

万华化学系列十二：重大拐点或将至

核心观点

- 万华预期分歧。**万华近几年资本开支主要投资在石化项目上，包括蓬莱丙烯一体化项目与烟台乙烯一体化二期项目。然而由于石化行业景气度低迷，市场对于这两套2025年即将投产的石化项目，盈利预期非常悲观，认为可能会对冲万华在聚氨酯和新材料与精细化工板块的增长。近两年红利投资策略的占比显著提升，不少红利投资者认为，万华不提高分红，却将资金投入回报率明显低于现有业务的重资产项目中，是不利于股东的决策。
- 聚氨酯业务有望迎来盈利拐点。**2025年全球MDI行业新增产能非常少，在需求稳步增长的情况下，MDI行业开工率将出现提升。我们认为MDI行业良好的行业格局，与多数企业恶劣的经营情况，所构成的巨大矛盾有望促使行业回报率出现突变。而本轮景气修复之后，行业产能扩张预计相比以往将更加有序。这将使万华的MDI业务进入较长的景气周期，从而改变市场对于MDI盈利能力持续性的预期。
- 分红能力有望迎来向上拐点。**万华的一体化基地目前仅烟台基地（包括蓬莱），以及规划中的福建基地，但是实际体量已经与巴斯夫六座一体化基地的总和相当。我们预计万华下一阶段的发展重心将从上游大宗向下游新材料与精细化工转移，对应的是资本开支中的重资产项目预计将明显减少，盈利周期性预计将逐步弱化。由于万华的激励机制下，员工主要以分红的形式分享企业成长，因此我们认为2025年万华的分红潜力也将出现拐点，从而改变红利策略投资者的预期。

盈利预测与投资建议

- 结合近期产品价格变化、新项目投产进度、以及公司各项费率情况，我们调整公司24-26年公司每股盈利EPS预测为4.76、5.91和6.83元（原预测5.82、6.89和8.00元）。25年可比公司PE估值为15倍，由于万华在其中的长期ROE和历史成长性更为突出给予15%估值溢价对应25年17倍PE，给予目标价100.47元，维持买入评级。

风险提示

- 宏观经济风险；原油价格波动风险；新项目进展风险；产能统计偏差风险；假设条件变化影响测算结果。

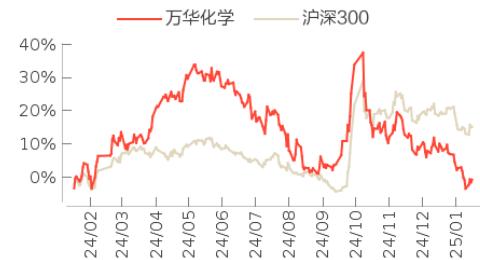
公司主要财务信息

	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	178,788	216,207	229,484
同比增长(%)	13.8%	5.9%	2.0%	20.9%	6.1%
营业利润(百万元)	19,839	20,389	20,108	24,255	27,938
同比增长(%)	-32.6%	2.8%	-1.4%	20.6%	15.2%
归属母公司净利润(百万元)	16,234	16,816	14,956	18,557	21,449
同比增长(%)	-34.1%	3.6%	-11.1%	24.1%	15.6%
每股收益(元)	5.17	5.36	4.76	5.91	6.83
毛利率(%)	16.6%	16.8%	16.8%	16.1%	16.9%
净利率(%)	9.8%	9.6%	8.4%	8.6%	9.3%
净资产收益率(%)	22.3%	20.3%	16.1%	17.8%	18.2%
市盈率	13.0	12.5	14.1	11.4	9.8
市净率	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

投资评级	买入（维持）
股价（2025年01月16日）	67.74元
目标价格	100.47元
52周最高价/最低价	100.4/65.05元
总股本/流通A股（万股）	313,975/313,975
A股市值（百万元）	212,686
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2025年01月18日

股价表现	1周	1月	3月	12月
绝对表现%	0.04	-7.86	-14.08	-0.74
相对表现%	-0.5	-5.01	-13.27	-15.87
沪深300%	0.54	-2.85	-0.81	15.13



证券分析师

倪吉	021-63325888*7504 niji@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860517120003
顾雪莺	guxueying@orientsec.com.cn 执业证书编号：S0860523080005

相关报告

万华化学系列之十一：福建合作项目打开新篇章	2024-08-16
万华化学系列之十：ADNOC 能否助力构建乙烷供应链	2024-06-07
万华化学系列之九：ADNOC 收购科思创影响分析	2023-08-07

目 录

1、引言	4
2、聚氨酯业务有望迎来盈利拐点	4
2.1 MDI 供需向好	4
2.2 竞争对手经营情况不佳	6
2.3 新盈利中枢有望长期持续	8
3、分红能力有望迎来向上拐点	10
3.1 一体化基地规模比肩巴斯夫	10
3.2 分红能力即将凸显	12
4、投资建议	13
5、风险提示	13

图表目录

图 1：聚合 MDI 价格与价差（元/吨，价差=MDI-0.66*纯苯）	5
图 2：MDI 全球供需、开工率（2024 年起为预测值）	5
图 3：国内冰箱冷柜排产情况（万台）	5
图 4：聚合 MDI 出口与增速（万吨）	5
图 5：2016-2017 年聚合 MDI 走势（元/吨）	6
图 6：2020-2021 年聚合 MDI 走势（元/吨）	6
图 7：各企业平均单厂产能（万吨，截止到 2024 年）	8
图 8：万华化学财务情况（亿元，2024 年截止到三季度）	10
图 9：万华化学资本开支情况（亿元，2024 年为规划）	10
图 10：万华化学历史分红率与资本开支/EBITDA 关联	12
表 1：全球 MDI 供需情景分析（万吨）	5
表 2：企业财务情况（亿元，截止 2024 年前三季度）	6
表 3：各企业主要 MDI 基地财务情况（亿元）	7
表 4：主要 MDI 生产企业产能分布	8
表 5：化产品价差（元/吨）及万华化学与科思创聚氨酯等业务经营情况（亿元）	8
表 6：2018 年与 2021 年 MDI 企业经营策略对比	9
表 7：巴斯夫财务情况（亿欧元）	10
表 8：巴斯夫与万华乙烯、丙烯、苯产能对比（万吨）	11
表 9：巴斯夫一体化基地情况（截止到 2024 年）	11
表 10：万华化学财务情况（亿元）	12
表 11：可比公司估值（截止到 2025 年 1 月 15 日）	13

