

万华化学 (600309.SH)

二季度盈利同环比略降，新项目稳步推进

优于大市

核心观点

2024年二季度公司营收同环比提升，归母净利润同环比下滑。公司2024年二季度营收509.1亿元（同比+11%，环比+10%），归母净利润40.2亿元（同比-11%，环比-3%），扣非归母净利润39.7亿元（同比-8%，环比-4%）。2024年二季度销售毛利率/净利率为15.3%/8.7%，同环比下滑；期间费用率5%。二季度营收同环比提升，归母净利润、毛利率、净利率同环比下滑，盈利短期承压。

聚氨酯板块营收及产销量均同环比增长。2024年二季度公司聚氨酯板块营收179.5亿元，产量/销量147/138万吨，同环比增长。公司福建MDI装置完成技改扩产，年产能由40万吨扩至80万吨。下游冰箱冷柜出口市场较好，支撑聚合MDI景气度。上半年全球聚氨酯需求保持增长，特别是冰箱冷柜、汽车等市场，海外建筑行业投资需求好转，部分海外装置供应波动，成本端纯苯价格持续高位，均催化聚氨酯产品价格上涨。

石化板块销量环比增加，产品价格有涨有跌。2024年一季度公司石化板块营收为210.6亿元，同环比提升；销量为141万吨（环比+5.2%）。上半年万华蓬莱工业园PDH、POCHP、EO、聚醚、EOD、储运等一期装置均已进入管道试压和电缆敷设攻坚阶段，按照计划将陆续中交。受国际原油价格波动、石化下游需求偏弱等因素影响，石化行业虽然略有复苏但整体利润仍处于相对较低水平。

精细化学品及新材料板块产销量同环比增加，营收占比较为稳定。2024年二季度公司精细化学品及新材料板块营收为68.7亿元，产量/销量为100/92万吨，均同环比提升。随着双酚A项目的投产，公司PC产业链配套进一步完善；一期年产20万吨POE项目已经投产，柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化推进中。

主要原料纯苯价格同比上涨，煤炭、丙烷价格同比下降。2024年上半年，公司主要原料价格受到原油价格波动、国内外供需关系变化等因素的影响，纯苯价格高位运行。随着国内煤炭产量以及进口煤进口量增加，全国煤炭供需结构从之前的偏紧状态转向宽松，价格重心持续下降。丙烷、丁烷价格小幅震荡，整体持稳。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，但由于地产需求持续疲弱等不利因素影响，聚氨酯下游需求略不及预期，叠加成本上涨，我们谨慎下调公司2024-2026年归母净利润预测为173.21/199.38/218.51亿元（原值为193.84/224.73/233.37亿元），对应EPS为5.52/6.35/6.96元，当前股价对应PE为13.6/11.8/10.8X，维持“优于大市”评级。

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

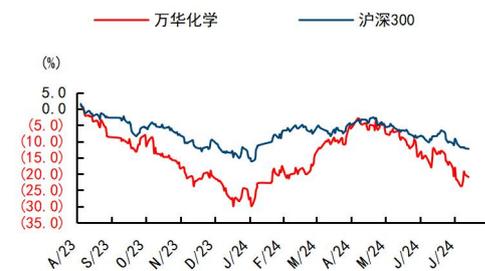
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	74.92元
总市值/流通市值	235230/235230百万元
52周最高价/最低价	99.10/66.78元
近3个月日均成交额	938.32百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《万华化学(600309.SH)-建设特种聚烯烃项目，乙烷原料保障经济性》——2024-07-26
- 《万华化学(600309.SH)-一期POE装置开车成功，国产化进程加速》——2024-07-03
- 《万华化学(600309.SH)-乙烷装置原料升级，提升碳二项目竞争力》——2024-06-17
- 《万华化学(600309.SH)-多项目顺利推进，聚氨酯龙头产线持续拓宽》——2024-05-24
- 《万华化学(600309.SH)-一季度营收及净利同环比提升，聚氨酯龙头稳健发展》——2024-04-19

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	197,966	224,452	244,429
(+/-%)	13.8%	5.9%	12.9%	13.4%	8.9%
归母净利润(百万元)	16234	16816	17321	19938	21851
(+/-%)	-34.1%	3.6%	3.0%	15.1%	9.6%
每股收益(元)	5.17	5.36	5.52	6.35	6.96
EBIT Margin	12.1%	11.7%	12.7%	12.8%	12.8%
净资产收益率(ROE)	21.1%	19.0%	17.9%	18.8%	18.8%
市盈率(PE)	14.5	14.0	13.6	11.8	10.8
EV/EBITDA	12.6	12.8	10.9	9.5	8.8
市净率(PB)	3.06	2.65	2.43	2.22	2.03

