

聚氨酯

万华化学（600309.SH）

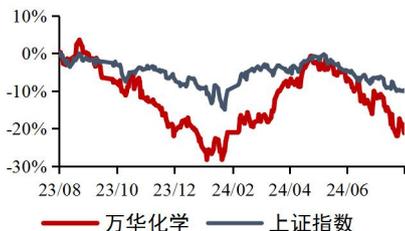
买入-B(维持)

底部盈利进一步夯实，POE 及乙烷裂解将带来新增量

2024 年 8 月 13 日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024 年 8 月 13 日

收盘价（元）：	73.01
年内最高/最低（元）：	99.10/66.78
流通 A 股/总股本（亿）：	31.40/31.40
流通 A 股市值（亿）：	2,292.33
总市值（亿）：	2,292.33

基础数据：2024 年 6 月 30 日

基本每股收益(元)：	2.60
摊薄每股收益(元)：	2.60
每股净资产(元)：	31.73
净资产收益率(%)：	9.01

资料来源：最闻

分析师：

李旋坤

执业登记编码：S0760523110004

邮箱：lixuankun@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布 2024 年半年度报告，实现营业收入 970.67 亿元，同比增长 10.77%；实现归母净利润 81.74 亿元，同比下滑 4.6%；实现扣非归母净利润 80.99 亿元，同比下滑 2.54%。其中，24Q2 营业收入为 509.06 亿，同比+11%，环比+10%；归母净利润 40.17 亿元，同比-11%，环比-3%。

事件点评

➢ 上半年全球聚氨酯行业需求保持增长态势，石化利润水平处于低位。冰冷、汽车等市场需求保持增长，海外建筑行业投资需求好转，部分海外装置出现供应波动，纯苯价格持续高位，对聚氨酯产品价格产生推涨效应。受国际原油市场价格波动、石化行业下游需求不足等多重因素影响，石化行业虽然略有复苏但行业整体利润水平仍处于相对低位。

➢ 聚氨酯、新材料销量实现同比增长，精细化学品及新材料业务表现亮眼。公司上半年实现聚氨酯系列业务收入 354.55 亿元，同比+8.19%，销量 269 万吨，同比+14.47%，销售均价为 13180 元/吨，同比下滑 5.48%；实现石化系列收入为 395.75 亿元，同比+9.53%，销量 275 万吨，同比下滑 60%；实现精细化学品及新材料业务系列收入 129.79 亿元，同比+15.23%，销售 92 万吨，同比+24.32%，销售均价为 14107 元/吨，同比-7.32%。

➢ 纯苯价格持续高位，期间费用略有增长。根据百川盈孚，24Q2 秦皇岛动力煤 Q5500 均价为 857.64 元/吨，环比-6.19%，丙烷为 5196.74 元/吨，环比+0.73%，丁烷为 5342.98 元/吨，环比+3.24%，纯苯为 9038.06 元/吨，环比+9.74%。上半年公司毛利率为 16.41%，同比下滑 0.01pct。期间费用率 5.5%，较去年同期增长 0.67pct。

➢ 持续优化产品结构，差异化产品开发稳步推进。HDI 产品方面，随着年产 18 万吨己二胺项目顺利投产，HDI 产业链配套更加完善，竞争力持续提升。MDI 产能从 40 万吨/年提升到 80 万吨/年。随着公司双酚 A 项目的投产，PC 产业链配套更加完善，市场份额和盈利能力进一步提升；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。

➢ 公司与 ADNOC 等签订协议，乙烷裂解将带来新增量。万华化学、万融新材料与阿布扎比国家石油公司（ADNOC）、北欧化工（Borealis）、博禄化学（Borouge）在北京举办《项目合作协议》签约仪式。北欧化工先进专有的 Borstar®技术、乙烷为原料的裂解工艺、相互协同的产业链利用将成为项目的核心。包括博禄化学在特种聚烯烃生产（包括乙烷在内的多种原料路线）方面具有的丰富经验，与万华在乙烷供应链的优势（包括乙烷原料成本、码



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



头资源、VLEC、生产工艺等)共同构成了基于乙烷原料的合资项目的优异的经济性基础。未来乙烷裂解将带来新增量。

投资建议

➤ 预计 2024-2026 年公司归母净利分别为 170.61、221.76、254.63 亿元，EPS 分别为 5.43/7.06/8.11 元，对应 PE 分别为 13.8/10.6/9.2X，维持“买入-B”评级。