1、引言

2024 年万华化学的股价表现并不理想，在上证指数和沪深 300 指数分别上涨 12.67% 和 14.68% 的情况下，万华化学却下跌了 7.12%。究其原因，我们认为可能是市场对于万华后续发展预期不佳，而问题主要分为两个层面：

- 1) 万华近几年资本开支主要投资在石化项目上，包括蓬莱丙烯一体化项目与烟台乙烯一体化二期项目。然而由于石化行业景气度低迷，市场对于这两套 2025 年即将投产的石化项目，盈利预期非常悲观，认为可能会对冲万华在聚氨酯、新材料与精细化工板块上的增长。
- 2) 近两年红利投资策略的占比显著提升，不少红利投资者认为，万华不提高分红，却将资金投入回报率明显低于现有业务的重资产项目中，是不利于股东的决策。

我们在早期的深度报告《万华化学系列之三：新材料成长性分析》就分析过，万华投资石化项目的意义在于为万华新材料高端化发展建立必要条件，不能只用单一项目的经济性来评判。不过本篇报告的主题并不是为了探讨石化项目的盈利能力，我们认为万华化学 2025 年有望迎来的拐点主要来自以下两方面：

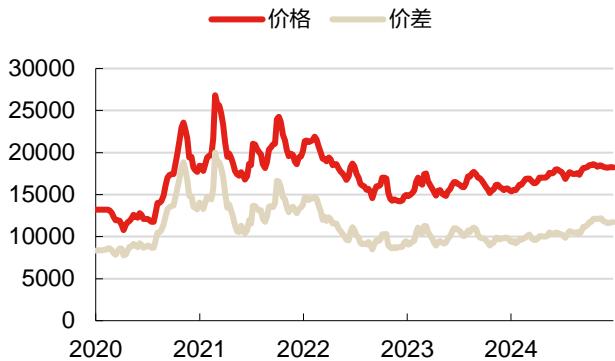
- 1) 2025 年全球 MDI 行业新增产能非常少，在需求稳步增长的情况下，MDI 行业开工率将出现提升。我们认为 MDI 行业良好的行业格局，与多数企业恶劣的经营情况，所构成的巨大矛盾有望促使行业回报率出现突变。而本轮景气修复之后，行业产能扩张预计相比以往将更加有序。这将使万华的 MDI 业务进入较长的景气周期，从而改变市场对于 MDI 盈利能力持续性的预期。
- 2) 万华的一体化基地目前仅烟台基地（包括蓬莱），以及规划中的福建基地，但是实际体量已经与巴斯夫多座一体化基地的总和相当。我们预计万华下一阶段的发展重心将从上游大宗向下游新材料与精细化工转移，对应的是资本开支中的重资产项目预计将明显减少，盈利周期性预计将逐步弱化。由于万华的激励机制下，员工主要以分红的形式分享企业成长，因此我们认为 2025 年万华的分红潜力也将出现拐点，从而改变红利策略投资者的预期。

2、聚氨酯业务有望迎来盈利拐点

2.1 MDI 供需向好

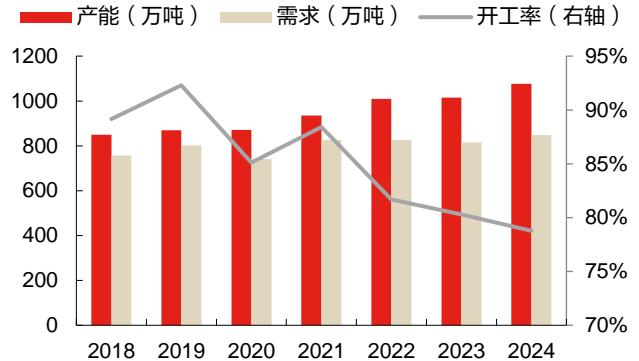
2022 年到 2023 年，MDI 价差明显下行。其中原因，一方面是需求端受到疫情影响，增长基本停滞；另一方面是供给端万华福建基地（一期 40 万吨）投产，以及海外一些小规模扩产。然而到 2024 年，虽然供给端又有万华福建二期 40 万吨（5 月），锦湖三井 21 万吨（9 月）等陆续投产，但 MDI 价差却在持续扩大，这实际反映了今年 MDI 需求增速开始回升。从比较能够代表内需的冰箱冷柜月排产数据，以及聚合 MDI 出口数据可以看出，2024 年的需求端情况相比 22-23 年出现了非常明显的改善。

图 1：聚合 MDI 价格与价差（元/吨，价差=MDI-0.66*纯苯）



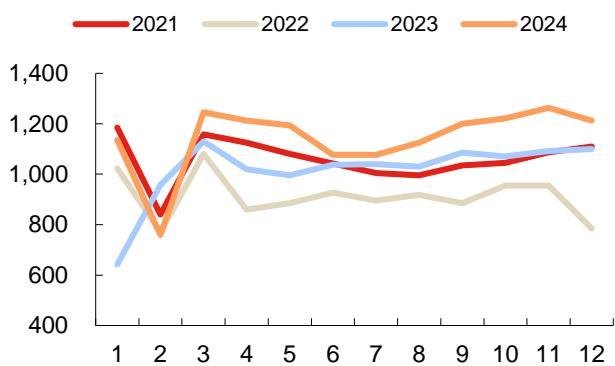
数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 2：MDI 全球供需、开工率（2024 年起为预测值）