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

2024 年二季度公司营收同环比提升，归母净利润同环比下滑。公司发布 2024 年半年度报告，其中，2024 年二季度营收 509.1 亿元（同比+11%，环比+10%），归母净利润 40.2 亿元（同比-11%，环比-3%），扣非归母净利润 39.7 亿元（同比-8%，环比-4%）。2024 年二季度销售毛利率为 15.3%（同比-0.1pct，环比-2.3pct），销售净利率为 8.7%（同比-2.0pct，环比-1.2pct）；销售、管理、研发、财务费用率分别为 0.7%、1.4%、2.1%、1.2%，总费用率 5.4%（同比+1.0pct，环比-0.3pct）。二季度营收同环比提升，归母净利润、毛利率、净利率同环比下滑，盈利短期承压。

图1: 万华化学单季度营业收入（亿元）



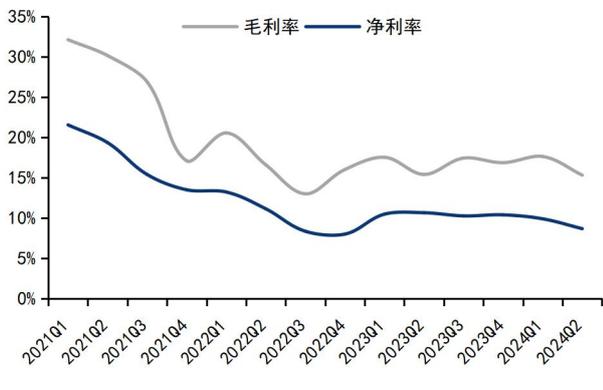
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 万华化学单季度归母净利润（亿元）



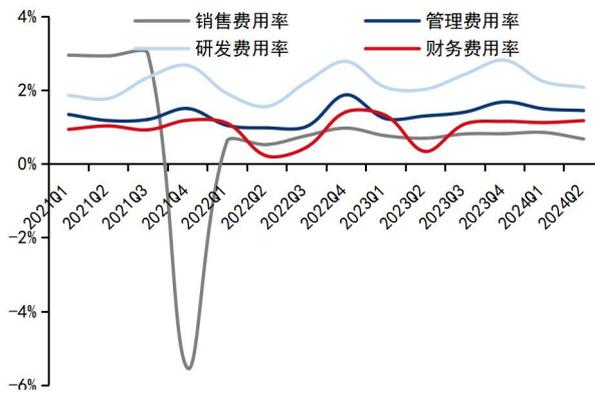
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 万华化学季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图4: 万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率



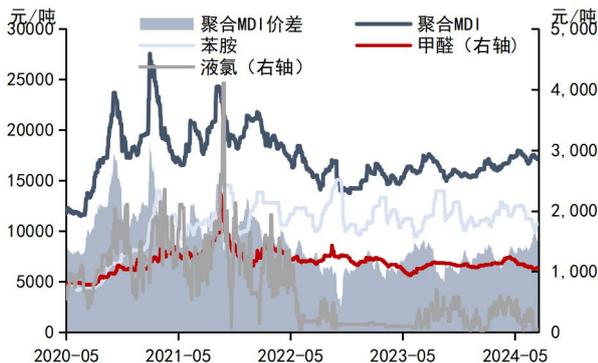
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚氨酯板块营收及产销量均同环比增长。2024 年二季度公司聚氨酯板块营收为 179.5 亿元（同比+5.1%，环比+2.6%），产量/销量为 147/138 万吨（同比+13.1%/+11.3%，环比+8.1%/+5.3%）。公司福建 MDI 装置完成技改扩产，MDI 产能由 40 万吨/年扩至 80 万吨/年。随着福建 MDI 装置技改扩产、TDI 装置有效产能增加、烟台聚醚新装置投产，公司主营产品聚氨酯产销量实现同环比增长。

