

万华化学（600309）

证券研究报告

2023年11月01日

Q3 净利环比微降，各板块销量同比增长

事件：万华化学发布 2023 年三季报，前三季度实现营业收入 1325.54 亿元，同比增长 1.64%；归属于上市公司股东的净利润 127.03 亿元，同比减少 6.65%。按 31.40 亿股总股本计，实现每股收益 4.05 元，每股经营现金流 5.46 元。其中，第三季度实现营业收入 449.28 亿元，同比增长 8.78%、环比-1.7%；实现归属于上市公司股东的净利润 41.35 亿元，同比增长 28.21%、环比-8.4%；折合单季度 EPS 1.32 元。

聚氨酯和精细化学品板块销量同比增长带动销售规模增长，石化板块产品价格同比下降抵消销量增长，销售收入同比有所下降。（1）前三季度，公司聚氨酯系列实现收入 500.8 亿元，同比增加 12.2 亿元，yoy+2.5%；产量 365 万吨，同比增加 49 万吨，销量 359 万吨，同比增加 45 万吨。单季度看，第三季度对应营业收入为 173.1 亿元，yoy+10.8%，对应产销量分别为 119/124 万吨，yoy+17.8%/+15.9%。据公司公告，1-9 月，公司纯 MDI/聚合 MDI 挂牌均价为 2.31/1.88 万元/吨，yoy-2.8%/-9.5%，23Q3 纯 MDI/聚合 MDI 价差同环比均呈现增长，分别 yoy+12.8%/+10.6%，qoq+12.7%/+6.1%。据百川盈孚，前三季度 TDI/硬泡聚醚/软泡聚醚市场均价分别 1.82/1.0/0.97 万元/吨，yoy+2.5%/-5.7%/-10.9%，23Q3 上述产品市场均价为 1.79/1.01/0.96 万元/吨，yoy+2.3%/+4.8%/+2.0%，qoq+0.3%/+2.0%/+0.3%。出口方面，23 年 1-8 月，纯 MDI/聚合 MDI/TDI 出口量为 8.32/78.15/23.75 万吨，yoy-2.7%/+12.2%/+7.2%。（2）前三季度，精细化学品及新材料系列实现营业收入 175.9 亿元，同比增加 23.3 亿元，yoy+15.3%；产销量分别 118/117 万吨，同比增加 47/49 万吨。23Q3 产销量分别 39/43 万吨，yoy+56.0%/+79.2%，单季度实现营收 63.3 亿元，yoy+31.2%。据百川盈孚，23Q3 TPU/PC/PMMA/HDI/IPDI 市场均价 yoy-19.1%/-6%/+7.5%/-49.4%/-28%，qoq0%/+5.1%/0%/-8.2%/-4.7%。我们推测，销量的增长是前述两个板块业务收入同比实现增长的主要原因。（3）前三季度，公司石化系列产品实现营业收入 518.7 亿元，yoy-7.9%；产销量分别 338/987 万吨，yoy-0.6%/+10.5%。价格方面，据公司公告，23Q1-Q3 石化产品价格与去年同期相比以下跌为主，丙烯/MTBE/苯乙烯/正丁醇/丙烯酸/丙烯酸丁酯/NPG 加氢法/华东 PP/LLDPE/乙烯法 PVC 山东地区市场均价 yoy-6.3%/+1.8%/-8.7%/+19.0%/-21.4%/-3.0%/-8.5%/-7.0%/+2.0%/-6.9%。环比看多数持续改善，据百川盈孚，23Q3 MTBE/正丁醇/丙烯酸/丙烯酸丁酯/LLDPE/乙烯法 PVC 市场均价 qoq+2.2%/+17.2%/+4.1%/+12.4%/+2.1%/+13.0%。

第三季度盈利水平同比提升，公司持续高投入研发支出。前三季度，公司实现毛利额 222.2 亿元，yoy+1.9%，综合毛利率 16.8%，yoy+0.04pcts。第三季度实现毛利额 78.3 亿元，同比增加 24.6 亿元，yoy+45.9%，综合毛利率 17.4%，yoy+4.4pcts，qoq-2.0pcts；Q3 期间费用比率为 5.7%，yoy+1.3pcts，qoq+1.4pcts；研发费用进一步提升至单季度 10.9 亿元的历史较高水平。2023 年下半年，公司将继续推动乙烯二期、蓬莱一期、福建 TDI 二期等重点项目的建设，未来多项目稳步落地投产，共同推动公司持续发展。

