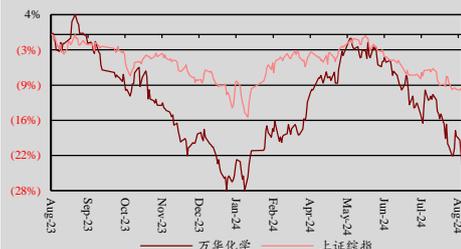


**600309.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 70.80

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(6.4)	(15.0)	(21.0)	(25.0)
相对上证综指	(2.7)	(11.0)	(11.7)	(14.7)

发行股数 (百万)	3,139.75
流通股 (百万)	3,139.75
总市值 (人民币 百万)	222,294.06
3个月日均交易额 (人民币 百万)	956.37
主要股东	
烟台国丰投资控股集团有限公司	21.59

 资料来源: 公司公告, Wind, 中银证券  
 以2024年8月14日收市价为标准

**相关研究报告**

- 《万华化学》20240325
- 《万华化学》20231020
- 《万华化学》20230731

 中银国际证券股份有限公司  
 具备证券投资咨询业务资格

基础化工: 化学制品

证券分析师: 余媛媛

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

证券分析师: 徐中良

(8621)20328516

zhongliang.xu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300524050001

# 万华化学

## 经营业绩稳健持续, 优势产业迭代升级

2024年上半年公司实现营业收入970.67亿元, 同比增加10.77%; 归母净利润81.74亿元, 同比减少4.60%。其中, 二季度实现营收509.06亿元, 同比增加11.42%, 环比增加10.28%, 归母净利润40.17亿元, 同比减少11.03%, 环比减少3.38%。公司业绩持续稳健, 蓬莱工业园项目顺利推进, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- 营业收入再创新高, 期间费用及所得税费用有所增加。**2024H1公司聚氨酯、石化、精细化学品板块营业收入分别为354.55亿元、359.75亿元、129.79亿元, 同比分别+8.19%、+9.53%、+15.23%, 毛利率分别为28.00%、4.52%、16.99%, 同比分别-1.12 pct、+2.21 pct、-5.06pct, 受纯苯价格上涨, TDI等部分产品价格下跌影响, 聚氨酯板块及精细化学品板块毛利率同比下滑。2024H1公司销售毛利率及净利率分别为16.41%、9.24%, 同比分别-0.01pct、-1.32 pct。此外, 2024H1财务费用为11.09亿元, 同比增长58.04%, 主要由于有息负债增加导致利息费用增加, 所得税费用为14.91亿元, 同比增长64.26%, 主要由于上年同期享受税收优惠。在充满挑战的市场环境下, 公司发挥产业链布局 and 全球供应链协同优势, 经营业绩整体稳健。
- 产业结构持续优化, 优势产业迭代升级。**2024年上半年聚氨酯业务产销量分别为283.00万吨/269.00万吨, 同比分别增长15.04%/14.47%, 精细化新品产销量分别为100万吨/92万吨, 同比分别增长26.58%、24.32%。福建工业园完成MDI项目技改扩产, 产能从40万吨/年提升到80万吨/年, 宁波工业园年产18万吨己二胺项目顺利投产, HDI产业链竞争力提升, 此外20万吨POE项目顺利投产。随着产品结构持续优化, 公司在聚氨酯和精细化学品等产业的传统优势进一步巩固。
- 自研技术加速成果转化, 蓬莱工业园项目顺利推进。**2024年上半年研发费用20.81亿元, 同比增加16.18%, POE、POCHP、MQ树脂、尼龙12弹性体装置一次性开车成功, 高端材料产品线得到极大丰富; PC、水性树脂、改性异氰酸酯、TPU、改性材料等不断推出差异化的产品; 聚焦于海淡膜等高附加值领域的膜材料产品, 完成迭代升级, 部分产品已进入客户长期验证阶段。此外, 万华蓬莱工业园上半年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, 即将中交。未来随着蓬莱工业园投产以及系列自研技术加速转化, 公司经营业绩有望持续增长。

**估值**

- 公司经营业绩稳健, 由于纯苯价格上涨, 部分产品价格下跌影响, 下调盈利预测, 预计2024-2026年EPS分别为5.74元、7.29元、7.77元, 当前股价对应PE为12.3倍、9.7倍、9.1倍, 看好公司产业链一体化优势与自研技术转化能力, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 新项目进度不达预期, 原油、LPG价格大幅波动, 全球经济增速不及预期。

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营收入(人民币 百万)	165,565	175,361	199,905	227,147	238,446
增长率(%)	13.8	5.9	14.0	13.6	5.0
EBITDA(人民币 百万)	29,079	31,809	37,151	45,923	50,260
归母净利润(人民币 百万)	16,234	16,816	18,008	22,887	24,405
增长率(%)	(34.1)	3.6	7.1	27.1	6.6
最新股本摊薄每股收益(人民币)	5.17	5.36	5.74	7.29	7.77
原股本摊薄每股收益(人民币)	/	/	6.51	7.79	8.54
调整幅度(%)	/	/	(11.83)	(6.42)	(9.02)
市盈率(倍)	13.7	13.2	12.3	9.7	9.1
市净率(倍)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA(倍)	12.2	11.1	8.7	6.9	5.9
每股股息(人民币)	1.6	1.6	1.7	2.2	2.4
股息率(%)	1.7	2.1	2.5	3.1	3.3

