

公司研究 | 点评报告 | 万华化学 (600309.SH)

聚氨酯销售大超预期, 欧洲能源危机或将带来替代空间

报告要点

公司发布 2022 年半年报, 实现收入 891.2 亿元 (同比+31.7%), 实现归属净利润 103.8 亿元 (同比-23.3%), 实现归属扣非净利润 102.2 亿元 (同比-22.5%)。其中 Q2 单季度实现收入 473.3 亿元 (同比+30.2%, 环比+13.3%), 实现归属净利润 50.1 亿元 (同比-27.5%, 环比-6.8%), 实现归属扣非净利润 48.8 亿元 (同比-28.6%, 环比-8.8%)。

分析师及联系人



马太

SAC: S0490516100002



王明

SAC: S0490521030001

万华化学 (600309.SH)

2022-07-29

聚氨酯销售大超预期，欧洲能源危机或将带来替代空间

公司研究 | 点评报告

投资评级 买入 | 维持

事件描述

公司发布 2022 年半年报，实现收入 891.2 亿元（同比+31.7%），实现归属净利润 103.8 亿元（同比-23.3%），实现归属扣非净利润 102.2 亿元（同比-22.5%）。其中 Q2 单季度实现收入 473.3 亿元（同比+30.2%，环比+13.3%），实现归属净利润 50.1 亿元（同比-27.5%，环比-6.8%），实现归属扣非净利润 48.8 亿元（同比-28.6%，环比-8.8%）。

事件评论

- 收入延续快速增长，成本抬升带来一定压力。**公司各板块产品产能快速放量带动收入显著提升。2022H1 公司毛利率为 18.4%，同比下滑 12.6 pct，净利率为 12.1%，同比下滑 8.3 pct。一方面因为运费从费用转移到成本项，拉低了整体毛利率水平，另一方面是由于全球原油、天然气、煤炭等基础能源价格大幅上涨，公司成本明显抬升。
- 聚氨酯销售大幅增长。**2021 年，公司烟台 MDI 扩产及聚醚新装置的投产，经济修复及消费升级需求拉动，叠加海外装置不可抗力，聚氨酯板块盈利大幅提升。进入 2022 年，基础能源价格大幅上涨叠加需求偏弱，MDI、聚醚多元醇盈利有一定收窄，而 TDI 迈入供需拐点后，景气同比提升。2022H1，MDI、TDI、聚醚价差同比变化-9.8%、21.6%、-7.9%。受益于项目放量与价格提升，2022H1 聚氨酯板块产量、销量、价格同比上涨 6.7%、9.2%、7.1%。三季度以来，终端需求偏弱，聚氨酯产品价格有所回落。欧洲冬季将主动消减 15% 天然气用量，欧洲工业企业生产或将受到明显影响，或将利好中国企业出口。
- 石化承压，新项目打开长期成长性。**2022 年，由于基础能源价格的大幅拉升，石化板块盈利承压，我们跟踪的 C3/C4 装置 2022H1 年综合价差同比下滑 27.4%，C2 装置综合价差同比下滑 52.5%。2022H1 石化板块产量、销量、价格同比变化 20.9%、19.9%、-23.9%。三季度以来石化板块仍偏弱运行，等待需求恢复。展望未来，公司将在福建江阴港城经济区东区规划石化产业链，初步规划 PDH 丙烷脱氢制丙烯及丙烯下游产业链；公司拟建设万华化学蓬莱工业园高性能新材料一体化项目，推进 PDH 丙烷脱氢制丙烯及丙烯下游产业链；烟台经开区乙烯二期项目拟建设乙烯裂解制备聚乙烯、POE、聚丙烯等项目。
- 精细化学品及新材料持续扩张。**公司精细化学品及新材料产品涵盖 ADI、特种胺、TPU、PMMA、PC、SAP、表面材料等，销售持续增长。未来公司重点拓展的产品包括柠檬醛及衍生物、尼龙 12、改性塑料、可降解塑料、高端聚烯烃等，同时公司在锂电正极材料等新能源领域，硅片材料、CMP 研磨液及研磨垫等半导体材料领域亦有长期布局，持续拓展的新产品将打开公司的长期空间。2022H1 精细化工及新材料板块产量、销量、价格同比增长 28.8%、33.0%、19.1%，新项目的快速放量带动板块快速增长。
- 维持“买入”评级。**公司聚氨酯龙头地位突出，行业布局超前，石化业务逐步贡献，多点开花的化工新材料成长性十足，竞争力持续增强，预计公司 2022-2024 年归属净利润分别为 215.8、274.6 及 316.6 亿元。