风险提示

宏观经济修复不及预期，产品价格下降，原材料价格上升。

财务数据与估值：

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	203,992	234,272	253,487
YoY(%)	13.8	5.9	16.3	14.8	8.2
净利润(百万元)	16,234	16,816	17,061	22,176	25,463
YoY(%)	-34.1	3.6	1.5	30.0	14.8
毛利率(%)	16.6	16.8	14.8	17.5	18.4
EPS(摊薄/元)	5.17	5.36	5.43	7.06	8.11
ROE(%)	21.0	19.4	16.7	18.6	18.3
P/E(倍)	14.5	14.0	13.8	10.6	9.2
P/B(倍)	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7
净利率(%)	9.8	9.6	8.4	9.5	10.0

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	51532	61864	68635	63143	73183
现金	18989	23710	20399	18742	17744
应收票据及应收账款	9060	9144	13808	11113	16091
预付账款	1277	2203	1183	2705	1637
存货	18185	20650	26853	24051	31133
其他流动资产	4021	6157	6392	6532	6578
非流动资产	149311	191176	203544	225071	243679
长期投资	6229	7046	9234	11668	13905
固定资产	78558	98764	121253	140387	156445
无形资产	9980	10786	11596	12295	12991
其他非流动资产	54544	74581	61461	60721	60338
资产总计	200843	253040	272179	288214	316863
流动负债	95017	108657	121727	125586	139167
短期借款	44019	43526	65750	53567	75198
应付票据及应付账款	24205	45594	26757	47383	33798
其他流动负债	26792	19537	29220	24636	30171
非流动负债	24489	49929	43235	37236	30455
长期借款	16168	39811	33218	27270	20469
其他非流动负债	8321	10118	10018	9966	9986
负债合计	119506	158586	164962	162823	169623
少数股东权益	4492	5798	6602	7702	9190
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2160	1816	1816	1816	1816
留存收益	72055	83848	96293	112507	131280
归属母公司股东权益	76845	88656	100615	117689	138050
负债和股东权益	200843	253040	272179	288214	316863

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36337	26797	10218	54954	22372
净利润	17042	18300	17865	23276	26950
折旧摊销	8281	10145	10306	13074	15799
财务费用	1235	1676	1020	319	36
投资损失	-408	-621	-606	-606	-606
营运资金变动	8821	-5351	-19006	19287	-19611
其他经营现金流	1366	2647	639	-397	-197
投资活动现金流	-34325	-44830	-22924	-33600	-33578
筹资活动现金流	-17188	22809	-12581	-10952	-11361
每股指标(元)					
每股收益(最新摊薄)	5.17	5.36	5.43	7.06	8.11
每股经营现金流(最新摊薄)	11.57	8.53	3.25	17.50	7.13
每股净资产(最新摊薄)	24.47	28.24	32.05	37.48	43.97

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	165565	175361	203992	234272	253487
营业成本	138132	145926	173763	193182	206919
营业税金及附加	913	960	1121	1285	1391
营业费用	1153	1346	2489	7028	7757
管理费用	1966	2450	2967	3127	3406
研发费用	3420	4081	4769	5217	5677
财务费用	1235	1676	1020	319	36
资产减值损失	-256	-178	-992	-942	-725
公允价值变动收益	173	82	82	82	82
投资净收益	408	621	606	606	606
营业利润	19839	20389	20486	26687	30658
营业外收入	45	64	57	66	58
营业外支出	343	444	318	369	368
利润总额	19541	20010	20225	26383	30348
所得税	2499	1710	2360	3107	3397
税后利润	17042	18300	17865	23276	26950
少数股东损益	808	1484	804	1101	1488
归属母公司净利润	16234	16816	17061	22176	25463
EBITDA	30831	34514	34204	43092	49626

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.8	5.9	16.3	14.8	8.2
营业利润(%)	-32.6	2.8	0.5	30.3	14.9
归属于母公司净利润(%)	-34.1	3.6	1.5	30.0	14.8
获利能力					
毛利率(%)	16.6	16.8	14.8	17.5	18.4
净利率(%)	9.8	9.6	8.4	9.5	10.0
ROE(%)	21.0	19.4	16.7	18.6	18.3
ROIC(%)	13.3	11.7	9.7	12.2	11.9
偿债能力					
资产负债率(%)	59.5	62.7	60.6	56.5	53.5
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.3
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
应收账款周转率	18.7	19.3	17.8	18.8	18.6
应付账款周转率	6.2	4.2	4.8	5.2	5.1
估值比率					
P/E	14.5	14.0	13.8	10.6	9.2
P/B	3.1	2.7	2.3	2.0	1.7
EV/EBITDA	9.5	9.2	9.9	7.5	6.9

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明:

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息,但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险,投资需谨慎。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下,公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期,公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的,还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权,本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品,或再次分发给任何其他人,或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则,公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明,禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构;禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定,且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人,提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所:

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话: 0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