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司 2024 年半年报摘要

(亿元)	2024 年半年度	2023 年半年度	同比增长(%)
一、营业总收入	970.67	876.26	10.77
二、营业总成本	869.96	779.88	11.55
其中：营业成本	811.35	732.39	10.78
营业税金及附加	5.18	5.18	0.10
销售费用	7.33	6.34	15.50
管理费用	14.21	11.05	28.56
研发费用	20.81	17.91	16.18
财务费用	11.09	7.02	58.04
资产减值损失	(0.06)	(0.13)	52.82
三、其他经营收益	5.26	5.19	1.28
公允价值变动收益	(0.24)	0.08	(424.50)
投资收益	3.58	3.05	17.71
四、营业利润	105.71	102.77	2.86
加：营业外收入	0.17	0.16	4.28
减：营业外支出	1.25	1.34	(6.35)
五、利润总额	104.62	101.59	2.99
减：所得税	14.91	9.07	64.26
六、净利润	89.72	92.52	(3.02)
减：少数股东损益	7.97	6.83	16.70
七、归属母公司净利润	81.74	85.68	(4.60)

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

图表 2.公司 2024 年第二季度摘要

(亿元)	2024 年第二季度	2023 年第二季度	同比增长(%)
一、营业总收入	509.06	456.87	11.42
二、营业总成本	460.76	409.14	12.62
其中：营业成本	431.11	386.51	11.54
营业税金及附加	2.42	2.81	(13.93)
销售费用	3.42	3.16	8.08
管理费用	7.34	5.92	24.06
研发费用	10.54	9.22	14.25
财务费用	5.94	1.52	289.94
资产减值损失	(0.03)	(0.00)	/
三、其他经营收益	3.33	3.46	(3.61)
公允价值变动收益	0.26	0.01	1,799.39
投资收益	1.66	1.88	(11.56)
四、营业利润	52.01	52.76	(1.43)
加：营业外收入	0.04	0.07	(38.74)
减：营业外支出	0.53	0.56	(5.09)
五、利润总额	51.51	52.27	(1.44)
减：所得税	7.44	3.64	104.21
六、净利润	44.09	48.63	(9.35)
减：少数股东损益	3.91	3.48	12.54
七、归属母公司净利润	40.17	45.15	(11.03)

资料来源：公司公告，Wind，中银证券

## 利润表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业总收入	165,565	175,361	199,905	227,147	238,446
营业收入	165,565	175,361	199,905	227,147	238,446
营业成本	138,132	145,926	166,758	187,184	196,419
营业税金及附加	913	960	1,094	1,243	1,305
销售费用	1,153	1,346	1,499	1,590	1,669
管理费用	1,966	2,450	2,899	3,180	3,338
研发费用	3,420	4,081	4,198	4,543	4,769
财务费用	1,235	1,676	2,347	2,386	2,088
其他收益	740	943	1,100	1,100	1,100
资产减值损失	(192)	(135)	(80)	(100)	(131)
信用减值损失	(65)	(43)	(200)	(100)	(40)
资产处置收益	27	1	0	0	0
公允价值变动收益	173	82	0	0	0
投资收益	408	621	500	500	500
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	19,839	20,389	22,430	28,421	30,286
营业外收入	45	64	69	69	69
营业外支出	343	444	386	386	386
利润总额	19,541	20,010	22,113	28,104	29,969
所得税	2,499	1,710	2,432	3,091	3,297
净利润	17,042	18,300	19,681	25,013	26,673
少数股东损益	808	1,484	1,673	2,126	2,267
归母净利润	16,234	16,816	18,008	22,887	24,405
EBITDA	29,079	31,809	37,151	45,923	50,260
EPS(最新股本摊薄, 元)	5.17	5.36	5.74	7.29	7.77