风险提示

- 1、产品价格大幅波动；
- 2、新项目进度低于预期。

请阅读最后评级说明和重要声明

公司基础数据

当前股价(元)	85.15
总股本(万股)	313,975
流通A股/B股(万股)	313,975/0
资产负债率	62.91%
每股净资产(元)	23.50
市盈率(当前)	11.42
市净率(当前)	3.47
近12月最高/最低价(元)	121.38/73.50

注：股价为 2022 年 7 月 28 日收盘价

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：Wind

相关研究

- 《为何又迎来布局良机？》2022-06-05
- 《成本承压，不改成长底色》2022-04-25
- 《对标巴斯夫，万华谋定宏图》2022-04-25


 更多研报请访问
长江研究小程序

图 1: 万华化学各板块价格价差季度变化

产品	20Q1	20Q2	20Q3	20Q4	21Q1	21Q2	21Q3	21Q4	22Q1	22Q2	22Q3	22H1环比	22H1同比	22Q3环比	22Q3同比	
聚氨酯	聚合MDI	12433	11643	14125	19653	21370	17923	19926	20293	20288	18133	16855	4.5%	2.2%	-7.0%	-15.4%
	纯MDI	15497	13704	15089	26984	24163	20542	22469	22181	22669	21589	22207	0.9%	1.0%	2.4%	-1.2%
	MDI-纯苯价差	10061	10251	12303	19331	18633	13924	15616	16230	15970	13408	12611	7.7%	9.8%	-5.9%	-19.2%
	TDI	11181	10281	13393	14225	14801	14248	14181	14628	18739	17535	16831	25.9%	24.9%	-4.0%	18.7%
	TDI-甲苯价差	8435	8250	11389	12162	11958	10922	10942	11125	14780	13032	12065	26.0%	21.6%	-7.4%	10.8%
	硬泡聚醚	8577	8798	11351	14696	15184	14415	14257	13815	11288	10917	9656	20.9%	25.0%	-11.5%	-32.3%
	软泡聚醚	9231	9005	13640	17728	18417	16389	16526	15460	11890	11204	9293	27.8%	33.6%	-17.1%	-43.8%
聚醚-PO价差	2639	2651	3230	3881	3884	3733	3801	3882	3598	3418	3087	8.7%	7.9%	-9.7%	-18.8%	
石化	环氧丙烷	8950	8930	13236	17615	18452	16670	16557	15365	11416	10918	9125	80.0%	86.4%	-16.4%	-44.9%
	MTBE	4593	3548	3769	3751	4960	5982	5819	6325	6953	7727	8229	20.9%	34.2%	6.3%	41.4%
	新戊二醇	8746	8181	7923	11674	13130	18344	19964	16306	17366	16427	10730	6.8%	7.4%	-34.7%	-46.3%
	正丁醇	5598	5498	5993	8252	11422	14010	14725	9625	10333	9777	8016	17.4%	20.9%	-18.0%	-45.6%
	丙烯酸	6730	6887	6848	7833	9358	9598	13891	14843	14088	12748	9274	6.6%	11.6%	-27.3%	-33.2%
	丙烯酸丁酯	8030	7829	7978	10393	14798	16776	18464	15585	15188	13656	11168	5.3%	8.6%	-18.2%	-39.5%
	PVC	6730	6019	6857	8145	8718	9482	9873	10719	9175	8843	6771	12.5%	11.0%	-23.4%	-31.4%
	苯乙烯	6420	5265	5356	7363	8068	9698	9068	8765	9229	10195	10186	8.9%	8.3%	-0.1%	12.8%
	EO	7495	6641	7119	7336	7597	7643	7513	8310	7645	7970	7100	1.3%	2.5%	-10.9%	-5.5%
	LLDPE	7836	7705	7788	8280	8936	8935	8813	9865	9782	9736	9178	4.5%	8.2%	-5.7%	4.1%
	乙烯	679	544	735	846	967	988	992	1064	1159	1229	1031	6.2%	22.2%	-16.1%	4.0%
	丙烯	6561	6436	7136	7505	7753	8166	7798	8037	8185	8258	7430	8.8%	8.3%	-10.0%	-4.7%
	丁二烯	7141	4019	5067	9036	7378	7403	10094	6335	7995	10719	10300	3.9%	26.6%	-3.9%	2.0%
	乙二醇	4532	3589	3792	3916	5211	5118	5406	5656	5283	5005	4925	7.0%	10.4%	-1.5%	-8.9%
	C3/C4综合价差 (元/吨)	3142	3117	3652	4366	5207	6157	5700	4652	4171	4074	3634	20.3%	27.4%	-10.8%	-36.2%
C2综合价差 (元/吨)	2856	3065	3719	4546	3845	4092	2952	2645	1840	1927	1560	32.7%	52.5%	-19.0%	-47.1%	
精细化工及新材料	PC	15663	13685	14694	17939	21022	26985	27452	25073	22313	21002	16688	17.5%	9.8%	-20.5%	-39.2%
	PMMA	14125	13524	14043	16795	17500	17728	16546	16672	16316	16654	16020	0.7%	6.4%	-3.8%	-3.2%
	MMA	10016	10348	10443	12275	12987	12660	13806	12662	12283	12869	11853	5.0%	11.9%	-7.9%	-14.1%
	TPU	33500	33500	33500	33441	33424	33535	33531	33748	33256	33677	33610	0.5%	0.0%	-0.2%	0.2%
	HDI	62037	46396	38213	40787	62556	107389	88287	84022	78256	74451	70536	11.4%	10.1%	-5.8%	-20.1%
	IPDI	70000	70000	70000	68625	76000	76000	76000	76000	77517	79000	79000	3.0%	3.0%	0.0%	3.5%
原料	纯苯	5208	3181	3341	3990	5656	7571	8027	7326	7962	9116	9255	1.2%	29.1%	1.5%	15.3%
	甲苯	4735	3501	3454	3557	4902	5734	5585	6040	6827	7765	8218	25.5%	37.2%	5.8%	47.1%
	动力煤	557	514	570	643	719	818	942	932	1173	1202	1227	26.8%	54.5%	2.4%	30.2%
	布伦特原油	51	33	43	45	61	69	73	80	98	112	105	37.3%	61.0%	-6.8%	43.1%
	丙烷	366	306	331	415	567	523	676	779	806	757	672	7.4%	43.3%	-11.2%	-0.5%
丁烷	401	297	339	444	522	514	690	751	813	786	688	1.0%	34.4%	-12.5%	-0.5%	