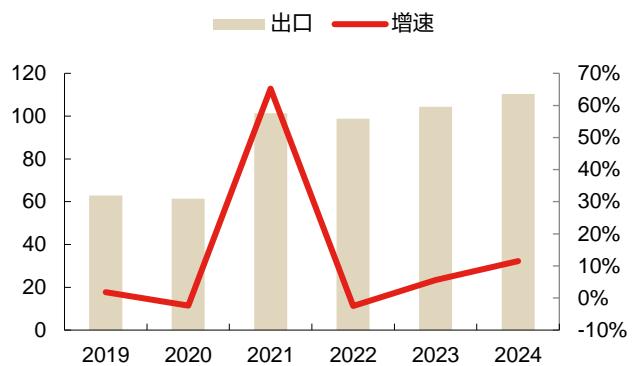
数据来源：聚氨酯工业协会，天天化工网，东方证券研究所

图 3：国内冰箱冷柜排产情况（万台）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 4：聚合 MDI 出口与增速（万吨）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

展望 2025 年，MDI 供给端新增量非常少，而且在长期规划增量中，除了万华以外，也仅有重庆巴斯夫 13 万吨（已于近期试生产）和美国巴斯夫约 20 万吨扩产。我们以 2023 年为基准，2024-2027 年按照现有规划，全球 MDI 产能增长至多有望实现 193 万吨。如果不计算万华宁波与万华福建技改项目，则产能增长仅有 93 万吨。2023 年全球 MDI 需求约 815 万吨，我们分别以 3%/4%/5% 的复合增速来计算，则 MDI 需求在 2027 年分别有望达到 917/953/991 万吨。这意味着万华需要尽快推出新产能，否则 MDI 可能很快会出现供需紧张的局面。

表 1：全球 MDI 供需情景分析（万吨）

地区	规模	投产时间
万华	福建	40
锦湖三井	韩国	20
巴斯夫	重庆	13
	美国盖斯马	2026
万华	宁波	30
	福建	70
供给增长		未定
包括万华		2024-5
不包括万华		2024-9
		2025
		未定
		未定
		2026
		2027
		2028
		2029
		2030
		2031
		2032
		2033
		2034
		2035
		2036
		2037
		2038
		2039
		2040
		2041
		2042
		2043
		2044
		2045
		2046
		2047
		2048
		2049
		2050
		2051
		2052
		2053
		2054
		2055
		2056
		2057
		2058
		2059
		2060
		2061
		2062
		2063
		2064
		2065
		2066
		2067
		2068
		2069
		2070
		2071
		2072
		2073
		2074
		2075
		2076
		2077
		2078
		2079
		2080
		2081
		2082
		2083
		2084
		2085
		2086
		2087
		2088
		2089
		2090
		2091
		2092
		2093
		2094
		2095
		2096
		2097
		2098
		2099
		2010
		2011
		2012
		2013
		2014
		2015
		2016
		2017
		2018
		2019
		2020
		2021
		2022
		2023
		2024
		2025
		2026
		2027
		2028
		2029
		2030
		2031
		2032
		2033
		2034
		2035
		2036
		2037
		2038
		2039
		2040
		2041
		2042
		2043
		2044
		2045
		2046
		2047
		2048
		2049
		2050
		2051
		2052
		2053
		2054
		2055
		2056
		2057
		2058
		2059
		2060
		2061
		2062
		2063
		2064
		2065
		2066
		2067
		2068
		2069
		2070
		2071
		2072
		2073
		2074
		2075
		2076
		2077
		2078
		2079
		2080
		2081
		2082
		2083
		2084
		2085
		2086
		2087
		2088
		2089
		2090
		2091
		2092
		2093
		2094
		2095
		2096
		2097
		2098
		2099
		2010
		2011
		2012
		2013
		2014
		2015
		2016
		2017
		2018
		2019
		2020
		2021
		2022
		2023
		2024
		2025
		2026
		2027
		2028
		2029
		2030
		2031
		2032
		2033
		2034
		2035
		2036
		2037
		2038
		2039
		2040
		2041
		2042
		2043
		2044
		2045
		2046
		2047
		2048
		2049
		2050
		2051
		2052
		2053
		2054
		2055
		2056
		2057
		2058
		2059
		2060
		2061
		2062
		2063
		2064
		2065
		2066
		2067
		2068
		2069
		2070
		2071
		2072
		2073
		2074
		2075
		2076
		2077
		2078
		2079
		2080
		2081
		2082
		2083
		2084
		2085
		2086
		2087
		2088
		2089
		2090
		2091
		2092
		2093
		2094
		2095
		2096
		2097
		2098
		2099
		2010
		2011
		2012
		2013
		2014
		2015
		2016

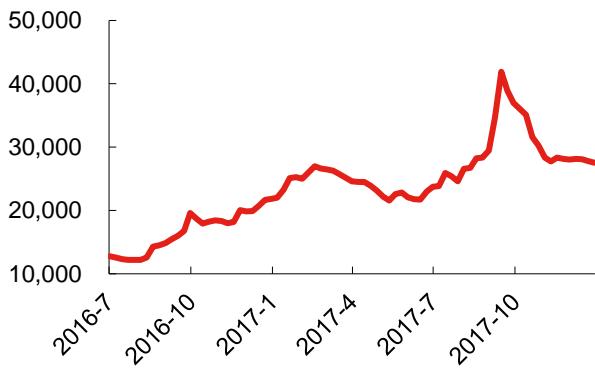
需求	2023	815	
	复合增速	3%	4%
	2027E	917	953
	需求增长	102	138
缺口	包括万华	-91	-55
	不包括万华	9	45
			83

