

万华化学（600309.SH）

多项目顺利推进，聚氨酯龙头产线持续拓宽

买入

◆ 公司研究 · 公司快评

◆ 基础化工 · 化学制品

◆ 投资评级：买入（维持评级）

证券分析师： 杨林 010-88005379 yanglin6@guosen.com.cn 执证编码：S0980520120002
证券分析师： 余双雨 021-60375485 yushuangyu@guosen.com.cn 执证编码：S0980523120001

事项：

事件：2024年5月16日，万华化学（蓬莱）有限公司丙烯酸及酯二期项目、40万吨年聚烯烃弹性体（POE）项目进行环评受理公示。万华化学（蓬莱）有限公司丙烯酸及酯二期项目新建16万吨/年丙烯酸装置、40万吨/年丙烯酸丁酯装置及配套公用工程和辅助设施，项目总定员58人，计划从2024年5月开始建设，建设周期为14个月。乙烯二期项目位于万华化学烟台工业园，项目占地约1215亩，计划投资176亿元，主要建设120万吨/年乙烯裂解装置、25万吨/年低密度聚乙烯（LDPE）装置、2×20万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置、20万吨/年丁二烯装置、55万吨/年裂解汽油加氢装置（含3万吨/年苯乙烯抽提）、40万吨/年芳烃抽提装置以及配套辅助工程和公用设施。二期蓬莱基地40万吨/年POE项目已经开建，预计在2025年末建成投产。

国信化工观点：1) 2024年万华化学多个项目顺利推进，POE、柠檬醛、丙烷脱氢、乙烯项目、MDI技改扩能等产品产能均有所拓展，化工行业龙头地位将进一步巩固；2) 在下游冰柜、家用电冰箱需求增长的推动之下，公司主营产品MDI景气度有所回暖；3) 油价高位的成本支撑，叠加部分产品下游出口和国内需求的逐步回暖，公司部分石化系列主要产品价格呈现回升趋势。预期即将投产的石化项目将为公司业绩带来一定程度的增量；4) 公司作为聚氨酯行业龙头，存在稳固的利润保障，同时新项目稳步推进。我们维持公司2024-2026年归母净利润预测为193.84/224.73/233.37亿元，同比增速+15.3%/+15.9%/+3.8%，对应EPS为6.17/7.16/7.43元，当前股价对应PE为14.4/12.4/11.9X，维持“买入”评级。

评论：

◆ 公司多个项目顺利推进

2024年万华化学多个项目的环境影响评价流程顺利推进。2024年5月16日，万华化学（蓬莱）有限公司丙烯酸及酯二期项目、40万吨年聚烯烃弹性体（POE）项目进行环评受理公示。万华化学（蓬莱）有限公司丙烯酸及酯二期项目新建16万吨/年丙烯酸装置、40万吨/年丙烯酸丁酯装置及配套公用工程和辅助设施，项目总定员58人，计划从2024年5月开始建设，建设周期为14个月。乙烯二期项目位于万华化学烟台工业园，项目占地约1215亩，计划投资176亿元，主要建设120万吨/年乙烯裂解装置、25万吨/年低密度聚乙烯（LDPE）装置、2×20万吨/年聚烯烃弹性体（POE）装置、20万吨/年丁二烯装置、55万吨/年裂解汽油加氢装置（含3万吨/年苯乙烯抽提）、40万吨/年芳烃抽提装置以及配套辅助工程和公用设施。二期蓬莱基地40万吨/年POE项目已经开建，预计在2025年末建成投产。

表1：2024年万华化学环评公示项目

日期	项目名称	环评文件类型	建设地点	备注
2024/4/10	万华化学（蓬莱）副产氢气综合利用项目	报批前公示	山东省烟台市蓬莱区北沟镇新材料低碳产业园内	万华主要建设18万吨/年合成氨生产装置，依托现有（在建）的储运工程、公辅工程和环保工程
2024/4/17	万华化学年产3万吨甲基异丁基酮MIBK项目	报批前公示	万华烟台产业园东区营养品界区内的预留区	建设3万吨/年MIBK产品的MIBK主装置等，其余环保工程、公用工程等依托园区现有工程
2024/4/18	万华化学（福建）TDI二期扩建36万吨/年项目	公示	福建省福州江阴工业集中区	建设年产36万吨TDI的工艺装置，副产品包括OTDA、干氯化氢、盐酸、MTDA等

