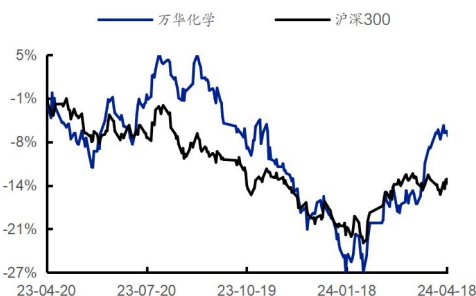


研究所:
 证券分析师: 李永磊 S0350521080004
 liyl03@ghzq.com.cn
 证券分析师: 董伯骏 S0350521080009
 dongbj@ghzq.com.cn
 联系人: 杨丽蓉 S0350122080038
 yanglr@ghzq.com.cn

Q1 业绩持续提升, 新项目丰富支撑未来成长

——万华化学(600309)点评报告

最近一年走势



相对沪深 300 表现

2024/04/19

表现	1M	3M	12M
万华化学	10.1%	23.3%	-8.5%
沪深 300	-1.0%	8.3%	-14.1%

市场数据

2024/04/19

当前价格(元)	86.55
52周价格区间(元)	66.78-99.78
总市值(百万)	271,745.07
流通市值(百万)	271,745.07
总股本(万股)	313,974.66
流通股本(万股)	313,974.66
日均成交额(百万)	1,187.25
近一月换手(%)	0.44

相关报告

《万华化学(600309)2024年3月月报:福建工业园MDI等装置复产,下游家电需求逐渐复苏(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏》——2024-04-12
 《万华化学(600309)2023年年报点评报告:经营彰显韧性,新项目顺利推进支撑未来成长(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏》——2024-03-21
 《万华化学(600309)公司动态研究:2023年业绩稳增长,联合福斯特、天合光能成立合资公司(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏》——2024-02-21
 《万华化学(600309)公司动态研究:收购安纳达

事件:

2024年4月18日,万华化学发布2024年一季度报告:2024年Q1单季度,公司实现营业收入462亿元,同比+10%,环比+8%;实现归母净利润为41.6亿元,同比+2.6%,环比+1.1%;扣非后归母净利润41.3亿元,同比增长2.6%,环比+3.0%;经营活动现金流净额为30.8亿元。销售毛利率为17.6%,同比+0.1个pct,环比+0.8个pct。销售净利率为9.9%,同比-0.6个pct,环比-0.5个pct。

投资要点:

■ 2024Q1 毛利润改善明显, 资产减值损失及所得税等挤压利润增幅

2024Q1,公司实现归母净利润为41.6亿元,同比增长1.0亿元,环比增长0.4亿元,主要由于公司装置产能同比增加,产品销量同比增长,带动营业收入增长,叠加产品价差改善带动毛利率提升,2024Q1,公司实现毛利润81.4亿元,同比增加7.9亿元,环比增加9.2亿元。环比来看,2024Q1公司管理/研发费用环比分别减少0.3/1.8亿元,资产减值损失环比减少1.1亿元,营业外支出环比减少1.8亿元。而2024Q1税金及附加/销售费用/财务费用环比合计增加1.4亿元,信用减值损失环比增加2.9亿元(或由于应收账款环比增加),其他收益/投资净收益/公允价值变动净收益环比合计减少2.5亿元,所得税费用环比增加6.1亿元,压缩归母净利润增幅。

分产品板块来看,2024Q1公司聚氨酯板块营收为175亿元,同比+11.5%,环比+1.1%,其中销量同比+18.0%、环比+0.8%至131万吨,均价为13360元/吨,同比-5.5%,环比+0.4%;石化板块实现营收185亿元,同比+1.8%,环比+6.0%,实现销量134万吨,价格为13816元/吨,产品价格有所下滑;精细化学品及新材料板块实现营收61亿元,同比+14.3%,环比-2.2%,销量同比+25.7%、环比+4.8%至44万吨,但产品价格同比下滑9.0%、环比下滑6.7%至13875元/吨。

原材料成本和价差来看,聚合MDI和烯烃价差有所改善,聚氨酯主要原材料纯苯价格上涨、煤炭价格下跌,2024Q1纯苯均价8241元/吨,同比+17%,5500大卡动力煤均价799元/吨,同比-19%。聚合市场MDI价差为9532元/吨,同比+0.3%,环比+1.6%。石化板块主要原材料丙烷/

及六国化工部分股份,福建工业园 MDI 等装置停产检修(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏,贾冰》
——2024-03-17

