

万华化学 (600309.SH)

3Q24 业绩短期承压，看好公司 MDI 产能扩充

财务指标	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入 (百万元)	165,565	175,361	197,407	224,104	252,858
增长率 yoy (%)	13.8	5.9	12.6	13.5	12.8
归母净利润 (百万元)	16,234	16,816	15,353	20,023	22,540
增长率 yoy (%)	-34.1	3.6	-8.7	30.4	12.6
ROE (%)	21.0	19.4	15.6	17.7	17.3
EPS 最新摊薄 (元)	5.17	5.36	4.89	6.38	7.18
P/E (倍)	15.0	14.4	15.8	12.1	10.8
P/B (倍)	3.2	2.7	2.5	2.1	1.9

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

事件: 2024 年 10 月 28 日, 万华化学发布 2024 年三季报, 公司 2024 年前三季度营业收入为 1476.04 亿元, 同比上升 11.35%; 归母净利润为 110.93 亿元, 同比下降 12.67%; 扣非净利润为 109.28 亿元, 同比下降 12.07%。对应公司 3Q24 营业收入为 505.37 亿元, 同比上升 12.48%, 环比下降 0.73%; 归母净利润为 29.19 亿元, 同比下降 29.41%, 环比下降 27.33%。

点评: 主要产品价格回落叠加多装置检修, 3Q24 公司业绩短期承压。受匈牙利、烟台 MDI、TDI 装置三季度检修影响, 公司聚氨酯板块产量出现明显下滑。根据公司 2024 年一季度、半年度及前三季度经营数据公告显示, 3Q24 公司聚氨酯/石化/新材料板块产量分别 138/130/45 万吨, 环比变化分别为 -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%。我们认为随着相关装置的检修结束, 公司聚氨酯板块产量有望回归正常水平。

产品价格方面, 根据公司 2024 年三季度主要经营数据公告披露, 纯 MDI 产品方面, 三季度需求不振, 下游成品库存高企, 行业内卷加剧; 聚合 MDI 产品方面, 三季度冰箱冷柜受以旧换新政策影响需求上升, 建筑市场需求略有好转, 外销市场保持稳定; TDI 产品方面, 家居行业原料和成品库存较高, TDI 市场需求较弱。软泡聚醚产品方面, 三季度家居和汽车行业需求同比下滑, 根据 ifind 数据显示, 3Q24 华东地区纯 MDI/聚合 MDI/TDI/聚醚软泡均价为 18336.18/17404.05/13419.67/8727.65 元/吨, 环比变化分别为 -1.84%/2.19%/-8.99%/-4.19%。石化产品方面, 3Q24 公司石化产品价格重心同比整体下移, 产业链利润也有所收缩。根据公司 2024 年三季度主要经营数据公告披露, 3Q24 山东丙烯价格 6926 元/吨, 同比上涨 1.73%; 山东正丁醇价格 7444 元/吨, 同比下跌 12.45%; 山东丙烯酸价格 6250 元/吨, 同比上涨 1.66%; 山东丙烯酸丁酯价格 8936 元/吨, 同比下跌 6.09%; 山东 NPG 加氢价格 10383 元/吨, 同比上涨 10.73%; 山东 MTBE 价格 6302 元/吨, 同比下跌 17.83%; 华东 LLDPE 膜级价格 8301 元/吨, 同比上涨 0.80%; 华东乙烯法 PVC 价格 5776 元/吨, 同比下跌 8.39%。

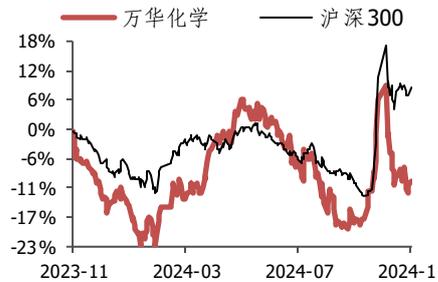
原材料价格方面, 3Q24 纯苯均价为 8442 元/吨, 同比上涨 13.06%; 5000 大卡动力煤均价 752 元/吨, 同比下跌 1.96%; 丙烷 CP 均价 592 美元/吨, 与

买入 (维持评级)

股票信息

行业	基础化工
2024 年 11 月 4 日收盘价 (元)	77.33
总市值 (百万元)	242,796.61
流通市值 (百万元)	242,796.61
总股本 (百万股)	3,139.75
流通股本 (百万股)	3,139.75
近 3 月日均成交额 (百万元)	1,546.97

股价走势



作者

分析师 肖亚平

执业证书编号: S1070523020001

邮箱: xiaoyaping@cgws.com

联系人 林森

执业证书编号: S1070123060039

邮箱: linsen@cgws.com

相关研究

- 《公司主营业务稳健, 看好新材料板块中长期发展》2024-08-22
- 《聚氨酯行业龙头地位稳固, 石化与新材料板块持续发力》2024-03-28
- 《完善电池材料产业链布局, 电池材料或将开启公司第二增长曲线》2023-11-10

同比上涨 25.16%；丁烷 CP 均价 577 美元/吨，同比上涨 24.35%。

公司 2024 年前三季度销售费用率为 0.79%，同比上升 0.04pcts；管理费用率为 1.48%，同比上升 0.17pcts；财务费用率为 1.15%，同比上升 0.26pcts；研发费用率为 2.18%，同比上升 0.01pcts。

2024 年前三季度公司各项现金流净额变化较大。2024 年前三季度公司经营性活动产生现金流净额为 193.05 亿元，同比上升 12.65%；投资活动产生现金流净额为 -306.17 亿元，同比上升 1.16%；筹资活动产生现金流净额为 287.47 亿元，同比下降 18.15%。应收账款同比上升 28.14%，应收账款周转率有所下降，由 2023 年同期的 14.30 次变为 13.86 次。存货同比上升 33.82%，存货周转率有所下降，由 2023 年同期的 5.93 次变为 5.41 次。

公司多项目公示，MDI 产能再扩充推动聚氨酯板块竞争力增强。根据公司官网披露，聚氨酯方面，公司于福建工业园建设 150 万吨/年 MDI 技改扩能一体化项目，项目在原 80 万吨/MDI 装置基础上将缩合单元、光化单元、分离单元技改扩能至 150 万吨/年 MDI 产能；精细化学品方面，公司于烟台工业园建设年产 1 万吨香兰素产业链项目，项目主要包括 50000 吨/年苯二酚装置、12000 吨/年愈创木酚（愈创木酚和邻乙氧基苯酚）装置及 10000 吨/年香兰素（甲基香兰素和乙基香兰素）装置。我们看好公司 MDI 产能的扩充，聚氨酯板块市场竞争力将进一步增强。

投资建议：我们预计万华化学 2024-2026 年收入分别为 1974.07/2241.04/2528.58 亿元，同比增长 12.6%/13.5%/12.8%，归母净利润分别为 153.53/200.23/225.40 亿元，同比增长 -8.7%/30.4%/12.6%，对应 EPS 分别为 4.89/6.38/7.18 元。结合公司 11 月 4 日收盘价，对应 PE 分别为 16/12/11 倍。我们基于以下两个方面：1) 我们认为随着相关装置的检修结束，公司聚氨酯板块产量有望回归正常水平；2) 我们看好公司 MDI 产能的扩充，聚氨酯板块市场竞争力将进一步增强，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险，需求不及预期风险，项目建设风险，环保政策风险

财务报表和主要财务比率

资产负债表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产	51532	61864	69806	77291	87668
现金	18989	23710	26691	30300	34188
应收票据及应收账款	9060	9144	11349	11916	14334
其他应收款	999	986	1249	1288	1574
预付账款	1277	2203	1715	2732	2285
存货	18185	20650	23631	25883	30115
其他流动资产	3022	5172	5172	5172	5172
非流动资产	149311	191176	201255	215390	226850
长期股权投资	6229	7046	7402	7814	8259
固定资产	78558	98764	113724	128484	140571
无形资产	9980	10786	11712	12468	13125
其他非流动资产	54544	74581	68417	66624	64894
资产总计	200843	253040	271060	292681	314517
流动负债	95017	108657	122291	134373	145020
短期借款	44019	43526	68903	59276	78688
应付票据及应付账款	24205	45594	33993	54999	45646
其他流动负债	26792	19537	19395	20098	20686
非流动负债	24489	49929	42911	36349	29112
长期借款	16168	39811	33028	26449	19188
其他非流动负债	8321	10118	9883	9900	9924
负债合计	119506	158586	165202	170723	174132
少数股东权益	4492	5798	6951	8543	10301
股本	3140	3140	3140	3140	3140
资本公积	2160	1816	1816	1816	1816
留存收益	72055	83848	94834	109609	126231
归属母公司股东权益	76845	88656	98907	113416	130085
负债和股东权益	200843	253040	271060	292681	314517