请务必阅读正文之后的免责声明及其项下所有内容

2024/4/23	万华化学（福建）TDI 一期技改扩能 36 万吨/年项目环评	福建省	技改扩能，产能从 25 万吨/年扩展至 36 万吨/年
2024/4/24	万华烟台及蓬莱产业园能源配套项目	山东省烟台市经济技术开发区	征求社会公众对项目环境影响有关的意见
2024/4/26	万华化学（宁波）180 万吨/年 MDI 技改项目和 18 万吨/年己二胺项竣工公示	宁波市	MDI 装置技改使总生产能力提高到 180 万吨/年；新建一套 18 万吨/年的己二胺装置
2024/5/8	万华化学集团股份有限公司锂电应用研发项目	山东省烟台市经济技术开发区	扩建项目，涉及环境空气、地表水、噪声和固体废物影响
2024/5/16	万华化学（蓬莱）有限公司丙烯酸及酯二期项目	山东省烟台市蓬莱区	新建 16 万吨/年丙烯酸装置、40 万吨/年丙烯酸丁酯装置及配套公用工程和辅助设施
2024/5/16	万华化学（蓬莱）有限公司 40 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）项目	山东省烟台市蓬莱区	40 万吨/年聚烯烃弹性体（POE）项目

资料来源：各地区生态环境局，国信证券经济研究所整理

2024 年公司在 POE、柠檬醛、丙烷脱氢、乙烯项目、MDI 技改扩能上均有所拓展。预计 2024 年二季度一期年产 20 万吨 POE 项目投产，三季度 4.8 万吨/年柠檬醛-香精香料项目投产，进一步巩固其在全球新材料行业的领导地位。此外，蓬莱一期 90 万吨/年丙烷脱氢项目预计在 2024 年四季度投产，而烟台 120 万吨/年乙烯项目预计在 2024 年底至 2025 年初投产。福建 MDI 技改扩能项目已于 2024 年 4 月底完成，标志着万华化学在聚氨酯行业的领先地位进一步巩固。这些项目的投产将继续提升公司的生产能力和市场竞争力。

表2: 万华化学 2024 年主要投产项目

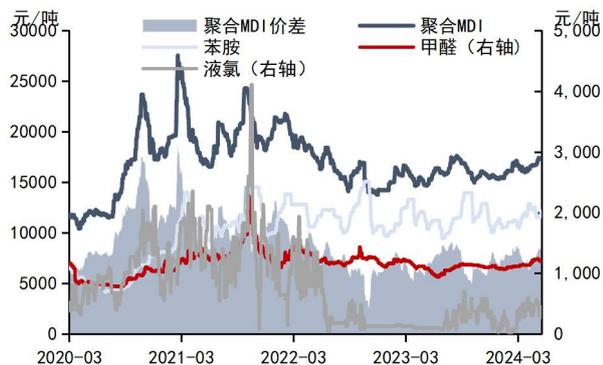
项目名称	具体情况	预计投产时间
20 万吨/年 POE 项目	一期年产 20 万吨 POE 项目预计将在 2024 年上半年投产；二期蓬莱基地年产 40 万吨 POE 项目现已开工建设，预计在 2025 年末建成投产，建成后公司 POE 总产能将达到 60 万吨/年。	2024 年二季度
4.8 万吨/年柠檬醛-香精香料项目	计划建设的年产 4.8 万吨柠檬醛项目是一个重要的战略举措，旨在进军营养品及香精香料领域，并进一步巩固其在全球新材料行业的领导地位。建设内容包括 12.4 万吨/年异戊烯醇装置、3.0 万吨/年异戊烯醇装置（7.0 万吨/年异戊烯醇、3.0 吨/年异戊烯醇、0.54 万吨/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）。	2024 年三季度
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
福建 MDI 技改扩能项目	万华福建 MDI 于 2024 年 4 月底完成了 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。	2024 年 4 月底（已投产）