数据来源：聚氨酯工业协会，天天化工网，公司公告，东方证券研究所

2.2 竞争对手经营情况不佳

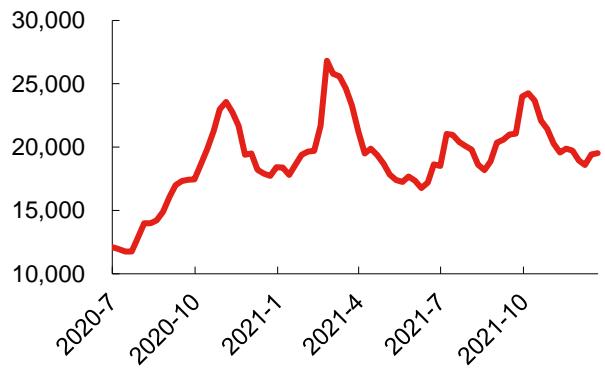
从历史规律来看，每一次复苏，MDI 的价格弹性与上涨速度都领先行业，主要原因就是行业格局较好。MDI 行业全球仅 7 家企业，CR5 高达 90%。尽管万华的市场份额在过去多年持续提升，2024 年达到了约三分之一，但这也意味着有四家企业占据了超过 50% 的市场份额。因此在连续几年低迷期后（14-16 年，18-20 年），一旦市场出现转机，行业就很容易形成合力，实现盈利大幅改善。

图 5：2016-2017 年聚合 MDI 走势（元/吨）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

图 6：2020-2021 年聚合 MDI 走势（元/吨）



数据来源：同花顺，东方证券研究所

自 2021 年的景气高点之后，MDI 已经低迷了近 3 年时间。尽管万华凭借卓越的成本优势一直维持较好的盈利能力，但其他企业的经营情况却并不乐观。从 MDI 业务占比较大的科思创与亨斯迈近几年的财务情况可以看出，2021 年之后企业 EBITDA 快速下滑。再扣除必须要支付的所得税、利息、维护性资本开支后，已经几乎丧失了为股东创造价值的能力，这对于管理层来说会带来非常大的压力。

表 2：企业财务情况（亿元，截止 2024 年前三季度）

		2021	2022	2023	2024Q3
科思创	收入	1213	1273	1101	835
	净利润	122	-19	-15	-5
	EBITDA	237	113	84	68
	所得税	-43	-29	-21	-17
	利息	-3	-4	-7	-5
	资本开支	-58	-59	-58	-33
	分红	-50	0	0	0
	回购	0	0	0	0
	合计	82	21	-2	14

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

亨斯迈	收入	545	540	431	326
	净利润	67	30	-1	-1
	EBITDA	87	78	33	24
	所得税	-12	-13	-5	-2
	利息	-4	-4	-5	-4
	资本开支	-21	-18	-16	-9
	分红	-10	-12	-12	-9
	回购	-13	-68	-25	0
	合计	26	-36	-29	-1

数据来源：公司公告，东方证券研究所（合计=EBITDA+所得税+利息+资本开支+分红+回购）

巴斯夫与陶氏业务体量较大，聚氨酯业务没有直接披露数据。不过从企业与区域之间的比较，可以得出定性的结论。我们选取了几家有公开财务数据的 MDI 生产基地来进行比较，首先从万华宁波（120 万吨）与亨斯迈上海（40 万吨）的比较可以看出，两座基地近几年都保持较好的盈利状况，万华宁波的利润率相比亨斯迈上海更高。由于两座基地地理位置接近，也都不具备石化一体化配套，因此万华较高的利润率我们认为主要来自企业之间的技术与规模差异。再以万华的宁波基地和匈牙利基地（40 万吨 MDI）相比，虽然匈牙利基地的 MDI 规模较小，还有 TDI 和氯碱等其他产品影响，但与宁波基地存在巨大的盈利能力高低，我们认为这主要来自区域之间的成本竞争力差异。最后再以亨斯迈上海与陶氏沙特（Sadara，40 万吨 MDI，产品还包括聚醚与烯烃）对比，在技术与规模水平相当的情况下，Sadara 项目却亏损非常严重。从历史报表来看，Sadara 项目自 2017 年投产以来，除了 2021 年以外，每年都有比较大额的亏损。虽然其中具体原因我们不得而知，但从结果来看，中东的聚氨酯项目竞争力也并不好。

表 3：各企业主要 MDI 基地财务情况（亿元）

			2022	2023	2024H1
万华	宁波	收入	342.6	335.2	174.4
		净利润	65.4	44.1	17.5
		净利率	19%	13%	10%
	匈牙利	收入	241.4	192.9	100.7
		净利润	15.8	6.3	1.0
		净利率	7%	3%	1%
亨斯迈	上海	收入	63.1	58.7	28.6
		净利润	6.2	3.2	2.6
		净利率	10%	5%	9%
陶氏	沙特	收入	93.4	56.8	
		净利润	-11.1	-20.0	
		净利率	-12%	-35%	

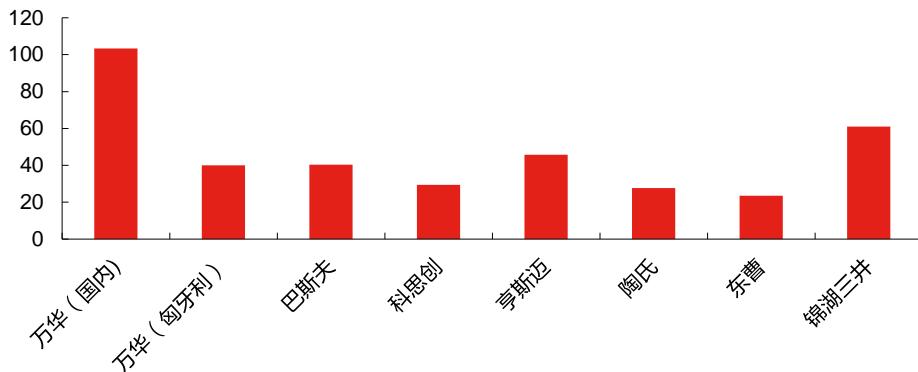
数据来源：公司公告，东方证券研究所

从上述分析，我们可以得出两点结论：1) 同等区位和配套情况下，万华的技术与规模优势更强；2) 不同区域比较，中国地区的成本竞争力明显强于其他地区。因此结合四家欧美 MDI 企业的产能区域分布与规模分布，可以推测出巴斯夫与陶氏的聚氨酯业务盈利水平与科思创和亨斯迈相当。而陶氏在中国没有生产基地，甚至有可能是几家公司中盈利水平最差的。因此，我们认为一旦 2025 年市场出现回暖的机会，我们认为这些企业的管理层都有极强的改善盈利的诉求。

