

## 公司研究

## 成本上涨盈利承压，石化和新材料项目持续扩充产品布局

## ——万华化学（600309.SH）2022年半年报点评

## 买入（维持）

当前价：83.70元

## 作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebsecn.com

联系人：周家诺

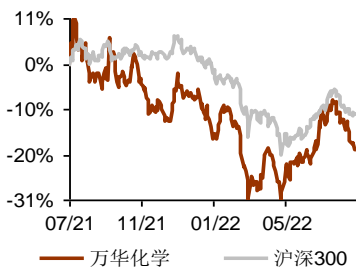
021-52523675

zhoujianuo@ebsecn.com

## 市场数据

总股本(亿股)	31.40
总市值(亿元):	2627.97
一年最低/最高(元):	71.20/117.59
近3月换手率:	24.97%

## 股价相对走势



## 收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	-5.72	3.68	-12.89
绝对	-11.40	7.51	-24.55

资料来源：Wind

## 相关研报

拟投 231 亿元打造蓬莱基地，强化公司一体化产业链优势——万华化学（600309.SH）

项目投资点评（2022-04-09）

MDI 及石化产品量价齐升业绩大增，多种新材料布局拓宽商业版图——万华化学

（600309.SH）2021 年年度报告点评

（2022-03-15）

聚氨酯景气依旧石化业务持续放量，公司业绩维持同比高增——万华化学（600309.SH）

2021 年第三季度报告点评（2021-10-19）

## 要点

## 事件：

2022年7月29日，公司发布2022年半年报，2022H1公司实现营业收入891亿元，同比+32%；实现归母净利润104亿元，同比-23%。2022Q2单季，公司实现营业收入473亿元，同比+30%，环比+13%；实现归母净利润50亿元，同比-28%，环比-7%。

## 点评：

## 量价齐升营收稳增，需求减弱叠加成本上涨盈利承压

2022H1，受地缘政治影响，国际煤炭、原油等基础能源价格高涨，推动公司主要原料价格大幅上涨；受新冠疫情影响，化工下游需求受到一定抑制。原料价格上涨推动公司产品销售价格上涨，同时公司新产能相继投产，公司营业收入增长明显。原材料和需求的双重压力下公司盈利能力下降，但仍体现出一定韧性。

产量方面，随着公司产能利用率的提升和PO/SM项目、聚醚项目投产，公司产品产销量稳步提升。2022H1，公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产品分别实现产量215、228、46万吨，同比分别+7.0%、+20.6%、+28.9%，分别实现销量207、610、44万吨，同比分别+9.5%、+19.8%、+32.9%。

原材料价格方面，根据公司半年度经营数据公告，2022H1纯苯均价8461元/吨，同比上涨30.15%；5000大卡煤炭均价1090元/吨，同比上涨52.23%；CP丙烷825美元/吨，同比上涨47.10%；CP丁烷均价829美元/吨，同比上涨53.55%。原材料价格上行使公司盈利能力承压，22H1公司聚氨酯系列、石化系列、精细化学品及新材料系列产品分别实现毛利率28.2%、5.3%、28.6%，分别同比-8.9%、-15.0%、-6.2pct。

## 需求下滑聚氨酯价格小幅下降，长期新增产能布局达百万吨

2022H1，需求承压使公司MDI产品价格小幅下降，2022H1，公司纯MDI、聚合MDI挂牌均价分别为24417、21917元/吨，同比分别-1.5%、-3.4%；2022Q2单季度，公司纯MDI、聚合MDI挂牌均价分别为24467、21467元/吨，同比分别+0.8%、-4.0%，环比分别+0.4%、-4.0%。因部分厂商供给收紧，TDI价格上行，根据隆众数据，2022H1华东地区TDI市场均价为18123元/吨，同比+23.5%；2022Q2单季，华东地区TDI市场均价为17445元/吨，同比+22.5%，环比-7.3%。

公司现有MDI产能265万吨，宁波MDI技改项目于2021年5月环评公示，将增加MDI产能60万吨；福建40万吨/年MDI项目将于2022年9月竣工，并有望于年底产出合格产品，TDI方面，公司福建TDI扩产项目于2021年6月环评公示，达产后将增加TDI产能25万吨，公司作为聚氨酯龙头的地位将进一步稳固。

