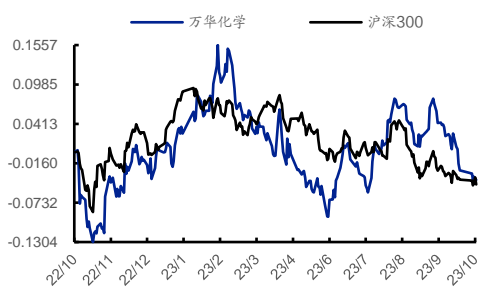


研究所
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 证券分析师: 汤永俊 S0350523080004
 tangyj03@ghzq.com.cn

三季度业绩同比提升, 多项目推动未来成长 ——万华化学 (600309) 2023 年三季度报点评

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2023/10/13

表现	1M	3M	12M
万华化学	-7.7%	-5.0%	-4.6%
沪深 300	-2.0%	-6.0%	-2.4%

市场数据

2023/10/13

当前价格 (元)	87.08
52 周价格区间 (元)	77.95-108.00
总市值 (百万)	273,409.14
流通市值 (百万)	273,409.14
总股本 (万股)	313,974.66
流通股本 (万股)	313,974.66
日均成交额 (百万)	461.67
近一月换手 (%)	0.25

相关报告

《万华化学 (600309) 2023 年 9 月月报: 多项目环评公示, 下游冰箱、汽车产量同比提升 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-10-13

《万华化学 (600309) 2023 年 8 月月报: MDI 景气修复, 福建 TDI 扩建项目环评公示 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏, 汤永俊》——2023-09-21

《万华化学 (600309) 2023 年 7 月月报: 二季度业绩持续改善, 高端 α 烯烃项目环评公示 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏》——2023-08-08

《万华化学 (600309) 2023 年中报点评: 二季度

事件:

10月14日, 公司发布2023年三季度报: 2023年前三季度, 公司实现营业收入1325.54亿元, 同比+1.64%; 实现归母净利润127.03亿元, 同比-6.65%; 加权平均净资产收益率为15.70%, 同比减少3.51个百分点。销售毛利率16.76%, 同比增加0.04个百分点; 销售净利率10.45%, 同比减少0.46个百分点。

其中, 2023年Q3实现营收449.28亿元, 同比+8.78%, 环比-1.66%; 实现归母净利润41.35亿元, 同比+28.21%, 环比-8.42%; 平均净资产收益率为5.01%, 同比增加0.55个百分点, 环比减少0.57个百分点。销售毛利率17.43%, 同比增加4.44个百分点, 环比增加2.03个百分点; 销售净利率10.25%, 同比增加1.91个百分点, 环比减少0.39个百分点。

投资要点:

■ 2023Q3 毛利同环比改善, 期间费用、所得税等增加致业绩环比下滑

2023年Q3公司实现营收449.28亿元, 同比+8.78%, 环比-1.66%; 实现归母净利润41.35亿元, 同比+28.21%, 环比-8.42%, 同比+9.10亿元, 环比-3.80亿元。其中, 2023Q3实现毛利润78.30亿元, 环比+7.94亿元; 研发费用达10.88亿元, 环比+1.66亿元; 财务费用达4.83亿元, 环比+3.30亿元; 其他收益达1.41亿元, 环比-2.05亿元; 投资净收益达0.88亿元, 环比-1.00亿元; 所得税达6.62亿元, 环比+2.98亿元; 少数股东权益达4.70亿元, 环比+1.22亿元。公司毛利润环比上涨, 主要由于公司聚合MDI等产品价格价差有所修复, 据Wind, 2023Q3聚合MDI价差达10786元/吨, 环比+7.03%。研发费用环比增长或由于公司增加研发投入所致; 财务费用环比增加或由于第三季度汇兑收益减少所致; 其他收益环比减少, 主要由于2023Q2收到的可计入其他收益的政府补助增加; 投资净收益环比减少, 或由于对联营企业和合营企业的投资收益下降所致。展望四季度, TDI价格价差在供给收缩背景下近期上行; MDI价格自9月以来虽有所下滑, 但后续国内外较多装置存检修计划, 供给有望收缩, 带动MDI价格价差企稳, 同时考虑公司新项目持续落地, 看好公司四季度经营及业绩稳定向上。

