

万华化学 (600309.SH)

三季度归母净利下滑，新项目稳步推进

优于大市

核心观点

2024年三季度公司营收同比提升，归母净利润同环比下滑。公司2024年三季度营收505.4亿元（同比+12%，环比-1%），归母净利润29.2亿元（同比-29%，环比-27%）；销售毛利率/净利率为13.4%/6.6%，同环比下滑；期间费用率5.8%，同环比略有提升。三季度营收同比提升，但归母净利润、毛利率、净利率同环比下滑，盈利短期承压。2024年前三季度，公司多套装置完成技改扩产及新产能投产，主要产品产销量实现同比增长。然而，部分主营产品价格同比下降，但主要原材料价格持续维持高位，同时公司烟台、欧洲主要装置集中检修，导致三季度利润同比下降。

聚氨酯板块营收及产销量均同比增长，需求整体疲软。2024年三季度公司聚氨酯板块营收187.9亿元（同比+8.5%，环比+4.7%），产量/销量为138/141万吨（同比+16%/+14%，环比-6%/+2%）。2024年第三季度，聚氨酯下游需求整体疲软，纯MDI、TDI等产品价格出现下降趋势，纯MDI/聚合MDI/TDI/软泡聚醚三季度市场均价分别约为1.95/1.78/1.35/0.87万元/吨。其中，纯MDI面临需求疲软，下游成品库存积压，行业内部竞争加剧；聚合MDI受益于冰箱冷柜以旧换新政策的推动，需求有所上升，叠加建筑市场需求的略微回暖和外销市场的稳定；TDI需求较弱，家居行业原料和成品库存较高；软泡聚醚产品受到家居和汽车行业需求同比下降的影响。

石化板块营收同环比提升，销量环比下滑。2024年三季度公司石化板块营收224.0亿元（同比+42.4%，环比+6.4%），产量/销量为130/132万吨（环比-6%/-6%）。受国际原油价格波动、石化下游需求偏弱等因素影响，石化行业虽然略有复苏但整体利润仍处于相对较低水平。

精细化学品及新材料板块产销量同比增加。2024年三季度公司精细化学品及新材料板块营收70.2亿元（同比+10.9%，环比+2.1%），产量/销量为45/50万吨（同比+15%/+16%，环比-15%/+4%）。一期POE、柠檬醛项目已经投产，香精香料等新兴业务产业化推进中。

风险提示：项目投产不及预期；原材料价格上涨；下游需求不及预期等。

投资建议：公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，但由于地产需求持续疲弱等不利因素影响，聚氨酯下游需求略不及预期，叠加成本高位，我们谨慎下调公司2024-2026年归母净利润预测为147.08/172.72/189.44亿元（原值为173.21/199.38/218.51亿元），对应EPS为4.68/5.50/6.03元，当前股价对应PE为17.0/14.5/13.2X，维持“优于大市”评级。

盈利预测和财务指标

	2022	2023	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	165,565	175,361	197,966	224,452	244,429
(+/-%)	13.8%	5.9%	12.9%	13.4%	8.9%
归母净利润(百万元)	16234	16816	14708	17272	18944
(+/-%)	-34.1%	3.6%	-12.5%	17.4%	9.7%
每股收益(元)	5.17	5.36	4.68	5.50	6.03
EBIT Margin	12.1%	11.7%	11.1%	11.3%	11.4%
净资产收益率(ROE)	21.1%	19.0%	15.4%	16.7%	16.9%
市盈率(PE)	15.4	14.9	17.0	14.5	13.2
EV/EBITDA	13.1	13.3	12.4	10.6	9.9
市净率(PB)	3.25	2.82	2.62	2.41	2.23

