

万华化学（600309）

证券研究报告

2024年11月16日

三季度业绩承压，新项目稳步推进

事件：万华化学发布2024年三季报，实现营业收入1476.04亿元，同比增长11.35%；归属于上市公司股东净利润110.93亿元，同比下滑12.67%。按31.4亿股总股本计算，实现每股收益3.53元，每股经营现金流6.15元。

其中第三季度实现营业收入505.37亿元，同比增长12.48%；归属于上市公司股东的净利润29.19亿元，同比下滑29.41%。

核心聚氨酯业务仍保持销售规模增加，综合毛利率受产品价格拖累而下滑，期间检修等或阶段性影响盈利。公司三大业务板块前三季度营业收入均实现增长，且单季度均实现同、环比增长。公司实现综合毛利率15.38%，较去年同期下滑1.38个百分点；单季度毛利率13.4%，同环比分别下滑4.0、1.9个百分点。公司前三季度期间费用率5.6%，较去年增加约0.5个百分点；其中第三季度期间费用率5.8%，同环比分别增加0.1、0.4个百分点。

从具体经营数据看，2024年前三季度，公司主营业务中聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列分别实现营收542、620、200亿元，较去年同期增加41.7、101.1、24.1亿元，yoy+8.3%、+19.5%、+13.7%；单季度营收分别为188、224、70亿元，同/环比分别增加8.5%、42.4%、10.9%/4.7%、6.4%、2.1%。其中公司核心聚氨酯业务前三季度销量410万吨，同比增加约14.2%；单季度实现141万吨同/环比增加13.7%、2.2%。石化业务前三季度产量同比增加20.4%；单季度产量同比增加15%、环比下降5.8%；单季度销量环比下降6.4%。精细化学品及新材料业务前三季度销量同比增长21.4%；单季度同/环比分别增加16.3%、4.2%。

从价格上看，24年三季度聚合MDI价差环比有所扩大，而公司其他多数产品Q3走势偏弱；叠加三季度烟台基地、匈牙利基地装置停产检修或对公司生产和相关费用产生一定影响；共同导致Q3盈利水平下降。

在建工程项目持续推进，贡献公司长期成长。上半年公司完成了福建MDI技改扩产，公司继续推动乙烯二期、蓬莱一期建设工作，此外公司公布与ADNOC等合作特种聚烯烃项目，持续提升国际化水平。公司在建工程规模继续扩张，截至三季度末达到历史高位697亿元，在建工程/固定资产的比例为66%。

盈利预测与估值：公司部分产品价格今年以来有所回落，结合产品价格趋势、未来产能投放节奏，预计公司2024~2026年归母净利润分别为149、194、235亿元（2024年前值为171、202、253亿元），维持“买入”的投资评级。

风险提示：竞争加剧致产品价格下跌、原材料价格大幅波动、新项目进度及盈利情况低于预期、汇率波动风险。

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565.48	175,360.94	191,791.93	218,172.89	238,759.71
增长率(%)	13.76	5.92	9.37	13.75	9.44
EBITDA(百万元)	32,448.29	35,652.42	37,218.80	45,791.72	53,104.01
归属母公司净利润(百万元)	16,233.63	16,815.76	14,899.09	19,382.84	23,485.51
增长率(%)	(34.14)	3.59	(11.40)	30.09	21.17
EPS(元/股)	5.17	5.36	4.75	6.17	7.48
市盈率(P/E)	14.89	14.38	16.22	12.47	10.29
市净率(P/B)	3.15	2.73	1.92	1.70	1.53
市销率(P/S)	1.46	1.38	1.26	1.11	1.01
EV/EBITDA	9.97	8.22	8.21	6.80	5.84

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	76.99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)	241,729.09
流通A股市值(百万元)	241,729.09
每股净资产(元)	29.68
资产负债率(%)	67.19
一年内最高/最低(元)	100.40/66.78

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

- 《万华化学-半年报点评:产能释放带动产销规模提升，多项目稳步推进》2024-08-21
- 《万华化学-季报点评:Q3净利环比微降，各板块销量同比增长》2023-11-01
- 《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

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,988.84	23,709.96	26,850.87	30,544.21	33,426.36
应收票据及应收账款	9,060.25	9,144.25	10,034.94	11,782.35	12,093.62
预付账款	1,277.27	2,202.62	1,611.96	2,649.64	1,950.09
存货	18,185.32	20,650.14	19,269.85	27,310.42	22,965.72
其他	4,020.74	6,157.34	6,671.69	5,852.10	6,464.45
流动资产合计	51,532.43	61,864.31	64,439.31	78,138.72	76,900.24
长期股权投资	6,228.73	7,045.77	8,045.77	9,045.77	10,045.77
固定资产	78,558.11	98,763.84	141,575.67	171,551.13	190,944.77
在建工程	37,063.69	50,454.56	42,272.74	34,363.64	27,818.18
无形资产	9,980.40	10,785.89	11,215.91	11,595.93	11,925.94
其他	17,479.83	24,126.02	17,287.15	18,238.86	17,867.46
非流动资产合计	149,310.77	191,176.08	220,397.24	244,795.32	258,602.13
资产总计	200,843.20	253,040.39	284,836.55	322,934.04	335,502.37
短期借款	44,019.48	43,526.40	54,840.84	64,102.25	74,273.78
应付票据及应付账款	24,205.25	45,593.74	25,375.12	34,089.05	30,093.26
其他	21,400.53	13,863.18	23,935.65	25,916.84	23,952.66
流动负债合计	89,625.26	102,983.32	104,151.61	124,108.14	128,319.69
长期借款	15,968.34	39,810.79	39,810.79	39,810.79	29,703.92
应付债券	200.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	8,320.70	10,118.01	7,802.23	8,746.98	8,889.08
非流动负债合计	24,489.04	49,928.80	47,613.03	48,557.77	38,592.99
负债合计	119,506.21	158,586.18	151,764.64	172,665.91	166,912.69
少数股东权益	4,492.45	5,798.01	6,956.83	8,464.38	10,291.03
股本	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75	3,139.75
资本公积	2,159.98	1,816.40	29,074.81	31,163.60	31,163.60
留存收益	72,055.24	83,848.35	94,277.72	107,845.70	124,285.56
其他	(510.43)	(148.29)	(377.20)	(345.31)	(290.26)
股东权益合计	81,336.99	94,454.22	133,071.91	150,268.13	168,589.68
负债和股东权益总计	200,843.20	253,040.39	284,836.55	322,934.04	335,502.37

