



# 万华化学 (600309.SH)

买入 (维持评级)

公司点评  
证券研究报告

## 收入增长，MDI 价格有所上涨

### 事件

公司发布 2024 年业绩预告，2024 年公司实现营收 1820.69 亿元，同比+3.83%，归母净利润 130.33 亿元，同比-22.49%。其中 4 季度单季，公司实现营业收入 344.65 亿元，归母净利润 19.4 亿，扣非后归母净利润 24.31 亿元。

### 分析

**4 季度有一部分投资项目计提资产减值准备或报废处理。**2024 年公司主要产品销量持续增长，但受市场价格和原料成本波动因素影响，整体毛利同比基本持平；公司科研投入持续增加，销售、管理、财务等三项费用同比增长；同时对部分投资项目计提资产减值准备或报废处理，2024 年归属于上市公司股东的净利润比上年同期下降 22.49%。公司积极应对全球经济贸易不确定性影响，不断深化全球渠道布局，通过数智化资源投入，持续提升装置自主运行水平，多套装置完成技改扩能。

**4 季度 MDI 价格有所上升，价差有一定扩大。主要产品：**纯 MDI 产品：和 3 季度相比，4 季度需求平稳，市场均价在 18676 元/吨左右。聚合 MDI 产品：和 3 季度相比，4 季度冰箱冷柜受以旧换新政策影响需求上升，市场需求略有好转，外销市场保持稳定，4 季度市场均价在 18178 元/吨左右。TDI 产品：家居行业原料和成品库存较高，TDI 市场需求较弱，4 季度市场均价在 12925 元/吨左右。软泡聚醚产品：4 季度家居和汽车行业需求同比下滑，软泡聚醚 4 季度市场均价在 8725 元/吨左右。**主要原材料：**纯苯：2024 年 4 季度，纯苯均价为 7420 元/吨，环比 3 季度下跌-12.95%。煤炭：2024 年 4 季度，动力煤均价 722 元/吨，环比 3 季度下跌 3.48%。2024 年 4 季度丙烷 CP 均价 627 美元/吨，环比 3 季度上涨 5.03%。

### 盈利预测、估值与评级

我们预计 2025-2026 年公司归母净利润分别为 189.83 (+35.84%)、206.77 (+8.93%) 亿元，对应 EPS 分别为 6.05、6.59 元/股，当前市值对应的 PE 分别为 11.35X、10.42X，维持“买入”评级。

### 风险提示

原材料剧烈波动风险，需求不足影响销量和产品价格，新项目投放不达预期。

### 基础化工组

分析师：陈屹 (执业 S1130521050001)

chenyi3@gjzq.com.cn

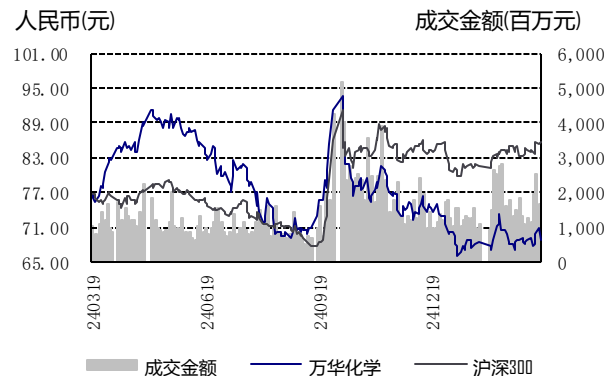
分析师：王明辉 (执业 S1130521080003)

wangmh@gjzq.com.cn

市价 (人民币)：68.60 元

### 相关报告：

- 《公司研究：万华化学月报跟踪》，2025.1.24
- 《万华化学公司点评：收入增长，业绩下滑为价差收窄所致》，2024.10.29
- 《万华化学公司点评：业绩符合预期，坚持高质量成长》，2024.8.13



### 公司基本情况 (人民币)

项目	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	182,069	217,664	230,681
营业收入增长率	13.76%	5.92%	3.83%	19.55%	5.98%
归母净利润(百万元)	16,234	16,816	13,975	18,983	20,677
归母净利润增长率	-34.14%	3.59%	-16.90%	35.84%	8.93%
摊薄每股收益(元)	5.170	5.356	4.451	6.046	6.586
每股经营性现金流净额	11.49	8.48	9.84	12.84	13.70
ROE(归属母公司)(摊薄)	21.13%	18.97%	14.18%	16.73%	15.90%
P/E	17.92	14.34	15.41	11.35	10.42
P/B	3.79	2.72	2.19	1.90	1.66

