

股票投资评级

买入 | 首次覆盖

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	87.08
总股本/流通股本(亿股)	31.40 / 31.40
总市值/流通市值(亿元)	2,734 / 2,734
52周内最高/最低价	106.80 / 80.36
资产负债率(%)	59.5%
市盈率	16.84
第一大股东	烟台国丰投资控股集团 有限公司

研究所

分析师: 李帅华
SAC 登记编号: S1340522060001
Email: lishuaihua@cnpsec.com
研究助理: 张泽亮
SAC 登记编号: S1340123050009
Email: zhangzeliang@cnpsec.com

万华化学(600309)

Q3 业绩韧性十足，经济复苏弹性可期

- **事件:** 公司 10 月 13 日发布第三季报, 2023 年第三季度实现营业收入 449.28 亿元, 同比增长 8.78%, 环比下降 1.66%; 归母净利润为 41.35 亿元, 同比增长 28.22%, 环比下降 8.42%。
- **点评:**
预计检修导致收入环比下降, 产品价格上涨毛利率环比提升。
收入端, 2023 年第三季度聚氨酯板块/石化板块/精细化工&新材料板块分别实现收入 173.10/157.40/63.30 亿元, 环比 +1.38%/-12.31%/+6.83%。**销量端,** 2023 年第三季度聚氨酯板块/石化板块/精细化工&新材料板块分别实现销量 124.00/303.00/43.00 万吨, 环比+0.00%/-17.44%/+10.26%。公司烟台产业园 MDI 一体化、石化一体化装置于 8 月检修导致, 目前该装置已于 9 月 27 日复产, 我们预计检修导致公司石化板块收入环比下滑。**毛利率环比提升, 净利率环比下降。**2023 年第三季度公司毛利率/净利率为 17.43%/10.25%, 环比+2.03/-0.39pct。我们预计毛利率提升主因是产品价格上涨, 期间费用率环比提升导致公司净利率环比略降。经营活动现金流量净额为 59.15 亿元, 环比持平。
经济有望持续回暖, 逆势扩张弹性可期。根据 Wind, 9 月份中国制造业 PMI 为 50.2%, 环比提升 0.50pct, 自今年 4 月以来首次恢复扩张, 表明我国经济逐步回暖。根据百川盈孚, 截止 10 月 13 日, 我国 MDI 工厂库存为 14.99 万吨, 处于近三年以来 13.20%分位。伴随着经济复苏, 低库存下 MDI 弹性可期。资本开支方面, 截止 9 月 30 日, 公司在建工程 466.90 亿元, 固定资产为 918.30 亿元, 在建工程/固定资产 50.84%, 公司持续底部逆势持续扩张, 成长空间不断打开。
预计公司 23/24/25 年归母净利润为 167.66/213.04/272.26 亿元, 首次“覆盖”, 给予“买入”评级。
- **风险提示:**
项目建设不及预期风险; 需求不及预期风险; 竞争格局恶化风险。
- **盈利预测和财务指标**

项目\年度	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入 (百万元)	165565	170181	183475	204815
增长率 (%)	13.76	2.79	7.81	11.63
EBITDA (百万元)	29953.34	32442.54	39889.69	48715.48
归属母公司净利润 (百万元)	16233.63	16765.73	21303.95	27226.03
增长率 (%)	-34.14	3.28	27.07	27.80
EPS (元/股)	5.17	5.34	6.79	8.67
市盈率 (P/E)	16.84	16.31	12.83	10.04
市净率 (P/B)	3.56	3.10	2.50	2.00
EV/EBITDA	11.39	10.34	8.40	6.75

资料来源：iFind，公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)					主要财务比率				
	2022A	2023E	2024E	2025E		2022A	2023E	2024E	2025E
利润表					成长能力				
营业收入	165565	170181	183475	204815	营业收入	13.8%	2.8%	7.8%	11.6%
营业成本	138132	143122	150449	163852	营业利润	-32.6%	3.2%	26.7%	27.5%
税金及附加	913	939	1012	1130	归属于母公司净利润	-34.1%	3.3%	27.1%	27.8%
销售费用	1153	1185	1278	1426	获利能力				
管理费用	1966	2021	2179	2432	毛利率	16.6%	15.9%	18.0%	20.0%
研发费用	3420	3515	3790	4231	净利率	9.8%	9.9%	11.6%	13.3%
财务费用	1235	0	0	0	ROE	21.1%	19.0%	19.4%	19.9%
资产减值损失	-192	-128	-128	-128	ROIC	11.9%	9.9%	10.3%	11.1%
营业利润	19839	20479	25942	33070	偿债能力				
营业外收入	45	45	45	45	资产负债率	59.5%	60.1%	58.1%	54.8%
营业外支出	343	343	343	343	流动比率	0.54	0.51	0.60	0.73
利润总额	19541	20181	25644	32772	营运能力				
所得税	2499	2581	3279	4191	应收账款周转率	18.70	18.53	18.96	19.28
净利润	17042	17601	22365	28582	存货周转率	9.08	9.19	9.49	9.90
归母净利润	16234	16766	21304	27226	总资产周转率	0.85	0.78	0.72	0.69
每股收益(元)	5.17	5.34	6.79	8.67	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	5.17	5.34	6.79	8.67
货币资金	18989	22086	38665	56618	每股净资产	24.47	28.10	34.89	43.56
交易性金融资产	0	-10	-10	-10	估值比率				
应收票据及应收账款	9060	9313	10040	11208	PE	16.84	16.31	12.83	10.04
预付款项	1277	1323	1391	1515	PB	3.56	3.10	2.50	2.00
存货	18185	18842	19807	21571	现金流量表				
流动资产合计	51532	55924	74560	96057	净利润	17042	17601	22365	28582
固定资产	78558	93113	106007	112603	折旧和摊销	9354	12261	14246	15943
在建工程	37064	40298	43209	50721	营运资本变动	8821	4428	1340	-784
无形资产	9980	11978	13977	15975	其他	1120	407	-56	-112
非流动资产合计	149311	178472	201900	223543	经营活动现金流净额	36337	34697	37894	43628
资产总计	200843	234396	276460	319601	资本开支	-32614	-35593	-35591	-35587
短期借款	44019	52015	62760	67389	其他	-1710	-5854	-2036	-1672
应付票据及应付账款	24205	25080	26364	28712	投资活动现金流净额	-34325	-41447	-37627	-37260
其他流动负债	26792	33092	35190	35817	股权融资	850	-248	0	0
流动负债合计	95017	110186	124314	131918	债务融资	-6310	14870	16312	11585
其他	24489	30645	36217	43172	其他	-11727	-4700	0	0
非流动负债合计	24489	30645	36217	43172	筹资活动现金流净额	-17188	9922	16312	11585
负债合计	119506	140831	160531	175089	现金及现金等价物净增加额	-15202	3097	16579	17953
股本	3140	3140	3140	3140					
资本公积金	2160	1912	1912	1912					
未分配利润	69232	78384	96492	119634					
少数股东权益	4492	5327	6388	7744					
其他	2313	4802	7998	12082					
所有者权益合计	81337	93565	115929	144511					
负债和所有者权益总计	200843	234396	276460	319601					

资料来源: iFind, 公司公告, 中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

中邮证券的经营经营范围包括证券经纪、证券投资咨询、证券投资基金销售、融资融券、代销金融产品、证券资产管理、证券承销与保荐、证券自营和与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问等。中邮证券目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西等地设有分支机构。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长。中邮证券努力成为客户认同、社会尊重，股东满意，员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

电话：010-67017788

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

电话：18717767929

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

电话：15800181922

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048