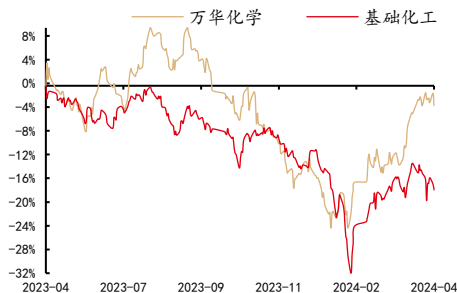




股票投资评级

买入 | 维持

个股表现



资料来源：聚源，中邮证券研究所

公司基本情况

最新收盘价(元)	84.50
总股本/流通股本(亿股)	31.40 / 31.40
总市值/流通市值(亿元)	2,653 / 2,653
52周内最高/最低价	97.76 / 67.70
资产负债率(%)	62.7%
市盈率	15.76
第一大股东	烟台国丰投资控股集团 有限公司

研究所

分析师:张泽亮
SAC 登记编号:S1340523100003
Email:zhangzeliang@cnpsec.com
分析师:马语晨
SAC 登记编号:S1340524030001
Email:mayuchen@cnpsec.com

万华化学(600309)

聚氨酯销量持续增长，逆市扩张弹性可期

- **事件：**公司4月18日发布一季报，24Q1实现营收461.61亿元，同比+10.07%，环比+7.84%；归母净利润为41.57亿元，同比+2.57%，环比+1.09%。
- **聚氨酯、精细化学及新材料销量增长驱动营收增长。**24Q1聚氨酯系列/石化系列/精细化学品及新材料实现营收175.02/181.14/61.05亿元，同比+11.51%/+1.80%/+14.34%，环比+1.13%/+6.03%/-2.22%。聚氨酯系列、精细化学品及新材料销量同比+18.02%、+25.71%，环比+0.77%、+4.76%。24Q1公司聚氨酯系列、精细化学品销量环比持续增长。同时，受原油价格上涨影响，公司部分原材料及产品价格有所上涨。
- **24Q1部分原材料价格下降，整体盈利能力微增。**24Q1公司毛利率17.63%，同比+0.1pct，环比+0.77pct。24Q1原材料中煤炭、丙烷、丁烷价格有所下降，纯苯价格上涨，整体毛利率微增。据公告，1)煤炭：受国内产量及进口量的上涨，供需关系改善，价格重心持续下降，5000大卡动力煤平仓均价799.18元/吨，同比-18.53%；2)丙烷、丁烷：丙烷/丁烷均价为627/637美元/吨，同比-10.43%/-10.53%，但整体持稳，处于区间内窄幅震荡；3)纯苯：当前价格处于近三年高位，均价8241元/吨，同比+17.09%。
- **受让股权成为安纳达第一大股东，电池产业链进一步完善。**据公司公告，其全资子公司万华电池受让安纳达部分股权已于4月17日收到深交所股份协议转让确认书，预计交易结束后将成为安纳达第一大股东（占总股本的15.2%）。安纳达钛白粉位居行业前列，公司持续完善电池上游产业链、增强在电池行业的竞争力。
- **静待国内外需求边际改善，公司逆势扩张弹性可期。**据百川盈孚，截止4月19日，我国MDI工厂库存为8.57万吨，处于近三年来25.98分位。预期国内以旧换新政策带动家电、家居消费增长+海外需求边际改善，低库存MDI弹性可期。据投资者问答，预计1)公司福建MDI技改从40万吨增至80万吨预计于2024年4月底完成；2)20万吨/年POE项目于24Q2投产；3)4.8万吨/年柠檬醛-香精香料项目24Q3投产；4)蓬莱一期90万吨/年丙烷脱氢项目于24Q4陆续投产，烟台120万吨/年乙烯项目于年底陆续投产。截至24Q1末，公司在建工程、固定资产较23年末+13.79%、-0.66%。预计随着产能陆续投产，公司底部逆势扩张成长空间打开。
- 预计公司24/25/26年归母净利润为203.32/217.02/247.04亿元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**项目建设不及预期风险；需求不及预期风险；竞争格局恶化风险。