《万华化学(600309)业绩快报点评报告:2023年归母净利润同比增长,看好公司长期成长性(买入)*化学制品*李永磊,董伯骏》——2024-02-05

丁烷价格下滑,乙烯-丙烷价差为 279 美元/吨,同比+56.9%,环比+49.0%,丙烯-丙烷价差为 199 美元/吨,同比-8.8%,环比+36.9%。

■ 2024 年 4 月聚合 MDI 价格价差有所回升

据 Wind,截至 2024 年 4 月 18 日,2024 年 4 月聚合 MDI 市场价格为 16274 元/吨,较 2024 年 Q1 上涨 176 元/吨,聚合 MDI 价差为 9534 元/吨,较 2024 年 Q1 上涨 2 元/吨。2024 年 4 月 18 日,聚合 MDI 市场价格为 16600 元/吨,较 2024 年 4 月初上涨 600 元/吨,聚合 MDI 价差为 9754 元/吨,较 2024 年 4 月初价差上涨 459 元/吨。供给端和成本端来看,国内厂家供应量少,进口货源有限,整体货源偏紧,叠加成本端原材料纯苯价格支撑。需求端来看,聚合 MDI 下游冰箱冷柜行业、板材大厂、无甲醛板材胶黏剂大厂需求较好;汽车行业需求稳定;北方外墙喷涂、管道保温、冷库等行业采购量略有增多。“以旧换新”政策背景下,预计家电需求有望复苏进而带动聚合 MDI 景气回升。纯 MDI 和 TDI 下游按需采购为主,价格震荡,截至 2024 年 4 月 18 日,纯 MDI 市场价格为 19150 元/吨,较 2024 年 4 月初下降 100 元/吨;TDI 市场价格为 15400 元/吨,较 2024 年 4 月初下降 250 元/吨。

■ 新项目有序推进,未来有望呈现高成长

公司作为全球聚氨酯龙头企业,规模优势显著。2023 年,公司福建 25 万吨/年 TDI 项目投产,匈牙利 BC 公司 40 万吨 MDI 技改扩能项目顺利完成,同时完成了对烟台巨力的收购,聚氨酯业务竞争力进一步提升,截至 2023 年底,公司 MDI 产能达 310 万吨/年,TDI 产能达 95 万吨/年,聚醚产能达 111 万吨/年,聚氨酯项目产能利用率达 98%,公司成为全球最大的 MDI 和 TDI 供应商。同时,公司积极进行各项的建设工作,一方面继续推动福建 MDI 技改项目和 TDI 二期、乙烯二期、蓬莱基地等重点项目,另一方面稳步推进 POE、柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化进程。截至 2024 年 Q1,公司在建工程达 574 亿元,占固定资产比例达 59%,随着公司新产能逐步落地,公司未来有望呈现高成长。

■ **盈利预测和投资评级** 综合考虑公司主要产品价格价差,预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2012.27、2415.93、2760.20 亿元,归母净利润分别为 211.84、274.41、347.00 亿元,对应 PE 分别 13、10、8 倍,考虑公司未来成长性,维持“买入”评级。

■ **风险提示** 政策落地情况、新产能建设进度不达预期、新产能贡献业绩不达预期、原材料价格波动、环保政策变动、经济大幅下行、丙烷价格大幅震荡。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	175361	201227	241593	276020
增长率(%)	6	15	20	14
归母净利润（百万元）	16816	21184	27441	34700
增长率(%)	4	26	30	26
摊薄每股收益（元）	5.36	6.75	8.74	11.05
ROE(%)	19	19	20	20
P/E	14.33	12.83	9.90	7.83
P/B	2.72	2.47	1.98	1.58
P/S	1.38	1.35	1.12	0.98
EV/EBITDA	9.66	7.71	6.02	5.14