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

注：摊薄每股收益按最新总股本计算

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

公司研究·财报点评

基础化工·化学制品

证券分析师：杨林

010-88005379

yanglin6@guosen.com.cn

S0980520120002

证券分析师：余双雨

021-60375485

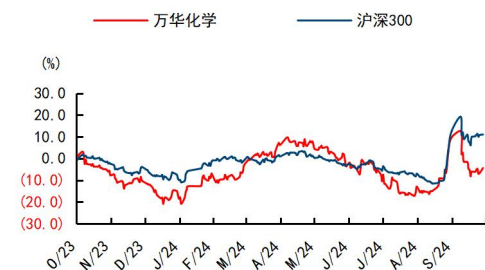
yushuangyu@guosen.com.cn

S0980523120001

基础数据

投资评级	优于大市(维持)
合理估值	
收盘价	79.60元
总市值/流通市值	249924/249924百万元
52周最高价/最低价	100.40/66.78元
近3个月日均成交额	1440.54百万元

市场走势



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

相关研究报告

- 《万华化学(600309.SH)-二季度盈利同环比略降，新项目稳步推进》——2024-08-13
- 《万华化学(600309.SH)-建设特种聚烯烃项目，乙烷原料保障经济性》——2024-07-26
- 《万华化学(600309.SH)-一期POE装置开车成功，国产化进程加速》——2024-07-03
- 《万华化学(600309.SH)-乙烯装置原料升级，提升碳二项目竞争力》——2024-06-17
- 《万华化学(600309.SH)-多项目顺利推进，聚氨酯龙头产线持续拓宽》——2024-05-24

2024 年三季度公司营收同比提升，归母净利润同环比下滑。公司 2024 年三季度营收 505.4 亿元（同比+12%，环比-1%），归母净利润 29.2 亿元（同比-29%，环比-27%），扣非归母净利润 28.3 亿元（同比-31%，环比-29%）；销售毛利率/净利率为 13.4%/6.6%，同环比下滑；期间费用率 5.8%，同环比略有提升。三季度营收同比提升，但归母净利润、毛利率、净利率同环比下滑，盈利短期承压。2024 年前三季度，公司多套装置完成技改扩产及新产能投产，主要产品产销量实现同比增长。然而，部分主营产品价格同比下降，但主要原材料价格持续维持高位，同时三季度公司烟台、欧洲主要装置集中检修，导致三季度利润同比下降。

图1: 万华化学单季度营业收入（亿元）



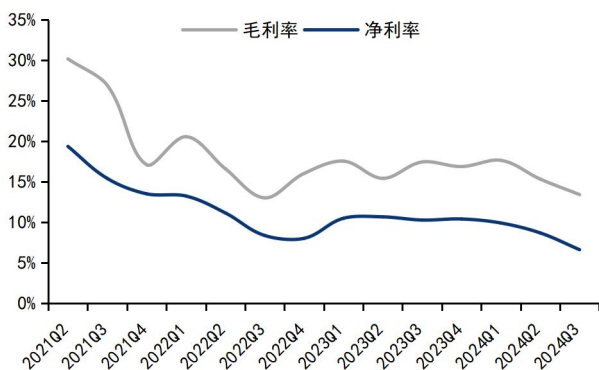
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 万华化学单季度归母净利润（亿元）



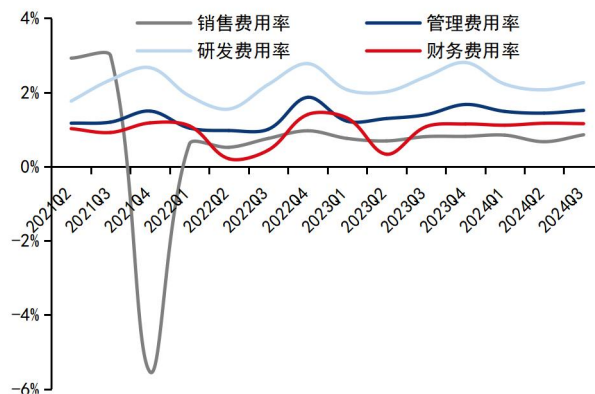
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图3: 万华化学季度毛利率、净利率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

