

聚氨酯

万华化学（600309.SH）

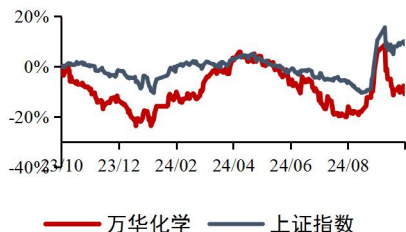
买入-B(维持)

聚氨酯等销量逆势增长，原料涨价短期推升成本

2024年10月30日

公司研究/公司快报

公司近一年市场表现



市场数据：2024年10月29日

收盘价(元):	76.84
年内最高/最低(元):	100.40/66.78
流通A股/总股本(亿):	31.40/31.40
流通A股市值(亿):	2,412.58
总市值(亿):	2,412.58

基础数据：2024年9月30日

基本每股收益(元):	3.53
摊薄每股收益(元):	3.53
每股净资产(元):	32.36
净资产收益率(%):	12.11

资料来源：最闻

分析师:

李旋坤

执业登记编码: S0760523110004

邮箱: lixuankun@sxzq.com

程俊杰

执业登记编码: S0760519110005

邮箱: chengjunjie@sxzq.com

事件描述

➢ 公司发布2024年三季报,实现营业收入1476.04亿元,同比增长11.35%;实现归母净利润110.93亿元,同比下滑12.67%。

事件点评

➢ 原材料同比上涨, Q3 归母净利润有所下滑。公司 Q3 营业收入为 505.37 亿, 同比增长 12.48%, 环比减少 0.73%; 归母净利润 29.19 亿元, 同比减少 29.41%, 环比减少 27.33%。主要产品价格同比下降, 2024 年三季度聚氨酯下游需求偏弱, 部分产品价格呈现回落走势; 2024 年三季度石化产品价格与去年同期相比重心整体下移, 产业链利润也有所收缩。同时主要原料价格同比上涨, 根据百川, 前三季度纯苯均价为 8502 元/吨, 同比上涨 13.46%。

➢ 聚氨酯、新材料销量稳定增长。公司前三季度实现聚氨酯系列业务收入 542.45 亿元, 同比+8.32%, 销量 410 万吨, 同比+14.21%; 实现石化系列收入为 619.78 亿元, 同比+19.49%, 销量 407 万吨, 同比下滑 58.76%; 实现精细化学品及新材料业务系列收入 199.991 亿元, 同比增长 13.68%, 销量 142 万吨, 同比增长 21.37%。

➢ 丙烷价格持续高位, 期间费用略有增长。根据百川盈孚, 24Q3 秦皇岛动力煤 Q5500 均价为 854 元/吨, 环比-0.42%, 丙烷为 5257 元/吨, 环比+1.2%, 丁烷为 5300 元/吨, 环比-0.8%, 纯苯为 8502 元/吨, 环比-5.93%。前三季度公司毛利率为 15.38%, 同比下滑 1.38pct。期间费用率 5.6%, 较去年同期增长 0.47pct。

投资建议

➢ 预计 2024-2026 年公司归母净利分别为 143.2、157.45、187.68 亿元, EPS 分别为 4.56/5.01/5.98 元, 对应 PE 分别为 17.5/15.9/13.3X, 维持“买入-B”评级。

风险提示

宏观经济修复不及预期, 产品价格下降, 原材料价格上升。

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	193,098	234,243	253,360
YoY(%)	13.8	5.9	10.1	21.3	8.2
净利润(百万元)	16,234	16,816	14,320	15,745	18,768
YoY(%)	-34.1	3.6	-14.8	10.0	19.2
毛利率(%)	16.6	16.8	13.8	14.4	15.5
EPS(摊薄/元)	5.17	5.36	4.56	5.01	5.98



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1



ROE(%)	21.0	19.4	14.4	14.3	15.2
P/E(倍)	15.4	14.9	17.5	15.9	13.3
P/B(倍)	3.3	2.8	2.6	2.3	2.0
净利率(%)	9.8	9.6	7.4	6.7	7.4

资料来源：最闻，山西证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	51532	61864	63986	68619	69574
现金	18989	23710	19310	18739	17735
应收票据及应收账款	9060	9144	12582	12336	14855
预付账款	1277	2203	1002	2885	1454
存货	18185	20650	24853	27974	29106
其他流动资产	4021	6157	6239	6685	6423
非流动资产	149311	191176	203544	225071	243679
长期投资	6229	7046	9234	11668	13905
固定资产	78558	98764	121253	140387	156445
无形资产	9980	10786	11596	12295	12991
其他非流动资产	54544	74581	61461	60721	60338
资产总计	200843	253040	267530	293690	313253
流动负债	95017	108657	119948	140683	152264
短期借款	44019	43526	67754	61393	92104
应付票据及应付账款	24205	45594	23711	53230	30740
其他流动负债	26792	19537	28483	26061	29420
非流动负债	24489	49929	43235	37236	30455
长期借款	16168	39811	33218	27270	20469
其他非流动负债	8321	10118	10018	9966	9986
负债合计	119506	158586	163184	177920	182720
少数股东权益	4492	5798	6473	7254	8351
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2160	1816	1816	1816	1816
留存收益	72055	83848	94293	105805	119643
归属母公司股东权益	76845	88656	97874	108517	122183
负债和股东权益	200843	253040	267530	293690	313253

现金流量表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
经营活动现金流	36337	26797	7347	50545	14037
净利润	17042	18300	14995	16526	19865
折旧摊销	8281	10145	10306	13074	15799
财务费用	1235	1676	1243	644	788
投资损失	-408	-621	-606	-606	-606
营运资金变动	8821	-5351	-19230	21303	-21612
其他经营现金流	1366	2647	639	-397	-197
投资活动现金流	-34325	-44830	-22924	-33600	-33578
筹资活动现金流	-17188	22809	-12804	-11278	-12112

每股指标(元)

每股收益(最新摊薄)	5.17	5.36	4.56	5.01	5.98
每股经营现金流(最新摊薄)	11.57	8.53	2.34	16.10	4.47
每股净资产(最新摊薄)	24.47	28.24	31.17	34.56	38.91

利润表(百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	165565	175361	193098	234243	253360
营业成本	138132	145926	166448	200481	214027
营业税金及附加	913	960	1061	1284	1391
营业费用	1153	1346	2356	7027	7753
管理费用	1966	2450	2809	3127	3404
研发费用	3420	4081	4515	5216	5674
财务费用	1235	1676	1243	644	788
资产减值损失	-256	-178	-939	-942	-725
公允价值变动收益	173	82	82	82	82
投资净收益	408	621	606	606	606
营业利润	19839	20389	17236	19035	22679
营业外收入	45	64	57	66	58
营业外支出	343	444	318	369	368
利润总额	19541	20010	16975	18732	22369
所得税	2499	1710	1980	2206	2504
税后利润	17042	18300	14995	16526	19865
少数股东损益	808	1484	675	781	1097
归属母公司净利润	16234	16816	14320	15745	18768
EBITDA	30831	34514	31036	35766	42397

主要财务比率

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
成长能力					
营业收入(%)	13.8	5.9	10.1	21.3	8.2
营业利润(%)	-32.6	2.8	-15.5	10.4	19.1
归属于母公司净利润(%)	-34.1	3.6	-14.8	10.0	19.2
获利能力					
毛利率(%)	16.6	16.8	13.8	14.4	15.5
净利率(%)	9.8	9.6	7.4	6.7	7.4
ROE(%)	21.0	19.4	14.4	14.3	15.2
ROIC(%)	13.3	11.7	8.5	9.3	9.3
偿债能力					
资产负债率(%)	59.5	62.7	61.0	60.6	58.3
流动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.2	0.2
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	18.7	19.3	17.8	18.8	18.6
应付账款周转率	6.2	4.2	4.8	5.2	5.1
估值比率					
P/E	15.4	14.9	17.5	15.9	13.3
P/B	3.3	2.8	2.6	2.3	2.0
EV/EBITDA	9.9	9.7	11.5	9.7	8.8

资料来源：最闻、山西证券研究所

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究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，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。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直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 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。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 3 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区金田路 3086 号大百汇广场 43 层

北京

北京市丰台区金泽西路 2 号院 1 号楼丽泽平安金融中心 A 座 25 层