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

1、分产品经营数据

表 1: 万华化学主要产品季度经营数据

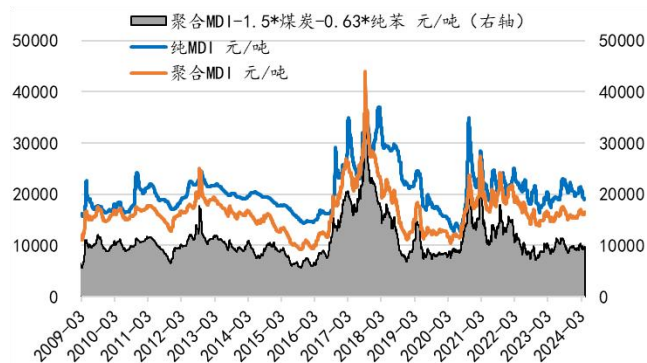
项目		2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022
整体	营收(亿元)	462	428	449	457	419	351	413	473	418	1754	1656
	归母净利润(亿元)	41.6	41.1	41.3	45.2	40.5	26.3	32.3	50.1	53.7	168.2	162.3
	毛利润(亿元)	81.4	72.2	78.3	70.4	73.5	56.3	53.7	78.5	85.9	294.4	274.3
聚氨酯板块	营收(亿元)	175	173	173	171	157	140	156	176	156	674	629
	销量(万吨)	131	130	124	124	111	104	107	112	95	489	418
	价格(元/吨)	13360	13312	13960	13770	14140	13492	14596	15725	16457	13780	15047
石化板块	营收(亿元)	185	175	157	179	182	133	171	204	188	693	696
	产量(万吨)	139	137	113	107	118	110	112	110	118	475	450
	销量(万吨)	134									472	454
	价格(元/吨)	13816									14688	15345
精细化学品及新材料	营收(亿元)	61	62	63	59	53	49	48	54	51	238	201
	销量(万吨)	44	42	43	39	35	27	24	23	21	159	95
	价格(元/吨)	13875	14865	14719	15190	15256	18000	20097	23365	24128	14991	21183

资料来源: wind, 公司公告, 国海证券研究所

注: 公司 2023 年 Q4 石化板块销量口径发生变化, 2023 年季度销量数据不具有可比性, 因此不列示

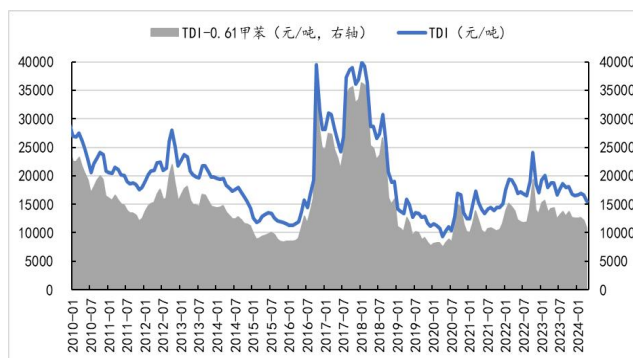
2、主要产品价格价差情况

图 1: 聚合 MDI 价格价差情况



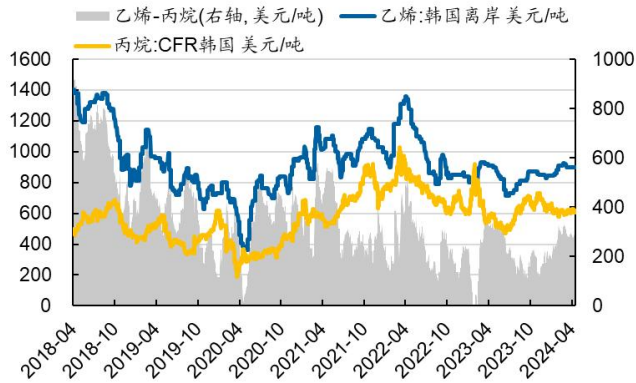
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 2: TDI 价格价差情况



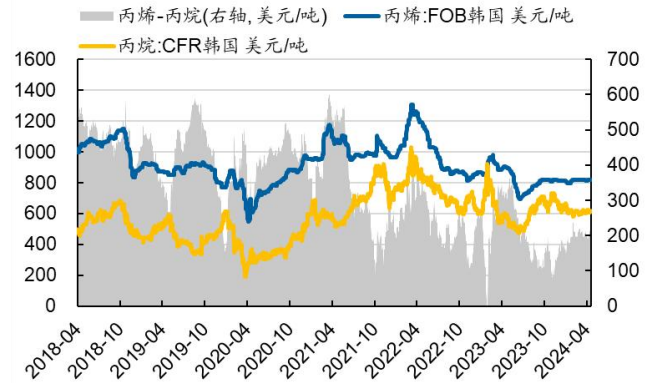
资料来源: wind, 国海证券研究所

图 3: 乙烯价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

图 4: 丙烯价格价差情况



资料来源：wind，国海证券研究所

3、盈利预测与评级

综合考虑公司主要产品价格价差，预计公司 2024-2026 年营业收入分别为 2012.27、2415.93、2760.20 亿元，归母净利润分别为 211.84、274.41、347.00 亿元，对应 PE 分别 13、10、8 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

