

万华化学（600309.SH）/化工

证券研究报告/公司点评

2022年7月31日

**评级：买入（维持）**

市场价格：85.15

分析师：谢楠

执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qizq.com.cn

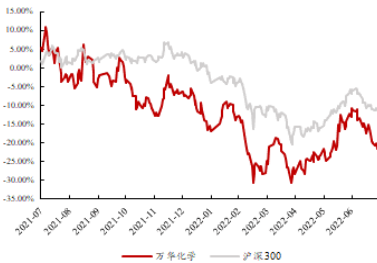
**公司盈利预测及估值**

指标	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入（百万元）	73,433	145,538	154,838	163,566	173,644
增长率 yoy%	7.91%	98.19%	6.4%	5.6%	6.2%
归母净利润（百万元）	10,041	24,649	23,116	26,962	30,206
增长率 yoy%	-0.9%	145.5%	-6.2%	16.6%	12.0%
每股收益（元）	3.200	7.850	7.362	8.587	9.620
净资产收益率	20.6%	36.0%	28.3%	27.8%	26.2%
P/E	28.45	12.87	11.37	9.75	8.70
PEG	—	0.09	—	0.59	0.72
P/B	5.86	4.63	3.22	2.71	2.28

备注：股价取自 2022/7/28

**基本状况**

总股本(百万股)	3,139.7
流通股本(百万股)	3,139.7
市价(元)	85.15
市值(亿元)	2,628.0
流通市值(亿元)	2,628.0

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**
**投资要点**

- 事件：7月28日，公司发布2022年半年度报告：2022H1实现营业收入891.19亿元，同比增长31.72%；实现归属母公司净利润103.83亿元，同比下降23.26%，实现扣非归母净利润102.22亿元，同比下降22.53%。**
- 点评：**
- 量价齐升业绩超预期，龙头长期成长持续。**2022H1实现归母净利润103.83亿元，同比下降23.36%，Q2单季实现归母净利50.09亿元，环比下降6.79%。**盈利能力方面**，受全球能源价格成本高攀导致原料价格成本提升的影响，2022H1毛利率为18.45%，同比下降12.63pct，净利率为11.65%，同比下降8.35pct。**期间费用方面**，2022H1公司期间费用率为3.91%，同比下降3.06pct。其中，销售费用率为0.56%，同比下降2.37pct，管理费用（含研发费用，可比口径）率为2.72%，同比下降0.33pct，财务费用率为0.63%，同比下降0.35pct。排除新会计准则中将运费从销售费用调整至主营业务成本的因素，公司坚持“统筹规划、精准设计、精益建设、精益生产”十六字方针，全面提高从研发、设计、采购、工程施工到生产运营的成本管控能力和质量水平，公司“降本增效”成果显著。**我们认为，量价齐升是业绩超预期的原因：**（1）2022年6月公司聚氨酯产业链一体化项目一起竣工验收并实现全面达产；大乙烯一期PO/SM项目达产，石化产品销量增长；PC二期、IPDI等精细化工项目产能投产（2）2022H1受地缘冲突等影响，海外欧洲地区能源价格高攀，装置不确定背景下，MDI出口需求支撑明显。
- 聚氨酯：创新驱动产能释放，出口有望持续超预期。产能成长延续：**2022年6月，公司聚氨酯产业链一体化项目一期竣工验收并实现全面达产。随着一期项目的落成，公司正式补齐聚氨酯产业链中关键原料和副产物利用的链条，上下游产业链一体化迈入新台阶。公司利用自主研发的创新“六代+”技术将助力企业实现MDI产能再提升，现有MDI总产能达265万吨/年，预计2022年底烟台工业园将增加10万吨/年技改产能，福建工业园一期40万吨/年MDI项目在年末也有望投产，未来公司总产能约占全球的三成以上，龙头市占率进一步提升。此外，根据6月份环评文件，公司特种异氰酸酯项目（HMDA/BAC装置、XDI/H6XDI装置、HMDI二期装置和尾气分解与吸收装置）、年产110万吨异氰酸酯扩能技改一体化配套年产10万吨离子膜烧碱扩能项目受理公示。海外市场方面，公司仍正在重估美国MDI工厂项目的建设范围和选址，长期计划在美国拥有年产40万吨的MDI生产

