

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
 证券分析师: 贾冰 S0350524030003
 jiab@ghzq.com.cn

二季度聚氨酯销量创历史新高, 中期分红重视股东回报

——万华化学 (600309) 2024 年中报点评

最近一年走势



	2024/08/14		
表现	1M	3M	12M
万华化学	-15.0%	-21.0%	-23.6%
沪深 300	-4.7%	-9.5%	-14.2%

	2024/08/14
当前价格 (元)	70.80
52 周价格区间 (元)	66.78-99.10
总市值 (百万)	222,294.06
流通市值 (百万)	222,294.06
总股本 (万股)	313,974.66
流通股本 (万股)	313,974.66
日均成交额 (百万)	1,611.28
近一月换手 (%)	0.42

相关报告

《万华化学 (600309) 公司点评: 拟与 ADNOC 等合资建设 160 万吨特种聚烯烃项目, 步入国际化 3.0 时代 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏, 贾冰》——2024-07-26

《万华化学 (600309) 6 月月报: 海外 MDI 装置不可抗力频发, 宁波 20 万吨 HDI 技改扩能项目第一次环评公示 (买入)*化学制品*李永磊, 董伯骏, 贾冰》——2024-07-09

《万华化学 (600309) 2024 年 4 月月报: 福建

事件:

2024 年 8 月 12 日, 万华化学发布 2024 年半年度报告: 2024 年上半年公司实现营业收入 970.67 亿元, 同比增长 10.77%; 实现归母净利润 81.74 亿元, 同比减少 4.60%; 实现扣非后归母净利润 80.99 亿元, 同比减少 2.54%; 经营活动现金流净额为 102.91 亿元, 同比减少 9.31 亿元。销售毛利率 16.41%, 同比下降 0.01pct, 销售净利率 9.24%, 同比下降 1.32pct。

2024 年 Q2 单季度, 公司实现营业收入 509.06 亿元, 同比+11.42%, 环比+10.28%; 实现归母净利润为 40.17 亿元, 同比-11.03%, 环比-3.38%; 扣非后归母净利润 39.72 亿元, 同比-8.09%, 环比-3.76%; 经营活动现金流净额为 72.08 亿元, 同比增加 1.53 亿元, 环比增加 41.24 亿元。销售毛利率为 15.31%, 同比下降 0.09pct, 环比下降 2.32pct。销售净利率为 8.66%, 同比下降 1.98pct, 环比下降 1.23pct。

投资要点:

■ 2024 年上半年营收同比增长, 石化系列毛利率同比增加

2024 年上半年, 万华化学实现营业收入 970.67 亿元, 同比增长 10.77%; 实现归母净利润 81.74 亿元, 同比减少 4.60%。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, 公司主要产品产销量实现同比增长。

分板块来看, 2024 年上半年石化系列营业收入为 395.75 亿元, 同比+9.53%, 毛利率为 4.52%, 同比+2.22pct。2024Q2, 产量为 138 万吨, 同比+28.97%, 环比-0.72%, 销量为 141 万吨, 环比+5.22%, 价格为 14937 元/吨, 环比+8.11%。上半年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。

聚氨酯系列营业收入为 354.55 亿元, 同比+8.19%, 毛利率为 28.00%, 同比-1.12pct。2024Q2, 销量为 138 万吨, 同比+11.29%, 环比+5.34%, 价格为 13010 元/吨, 同比-5.52%, 环比-2.62%。上半年全球聚氨酯行业需求保持增长态势, 特别是冰冷、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,

MDI 产能翻倍, TDI 二期环评, 欧美多套 MDI 装置低负荷运行 (买入) *化学制品*李永磊, 董伯骏, 贾冰》——2024-05-20

《万华化学 (600309) 公司动态研究: 收购安纳达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

