

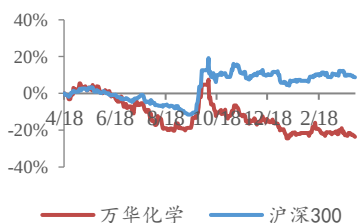
公司经营稳健，产销量稳步增长

投资评级：买入（维持）

报告日期：2025-04-21

收盘价（元）	55.00
近 12 个月最高/最低（元）	93.75/54.89
总股本（百万股）	3140
流通股本（百万股）	3140
流通股比例（%）	100.00
总市值（亿元）	1727
流通市值（亿元）	1727

公司价格与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

分析师：潘宁馨

执业证书号：S0010524070002

电话：13816562460

邮箱：pannx@hazq.com

相关报告

- 三季度业绩短期承压，新产能落地持续成长 2024-10-29
- 二季度业绩符合预期，新产能落地持续成长 2024-08-13
- 全面拆分未来 3 年国内 MDI 需求 2024-07-16

主要观点：

● 事件描述

事件 1: 4 月 14 日，万华化学发布 2024 年度报告，实现营业收入 1820.69 亿元，同比增加 3.83%；实现归母净利润 130.33 亿元，同比减少 22.49%；实现扣非归母净利润 133.59 亿元，同比减少 18.74%；实现基本每股收益 4.15 元/股。其中，第四季度实现营业收入 344.65 亿元，同比/环比-19.49%/-31.80%；实现归母净利润 19.40 亿元，同比/环比-52.83%/-33.55%；实现扣非归母净利润 24.31 亿元，同比/环比-39.39%/-14.07%。

事件 2: 公司于同日发布 2025 年一季报，25Q1 实现收入 430.68 亿元，同比/环比-6.70%/+24.96%；归母净利润 30.82 亿元，同比/环比-25.87%/+58.89%；扣非归母净利润 30.40 亿元，同比/环比-26.33%/+25.07%。

● 全年产销量提升经营稳健，减值报废影响业绩

2024 年全年，公司经营层面较为稳健。盈利指标下滑主因计提大额减值损失和非流动资产报废损失。

聚氨酯板块：公司聚氨酯板块营业收入 758.44 亿元，同比+12.55%；毛利率 26.15%，同比-1.54pct。聚氨酯系列产品产量/销量 580 万吨/564 万吨，同比增加 81 万吨/75 万吨。2024 年下半年受下游家电国补和四季度抢出口提振，聚合 MDI 价格价差良好，纯 MDI、TDI、软泡聚醚因需求低迷而相对承压。展望后市，板块产销量有望继续增长，万华福建第二套 33 万吨/年 TDI 项目预计 2025 年 5 月份建成投产；万华福建 MDI 将技改扩能新增 70 万吨/年，预计 2026 年第二季度完成。

石化板块：公司石化板块营业收入 725.18 亿元，同比+4.60%；毛利率 3.52%，同比+0.01pct。石化系列产品产量/销量 544 万吨/547 万吨，同比增加 69 万吨/75 万吨，2024 年万华蓬莱一期 PDH 等项目完成建设并实现一次性开车成功带来部分增量。全年石化在高油价下仍处于相对承压状态，产品同比表现分化，华东 LLDPE 膜级/华东苯乙烯/山东丙烯/山东正丁醇/华北丙烯酸/华北丙烯酸丁酯/山东 NPG 加氢法/山东丁二烯/山东 MTBE 均价同比 +2.70%/+9.52%/-0.86%/-1.73%/+1.03%/-1.38%/+4.75%/+39.79%/-11.88%。展望后市，新增产能驱动产销量增长，2025 年初，万华烟台 25 万吨/年 LDPE 装置一次性开车成功；公司参与的合资公司将启动在福建省福州市建设一套特种聚烯烃一体化设施。此外，公司近期拟采用增资扩股方式引进拥有丰富 LPG 资源的境外化工企业作为战略投资者，以保证 LPG 原料的长期稳定供应。

● 25Q1 主要产品价差走弱影响业绩

25Q1 聚氨酯/石化/新材料板块产量分别 147/141/62 万吨，分别环比变化

-7.5/+2.9/-3.1%；聚氨酯/石化/新材料板块销量分别 145/133/54 万吨，分别环比变化-5.8/-5.0/-11.5%；产品及原料价格方面，25Q1 受春节假期影响，聚氨酯行业下游需求进入传统淡季，主流产品价格及价差呈现下行趋势；石化系列产品受需求不足以及原油下跌影响普遍承压；新材料板块盈利相对稳定。

● 聚氨酯+新材料产能逐步落地，业绩成长可期

根据年报，2024 年底公司 MDI、TDI、聚醚年产能 380、111、159 万吨。公司有序推进福建 MDI 以及福建 TDI 新装置建设及投产，在建项目投产后 MDI/TDI 产能将达到 450/144 万吨，进一步巩固规模优势，未来 MDI、TDI 供给格局有望继续向好，在聚氨酯领域，产能+成本均具有明显优势。2024 年内，POE 项目、柠檬醛及衍生物项目、尼龙 12 弹性体、MQ 树脂已经投产，未来柠檬醛、维生素、香精香料产业链将相继打通。公司三位一体布局，多个项目陆续投放，推动公司新材料业务快速发展。