在下游冰柜及家用电冰箱需求增长的推动之下，二季度公司主营产品聚合 MDI 景气度有所回暖。据 Wind 数据，2024 年二季度公司主营产品聚合 MDI/纯 MDI/TDI 市场均价分别为 17086/18920/14954 元/吨，同比+11%/+0.1%/-18%，环比+6%/-7%/-11%；价差分别为 7676/9511/9626 元/吨，同比+13%/-8%/-27%，环比-0.1%/-20%/-19%。聚合 MDI 价格及价差同比均有提升，纯 MDI 和 TDI 价差同环比

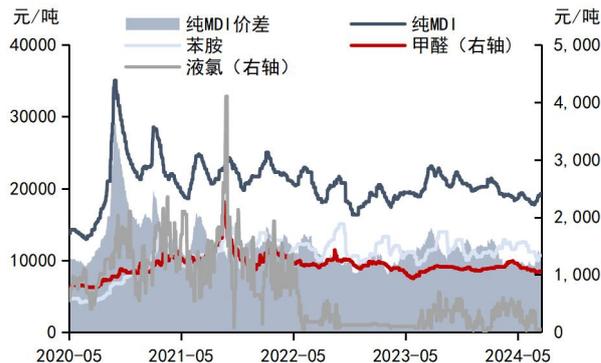
下降。2024年6月，受淡季影响，我国冰柜产量同比下降2.4%，家用电冰箱产量同比增加0.1%；出口冰箱数量同比增加22%。下游冰箱冷柜出口市场较好，支撑聚合MDI景气度。上半年全球聚氨酯行业需求保持增长，特别是冰箱冷柜、汽车等市场，海外建筑行业投资需求好转，部分海外装置出现供应波动，成本端纯苯价格持续高位，综合影响了聚氨酯产品价格上涨。

图5: 聚合MDI 价格与价差 (元/吨)



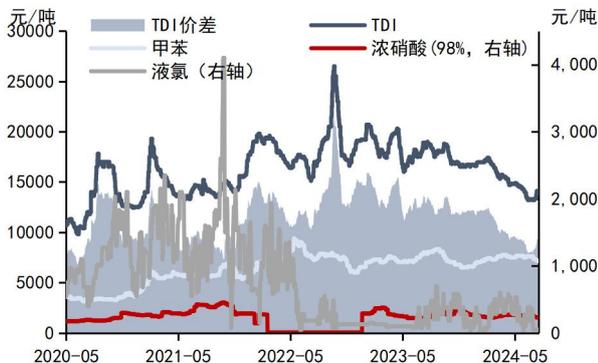
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 纯MDI 价格与价差 (元/吨)



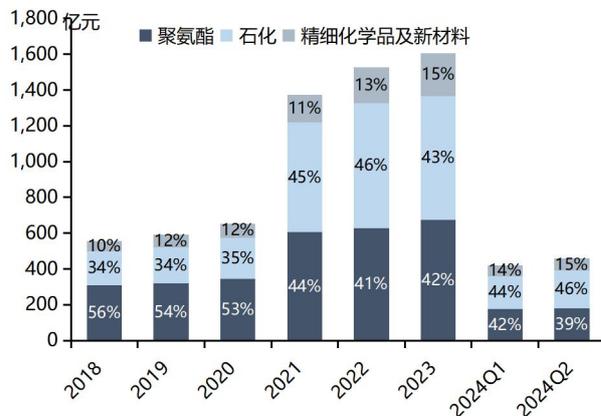
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: TDI 价格与价差 (元/吨)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 万华化学分板块营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9：中国家用电冰箱、冷柜产量当月同比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

图10：中国冰箱出口数量当月同比（%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

石化板块销量环比增加，产品价格有涨有跌。2024 年一季度公司石化板块营收为 210.6 亿元（同比+17.4%，环比+13.8%），产量 138 万吨（同比+29.0%，环比-0.7%），销量为 141 万吨（环比+5.2%）。蓬莱一期的 90 万吨/年 PDH 装置以及烟台 120 万吨/年的乙烯装置正在建设中。上半年万华蓬莱工业园 PDH、POCHP、EO、聚醚、EOD、储运等一期装置均已进入管道试压和电缆敷设攻坚阶段，按照计划将陆续中交。上半年受国际原油价格波动、石化下游需求偏弱等因素影响，石化行业虽然略有复苏但整体利润仍处于相对较低水平。公司将持续优化产品结构，优化资源配置，缓解供需错配的价格压力。