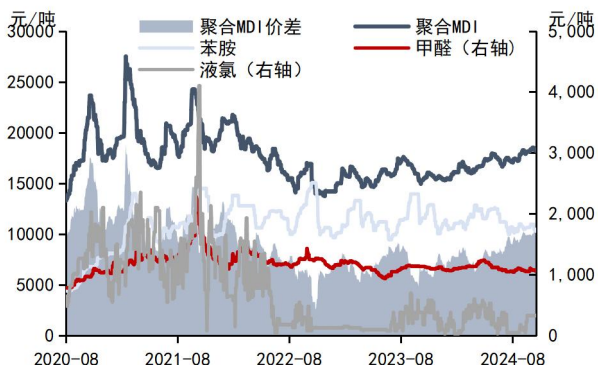
图4: 万华化学季度销售、管理、研发、财务费用率



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

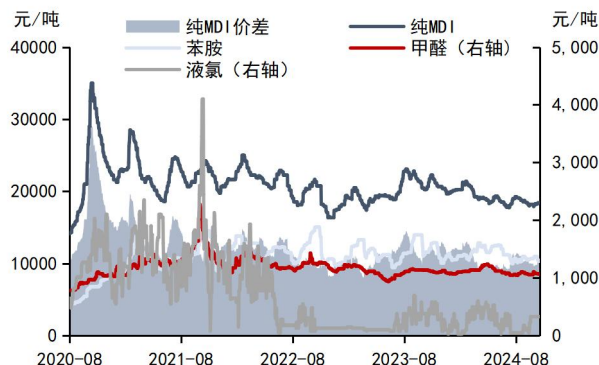
聚氨酯板块营收及产销量均同比增长，需求整体疲软。2024 年三季度公司聚氨酯板块营收 187.9 亿元（同比+8.5%，环比+4.7%），产量/销量为 138/141 万吨（同比+16%/+14%，环比-6%/+2%）。2024 年第三季度，聚氨酯下游需求整体疲软，纯 MDI、TDI 等产品价格出现下降趋势，纯 MDI/聚合 MDI/TDI/软泡聚醚三季度市场均价分别约为 1.95/1.78/1.35/0.87 万元/吨。其中，纯 MDI 面临需求疲软，下游成品库存积压，行业内部竞争加剧；聚合 MDI 受益于冰箱冷柜以旧换新政策的推动，需求有所上升，叠加建筑市场需求的略微回暖和外销市场的稳定；TDI 需求较弱，家居行业原料和成品库存较高；软泡聚醚产品受到家居和汽车行业需求同比下降的影响。2024 年 9 月，我国冰柜产量同比提升 20.5%，家用电冰箱产量同比增加 9.0%；出口冰柜数量同比增加 9.9%。

图5: 聚合MDI 价格与价差 (元/吨)



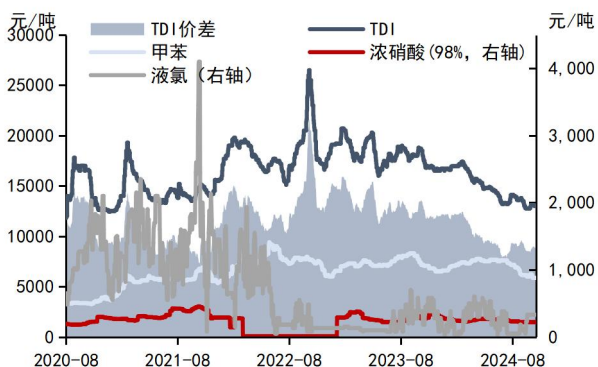
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图6: 纯MDI 价格与价差 (元/吨)



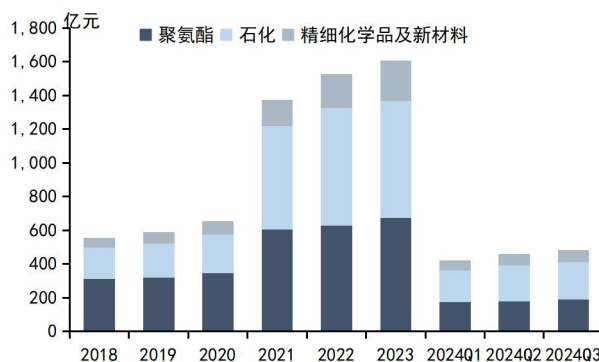
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图7: TDI 价格与价差 (元/吨)



