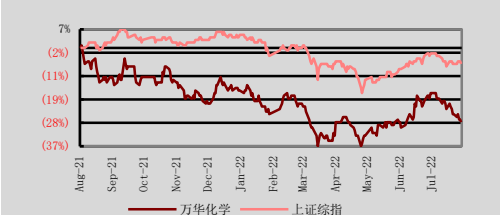


**600309.SH**
**买入**

原评级: 买入

市场价格: 人民币 83.7

板块评级: 强于大市

**股价表现**


(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	(13.6)	(11.4)	7.5	(24.6)
相对上证指数	(3.2)	(8.2)	0.8	(19.9)

发行股数(百万)	3,140
流通股(%)	100
总市值(人民币 百万)	262,797
3个月日均交易额(人民币 百万)	1,112
净负债比率(%) (2022E)	50
主要股东(%)	
烟台国丰投资控股集团有限公司	22

 资料来源: 公司公告, 聚源, 中银证券  
以2022年7月29日收市价为标准

**相关研究报告**

《万华化学: 业绩符合预期, 石化与新材料产品持续放量》20220427

**中银国际证券股份有限公司**  
具备证券投资咨询业务资格

**基础化工: 化学制品**
**证券分析师: 余嫻嫻**

(8621)20328550

yuanyuan.yu@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300517050002

**联系人: 李熹凌**

xiling.li@bocichina.com

一般证券业务证书编号: S1300121080050

# 万华化学

## 业绩符合预期, 聚氨酯出口向好

业绩基本符合预期。公司发布2022半年报, 上半年实现营收891.2亿元, 同比增长31.7%, 二季度单季度实现营收473.3亿元, 环比增长13.3%; 上半年实现归属母公司股东的净利润103.8亿元, 同比下降23.3%, 二季度单季度实现归属母公司股东的净利润50.1亿元, 环比下降6.8%。公司海外市场销量预计持续增长, 原料价格下行背景下, 盈利能力有望转好, 维持买入评级。

**支撑评级的要点**

- 全系列产销量高增, 产品价格涨幅不及原材料使盈利能力承压。**分板块来看, 石化、新材料2022年上半年分别实现营收392.1和104.4亿元, 同比分别增长44.9%和58.4%; 销量分别为610和44万吨, 同比分别增长19.9%和33.0%。随着石化系列收入占比提升, 公司盈利水平受石化原料价格波动影响更为明显。2022年上半年公司石化系列主要原材料CP丙烷均价为825美元/吨, 同比上涨47.10%; CP丁烷均价为829美元/吨, 同比上涨53.55%。然而公司部分石化产品价格同期出现下滑, 山东PO价格为11,099元/吨, 同比下降36.15%; 山东正丁醇价格为9,827元/吨, 同比下降21.2%, 石化系列产品销售均价同比涨幅为20.9%, 不及原材料价格涨幅, 石化系列毛利率为5.3%, 同比下降12.7pcts。另一方面, 聚氨酯系列2022年上半年实现营收332.5亿元, 同比增长17.0%; 销量为207万吨, 同比增长9.2%; 聚氨酯系列主要原材料纯苯、煤炭价格亦出现大幅上涨, 同比分别增长30.2%与52.2%。公司2022上半年销售毛利率为18.5%, 同比下降12.6pcts, 二季度单季度销售毛利率为16.6%, 环比下降4.0pcts; 上半年销售净利率为12.1%, 同比下降8.3pcts, 二季度单季度销售净利率为11.1%, 环比下降2.1pcts。进入三季度以来, 公司主要产品价差有所回升, 预计下半年盈利能力有望向好。
- 国外收入明显增加, 下半年出口有望持续向好。**在疫情扰动、国外地缘政治等背景下, 公司2022年上半年国外收入仍有明显增长, 达462.3亿元, 同比增长35.7%。根据中国海关数据, 2022年1-6月聚合MDI出口量为55.6万吨, 同比增长4.8%, 6月当月出口量达11.7万吨, 同比增长55.7%; 公司上半年聚氨酯系列产品合计销量达207万吨, 同比增长9.2%。随着万华福建40万吨MDI项目在年底投产, 预计聚氨酯等产品外销量将持续走高, 销量有望维持高增。

**估值**

- 业绩符合预期, 考虑到原材料价格上涨, 盈利能力波动明显, 下调盈利预测,**预计2022-2024年EPS分别为6.8元、8.9元、10.7元, 当前对应PE为12.4倍、9.4倍、7.9倍, 看好公司一体化优势与卓越的研发能力, 维持买入评级。