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

◆ 主营产品 MDI 景气度回暖

在下游冰柜、家用电冰箱需求增长的推动之下，公司主营产品 MDI 景气度有所回暖。据 Wind 数据，截至 2024 年 5 月 24 日，2024Q2 公司主营产品聚合 MDI/纯 MDI/TDI 市场均价分别为 16719/18934/15265 元/吨，同比+9%/+0.2%/-16%，环比+4%/-7%/-9%；价差分别为 7357/9572/9884 元/吨，同比+8%/-7%/-25%，环比-4%/-20%/-17%。聚合 MDI 价格、价差同比均有提升，TDI 价格、价差同环比下降。2024 年 4 月，我国冰柜、家用电冰箱产量同比继续保持增长，增速分别达到 25%、15%；出口冰箱数量同比达到 21%。下游冰箱冷柜产量、出口等市场较好，支撑 MDI 景气度回暖。

图1: 聚合MDI 价格与价差 (元/吨)



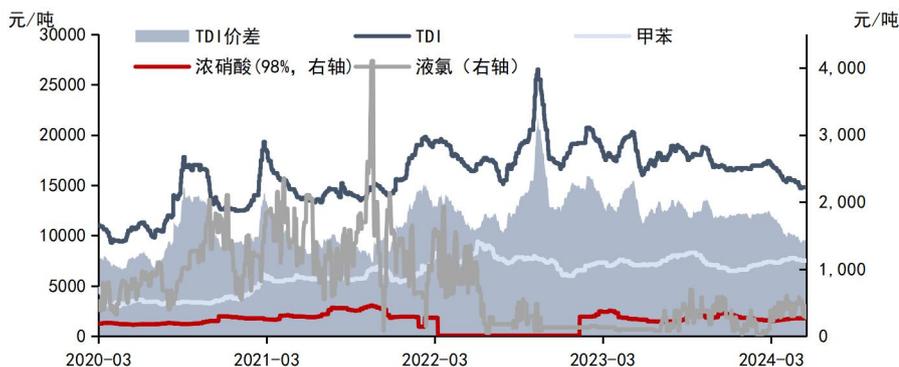
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图2: 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3: 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4: 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5: 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

受检修、不可抗力因素等影响，MDI 供给端短期有所收缩。以下统计的国内外 1056 万吨 MDI 装置中，约 9%左右的产能存在停车检修或不可抗力因素停车的情况，约 36%的产能处于低负运行状态，供给端短期有所收缩。

表3: 国内外 MDI 装置动态情况 (2024 年 5 月 23 日)