分业务板块来看, 2023年Q3聚氨酯板块销量达124万吨 (同比

业绩环比改善，多项目推进驱动成长（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏——2023-07-28

《万华化学（600309）2023年6月月报：下游汽车、冰箱产量同环比提升，石化业务价差逐步修复（买入）*化学制品*李永磊，董伯骏》——2023-07-15

+15.89%，环比持平），均价达 13959.9 元/吨（同比-4.36%，环比+1.38%）；石化板块销量达 303.0 万吨（同比+7.07%，环比-17.44%），均价达 5193.2 元/吨（同比-14.06%，环比+6.21%）；精细化学品及新材料板块销量达 43.0 万吨（同比+79.17%，环比+10.26%），均价达 14718.56 元/吨（同比-26.76%，环比-3.11%）。

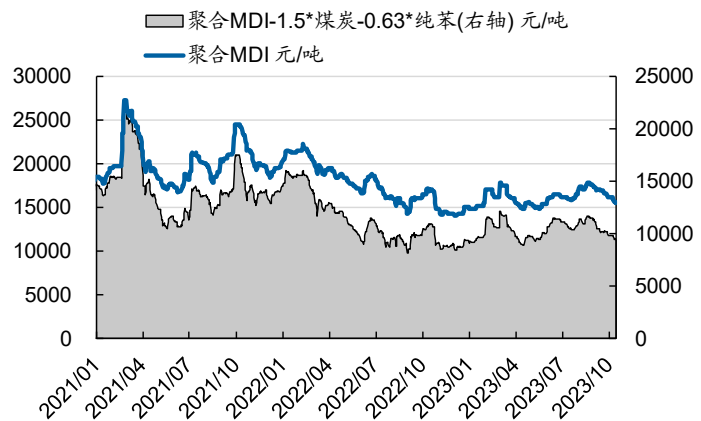
期间费用率方面，2023Q3 年公司销售/管理/财务费用率分别为 0.81%/3.82%/1.07%，同比 +0.05/+0.60/+0.63pct，环比 +0.12/+0.51/+0.74pct。同时，2023Q3 公司经营活动现金流入净额为 59.15 亿元，同比增加 4.50%。

表 1：公司分业务数据

项目	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2023Q3 同比	2023Q3 环比	
整体	营收(亿元)	449.28	456.87	419.39	351.45	413.02	8.78%	-1.66%
	归母净利润(亿元)	41.35	45.15	40.53	26.25	32.25	28.21%	-8.42%
	毛利润(亿元)	78.30	70.36	73.52	56.26	53.66	45.91%	11.28%
聚氨酯板块	营收(亿元)	173.10	170.75	156.96	140.32	156.17	10.84%	1.38%
	销量(万吨)	124.00	124.00	111.00	104.00	107.00	15.89%	0.00%
	价格(元/吨)	13959.88	13769.81	14140.48	13492.35	14595.54	-4.36%	1.38%
石化板块	营收(亿元)	157.35	179.45	181.87	133.23	171.01	-7.98%	-12.31%
	销量(万吨)	303.00	367.00	317.00	205.00	283.00	7.07%	-17.44%
	价格(元/吨)	5193.16	4889.57	5737.13	6498.87	6042.62	-14.06%	6.21%
精细化学品及新材料	营收(亿元)	63.29	59.24	53.39	48.60	48.23	31.21%	6.83%
	销量(万吨)	43.00	39.00	35.00	27.00	24.00	79.17%	10.26%
	价格(元/吨)	14718.56	15190.44	15255.66	17999.67	20097.46	-26.76%	-3.11%