来源：公司年报、国金证券研究所



附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
主营业务收入	145,538	165,565	175,361	182,069	217,664	230,681
增长率		13.8%	5.9%	3.8%	19.6%	6.0%
主营业务成本	-107,317	-138,132	-145,926	-152,061	-181,267	-191,583
%销售收入	73.7%	83.4%	83.2%	83.5%	83.3%	83.1%
毛利	38,221	27,433	29,435	30,008	36,398	39,099
%销售收入	26.3%	16.6%	16.8%	16.5%	16.7%	16.9%
营业税金及附加	-880	-913	-960	-1,092	-1,306	-1,384
%销售收入	0.6%	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.6%
销售费用	-1,052	-1,153	-1,346	-1,420	-1,698	-1,799
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
管理费用	-1,892	-1,966	-2,450	-2,695	-3,221	-3,414
%销售收入	1.3%	1.2%	1.4%	1.5%	1.5%	1.5%
研发费用	-3,168	-3,420	-4,081	-4,242	-5,115	-5,467
%销售收入	2.2%	2.1%	2.3%	2.3%	2.4%	2.4%
息税前利润 (EBIT)	31,230	19,981	20,598	20,559	25,057	27,034
%销售收入	21.5%	12.1%	11.7%	11.3%	11.5%	11.7%
财务费用	-1,479	-1,235	-1,676	-2,738	-3,086	-3,102
%销售收入	1.0%	0.7%	1.0%	1.5%	1.4%	1.3%
资产减值损失	0	0	0	-1,800	0	0
公允价值变动收益	7	173	82	120	0	0
投资收益	492	408	621	600	600	600
%税前利润	1.7%	2.1%	3.1%	3.5%	2.6%	2.4%
营业利润	29,425	19,839	20,389	17,466	23,324	25,285
营业利润率	20.2%	12.0%	11.6%	9.6%	10.7%	11.0%
营业外收支	-274	-298	-379	-97	-180	-190
税前利润	29,151	19,541	20,010	17,369	23,144	25,095
利润率	20.0%	11.8%	11.4%	9.5%	10.6%	10.9%
所得税	-4,112	-2,499	-1,710	-1,980	-2,662	-2,886
所得税率	14.1%	12.8%	8.5%	11.4%	11.5%	11.5%
净利润	25,039	17,042	18,300	15,389	20,483	22,209
少数股东损益	391	808	1,484	1,414	1,500	1,532
归属于母公司的净利润	24,649	16,234	16,816	13,975	18,983	20,677
净利率	16.9%	9.8%	9.6%	7.7%	8.7%	9.0%

现金流量表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
净利润	25,039	17,042	18,300	15,389	20,483	22,209
少数股东损益	391	808	1,484	1,414	1,500	1,532
非现金支出	8,161	9,354	11,389	14,786	15,055	16,855
非经营收益	785	864	2,280	5,777	3,521	3,648
营运资金变动	-7,323	8,821	-5,351	-5,063	1,248	313
经营活动现金净流	26,662	36,081	26,619	30,889	40,306	43,026
资本开支	-26,845	-32,614	-43,070	-32,000	-32,197	-31,512
投资	-1,996	-2,144	-1,870	-80	-256	-100
其他	83	434	110	500	479	447
投资活动现金净流	-28,758	-34,325	-44,830	-31,580	-31,974	-31,165
股权募资	305	850	76	0	0	0
债权募资	24,925	-6,310	33,887	22,162	7,116	-1,357
其他	-7,683	-11,753	-11,246	-7,455	-8,025	-8,143
筹资活动现金净流	17,546	-17,214	22,717	14,707	-910	-9,500
现金净流量	15,451	-15,458	4,506	14,015	7,422	2,361

资产负债表 (人民币百万元)