## 成本上行石化产品价格上涨，产业链完整成长可期

2022H1，油气等基础能源价格推动公司石化产品价格显著增高，2022年上半年，山东丙烯均价8189元/吨，同比+3.60%；山东PO均价11099元/吨，同比-36.15%；山东正丁醇均价9827元/吨，同比-21.2%；山东丙烯酸均价13287元/吨，同比+43.37%；山东丙烯酸丁酯均价14282元/吨，同比-7.88%；NPG华东加氢均价16,901元/吨，同比+6.01%；山东MTBE均价7440元/吨，同比+34.44%；华东PP拉丝均价8611元/吨，同比-0.79%；山东MTBE均价7440元/吨，同比

+34.44%；华东 PP 拉丝均价 8611 元/吨，同比-0.79%；华东 LLDPE 膜级均价 8889 元/吨，同比+8.17%；华东乙烯法 PVC 均价 9061 元/吨，同比+1.03%。

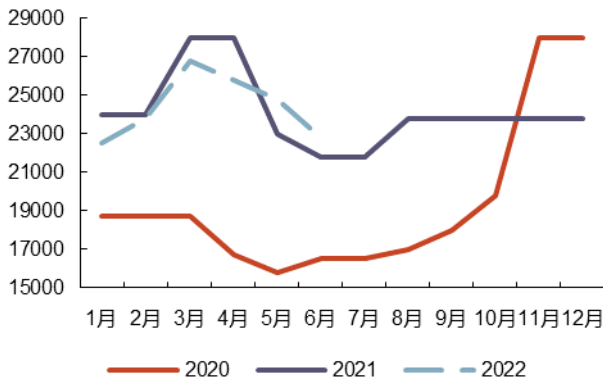
公司当前已打通 C2/C3/C4 三大石化原材料，石化业务已成为公司的发展支柱，不仅产业链协同性强，而且产品结构互补，也为新材料的发展提供了必要原料。随着蓬莱新材料项目和大乙烯项目二期的推进，公司石化板块成长价值凸显。

### 石化和新材料项目齐头并进，长期成长空间广阔

**烟台、蓬莱双基地协同，一体化优势突出。**公司蓬莱基地将建设 90 万吨/年丙烷脱氢、50 万吨/年聚醚、40 万吨/年 POCHP、30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年 EO、30 万吨/年 EOD、丙烯酸及酯（16 万吨/年丙烯酸、16 万吨/年丙烯酸丁酯、2 万吨/年丙烯酸辛酯）、20 万/年碳酸酯、3 万吨/年润肤剂、空分等装置及配套公用工程和辅助设施等，预计于 2024 年 6 月开始陆续投产。公司计划通过 LPG、乙烯等输送管线实现主要原料互联互通，一体化共享各自园区产业链优势，提升上下游协同效率。未来伴随蓬莱产业园各项产能逐步投产，公司一体化建设水平将进一步提升，规模成本优势有望进一步显现。

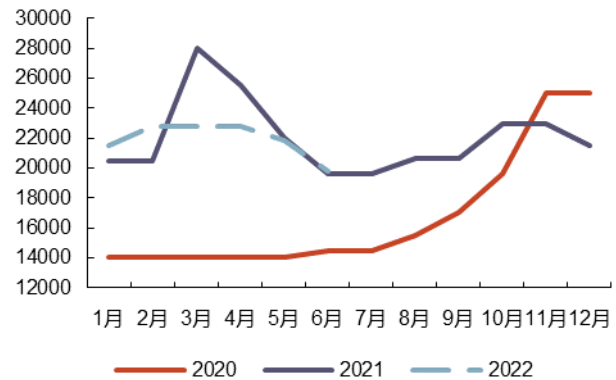
**新材料项目加速扩张，多点开花扩充产品布局。**2022H1，公司 14 万吨聚碳酸酯（PC）项目、1 万吨锂电池三元材料项目、6 万吨生物降解聚酯项目、聚醚胺新产品试验项目、50 万吨/年聚醚多元醇扩建等项目竣工，另有 6 万吨聚醚多元醇项目、营养品项目、5 万吨水性树脂项目、2 万吨有机硅 MQ 树脂及衍生物项目新增环评公示。公司持续在多个领域布局新材料产能，一方面展现了公司在强大的 MDI 与石化产品主业的基础上向新材料领域逐步渗透发展的战略规划，另一方面也展现了公司作为顶级化工企业在产品研发方面的高额投入，长期来看新材料项目群有望进一步打开公司成长空间。

图 1：2020 年以来公司纯 MDI 挂牌价（元/吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 数据截至 2022-06

图 2：2020 年以来公司聚合 MDI 挂牌价（元/吨）



资料来源：公司公告，光大证券研究所整理 数据截至 2022-06

### 盈利预测、估值与评级

公司 22H1 营收增速亮眼，但考虑到原料成本上行，公司毛利率回落，我们下调公司 2022-2024 年盈利预测，预计公司 2022-2024 年的归母净利润分别为 217 亿元（下调 15.6%）、255 亿元（下调 7.6%）、280 亿元（下调 7.0%），折算 EPS 分别为 6.92、8.13、8.91 元/股。公司作为聚氨酯行业的全球龙头，同时基于石化项目的产能布局，公司拥有较强的产业链协同效应。此外公司不断布局多种新材料产能，持续拓宽商业版图，有望展现新的发展活力。我们仍维持公司“买入”评级。

**风险提示：**原材料及产品价格波动，下游需求不及预期，产能建设风险，研发风险，新产品市场拓展不及预期。

**表 1: 公司盈利预测与估值简表**

指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入 (百万元)	73,433	145,538	159,520	177,920	192,722
营业收入增长率	7.91%	98.19%	9.61%	11.53%	8.32%
净利润 (百万元)	10,041	24,649	21,720	25,535	27,985
净利润增长率	-0.87%	145.47%	-11.88%	17.56%	9.59%
EPS (元)	3.20	7.85	6.92	8.13	8.91
ROE (归属母公司) (摊薄)	20.58%	35.98%	26.37%	25.51%	23.67%
P/E	26	11	12	10	9
P/B	5.4	3.8	3.2	2.6	2.2

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2022-07-29

## 财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入	73,433	145,538	159,520	177,920	192,722
营业成本	53,766	107,317	123,353	136,788	148,205
折旧和摊销	5,231	7,225	8,820	10,176	11,655
税金及附加	676	880	964	1,075	1,165
销售费用	2,939	1,052	2,393	2,669	2,891
管理费用	1,420	1,892	2,579	2,877	3,116
研发费用	2,043	3,168	3,955	4,412	4,779
财务费用	1,076	1,479	1,695	1,535	1,339
投资收益	179	492	336	336	336
营业利润	11,825	29,425	25,491	29,865	32,667
利润总额	11,732	29,151	25,308	29,681	32,484
所得税	1,317	4,112	3,206	3,760	4,115
净利润	10,415	25,039	22,102	25,922	28,369
少数股东损益	373	391	382	386	384
归属母公司净利润	10,041	24,649	21,720	25,535	27,985
EPS(元)	3.20	7.85	6.92	8.13	8.91

现金流量表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	16,850	27,922	33,411	37,407	41,119
净利润	10,041	24,649	21,720	25,535	27,985
折旧摊销	5,231	7,225	8,820	10,176	11,655
净营运资金增加	-2,465	20,760	2,163	4,214	3,387
其他	4,042	-24,712	708	-2,518	-1,908
投资活动产生现金流	-23,855	-28,758	-24,115	-25,743	-25,272
净资本支出	-23,119	-26,845	-25,138	-26,079	-25,608
长期投资变化	1,314	3,930	0	0	0
其他资产变化	-2,050	-5,842	1,023	336	336
融资活动现金流	19,813	17,587	-6,025	-7,340	-12,368
股本变化	0	0	0	0	0
债务净变化	21,401	23,016	3,519	1,990	-1,179
无息负债变化	7,766	13,496	6,691	4,037	3,360
净现金流	12,785	16,711	3,271	4,324	3,479

## 主要指标

盈利能力 (%)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
毛利率	26.8%	26.3%	22.7%	23.1%	23.1%
EBITDA 率	26.0%	27.5%	22.7%	23.3%	23.6%
EBIT 率	18.8%	22.5%	17.1%	17.6%	17.6%
税前净利润率	16.0%	20.0%	15.9%	16.7%	16.9%
归母净利润率	13.7%	16.9%	13.6%	14.4%	14.5%
ROA	7.8%	13.2%	10.3%	10.8%	10.9%
ROE (摊薄)	20.6%	36.0%	26.4%	25.5%	23.7%
经营性 ROIC	12.2%	20.1%	15.0%	15.3%	15.1%

偿债能力	2020	2021	2022E	2023E	2024E
资产负债率	61%	62%	60%	56%	53%
流动比率	0.59	0.74	0.76	0.80	0.86
速动比率	0.47	0.55	0.56	0.60	0.64
归母权益/有息债务	0.96	0.93	1.07	1.26	1.51
有形资产/有息债务	2.46	2.43	2.64	2.88	3.19

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2020	2021	2022E	2023E	2024E
总资产	133,753	190,310	214,773	238,927	259,627
货币资金	17,574	34,216	37,487	41,811	45,290
交易性金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	6,309	8,646	11,595	12,933	14,009
应收票据	0	0	0	0	0
其他应收款 (合计)	704	1,394	1,472	1,641	1,778
存货	8,704	18,282	20,510	22,746	24,647
其他流动资产	6,393	7,692	7,692	7,692	7,692
流动资产合计	40,526	72,291	80,437	88,687	95,435
其他权益工具	228	528	528	528	528
长期股权投资	1,314	3,930	3,930	3,930	3,930
固定资产	56,371	65,233	72,756	80,880	88,673
在建工程	21,534	27,057	33,479	38,790	42,527
无形资产	6,905	7,982	7,842	7,705	7,571
商誉	1,386	1,264	1,264	1,264	1,264
其他非流动资产	2,172	7,080	7,080	7,080	7,080
非流动资产合计	93,226	118,018	134,336	150,239	164,193
总负债	82,102	118,614	128,825	134,852	137,034
短期借款	38,245	53,873	55,392	55,383	52,204
应付账款	9,156	11,403	17,056	18,914	20,493
应付票据	8,338	8,987	14,729	16,334	17,697
预收账款	0	0	0	0	0
其他流动负债	5,090	8,542	8,542	8,542	8,542
流动负债合计	68,134	98,002	106,213	110,240	110,422
长期借款	11,822	15,644	17,644	19,644	21,644
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	1,253	4,423	4,423	4,423	4,423
非流动负债合计	13,968	20,612	22,612	24,612	26,612
股东权益	51,651	71,696	85,948	104,075	122,594
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
公积金	4,985	4,984	4,984	4,984	4,984
未分配利润	40,281	60,848	74,719	92,458	110,593
归属母公司权益	48,780	68,499	82,369	100,109	118,244
少数股东权益	2,870	3,197	3,579	3,966	4,350

费用率	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售费用率	4.00%	0.72%	1.50%	1.50%	1.50%
管理费用率	1.93%	1.30%	1.62%	1.62%	1.62%
财务费用率	1.47%	1.02%	1.06%	0.86%	0.69%
研发费用率	2.78%	2.18%	2.48%	2.48%	2.48%
所得税率	11%	14%	13%	13%	13%

每股指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
每股红利	1.30	2.50	2.48	3.14	3.43
每股经营现金流	5.37	8.89	10.64	11.91	13.10
每股净资产	15.54	21.82	26.23	31.88	37.66
每股销售收入	23.39	46.35	50.81	56.67	61.38

估值指标	2020	2021	2022E	2023E	2024E
PE	26	11	12	10	9
PB	5.4	3.8	3.2	2.6	2.2
EV/EBITDA	16.7	8.5	9.5	8.3	7.6
股息率	1.6%	3.0%	3.0%	3.7%	4.1%

## 行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	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。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 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并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、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，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

## 特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

## 光大证券研究所

### 上海

静安区南京西路 1266 号  
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

### 北京

西城区武定侯街 2 号  
泰康国际大厦 7 层

### 深圳

福田区深南大道 6011 号  
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

## 光大证券股份有限公司关联机构

### 香港

中国光大证券国际有限公司  
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

### 英国

Everbright Securities(UK) Company Limited  
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE