212	186235
营业成本	138,132	149,779	160,714	174,561
营业税金及附加	913	1011	1152	1268
销售费用	1153	1195	1375	1445
管理费用	1966	2022	2426	2668
财务费用	1235	1200	1300	1400
研发费用	3420	3676	4245	4892
其他经营收益	1092	522	506	538
公允价值变动净收益	173	10	10	10
投资净收益	408	400	450	480
其他收益	740	420	400	400
营业利润	19839	25419	31450	36674
加 营业外收入	45	45	50	50
减 营业外支出	343	180	180	200
利润总额	19541	25284	31320	36524
减 所得税	2499	3262	4072	4748
净利润	17042	22022	27248	31776
减 少数股东损益	808	881	1090	1271
归母公司所有者的净利润	16234	21141	26158	30505
基本每股收益(元)	5.17	6.73	8.33	9.72
PE	18	14	11	9

数据来源：Wind，东莞证券研究所

东莞证券研究报告评级体系：

公司投资评级	
买入	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
增持	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
持有	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
减持	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，导致无法给出明确的投资评级；股票不在常规研究覆盖范围之内
行业投资评级	
超配	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
标配	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
低配	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

说明：本评级体系的“市场指数”，A 股参照标的为沪深 300 指数；新三板参照标的为三板成指。

证券研究报告风险等级及适当性匹配关系

低风险	宏观经济及政策、财经资讯、国债等方面的研究报告
中低风险	债券、货币市场基金、债券基金等方面的研究报告
中风险	主板股票及基金、可转债等方面的研究报告，市场策略研究报告
中高风险	创业板、科创板、北京证券交易所、新三板（含退市整理期）等板块的股票、基金、可转债等方面的研究报告，港股股票、基金研究报告以及非上市公司的研究报告
高风险	期货、期权等衍生品方面的研究报告

投资者与证券研究报告的适当性匹配关系：“保守型”投资者仅适合使用“低风险”级别的研报，“谨慎型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中低风险”的研报，“稳健型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中风险”的研报，“积极型”投资者仅适合使用风险级别不高于“中高风险”的研报，“激进型”投资者适合使用我司各类风险级别的研报。

证券分析师承诺：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点，不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系，没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益，或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明：

东莞证券股份有限公司为全国性综合类证券公司，具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下，本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并不构成对任何人的投资建议。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在任何情况下，本公司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，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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券股份有限公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发，需注明本报告的机构来源、作者和发布日期，并提示使用本报告的风险，不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的，应当承担相应的法律责任。

东莞证券股份有限公司研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 24 楼

邮政编码：523000

电话：（0769）22115843

网址：www.dgzq.com.cn