资料来源: Wind, 长江证券研究所

图 2: 万华化学各板块实际产销价数据

主要产品		2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	2021Q2	2021Q3	2021Q4	2022Q1	2022Q2	Q2同比	Q2环比
聚氨酯	产量 (万吨)	61.2	61.6	74.1	90.4	95.8	105.7	96.2	103.3	101.0	114.0	7.9%	12.9%
	销量 (万吨)	60.1	64.1	76.1	88.1	92.4	97.1	101.1	98.4	95.0	112.0	15.4%	17.9%
	销售收入 (亿元)	63.7	70.5	84.0	126.0	137.6	146.6	156.8	164.0	156.3	176.1	20.1%	12.6%
	均价 (万元/吨)	1.06	1.10	1.10	1.43	1.49	1.51	1.55	1.67	1.65	1.57	4.1%	-4.5%
石化	产量 (万吨)	44.9	39.7	50.2	53.2	86.3	102.3	88.9	122.4	118.0	110.0	7.5%	-6.8%
	销量 (万吨)	128.0	152.8	158.4	189.1	235.0	273.8	261.2	234.0	300.0	310.0	13.2%	3.3%
	近似贸易量 (万吨)	83.1	113.10	108.24	135.9	148.7	171.5	172.3	111.6	182.0	200.0	16.6%	9.9%
	销售收入 (亿元)	54.6	49.5	55.0	71.7	120.6	150.0	156.3	187.2	188.0	204.2	36.1%	8.6%
	均价 (万元/吨)	0.43	0.32	0.35	0.38	0.51	0.55	0.60	0.80	0.63	0.66	20.2%	5.1%
精细化学品及新材料	产量 (万吨)	12.2	12.8	14.4	18.0	17.5	18.2	19.5	23.8	23.0	23.0	26.1%	0.0%
	销量 (万吨)	9.3	13.1	15.7	17.3	16.4	16.6	20.2	22.7	21.0	23.0	38.2%	9.5%
	销售收入 (亿元)	14.1	17.9	22.2	25.3	30.2	35.7	42.1	46.6	50.7	53.7	50.3%	6.1%
	均价 (万元/吨)	1.50	1.36	1.41	1.46	1.83	2.15	2.09	2.05	2.41	2.34	8.8%	-3.2%

