

600309.SH
买入

原评级: 买入

市场价格: 人民币 84.85

板块评级: 强于大市

股价表现


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(8.2)	(8.6)	(6.9)	(0.8)
相对上证综指	(4.6)	(4.7)	(0.9)	0.5

发行股数 (百万)	3,139.75
流通股 (百万)	3,139.75
总市值 (人民币 百万)	266,407.50
3个月日均交易额 (人民币 百万)	703.93
主要股东	
烟台国丰投资控股集团有限公司	21.59

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券
 以2023年10月19日收市价为标准

相关研究报告

《万华化学》20230731
 《万华化学》20230323
 《万华化学》20221027

 中银国际证券股份有限公司
 具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学制品

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

联系人: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300122050006

万华化学

聚氨酯新产能有序释放, 新材料业务高速增长

2023年前三季度公司实现营业收入1325.54亿元, 同比增加1.64%; 归母净利润127.03亿元, 同比减少6.65%。其中, 三季度实现营收449.28亿元, 同比增加8.78%, 环比减少1.66%, 归母净利润41.35亿元, 同比增长28.21%, 环比减少8.42%。公司新产能稳步释放, 看好一体化优势与卓越的研发能力, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- **三季度营业收入同比增长, 期间费用率小幅增加。**2023年第三季度公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料产品销量分别为124万吨、303万吨以及43万吨, 同比分别增长15.89%、7.07%及79.17%; 各板块实现营收分别为173.10亿元、157.35亿元和63.29亿元, 同比增加10.84%、减少7.98%、增加31.21%。三季度销售毛利率为17.43%, 同比增加4.44pct, 销售费用率、管理费用率、研发费用率、财务费用率分别为0.81%、1.40%、2.42%、1.08%, 同比分别增加0.05pct、0.39pct、0.21pct、0.63pct, 未来随着公司卓越运营体系的持续优化, 期间费用率有望逐步趋稳。
- **新增产能有序释放, 聚氨酯行业龙头地位巩固。**2023年前三季度公司聚氨酯板块产量达365万吨, 同比增长15.51%; 实现营收500.81亿元, 同比增长2.49%。其中三季度受匈牙利工厂TDI装置及烟台产业园区MDI装置停产检修影响, 聚氨酯板块产量为119万吨, 环比减少8.46%。据百川盈孚统计数据, 聚合MDI、纯MDI三季度均价分别为1.66万元/吨、2.13万元/吨, 环比二季度分别增长8.28%、12.42%。行业弱复苏背景下, 公司新装置产能逐步释放, 产品市占率进一步提升, 行业龙头地位有效巩固, 未来随着下游需求持续复苏, 聚氨酯板块盈利能力或稳步提升。
- **新材料业务占比持续提升, 产品矩阵不断丰富。**2023年前三季度公司精细化学品及新材料产品产销量分别为118万吨、117万吨, 同比增长66.20%、72.06%, 其中第三季度新材料业务板块实现营收63.29亿元, 在公司总营收的占比提升至16.07%。公司上半年水性树脂、改性异氰酸酯、TPU等不断推出差异化的产品, 下半年柠檬醛、香精香料及高性能材料POE、膜材料电池材料等项目有望取得新进展。未来随着新材料业务领域不断扩大、产品矩阵日益丰富, 公司新材料业务有望贡献新的业绩增量。

估值

- 公司新增产能有序释放, 聚氨酯行业龙头地位巩固, 考虑到行业景气度呈现弱复苏态势, 下调盈利预测, 预计2023-2025年EPS分别为5.43元、6.67元、7.95元, 当前对应PE为18.0倍、14.7倍、12.3倍, 看好公司一体化优势与卓越的研发能力, 维持买入评级。

评级面临的主要风险

- 新项目进度不达预期, 原油、LPG价格大幅波动, 全球经济增速不及预期。

投资摘要

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
主营收入(人民币 百万)	145,538	165,565	172,910	192,122	198,934
增长率(%)	98.2	13.8	4.4	11.1	3.5
EBITDA(人民币 百万)	38,131	29,079	33,090	40,473	47,692
归母净利润(人民币 百万)	24,649	16,234	17,043	20,946	24,970
增长率(%)	145.5	(34.1)	5.0	22.9	19.2
最新股本摊薄每股收益(人民币)	7.85	5.17	5.43	6.67	7.95
原摊薄每股收益预测(人民币)	/	/	6.38	8.14	8.47
调整幅度(%)	/	/	(14.89)	(18.06)	(6.14)
市盈率(倍)	12.5	18.9	18.0	14.7	12.3
市净率(倍)	4.5	4.0	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA(倍)	9.8	12.2	11.4	9.3	7.8
每股股息(人民币)	2.5	1.6	1.7	2.1	2.5