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	<b>51,532</b>	<b>61,864</b>	<b>72,494</b>	<b>78,778</b>	<b>100,375</b>
货币资金	18,989	23,710	30,427	37,465	54,220
应收账款	9,060	9,144	9,736	10,455	10,740
应收票据	0	0	0	0	0
存货	18,185	20,650	24,745	22,051	27,054
预付账款	1,277	2,203	1,966	2,713	2,197
合同资产	0	0	0	0	0
其他流动资产	4,021	6,157	5,619	6,093	6,163
<b>非流动资产</b>	<b>149,311</b>	<b>191,176</b>	<b>206,213</b>	<b>215,802</b>	<b>223,933</b>
长期投资	6,823	7,641	7,641	7,641	7,641
固定资产	78,558	98,764	110,730	121,691	130,292
无形资产	9,980	10,786	10,735	10,635	10,484
其他长期资产	53,949	73,986	77,107	75,835	75,516
<b>资产合计</b>	<b>200,843</b>	<b>253,040</b>	<b>278,707</b>	<b>294,579</b>	<b>324,308</b>
<b>流动负债</b>	<b>95,017</b>	<b>108,657</b>	<b>120,239</b>	<b>117,882</b>	<b>128,423</b>
短期借款	44,019	43,526	40,000	40,000	40,000
应付账款	13,067	14,980	21,151	15,246	24,038
其他流动负债	37,931	50,151	59,088	62,636	64,385
<b>非流动负债</b>	<b>24,489</b>	<b>49,929</b>	<b>49,797</b>	<b>49,957</b>	<b>49,877</b>
长期借款	15,968	39,811	40,000	40,000	40,000
其他长期负债	8,521	10,118	9,797	9,957	9,877
<b>负债合计</b>	<b>119,506</b>	<b>158,586</b>	<b>170,036</b>	<b>167,839</b>	<b>178,300</b>
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	4,492	5,798	7,471	9,597	11,864
归属母公司股东权益	76,845	88,656	101,200	117,143	134,143
<b>负债和股东权益合计</b>	<b>200,843</b>	<b>253,040</b>	<b>278,707</b>	<b>294,579</b>	<b>324,308</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	17,042	18,300	19,681	25,013	26,673
折旧摊销	9,354	11,389	13,974	16,716	19,485
营运资金变动	13,054	2,596	13,863	(2,937)	6,366
其他	(3,113)	(5,489)	3,875	1,012	2,206
<b>经营活动现金流</b>	<b>36,337</b>	<b>26,797</b>	<b>51,393</b>	<b>39,804</b>	<b>54,730</b>
资本支出	(32,657)	(43,098)	(31,300)	(25,300)	(28,300)
投资变动	(1,828)	(550)	0	0	0
其他	160	(1,181)	503	499	501
<b>投资活动现金流</b>	<b>(34,325)</b>	<b>(44,830)</b>	<b>(30,797)</b>	<b>(24,801)</b>	<b>(27,799)</b>
银行借款	(9,529)	23,349	(3,337)	0	0
股权融资	(8,749)	(5,684)	(5,464)	(6,944)	(7,405)
其他	1,090	5,144	(5,077)	(1,021)	(2,771)
<b>筹资活动现金流</b>	<b>(17,188)</b>	<b>22,809</b>	<b>(13,878)</b>	<b>(7,965)</b>	<b>(10,176)</b>
<b>净现金流</b>	<b>(5,175)</b>	<b>4,776</b>	<b>6,717</b>	<b>7,038</b>	<b>16,755</b>

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 财务指标

年结日: 12月31日	2022	2023	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>					
营业收入增长率(%)	13.8	5.9	14.0	13.6	5.0
营业利润增长率(%)	(32.6)	2.8	10.0	26.7	6.6
归属于母公司净利润增长率(%)	(34.1)	3.6	7.1	27.1	6.6
息税前利润增长率(%)	(34.2)	3.5	13.5	26.0	5.4
息税折旧前利润增长率(%)	(23.7)	9.4	16.8	23.6	9.4
EPS(最新股本摊薄)增长率(%)	(34.1)	3.6	7.1	27.1	6.6

## 获利能力

息税前利润率(%)	11.9	11.6	11.6	12.9	12.9
营业利润率(%)	12.0	11.6	11.2	12.5	12.7
毛利率(%)	16.6	16.8	16.6	17.6	17.6
归母净利润率(%)	9.8	9.6	9.0	10.1	10.2
ROE(%)	21.1	19.0	17.8	19.5	18.2
ROIC(%)	11.9	9.0	9.9	11.8	12.3

## 偿债能力

资产负债率	0.6	0.6	0.6	0.6	0.5
净负债权益比	0.6	0.8	0.6	0.4	0.3
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.7	0.8

## 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	21.2	22.5	22.5
应付账款周转率	13.5	12.5	11.1	12.5	12.1

## 费用率

销售费用率(%)	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
管理费用率(%)	1.2	1.4	1.5	1.4	1.4
研发费用率(%)	2.1	2.3	2.1	2.0	2.0
财务费用率(%)	0.7	1.0	1.2	1.1	0.9

## 每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	5.2	5.4	5.7	7.3	7.8
每股经营现金流(最新摊薄)	11.6	8.5	16.4	12.7	17.4
每股净资产(最新摊薄)	24.5	28.2	32.2	37.3	42.7
每股股息	1.6	1.6	1.7	2.2	2.4

## 估值比率

P/E(最新摊薄)	13.7	13.2	12.3	9.7	9.1
P/B(最新摊薄)	2.9	2.5	2.2	1.9	1.7
EV/EBITDA	12.2	11.1	8.7	6.9	5.9
价格/现金流(倍)	6.1	8.3	4.3	5.6	4.1

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分予任何其他人，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371