表 4：主要 MDI 生产企业产能分布

	万华	巴斯夫	科思创	亨斯迈	陶氏
中国	89%	36%	38%	29%	
美国		20%	21%	36%	31%
亚洲（除中国）		12%	4%		36%
欧洲	11%	32%	38%	34%	33%

数据来源：聚氨酯工业协会，天天化工网，公司公告，东方证券研究所

图 7：各企业平均单厂产能（万吨，截止到 2024 年）


数据来源：公司公告，聚氨酯工业协会，天天化工网，东方证券研究所

2.3 新盈利中枢有望长期持续

从周期性角度分析，MDI 价格上涨实际上每隔几年总会发生一次。但我们认为本轮非常值得重视，核心在于其持续性。我们在前期《万华化学系列之八：复苏趋势下弹性凸显》与《万华化学系列之九：ADNOC 收购科思创影响分析》就探讨过万华 2018 年以来对于 MDI 的经营策略，即凭借显著的成本优势，平抑价格与盈利、限制对手的产能扩张。从三次化工行业景气低迷期的对比可以看出，万华与科思创的盈利能力差异越来越大。因此从成果来看，我们认为万华的策略执行得非常成功，2018-2024 年全球 MDI 产能共增长 227 万吨，其中万华增长 140 万吨，占比超过 60%。

表 5：化工品价差（元/吨）及万华化学与科思创聚氨酯等业务经营情况（亿元）

		2016	2019	2023
	MDI 价差	8710	8878	9732
	TDI 价差	13856	8630	12071
	PO 价差	3703	3814	3719
万华化学 (聚氨酯与精细化 学品和新材料业 务)	收入	191	389	912
	毛利	77	150	238
	毛利率	40%	38%	26%
	期间费率	12%	10%	5%
科思创	收入	870	970	1130
	毛利	241	215	181
	毛利率	28%	22%	16%
	期间费率	16%	15%	16%

数据来源：公司公告，Wind，东方证券研究所

我们认为这一过程中，最值得复盘的是 2020-2021 年。2020 年下半年，随着全球流动性大幅宽松，经济快速反弹，聚合 MDI 价格在半年时间中从约 12000 元/吨上涨到约 24000 元/吨，企业盈利也大幅改善。2021年初，美国德州又突发寒潮，包括 MDI 装置在内的大量化工装置被迫停产。万华火速将前期储备的烟台 50 万吨产能启用，在抢占份额的同时（2021 年国内 MDI 出口同比增长 50 万吨），及时平抑了 MDI 价格和盈利的大幅波动。

特别需要关注的是，2021 年 MDI 企业对于市场的应对与 2018 年形成鲜明反差。2017-2018 年的极度高景气，刺激了业内抛出多个扩产计划，另外行业外也有潜在进入者规划尝试 MDI。而 2021 年，虽然企业盈利得到明显改善，但并未出现类似 2017-2018 年的暴利，因此行业的发展态势也显得明显有序。

表 6：2018 年与 2021 年 MDI 企业经营策略对比

		2018	后续	2021	后续
业 内	巴斯夫	在美国路易斯安那州 扩建 30 万吨产能	2019 年开 始建设	其中 10 万吨于 2021 年底投产	剩余 20 万吨预 计 2026 年放量
	科思创	在美国德州新建 50 万 吨装置	2020 年宣 布暂停	重启计划，并表示 可能在中国	2022 年宣布暂停
	亨斯迈	2019 年正式以约 21 亿美元出售聚醚产业			无
业 外	陶氏	无		无	
	康奈尔	在福建规划 40 万吨		2019 年被 万华收购	
	巨力	在新疆规划 40 万吨		2023 年被 万华收购	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

根据上文分析，我们判断 2025 年 MDI 景气度有望迎来修复。如果价差与盈利达到 2021 年水平，行业的发展也将更加良性，这对于万华来说意味着 MDI 将进入较长的景气周期。原因如下：

- 1) 在 2018 与 2021 年积极扩张的科思创在 24 年底被阿联酋企业 ADNOC 成功收购。我们认为 ADNOC 作为万华的长期战略合作伙伴，其对于科思创的企业发展规划应当与原股东与管理层有所差异。且参考同类案例，沙特阿美收购阿朗新科后，经历九年时间重整，才开始新的扩产投资（具体见《万华化学系列之九：ADNOC 收购科思创影响分析》）。因此，从主观和客观上，我们认为科思创都不具备立刻开启扩产规划的条件。
- 2) 亨斯迈与陶氏的聚氨酯业务过去多年表现不佳，财务情况显著恶化。我们认为这两家企业在行业景气度回升时，应当更倾向于维护行业盈利，修复自身资产负债表与分红能力，响应股东诉求。
- 3) 巴斯夫作为全球最大的化工企业，业务更加多元与丰富，MDI 业务在过去几年的发展路径也更加独立自主。不过 2019 年以后，其财务情况也每况愈下。而且我们认为近几年巴斯夫的主要重心在于湛江巴斯夫项目与扬巴二期项目。在美国盖斯马项目以外，很难再有额外资金用于 MDI 产能的进一步扩张。（具体见《从巴斯夫战略调整看化工行业发展与绿色套利》）