能力。**出口需求支撑明显**：公司 8 月聚合 MDI 分销挂牌价为 18500 元/吨（环比下调 1300 元/吨），直销市场挂牌价为 18500 元/吨（环比下调 1300 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 22300 元/吨（环比下调 1500 元/吨）。**供给方面**，据百川盈孚，7 月国内 MDI 工厂开工负荷为 69.66%，较 6 月环比下调 4.34pct。其中，上海工厂受上半年疫情影响推迟检修重启导致整体市场供应量有所下滑，东曹瑞安装置预计 8 月停车检修，整体市场存减量预期；**需求方面**，受终端纺织行业开机有限叠加淡季氛围影响，下游氨纶高库存压力尚未释放，整体开工率不足导致对原料消耗能力有限。**出口方面**，根据海关总署，聚合 MDI 上半年出口 55.61 万吨，累计同比增长 4.3pct，6 月单月出口 11.69 万吨，环比增长 2.3pct，纯 MDI 上半年出口 6.54 万吨，累计同比增长 3.6pct，6 月单月出口 1.15 万吨，海外欧洲地区能源原料价格持续走高，装置不确定性背景下，下半年出口有望持续超预期。

- **高油气价下价差承压，石化业务未来可期**。上半年全球油气价格大幅上行，全球大宗商品波动性加剧，WTI 原油价格由年初的 76.08 美元/桶最高上涨至 123.70 美元/桶，布伦特原油价格由年初的 78.98 美元/桶最高上涨至 127.98 美元/桶，均创下 2008 年以来的历史最高结算价记录。**价差方面**，根据 Wind，丙烯-丙烷、PO-丙烯、MTBE 价差、丙烯酸-丙烯价差、新戊二醇-异丁醇价差、PVC 上半年平均价差分别增扩-48%、-64%、17%、129%、7%、-21%；Q2 均价差较 Q1 环比增扩-7%、-10%、25%、-14%、-20%、9%。**产能方面**，烟台大乙烯一期已于 2020 年 11 月全部一次开车成功，2021 年底 PO/SM 装置投产，带动 2022H1 产品产销量同比分别增长 20.85%和 19.89%，Q2 单季度产销量同比分别增长 7.49%和 13.22%，环比分别-6.78%和 3.33%。此外，大乙烯二期持续推进建设。现阶段，公司在烟台工业园内主要投资建设 120 万吨/年乙烯裂解装置及下游配套装置和公用工程、辅助设施，项目总体投资建设期为 3 年，总投资额 176 亿元。“**三地布局**”，**PDH 或成丙烯扩能新方向**：公司在已建成的烟台工业园年产 75 万吨 PDH 装置基础上，在福建工业园和蓬莱工业园再造两个年产 90 万吨 PDH 装置，预计 2022 年下半年开工，2024 年建成投产，届时公司将具备 255 万吨/年的 PDH 产能。凭借简原料投入、高丙烯收益、低投资成本等优势，PDH 或取代传统石脑油裂解副产丙烯，成为未来丙烯扩能主要方向。
- **新材料盈利能力增强，抓牢机遇拓版图**：2022Q2 公司精细化学品及新材料板块产品部分带来价差增扩，其中 TPU-MDI 二季度价差均值为 35892 元/吨，环比增扩 7%；PC-双酚价差二季度价差均值为 6848 元/吨，环比增扩 8%；PMMA 价差 Q2 均价差为 4016 元/吨，环比增扩 7%，此外，公司通过工艺优化，不断提升产品品质，ADI 和特种胺业务凭借全球化布局及稳定的生产供应，客户开拓和市场份额快速提升，竞争力持续增强。**多点开花布局加速**：2022H1 公司 ADI 和特种胺业务积极开拓海外市场，紧盯国际大客户订单需求，挖掘美洲市场潜力；2022 年 4 月，公司特种共聚硅聚碳酸酯（共聚硅 PC）项目投产，标志着公司高品质聚合物产业链的进一步完善，同时也是国内首款高硅含量硅氧烷 PC 产品的正式上市。此外，公司四川眉山基地在现有年产 6 万吨 PBAT 生物降解聚酯项目和三元正极电池材料项目的基础上，积极推进磷酸铁锂及其他可降解塑料产业链的建设工作。在其他精细化学品及新材料项目建设上，年产 4 万吨的尼龙 12 和年产 48 万吨的双酚 A 项目预计在 2022 年下半年建成投产。年产 4.8 万吨柠檬醛及其衍生物一体化项目、年产 8 万吨 NMP 项目、年产 2 万吨有机硅 MQ 树脂及衍生物项目、特种异氰酸酯等项目也在持续地推动和建设过程中。公司精细化学品及新材料项目充分把握现阶段战略性新兴产业的高速发展机遇，不断致力于开发解决关键“卡脖