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司三季报摘要

(亿元)	2023 年前三季度	2022 年前三季度	同比增长(%)
一、营业总收入	1,325.54	1,304.20	1.64
二、营业总成本	1,178.90	1,145.78	2.89
其中：营业成本	1,103.37	1,086.13	1.59
营业税金及附加	7.58	6.55	15.69
销售费用	9.98	8.14	22.61
管理费用	17.33	13.10	32.32
研发费用	28.79	24.44	17.80
财务费用	11.85	7.42	59.77
资产减值损失	(0.21)	(0.06)	(229.73)
三、其他经营收益	6.60	5.14	28.52
公允价值变动收益	0.12	(0.10)	224.13
投资收益	3.93	3.03	29.77
四、营业利润	155.93	165.34	(5.70)
加：营业外收入	0.25	0.35	(29.46)
减：营业外支出	1.92	1.38	39.61
五、利润总额	154.25	164.32	(6.13)
减：所得税	15.69	21.97	(28.59)
六、净利润	138.56	142.35	(2.66)
减：少数股东损益	11.53	6.27	84.04
七、归属母公司净利润	127.03	136.08	(6.65)

资料来源：公司公告，同花顺，中银证券

图表 2.公司第三季度报摘要

(亿元)	2023 年第三季度	2022 年第三季度	同比增长(%)
一、营业总收入	449.28	413.02	8.78
二、营业总成本	399.01	379.43	5.16
其中：营业成本	370.98	359.36	3.23
营业税金及附加	2.41	1.81	33.21
销售费用	3.63	3.13	15.86
管理费用	6.28	4.16	51.13
研发费用	10.88	9.14	19.03
财务费用	4.83	1.83	163.58
资产减值损失	(0.08)	(0.04)	(133.95)
三、其他经营收益	1.41	1.93	(27.17)
公允价值变动收益	0.05	(0.08)	161.85
投资收益	0.88	0.89	(0.82)
四、营业利润	53.16	38.72	37.31
加：营业外收入	0.09	0.08	8.58
减：营业外支出	0.58	0.73	(20.57)
五、利润总额	52.66	38.06	38.37
减：所得税	6.62	3.61	83.35
六、净利润	46.05	34.45	33.65
减：少数股东损益	4.70	2.20	113.51
七、归属母公司净利润	41.35	32.25	28.21

资料来源：公司公告，同花顺，中银证券

利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
营业总收入	145,538	165,565	172,910	192,122	198,934
营业收入	145,538	165,565	172,910	192,122	198,934
营业成本	107,317	138,132	143,421	157,457	159,316
营业税金及附加	880	913	954	1,060	1,097
销售费用	1,052	1,153	1,297	1,345	1,393
管理费用	1,892	1,966	2,179	2,267	2,347
研发费用	3,168	3,420	3,545	3,458	3,581
财务费用	1,479	1,235	2,089	2,385	2,300
其他收益	453	740	730	730	730
资产减值损失	(1,075)	(192)	(50)	(150)	(131)
信用减值损失	(185)	(65)	(100)	(100)	(100)
资产处置收益	(18)	27	3	3	3
公允价值变动收益	7	173	0	0	0
投资收益	492	408	408	408	408
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	29,425	19,839	20,417	25,042	29,810
营业外收入	97	45	55	55	55
营业外支出	371	343	277	277	277
利润总额	29,151	19,541	20,196	24,820	29,589
所得税	4,112	2,499	2,625	3,227	3,847
净利润	25,039	17,042	17,570	21,594	25,742
少数股东损益	391	808	527	648	772
归母净利润	24,649	16,234	17,043	20,946	24,970
EBITDA	38,131	29,079	33,090	40,473	47,692
EPS(最新股本摊薄, 元)	7.85	5.17	5.43	6.67	7.95