资料来源：公司公告，国海证券研究所

图 1：聚合 MDI 价格价差情况



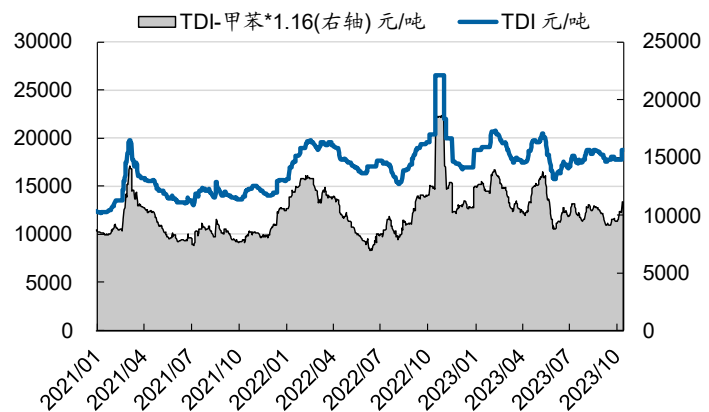
资料来源：Wind，国海证券研究所

■ TDI 供给收缩推动价格上行，MDI 价格有望企稳

进入四季度，TDI 供给受部分装置检修影响迎来收缩，据卓创资讯，新疆巨力 15 万吨/年装置 9 月 24 日开始检修、甘肃银光 12 万吨/年装置在 10 月 7 日迎来检修、韩国韩华 15 万吨/年装置 10 月 13 日至

11月5日三线轮检、日本三井12.8万吨/年装置10月13日紧急停车三周。在供给收缩背景下，TDI价格逐步上行，据Wind，截至10月14日国内TDI价格达18800元/吨，较9月30日17800元/吨，累计增长5.62%。展望未来，装置检修仍将持续，据卓创资讯，上海科思创31万吨/年装置11月预计停车检修40天、河北沧州大化12万吨/年装置预计10月20日前后停车检修、韩国巴斯夫16万吨/年装置预计11月中旬停车检修，供给紧张仍将持续，TDI价格价差或将进一步上行。MDI方面，受国内厂家整体供应量增加、进口货源冲击、以及冷库管道等下游需求偏弱影响，MDI价格自9月逐步下行，据Wind，截至10月14日国内MDI价格达15500元/吨，较9月1日17300元/吨，累计下滑10.40%。展望未来，四季度部分MDI装置也存检修计划，据百川资讯，上海科思创60万吨/年装置预计11月16日开始检修、重庆巴斯夫40万吨/年装置12月存检修计划、韩国巴斯夫41万吨/年装置也于10月初开始停产检修，随着检修装置增加，MDI供给也将呈现收缩趋势，MDI价格有望企稳。随着TDI价格持续上行，以及MDI价格企稳，万华化学作为全球MDI及TDI龙头企业，有望受益。

图 2: TDI 价格价差情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

■ 新项目有序推进，公司产能未来有望呈高成长

公司作为全球聚氨酯龙头企业，规模优势显著。2023年上半年，公司福建25万吨/年TDI项目投产，同时完成了对烟台巨力的收购，聚氨酯业务竞争力进一步提升，MDI产能达305万吨/年，TDI产能达103万吨/年（考虑巨力23万吨/年TDI产能）。同时，公司积极进行各项的建设工作，一方面继续推动乙烯二期、蓬莱一期、福建TDI二期等重点项目，另一方面稳步推进POE、柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化进程。截至2023年三季度末，公司在建工程达466.90亿元，占固定资产比例达50.84%，随着公司新产能逐步落地，公司产能未来有望呈高成长。

■ 盈利预测和投资评级 综合考虑公司主要产品价格价差，以及公

司前三季度经营情况，我们对公司业绩进行适当下调，预计公司 2023-2025 年归母净利润分别为 172.17、243.66、320.28 亿元，对应 PE 分别 16、11、9 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

- **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	165565	180191	213827	262519
增长率（%）	14	9	19	23
归母净利润（百万元）	16234	17217	24366	32028
增长率（%）	-34	6	42	31
摊薄每股收益（元）	5.17	5.48	7.76	10.20
ROE（%）	21	18	21	21
P/E	17.92	15.88	11.22	8.54
P/B	3.79	2.91	2.31	1.82
P/S	1.76	1.52	1.28	1.04
EV/EBITDA	11.39	10.28	7.58	5.95