表 7：巴斯夫财务情况（亿欧元）

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
EBITDA	123.5	94.0	79.9	55.6	114.5	58.2	69.0
利息支出	-3.3	-3.7	-4.7	-3.7	-3.1	-4.3	-5.4
所得税	-14.5	-11.4	-7.6	0.9	-14.3	-15.8	-10.4
资本开支	-40.0	-38.9	-38.2	-31.3	-35.3	-43.8	-54.0
有息负债增加	17.2	28.1	-24.6	8.4	-20.3	18.3	2.5
分红	-28.5	-29.4	-30.3	-30.3	-32.2	-30.4	-30.4
合计	54.4	38.8	-25.6	-0.4	9.3	-17.7	-28.6

数据来源：公司公告，东方证券研究所（合计=EBITDA+利息支出+所得税+资本开支+有息负债增加+分红）

3、分红能力有望迎来向上拐点

3.1 一体化基地规模比肩巴斯夫

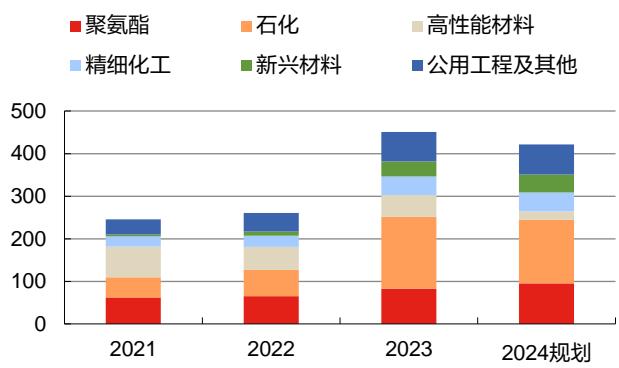
随着 2013 年起业务从 MDI 拓展到石化、新材料等更多领域，万华的资本开支开始持续提升。特别是近几年，烟台乙烯二期项目与蓬莱 PDH 项目同时建设，使得公司的资本开支大幅攀升到 400 亿以上，负债率也提升到较高水平。然而，由于石化行业景气度持续低迷，万华的石化板块盈利能力也大幅下滑，毛利率低于 5%。同时，投资者对于乙烯二期项目与蓬莱 PDH 项目的预期也转向悲观。随着红利投资策略的兴起，市场甚至出现了如此大额资金投向当下回报率明显偏低的项目，是否是在毁灭价值的疑问。

图 8：万华化学财务情况（亿元，2024 年截止到三季度）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

图 9：万华化学资本开支情况（亿元，2024 年为规划）



数据来源：公司公告，东方证券研究所

从产业发展角度出发，我们一直非常认可万华投资石化的逻辑。如果没有石化项目在后向一体化上的支撑，万华不可能实现在聚醚-聚氨酯、丙烯酸酯-水性涂料、PC/PMMA、POE 等多个产业链上的产品性能与成本控制上的突破。如果没有布局石化项目，也许万华至今还是一个简单的 MDI 供应商，市场反而会失去对于万华长期发展的期待。

然而从财务角度看，确实也不能否认，当下甚至未来一段时间，石化项目可能难以获得令人满意的回报率。不过站在当前时点，我们预计市场所担心的问题即将出现拐点式变化。过去两年高强度资本开支中，我们估计有一半以上投资在石化装置与配套公用工程上。但烟台乙烯二期项目与蓬莱石化项目投资已经临近尾声，即将进入投产阶段。后续的新增石化投资项目主要就是在福建与 ADNOC 合资的 160 万吨乙烯项目，以及烟台乙烯一期项目的原料适应性改造。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

首先，这两个项目前者是增量乙烷裂解项目，后者是将存量项目改造为乙烷裂解。受益于乙烷显著的成本优势，两个项目都有较好的盈利预期（具体见《万华化学系列之十一：福建合作项目打开新篇章》）。其次，福建项目中万华占 50% 股权，烟台改造项目投资也不会很大。我们预计万华的合计投资不会超过 150 亿元，且投资周期还需要 2-3 年时间。因此我们预计从 2025 年起，万华在石化领域的资本开支有望大幅下降，整体资本开支也将随之明显收缩。

长期来看，我们认为万华已经基本完成了一体化基地建设的目标，其发展方式预计将发生调整。一体化（Verbund）是巴斯夫历史上引以为傲的独创优势，吸引着众多化工企业争相效仿，万华也是其中一员。经过近十年的努力追赶，我们认为万华的生产一体化水平，从规模来看差距已经明显缩小。衡量一体化水平，一个简单有效的指标就是上游基础原料的生产规模。根据两家企业的公开数据，两家企业主要在建与规划石化项目都投产后，万华基础石化原料的产能将达到巴斯夫约 70%。

巴斯夫虽然总量更大，但分为七座一体化基地，最大的两座还在当下成本竞争力极弱的欧洲。反观万华，烟台与蓬莱管道互通，可以看作单一基地，基础石化原料产能达到近 500 万吨，具有非常广阔的产业链拓展空间。因此我们认为待烟台的乙烯项目与蓬莱 PDH 项目投产后，万华在发展上将更加侧重于基础原料的转化，提升聚氨酯、新材料、精细化工板块的占比。这对于财务报表的影响则是，降低重资产投资，加大研发与营销投入，最终实现投资回报率提升、周期性弱化的目标。

表 8：巴斯夫与万华乙烯、丙烯、苯产能对比（万吨）

	巴斯夫		万华化学		乙烯一期技改、福建投产
	2024 年	湛江投产	2024 年	乙烯二期、蓬莱投产	
乙烯	348	448	100	220	320*
丙烯	268	323	125	250	250**
苯	91	91		15	15
合计	707	862	225	485	585

数据来源：公司公告，东方证券研究所 (*福建按 50% 权益量计算；**可能随乙烯一期项目技改完成后原料变化而减少）

表 9：巴斯夫一体化基地情况（截止到 2024 年）

		生产装置（座）	占地（平方公里）	排名
欧洲	路德维希	110	10	1
	安特卫普	50	6	2
美洲	盖斯马	23	9.27	
	自由港	25	1.93	
亚洲	南京	16	2.42	
	关丹	13	1.5	
	湛江（在建）		9	3