● 投资建议

我们预计公司 2025-2027 年实现归母净利润分别为 143.58、165.02、173.74 亿元（2025-2026 原值 207.67、236.12 亿元），当前股价对应 PE 分别为 12.02、10.46、9.94 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

- (1) 项目建设进度不及预期的风险；
- (2) 项目审批进度不及预期的风险；
- (3) 原材料价格大幅波动的风险；
- (4) 产品价格大幅下跌的风险。

● 重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2025A	2026E	2027E	2028E
营业收入	182069	213769	232134	237850
收入同比 (%)	3.8%	17.4%	8.6%	2.5%
归属母公司净利润	13033	14358	16502	17374
净利润同比 (%)	-22.5%	10.2%	14.9%	5.3%
毛利率 (%)	16.2%	15.1%	15.8%	15.7%
ROE (%)	13.8%	12.7%	13.2%	12.2%
每股收益 (元)	4.15	4.57	5.26	5.53
P/E	17.19	12.02	10.46	9.94
P/B	2.37	1.53	1.38	1.21
EV/EBITDA	9.27	7.01	4.98	5.64

资料来源：wind，华安证券研究所

财务报表与盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2026E	2027E	会计年度	2025A	2026E	2026E	2027E
流动资产	7115	8525	10975	13915	营业收入	10020	11589	14297	17991
现金	1218	2308	3183	4202	营业成本	7654	8635	10490	13192
应收账款	2042	2178	2808	3527	营业税金及附加	80	90	113	141
其他应收款	46	53	62	81	销售费用	359	429	540	673
预付账款	418	364	455	616	管理费用	395	464	572	720
存货	1826	1777	2258	2901	财务费用	20	50	45	42
其他流动资产	1565	1844	2210	2588	资产减值损失	-19	48	40	44
非流动资产	7618	7756	7798	7763	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	46	46	45	45	投资净收益	-66	39	46	0
固定资产	5027	5635	6051	6398	营业利润	990	1589	2089	2414
无形资产	853	984	1098	1221	营业外收入	10	0	0	0
其他非流动资产	1692	1092	604	98	营业外支出	11	0	0	0
资产总计	14733	16281	18774	21678	利润总额	989	1589	2089	2414
流动负债	3489	3970	4644	5455	所得税	98	227	291	341
短期借款	1545	1745	1945	2145	净利润	891	1362	1798	2073
应付账款	614	772	922	1132	少数股东损益	23	20	26	30
其他流动负债	1331	1453	1778	2178	归属母公司净利润	868	1342	1773	2043
非流动负债	679	679	679	679	EBITDA	1633	2387	2970	3374
长期借款	279	279	279	279	EPS (元)	1.05	1.58	2.09	2.41
其他非流动负债	399	399	399	399					
负债合计	4168	4649	5323	6134					
少数股东权益	488	508	534	564					
股本	846	846	846	846					
资本公积	3523	3523	3523	3523					
留存收益	5708	6755	8548	10610					
归属母公司股东权益	10077	11124	12917	14979					
负债和股东权益	14733	16281	18774	21678					

现金流量表					主要财务比率				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2025A	2026E	2026E	2027E	会计年度	2025A	2026E	2026E	2027E
经营活动现金流	231	2038	1508	1711	成长能力				
净利润	891	1362	1798	2073	营业收入	3.8%	17.4%	8.6%	2.5%
折旧摊销	556	747	836	918	营业利润	-11.9%	3.8%	14.9%	5.3%
财务费用	17	62	68	74	归属于母公司净利润	-22.5%	10.2%	14.9%	5.3%
投资损失	66	-39	-46	0	获利能力				
营运资金变动	-1327	-39	-1101	-1310	毛利率 (%)	16.2%	15.1%	15.8%	15.7%
其他经营现金流	2246	1345	2853	3339	净利率 (%)	7.2%	6.7%	7.1%	7.3%
投资活动现金流	-366	-791	-785	-838	ROE (%)	13.8%	12.7%	13.2%	12.2%
资本支出	-263	-821	-826	-831	ROIC (%)	8.3%	7.4%	8.1%	7.7%
长期投资	-109	-9	-5	-7	偿债能力				
其他投资现金流	5	39	46	0	资产负债率 (%)	64.7%	58.6%	63.5%	54.1%
筹资活动现金流	322	-159	132	126	净负债比率 (%)	183.4%	141.7%	173.9%	117.8%
短期借款	597	200	200	200	流动比率	0.56	0.57	0.75	0.71
长期借款	-149	0	0	0	速动比率	0.31	0.27	0.53	0.40
普通股增加	62	0	0	0	营运能力				
资本公积增加	834	0	0	0	总资产周转率	0.67	0.72	0.69	0.66
其他筹资现金流	-1022	-359	-68	-74	应收账款周转率	16.97	18.26	18.11	17.76
现金净增加额	189	1090	875	1019	应付账款周转率	7.34	9.35	8.84	8.42

资料来源:公司公告, 华安证券研究所

重要声明

分析师声明

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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

华安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。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，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。本公司并保留追究其法律责任的权利。

投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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；美国市场以纳斯达克指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。