

评级变动报告

万华化学 600309.SH



鉴于MDI行业扩张接近尾声、万华化学全球市占率明显上台阶，远期盈利能力有望实现修复，我们上调了聚氨酯业务板块的毛利率预期，进而推动公司远期估值中枢上移。核心原因如下：

上调聚氨酯板块毛利率：海外MDI高成本产能逐步出清、行业扩产趋缓，供需格局改善，行业盈利或迎来拐点。我们将该业务当期及远期毛利率分别上调2个百分点，远期毛利率上调至25%，推动估值提升。

公司作为全球MDI核心寡头，当前全球市占率约35%，远期市占率有望突破40%，凭借技术、规模、低成本三重核心壁垒，公司护城河稳固。当前MDI核心品类的扩产周期已接近尾声，行业竞争格局持续向好，盈利修复有上行空间。经综合评估，我们对万华化学的DDM估值上调了16%，目前公司估值处于偏低估状态。

公司基本信息



公司是全球最大的MDI/TDI供应商。作为中国唯一掌握MDI自主知识产权的企业，公司打破海外长期技术垄断，构建起以聚氨酯业务为核心，石化、新材料为两翼的一体化产业格局。

公司深度评级

所属行业	能源及材料	成长空间	★★★★☆	DDM估值：价值	3020亿
当前股价	67.15元	盈利趋势	★★★☆☆	状态	偏低估(上行空间+44%)
总市值	2102.11亿	产业格局	★★★★☆		
PE-TTM	15.97	护城河	★★★★☆	动态估值：价值	3180亿
PB-MRQ	1.89			状态	低估(上行空间+51%)

公司盈利预测

万华化学	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1753.0	1820.0	2032.3	2515.5	2677.1	2981.1	3140.6	3325.5
归母净利润(亿)	175.9	136.4	125.3	157.3	176.1	219.8	258.7	305.1
归母净利润增速(%)	10.0	-22.5	-8.1	25.5	12.0	24.8	17.7	17.9
经营性净利润(亿)	175.0	141.2	122.9	164.3	187.2	235.6	279.9	332.4
经营性净利润增速(%)	12.4	-19.3	-13.0	33.7	13.9	25.9	18.8	18.8
经营性归母净利润(亿)	160.8	124.4	109.7	150.9	169.8	213.5	252.4	298.8
经营性归母净利润增速(%)	8.4	-22.6	-11.8	37.5	12.5	25.7	18.2	18.4

资料来源：壹评级

盈利预测

核心假设及逻辑

公司的业务包括：新材料、聚氨酯、石化，我们分业务进行盈利预测并估值，各业务的预测核心假设及逻辑如下：

新材料：

收入假设：

- 1) 短期：销量基于公司产能，产能锚定公司规划，根据公司规划，我们预计销量每年可维持5%-10%增速，产品价格行业景气改善以及产品结构变化下逐步修复，我们预计每年增速维持2%左右。
- 2) 长期：结合公司新材料板块的现金投入规划（假设每年按一定比例持续投入），可预见范围内保守估计，公司长期收入中枢可以达到1000亿元左右。

盈利能力假设：

- 1) 短期：公司新材料板块产品毛利率将逐步修复，每年维持1%-2%的提升。
- 2) 长期：公司持续拓展新产品，新产品盈利能力较强，但老产品随技术扩散盈利能力减弱，综合影响下预计毛利率远期维持在18%左右。

聚氨酯：

收入假设：

- 1) 短期：销量基于公司产能，产能锚定公司规划，我们预计2026年在技改扩产项目落地的助力下，实现较大幅度增长，后续每年可维持5%-10%的增速，产品价格逐年小幅提升。
- 2) 长期：划定公司收入天花板，保守估计，公司长期收入中枢可以达到1800亿元左右。

盈利能力假设：

- 1) 短期：考虑到公司新增产能释放冲击行业整体供给，导致毛利率下滑，2027年见底后逐步修复；
- 2) 长期：公司能保持技术优势与规模优势，我们预计毛利率远期保持在25%左右的水平。

石化：

收入假设：

- 1) 短期：销量基于公司产能，产能锚定公司规划，我们预计产品价格2027年见底后逐步修复。
- 2) 长期：划定公司收入天花板，保守估计，公司长期收入中枢可以达到1800亿元左右。

盈利能力假设：

- 1) 短期：受原料端成本高企、产品端供需过剩、以及公司新产能投放初期固定成本偏高的影响，2025年公司石化业务毛利率仅0.58%，我们判断后续随着石化行业供需格局优化、公司装置利用率提升，公司石化业务板块毛利率有望逐年修复至合理水平；
- 2) 长期：保守起见我们假设石化业务可以获得与社会平均回报率的收益率，预计毛利率在7%左右。

公司整体业绩预测

万华化学	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	1753.0	1820.0	2032.3	2515.5	2677.1	2981.1	3140.6	3325.5
归母净利润(亿)	175.9	136.4	125.3	157.3	176.1	219.8	258.7	305.1
归母净利润增速(%)	10.0	-22.5	-8.1	25.5	12.0	24.8	17.7	17.9
经营性净利润(亿)	175.0	141.2	122.9	164.3	187.2	235.6	279.9	332.4
经营性净利润增速(%)	12.4	-19.3	-13.0	33.7	13.9	25.9	18.8	18.8
经营性归母净利润(亿)	160.8	124.4	109.7	150.9	169.8	213.5	252.4	298.8
经营性归母净利润增速(%)	8.4	-22.6	-11.8	37.5	12.5	25.7	18.2	18.4

