

2024年11月12日

华鑫证券
CHINA FORTUNE SECURITIES

公司 Q3 业绩承压，迈入国际化新篇章

—万华化学（600309.SH）公司事件点评报告

买入（维持）

事件

分析师：张伟保 S1050523110001

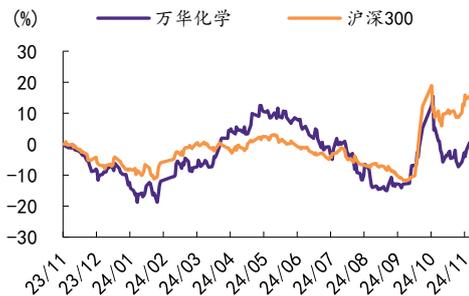
zhangwb@cfsc.com.cn

基本数据

2024-11-12

当前股价（元）	80.5
总市值（亿元）	2527
总股本（百万股）	3140
流通股本（百万股）	3140
52周价格范围（元）	67.7-93.75
日均成交额（百万元）	1142.56

市场表现



资料来源：Wind，华鑫证券研究

相关研究

- 《万华化学（600309）：聚氨酯供需改善，新项目新产能打开成长空间》2024-08-14
- 《万华化学（600309）：23年业绩增长，强化落实股东回报》2024-02-05
- 《万华化学（600309）：新产能持续释放，聚氨酯龙头再迎布局良机》2023-12-27

万华化学发布三季度业绩报告：2024年1-9月实现营业收入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%。其中，2024Q3单季度实现营业收入505.37亿元，同比增长12.48%、环比下滑0.73%，实现归母净利润29.19亿元，同比下滑29.41%、环比下滑27.33%。

投资要点

■ 受装置检修影响，产品产量环比小幅下滑

2024年前三季度公司烟台、欧洲主要聚氨酯装置集中检修。其中匈牙利宝思德MID和TDI装置停产检修40天，烟台万华MID和TDI装置停产检修45天。受装置检修影响，公司三季度聚氨酯系列产品共生产138万吨，产量环比下滑6.12%。得益于公司检修计划的妥善安排，公司三季度聚氨酯系列产品销量并未受到装置检修影响，三季度共销售141万吨聚氨酯，环比增长2.17%。

■ 原材料价格上涨明显，公司Q3利润承压

2024年第三季度，公司主要原材料价格明显增长，叠加需求不振产品价格弱势，拖累公司整体净利润。三季度公司主要原材料纯苯/动力煤/丙烷/丁烷价格分别+13.06%/-1.96%/+25.16%/+24.35%。相比之下，公司主要产品纯MDI/聚合MDI/丙烯/正丁醇/TDI三季度均价环比变化分别为-1.71%/+1.96%/+0.60%/-9.50%/-8.62%，整体价格小幅下跌，压缩公司产品利润空间，导致净利润缩减。

■ 携手国际巨头共建特种聚烯烃一体化项目

阿布扎比国家石油公司、北欧化工、博禄化学组成投资联合体，与万华化学旗下万融新材料将按照50%:50%持股比例组建中外合资公司。此次合作依托北欧化工的Borstar®技术，在福建省福州市启动建设一套产能达160万吨/年的特种聚烯烃一体化设施，装置主要使用北欧化工的先进专有borstar®技术，具有强大竞争优势。结合博禄化学在特种聚烯烃生产方面的丰富经验，以及万华化学在乙烷供应链的综合优势，预计该项目投产后将显著提升万华化学的国际竞争力，助力公司进入国际化3.0时代。

■ 盈利预测

预测公司 2024-2026 年 EPS 分别为 6.20、7.34、8.36 元，当前股价对应 PE 分别为 13.0、11.0、9.6 倍，维持“买入”投资评级。

■ 风险提示

经济下行风险；产品价格大幅波动风险；项目建设不及预期风险；受环保政策开工受限风险；下游需求不及预期的风险。

预测指标	2023A	2024E	2025E	2026E
主营业务收入（百万元）	175,361	197,841	226,436	249,922
增长率（%）	5.9%	12.8%	14.5%	10.4%
归母净利润（百万元）	16,816	19,458	23,038	26,238
增长率（%）	3.6%	15.7%	18.4%	13.9%
摊薄每股收益（元）	5.36	6.20	7.34	8.36
ROE（%）	17.8%	18.4%	19.3%	19.5%

资料来源：Wind，华鑫证券研究

公司盈利预测 (百万元)