对聚氨酯产品价格产生推涨效应。

精细化学品及新材料系列营业收入为 129.79 亿元, 同比+15.23%, 毛利率为 16.99%, 同比-5.06pct。2024Q2, 销量为 48 万吨, 同比+23.08%, 环比+9.09%, 价格为 14320 元/吨, 同比-5.73%, 环比+3.21%。2024 年政府工作报告指出, 要促进战略性新兴产业融合集群发展, 加快前沿新材料等产业发展。新材料产业作为我国新质生产力的重要组成部分, 产业迎来新的发展机遇期。

价差来看, 2024Q2 聚合市场 MDI 价差为 10108 元/吨, 同比+4.0%, 环比+6.0%。石化板块, 乙烯-丙烷价差为 230 美元/吨, 同比-24.3%, 环比-17.5%; 丙烯-丙烷价差为 203 美元/吨, 同比-30.1%, 环比+1.7%。

■ 2024Q2 净利润环比减少, 管理费用环比增加

2024Q2 公司实现净利润 44.08 亿元, 环比减少 1.55 亿元, 2024Q2 实现毛利润 77.95 亿元, 环比减少 3.42 亿元, 费用方面, 2024Q2 销售费用为 3.42 亿元, 环比减少 0.50 亿元; 管理费用为 7.34 亿元, 环比增加 0.48 亿元; 研发费用为 10.54 亿元, 环比增加 0.26 亿元; 财务费用为 5.95 亿元, 环比增加 0.80 亿元。2024Q2 的信用减值损失为-1.51 亿元, 环比增加 0.92 亿元。

■ 中期分红重视股东回报, 利润分配政策连续稳定

据公司 2024 年半年度利润分配方案公告, 公司拟向全体股东每 10 股派发 5.20 元现金红利 (含税), 并将通过后续利润分配以保证 2024 年以现金方式分配的利润不低于当年实现的可分配利润的 30%。

■ 2024 年 7-8 月聚合 MDI 价格价差有所回升

据 Wind, 截至 2024 年 8 月 12 日, 2024 年 7-8 月聚合 MDI 市场价格为 17149 元/吨, 较 2024 年 Q2 上涨 63 元/吨, 聚合 MDI 价差为 10458 元/吨, 较 2024 年 Q2 上涨 350 元/吨。2024 年 8 月 12 日, 聚合 MDI 市场价格为 17100 元/吨, 较 2024 年 7 月初下降 200 元/吨, 聚合 MDI 价差为 10466 元/吨, 较 2024 年 7 月初价差上涨 198 元/吨。据百川资讯, 近期下游家电生产维稳跟进, 部分中小型企业仍接单生产, 整体需求变化不大, 对原料按合约量跟进为主。下游外墙保温管道需求并未有明显改观, 因而原料按需采购为主。下游冷链相关需求波动不大。截至 2024 年 8 月 12 日, 纯 MDI 市场价格为 19250 元/吨, 较 2024 年 7 月初上涨 750 元/吨; TDI 市场价格为 14000 元/吨, 较 2024 年 7 月初上涨 100 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。2024年上半年，宁波工业园 HDI 产品方面，随着年产 18 万吨己二胺项目顺利投产，福建工业园完成了 MDI 项目技改扩产工作，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，将陆续高质量中交。MDI 产能从 40 万吨/年提升到 80 万吨/年，福建园区综合竞争力进一步提升。截至 2024 年 Q2，公司在建工程达 598 亿元，占固定资产比例达 56%，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 1906.16、2305.38、2617.70 亿元，归母净利润分别为 190.35、255.07、314.32 亿元，对应 PE 分别 12、9、7 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	190616	230538	261770
增长率(%)	6	9	21	14
归母净利润（百万元）	16816	19035	25507	31432
增长率(%)	4	13	34	23
摊薄每股收益（元）	5.36	6.06	8.12	10.01
ROE(%)	19	19	21	22
P/E	14.33	11.68	8.72	7.07
P/B	2.72	2.19	1.86	1.58
P/S	1.38	1.17	0.96	0.85
EV/EBITDA	9.66	7.05	5.45	4.34