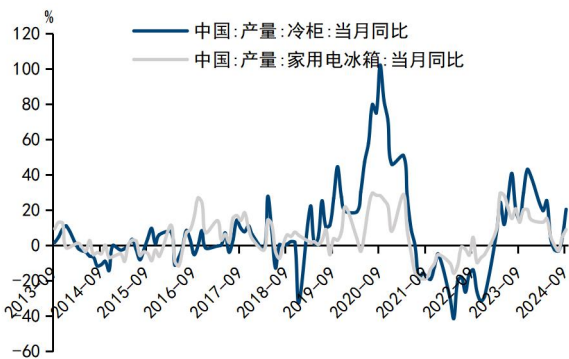
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图8: 万华化学分板块营业收入 (亿元)



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

图9: 中国家用电冰箱、冷柜产量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图10: 中国冰箱出口数量当月同比 (%)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

石化板块营收同环比提升，销量环比下滑。2024年三季度公司石化板块营收224.0亿元（同比+42.4%，环比+6.4%），产量/销量为130/132万吨（环比-6%/-6%）。受国际原油价格波动、石化下游需求偏弱等因素影响，石化行业虽然略有复苏但整体利润仍处于相对较低水平。

表1: 2024年三季度公司石化系列产品价格（元/吨）及同比变动情况

产品	价格（元/吨）	同比变化率
山东丙烯	6,926	1.7%
山东正丁醇	7,444	-12.5%
山东丙烯酸	6,250	1.7%
山东丙烯酸丁酯	8,936	-6.1%
山东 NPG 加氢	10,383	10.7%
山东 MTBE	6,302	-17.8%
华东 LLDPE 膜级	8,301	0.8%
华东乙烯法 PVC	5,776	-8.4%

资料来源：公司公告，国信证券经济研究所整理

精细化学品及新材料板块产销量同比增加。2024年三季度公司精细化学品及新材料板块营收70.2亿元（同比+10.9%，环比+2.1%），产量/销量为45/50万吨（同比+15%/+16%，环比-15%/+4%）。随着双酚A项目的投产，公司PC产业链配套进一步完善；一期年产20万吨POE项目已经投产，柠檬醛、香精香料等新兴业务产业化推进中。

主要原料纯苯、丙烷、丁烷价格同比上涨，煤炭价格同比下降。2024年三季度，公司主要原料价格受到原油价格波动、国内外供需关系变化等因素的影响，纯苯价格有所下滑，但仍处于较高分位，2024年三季度均价8,442元/吨，同比+13%。随着国内煤炭产量以及进口煤进口量增加，全国煤炭供需结构从之前的偏紧状态转向宽松，价格重心持续下降，2024年三季度5000大卡动力煤均价752元/吨，同比-2%。丙烷、丁烷整体呈窄幅波动态势，2024年三季度丙烷CP/丁烷CP均价592/577美元/吨，同比+25%/+24%。

表2: 万华化学2024年主要投产项目

项目名称	具体情况	预计投产时间
福建 MDI 技改扩能项目	万华福建 MDI 在 2024 年 4 月底完成 80 万吨/年产能改造，未来计划继续扩产到 150 万吨/年。万华化学已经发展成为全球聚氨酯行业的领先企业，MDI 全球市场份额第一、TDI 全球市场份额第一。从长期统计数据看，MDI、TDI 过去十年全球消费需求一直保持较平稳的增长速度，而未来几年全球 MDI、TDI 的主要新增产能将来自万华化学。	已投产
20 万吨/年 POE 项目	一期年产 20 万吨 POE 项目在 2024 年上半年投产；二期蓬莱基地年产 40 万吨 POE 项目现已开工建设，预计在 2025 年末建成投产，建成后公司 POE 总产能将达到 60 万吨/年。	已投产
4.8 万吨/年柠檬醛-香精香料项目	计划建设的年产 4.8 万吨柠檬醛项目是一个重要的战略举措，旨在进军营养品及香精香料领域，并进一步巩固其在全球新材料行业的领导地位。建设内容包括 12.4 万吨/年异戊烯醇装置、3.0 万吨/年异戊烯醛装置（7.0 万吨/年异戊烯醇、3.0 吨/年异戊烯醛、0.54 万吨/年异戊醇）、4.8 万吨/年柠檬醛装置和柠檬醛衍生物装置（包括：1.0 万吨/年香叶醇，1.5 万吨/年香茅醇）。	已投产
蓬莱一期 90 万吨/年丙烷脱氢项目	项目总投资 25.6 亿元，位于山东省烟台市黄渤海新区蓬莱化工产业园，总占地面积 87000 平方米，建设周期为 2024 年 11 月至 2026 年 10 月。该 PDH 装置已于 2022 年 12 月正式开工。	2024 年四季度
烟台 120 万吨/年乙烯项目	3 月 9 日项目开工仪式在万华烟台工业园乙烯裂解施工现场顺利举行，该项目下游规划高端聚烯烃，主要包括乙烯裂解装置、低密度聚乙烯（LDPE）装置、聚烯烃弹性体（POE）等装置。	2024 年底至 2025 年初