数据来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 分红能力即将凸显

按照上文分析，我们预计 2025 年起，随着 MDI 景气度修复和在建项目投产转固，万华的整体 EBITDA 预计将出现明显提升。同时，由于后续石化项目资本开支强度下降，此消彼长之下，我们预计万华的分红能力将出现大幅提升。以下我们对万华未来的分红能力进行估算（简单估算，与具体财务预测不完全一致）：

首先，我们预计 MDI 景气修复后，万华整体盈利有望回升到 200 亿左右。其次，按照 23 年年报中披露的在建项目全部投产，万华固定资产原值预计将达到 2500 亿左右。按照 9% 的平均折旧率，对应每年约 230 亿折旧摊销，则万华整体 EBITDA 将提升到近 480 亿元。假设未来资本开支下降到 300 亿左右，在完全不增加负债的情况下，扣除息税后还能有 100 亿以上的资金用于股东回报。

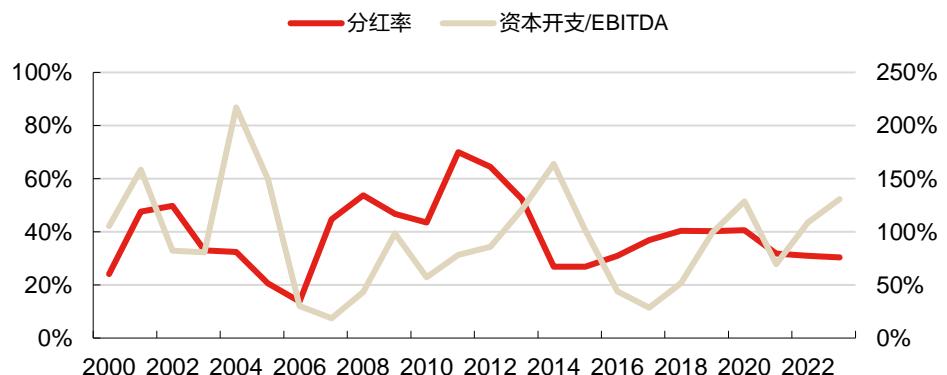
表 10：万华化学财务情况（亿元）

	2018	2019	2020	2021	2022	2023	估算
净利润	156	101	100	246	162	168	200
折旧摊销	32	46	52	82	94	114	231
EBITDA	200	181	185	397	300	328	483
利息支出	-8	-11	-11	-15	-12	-17	-17
所得税	-31	-17	-13	-41	-25	-17	-50
资本开支	-103	-178	-232	-270	-327	-431	-300
有息负债增加	22	48	241	194	-95	233	
结余	79	23	169	265	-160	96	117
分红	63	41	41	78	50	51	

数据来源：公司公告，东方证券研究所

在近两年红利投资策略兴起的情况下，万华的分红率与股息率并没有引起关注。但实际上，我们认为万华的股权架构决定了公司实际有非常强的分红意愿。万华前十大股东中的烟台中诚投资与宁波中凯信创业就是典型的员工持股平台，合计持有上市公司 20% 以上的股权。高管与重要员工除了薪酬绩效收入之外，重要的激励来源就是上市公司分红。从历史数据来看，万华的分红率与资本开支强度呈反向关联。我们认为近几年主要由于公司处于高资本投入期，因此适当降低了分红率。按照我们上述假设，万华后续的资本开支/EBITDA 可能降低到 60% 左右。按照历史情况，在投资强度较低且无重大项目规划的情况下（如 2007-2012 年），万华的分红率可以达到 40% 以上的水平，对应就是 80 亿元以上的分红金额。届时，万华从股息率角度也将具有明显的吸引力。

图 10：万华化学生历史分红率与资本开支/EBITDA 关联



数据来源：公司公告，东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

4、投资建议

结合近期产品价格变化、新项目投产进度、以及公司各项费率情况，我们调整公司 24-26 年公司每股盈利 EPS 预测为 4.76、5.91 和 6.83 元（原预测 5.82、6.89 和 8.00 元）。25 年可比公司 PE 估值为 15 倍，由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出给予 15% 估值溢价对应 25 年 17 倍 PE，给予目标价 100.47 元，维持买入评级。

表 11：可比公司估值（截止到 2025 年 1 月 15 日）

公司	每股收益（元）				市盈率			
	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
华鲁恒升	1.68	1.96	2.39	2.77	12.39	10.66	8.73	7.54
荣盛石化	0.11	0.20	0.44	0.64	78.23	44.55	20.41	13.95
联泓新科	0.33	0.27	0.34	0.51	40.63	50.04	39.95	26.77
扬农化工	3.85	3.26	4.11	4.87	13.87	16.35	12.98	10.97
新和成	0.88	1.81	2.00	2.22	25.07	12.22	11.05	9.96
调整后平均						24.00	15.00	12.00