数据来源：壹评级

公司分业务业绩预测

聚氨酯	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	674.0	758.0	750.6	986.6	1039.6	1175.6	1234.3	1296.0
收入增速(%)	7.2	12.5	-1.0	31.4	5.4	13.1	5.0	5.0
经营性净利润(亿)	120.8	107.5	115.0	147.1	147.5	178.4	199.2	230.0
经营性净利率(%)	17.9	14.2	15.3	14.9	14.2	15.2	16.1	17.7
经营性净利润增速(%)	39.0	-11.0	6.9	28.0	0.3	21.0	11.6	15.4
新材料	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	238.0	283.0	331.9	362.4	413.4	487.3	536.0	589.6
收入增速(%)	18.4	18.9	17.3	9.2	14.1	17.9	10.0	10.0
经营性净利润(亿)	26.3	6.7	2.6	11.0	20.5	33.0	45.9	55.7
经营性净利率(%)	11.1	2.4	0.8	3.0	5.0	6.8	8.6	9.5
经营性净利润增速(%)	-22.4	-74.4	-61.9	329.1	86.1	60.9	39.0	21.4
石化	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	693.0	725.0	842.0	1062.3	1115.4	1213.8	1274.5	1335.7
收入增速(%)	-0.4	4.6	16.1	26.2	5.0	8.8	5.0	4.8
经营性净利润(亿)	5.0	0.2	-20.0	1.3	14.0	19.3	30.4	41.9
经营性净利率(%)	0.7	0.0	-2.4	0.1	1.3	1.6	2.4	3.1
经营性净利润增速(%)	-20.2	-96.5	-11568.9	106.3	1013.9	37.6	57.5	37.9
其他	2023A	2024A	2025A	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
收入(亿)	148.0	54.0	107.8	104.2	108.6	104.5	95.8	104.2
收入增速(%)	14.7	-63.5	99.7	-3.4	4.3	-3.8	-8.3	8.7
经营性净利润(亿)	22.9	26.8	25.4	4.9	5.1	4.9	4.5	4.9
经营性净利率(%)	15.5	49.6	23.6	4.7	4.7	4.7	4.7	4.7
经营性净利润增速(%)	-20.0	17.0	-5.2	-80.7	4.3	-3.8	-8.3	8.7

数据来源：壹评级

动态估值

公司整体及分业务动态估值

业务	半显性期 CAGR	增速描述	产业格局	护城河 持续性	贴现率	综合倍数	有效盈利 预测(亿)
新材料	4.6%	中低	较好	较强	7.8%	14.35	67.2
聚氨酯	4.2%	中低	非常好	较强	7.8%	15.78	227.4
石化	4.2%	中低-	一般	一般	8.0%	9.45	40.9
其他	-0.8%	小幅负增长	一般	一般	8.0%	8.44	4.9
业务	显性期 价值	显性期后 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
新材料(亿)	-74.4	530.6	456.1	-	36.6	-	419.5
聚氨酯(亿)	263.7	2662.2	2925.9	-	236.5	-	2689.4
石化(亿)	-223.2	284.1	60.9	-	16.9	-	44.0
其他(亿)	-2.6	30.2	27.6	-	-	-	27.6
公司整体测算(亿)	-36.5	3507.0	3470.5	-	290.0	-	3180.5

数据来源：壹评级

DDM估值

公司整体及分业务DDM估值

业务	预测期 价值	永续期 价值	业务价值	富余现金	少数股东 权益价值	股权 投资价值	总价值
新材料(亿)	31.6	392.6	424.2	-	33.9	-	390.3
聚氨酯(亿)	1228.4	1415.5	2644.0	-	211.5	-	2432.5
石化(亿)	-55.8	277.4	221.6	-	63.9	-	157.7
其他(亿)	20.4	18.8	39.2	-	-	-	39.2
公司整体测算(亿)	1224.7	2104.3	3329.0	-	309.3	-	3019.7

数据来源：壹评级

估值确定性

★★★★☆

信息层面：行业信息透明度较高，公司主要产品及原材料价格可便捷获取；但公司信息披露详尽程度一般，未按产品品类拆分披露经营数据，导致部分业务信息披露不充分，且与市场交流频率一般。

业绩预测层面：行业周期性特征显著，公司业绩预测精准度中等。

综合来看，公司估值确定性星级中等。

免责声明

本研究资料的信息由壹评级(以下简称“本公司”)基于已公开的资料或信息加工处理而成。本研究资料所载的信息、资料、推测及评价仅反映本公司于发布本研究资料时的判断,不保证所包含信息不发生变更。在不同时期,本公司可发出与本研究资料所载信息、资料、推测及评价不一致的研究资料。本公司不保证本研究资料所含信息及资料保持在最新状态。同时,本公司对本研究资料所含信息及资料可在不发出通知的情形下做出补充、更新和修改,客户应当自行关注相应的更新或修改。

本研究资料中的信息或所表述的评价仅供参考之用,均不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本研究资料中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险,投资需谨慎。本研究资料版权归“壹评级”所有,未经事先书面授权,任何机构和个人对本研究资料的任何部分不得以任何形翻版、复制、发表或引用。经过书面授权的引用、刊发,需注明出处为“壹评级”,且不得对本研究资料进行任何有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本研究资料的,本公司将保留向其追究法律责任的权利。