子”问题的新产品，在打造长期成长曲线的同时预计未来也将成为公司盈利的新增长点。

- **盈利预测:** 我们维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 231.16、269.62、302.06 亿元，维持买入评级。
- **风险提示:** 经济下行、全球供应链不稳定性加剧、产品、原料价格大幅波动、项目投产进度不达预期、产能释放不及预期、安全环保因素。

## 内容目录

一、主营产品量价齐升，Q2 业绩超预期.....	- 6 -
二、聚氨酯：新技术推动产能放量，出口需求有望延续.....	- 8 -
三、石化：高油气价下盈利承压，产销协同未来可期.....	- 11 -
四、新材料：高成长性下业绩提升，新材料持续拓版图.....	- 13 -
五、投资建议：维持“买入”评级.....	- 14 -
六、风险提示.....	- 15 -

## 图表目录

图表 1: 公司 2022H1 关键数据总览.....	- 6 -
图表 2: 上半年营收已超部分过往全年水平.....	- 6 -
图表 3: 单季度营业收入稳中有进.....	- 6 -
图表 4: 2022H1 毛利率/净利率同比下降.....	- 7 -
图表 5: 2022Q2 单季环比有所下滑.....	- 7 -
图表 6: 2022H2 期间费用为 3.91%，同比-3.06pct.....	- 7 -
图表 7: 2022H1 研发费用同比增长 25.21%.....	- 7 -
图表 8: 2022H1 现金流同比增长 28.85%.....	- 8 -
图表 9: 2022H1 总资产同比+23.90%.....	- 8 -
图表 10: 2022H1 存货周转率有同比-4.49%.....	- 8 -
图表 11: 2022H1 在建工程同比+40.77%.....	- 8 -
图表 12: 公司聚氨酯产品价格数据.....	- 10 -
图表 13: 纯 MDI 近一年价差走势.....	- 10 -
图表 14: 聚合 MDI 近一年价差走势.....	- 10 -
图表 15: 纯 MDI 市场挂牌价（元/吨）.....	- 10 -
图表 16: 公司聚合 MDI 直销市场挂牌价（元/吨）.....	- 10 -
图表 17: 公司聚合 MDI 分销市场挂牌价趋势（元/吨）.....	- 10 -
图表 18: 原料纯苯价格变化.....	- 10 -
图表 19: TDI 价差近一年走势.....	- 11 -
图表 20: 硬泡聚醚价差近一年走势.....	- 11 -
图表 21: 公司石化产品价格数据.....	- 12 -
图表 22: 近一年丙烯-丙烷价差走势.....	- 12 -
图表 23: 近一年环氧丙烷-丙烯价差走势.....	- 12 -
图表 24: MBTE 价差近一年走势.....	- 13 -

图表 25: 丙烯酸价差近一年走势.....	- 13 -
图表 26: 新戊二醇价差近一年走势.....	- 13 -
图表 27: PVC 价差近一年走势.....	- 13 -
图表 28: 公司新材料产品价格数据.....	- 14 -
图表 29: TPU 价差近一年走势.....	- 14 -
图表 30: PC 价差近一年走势.....	- 14 -
图表 31: 盈利预测.....	- 16 -