表1：2024 年上半年公司石化系列产品价格（元/吨）及同比变动情况

产品	价格（元/吨）	同比变化率
山东丙烯	6,875	-1.90%
山东正丁醇	8,290	+9.95%
山东丙烯酸	6,193	-4.55%
山东丙烯酸丁酯	9,284	+0.83%
NPG 华东加氢	10,563	+3.60%
山东 MTBE	6,857	-4.46%
华东 PP 拉丝	7,510	+0.13%
华东 LLDPE 膜级	8,344	+2.38%
华东乙烯法 PVC	5,914	-4.93%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

精细化学品及新材料板块产销量同环比增加，营收占比较为稳定。2024 年二季度公司精细化学品及新材料板块营收为 68.7 亿元（同比+16.0%，环比+12.6%），产量/销量为 100/92 万吨（同比+29.3%/+23.1%，环比+12.8%/+9.1%）。公司 ADI 业务积极开拓新兴市场业务，销量提升；随着双酚 A 项目的投产，万华化学 PC 产业链配套进一步完善，市场份额和盈利得以提升；公司一期年产 20 万吨 POE 项目已经投产，柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化推进中。

主要原料纯苯价格同比上涨，煤炭、丙烷价格同比下降。2024 年上半年，公司主要原料价格受到原油价格波动、国内外供需关系变化等因素的影响，纯苯价格高位运行，2024 年上半年均价 8,652 元/吨，同比+24.35%。随着国内煤炭产量以及进口煤进口量

增加，全国煤炭供需结构从之前的偏紧状态转向宽松，价格重心持续下降，2024年上半年5000大卡动力煤平仓均价777元/吨，同比-13.28%。丙烷、丁烷价格小幅震荡，整体持稳，2024年上半年丙烷CP/丁烷CP均价609/613美元/吨，同比-0.16%/持平。

表2: 万华化学 2024 年主要投产项目

项目名称	具体情况	预计投产时间
福建 MDI 技改扩能项目	万华福建 MDI 在 2024 年 4 月底完成 80 万吨/年产能改造，未来计划继续扩产到 150 万吨/年。万华化学已经发展成为全球聚氨酯行业的领先企业，MDI 全球市场份额第一、TDI 全球市场份额第一。从长期统计数据看，MDI、TDI 过去十年全球消费需求一直保持较平稳的增长速度，而未来几年全球 MDI、TDI 的主要新增产能将来自万华化学。	已投产
20 万吨/年 POE 项目	一期年产 20 万吨 POE 项目在 2024 年上半年投产；二期蓬莱基地年产 40 万吨 POE 项目现已开工建设，预计在 2025 年末建成投产，建成后公司 POE 总产能将达到 60 万吨/年。	已投产
4.8 万吨/年柠檬醛-香精香料项目	计划建设的年产 4.8 万吨柠檬醛项目是一个重要的战略举措，旨在进军营养品及香精香料领域，并进一步巩固其在全球新材料行业的领导地位。建设内容包括 12.4 万吨/年异戊烯醇装置、3.0 万吨/年异戊烯醛装置（7.0 万吨/年异戊烯醇、3.0 万吨/年异戊烯醛、0.54 万吨/年异戊醇）、4.8 万吨/年柠檬醛装置和柠檬醛衍生物装置（包括：1.0 万吨/年香叶醇，1.5 万吨/年香茅醇）。	2024 年三季度
蓬莱一期 90 万吨/年丙烷脱氢项目	项目总投资 25.6 亿元，位于山东省烟台市黄渤海新区蓬莱化工产业园，总占地面积 87000 平方米，建设周期为 2024 年 11 月至 2026 年 10 月。该 PDH 装置已经于 2022 年 12 月正式开工。	2024 年四季度
烟台 120 万吨/年乙烯项目	3 月 9 日项目开工仪式在万华烟台工业园乙烯裂解施工现场顺利举行，该项目下游规划高端聚烯烃，主要包括乙烯裂解装置、低密度聚乙烯（LDPE）装置、聚烯烃弹性体（POE）等装置。	2024 年底至 2025 年初

资料来源：公司公告，中国化工信息周刊，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，但由于地产需求持续疲弱等不利因素影响，聚氨酯下游需求略不及预期，叠加成本上涨，我们谨慎下调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 173.21/199.38/218.51 亿元（原值为 193.84/224.73/233.37 亿元），对应 EPS 为 5.52/6.35/6.96 元，当前股价对应 PE 为 13.6/11.8/10.8X，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	EPS			PE			PB
				2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	23.48	1.68	2.09	2.24	14.0	11.2	10.5	1.7
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	9.12	0.11	0.63	0.85	82.9	14.5	10.7	2.1
600309.SH	万华化学	优于大市	74.92	5.36	5.52	6.35	14.0	13.6	11.8	2.6