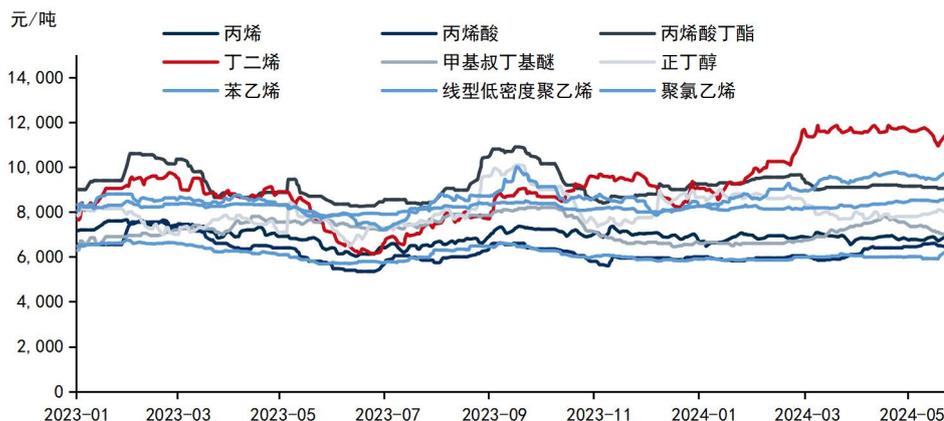
生产厂商	产能 (万吨/年)	装置动态
宁波万华	120	装置正常运行
烟台万华	110	装置低负运行
福建万华	80	部分装置停车检修
上海亨斯迈	40	装置正常运行
上海巴斯夫	19	5月14日开始停车检修, 预计检修一月左右
上海科思创	60	装置正常运行
重庆巴斯夫	40	装置低负运行
东曹瑞安	7	装置正常运行
宝思德	40	装置正常运行
德国科思创	20	装置低负运行
德国科思创	40	装置低负运行
西班牙科思创	17	装置低负运行
美国科思创	33	装置低负运行
日本科思创	7	装置正常运行
美国巴斯夫	40	装置低负运行
比利时巴斯夫	65	装置低负运行
韩国巴斯夫	25	装置正常运行
美国亨斯迈	50	三套装置, 其中一套停车, 现阶段维持7成开工负荷
荷兰亨斯迈	47	12万吨/年装置检修后暂无开车计划, 其他两套装置正常运行
美国陶氏	34	装置因不可抗力因素停车
德国陶氏	19	装置低负运行
葡萄牙陶氏	18	装置正常运行
沙特陶氏	40	装置正常运行
日本东曹	40	7+13万吨/年 MDI 装置 5月初计划检修, 为期 40天左右
韩国锦湖三井	41	装置正常运行
伊朗 Karoon	4	装置正常运行

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

◆ 石化板块或迎增量

除聚氨酯业务以外, 公司主营业务还包含石化板块和精细化学品及新材料板块。油价高位的成本支撑, 叠加部分产品下游出口和国内需求的逐步回暖, 公司部分石化系列主要产品价格呈现回升趋势。其中, 据 Wind 数据, 截至 2024 年 5 月 24 日, 2024Q2 丙烯/丙烯酸/丁二烯/苯乙烯/线型低密度聚乙烯/聚氯乙烯价格同比+2%/+8%/+50%/+20%/+4%/+1%, 环比 0%/+8%/+12%/+8%/+3%/+1%, 同环比均有所提升, 尤其是丙烯酸、丁二烯、苯乙烯提升明显。预期即将投产的石化项目将为公司业绩带来一定程度的增量。

图6: 万华化学石化系列主要产品价格 (元/吨)



资料来源: Wind, 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, 同时新项目稳步推进。我们维持公司 2024-2026 年归母净利润预测为 193.84/224.73/233.37 亿元, 同比增速+15.3%/+15.9%/+3.8%, 对应 EPS 为 6.17/7.16/7.43 元, 当前股价对应 PE 为 14.4/12.4/11.9X, 维持“买入”评级。

表4: 可比公司估值表

公司代码	公司名称	投资评级	收盘价(元)	EPS (元)			PE			PB
				2022	2023E	2024E	2022	2023E	2024E	2023E
600426.SH	华鲁恒升	买入	28.96	1.68	2.09	2.24	17.2	13.9	12.9	2.1
002493.SZ	荣盛石化	买入	10.43	0.11	0.63	0.85	94.8	16.6	12.3	2.4
600309.SH	万华化学	买入	89.09	5.36	6.17	7.16	16.6	14.4	12.4	3.0

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理 注: 数据截至 2024 年 5 月 24 日。

◆ 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。

相关研究报告:

- 《万华化学 (600309.SH) —— 一季度营收及净利同环比提升, 聚氨酯龙头稳健发展》 —— 2024-04-19
- 《万华化学 (600309.SH) —— 2023 年业绩同比提升, 看好公司长期发展》 —— 2024-03-19
- 《万华化学 (600309.SH) —— 收购安纳达及六国化工股份, 完善上游原料产业链》 —— 2024-02-28
- 《万华化学 (600309.SH) —— 单季度业绩同比增长 28%, 继续推进重点项目建设工作》 —— 2023-10-16
- 《万华化学 (600309.SH) —— 二季度经营开始改善, 需求回暖业绩有望上行》 —— 2023-07-28