4、风险提示

政策落地情况；新产能建设进度不达预期；新产能贡献业绩不达预期；原材料价格波动；环保政策变动；经济大幅下行；丙烷价格大幅震荡。

附表：万华化学盈利预测表

证券代码:	600309				股价:	86.55		投资评级:	买入		日期:	2024/04/19	
财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E	每股指标与估值	2023A	2024E	2025E	2026E				
盈利能力					每股指标								
ROE	19%	19%	20%	20%	EPS	5.36	6.75	8.74	11.05				
毛利率	17%	18%	19%	20%	BVPS	28.24	34.98	43.72	54.78				
期间费率	3%	3%	3%	3%	估值								
销售净利率	10%	11%	11%	13%	P/E	14.33	12.83	9.90	7.83				
成长能力					P/B	2.72	2.47	1.98	1.58				
收入增长率	6%	15%	20%	14%	P/S	1.38	1.35	1.12	0.98				
利润增长率	4%	26%	30%	26%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.69	0.73	0.78	0.82	营业收入	175361	201227	241593	276020				
应收账款周转率	19.18	18.71	18.94	18.83	营业成本	145926	164605	194892	221047				
存货周转率	8.49	9.92	9.36	9.77	营业税金及附加	960	1207	1691	1656				
偿债能力					销售费用	1346	1504	1933	1932				
资产负债率	63%	57%	52%	45%	管理费用	2450	2213	2899	3069				
流动比	0.57	0.56	0.64	0.78	财务费用	1676	2379	2241	2213				
速动比	0.36	0.35	0.39	0.48	其他费用/(-收入)	4081	4108	5315	5796				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业利润	20389	26807	34282	42475				
现金及现金等价物	23710	20000	23500	26000	营业外净收支	-379	5	9	11				
应收款项	9144	10752	12754	14660	利润总额	20010	26812	34291	42486				
存货净额	20650	20294	25804	28259	所得税费用	1710	3566	4561	5651				
其他流动资产	8360	8662	9891	10658	净利润	18300	23246	29730	36836				
流动资产合计	61864	59708	71948	79578	少数股东损益	1484	2062	2289	2136				
固定资产	98764	120975	142038	158863	归属于母公司净利润	16816	21184	27441	34700				
在建工程	50455	48805	48621	47906	现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
无形资产及其他	34912	36507	37049	38118	经营活动现金流	26797	37929	58332	41321				
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	21184	27441	34700				
资产总计	253040	274599	309448	335628	少数股东损益	1484	2062	2289	2136				
短期借款	43526	45944	37741	44199	折旧摊销	11389	18212	21852	24642				
应付款项	45594	39687	51146	30886	公允价值变动	-82	0	0	0				
预收帐款	0	0	0	0	营运资金变动	-5351	-5659	4582	-22243				
其他流动负债	19537	21339	23202	26348	投资活动现金流	-44830	-41371	-44000	-42669				
流动负债合计	108657	106970	112089	101434	资本支出	-43070	-40257	-43135	-41688				
长期借款及应付债券	39811	39811	39811	39811	长期投资	-1870	-1708	-1338	-1523				
其他长期负债	10118	10118	10118	10118	其他	110	594	473	542				
长期负债合计	49929	49929	49929	49929	筹资活动现金流	22809	-268	-10832	3848				
负债合计	158586	156899	162017	151362	债务融资	33887	2418	-8204	6459				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	76	0	0	0				
股东权益	94454	117700	147430	184266	其它	-11154	-2686	-2628	-2611				
负债和股东权益总计	253040	274599	309448	335628	现金净增加额	4684	-3710	3500	2500				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，化工行业首席分析师，天津大学应用化学硕士。7年化工实业工作经验，8年化工行业研究经验。

董伯骏，化工联席首席分析师，清华大学化工系硕士、学士。2年上市公司资本运作经验，4年半化工行业研究经验。

贾冰，化工行业分析师，浙江大学化学工程硕士，1年半化工实业工作经验，2年化工行业研究经验。

陈云，化工行业研究助理，香港科技大学工程企业管理硕士，3年金融企业数据分析经验。

仲逸涵，化工行业研究助理，南开大学金融学硕士，天津大学应用化学本科。

李娟廷，化工行业研究助理，对外经济贸易大学金融学硕士，北京理工大学应用化学本科。

杨丽蓉，化工行业研究助理，浙江大学金融硕士、化学工程与工艺本科。

李振方，化工行业研究助理，天津大学化学工程硕士，2年行业研究经验。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，本报告中的分析师均具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观的出具本报告。本报告清晰准确的反映了分析师本人的研究观点。分析师本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收取到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；

增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；

中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为 R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。