数据来源：Wind，东方证券研究所

5、风险提示

- 1) 宏观经济风险：万华产品覆盖面很广，特别是占比较大的 MDI 业务，受宏观经济影响较大。如果经济下滑，MDI 等产品的需求低于预期，会导致产品销量、价格和盈利低于预期。
- 2) 原油价格波动风险：万华主要原料为纯苯和丙烷，价格与原油相关度较高，如果油价大幅波动，会导致成本和存货随之波动，进而使盈利低于预期。
- 3) 新项目进展风险：未来盈利增长主要来自 MDI 销量增长和乙烯一体化等新项目投放，如果新项目进度低于预期，则盈利也会低于预期。
- 4) 产能统计偏差风险：报告中统计的产能主要来自公司公告与第三方数据，可能与实际情况存在偏差，导致分析结论偏差。
- 5) 假设条件变化影响测算结果：文中模拟测算基于设定的前提假设基础之上，存在假设条件发生变化导致结果与实际情况有偏差的风险。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E
货币资金	18,989	23,710	8,939	24,878	39,977	营业收入	165,565	175,361	178,788	216,207	229,484
应收票据、账款及款项融资	10,315	10,842	9,909	11,983	12,719	营业成本	138,132	145,926	148,820	181,353	190,723
预付账款	1,277	2,203	1,768	2,138	2,269	销售费用	1,153	1,346	1,418	1,560	1,560
存货	18,185	20,650	22,001	26,811	28,196	管理费用	1,966	2,450	2,548	2,752	2,862
其他	2,766	4,460	4,737	5,002	5,096	研发费用	3,420	4,081	4,326	4,585	4,861
流动资产合计	51,532	61,864	47,356	70,812	88,257	财务费用	1,235	1,676	2,126	1,995	1,754
长期股权投资	6,229	7,046	7,046	7,046	7,046	资产、信用减值损失	256	178	110	169	176
固定资产	78,558	98,764	117,185	142,110	143,979	公允价值变动收益	173	82	82	82	82
在建工程	34,727	47,663	52,695	15,186	15,195	投资净收益	408	621	621	621	621
无形资产	9,980	10,786	10,296	9,805	9,315	其他	(145)	(16)	(35)	(240)	(312)
其他	19,817	26,917	26,909	26,900	26,892	营业利润	19,839	20,389	20,108	24,255	27,938
非流动资产合计	149,311	191,176	214,130	201,048	202,426	营业外收入	45	64	64	64	64
资产总计	200,843	253,040	261,486	271,860	290,684	营业外支出	343	444	444	444	444
短期借款	44,019	43,526	60,581	43,526	43,526	利润总额	19,541	20,010	19,729	23,876	27,559
应付票据及应付账款	24,205	45,594	33,617	40,966	43,083	所得税	2,499	1,710	2,762	3,343	3,858
其他	26,792	19,537	12,524	16,558	16,988	净利润	17,042	18,300	16,967	20,533	23,701
流动负债合计	95,017	108,657	106,723	101,051	103,597	少数股东损益	808	1,484	2,011	1,976	2,252
长期借款	15,968	39,811	39,811	39,811	39,811	归属于母公司净利润	16,234	16,816	14,956	18,557	21,449
应付债券	200	0	0	0	0	每股收益(元)	5.17	5.36	4.76	5.91	6.83
其他	8,321	10,118	10,118	10,118	10,118						
非流动负债合计	24,489	49,929	49,929	49,929	49,929						
负债合计	119,506	158,586	156,652	150,979	153,525						
少数股东权益	4,492	5,798	7,809	9,785	12,036						
实收资本(或股本)	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140						
资本公积	2,160	1,816	1,816	1,816	1,816						
留存收益	72,055	83,848	92,070	106,140	120,166						
其他	(510)	(148)	0	0	0						
股东权益合计	81,337	94,454	104,834	120,881	137,158						
负债和股东权益总计	200,843	253,040	261,486	271,860	290,684						
现金流量表						主要财务比率					
单位:百万元	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	2022A	2023A	2024E	2025E	2026E	
净利润	17,042	18,300	16,967	20,533	23,701						
折旧摊销	8,184	10,323	11,996	15,500	18,505						
财务费用	1,235	1,676	2,126	1,995	1,754						
投资损失	(408)	(621)	(621)	(621)	(621)						
营运资金变动	13,363	2,987	(12,202)	1,005	189						
其它	(3,079)	(5,869)	176	87	95						
经营活动现金流	36,337	26,797	18,442	38,500	43,623						
资本支出	(30,912)	(44,229)	(35,050)	(2,550)	(20,050)						
长期投资	(2,299)	(817)	0	0	0						
其他	(1,114)	216	708	702	702						
投资活动现金流	(34,325)	(44,830)	(34,342)	(1,847)	(19,347)						
债权融资	(491)	29,091	(7,065)	2,823	0						
股权融资	(1)	(344)	0	0	0						
其他	(16,696)	(5,938)	8,194	(23,537)	(9,177)						
筹资活动现金流	(17,188)	22,809	1,129	(20,714)	(9,177)						
汇率变动影响	(26)	(92)	-0	-0	-0						
现金净增加额	(15,202)	4,684	(14,771)	15,938	15,099	EV/EBITDA	13.5	12.9	12.8	10.9	9.6
ROE	22.3%	20.3%	16.1%	17.8%	18.2%						
ROIC	12.7%	12.2%	9.7%	10.9%	11.8%						
偿债能力						偿债能力					
资产负债率	59.5%	62.7%	59.9%	55.5%	52.8%						
净负债率	54.6%	72.2%	88.7%	52.0%	34.8%						
流动比率	0.54	0.57	0.44	0.70	0.85						
速动比率	0.35	0.38	0.24	0.43	0.58						
营运能力						营运能力					
应收账款周转率	18.7	19.3	18.8	19.8	18.6						
存货周转率	7.6	7.5	6.9	7.4	6.9						
总资产周转率	0.8	0.8	0.7	0.8	0.8						
每股指标(元)						每股指标(元)					
每股收益	5.17	5.36	4.76	5.91	6.83						
每股经营现金流	11.57	8.53	5.87	12.26	13.89						
每股净资产	24.47	28.24	30.90	35.38	39.85						
估值比率						估值比率					
市盈率	13.0	12.5	14.1	11.4	9.8						
市净率	2.7	2.4	2.2	1.9	1.7						
EV/EBITDA	9.7	8.8	8.3	6.8	5.9						
EV/EBIT	13.5	12.9	12.8	10.9	9.6						

资料来源：东方证券研究所

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内行业或公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准（A 股市场基准为沪深 300 指数，香港市场基准为恒生指数，美国市场基准为标普 500 指数）；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业 的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfqz.com.cn

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。