

2023年10月17日

费倩然

H70507@capital.com.tw

目标价(元) 104

公司基本资讯

产业别	化工
A 股价(2023/10/16)	86.40
上证指数(2023/10/16)	3073.81
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)	2712.74
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)	26.83
股价/账面净值	3.22
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	-8.6 -5.2 -4.7

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2023.05.31	82.26	买进
2023.07.28	94.66	买进

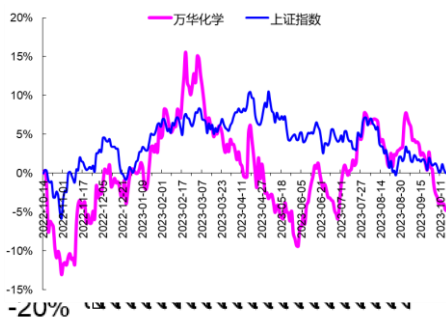
产品组合

石化系列	41.4%
聚氨酯系列	37.6%
其他	16.4%
精细化学品及新材料系列	12.9%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	0.0%
一般法人	59.6%

股价相对大盘走势



万华化学(600309.SH)

Buy 买进

聚氨酯版块稳健发展，业绩符合预期

事件: 公司发布2023年三季报，2023年前三季度实现营收1325.54亿元，yoy+1.64%，实现归母净利润127.03亿元，yoy-6.65%，符合预期。Q3单季度实现营收449.28亿元，yoy+8.78%，qoq-1.66%，实现归母净利润41.35亿元，yoy+28.21%，qoq-8.42%。

点评: 新产能投放推动销量增长，公司前三季度营收同比提升，但化工品价格同比下滑，业绩同比下降。Q3单季石化版块销量下滑，影响公司营收和业绩环比下滑。公司三大板块协同发展，聚氨酯版块维持稳健，产能有序投放，行业地位进一步得到巩固；新材料版块销量快速增长；石化版块提供原料支撑，进一步加深成本护城河。看好公司业绩韧性和长期成长前景，维持“买进”评级。

- **MDI 稳健发展，公司龙头地位稳固:** 公司聚氨酯版块营收稳健，Q3 单季实现营收 173.10 亿，yoy+1.9%，QOQ+3.1%，销量 124 万吨，yoy+15.9%，环比持平，销售均价为 1.40 万元/吨，yoy-4.4%，qoq+1.4%。Q3 公司匈牙利 25 万吨 TDI 装置和烟台产业园 110 万吨 MDI、30 万吨 TDI 一体化装置检修先后，但公司提前备货，销量维持稳定。据百川盈孚，Q3 聚合 MDI 均价为 1.66 万元/吨，yoy+5.74%，qoq+8.28%；纯 MDI 均价为 2.13 万元/吨，yoy+7.17%，qoq+0.61%；TDI 均价 1.81 万元/吨，yoy+4.24%，qoq-0.71%。Q4 来看，随着“金九银十”化工旺季过半，聚氨酯价格环比回落，10 月聚合 MDI 均价为 1.55 万元/吨，较 Q3 均价下滑 6.39%，纯 MDI 均价 2.04 万元/吨，较 Q3 均价下滑 3.99%，TDI 均价 1.85 万元/吨，较 Q3 均价提高 2.11%。年内公司宁波基地技改新增 60 万吨 MDI 产能，达产后公司 MDI 产能将达 365 万吨，产能占比将进一步提升，行业地位将进一步提高。

- **石化版块销量下滑，新材料快速增长:** 石化版块 Q3 单季实现营收 157 亿元，yoy-8.0%，qoq-12.3%，销量 303 万吨，yoy+7.1%，qoq-17.4%，版块销售均价 0.52 万元/吨，yoy-14.1%，qoq+6.2%。石化版块销量同比下滑，预计是公司 Q3 的 LPG 贸易减少，此外 Q3 公司烟台石化一体化装置停产检修（PDH 75 万吨，PO 24 万吨，MTBE 76 万吨），对版块利润也造成一定影响。新材料版块 Q3 单季实现营收 63 亿元，yoy+31.2%，qoq+6.8%，销量 43 万吨，yoy+79.2%，qoq+10.3%，均价 1.47 万元/吨，yoy-26.8%，qoq-3.1%。新材料版块销量快速增长，版块占总营收的比例也增加值 14.09%，同比增加 2.41pct，看好版块成为公司另一大支柱版块。

- **毛利持续修复，费用率保持合理:** 公司毛利率持续修复，前三季综合毛利率 16.76%，yoy+0.04pct，其中 Q3 单季为 17.43%，yoy+4.44pct，qoq+2.03pct。公司各项费用维持合理水平，前三季度研发费用率为 2.17%，同比增加 0.30pct，销售费用率为 0.75pct，同比增加 0.13pct，财务费用率为 1.31%，同比增加 0.30pct，管理费用率为 0.89%，同比增加 0.33pct。

- **新材料版图扩大，长期成长可期:** 公司在业绩低谷维持高资本开支，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。除 MDI 扩产外，公司新材料板块快速扩张，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，料将成为公司新的业绩亮点。公司新材料版块加速发展，版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。石化版块将在 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。

- **盈利预测：**考虑到 MDI 价格淡季承压，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 172/211/238 亿元，yoy+6%/+22%/+13%（前值 186/220/248 亿元，yoy+15%/+18%/+13%），对应 EPS 为 5.48/6.71/7.59 元，目前 A 股股价对应的 PE 为 16/13/11 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	17,205	21,063	23,844
同比增减	%	145.47%	-34.14%	5.98%	22.42%	13.20%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	7.85	5.17	5.48	6.71	7.59
同比增减	%	145.47%	-34.14%	5.98%	22.42%	13.20%
A 股市盈率(P/E)	X	11.01	16.71	15.77	12.88	11.38
股利 (DPS)	RMB 元	2.5	1.6	1.9	2.2	2.6
股息率 (Yield)	%	2.89%	1.85%	2.20%	2.55%	3.01%

【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	177087	211367	249211
经营成本	107317	138132	147930	175973	208549
研发费用	3168	3420	3658	4366	5148
营业税金及附加	880	913	977	1166	1374
销售费用	1052	1153	1233	1472	1735
管理费用	1892	1966	2103	2510	2959
财务费用	1479	1235	1321	1419	1673
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	20989	25635	28985
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	20710	25354	28701
所得税	4112	2499	2648	3242	3670
少数股东损益	391	808	857	1049	1187
归属于母公司股东权益	24649	16234	17205	21063	23844

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	165100	173865	181876
资产总计	190310	200843	221451	246917	290492
流动负债合计	98002	95017	94838	96551	113438
非流动负债合计	20612	24489	25335	25940	26564
负债合计	118614	119506	120173	122491	140003
少数股东权益	3197	4492	5349	6398	7585
股东权益合计	71696	81337	99399	121510	146541
负债及股东权益合计	190310	200843	219572	244001	286544

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。