## 一、主营产品量价齐升，Q2 业绩超预期

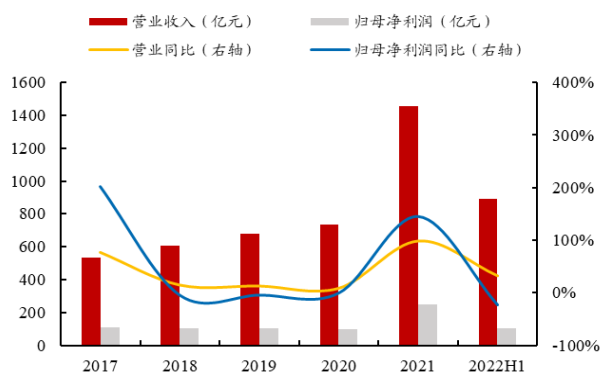
- 2022H1 实现营业收入 891.19 亿元，同比增长 31.72%，实现归属母公司净利润 103.83 亿元，同比下降 23.26%，实现扣非归母净利润 102.22 亿元，同比下降 22.53%。2022Q2 实现营业收入 473.34 亿元，同比增长 30.24%，环比增长 13.28%，实现归属母公司净利润 50.09 亿元，同比下降 27.50%，环比下降 6.79%，实现扣非归母净利润 48.75 亿元，同比下降 28.57%，环比下降 8.82%。我们认为，量价齐升是业绩超预期的原因：（1）2022 年 6 月公司聚氨酯产业链一体化项目一起竣工验收并实现全面达产；大乙烯一期 PO/SM 项目达产，石化产品销量增长；PC 二期、IPDI 等精细化工项目产能投产（2）2022H1 受地缘冲突等影响，海外欧洲地区能源价格高攀，装置不确定背景下，MDI 出口需求支撑明显。

图表 1：公司 2022H1 关键数据总览

	2022H1	2021H1	同比	2022Q2	2022Q1	2021Q2	同比	环比
营业收入（亿元）	891.19	676.57	31.72%	473.34	417.84	363.45	30.24%	13.28%
毛利（亿元）	164.41	210.24	-21.80%	78.53	85.88	109.63	-28.36%	-8.55%
归母净利润（亿元）	103.83	135.30	-23.26%	50.09	53.74	69.09	-27.50%	-6.79%
扣非归母净利润（亿元）	102.22	131.95	-22.53%	48.75	53.47	68.25	-28.57%	-8.82%
毛利率	18.45%	31.07%	-12.62pct	16.59%	20.55%	30.16%	-13.57pct	-3.96pct
净利率	11.65%	20.00%	-8.35pct	10.58%	12.86%	19.01%	-8.43pct	-2.28pct
ROE	14.64%	25.07%	-10.43pct	6.93%	7.55%	12.26%	-43.46pct	-0.62pct

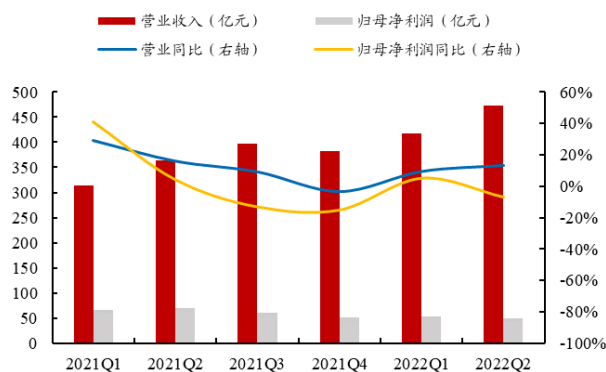
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 2：上半年营收已超部分过往全年水平