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	87.08	投资评级:	买入	日期:	2023/10/13
财务指标	2022A	2023E	2024E	2025E	每股指标与估值		2022A	2023E	2024E	2025E
盈利能力					每股指标					
ROE	21%	18%	21%	21%	EPS		5.17	5.48	7.76	10.20
毛利率	17%	17%	18%	19%	BVPS		24.47	29.96	37.72	47.92
期间费率	3%	3%	3%	2%	估值					
销售净利率	10%	10%	11%	12%	P/E		17.92	15.88	11.22	8.54
成长能力					P/B		3.79	2.91	2.31	1.82
收入增长率	14%	9%	19%	23%	P/S		1.76	1.52	1.28	1.04
利润增长率	-34%	6%	42%	31%						
营运能力					利润表 (百万元)		2022A	2023E	2024E	2025E
总资产周转率	0.82	0.80	0.84	0.88	营业收入		165565	180191	213827	262519
应收账款周转率	18.27	17.52	17.89	17.71	营业成本		138132	149887	174302	212045
存货周转率	9.10	7.96	8.68	8.47	营业税金及附加		913	1207	1347	1575
偿债能力					销售费用		1153	1351	1604	1838
资产负债率	60%	56%	51%	47%	管理费用		1966	2288	2523	2861
流动比	0.54	0.54	0.61	0.77	财务费用		1235	1513	1548	1514
速动比	0.34	0.30	0.36	0.48	其他费用/(-收入)		3420	3784	4490	5513
资产负债表 (百万元)	2022A	2023E	2024E	2025E	营业利润		19839	21121	29573	38876
现金及现金等价物	18989	11937	18750	31658	营业外净收支		-298	5	10	10
应收款项	9060	10283	11952	14827	利润总额		19541	21126	29583	38886
存货净额	18185	22633	24634	30994	所得税费用		2499	2810	3935	5172
其他流动资产	5298	9608	8661	11666	净利润		17042	18316	25649	33714
流动资产合计	51532	54462	63997	89145	少数股东损益		808	1099	1282	1686
固定资产	78558	86468	94092	100121	归属于母公司净利润		16234	17217	24366	32028
在建工程	37064	43967	51275	58380	现金流量表 (百万元)					
无形资产及其他	27460	31292	35071	38876	经营活动现金流		36337	26140	42382	47308
长期股权投资	6229	8686	11064	13482	净利润		16234	17217	24366	32028
资产总计	200843	224874	255498	300005	少数股东权益		808	1099	1282	1686
短期借款	44019	44019	44019	44019	折旧摊销		9354	10511	13160	13573
应付款项	24205	27372	31187	38331	公允价值变动		-173	0	0	0
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动		8821	-4266	2253	-1448
其他流动负债	26792	29341	30501	34149	投资活动现金流		-34325	-31584	-33961	-32793
流动负债合计	95017	100732	105707	116500	资本支出		-32614	-29493	-31998	-30740
长期借款及应付债券	16168	16168	16168	16168	长期投资		-2144	-2607	-2528	-2568
其他长期负债	8321	8321	8321	8321	其他		434	517	566	515
长期负债合计	24489	24489	24489	24489	筹资活动现金流		-17188	-1608	-1608	-1608
负债合计	119506	125221	130196	140989	债务融资		-6310	0	0	0
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资		850	0	0	0
股东权益	81337	99653	125302	159016	其它		-11727	-1608	-1608	-1608
负债和股东权益总计	200843	224874	255498	300005	现金净增加额		-15202	-7052	6813	12907

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

汤永俊，化工行业分析师，悉尼大学金融与会计硕士，应用化学本科，2年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业研究助理，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

陈雨，化工行业研究助理，天津大学材料学本硕，2年半化工央企实业工作经验。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，汤永俊，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本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、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。