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

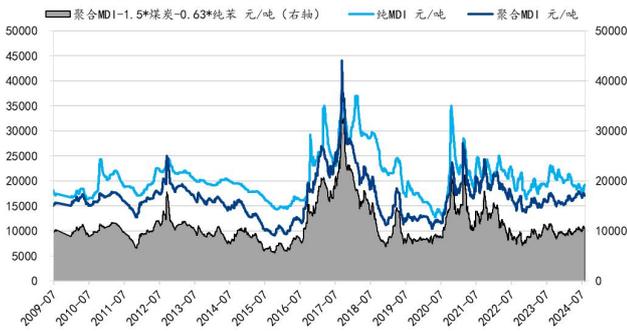
项目	2024Q2	2024Q1	2023Q4	2023Q3	2023Q2	2023Q1	2022Q4	2022Q3	2022Q2	2022Q1	2023	2022	
整体	营收(亿元)	509	462	428	449	457	419	351	413	473	418	1754	1656
	归母净利润(亿元)	40.2	41.6	41.1	41.3	45.2	40.5	26.3	32.3	50.1	53.7	168.2	162.3
	毛利润(亿元)	78.0	81.4	72.2	78.3	70.4	73.5	56.3	53.7	78.5	85.9	294.4	274.3
聚氨酯板块	营收(亿元)	180	175	173	173	171	157	140	156	176	156	674	629
	销量(万吨)	138	131	130	124	124	111	104	107	112	95	489	418
	价格(元/吨)	13010	13360	13312	13960	13770	14140	13492	14596	15725	16457	13780	15047
石化板块	营收(亿元)	211	185	175	157	179	182	133	171	204	188	693	696
	产量(万吨)	138	139	137	113	107	118	110	112	110	118	475	450
	销量(万吨)	141	134									472	454
	价格(元/吨)	14937	13816									14688	15345
精细化学品及新材料	营收(亿元)	69	61	62	63	59	53	49	48	54	51	238	201
	销量(万吨)	48	44	42	43	39	35	27	24	23	21	159	95
	价格(元/吨)	14320	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

