

2024年09月05日

万华化学 (600309.SH)

公司快报

景气下行展现经营韧性，多项目推进释放长期动能

基础化工 | 聚氨酯III

投资评级

买入-B(维持)

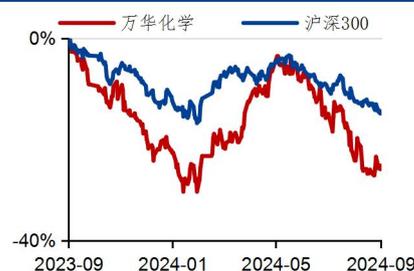
股价(2024-09-05)

70.80 元

交易数据

总市值(百万元)	222,294.06
流通市值(百万元)	222,294.06
总股本(百万股)	3,139.75
流通股本(百万股)	3,139.75
12个月价格区间	96.50/69.90

一年股价表现



资料来源: 聚源

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	0.13	-9.14	-10.29
绝对收益	-3.62	-19.04	-25.65

分析师

骆红永

 SAC 执业证书编号: S0910523100001
 luohongyong@huajinsec.com

相关报告

万华化学: 经营稳健, 新项目有序推进支撑未来发展-华金证券-化工-公司快报-万华化学 2024.5.13

投资要点

◆ **事件:** 万华化学发布 2024 中报, 2024H1 年实现营收 970.67 亿元, 同比增长 10.77%; 归母净利润 81.74 亿元, 同比增长-4.60%; 扣非归母净利润 80.99 亿元, 同比增长-2.54%; 毛利率 16.41%, 同比微降 0.01pct。2024Q2 实现营收 509.06 亿元, 同比增长 11.42%, 环比增长 10.28%; 归母净利润 40.17 亿元, 同比增长-11.03%, 环比增长-3.38%; 扣非归母净利润 39.72 亿元, 同比增长-8.09%, 环比增长-3.76%; 毛利率 15.31%, 同比微降 0.09pct, 环比下降 2.32pct。公司发布中期分红公告, 拟向全体股东每股派发现金红利人民币 0.52 元(含税), 总金额达到 16.33 亿元, 现金分红总额占 2024 上半年归母净利润的 20%。

◆ **福建聚氨酯项目投产, 产销同比增长。** 上半年冰冷、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。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, 产销量实现同比增长。2024 年上半年纯 MDI 产品需求平稳, 但下游行业竞争激烈, 市场均价在 20000 元/吨左右; 聚合 MDI 产品市场价格震荡上行, 下游冰箱、冷柜行业保持增长趋势, 上半年市场均价在 16500 元/吨左右; TDI 产品市场供应充足, 市场价格下行, 上半年均价在 15200 元/吨; 软泡聚醚产品, 上半年家居行业同比下滑, 汽车行业内外销呈增长态势, 聚醚上半年市场均价在 9070 元/吨左右; 原料方面, 2024 年上半年, 纯苯均价为 8652 元/吨, 与去年同期相比上涨 24.35%。2024H1 公司聚氨酯板块实现收入 354.55 亿元, 同比增长 8.19%; 毛利率 28.00%, 同比下滑 1.12pct。从量上看, 24H1 聚氨酯实现产量 283 万吨, 同比增长 15.04%; 实现销量 269 万吨, 同比增长 14.47%。价格上, 24H1 均价 13180 元/吨, 同比增长-5.48%。单季度看, 24Q2 实现收入 179.54 亿元, 同比增长 5.15%, 环比增长 2.58%; 聚氨酯产量和销量分别为 147 万吨和 138 万吨, 同比分别增长 13.08% 和 11.29%, 环比分别增长 8.09% 和 5.34%; 均价 13010 元/吨, 同比增长-5.52%, 环比增长-2.62%。

◆ **石化业务仍处底部, 优化结构和资源配置。** 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。在产业周期仍处底部、需求增速放缓的不利背景下, 一方面通过研产销协同, 持续优化产品结构; 另一方面加强国内外和区域间的资源疏导, 优化资源配置, 缓解供需错配的价格压力。2024 年上半年, 石化产品与去年同期相比有涨有跌。山东丙烯价格 6875 元/吨, 同比下跌 1.90%; 山东正丁醇价格 8290 元/吨, 同比上涨 9.95%; 山东丙烯酸价格 6193 元/吨, 同比下跌 4.55%; 山东丙烯酸丁酯价格 9284 元/吨, 同比上涨 0.83%; NPG 华东加氢价格 10563 元/吨, 同比上涨 3.60%; 山东 MTBE 价格 6857 元/吨, 同比下跌 4.46%; 华东 PP 拉丝价格 7510 元/吨, 同比上涨 0.13%; 华东 LLDPE 膜级价格 8344 元/吨, 同比上涨 2.38%; 华东乙烯法 PVC 价格 5914 元/吨, 同比下跌。原料方面, 2024 年上半年丙烷、丁烷价格呈



小幅震荡趋势，整体平稳，丙烷 CP 均价 609 美元/吨，同比下跌 0.16%；丁烷 CP 均价 613 美元/吨，与去年同期持平。2024H1 公司石化板块实现收入 395.75 亿元，同比增长 9.53%；毛利率 4.52%，同比提升 2.21pct。从量上看，24H1 石化系列实现产量 277 万吨，同比增长 23.11%；销量 275 万吨，同比增长-59.80%（上年销量包含较多贸易业务）。价格上，24H1 均价 14391 元/吨，同比增长 172.43%。单季度看，24Q2 实现收入 210.61 亿元，同比增长 17.37%，环比增长 13.76%；石化产量和销量分别为 138 万吨和 141 万吨，同比分别增长 28.97%和-61.58%（上年销量包含较多贸易业务），环比分别增长-0.72%和 5.22%；均价 14937 元/吨，同比增长 205.49%，环比增长 8.11%。

◆ **精细化学品及新材料业务多点开花。**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。公司 ADI 业务紧密跟踪关键目标客户，积极开拓新兴市场业务，销量提升；随着公司双酚 A 项目的投产，万华化学 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，4.8 万吨/年柠檬醛各工序一次性开车成功。2024H1 公司精细化学品和新材料板块，实现收入 129.79 亿元，同比增长 15.23%；毛利率 16.99%，同比下滑 5.06pct。从量上看，精细化学品和新材料板块系列实现产量 100 万吨，同比增长 26.58%；销量 92 万吨，同比增长 24.32%。价格上，均价 12979 元/吨，同比增长-8.97%。单季度看，24Q2 精细化学品和新材料板块实现收入 68.74 亿元，同比增长 16.03%，环比增长 12.59%；产量和销量分别为 53 万吨和 48 万吨，同比分别增长 29.27%和 23.08%，环比分别增长 12.77%和 9.09%；均价 12969 元/吨，同比增长-10.24%，环比增长-0.16%。

◆ **技术研发持续迭代，多项目推进积蓄发展动能。**公司已形成产业链高度整合、深度一体化的聚氨酯、石化、精细化学品、新兴材料四大产业集群，通过持续加大技术创新、不断拓展国际化布局、深化构建卓越运营体系，公司持续快速发展。产能方面，2023 年报口径，公司聚氨酯方面设计产能为 516 万吨/年，其中包括 MDI 项目 310 万吨/年、TDI 项目 95 万吨/年、聚醚项目 111 万吨/年，截止 2023 年末产能利用率达 98%，公司是目前全球最大的 MDI 和 TDI 供应商；石化业务板块，公司拥有一套 75 万吨/年的 PO/AE 一体化装置和 100 万吨/年的乙烯装置，产能利用率均超 90%；精细化工品及新材料业务板块，拥有设计产能为 48 万吨/年的 PC 项目和 16 万吨/年的 PMMA 项目，截止 2023 年年末产能利用率分别为 76%、64%。2024 年，公司福建 MDI 装置通过技术改造产能由 40 万吨/年扩至 80 万吨/年，TDI 产能由 25 万吨/年扩至 33 万吨/年，进一步提升公司聚氨酯业务板块生产能力；石化业务板块，2024 年 3 月 9 日公司 120 万吨/年乙烯项目开正式开工，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，将进一步增强公司未来石化板块的整合利用能力；精细化工品及新材料业务板块，公司持续突破高端化工新材料及解决方案，自主研发的异氰酸酯固化剂、聚醚胺、甲基胺装置一次性开车成功，各项指标行业领先。卡波姆一次性开车成功。医疗用 PMMA 新产品开发成功，形成销量。XLPE、MS 树脂等中试开车，为工业化做好储备。2024 年上半年 POE、POCHP、MQ 树脂、尼龙 12 弹性体装置一次性开车成功，极大地丰富了高端材料产品线。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。完成了膜材料全线产品迭代升级，聚焦于海淡膜等高附加值领域，部分产品已进入客户长周期验证阶段。在研发 AI、电化学、合成生物学等前沿领域，持续保持与高校的产学研紧密合作。2024 年 7 月公告拟与 ADNOC、北欧化工等合资建设福建 160 万吨/年特种聚烯烃项目。2024 年下半年，公司继续推动乙烯二期、蓬莱一期建设工作，争取如期投产。

◆ **投资建议：**万华化学为化工行业龙头，聚氨酯地位稳固，石化、精细化学品和新材料产品不断延伸，受宏观经济企稳复苏业绩有望上行。我们维持此前盈利预测，预计公司 2024-2026 年收入分别为 2038.96/2301.45/2539.99 亿元，同比增长 16.3%/12.9%/10.4%，归母净利润分别为 201.82/240.06/271.88 亿元，同比增长 20.0%/18.9%/13.3%，对应 PE 分别为 11.0x/9.3x/8.2x；维持“买入-B”评级。

◆ **风险提示：**需求不及预期；项目进度不确定性；贸易摩擦风险；安全环保风险。

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	203,896	230,145	253,999
YoY(%)	13.8	5.9	16.3	12.9	10.4
归母净利润(百万元)	16,234	16,816	20,182	24,006	27,188
YoY(%)	-34.1	3.6	20.0	18.9	13.3
毛利率(%)	16.6	16.8	18.1	18.6	18.8
EPS(摊薄/元)	5.17	5.36	6.43	7.65	8.66
ROE(%)	21.0	19.4	19.7	19.8	19.0
P/E(倍)	13.7	13.2	11.0	9.3	8.2
P/B(倍)	2.9	2.5	2.1	1.8	1.5
净利率(%)	9.8	9.6	9.9	10.4	10.7

数据来源：聚源、华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						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	51532	61864	68332	82450	100870	营业收入	165565	175361	203896	230145	253999
现金	18989	23710	29030	34954	42768	营业成本	138132	145926	166957	187270	206303
应收票据及应收账款	9060	9144	9392	12527	14932	营业税金及附加	913	960	1337	1357	1489
预付账款	1277	2203	2328	2786	3191	营业费用	1153	1346	1631	1841	2032
存货	18185	20650	21089	25729	33215	管理费用	1966	2450	2855	3222	3556
其他流动资产	4021	6157	6494	6454	6764	研发费用	3420	4081	4690	5063	5334
非流动资产	149311	191176	213951	241110	265348	财务费用	1235	1676	2053	2556	2845
长期投资	6229	7046	8363	9680	10997	资产减值损失	-256	-178	-991	-925	-727
固定资产	78558	98764	117432	139257	159359	公允价值变动收益	173	82	64	81	100
无形资产	9980	10786	11729	12470	13111	投资净收益	408	621	569	575	539
其他非流动资产	54544	74581	76427	79703	81881	营业利润	19839	20389	24016	28566	32353
资产总计	200843	253040	282283	323560	366218	营业外收入	45	64	0	0	0
流动负债	95017	108657	116985	127944	140100	营业外支出	343	444	0	0	0
短期借款	44019	43526	45000	45000	45000	利润总额	19541	20010	24016	28566	32353
应付票据及应付账款	24205	45594	48466	53867	58867	所得税	2499	1710	2052	2441	2765
其他流动负债	26792	19537	23518	29076	36233	税后利润	17042	18300	21963	26125	29588
非流动负债	24489	49929	53983	63690	70477	少数股东损益	808	1484	1781	2119	2399
长期借款	16168	39811	43865	53572	60359	归属母公司净利润	16234	16816	20182	24006	27188
其他非流动负债	8321	10118	10118	10118	10118	EBITDA	29835	33094	36522	44389	51592
负债合计	119506	158586	170968	191634	210577	主要财务比率					
少数股东权益	4492	5798	7579	9698	12097	会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
股本	3140	3140	3140	3140	3140	成长能力					
资本公积	2160	1816	1816	1816	1816	营业收入(%)	13.8	5.9	16.3	12.9	10.4
留存收益	72055	83848	99223	117510	138221	营业利润(%)	-32.6	2.8	17.8	18.9	13.3
归属母公司股东权益	76845	88656	103736	122228	143544	归属于母公司净利润(%)	-34.1	3.6	20.0	18.9	13.3
负债和股东权益	200843	253040	282283	323560	366218	获利能力					
						毛利率(%)	16.6	16.8	18.1	18.6	18.8
						净利率(%)	9.8	9.6	9.9	10.4	10.7
						ROE(%)	21.0	19.4	19.7	19.8	19.0
						ROIC(%)	12.7	11.1	11.2	11.6	11.5
						偿债能力					
						资产负债率(%)	59.5	62.7	60.6	59.2	57.5
						流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.7
						速动比率	0.3	0.3	0.3	0.4	0.4
						营运能力					
						总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8	0.7
						应收账款周转率	18.7	19.3	22.0	21.0	18.5
						应付账款周转率	6.2	4.2	3.6	3.7	3.7
						估值比率					
						P/E	13.7	13.2	11.0	9.3	8.2
						P/B	2.9	2.5	2.1	1.8	1.5
						EV/EBITDA	9.3	9.2	8.5	7.2	6.4

资料来源: 聚源、华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

骆红永声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本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、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（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本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准。

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到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。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，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员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。

华金证券股份有限公司

办公地址：

上海市浦东新区杨高南路 759 号陆家嘴世纪金融广场 30 层

北京市朝阳区建国路 108 号横琴人寿大厦 17 层

深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 10 楼 05 单元

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn