

## 美联储开启降息周期，或利好 MDI 出口

2024 年 09 月 19 日

➤ **事件。**当地时间 9 月 18 日，美国联邦储备委员会当地时间宣布，将联邦基金利率目标区间下调 50 个基点，降至 4.75% 至 5.00% 之间的水平。这是 4 年来，美联储首次降息。此外，根据美联储的预测，今年年底美国联邦基金利率将达到 4.4%，即 4.25% 至 4.5% 的目标区间，到 2025 年将降至 3.4%，到 2026 年预计将降至 2.9%。

➤ **聚合 MDI 在海外主要用于建筑保温，降息或利好美国地产市场需求。**公司核心产品聚合 MDI 主要应用于冰箱冷柜保冷、建筑保温等领域，在海外重点应用于建筑保温。以北美重要的聚氨酯供应商 Huntsman 数据为例，其 2023 年聚氨酯部门的收入中有 44% 来自于保温相关领域需求，其中较为重要的使用形式为 PU 泡沫喷涂。海外房地产市场是对 MDI 需求影响最大、最为直接的领域之一。此前，美国市场利率处于历史高位，过高的房贷利率对于新房需求存在明显压制。同时，对于已持有房产的居民，也很难接受过高的房贷利率进行住房置换。本次美联储降息后，房贷利率下降趋势确认，北美房地产市场将会释放此前被压制的购房需求。

➤ **美国是中国最大的 MDI 出口目的国，公司是最主要的出口商。**根据海关数据显示，2023 年，公司所在省份向美国出口聚合 MDI 约 21.69 万吨，占所在省份出口量的比例（下同）为 25.17%，向俄罗斯出口 10.07 万吨，占比 11.68%，向荷兰出口 8.34 万吨，占比 9.68%，分别位列第一至三位。2024 年 1-7 月，公司所在省份向美国出口 16.63 万吨，占所在省份出口比例为 26.94%，向荷兰出口 8.05 万吨，占比 13.05%，向土耳其出口 4.75 万吨，占比 7.70%。2019 年以来，美国一直是公司最大的 MDI 出口目的国，占公司所在省份出口比例的 24%-33% 之间。而根据美国海关方面数据显示，2023 年中国向美国进口聚合 MDI 约 17 万吨，中国货源占 76.06%。若美国地产的需求复苏，或将直接利好公司的 MDI 产品出口增长。

➤ **投资建议：**公司是国内化工行业龙头，在聚氨酯、石化、精细化学品、新材料等领域通过持续的技术创新和产业链布局，已经建立了较强的竞争优势。2024 年公司多个重点项目将迎来投产。我们预计 2024-2026 年归母净利润为 172.29、216.37、244.72 亿元，对应 PE 分别为 14x、11x、10x。我们看好公司发展趋势，维持“推荐”评级。

➤ **风险提示：**1) 下游需求下滑的风险；2) 贸易冲突的风险；3) 新项目建设进度不及预期的风险；4) 汇率波动的风险。

## 盈利预测与财务指标

项目/年度	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	175,361	198,801	235,412	286,792
增长率 (%)	5.9	13.4	18.4	21.8
归属母公司股东净利润 (百万元)	16,816	17,229	21,637	24,472
增长率 (%)	3.6	2.5	25.6	13.1
每股收益 (元)	5.36	5.49	6.89	7.79
PE	14	14	11	10
PB	2.7	2.4	2.1	1.8

资料来源：Wind，民生证券研究院预测；（注：股价为 2024 年 9 月 19 日收盘价）

## 推荐

维持评级

当前价格：

75.61 元



## 分析师 刘海荣

执业证书：S0100522050001

邮箱：liuhairong@mszq.com

## 分析师 费晨洪

执业证书：S0100524080004

邮箱：feichenhong@mszq.com

## 相关研究

1. 万华化学 (600309.SH) 2024 年半年报点评：三大业务销量稳步增长，重点项目顺利推进-2024/08/13
2. 万华化学 (600309.SH) 深度报告：一年好景君须记，又是橙红橘绿时-2024/05/23
3. 万华化学 (600309.SH) 2023 年年报点评：销量和利润双增，新一轮增长蓄力待发-2024/03/19
4. 万华化学 (600309.SH) 业绩快报点评：营收和利润逆势双增，股东回报有望继续增强-2024/02/05
5. 万华化学 (600309.SH) 收购铜化集团点评：为电池材料业务扬帆，擘画第二增长曲线-2023/11/08

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
营业总收入	175,361	198,801	235,412	286,792
营业成本	145,926	166,803	195,988	241,537
营业税金及附加	960	1,193	1,412	1,721
销售费用	1,346	1,789	2,119	2,581
管理费用	2,450	2,783	3,296	4,015
研发费用	4,081	4,175	4,944	6,023
EBIT	21,376	22,799	28,530	31,984
财务费用	1,676	1,760	2,153	2,200
资产减值损失	-135	-231	-242	-298
投资收益	621	596	706	860
营业利润	20,389	21,405	26,842	30,346
营业外收支	-379	-110	-100	-100
利润总额	20,010	21,295	26,742	30,246
所得税	1,710	2,768	3,476	3,932
净利润	18,300	18,526	23,265	26,314
归属于母公司净利润	16,816	17,229	21,637	24,472
EBITDA	32,766	35,655	43,752	49,710

资产负债表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	23,710	27,145	27,159	28,175
应收账款及票据	9,144	10,839	12,835	15,636
预付款项	2,203	1,668	1,960	2,415
存货	20,650	20,359	23,921	29,481
其他流动资产	6,157	8,006	8,572	9,368
流动资产合计	61,864	68,017	74,447	85,075
长期股权投资	7,046	9,046	10,046	11,046
固定资产	98,764	114,251	128,808	143,216
无形资产	10,786	11,746	12,645	13,055
非流动资产合计	191,176	221,911	242,075	261,601
资产合计	253,040	289,928	316,523	346,676
短期借款	43,526	63,526	63,526	63,526
应付账款及票据	45,594	31,990	37,587	46,322
其他流动负债	19,537	32,217	34,350	37,620
流动负债合计	108,657	127,733	135,463	147,468
长期借款	39,811	43,811	45,811	45,811
其他长期负债	10,118	12,374	12,874	13,374
非流动负债合计	49,929	56,185	58,685	59,185
负债合计	158,586	183,917	194,148	206,653
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
少数股东权益	5,798	7,095	8,723	10,565
股东权益合计	94,454	106,010	122,375	140,023
负债和股东权益合计	253,040	289,928	316,523	346,676

资料来源：公司公告、民生证券研究院预测

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力 (%)</b>				
营业收入增长率	5.92	13.37	18.42	21.83
EBIT 增长率	3.77	6.65	25.14	12.11
净利润增长率	3.59	2.46	25.58	13.10
<b>盈利能力 (%)</b>				
毛利率	16.79	16.10	16.75	15.78
净利润率	9.59	8.67	9.19	8.53
总资产收益率 ROA	6.65	5.94	6.84	7.06
净资产收益率 ROE	18.97	17.42	19.04	18.90
<b>偿债能力</b>				
流动比率	0.57	0.53	0.55	0.58
速动比率	0.33	0.32	0.32	0.33
现金比率	0.22	0.21	0.20	0.19
资产负债率 (%)	62.67	63.44	61.34	59.61
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	19.03	20.00	20.00	20.00
存货周转天数	51.65	45.00	45.00	45.00
总资产周转率	0.77	0.73	0.78	0.86
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.36	5.49	6.89	7.79
每股净资产	28.24	31.50	36.20	41.23
每股经营现金流	8.53	6.25	13.62	15.70
每股股利	1.60	2.20	2.76	3.12
<b>估值分析</b>				
PE	14	14	11	10
PB	2.7	2.4	2.1	1.8
EV/EBITDA	9.63	8.85	7.21	6.35
股息收益率 (%)	2.12	2.91	3.65	4.13

现金流量表 (百万元)	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	18,300	18,526	23,265	26,314
折旧和摊销	11,389	12,856	15,222	17,726
营运资金变动	-5,351	-14,381	1,008	2,017
经营活动现金流	26,797	19,619	42,755	49,281
资本开支	-43,070	-41,596	-34,456	-36,322
投资	-1,870	-2,296	-1,030	-1,030
投资活动现金流	-44,830	-42,885	-34,780	-36,491
股权募资	76	0	0	0
债务募资	33,887	28,399	2,500	500
筹资活动现金流	22,809	26,701	-7,961	-11,773
现金净流量	4,684	3,435	14	1,016

## 分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并登记为注册分析师，基于认真审慎的工作态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑得出研究结论，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本报告清晰准确地反映了研究人员的研究观点，结论不受任何第三方的授意、影响，研究人员不曾因、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到任何形式的补偿。

## 评级说明

投资建议评级标准	评级	说明
以报告发布日后的 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。	推荐	相对基准指数涨幅 15%以上
	谨慎推荐	相对基准指数涨幅 5% ~ 15%之间
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上
行业评级	推荐	相对基准指数涨幅 5%以上
	中性	相对基准指数涨幅-5% ~ 5%之间
	回避	相对基准指数跌幅 5%以上

## 免责声明

民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。

本报告仅供本公司境内客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告仅为参考之用，并不构成对客户的投资建议，不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，客户应当充分考虑自身特定状况，不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容而导致的任何可能的损失负任何责任。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，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。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，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、咨询服务等相关服务，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。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。本报告不构成本公司向发送本报告金融机构之客户提供的投资建议。本公司不会因任何机构或个人从其他机构获得本报告而将其视为本公司客户。

本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构或个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、转载、发表、篡改或引用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。本公司版权所有并保留一切权利。

## 民生证券研究院：

上海：上海市浦东新区浦明路 8 号财富金融广场 1 幢 5F； 200120

北京：北京市东城区建国门内大街 28 号民生金融中心 A 座 18 层； 100005

深圳：广东省深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大厦 32 层 05 单元； 518026