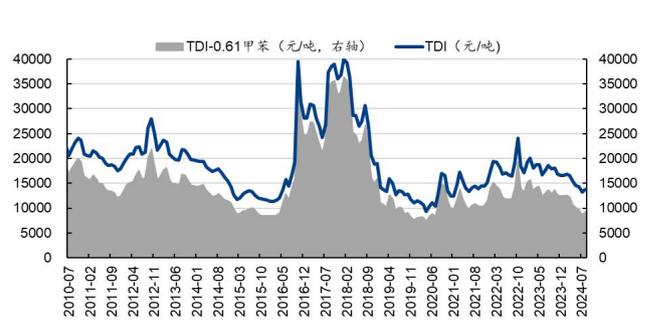
2、主要产品价格价差情况

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



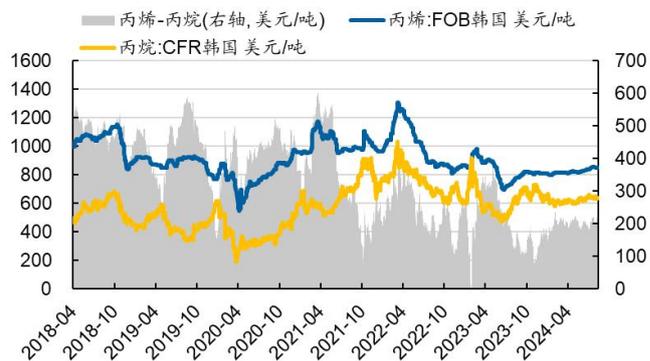
资料来源: Wind, 国海证券研究所

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、公司财务数据

图 5: 2024Q2 营收环比+10%



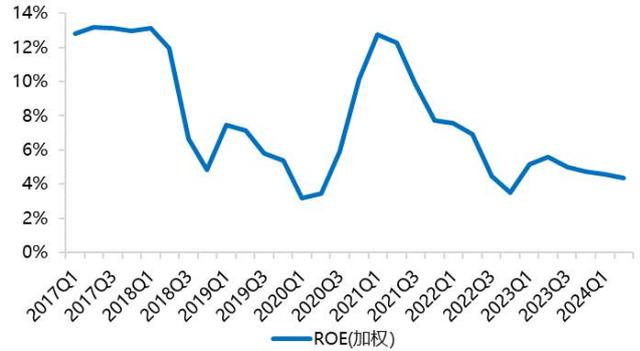
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 6: 2024Q2 归母净利润环比-3.4%



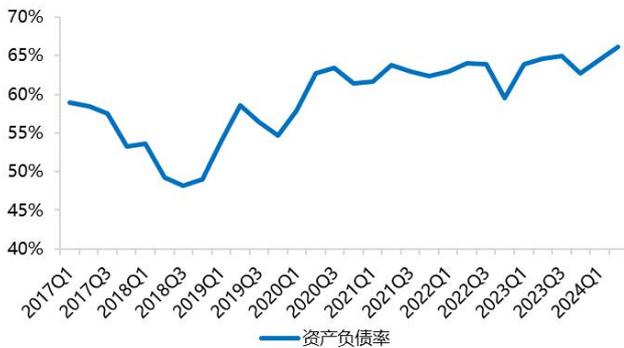
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 7: 季度净资产收益率情况



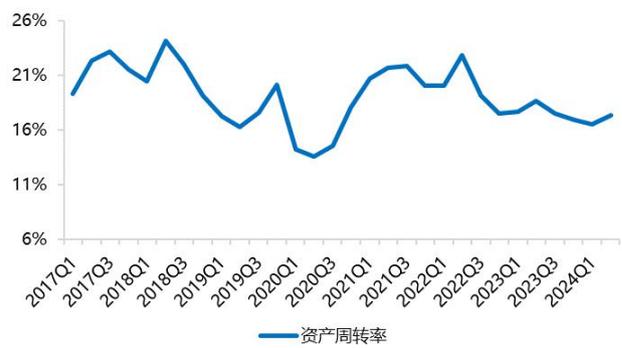
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 8: 季度资产负债率情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 9: 季度资产周转率情况



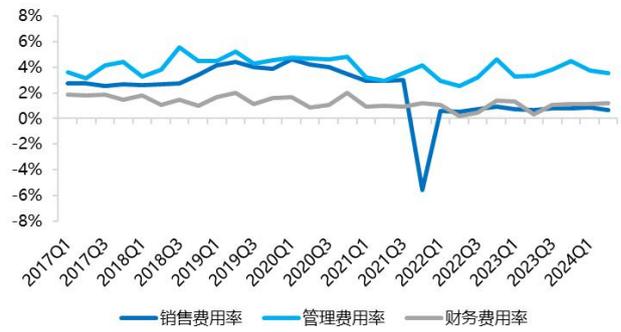
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 10: 季度毛利率、净利率及期间费用情况



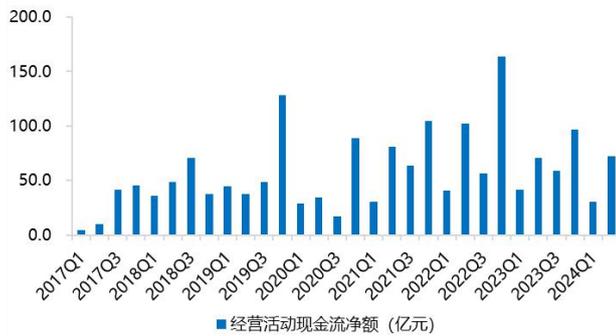
资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 11: 季度费用率情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 12: 公司季度经营活动现金流情况