资产负债表	2023A	2024E	2025E	2026E
流动资产:				
现金及现金等价物	23,710	43,953	68,223	94,171
应收款	10,125	11,423	13,074	14,429
存货	20,650	23,291	26,649	29,387
其他流动资产	7,380	8,326	9,529	10,517
流动资产合计	61,864	86,992	117,474	148,504
非流动资产:				
金融类资产	0	0	0	0
固定资产	98,764	120,778	124,165	120,463
在建工程	47,663	19,065	7,626	3,050
无形资产	10,786	10,247	9,707	9,195
长期股权投资	7,046	7,046	7,046	7,046
其他非流动资产	26,917	26,917	26,917	26,917
非流动资产合计	191,176	184,053	175,461	166,671
资产总计	253,040	271,044	292,936	315,176
流动负债:				
短期借款	43,526	43,526	43,526	43,526
应付账款、票据	45,594	51,424	58,838	64,884
其他流动负债	13,863	13,863	13,863	13,863
流动负债合计	108,657	115,215	123,555	130,360
非流动负债:				
长期借款	39,811	39,811	39,811	39,811
其他非流动负债	10,118	10,118	10,118	10,118
非流动负债合计	49,929	49,929	49,929	49,929
负债合计	158,586	165,144	173,483	180,289
所有者权益				
股本	3,140	3,140	3,140	3,140
股东权益	94,454	105,900	119,452	134,887
负债和所有者权益	253,040	271,044	292,936	315,176

现金流量表	2023A	2024E	2025E	2026E
净利润	18300	21175	25071	28554
少数股东权益	1484	1717	2033	2316
折旧摊销	10136	7124	8564	8763
公允价值变动	82	82	82	82
营运资金变动	-3205	1673	2127	1723
经营活动现金净流量	26797	31770	37877	41437
投资活动现金净流量	-44830	6584	8052	8278
筹资活动现金净流量	38276	-9729	-11519	-13119
现金流量净额	20,243	28,626	34,410	36,596

资料来源: Wind、华鑫证券研究

利润表	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入	175,361	197,841	226,436	249,922
营业成本	145,926	163,504	187,078	206,298
营业税金及附加	960	1,083	1,239	1,368
销售费用	1,346	1,519	1,738	1,919
管理费用	2,450	2,764	3,164	3,492
财务费用	1,676	2,302	1,622	896
研发费用	4,081	4,604	5,269	5,816
费用合计	9,554	11,189	11,794	12,122
资产减值损失	-135	-135	-135	-135
公允价值变动	82	82	82	82
投资收益	621	621	621	621
营业利润	20,389	23,533	27,793	31,601
加:营业外收入	64	64	64	64
减:营业外支出	444	444	444	444
利润总额	20,010	23,153	27,414	31,222
所得税费用	1,710	1,979	2,343	2,668
净利润	18,300	21,175	25,071	28,554
少数股东损益	1,484	1,717	2,033	2,316
归母净利润	16,816	19,458	23,038	26,238

主要财务指标	2023A	2024E	2025E	2026E
成长性				
营业收入增长率	5.9%	12.8%	14.5%	10.4%
归母净利润增长率	3.6%	15.7%	18.4%	13.9%
盈利能力				
毛利率	16.8%	17.4%	17.4%	17.5%
四项费用/营收	5.4%	5.7%	5.2%	4.9%
净利率	10.4%	10.7%	11.1%	11.4%
ROE	17.8%	18.4%	19.3%	19.5%
偿债能力				
资产负债率	62.7%	60.9%	59.2%	57.2%
营运能力				
总资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.8
应收账款周转率	17.3	17.3	17.3	17.3
存货周转率	7.1	7.1	7.1	7.1
每股数据(元/股)				
EPS	5.36	6.20	7.34	8.36
P/E	15.0	13.0	11.0	9.6
P/S	1.4	1.3	1.1	1.0
P/B	2.9	2.6	2.3	2.1

■ 化工组介绍

张伟保：华南理工大学化工硕士，13 年化工行业研究经验，其中三年卖方研究经验，十年买方研究经验，善于通过供求关系以及竞争变化来判断行业和公司发展趋势，致力于推荐具有长期竞争力的优质公司。2023 年加入华鑫证券研究所，担任化工行业首席分析师。

高铭谦：伦敦国王学院金融硕士，2024 年加入华鑫证券研究所。

■ 证券分析师承诺

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注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。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而直接或间接收到任何形式的补偿。

■ 证券投资评级说明

股票投资评级说明：

	投资建议	预测个股相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	买入	> 20%
2	增持	10% — 20%
3	中性	-10% — 10%
4	卖出	< -10%

行业投资评级说明：

	投资建议	行业指数相对同期证券市场代表性指数涨幅
1	推荐	> 10%
2	中性	-10% — 10%
3	回避	< -10%

以报告日后的 12 个月内，预测个股或行业指数相对于相关证券市场主要指数的涨跌幅为标准。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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；美国市场以道琼斯指数为基准。

■ 免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公

司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究部门及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。华鑫证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，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。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。