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

财务报表及预测指标

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2021A	2022E	2023E	2024E		2021A	2022E	2023E	2024E
营业总收入	145538	166011	184566	206976	货币资金	34216	10759	26211	47415
营业成本	107317	133178	143024	159691	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	38221	32832	41542	47285	应收账款	8646	9862	10965	12296
%营业收入	26%	20%	23%	23%	存货	18282	21892	23511	26251
营业税金及附加	880	996	1661	1863	预付账款	1367	1696	1822	2034
%营业收入	1%	1%	1%	1%	其他流动资产	9780	9750	9903	10087
销售费用	1052	996	1477	1656	流动资产合计	72291	53960	72411	98082
%营业收入	1%	1%	1%	1%	长期股权投资	3930	4130	4330	4530
管理费用	1892	1660	2215	2484	投资性房地产	0	0	0	0
%营业收入	1%	1%	1%	1%	固定资产合计	65233	84633	104634	125235
研发费用	3168	2988	4060	4553	无形资产	7982	9682	11382	13082
%营业收入	2%	2%	2%	2%	商誉	1264	1264	1264	1264
财务费用	1479	1416	466	191	递延所得税资产	1809	1809	1809	1809
%营业收入	1%	1%	0%	0%	其他非流动资产	37800	39900	42000	44100
加: 资产减值损失	-1075	-5	-5	-5	资产总计	190310	195379	237830	288102
信用减值损失	-185	0	0	0	短期贷款	53873	0	0	0
公允价值变动收益	7	0	0	0	应付款项	11403	21892	23511	26251
投资收益	492	332	369	414	预收账款	0	0	0	0
营业利润	29425	25601	32581	37568	应付职工薪酬	1869	2664	2860	3194
%营业收入	20%	15%	18%	18%	应交税费	3118	2490	2768	3105
营业外收支	-274	0	0	0	其他流动负债	27740	44603	46935	50884
利润总额	29151	25601	32581	37568	流动负债合计	98002	71649	76075	83433
%营业收入	20%	15%	18%	18%	长期借款	15644	15644	15644	15644
所得税费用	4112	3584	4561	5260	应付债券	0	0	0	0
净利润	25039	22017	28020	32309	递延所得税负债	377	377	377	377
归属于母公司所有者的净利润	24649	21577	27459	31663	其他非流动负债	4591	4591	4591	4591
少数股东损益	391	440	560	646	负债合计	118614	92260	96687	104044
EPS (元)	7.85	6.87	8.75	10.08	归属于母公司所有者权益	68499	99481	136946	179214
					少数股东权益	3197	3637	4198	4844
现金流量表 (百万元)					股东权益	71696	103118	141144	184058
	2021A	2022E	2023E	2024E	负债及股东权益	190310	195379	237830	288102
经营活动现金流净额	27922	56136	40126	45833					
取得投资收益收回现金	152	332	369	414	基本指标				
长期股权投资	-2616	-200	-200	-200		2021A	2022E	2023E	2024E
资本性支出	-9939	-22000	-22000	-22000	每股收益	7.85	6.87	8.75	10.08
其他	-16355	-2100	-2100	-2100	每股经营现金流	8.89	17.88	12.78	14.60
投资活动现金流净额	-28758	-23968	-23931	-23886	市盈率	10.85	12.39	9.74	8.44
债券融资	0	0	0	0	市净率	3.90	2.69	1.95	1.49
股权融资	305	0	0	0	EV/EBITDA	7.86	7.65	6.22	5.16
银行贷款增加(减少)	117914	-53873	0	0	总资产收益率	13.0%	11.0%	11.5%	11.0%
筹资成本	-6674	-1753	-743	-743	净资产收益率	36.0%	21.7%	20.1%	17.7%
其他	-93958	0	0	0	净利率	16.9%	13.0%	14.9%	15.3%
筹资活动现金流净额	17587	-55626	-743	-743	资产负债率	62.3%	47.2%	40.7%	36.1%
现金净流量 (不含汇率变动影响)	16711	-23458	15452	21204	总资产周转率	0.76	0.85	0.78	0.72

资料来源: 公司公告, 长江证券研究所

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

看 好： 相对表现优于同期相关证券市场代表性指数

中 性： 相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平

看 淡： 相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买 入： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于 10%

增 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在 5%~10%之间

中 性： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间

减 持： 相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%

无投资评级： 由于我们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，致使我们无法给出明确的投资评级。

相关证券市场代表性指数说明：A 股市场以沪深 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。

办公地址

上海

Add /浦东新区世纪大道 1198 号世纪汇广场一座 29 层
P.C / (200122)

武汉

Add /武汉市新华路特 8 号长江证券大厦 11 楼
P.C / (430015)

北京

Add /西城区金融街 33 号通泰大厦 15 层
P.C / (100032)

深圳

Add /深圳市福田区中心四路 1 号嘉里建设广场 3 期 36 楼
P.C / (518048)

分析师声明

作者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，独立、客观地出具本报告。分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰地反映了作者的研究观点。作者所得报酬的任何部分不曾与、不与、也不将与本报告中的具体推荐意见或观点而有直接或间接联系，特此声明。

重要声明

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10060000。

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供长江证券股份有限公司（以下简称：本公司）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不包含作者对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据；在不同时期，本公司可以发出其他与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告；本报告所反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表本公司或其他附属机构的立场；本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司及作者在自身所知情形内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为长江证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。