■ 盈利预测和财务指标

项目\年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	175361	197553	215863	237449
增长率(%)	5.92	12.65	9.27	10.00
EBITDA(百万元)	32765.62	40419.62	45012.84	51122.12
归属母公司净利润(百万元)	16815.76	20331.56	21702.27	24703.61
增长率(%)	3.59	20.91	6.74	13.83
EPS(元/股)	5.36	6.48	6.91	7.87
市盈率(P/E)	15.78	13.05	12.22	10.74
市净率(P/B)	2.99	2.44	2.04	1.71
EV/EBITDA	9.66	8.71	7.92	6.97

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

财务报表和主要财务比率

财务报表(百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	主要财务比率	2023A	2024E	2025E	2026E
利润表					成长能力				
营业收入	175361	197553	215863	237449	营业收入	5.9%	12.7%	9.3%	10.0%
营业成本	145926	164364	180246	197320	营业利润	2.8%	20.5%	6.6%	13.6%
税金及附加	960	1081	1181	1300	归属于母公司净利润	3.6%	20.9%	6.7%	13.8%
销售费用	1346	1580	1727	1900	获利能力				
管理费用	2450	2963	3238	3562	毛利率	16.8%	16.8%	16.5%	16.9%
研发费用	4081	4741	5181	5699	净利率	9.6%	10.3%	10.1%	10.4%
财务费用	1676	0	0	0	ROE	19.0%	18.7%	16.7%	15.9%
资产减值损失	-135	-12	-12	-12	ROIC	10.1%	9.7%	8.9%	8.8%
营业利润	20389	24573	26204	29775	偿债能力				
营业外收入	64	64	64	64	资产负债率	62.7%	60.6%	58.4%	56.3%
营业外支出	444	444	444	444	流动比率	0.57	0.60	0.66	0.76
利润总额	20010	24193	25825	29396	营运能力				
所得税	1710	2068	2207	2512	应收账款周转率	19.27	20.32	20.03	20.09
净利润	18300	22126	23618	26884	存货周转率	9.03	9.00	8.85	8.89
归母净利润	16816	20332	21702	24704	总资产周转率	0.77	0.72	0.68	0.66
每股收益(元)	5.36	6.48	6.91	7.87	每股指标(元)				
资产负债表					每股收益	5.36	6.48	6.91	7.87
货币资金	23710	26130	33209	46805	每股净资产	28.24	34.58	41.49	49.36
交易性金融资产	0	0	0	0	估值比率				
应收票据及应收账款	9144	10301	11256	12382	PE	15.78	13.05	12.22	10.74
预付款项	2203	2481	2721	2978	PB	2.99	2.44	2.04	1.71
存货	20650	23259	25507	27923	现金流量表				
流动资产合计	61864	69322	80992	99583	净利润	18300	22126	23618	26884
固定资产	98764	120641	140258	150451	折旧和摊销	11389	16226	19188	21726
在建工程	50455	57461	63767	76957	营运资本变动	-5351	447	1360	82
无形资产	10786	11591	12397	13202	其他	2458	-279	-373	-450
非流动资产合计	191176	225164	254950	282148	经营活动现金流净额	26797	38520	43792	48243
资产总计	253040	294486	335942	381732	资本开支	-43070	-48378	-48378	-48378
短期借款	43526	45287	45186	48370	其他	-1760	-1655	2	7
应付票据及应付账款	45594	51354	56317	61651	投资活动现金流净额	-44830	-50033	-48376	-48371
其他流动负债	19537	19837	21165	21124	股权融资	76	-12	0	0
流动负债合计	108657	116479	122668	131146	债务融资	33887	14020	11662	13725
其他	49929	61841	73490	83918	其他	-11154	-73	0	0
非流动负债合计	49929	61841	73490	83918	筹资活动现金流净额	22809	13935	11662	13725
负债合计	158586	178320	196158	215064	现金及现金等价物净增加额	4684	2421	7078	13596
股本	3140	3140	3140	3140					
资本公积金	1816	1804	1804	1804					
未分配利润	81025	98305	116752	137750					
少数股东权益	5798	7592	9508	11688					
其他	2675	5325	8580	12286					
所有者权益合计	94454	116166	139784	166668					
负债和所有者权益总计	253040	294486	335942	381732					