数据来源：Wind，国信证券经济研究所整理 注：数据截至 2024 年 8 月 12 日。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18989	23710	25638	22779	24042	营业收入	165565	175361	197966	224452	244429
应收款项	10059	10125	11729	13298	14358	营业成本	138132	145926	163550	185252	201857
存货净额	18185	20650	22015	24647	27070	营业税金及附加	913	960	1088	1232	1342
其他流动资产	4299	7380	6736	7637	8973	销售费用	1153	1346	1441	1658	1782
流动资产合计	51532	61864	66118	68361	74444	管理费用	1966	2450	2490	2849	3036
固定资产	115622	149218	171036	191687	211195	研发费用	3420	4081	4271	4844	5235
无形资产及其他	9980	10786	10354	9923	9492	财务费用	1235	1676	4134	4540	4793
投资性房地产	17480	24126	24126	24126	24126	投资收益	408	621	507	512	547
长期股权投资	6229	7046	8604	10162	11473	资产减值及公允价值变动	(19)	(54)	(36)	(36)	(42)
资产总计	200843	253040	280239	304259	330730	其他收入	(2717)	(3180)	(4271)	(4844)	(5235)
短期借款及交易性金融负债	47218	52060	65323	69574	75669	营业利润	19839	20389	21462	24554	26888
应付款项	24205	45594	39351	44055	52282	营业外净收支	(298)	(379)	(317)	(331)	(343)
其他流动负债	23594	11004	19830	22220	20984	利润总额	19541	20010	21145	24222	26545
流动负债合计	95017	108657	124503	135849	148935	所得税费用	2499	1710	2256	2487	2726
长期借款及应付债券	16168	39811	39811	39811	39811	少数股东损益	808	1484	1568	1796	1969
其他长期负债	8321	10118	12693	15268	17584	归属于母公司净利润	16234	16816	17321	19938	21851
长期负债合计	24489	49929	52504	55079	57395	现金流量表 (百万元)					
负债合计	119506	158586	177007	190927	206330	净利润	16234	16816	17321	19938	21851
少数股东权益	4492	5798	6527	7362	8276	资产减值准备	(883)	(56)	83	28	26
股东权益	76845	88656	96705	105970	116123	折旧摊销	8275	10136	12746	16385	18861
负债和股东权益总计	200843	253040	280239	304259	330730	公允价值变动损失	19	54	36	36	42
关键财务与估值指标						财务费用	1235	1676	4134	4540	4793
每股收益	5.17	5.36	5.52	6.35	6.96	营运资本变动	9934	(1718)	2916	4595	4514
每股红利	3.34	2.87	2.95	3.40	3.73	其它	1169	746	646	807	888
每股净资产	24.47	28.24	30.80	33.75	36.98	经营活动现金流	34747	25977	33747	41789	46183
ROIC	11.95%	11.18%	10%	11%	11%	资本开支	0	(43122)	(34252)	(36669)	(38006)
ROE	21.13%	18.97%	18%	19%	19%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	17%	17%	17%	17%	投资活动现金流	(2299)	(43939)	(35810)	(38227)	(39317)
EBIT Margin	12%	12%	13%	13%	13%	权益性融资	(26)	76	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	19%	20%	20%	负债净变化	325	23842	0	0	0
收入增长	14%	6%	13%	13%	9%	支付股利、利息	(10490)	(9002)	(9272)	(10673)	(11697)
净利润增长率	-34%	4%	3%	15%	10%	其它融资现金流	(27318)	(7074)	13263	4251	6095
资产负债率	62%	65%	65%	65%	65%	融资活动现金流	(47675)	22683	3991	(6422)	(5602)
股息率	4.5%	3.8%	3.9%	4.5%	5.0%	现金净变动	(15227)	4721	1928	(2859)	1263
P/E	14.5	14.0	13.6	11.8	10.8	货币资金的期初余额	34216	18989	23710	25638	22779
P/B	3.1	2.7	2.4	2.2	2.0	货币资金的期末余额	18989	23710	25638	22779	24042
EV/EBITDA	12.6	12.8	10.9	9.5	8.8	企业自由现金流	0	(15866)	3855	9990	13344
						权益自由现金流	0	902	13424	10168	15138

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）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，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（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。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 ±10%之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、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所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032