

化工

报告日期：2024年08月16日

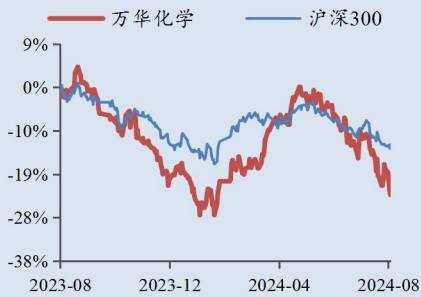
周期底部配置价值提升，盈利稳健看好长期发展

——万华化学（600309.SH）2024年中报点评

华龙证券研究所

投资评级：增持（首次覆盖）

最近一年走势



市场数据

2024年08月15日

当前价格（元）	70.36
52周价格区间（元）	66.78-99.10
总市值（百万元）	220,912.57
流通市值（百万元）	220,912.57
总股本（万股）	313,974.66
流通股（万股）	313,974.66
近一月换手（%）	10.04

分析师：孙伯文

执业证书编号：S0230523080004

邮箱：sunbw@hlzqgs.com

联系人：彭越

执业证书编号：S0230124010004

邮箱：pengy@hlzqgs.com

相关阅读

事件：

公司于2024年8月12日发布2024年度中期报告，2024年H1公司实现营业收入970.67亿元，同比+10.77%，归母净利润为81.74亿元，同比下降4.60%；2024年Q2公司营业收入509.06亿元，较2024年Q1的461.61亿元环比增加10.28%，归母净利润为40.17亿，较2024年Q1的41.57亿环比下降3.38%。

观点：

- 聚氨酯业务板块：2024年上半年聚氨酯板块销量同比+14.47%，环比+5.35%，营收同比+8.19%，环比+2.58%。由于福建MDI装置技改扩产、TDI装置有效产能增加，以及海外建筑行业投资需求好转，板块营收稳健增长。2024年上半年，MDI价格震荡向上，TDI及聚醚市场景气下行：纯MDI/聚合MDI/TDI/软泡聚醚平均价格分别为2.00/1.65/1.52/0.91万元/吨。
- 石化业务板块：2024年上半年石化板块销量同比-59.8%，环比+5.22%，营收同比+9.53%，环比+13.76%。由于国际原油市场价格波动、石化行业下游需求不足，石化虽然略有复苏但行业整体利润水平仍处于相对低位。2024年上半年，石化产品同比有涨有跌：丙烯/正丁醇/丙烯酸/丙烯酸丁酯/NPG/MTBE/PP/LLDPE膜级/乙烯法PVC的价格同比分别为-1.90%/9.95%/-4.55%/0.83%/3.60%/-4.46%/0.13%/2.38%/-4.93%。
- 精细化学品及新材料业务板块：2024年上半年精细化学品及新材料业务板块销量同比+24.32%，环比+9.09%，营收同比+15.23%，环比+12.59%。2024年6月29日，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。
- 盈利预测和投资评级：预计公司2024-2026年归母净利润分别为179.10/223.48/252.27亿元，对应2024-2026年PE分别为12.34/9.88/8.76倍。公司一体化产业链全球竞争优势明显，首次覆盖，给予“增持”评级。
- 风险提示：原材料价格波动、新项目投放不及预期、经济大幅下行、下游需求偏弱导致产品价格大幅下跌、环保政策变动等。

表 1：盈利预测简表

预测指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（百万元）	165,565	175,361	193,596	223,745	247,969
增长率（%）	13.76	5.92	10.40	15.57	10.83
归母净利润（百万元）	16,234	16,816	17,910	22,348	25,227
增长率（%）	-34.14	3.59	6.51	24.78	12.88
ROE（%）	20.95	19.37	17.39	18.86	18.25
每股收益/EPS（摊薄/元）	5.17	5.36	5.70	7.12	8.03
市盈率（P/E）	13.7	13.2	12.4	9.9	8.8
市净率（P/B）	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6