盈利预测与估值：我们预计 2023-2025 年归母净利润为 182/239/284 亿元，维持“买入”投资评级。

风险提示：宏观经济下行风险，产品及原料价格大幅波动风险、新建项目进度及盈利不达预期风险

| 财务数据和估值 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|---------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 营业收入(百万元) | 145,537.82 | 165,565.48 | 182,751.18 | 206,782.96 | 227,936.86 |
| 增长率(%) | 98.19 | 13.76 | 10.38 | 13.15 | 10.23 |
| EBITDA(百万元) | 43,197.14 | 32,448.29 | 36,415.28 | 45,133.02 | 51,715.45 |
| 归属母公司净利润(百万元) | 24,648.75 | 16,233.63 | 18,232.76 | 23,909.54 | 28,423.23 |
| 增长率(%) | 145.47 | (34.14) | 12.31 | 31.14 | 18.88 |
| EPS(元/股) | 7.85 | 5.17 | 5.81 | 7.62 | 9.05 |
| 市盈率(P/E) | 10.89 | 16.54 | 14.72 | 11.23 | 9.44 |
| 市净率(P/B) | 3.92 | 3.49 | 3.04 | 2.62 | 2.25 |
| 市销率(P/S) | 1.84 | 1.62 | 1.47 | 1.30 | 1.18 |
| EV/EBITDA | 8.09 | 9.97 | 8.72 | 7.04 | 6.03 |

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

| | |
|--------|-----------|
| 行业 | 基础化工/化学制品 |
| 6 个月评级 | 买入（维持评级） |
| 当前价格 | 85.5 元 |
| 目标价格 | 元 |

基本数据

| | |
|---------------|--------------|
| A 股总股本(百万股) | 3,139.75 |
| 流通 A 股股本(百万股) | 3,139.75 |
| A 股总市值(百万元) | 268,448.34 |
| 流通 A 股市值(百万元) | 268,448.34 |
| 每股净资产(元) | 26.83 |
| 资产负债率(%) | 64.97 |
| 一年内最高/最低(元) | 108.00/77.95 |

作者

| | |
|---------------------------|-----|
| 唐婕 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110519070001 | |
| tjie@tfzq.com | |
| 张峰 | 分析师 |
| SAC 执业证书编号：S1110518080008 | |
| zhangfeng@tfzq.com | |

股价走势



资料来源：聚源数据

相关报告

- 1 《万华化学-半年报点评:二季度业绩环比改善，多项目落地推动未来发展》2023-08-08
- 2 《万华化学-季报点评:聚氨酯、新材料板块销量显著增长，Q1 业绩超预期》2023-04-17
- 3 《万华化学-年报点评报告:22 年业绩符合预期，多项目高投入推动未来发展》2023-04-06

财务预测摘要

| 资产负债表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 货币资金 | 34,216.30 | 18,988.84 | 18,275.12 | 20,678.30 | 22,793.69 |
| 应收票据及应收账款 | 8,646.18 | 9,060.25 | 11,245.43 | 11,730.45 | 13,595.87 |
| 预付账款 | 1,366.81 | 1,277.27 | 1,961.69 | 1,379.51 | 2,258.99 |
| 存货 | 18,282.04 | 18,185.32 | 19,187.30 | 22,014.21 | 22,661.42 |
| 其他 | 9,779.98 | 4,020.74 | 7,775.26 | 7,019.98 | 7,081.07 |
| 流动资产合计 | 72,291.31 | 51,532.43 | 58,444.80 | 62,822.44 | 68,391.02 |
| 长期股权投资 | 3,929.71 | 6,228.73 | 7,228.73 | 8,228.73 | 9,228.73 |
| 固定资产 | 65,232.91 | 78,558.11 | 105,755.91 | 124,363.81 | 137,417.76 |
| 在建工程 | 29,351.88 | 37,063.69 | 28,238.22 | 22,942.93 | 19,765.76 |
| 无形资产 | 7,982.32 | 9,980.40 | 10,451.70 | 10,872.99 | 11,244.28 |
| 其他 | 11,521.45 | 17,479.83 | 10,422.50 | 11,473.95 | 11,113.01 |
| 非流动资产合计 | 118,018.27 | 149,310.77 | 162,097.07 | 177,882.41 | 188,769.54 |
| 资产总计 | 190,309.58 | 200,843.20 | 220,541.87 | 240,704.86 | 257,160.57 |
| 短期借款 | 53,873.03 | 44,019.48 | 53,956.57 | 61,342.01 | 58,173.00 |
| 应付票据及应付账款 | 20,390.01 | 24,205.25 | 27,285.91 | 26,733.84 | 30,848.08 |
| 其他 | 19,305.30 | 21,400.53 | 24,984.42 | 26,655.45 | 24,030.19 |
| 流动负债合计 | 93,568.34 | 89,625.26 | 106,226.90 | 114,731.30 | 113,051.27 |
| 长期借款 | 15,643.75 | 15,968.34 | 15,968.34 | 12,000.00 | 12,000.00 |
| 应付债券 | 0.00 | 200.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 其他 | 4,967.99 | 8,320.70 | 5,144.92 | 6,144.54 | 6,536.72 |
| 非流动负债合计 | 20,611.74 | 24,489.04 | 21,113.26 | 18,144.54 | 18,536.72 |
| 负债合计 | 118,613.92 | 119,506.21 | 127,340.16 | 132,875.84 | 131,587.99 |
| 少数股东权益 | 3,197.14 | 4,492.45 | 4,865.36 | 5,339.58 | 6,003.36 |
| 股本 | 3,139.75 | 3,139.75 | 3,139.75 | 3,139.75 | 3,139.75 |
| 资本公积 | 2,160.67 | 2,159.98 | 2,404.39 | 2,404.39 | 2,404.39 |
| 留存收益 | 63,670.98 | 72,055.24 | 82,994.89 | 97,340.62 | 114,394.56 |
| 其他 | (472.86) | (510.43) | (202.69) | (395.33) | (369.48) |
| 股东权益合计 | 71,695.67 | 81,336.99 | 93,201.71 | 107,829.01 | 125,572.57 |
| 负债和股东权益总计 | 190,309.58 | 200,843.20 | 220,541.87 | 240,704.86 | 257,160.57 |