资料来源：公司公告，中邮证券研究所

中邮证券投资评级说明

投资评级标准	类型	评级	说明
报告中投资建议的评级标准： 报告发布日后的 6 个月内的相对市场表现，即报告发布日后的 6 个月内的公司股价（或行业指数、可转债价格）的涨跌幅相对同期相关证券市场基准指数的涨跌幅。 市场基准指数的选取：A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指为基准；可转债市场以中信标普可转债指数为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	预期个股相对同期基准指数涨幅在 20%以上
		增持	预期个股相对同期基准指数涨幅在 10%与 20%之间
		中性	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		回避	预期个股相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	行业评级	强于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%与 10%之间
		弱于大市	预期行业相对同期基准指数涨幅在-10%以下
	可转债评级	推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		谨慎推荐	预期可转债相对同期基准指数涨幅在 5%与 10%之间
		中性	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%与 5%之间
		回避	预期可转债相对同期基准指数涨幅在-5%以下

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司（以下简称“中邮证券”）具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券不对因使用本报告的内容而导致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券可发出其它与本报告所载信息不一致或有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者计划提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供中邮证券客户中的专业投资者使用，若您非中邮证券客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司不会因接收人收到、阅读或关注本报告中的内容而视其为专业投资者。

本报告版权归中邮证券所有，未经书面许可，任何机构或个人不得存在对本报告以任何形式进行翻版、修改、节选、复制、发布，或对本报告进行改编、汇编等侵犯知识产权的行为，亦不得存在其他有损中邮证券商业性权益的任何情形。如经中邮证券授权后引用发布，需注明出处为中邮证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节或修改。

中邮证券对于本申明具有最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司，2002年9月经中国证券监督管理委员会批准设立，注册资本50.6亿元人民币。中邮证券是中国邮政集团有限公司绝对控股的证券类金融子公司。

公司经营范围包括：证券经纪；证券自营；证券投资咨询；证券资产管理；融资融券；证券投资基金销售；证券承销与保荐；代理销售金融产品；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问。此外，公司还具有：证券经纪人业务资格；企业债券主承销资格；沪港通；深港通；利率互换；投资管理人受托管理保险资金；全国银行间同业拆借；作为主办券商在全国中小企业股份转让系统从事经纪、做市、推荐业务资格等业务资格。

公司目前已经在北京、陕西、深圳、山东、江苏、四川、江西、湖北、湖南、福建、辽宁、吉林、黑龙江、广东、浙江、贵州、新疆、河南、山西、上海、云南、内蒙古、重庆、天津、河北等地设有分支机构，全国多家分支机构正在建设中。

中邮证券紧紧依托中国邮政集团有限公司雄厚的实力，坚持诚信经营，践行普惠服务，为社会大众提供全方位专业化的证券投、融资服务，帮助客户实现价值增长，努力成为客户认同、社会尊重、股东满意、员工自豪的优秀企业。

中邮证券研究所

北京

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：北京市东城区前门街道珠市口东大街17号

邮编：100050

上海

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：上海市虹口区东大名路1080号邮储银行大厦3楼

邮编：200000

深圳

邮箱：yanjiusuo@cnpsec.com

地址：深圳市福田区滨河大道9023号国通大厦二楼

邮编：518048