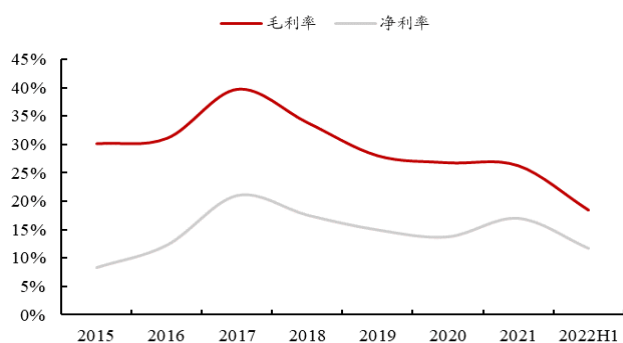
来源：Wind，中泰证券研究所

图表 3：单季度营业收入稳中有进

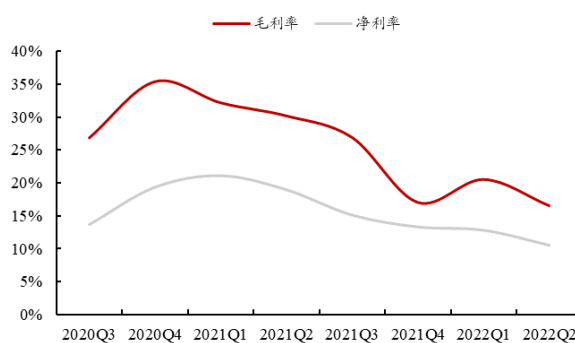


来源：Wind，中泰证券研究所

- 毛利率/净利率上半年同比下降，单季环比有所下滑。受基础能源价格大幅上涨导致原料成本提升的影响，2022H2 毛利率为 18.45%，同比下降 12.63pct，净利率为 11.65%，同比下降 8.35pct。其中，2022Q2 毛利率为 16.59%，同比下降 13.57pct，环比下降 3.96pct；净利率为 10.58%，同比下降 8.43pct，环比下降 2.28pct，ROE 为 6.93%，同比下降 5.33pct，环比下降 0.62pct。

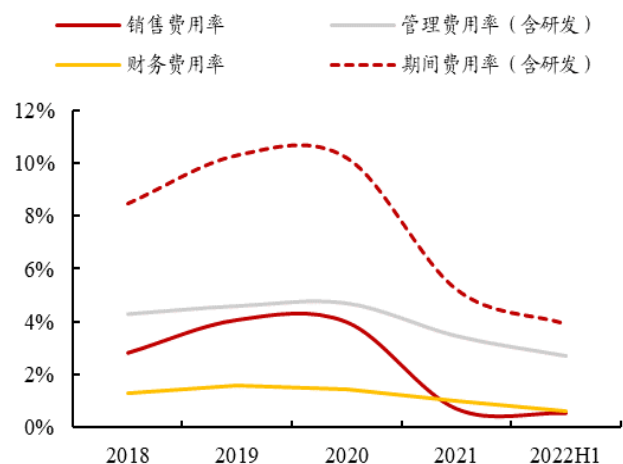
**图表 4: 2022H1 毛利率/净利率同比下降**


来源: Wind, 中泰证券研究所

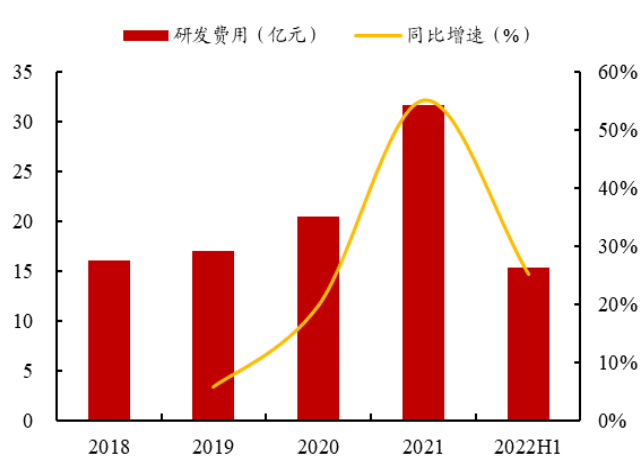
**图表 5: 2022Q2 单季环比有所下滑**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 降本提效优势凸显，期间费用整体下降。**2022H1 公司期间费用率合计为 3.91%，同比下降 3.06pct。其中，销售费用率为 0.56%，同比下降 2.37pct，管理费用（含研发费用，可比口径）率为 2.72%，同比下降 0.33pct，财务费用率为 0.63%，同比下降 0.35pct。排除新会计准则中将运费从销售费用调整至主营业务成本的因素，公司坚持“统筹规划、精准设计、精益建设、精益生产”十六字方针，全面提高从研发、设计、采购、工程施工到生产运营的成本管控能力和质量水平，公司“降本增效”成果显著。
- 坚持创新驱动发展，加大研发投入力度。**2022H2 公司研发费用为 15.3 亿元，同比增长 25.21%。公司始终把技术创新为“第一核心竞争力”，坚持走自主创新驱动企业高质量发展的道路，不断完善研发项目管理体系，打造集基础研究、工艺开发、工程化、产业化到产品应用研发的全产业链研发创新核心竞争力。成果转化方面，上半年公司共申请国内外发明专利 375 件，新获得发明专利授权 319 件。