| 现金流量表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|--------------------|
| 净利润 | 25,039.43 | 17,041.91 | 18,232.76 | 23,909.54 | 28,423.23 |
| 折旧摊销 | 7,228.13 | 8,280.58 | 10,981.86 | 12,561.38 | 13,929.10 |
| 财务费用 | 2,085.60 | 2,058.04 | 1,996.61 | 2,228.15 | 2,155.78 |
| 投资损失 | (492.10) | (408.04) | (359.77) | (419.97) | (395.92) |
| 营运资金变动 | (6,184.38) | 14,593.77 | (2,965.40) | (2,586.12) | (1,927.40) |
| 其它 | 245.61 | (5,229.43) | 621.52 | 790.36 | 1,106.29 |
| 经营活动现金流 | 27,922.29 | 36,336.82 | 28,507.58 | 36,483.36 | 43,291.08 |
| 资本支出 | 22,931.32 | 30,283.70 | 33,001.26 | 25,295.67 | 23,784.99 |
| 长期投资 | 2,615.73 | 2,299.02 | 1,000.00 | 1,000.00 | 1,000.00 |
| 其他 | (54,305.10) | (66,907.33) | (63,466.97) | (52,170.99) | (48,566.24) |
| 投资活动现金流 | (28,758.05) | (34,324.61) | (29,465.71) | (25,875.32) | (23,781.25) |
| 债权融资 | 21,537.47 | (11,587.24) | 7,233.97 | 1,867.74 | (5,608.48) |
| 股权融资 | (8,698.26) | (5,061.85) | (6,989.56) | (10,072.60) | (11,785.97) |
| 其他 | 4,747.40 | (538.45) | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 筹资活动现金流 | 17,586.61 | (17,187.54) | 244.41 | (8,204.86) | (17,394.45) |
| 汇率变动影响 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 现金净增加额 | 16,750.85 | (15,175.32) | (713.72) | 2,403.18 | 2,115.39 |

资料来源：公司公告，天风证券研究所

| 利润表(百万元) | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|-------------------|
| 营业收入 | 145,537.82 | 165,565.48 | 182,751.18 | 206,782.96 | 227,936.86 |
| 营业成本 | 107,316.51 | 138,132.22 | 149,490.47 | 164,806.02 | 178,702.50 |
| 营业税金及附加 | 879.59 | 913.12 | 1,096.51 | 1,240.70 | 1,367.62 |
| 销售费用 | 1,051.82 | 1,152.91 | 1,279.26 | 1,550.87 | 1,823.49 |
| 管理费用 | 1,891.64 | 1,966.12 | 2,375.77 | 3,101.74 | 4,102.86 |
| 研发费用 | 3,168.07 | 3,420.09 | 4,020.53 | 4,549.23 | 5,014.61 |
| 财务费用 | 1,478.64 | 1,234.94 | 1,996.61 | 2,228.15 | 2,155.78 |
| 资产/信用减值损失 | (1,259.82) | (256.21) | (706.68) | (740.90) | (567.93) |
| 公允价值变动收益 | 6.61 | 172.96 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 投资净收益 | 492.10 | 408.04 | 359.77 | 419.97 | 395.92 |
| 其他 | 1,087.19 | (1,417.28) | 0.00 | (0.00) | 0.00 |
| 营业利润 | 29,425.48 | 19,838.57 | 22,145.14 | 28,985.32 | 34,597.98 |
| 营业外收入 | 96.67 | 44.79 | 54.98 | 65.48 | 55.08 |
| 营业外支出 | 370.68 | 342.71 | 276.54 | 329.98 | 316.41 |
| 利润总额 | 29,151.47 | 19,540.65 | 21,923.58 | 28,720.82 | 34,336.66 |
| 所得税 | 4,112.04 | 2,498.74 | 3,069.30 | 4,020.92 | 4,807.13 |
| 净利润 | 25,039.43 | 17,041.91 | 18,854.28 | 24,699.91 | 29,529.53 |
| 少数股东损益 | 390.68 | 808.28 | 621.52 | 790.36 | 1,106.29 |
| 归属于母公司净利润 | 24,648.75 | 16,233.63 | 18,232.76 | 23,909.54 | 28,423.23 |
| 每股收益(元) | 7.85 | 5.17 | 5.81 | 7.62 | 9.05 |