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
流动资产	72,291	51,532	53,340	62,599	65,383
货币资金	34,216	18,989	17,291	20,770	27,697
应收账款	8,646	9,060	8,231	10,982	8,912
应收票据	0	0	0	0	0
存货	18,282	18,185	19,678	21,891	20,169
预付账款	1,367	1,277	1,511	1,550	1,548
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	9,780	4,021	6,628	7,407	7,058
非流动资产	118,018	149,311	164,205	178,533	189,347
长期投资	4,458	6,823	6,823	6,823	6,823
固定资产	65,233	78,558	90,836	101,598	110,707
无形资产	7,982	9,980	10,000	9,969	9,888
其他长期资产	40,345	53,949	56,547	60,144	61,929
资产合计	190,310	200,843	217,545	241,132	254,730
流动负债	98,002	95,017	99,699	107,121	101,730
短期借款	53,873	44,019	49,698	50,000	50,000
应付账款	11,403	13,067	13,374	15,654	13,717
其他流动负债	32,726	37,931	36,627	41,467	38,014
非流动负债	20,612	24,489	24,212	25,267	26,239
长期借款	15,644	15,968	16,000	17,000	18,000
其他长期负债	4,968	8,521	8,212	8,267	8,239
负债合计	118,614	119,506	123,911	132,387	127,970
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	3,197	4,492	5,020	5,667	6,440
归属母公司股东权益	68,499	76,845	88,614	103,078	120,320
负债和股东权益合计	190,310	200,843	217,545	241,132	254,730

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
净利润	25,039	17,042	17,570	21,594	25,742
折旧摊销	8,161	9,354	11,725	14,187	16,723
营运资金变动	(3,799)	13,054	(5,014)	1,595	(1,375)
其他	(1,479)	(3,113)	2,955	1,510	2,326
经营活动现金流	27,922	36,337	27,236	38,886	43,416
资本支出	(27,000)	(32,657)	(28,000)	(28,000)	(28,000)
投资变动	(3,542)	(1,828)	0	0	0
其他	1,783	160	411	411	411
投资活动现金流	(28,758)	(34,325)	(27,589)	(27,589)	(27,589)
银行借款	19,450	(9,529)	5,710	1,302	1,000
股权融资	(6,633)	(8,749)	(5,274)	(6,482)	(7,727)
其他	4,770	1,090	(1,781)	(2,639)	(2,173)
筹资活动现金流	17,587	(17,188)	(1,345)	(7,819)	(8,900)
净现金流	16,751	(15,175)	(1,698)	3,479	6,928

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

财务指标

年结日: 12月31日	2021	2022	2023E	2024E	2025E
成长能力					
营业收入增长率(%)	98.2	13.8	4.4	11.1	3.5
营业利润增长率(%)	148.8	(32.6)	2.9	22.6	19.0
归属于母公司净利润增长率(%)	145.5	(34.1)	5.0	22.9	19.2
息税前利润增长率(%)	150.1	(34.2)	8.3	23.0	17.8
息税折旧前利润增长率(%)	121.4	(23.7)	13.8	22.3	17.8
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	145.5	(34.1)	5.0	22.9	19.2
获利能力					
息税前利润率(%)	20.6	11.9	12.4	13.7	15.6
营业利润率(%)	20.2	12.0	11.8	13.0	15.0
毛利率(%)	26.3	16.6	17.1	18.0	19.9
归母净利润率(%)	16.9	9.8	9.9	10.9	12.6
ROE(%)	36.0	21.1	19.2	20.3	20.8
ROIC(%)	20.2	11.9	11.2	12.8	14.0
偿债能力					
资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.5	0.5
净负债权益比	0.6	0.6	0.6	0.5	0.4
流动比率	0.7	0.5	0.5	0.6	0.6
营运能力					
总资产周转率	0.9	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	19.5	18.7	20.0	20.0	20.0
应付账款周转率	14.2	13.5	13.1	13.2	13.5
费用率					
销售费用率(%)	0.7	0.7	0.8	0.7	0.7
管理费用率(%)	1.3	1.2	1.3	1.2	1.2
研发费用率(%)	2.2	2.1	2.1	1.8	1.8
财务费用率(%)	1.0	0.7	1.2	1.2	1.2
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	7.9	5.2	5.4	6.7	8.0
每股经营现金流(最新摊薄)	8.9	11.6	8.7	12.4	13.8
每股净资产(最新摊薄)	21.8	24.5	28.2	32.8	38.3
每股股息	2.5	1.6	1.7	2.1	2.5
估值比率					
P/E(最新摊薄)	12.5	18.9	18.0	14.7	12.3
P/B(最新摊薄)	4.5	4.0	3.5	3.0	2.6
EV/EBITDA	9.8	12.2	11.4	9.3	7.8
价格/现金流(倍)	11.0	8.4	11.3	7.9	7.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编: 100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371