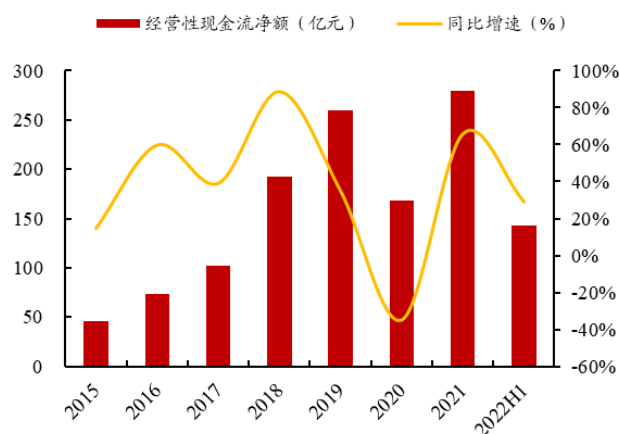
**图表 6: 2022H2 期间费用为 3.91%，同比-3.06pct**


来源: Wind, 中泰证券研究所

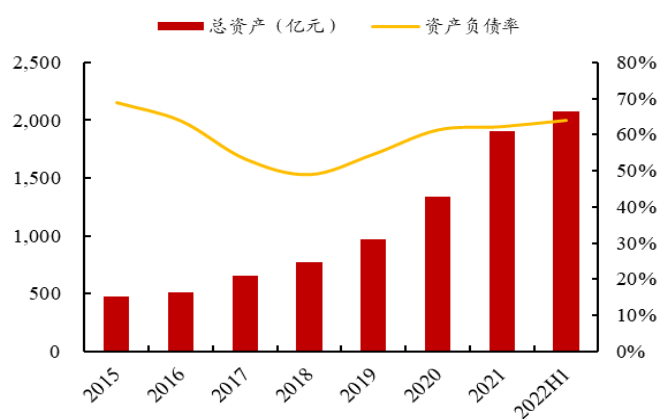
**图表 7: 2022H1 研发费用同比增长 25.21%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 经营现金流充沛，资产负债率小幅增加。**2022H1 经营性现金流净额为 142.83 亿元，同比增长 28.85%。2022H1 总资产达到 2072.96 亿元，同比增长 23.90%，资产负债率为 64.09%，同比提升 0.35pct。

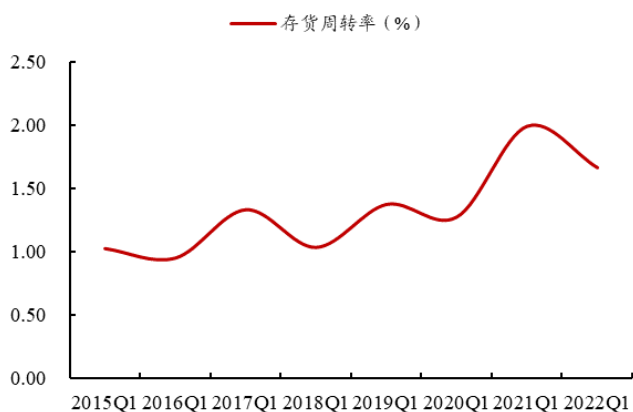
**图表 8: 2022H1 现金流同比增长 28.85%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

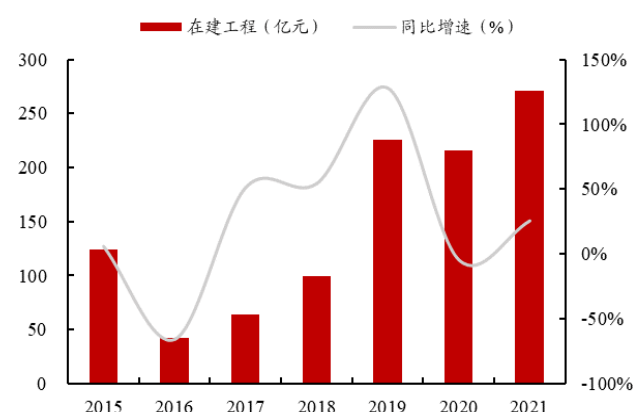
**图表 9: 2022H1 总资产同比+23.90%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

- 2022H1 存货周转率为 3.64 次, 同比下降 4.49%, 主要由于地缘冲突和疫情多点爆发导致供应链环节受阻、库存积压所致。2022H1 在建工程为 325.23 亿元, 同比增长 40.77%, 目前公司烟台大乙烯二期正有序推进, 蓬莱工业园加速推进。

