

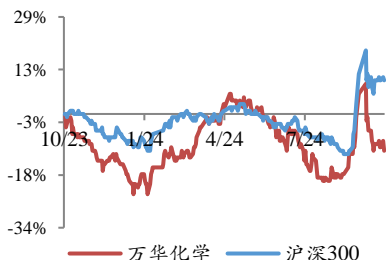
## 三季度业绩短期承压，新产能落地持续成长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2024-10-29

收盘价(元)	76.84
近12个月最高/最低(元)	100.4/66.8
总股本(百万股)	3,140
流通股本(百万股)	3,140
流通股比例(%)	100.00
总市值(亿元)	2,413
流通市值(亿元)	2,413

### 公司价格与沪深300走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

### 相关报告

1. 二季度业绩符合预期，新产能落地持续成长 2024-08-13

2. 万华化学系列深度二：全面拆分未来3年国内MDI需求 2024-07-16

3. 一季度业绩环比改善，新产能落地持续成长 2024-04-20

### 主要观点：

#### ● 事件描述

2024年10月28日晚，万华化学发布2024年三季度报告，报告期内营收505.37亿元，同比增长12.48%，环比下降0.73%，归母净利润29.19亿元，同比下降29.41%，环比下降27.33%，实现销售毛利率13.40%，环比变化-1.91pct。

#### ● 烟台、BC两地检修影响产销量，TDI等价格回落业绩短期承压

三季度受到烟台、BC两地检修影响，公司部分主营产品产销量有所减少，2024Q3聚氨酯/石化/新材料板块产量分别138/130/45万吨，分别环比变化-6.1/-5.8/-15.1%；聚氨酯/石化/新材料板块销量分别141/132/50万吨，分别环比变化+2.2/-6.4/+4.2%；产品及原料价格方面，2024Q3聚合MDI/纯MDI/TDI/软泡聚醚/纯苯/动力煤(Q5000)、丙烷(CP)均价分别1.75/1.85/1.35/0.87/0.85/0.08/万元/吨、592美元/吨，分别环比变化+2.2/-1.8/-8.8/-4.3/-4.8/-1.1/+0.4%，从经营数据看，新材料板块稳定增长；石化板块因存在LPG贸易原因，PDH检修影响较小，整体石化板块收入仍环比保持增长；聚氨酯板因烟台、BC两地MDI、TDI等存在检修，同时纯MDI、TDI、聚醚等产品价格有所回落。此外，Q3费用相比Q2也出现增长，综合使得公司2024Q3利润环比回落。

#### ● 以旧换新政策叠加美国降息预期，MDI需求未来有望改善

目前MDI下游需求逐步进入春节旺季，价格有所支撑。长期看，国务院正式印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，明确家电产品以旧换新，推动家装消费品换新，有助于冰箱冷柜等家电消费需求。海外方面，从2022年开始，海外经济进入缓慢增速阶段，需求相对偏弱，聚合MDI出口价格有所承压，但MDI出口量仍维持高位，2023年，聚合MDI出口量达到104.37万吨，纯MDI出口量为12.10万吨。2022年后，美国地产景气度偏弱，未来随着美国降息，房贷利率逐步回落，美国地产有望出现反弹，我们预计以美国为代表的海外需求将迎来逐步修复。

#### ● 聚氨酯+新材料产能逐步落地，未来业绩成长可期

公司有序推进宁波、福建MDI以及福建TDI新装置建设及投产，宁波基地远期目标计划将MDI装置技改扩能至150万吨/年，未来MDI、TDI供给格局有望继续向好，在聚氨酯领域，产能+成本均具有明显优势。乙烯二期以及蓬莱一期预计也将于2024年底逐步投产，乙烯二期+未来乙烯一期原料乙烷改造，未来石化板块有望重估。目前20万吨POE项目、4.8万吨柠檬醛及衍生物项目已经投产，未来柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通。公司三位一体布局，多个项目陆续投放，未来业绩持续发展。

### ● 投资建议

万华化学是全球聚氨酯行业知名企业,考虑到烟台及 BC 主要装置检修及宏观需求缓慢影响,我们下调公司业绩,预计公司 2024-2026 年归母净利润分别为 153.07、207.67、236.12 亿元,(2024-2026 前值分别为 202.75、253.41、277.54 亿元),同比增速分别为 -9.0%、35.7%、13.7%,当前股价对应 PE 分别为 16、12、10 倍,维持“买入”评级。

### ● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险;
- (2) 项目审批进度不及预期的风险;
- (3) 原材料价格大幅波动的风险;
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

### ● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	175361	191805	223172	250788
收入同比 (%)	5.9%	9.4%	16.4%	12.4%
归属母公司净利润	16816	15307	20767	23612
净利润同比 (%)	3.6%	-9.0%	35.7%	13.7%
毛利率 (%)	16.8%	16.1%	17.7%	17.7%
ROE (%)	19.0%	15.0%	17.5%	16.6%
每股收益 (元)	5.36	4.88	6.61	7.52
P/E	14.33	15.76	11.62	10.22
P/B	2.72	2.36	2.03	1.69
EV/EBITDA	9.66	9.62	7.39	6.81

资料来源: wind, 华安证券研究所

**财务报表与盈利预测**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>流动资产</b>	61864	48715	67826	77154
现金	23710	5225	16179	22436
应收账款	9144	10900	12552	13647
其他应收款	986	971	1705	1097
预付账款	2203	1989	2246	2732
存货	20650	21281	27111	27285
其他流动资产	5172	8349	8033	9957
<b>非流动资产</b>	191176	213095	236797	259608
长期投资	7046	8956	10632	12100
固定资产	98764	107833	116701	124826
无形资产	10786	12080	13445	14600
其他非流动资产	74581	84226	96018	108082
<b>资产总计</b>	253040	261810	304622	336762
<b>流动负债</b>	108657	86212	96875	85888
短期借款	43526	38353	33180	29567
应付账款	14980	15222	18868	20060
其他流动负债	50151	32637	44827	36261
<b>非流动负债</b>	49929	67012	81096	99032
长期借款	39811	51894	63978	79981
其他非流动负债	10118	15118	17118	19051
<b>负债合计</b>	158586	153224	177971	184920
少数股东权益	5798	6571	7869	9448
股本	3140	3140	3140	3140
资本公积	1816	1816	1816	1816
留存收益	83700	97059	113826	137438
归属母公司股东权益	88656	102015	118782	142394
<b>负债和股东权益</b>	253040	261810	304622	336762

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>经营活动现金流</b>	26797	11502	51256	38678
净利润	18300	16080	22066	25190
折旧摊销	11389	13515	16679	18491
财务费用	2825	5257	5844	6605
投资损失	-621	-600	-679	-812
营运资金变动	-5351	-23088	7200	-10962
其他经营现金流	23904	39507	15014	36317
<b>投资活动现金流</b>	-44830	-34897	-39574	-40411
资本支出	-43070	-33709	-38700	-39847
长期投资	-1870	-1788	-1553	-1376
其他投资现金流	110	600	679	812
<b>筹资活动现金流</b>	22809	124	3271	7990
短期借款	-493	-5173	-5173	-3613
长期借款	23842	12084	12084	16003
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-344	0	0	0
其他筹资现金流	-197	-6786	-3639	-4400
<b>现金净增加额</b>	4684	-23271	14954	6257

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>营业收入</b>	175361	191805	223172	250788
营业成本	145926	160945	183610	206509
营业税金及附加	960	1089	1240	1396
销售费用	1346	1398	1631	1862
管理费用	2450	2484	2886	3331
财务费用	1676	4545	5687	5796
资产减值损失	-135	-342	-161	-172
公允价值变动收益	82	0	0	0
投资净收益	621	600	679	812
<b>营业利润</b>	20389	18234	24807	28136
营业外收入	64	0	0	0
营业外支出	444	0	0	0
<b>利润总额</b>	20010	18234	24807	28136
所得税	1710	2154	2741	2946
<b>净利润</b>	18300	16080	22066	25190
少数股东损益	1484	773	1299	1579
<b>归属母公司净利润</b>	16816	15307	20767	23612
EBITDA	32766	36033	46641	51776
EPS (元)	5.36	4.88	6.61	7.52

**主要财务比率**

会计年度	2023A	2024E	2025E	2026E
<b>成长能力</b>				
营业收入	5.9%	9.4%	16.4%	12.4%
营业利润	2.8%	-10.6%	36.1%	13.4%
归属于母公司净利润	3.6%	-9.0%	35.7%	13.7%
<b>获利能力</b>				
毛利率 (%)	16.8%	16.1%	17.7%	17.7%
净利率 (%)	9.6%	8.0%	9.3%	9.4%
ROE (%)	19.0%	15.0%	17.5%	16.6%
ROIC (%)	10.1%	9.1%	10.8%	10.4%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率 (%)	62.7%	58.5%	58.4%	54.9%
净负债比率 (%)	167.9%	141.1%	140.5%	121.8%
流动比率	0.57	0.57	0.70	0.90
速动比率	0.33	0.24	0.34	0.47
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.77	0.75	0.79	0.78
应收账款周转率	19.27	19.14	19.03	19.14
应付账款周转率	10.41	10.66	10.77	10.61
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	5.36	4.88	6.61	7.52
每股经营现金流 (摊薄)	8.53	3.66	16.33	12.32
每股净资产	28.24	32.49	37.83	45.35
<b>估值比率</b>				
P/E	14.33	15.76	11.62	10.22
P/B	2.72	2.36	2.03	1.69
EV/EBITDA	9.66	9.62	7.39	6.81

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

## 重要声明

### 分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表达的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准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市场基准指数 5%以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
- 卖出一未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。