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	13829	55230	27255
净利润	17042	18300	16507	21614	24299
折旧摊销	8281	10145	10240	12536	14902
财务费用	1235	1676	4096	4275	4249
投资损失	-408	-621	-425	-481	-519
营运资金变动	8821	-5351	-16577	17223	-15785
其他经营现金流	1366	2647	-10	63	109
投资活动现金流	-34325	-44830	-19949	-26065	-25748
资本支出	32657	43098	21955	25669	26087
长期投资	-2066	-434	-356	-412	-446
其他投资现金流	398	-1298	2361	17	785
筹资活动现金流	-17188	22809	-16275	-15929	-17032
短期借款	-9854	-493	25376	-9627	19412
长期借款	525	23642	-6783	-6579	-7262
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	-7858	3	-34869	277	-29182
现金净增加额	-15202	4684	-22396	13236	-15524

利润表 (百万元)

会计年度	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	165565	175361	197407	224104	252858
营业成本	138132	145926	166389	186052	210416
营业税金及附加	913	960	1083	1229	1387
销售费用	1153	1346	1469	1685	1895
管理费用	1966	2450	2588	2956	3362
研发费用	3420	4081	4372	4992	5664
财务费用	1235	1676	4096	4275	4249
资产和信用减值损失	-256	-178	-150	-190	-178
其他收益	740	943	842	892	867
公允价值变动收益	173	82	64	81	100
投资净收益	408	621	425	481	519
资产处置收益	27	1	3	3	8
营业利润	19839	20389	18594	24183	27203
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	18333	23880	26893
所得税	2499	1710	1826	2266	2594
净利润	17042	18300	16507	21614	24299
少数股东损益	808	1484	1153	1591	1758
归属母公司净利润	16234	16816	15353	20023	22540
EBITDA	28959	31705	32535	40537	45872
EPS (元/股)	5.17	5.36	4.89	6.38	7.18

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	12.6	13.5	12.8
营业利润 (%)	-32.6	2.8	-8.8	30.1	12.5
归属母公司净利润 (%)	-34.1	3.6	-8.7	30.4	12.6
获利能力					
毛利率 (%)	16.6	16.8	15.7	17.0	16.8
净利率 (%)	10.3	10.4	8.4	9.6	9.6
ROE (%)	21.0	19.4	15.6	17.7	17.3
ROIC (%)	12.7	10.8	9.5	12.1	11.7
偿债能力					
资产负债率 (%)	59.5	62.7	60.9	58.3	55.4
净负债比率 (%)	56.9	74.5	81.0	54.4	53.4
流动比率	0.5	0.6	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.3	0.3	0.3	0.3	0.4
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	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	11.3	10.4	10.8	10.6	10.7
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	5.17	5.36	4.89	6.38	7.18
每股经营现金流 (最新摊薄)	11.57	8.53	4.40	17.59	8.68
每股净资产 (最新摊薄)	24.47	28.24	31.50	36.12	41.43
估值比率					
P/E	15.0	14.4	15.8	12.1	10.8
P/B	3.2	2.7	2.5	2.1	1.9
EV/EBITDA	10.1	10.1	10.3	7.8	7.2

资料来源: 公司财报, 长城证券产业金融研究院

免责声明

长城证券股份有限公司（以下简称长城证券）具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向专业投资者客户及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者客户（以下统称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究院，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。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，本公司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。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。因本研究报告涉及股票相关内容，仅面向长城证券客户中的专业投资者及风险承受能力为稳健型、积极型、激进型的普通投资者。若您并非上述类型的投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研究报告中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

公司评级		行业评级	
买入	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅15%以上	强于大市	预期未来6个月内行业整体表现战胜市场
增持	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于5%~15%之间	中性	预期未来6个月内行业整体表现与市场同步
持有	预期未来6个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间	弱于大市	预期未来6个月内行业整体表现弱于市场
卖出	预期未来6个月内股价相对行业指数跌幅5%以上		
	行业指中信一级行业，市场指沪深300指数		

长城证券产业金融研究院

深圳

地址：深圳市福田区福田街道金田路2026号能源大厦南塔楼16层
邮编：518033

传真：86-755-83516207

上海

地址：上海市浦东新区世博馆路200号A座8层
邮编：200126

传真：021-31829681

网址：<http://www.cgws.com>

北京

地址：北京市西城区西直门外大街112号阳光大厦8层
邮编：100044

传真：86-10-88366686