资料来源：公司公告，中国化工信息周刊，国信证券经济研究所整理

投资建议：公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，但由于地产需求持续疲弱等不利因素影响，聚氨酯下游需求略不及预期，叠加成本高位，我们谨慎下调公司 2024-2026 年归母净利润预测为 147.08/172.72/189.44 亿元（原值为 173.21/199.38/218.51 亿元），对应 EPS 为 4.68/5.50/6.03 元，当前股价对应 PE 为 17.0/14.5/13.2 X，维持“优于大市”评级。

表3: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价 (元)	总市值 (百万元)	EPS			PE			PB
					2023	2024E	2025E	2023	2024E	2025E	2024E
600426.SH	华鲁恒升	优于大市	24.30	51,595.38	1.68	2.14	2.58	14.5	11.4	9.4	1.7
002493.SZ	荣盛石化	优于大市	9.65	97,711.32	0.11	0.33	0.56	87.7	29.2	17.2	2.2
600309.SH	万华化学	优于大市	79.60	249,923.83	5.36	4.68	5.50	14.9	17.0	14.5	2.7

数据来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 10 月 28 日。

财务预测与估值

资产负债表 (百万元)						利润表 (百万元)					
	2022	2023	2024E	2025E	2026E		2022	2023	2024E	2025E	2026E
现金及现金等价物	18989	23710	25638	22779	24042	营业收入	165565	175361	197966	224452	244429
应收款项	10059	10125	11729	13298	14358	营业成本	138132	145926	166727	188436	205271
存货净额	18185	20650	22474	25107	27570	营业税金及附加	913	960	1088	1232	1342
其他流动资产	4299	7380	6736	7637	8973	销售费用	1153	1346	1441	1658	1782
流动资产合计	51532	61864	66577	68821	74944	管理费用	1966	2450	2490	2849	3036
固定资产	115622	149218	171036	191687	211195	研发费用	3420	4081	4271	4844	5235
无形资产及其他	9980	10786	10354	9923	9492	财务费用	1235	1676	4147	4595	4910
投资性房地产	17480	24126	24126	24126	24126	投资收益	408	621	507	512	547
长期股权投资	6229	7046	8604	10162	11473	资产减值及公允价值变动	(19)	(54)	(36)	(36)	(42)
资产总计	200843	253040	280698	304719	331230	其他收入	(2717)	(3180)	(4271)	(4844)	(5235)
短期借款及交易性金融负债	47218	52060	65881	71481	78971	营业利润	19839	20389	18273	21315	23357
应付款项	24205	45594	40172	44877	53248	营业外净收支	(298)	(379)	(317)	(331)	(343)
其他流动负债	23594	11004	20234	22625	21363	利润总额	19541	20010	17956	20983	23014
流动负债合计	95017	108657	126286	138983	153582	所得税费用	2499	1710	1916	2155	2363
长期借款及应付债券	16168	39811	39811	39811	39811	少数股东损益	808	1484	1332	1556	1707
其他长期负债	8321	10118	12693	15268	17584	归属于母公司净利润	16234	16816	14708	17272	18944
长期负债合计	24489	49929	52504	55079	57395	现金流量表 (百万元)					
负债合计	119506	158586	178790	194062	210977	净利润	16234	16816	14708	17272	18944
少数股东权益	4492	5798	6417	7140	7933	资产减值准备	(883)	(56)	83	28	26
股东权益	76845	88656	95491	103517	112320	折旧摊销	8275	10136	12746	16385	18861
负债和股东权益总计	200843	253040	280698	304719	331230	公允价值变动损失	19	54	36	36	42
关键财务与估值指标						财务费用	1235	1676	4147	4595	4910
每股收益	5.17	5.36	4.68	5.50	6.03	营运资本变动	9934	(1718)	3681	4597	4591
每股红利	3.34	2.87	2.51	2.94	3.23	其它	1169	746	536	695	767
每股净资产	24.47	28.24	30.41	32.97	35.77	经营活动现金流	34747	25977	31791	39013	43232
ROIC	11.95%	11.18%	9%	9%	10%	资本开支	0	(43122)	(34252)	(36669)	(38006)
ROE	21.13%	18.97%	15%	17%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	17%	16%	16%	16%	投资活动现金流	(2299)	(43939)	(35810)	(38227)	(39317)
EBIT Margin	12%	12%	11%	11%	11%	权益性融资	(26)	76	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	18%	19%	19%	负债净变化	325	23842	0	0	0
收入增长	14%	6%	13%	13%	9%	支付股利、利息	(10490)	(9002)	(7874)	(9246)	(10141)
净利润增长率	-34%	4%	-13%	17%	10%	其它融资现金流	(27318)	(7074)	13821	5600	7490
资产负债率	62%	65%	66%	66%	66%	融资活动现金流	(47675)	22683	5947	(3646)	(2651)
股息率	4.2%	3.6%	3.2%	3.7%	4.1%	现金净变动	(15227)	4721	1928	(2859)	1263
P/E	15.4	14.9	17.0	14.5	13.2	货币资金的期初余额	34216	18989	23710	25638	22779
P/B	3.3	2.8	2.6	2.4	2.2	货币资金的期末余额	18989	23710	25638	22779	24042
EV/EBITDA	13.1	13.3	12.4	10.6	9.9	企业自由现金流	0	(15866)	1783	7135	10357
						权益自由现金流	0	902	11900	8612	13442