| 主要财务比率 | 2021 | 2022 | 2023E | 2024E | 2025E |
|----------------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | | |
| 营业收入 | 98.19% | 13.76% | 10.38% | 13.15% | 10.23% |
| 营业利润 | 148.84% | -32.58% | 11.63% | 30.89% | 19.36% |
| 归属于母公司净利润 | 145.47% | -34.14% | 12.31% | 31.14% | 18.88% |
| 获利能力 | | | | | |
| 毛利率 | 26.26% | 16.57% | 18.20% | 20.30% | 21.60% |
| 净利率 | 16.94% | 9.80% | 9.98% | 11.56% | 12.47% |
| ROE | 35.98% | 21.13% | 20.64% | 23.33% | 23.77% |
| ROIC | 32.85% | 18.20% | 18.95% | 19.53% | 20.84% |
| 偿债能力 | | | | | |
| 资产负债率 | 62.33% | 59.50% | 57.74% | 55.20% | 51.17% |
| 净负债率 | 55.12% | 54.58% | 58.31% | 51.97% | 40.19% |
| 流动比率 | 0.74 | 0.54 | 0.55 | 0.55 | 0.60 |
| 速动比率 | 0.55 | 0.35 | 0.37 | 0.36 | 0.40 |
| 营运能力 | | | | | |
| 应收账款周转率 | 19.46 | 18.70 | 18.00 | 18.00 | 18.00 |
| 存货周转率 | 10.79 | 9.08 | 9.78 | 10.04 | 10.20 |
| 总资产周转率 | 0.90 | 0.85 | 0.87 | 0.90 | 0.92 |
| 每股指标(元) | | | | | |
| 每股收益 | 7.85 | 5.17 | 5.81 | 7.62 | 9.05 |
| 每股经营现金流 | 8.89 | 11.57 | 9.08 | 11.62 | 13.79 |
| 每股净资产 | 21.82 | 24.47 | 28.13 | 32.64 | 38.08 |
| 估值比率 | | | | | |
| 市盈率 | 10.89 | 16.54 | 14.72 | 11.23 | 9.44 |
| 市净率 | 3.92 | 3.49 | 3.04 | 2.62 | 2.25 |
| EV/EBITDA | 8.09 | 9.97 | 8.72 | 7.04 | 6.03 |
| EV/EBIT | 9.72 | 13.39 | 12.48 | 9.75 | 8.26 |

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

| 类别 | 说明 | 评级 | 体系 |
|--------|--------------------------------|------|-------------------|
| 股票投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 买入 | 预期股价相对收益 20%以上 |
| | | 增持 | 预期股价相对收益 10%-20% |
| | | 持有 | 预期股价相对收益 -10%-10% |
| | | 卖出 | 预期股价相对收益 -10%以下 |
| 行业投资评级 | 自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅 | 强于大市 | 预期行业指数涨幅 5%以上 |
| | | 中性 | 预期行业指数涨幅 -5%-5% |
| | | 弱于大市 | 预期行业指数涨幅 -5%以下 |

天风证券研究

| 北京 | 海口 | 上海 | 深圳 |
|-----------------------|--|--------------------------|-----------------------------|
| 北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层 | 海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦 A 栋 23 层 2301 房 | 上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层 | 深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 |
| 邮编：100088 | 邮编：570102 | 邮编：200086 | 邮编：518000 |
| 邮箱：research@tfzq.com | 电话：(0898)-65365390 | 电话：(8621)-65055515 | 电话：(86755)-23915663 |
| | 邮箱：research@tfzq.com | 传真：(8621)-61069806 | 传真：(86755)-82571995 |
| | | 邮箱：research@tfzq.com | 邮箱：research@tfzq.com |