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
货币资金	34,216	18,989	23,710	37,725	45,148	47,509
应收款项	16,670	11,314	11,828	17,109	20,156	21,362
存货	18,282	18,185	20,650	29,162	34,763	36,742
其他流动资产	3,123	3,045	5,676	6,486	7,070	7,276
流动资产	72,291	51,532	61,864	90,483	107,137	112,889
%总资产	38.0%	25.7%	24.4%	30.6%	32.5%	32.2%
长期投资	5,270	7,717	8,690	8,990	9,367	9,620
固定资产	94,585	115,622	149,218	174,128	189,992	203,177
%总资产	49.7%	57.6%	59.0%	58.8%	57.6%	58.0%
无形资产	9,275	11,302	12,972	14,890	16,368	18,012
非流动资产	118,018	149,311	191,176	205,565	222,907	237,630
%总资产	62.0%	74.3%	75.6%	69.4%	67.5%	67.8%
资产总计	190,310	200,843	253,040	296,048	330,044	350,518
短期借款	58,095	47,218	52,060	72,757	80,527	80,020
应付款项	21,656	25,605	47,294	41,880	49,924	52,767
其他流动负债	18,251	22,194	9,304	24,097	26,460	27,296
流动负债	98,002	95,017	108,657	138,733	156,912	160,082
长期贷款	15,644	15,968	39,811	39,311	40,656	39,807
其他长期负债	4,968	8,521	10,118	12,243	10,314	10,340
负债	118,614	119,506	158,586	190,286	207,882	210,229
普通股股东权益	68,499	76,845	88,656	98,549	113,450	130,046
其中：股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
未分配利润	60,848	69,232	81,025	90,918	105,819	122,415
少数股东权益	3,197	4,492	5,798	7,212	8,712	10,244
负债股东权益合计	190,310	200,843	253,040	296,048	330,044	350,518

比率分析

	2021	2022	2023	2024E	2025E	2026E
每股指标						
每股收益	7.851	5.170	5.356	4.451	6.046	6.586
每股净资产	21.817	24.475	28.237	31.388	36.134	41.419
每股经营现金净流	8.492	11.492	8.478	9.838	12.837	13.704
每股股利	2.000	1.300	1.300	1.300	1.300	1.300
回报率						
净资产收益率	35.98%	21.13%	18.97%	14.18%	16.73%	15.90%
总资产收益率	12.95%	8.08%	6.65%	4.72%	5.75%	5.90%
投入资本收益率	18.40%	12.01%	10.07%	8.34%	9.09%	9.17%
增长率						
主营业务收入增长率	98.19%	13.76%	5.92%	3.83%	19.55%	5.98%
EBIT增长率	148.07%	-36.02%	3.09%	-0.19%	21.88%	7.89%
净利润增长率	145.47%	-34.14%	3.59%	-16.90%	35.84%	8.93%
总资产增长率	42.28%	5.53%	25.99%	17.00%	11.48%	6.20%
资产管理能力						
应收账款周转天数	18.8	19.5	18.9	24.0	24.0	24.0
存货周转天数	45.9	48.2	48.6	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	35.0	32.3	35.1	40.0	40.0	40.0
固定资产周转天数	163.6	173.2	205.6	213.5	181.7	170.1
偿债能力						
净负债/股东权益	54.16%	54.18%	72.01%	70.16%	62.12%	51.45%
EBIT利息保障倍数	21.1	16.2	12.3	7.5	8.1	8.7
资产负债率	62.33%	59.50%	62.67%	64.28%	62.99%	59.98%

来源：公司年报、国金证券研究所



市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	3	7	17	28	90
增持	0	0	0	1	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.00	1.00	1.03	1.00

来源：聚源数据

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2023-11-09	买入	83.38	N/A
2	2024-02-03	买入	67.71	N/A
3	2024-02-27	买入	76.80	N/A
4	2024-03-19	买入	78.99	N/A
5	2024-04-19	买入	87.21	N/A
6	2024-08-13	买入	74.92	N/A
7	2024-10-29	买入	79.60	N/A
8	2025-01-24	买入	68.06	N/A

来源：国金证券研究所

投资评级的说明：

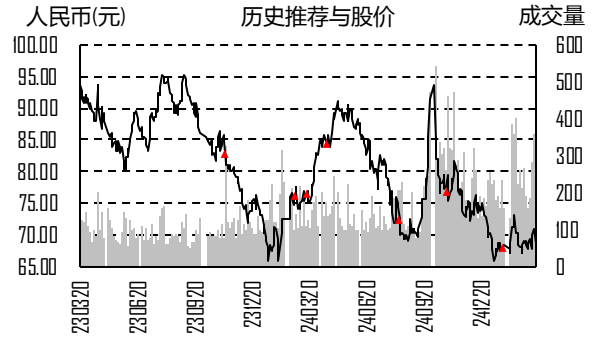
- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

- 1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
- 3.01~4.0=减持





**特别声明：**

国金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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】  
国金证券研究服务



【公众号】  
国金证券研究