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

免责声明

分析师声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道；分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求独立、客观、公正，结论不受任何第三方的授意或影响；作者在过去、现在或未来未就其研究报告所提供的具体建议或所表述的意见直接或间接收取任何报酬，特此声明。

国信证券投资评级

投资评级标准	类别	级别	说明
报告中投资建议所涉及的评级（如有）分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后 6 到 12 个月内的相对市场表现，也即报告发布日后的 6 到 12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A 股市场以沪深 300 指数（000300.SH）作为基准；新三板市场以三板成指（899001.CSI）为基准；香港市场以恒生指数（HSI.HI）作为基准；美国市场以标普 500 指数（SPX.GI）或纳斯达克指数（IXIC.GI）为基准。	股票 投资评级	优于大市	股价表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	股价表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	股价表现弱于市场代表性指数 10%以上
		无评级	股价与市场代表性指数相比无明确观点
	行业 投资评级	优于大市	行业指数表现优于市场代表性指数 10%以上
		中性	行业指数表现介于市场代表性指数 $\pm 10\%$ 之间
		弱于大市	行业指数表现弱于市场代表性指数 10%以上

重要声明

本报告由国信证券股份有限公司（已具备中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）制作；报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有。本报告仅供我公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司可能随时补充、更新和修订有关信息及资料，投资者应当自行关注相关更新和修订内容。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中所提及的意见或建议不一致的投资决策。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询，是指从事证券投资咨询业务的机构及其投资咨询人员以下列形式为证券投资人或者客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或者间接有偿咨询服务的活动：接受投资人或者客户委托，提供证券投资咨询服务；举办有关证券投资咨询的讲座、报告会、分析会等；在报刊上发表证券投资咨询的文章、评论、报告，以及通过电台、电视台等公众传播媒体提供证券投资咨询服务；通过电话、传真、电脑网络等电信设备系统，提供证券投资咨询服务；中国证监会认定的其他形式。

发布证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

深圳

深圳市福田区福华一路 125 号国信金融大厦 36 层
邮编：518046 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 层
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032