**评级面临的主要风险**

- 项目进度不达预期。原油价格大幅波动。疫情持续时间及影响超预期。**

**投资摘要**

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入(人民币 百万)	73,433	145,538	177,171	194,186	211,063
变动(%)	8	98	22	10	9
净利润(人民币 百万)	10,041	24,649	21,269	27,971	33,476
全面摊薄每股收益(人民币)	3.198	7.851	6.774	8.909	10.662
变动(%)	(0.9)	145.5	(13.7)	31.5	19.7
原先预测摊薄每股收益(人民币)			8.246	8.925	10.377
调整幅度(%)			(17.9)	(0.2)	2.7
全面摊薄市盈率(倍)	26.2	10.7	12.4	9.4	7.9
价格/每股现金流量(倍)	15.6	9.4	8.2	6.2	4.5
每股现金流量(人民币)	5.37	8.89	10.24	13.46	18.48
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.5	8.1	7.3	5.8	4.8

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

图表 1.公司财务报告摘要

(百万元)	2021H1	2022H1	同比增长(%)
一、营业总收入	676.57	891.19	31.72
二、营业总成本	517.93	766.35	47.96
其中：营业成本	466.33	726.78	50.94
营业税金及附加	4.46	4.75	6.32
销售费用	19.84	5.00	6.83
管理费用	8.44	8.94	6.00
研发费用	12.22	15.30	25.21
财务费用	6.64	5.58	(15.85)
资产减值损失	(0.41)	(0.03)	93.17
三、其他经营收益	1.91	3.21	67.86
公允价值变动收益	0.02	(0.02)	--
投资收益	3.55	2.14	(39.76)
四、营业利润	161.41	126.63	(21.55)
加：营业外收入	0.63	0.27	(56.39)
减：营业外支出	0.53	0.64	20.35
五、利润总额	161.50	126.26	(21.82)
减：所得税	23.70	18.36	(22.52)
六、净利润	137.80	107.90	(21.70)
减：少数股东损益	2.50	4.07	62.75
七、归属母公司净利润	135.30	103.83	(23.26)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

图表 2.公司经营数据汇总

	产量(万吨)			销量(万吨)			营业收入(亿元)			销售均价(元/吨)		
	2021H1	2022H1	同比(%)	2021H1	2022H1	同比(%)	2021H1	2022H1	同比(%)	2021H1	2022H1	同比(%)
聚氨酯系列	201.5	215.0	6.71	189.5	207.0	9.24	284.2	332.5	16.99	14997.5	16061.0	7.09
石化系列	188.7	228.0	20.85	508.8	610.0	19.89	270.6	392.1	44.92	5318.0	6428.2	20.88
精细化学品及新材料系列	35.7	46.0	28.79	33.1	44.0	32.97	65.9	104.4	58.41	19918.3	23729.2	19.13
	2022Q1	2022Q2	环比	2022Q1	2022Q2	环比	2022Q1	2022Q2	环比	2022Q1	2022Q2	环比
聚氨酯系列	101.0	114.0	12.87	95.0	112.0	17.89	156.3	176.1	12.65	16457.5	15724.8	(4.45)
石化系列	118.0	110.0	(6.78)	300.0	310.0	3.33	188.0	204.2	8.61	6265.6	6585.5	5.11
精细化学品及新材料系列	23.0	23.0	0.00	21.0	23.0	9.52	50.7	53.7	6.06	24128.4	23364.8	(3.16)

资料来源：公司公告，万得，中银证券

### 损益表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
销售收入	73,433	145,538	177,171	194,186	211,063
销售成本	(54,442)	(108,196)	(142,60)	(150,92)	(160,25)
经营费用	(677)	2,192	2,848	5,885	8,703
息税折旧前利润	18,314	39,533	37,410	49,146	59,510
折旧及摊销	(5,236)	(7,228)	(9,851)	(13,120)	(16,550)
经营利润(息税前利润)	13,078	32,305	27,559	36,026	42,960
净利息收入/(费用)	(1,076)	(1,479)	(2,576)	(2,832)	(3,051)
其他收益/(损失)	823	660	813	730	693
税前利润	11,732	29,151	25,796	33,925	40,602
所得税	(1,317)	(4,112)	(3,869)	(5,089)	(6,090)
少数股东权益	373	391	658	865	1,035
净利润	10,041	24,649	21,269	27,971	33,476
核心净利润	10,031	24,610	21,254	27,956	33,461
每股收益(人民币)	3.198	7.851	6.774	8.909	10.662
核心每股收益(人民币)	3.195	7.838	6.769	8.904	10.657
每股股息(人民币)	1.300	2.500	2.710	3.563	4.265
收入增长(%)	8	98	22	10	9
息税前利润增长(%)	2	147	(15)	31	19
息税折旧前利润增长(%)	5	116	(5)	31	21
每股收益增长(%)	(1)	145	(14)	32	20
核心每股收益增长(%)	(1)	145	(14)	32	20

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 资产负债表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
现金及现金等价物	17,574	34,216	23,407	17,477	44,053
应收帐款	6,309	8,646	8,087	9,174	9,587
库存	8,704	18,282	21,036	16,403	20,694
其他流动资产	781	1,367	1,150	1,513	1,314
流动资产总计	40,526	72,291	63,132	54,583	85,335
固定资产	79,628	94,585	112,171	134,514	154,451
无形资产	6,905	7,982	8,047	8,087	8,100
其他长期资产	5,248	14,159	14,359	14,459	14,559
长期资产总计	91,781	116,726	134,577	157,059	177,111
总资产	133,753	190,310	198,799	212,631	263,332
应付帐款	17,493	20,390	27,578	23,173	30,707
短期债务	38,245	53,873	50,000	50,321	70,000
其他流动负债	12,395	23,739	14,665	13,933	15,301
流动负债总计	68,134	98,002	92,244	87,428	116,007
长期借款	11,822	15,644	16,000	17,000	18,000
其他长期负债	2,146	4,968	4,968	4,968	4,968
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
储备	45,265	65,832	78,593	95,376	115,461
股东权益	48,405	68,971	81,733	98,515	118,601
少数股东权益	2,870	3,197	3,855	4,720	5,755
总负债及权益	133,753	190,310	198,799	212,631	263,332
每股帐面价值(人民币)	15.42	21.97	26.03	31.38	37.77
每股有形资产(人民币)	13.22	19.42	23.47	28.80	35.19
每股净负债/(现金)(人民币)	10.35	11.24	13.57	15.88	14.00

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 现金流量表(人民币 百万)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
税前利润	11,732	29,151	25,796	33,925	40,602
折旧与摊销	5,236	7,228	9,851	13,120	16,550
净利息费用	1,076	1,479	2,576	2,832	3,051
运营资本变动	(294)	(16,815)	9,010	(6,955)	8,390
税金	(944)	(3,721)	(3,869)	(5,089)	(6,090)
其他经营现金流	42	10,600	(11,206)	4,433	(4,491)
经营活动产生的现金流	16,850	27,922	32,159	42,266	58,012
购买固定资产净值	1,568	1,078	27,500	35,500	36,500
投资减少/增加	(446)	(2,002)	200	200	200
其他投资现金流	(24,977)	(27,834)	(55,000)	(71,000)	(73,000)
投资活动产生的现金流	(23,855)	(28,758)	(27,300)	(35,300)	(36,300)
净增权益	(4,082)	(7,849)	(8,508)	(11,188)	(13,390)
净增债务	21,401	23,016	(5,005)	1,124	21,306
支付股息	4,082	7,849	8,508	11,188	13,390
其他融资现金流	(1,589)	(5,429)	(10,663)	(14,020)	(16,441)
融资活动产生的现金流	19,813	17,587	(15,668)	(12,896)	4,865
现金变动	12,807	16,751	(10,809)	(5,930)	26,576
期初现金	4,566	17,574	34,216	23,407	17,477
公司自由现金流	(7,005)	(836)	4,859	6,966	21,712
权益自由现金流	15,473	23,659	2,430	10,922	46,068

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

### 主要比率(%)

年结日: 12月31日	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	24.9	27.2	21.1	25.3	28.2
息税前利润率(%)	17.8	22.2	15.6	18.6	20.4
税前利润率(%)	16.0	20.0	14.6	17.5	19.2
净利率(%)	13.7	16.9	12.0	14.4	15.9
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	0.6	0.7	0.7	0.6	0.7
利息覆盖率(倍)	12.1	21.8	10.7	12.7	14.1
净权益负债率(%)	63.4	48.9	49.8	48.3	35.3
速动比率(倍)	0.5	0.6	0.5	0.4	0.6
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	26.2	10.7	12.4	9.4	7.9
核心业务市盈率(倍)	26.2	10.7	12.4	9.4	7.9
市净率(倍)	5.4	3.8	3.2	2.7	2.2
价格/现金流(倍)	15.6	9.4	8.2	6.2	4.5
企业价值/息税折旧前利润(倍)	15.5	8.1	7.3	5.8	4.8
<b>周转率</b>					
存货周转天数	58.0	45.5	50.3	45.3	42.2
应收帐款周转天数	26.7	18.8	17.2	16.2	16.2
应付帐款周转天数	84.3	47.5	49.4	47.7	46.6
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	40.6	31.8	40.0	40.0	40.0
净资产收益率(%)	22.1	42.0	28.2	31.0	30.8
资产收益率(%)	10.1	17.1	12.0	14.9	15.3
已运用资本收益率(%)	2.9	5.1	3.6	4.3	4.4

资料来源: 公司公告, 中银证券预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告期内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371