数据来源：Wind，华龙证券研究所

表 1：表 2：可比公司估值

证券代码	可比公司	2024/8/15	EPS（元）					PE				
		收盘价(元)	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
600426.SH	华鲁恒升	22.14	2.97	1.69	2.21	2.66	3.04	11.19	16.38	10.01	8.33	7.29
002493.SZ	荣盛石化	8.90	0.33	0.12	0.45	0.73	0.88	37.29	90.49	19.62	12.22	10.09
600346.SH	恒力石化	13.26	0.33	0.98	1.31	1.59	1.86	47.15	13.43	10.11	8.32	7.14
可比公司平均值		14.77	1.21	0.93	1.33	1.66	1.92	31.88	40.10	13.25	9.62	8.18
600309.SH	万华化学	70.36	5.17	5.36	5.70	7.12	8.03	17.92	14.34	12.34	9.88	8.76

数据来源：Wind，华龙证券研究所（万华化学业绩为华龙证券研究所预测，其他公司盈利预测来自 Wind 一致预期）

表 3：公司财务预测表

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	51,532	61,864	64,521	77,142	80,754	营业收入	165,565	175,361	193,596	223,745	247,969
现金	18,989	23,710	24,190	29,104	31,619	营业成本	138,132	145,926	161,989	185,904	205,702
应收票据及应收账款	9,060	9,144	11,252	12,147	13,881	税金及附加	913	960	1,099	1,243	1,381
其他应收款	999	986	1,472	1,206	1,850	销售费用	1,153	1,346	1,411	1,636	1,841
预付账款	1,277	2,203	1,224	2,963	1,548	管理费用	1,966	2,450	2,507	2,893	3,294
存货	18,185	20,650	22,287	27,088	27,490	研发费用	3,420	4,081	4,239	4,909	5,547
其他流动资产	3,022	5,172	4,097	4,634	4,365	财务费用	1,235	1,676	1,862	1,378	1,090
非流动资产	149,311	191,176	197,307	215,181	222,176	资产和信用减值损失	-256	-178	-148	-190	-174
长期股权投资	6,229	7,046	9,035	10,704	12,583	其他收益	740	943	712	799	818
固定资产	78,558	98,764	110,700	126,689	135,329	公允价值变动收益	173	82	87	114	94
无形资产	9,980	10,786	11,729	12,470	13,111	投资净收益	408	621	507	512	547
其他非流动资产	54,544	74,581	65,844	65,318	61,153	资产处置收益	27	1	3	10	5
资产总计	200,843	253,040	261,828	292,322	302,929	营业利润	19,839	20,389	21,651	27,026	30,403
流动负债	95,017	108,657	112,021	130,464	127,668	营业外收入	45	64	69	59	64
短期借款	44,019	43,526	69,739	44,554	82,005	营业外支出	343	444	386	391	407
应付票据及应付账款	24,205	45,594	16,852	62,514	20,826	利润总额	19,541	20,010	21,334	26,695	30,060
其他流动负债	26,792	19,537	25,431	23,396	24,837	所得税	2,499	1,710	2,520	2,949	3,147
非流动负债	24,489	49,929	41,641	35,939	27,801	净利润	17,042	18,300	18,814	23,745	26,913
长期借款	16,168	39,811	32,421	26,270	18,357	少数股东损益	808	1,484	904	1,398	1,687
其他非流动负债	8,321	10,118	9,219	9,669	9,444	归属母公司净利润	16,234	16,816	17,910	22,348	25,227
负债合计	119,506	158,586	153,662	166,403	155,469	EBITDA	30,777	34,277	35,054	42,614	48,358
少数股东权益	4,492	5,798	6,702	8,099	9,786	EPS (元)	5.17	5.36	5.70	7.12	8.03
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140						
资本公积	2,160	1,816	1,816	1,816	1,816						
留存收益	72,055	83,848	96,822	113,259	131,904						
归属母公司股东权益	76,845	88,656	101,464	117,820	137,674						
负债和股东权益	200,843	253,040	261,828	292,322	302,929						

现金流量表 (百万元)					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36,337	26,797	5,940	72,123	536
净利润	17,042	18,300	18,814	23,745	26,913
折旧摊销	8,281	10,145	10,147	12,359	14,614
财务费用	1,235	1,676	1,862	1,378	1,090
投资损失	-408	-621	-507	-512	-547
营运资金变动	8,821	-5,351	-24,449	35,095	-41,615
其他经营现金流	1,366	2,647	74	57	80
投资活动现金流	-34,325	-44,830	-15,957	-29,457	-21,033
资本支出	32,657	43,098	17,900	26,757	20,633
长期投资	-2,016	-434	-1,989	-1,669	-1,879
其他投资现金流	348	-1,298	3,931	-1,031	1,479
筹资活动现金流	-17,188	22,809	-15,469	-12,690	-14,377
短期借款	-9,854	-493	26,212	-25,185	37,451
长期借款	525	23,642	-7,389	-6,151	-7,913
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	-1	-344	0	0	0
其他筹资现金流	-7,858	3	-34,292	18,646	-43,915
现金净增加额	-15,202	4,684	-25,486	29,976	-34,874

主要财务比率					
会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入同比增速(%)	13.76	5.92	10.40	15.57	10.83
营业利润同比增速(%)	-32.58	2.78	6.19	24.83	12.50
归属于母公司净利润同比增速(%)	-34.14	3.59	6.51	24.78	12.88
获利能力					
毛利率(%)	16.57	16.79	16.33	16.91	17.05
净利率(%)	10.29	10.44	9.72	10.61	10.85
ROE(%)	20.95	19.37	17.39	18.86	18.25
ROIC(%)	13.81	12.08	10.28	13.50	12.14
偿债能力					
资产负债率(%)	59.50	62.67	58.69	56.92	51.32
净负债比率(%)	56.87	74.51	81.46	41.65	53.97
流动比率	0.54	0.57	0.58	0.59	0.63
速动比率	0.32	0.33	0.34	0.34	0.38
营运能力					
总资产周转率	0.85	0.77	0.75	0.81	0.83
应收账款周转率	18.70	19.27	18.98	19.12	19.05
应付账款周转率	11.29	10.41	10.85	10.63	10.74
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	5.17	5.36	5.70	7.12	8.03
每股经营现金流(最新摊薄)	11.57	8.53	1.89	22.97	0.17
每股净资产(最新摊薄)	24.47	28.24	32.32	37.53	43.85
估值比率					
P/E	13.7	13.2	12.4	9.9	8.8
P/B	2.9	2.5	2.2	1.9	1.6
EV/EBITDA	8.87	8.71	9.05	6.64	6.45

数据来源：Wind，华龙证券研究所

免责及评级说明部分

分析师声明：

本人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，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观、公正地出具本报告。不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时，已按要求进行相应的信息披露，在自己所知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。本人不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。据此入市，风险自担。

投资评级说明：

投资建议的评级标准	类别	评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级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的6-12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。其中：A股市场以沪深300指数为基准。	股票评级	买入	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在10%以上
		增持	股票价格变动相对沪深300指数涨幅在5%至10%之间
		中性	股票价格变动相对沪深300指数涨跌幅在-5%至5%之间
		减持	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%至-5%之间
	行业评级	卖出	股票价格变动相对沪深300指数跌幅在-10%以上
		推荐	基本面向好，行业指数领先沪深300指数
		中性	基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数
		回避	基本面向淡，行业指数落后沪深300指数

免责声明：

本报告仅供华龙证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到报告而视其为当然客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。同时，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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。

本报告仅为参考之用，并不构成对具体证券或金融工具在具体价位、具体时点、具体市场表现的投资建议，也不构成对所述金融产品、产品发行或管理人作出任何形式的保证。在任何情况下，本公司仅承诺以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告以供投资者参考，但不就本报告中的任何内容对任何投资做出任何形式的承诺或担保。据此投资所造成的任何一切后果或损失，本公司及相关研究人员均不承担任何形式的法律责任。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行证券交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、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的意见或建议不一致的投资决策。本公司的员工可能担任本报告所提及的公司的董事。客户应充分考虑可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一参考依据。

版权声明：

本报告版权归华龙证券股份有限公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。

华龙证券研究所

北京	兰州	上海	深圳
地址：北京市东城区安定门大街189号天鸿宝景大厦西配楼F4层 邮编：100033	地址：兰州市城关区东岗西路638号文化大厦21楼 邮编：730030 电话：0931-4635761	地址：上海市浦东新区浦东大道720号11楼 邮编：200000	地址：深圳市福田区民田路178号华融大厦辅楼2层 邮编：518046