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	196913	223259	243129
应收款项	10059	10125	11666	13227	14282	营业成本	138132	145926	159688	180964	198771
存货净额	18185	20650	21456	24026	26617	营业税金及附加	913	960	1082	1225	1335
其他流动资产	4299	7380	6700	7596	8925	销售费用	1153	1346	1434	1649	1772
流动资产合计	51532	61864	65461	67629	73867	管理费用	1966	2450	2479	2836	3022
固定资产	115622	149218	170693	191229	210585	研发费用	3420	4081	4249	4818	5208
无形资产及其他	9980	10786	10354	9923	9492	财务费用	1235	1676	4128	4495	4679
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)	(380)	(151)	(195)
资产总计	200843	253040	279238	303069	329542	其他收入	(2717)	(3180)	(4249)	(4818)	(5208)
短期借款及交易性金融负债	47218	52060	65065	67814	72373	营业利润	19839	20389	23981	27633	28694
应付款项	24205	45594	38352	42945	51407	营业外净收支	(298)	(379)	(317)	(331)	(343)
其他流动负债	23594	11004	19335	21670	20638	利润总额	19541	20010	23664	27302	28351
流动负债合计	95017	108657	122752	132430	144419	所得税费用	2499	1710	2525	2804	2911
长期借款及应付债券	16168	39811	39811	39811	39811	少数股东损益	808	1484	1755	2025	2103
其他长期负债	8321	10118	12693	15268	17584	归属于母公司净利润	16234	16816	19384	22473	23337
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	175256	187509	201813	净利润	16234	16816	19384	22473	23337
少数股东权益	4492	5798	6703	7604	8603	资产减值准备	(883)	(56)	82	28	26
股东权益	76845	88656	97278	107956	119126	折旧摊销	8275	10136	12746	16385	18861
负债和股东权益总计	200843	253040	279238	303069	329542	公允价值变动损失	19	54	380	151	195
关键财务与估值指标						财务费用	1235	1676	4128	4495	4679
每股收益	5.17	5.36	6.17	7.16	7.43	营运资本变动	9934	(1718)	2078	4505	4797
每股红利	3.34	2.87	3.43	3.76	3.88	其它	1169	746	823	873	973
每股净资产	24.47	28.24	30.98	34.38	37.94	经营活动现金流	34747	25977	35494	44415	48189
ROIC	11.95%	11.18%	11%	12%	12%	资本开支	0	(43122)	(34252)	(36669)	(38006)
ROE	21.13%	18.97%	20%	21%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0	0
毛利率	17%	17%	19%	19%	18%	投资活动现金流	(2299)	(43939)	(35810)	(38227)	(39317)
EBIT Margin	12%	12%	14%	14%	14%	权益性融资	(26)	76	0	0	0
EBITDA Margin	17%	18%	21%	22%	21%	负债净变化	325	23842	0	0	0
收入增长	14%	6%	12%	13%	9%	支付股利、利息	(10490)	(9002)	(10762)	(11795)	(12168)
净利润增长率	-34%	4%	15%	16%	4%	其它融资现金流	(27318)	(7074)	13006	2748	4559
资产负债率	62%	65%	65%	64%	64%	融资活动现金流	(47675)	22683	2244	(9047)	(7608)
股息率	3.8%	3.2%	3.9%	4.2%	4.4%	现金净变动	(15227)	4721	1928	(2859)	1263
P/E	17.2	16.6	14.4	12.4	11.9	货币资金的期初余额	34216	18989	23710	25638	22779
P/B	3.6	3.1	2.9	2.6	2.3	货币资金的期末余额	18989	23710	25638	22779	24042
EV/EBITDA	14.1	14.2	11.1	9.7	9.3	企业自由现金流	0	(15866)	5570	12725	15282
						权益自由现金流	0	902	14888	11441	15643

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	买入	股价表现优于市场代表性指数20%以上
		增持	股价表现优于市场代表性指数10%-20%之间
		中性	股价表现介于市场代表性指数±10%之间
		卖出	股价表现弱于市场代表性指数10%以上
	行业 投资评级	超配	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±10%之间
		低配	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