现金流量表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	17,041.91	18,299.81	14,899.09	19,382.84	23,485.51
折旧摊销	8,280.58	10,144.55	14,121.80	16,462.71	18,367.26
财务费用	2,058.04	2,825.20	2,903.46	3,197.75	3,226.38
投资损失	(408.04)	(620.89)	(507.01)	(511.98)	(546.62)
营运资金变动	14,593.77	(24,657.20)	(8,515.48)	(683.31)	(3,154.17)
其它	(5,229.43)	20,805.28	1,655.45	2,153.65	2,609.50
经营活动现金流	36,336.82	26,796.75	24,557.31	40,001.66	43,987.86
资本支出	30,283.70	44,423.32	51,497.60	37,964.35	31,403.36
长期投资	2,299.02	817.04	1,000.00	1,000.00	1,000.00
其他	(66,907.33)	(90,070.46)	(101,172.42)	(77,361.46)	(63,402.19)
投资活动现金流	(34,324.61)	(44,830.10)	(48,674.82)	(38,397.12)	(30,998.83)
债权融资	(11,587.24)	26,808.13	5,195.27	6,429.06	(2,333.41)
股权融资	(5,061.85)	(5,083.54)	22,063.15	(4,340.27)	(7,773.46)
其他	(538.45)	1,084.46	(0.00)	(0.00)	0.00
筹资活动现金流	(17,187.54)	22,809.06	27,258.41	2,088.79	(10,106.87)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(15,175.32)	4,775.72	3,140.91	3,693.34	2,882.15

利润表(百万元)	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入	165,565.48	175,360.94	191,791.93	218,172.89	238,759.71
营业成本	138,132.22	145,926.36	159,679.94	178,392.53	192,546.93
营业税金及附加	913.12	959.72	1,054.86	1,309.04	1,432.56
销售费用	1,152.91	1,346.36	1,534.34	1,745.38	1,910.08
管理费用	1,966.12	2,450.05	2,876.88	3,272.59	3,581.40
研发费用	3,420.09	4,080.71	4,219.42	4,799.80	5,252.71
财务费用	1,234.94	1,676.47	2,903.46	3,197.75	3,226.38
资产/信用减值损失	(256.21)	(178.18)	(463.49)	(299.29)	(313.65)
公允价值变动收益	172.96	81.57	0.00	0.00	0.00
投资净收益	408.04	620.89	507.01	511.98	546.62
其他	(1,417.28)	(1,992.20)	(0.00)	(0.00)	(0.00)
营业利润	19,838.57	20,389.19	19,566.55	25,668.48	31,042.63
营业外收入	44.79	64.40	68.62	59.27	64.10
营业外支出	342.71	443.71	385.70	390.71	406.71
利润总额	19,540.65	20,009.87	19,249.47	25,337.04	30,700.02
所得税	2,498.74	1,710.07	2,694.93	3,800.56	4,605.00
净利润	17,041.91	18,299.81	16,554.54	21,536.49	26,095.01
少数股东损益	808.28	1,484.05	1,655.45	2,153.65	2,609.50
归属于母公司净利润	16,233.63	16,815.76	14,899.09	19,382.84	23,485.51
每股收益(元)	5.17	5.36	4.75	6.17	7.48

主要财务比率	2022	2023	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入	13.76%	5.92%	9.37%	13.75%	9.44%
营业利润	-32.58%	2.78%	-4.03%	31.19%	20.94%
归属于母公司净利润	-34.14%	3.59%	-11.40%	30.09%	21.17%
获利能力					
毛利率	16.57%	16.79%	16.74%	18.23%	19.36%
净利率	9.80%	9.59%	7.77%	8.88%	9.84%
ROE	21.13%	18.97%	11.81%	13.67%	14.84%
ROIC	18.20%	18.42%	13.74%	12.91%	13.79%
偿债能力					
资产负债率	59.50%	62.67%	53.28%	53.47%	49.75%
净负债率	54.58%	72.16%	54.95%	52.61%	45.71%
流动比率	0.54	0.57	0.62	0.63	0.60
速动比率	0.35	0.38	0.43	0.41	0.42
营运能力					
应收账款周转率	18.70	19.27	20.00	20.00	20.00
存货周转率	9.08	9.03	9.61	9.37	9.50
总资产周转率	0.85	0.77	0.71	0.72	0.73
每股指标(元)					
每股收益	5.17	5.36	4.75	6.17	7.48
每股经营现金流	11.57	8.53	7.82	12.74	14.01
每股净资产	24.47	28.24	40.17	45.16	50.42
估值比率					
市盈率	14.89	14.38	16.22	12.47	10.29
市净率	3.15	2.73	1.92	1.70	1.53
EV/EBITDA	9.97	8.22	8.21	6.80	5.84
EV/EBIT	13.39	11.49	13.23	10.61	8.94

资料来源：公司公告，天风证券研究所

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