资料来源: Wind, 国海证券研究所

图 13: 2024Q2 研发费用环比上升



资料来源: Wind, 国海证券研究所

4、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 1906.16、2305.38、2617.70 亿元，归母净利润分别为 190.35、255.07、314.32 亿元，对应 PE 分别 12、9、7 倍，考虑公司未来成长性，维持“买入”评级。

5、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:	70.80		投资评级:	买入		日期:	2024/08/14	
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%	21%	22%	EPS	5.36	6.06	8.12	10.01				
毛利率	17%	17%	19%	19%	BVPS	28.24	32.39	38.12	44.95				
期间费率	3%	3%	3%	2%	估值								
销售净利率	10%	10%	11%	12%	P/E	14.33	11.68	8.72	7.07				
成长能力					P/B	2.72	2.19	1.86	1.58				
收入增长率	6%	9%	21%	14%	P/S	1.38	1.17	0.96	0.85				
利润增长率	4%	13%	34%	23%									
营运能力					利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E				
总资产周转率	0.69	0.70	0.79	0.85	营业收入	175361	190616	230538	261770				
应收账款周转率	19.18	18.71	18.94	18.83	营业成本	145926	157591	187788	210907				
存货周转率	8.49	9.20	10.67	11.62	营业税金及附加	960	1048	1268	1440				
偿债能力					销售费用	1346	1239	1498	1702				
资产负债率	63%	60%	56%	50%	管理费用	2450	2478	2997	3403				
流动比	0.57	0.55	0.58	0.67	财务费用	1676	1688	1589	1429				
速动比	0.36	0.35	0.37	0.43	其他费用/(-收入)	4081	4117	4980	5654				
					营业利润	20389	23963	32024	39029				
资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E	营业外净收支	-379	-110	-150	-110				
现金及现金等价物	23710	22748	21813	22913	利润总额	20010	23853	31874	38919				
应收款项	9144	10185	12170	13903	所得税费用	1710	2982	4239	4865				
存货净额	20650	20724	21608	22535	净利润	18300	20871	27634	34054				
其他流动资产	8360	8409	9622	10304	少数股东损益	1484	1837	2128	2622				
流动资产合计	61864	62067	65213	69655	归属于母公司净利润	16816	19035	25507	31432				
固定资产	98764	116435	131719	141585									
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	47162	54916	67207				
长期股权投资	7046	8604	9791	11164	净利润	16816	19035	25507	31432				
资产总计	253040	272417	292394	308427	少数股东损益	1484	1837	2128	2622				
短期借款	43526	39526	30826	10826	折旧摊销	11389	17735	20806	22881				
应付款项	45594	51811	58284	67193	公允价值变动	-82	0	0	0				
合同负债	5674	6140	7309	8213	营运资金变动	-5351	6341	4260	8438				
其他流动负债	13863	14686	15385	17352	投资活动现金流	-44830	-36502	-37357	-34099				
流动负债合计	108657	112163	111805	103585	资本支出	-43070	-35356	-36470	-33089				
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	11118	11318	11518	其他	110	562	451	514				
长期负债合计	49929	50929	51129	51329	筹资活动现金流	22809	-11622	-18495	-32008				
负债合计	158586	163092	162934	154913	债务融资	33887	-3000	-8500	-19800				
股本	3140	3140	3140	3140	权益融资	76	0	0	0				
股东权益	94454	109326	129460	153514	其它	-11154	-8622	-9995	-12208				
负债和股东权益总计	253040	272417	292394	308427	现金净增加额	4684	-962	-935	1100				

资料来源: Wind 资讯、国海证券研究所

【化工小组介绍】

李永磊，研究所副所长，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，9年化工行业研究经验。

陈云，化工行业分析师，香港科技大学工程企业管理硕士，2年化工行业研究经验，3年数据分析经验。

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。

董伯骏，研究所所长助理，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，6年半化工行业研究经验。

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。

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。

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。

【分析师承诺】

李永磊，董伯骏，贾冰，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。