

万华化学 (600309)

Q1 净利同环比微增，新项目稳步推进

事件：

2024 年 4 月 18 日，公司发布一季报，24Q1 公司实现营业收入 462 亿元，同比增长 10%，环比增长 8%；实现归母净利润 42 亿元，同比增长 3%，环比增长 1%。

► Q1 聚氨酯产品产销增长，海外需求或支撑聚氨酯板块盈利提升

24Q1 公司聚氨酯板块实现营收 175 亿元，同/环比增长 12%/1%，主要系 40 万吨 MDI 装置和 25 万吨 TDI 装置投产贡献产销增量，Q1 聚氨酯系列产/销量为 136/131 万吨，yoy+17%/+18%，qoq+1.5%/+0.8%；价格方面，据百川盈孚，24Q1 聚合 MDI/纯 MDI/TDI/聚醚市场均价分别为 1.61/2.02/1.66/0.91 万元/吨，qoq+3%/-3%/-3%/-3%，MDI 价格上涨支撑板块业绩。

► 海外需求或支撑聚氨酯板块盈利提升

从下游需求来看，截至 24 年 3 月冰箱出口数量/冰箱产量/冷柜产量累计同比+34%/+13%/29%，截至 24 年 2 月美国新建住房销量同比增长 6%。截至 4 月 19 日，聚合 MDI 价格较 4 月初+3.8%，价差+468 元/吨，伴随下游冰箱冷柜出口需求较好叠加美国房地产景气上行，聚氨酯板块盈利有望提升。

► 石化板块盈利仍承压，在建项目有望贡献业绩增量

石化板块 Q1 销量 134 万吨，板块营收 185 亿元，同/环比+2%/6%，24Q1 丙烯/丁二烯/MTBE/正丁醇/丙烯酸/丙烯酸丁酯/NPG 加氢法均价同比分别-7%/+12%/-4%/+10%/-16%/-4%/-5%，整体盈利仍承压。精细化学品和新材料板块销量 44 万吨，同/环比+26%/+5%，板块营收 61 亿元，同/环比+14%/-2%，新项目逐步落地。展望未来，公司聚氨酯、石化、新材料各板块均有诸多在建/拟建项目，24Q1 末在建工程余额高达 574 亿元，未来亦有望贡献业绩增量。

► 盈利预测、估值与评级

鉴于石化板块承压，我们预计公司 2024-26 年营业收入分别为 1987/2304/2673 亿元，同比增速分别为 13%/16%/16%，归母净利润分别为 207/248/267 亿元（前值为 208/249/270 亿元），同比增速分别为 23%/19%/8%，EPS 分别为 6.6/7.9/8.5 元/股，3 年 CAGR 为 17%。鉴于公司 MDI 主业壁垒深厚，且不断向综合性化学品公司转型，并参考可比公司估值，我们给予公司 2024 年 16 倍 PE，目标价 105.9 元，维持“买入”评级。

风险提示：MDI 或原油价格大幅波动；在建项目推进不及预期；核心技术秘密泄露；海外市场受国际贸易政策及需求影响的风险；安全生产风险

行业：基础化工/化学制品
投资评级：买入（维持）
当前价格：87.21 元
目标价格：105.90 元

基本数据

总股本/流通股本(百万股)	3,139.75/3,139.75
流通 A 股市值(百万元)	273,817.30
每股净资产(元)	29.43
资产负债率(%)	64.53
一年内最高/最低(元)	99.78/66.78

股价相对走势



作者

分析师：柴沁虎
执业证书编号：S0590522020004
邮箱：chaiqh@glsc.com.cn

联系人：申起昊
邮箱：shenqh@glsc.com.cn

财务数据和估值	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165565	175361	198690	230430	267260
增长率(%)	13.76%	5.92%	13.30%	15.97%	15.98%
EBITDA(百万元)	29056	31831	44235	54506	60503
归母净利润(百万元)	16234	16816	20748	24763	26737
增长率(%)	-34.14%	3.59%	23.38%	19.35%	7.97%
EPS(元/股)	5.17	5.36	6.61	7.89	8.52
市盈率(P/E)	16.7	16.2	13.1	11.0	10.2
市净率(P/B)	3.5	3.1	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	12.3	10.4	8.5	6.9	6.1

数据来源：公司公告、iFind，国联证券研究所预测；股价为 2024 年 04 月 18 日收盘价

相关报告

1、《万华化学(600309)：全年净利同比增长，新产能助力长期成长》2024.03.19
2、《万华化学(600309)：全球 MDI 龙头向综合性化学品公司转型》2023.11.10

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。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表指数涨幅20%以上
		增持	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于5%~20%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~5%之间
	行业评级	卖出	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上
		强于大市	相对同期相关证券市场代表指数涨幅10%以上
		中性	相对同期相关证券市场代表指数涨幅介于-10%~10%之间
		弱于大市	相对同期相关证券市场代表指数跌幅10%以上

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（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“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，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国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联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，国联证券及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，国联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。

国联证券的销售人员、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。国联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。国联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，国联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，投资者应当考虑到国联证券及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。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。否则由此造成的一切不良后果及法律责任有私自翻版、复制、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安定门外大街208号中粮置地广场A塔4楼
无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦12楼
 电话：0510-85187583

上海：上海浦东新区世纪大道1198号世纪汇一座37楼
深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