**图表 10: 2022H1 存货周转率有同比-4.49%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

**图表 11: 2022H1 在建工程同比+40.77%**


来源: Wind, 中泰证券研究所

## 二、聚氨酯: 新技术推动产能放量, 出口需求有望延续

- 根据公告, 公司 2022H1 聚氨酯板块实现收入 322.46 亿元, 同比+16.99%; 实现毛利 93.75 亿元, 同比-28.74%, 毛利率为 28.20%, 同比-18.10pct。公司在营业规模提升的同时盈利能力同比有所下滑, 认为主要有量与价两方面的变化。
- 新技术持续创新, 龙头市占率不断提升。根据公司公告, 2022H1 公司聚氨酯板块产量为 215 万吨, 同比+6.70%; 销量为 207 万吨, 同比+9.23%, 公司聚氨酯板块仍处于高速增长阶段: (1) MDI: 2022 年 5 月, 公司宁东能源化工基地年产 30 万吨 MDI 分离项目正式开工, 预计 2023 年底建成投产。2022 年 6 月, 公司聚氨酯产业链一体化项目一期竣工验收并实现全面达产。随着一期项目的落成, 公司正式补齐聚氨酯



产业链中关键原料和副产物利用的链条，上下游产业链一体化迈入新台阶。MDI 技术不断迭代，利用自主研发的创新“六代+”技术将助力企业实现 MDI 产能再提升。公司现有 MDI 总产能 265 万吨/年，预计 2022 年底烟台工业园将增加 10 万吨/年技改产能，福建工业园一期 40 万吨/年 MDI 项目在年末也有望投产，未来公司总产能约占全球的三成以上，龙头市占率进一步提升。根据 6 月份环评文件，公司特种异氰酸酯项目（HMDA/BAC 装置、XDI/H6XDI 装置、HMDI 二期装置和尾气分解与吸收装置）、年产 110 万吨异氰酸酯扩能技改一体化配套年产 10 万吨离子膜烧碱扩能项目受理公示，海外市场方面，公司仍正在重估美国 MDI 工厂项目的建设范围和选址，长期计划在美国拥有年产 40 万吨的 MDI 生产能力。(2)TDI: 公司现有 TDI 产能 65 万吨/年，包括烟台 30 万吨、匈牙利 25 万吨、福建 10 万吨（权益 8 万吨）。2022 年 3 月，公司福建工业园年产 25 万吨 TDI 正式开工，预计 2023 年投产。该项目有助于公司在聚氨酯行业规模优势进一步扩大。(3)聚醚: 聚醚多元醇是聚氨酯产业另一关键原料，与异氰酸酯有极强的协同效应，据 2021 年年报，公司已拥聚醚 86 万吨/年。现阶段公司多项聚醚多元醇扩建项目获环评公示，未来将重点提升聚醚产能，做大做强聚氨酯产业链。

- **上半年整体呈现 N 型走势。**2022H1 国内 MDI 市场价格呈现 N 型走势。今年一季度，供给方以交付长约量为主，对外放货缓慢，贸易商成本承压下以“惜售”情绪为主，MDI 市场价不断推涨上行；在 3 月上旬达到高点后因以上海为主的国内多地点片状疫情影响，供需两淡导致价格进入下行通道后于 6 月初触底；随着上海 6 月完全解封，复工复产地加速推进和政策积极信号等释出促使市场价格有所回升。根据 Wind，聚合 MDI、纯 MDI 上半年均价分别为 19133、22072 元/吨，同比-2.5%、-1.2%，Q2 均价分别 17947、21532 元/吨，环比-11.8%、-4.8%；价差方面，聚合 MDI、纯 MDI 上半年均价差分别为 11776、14716 元/吨，同比-15.8%、-1.2%，Q2 均价差分别 10119、13703 元/吨，环比-24.9%、-13.0%，从半年均值的角度，价格、价差均同比走弱，Q2 环比均有所下滑。
- **8 月挂牌价整体下调，出口需求支撑明显。**公司 8 月聚合 MDI 分销挂牌价为 18500 元/吨（环比下调 1300 元/吨），直销市场挂牌价为 18500 元/吨（环比下调 1300 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 22300 元/吨（环比下调 1500 元/吨）。**供给方面**，据百川盈孚，7 月国内 MDI 工厂开工负荷为 69.66%，较 6 月环比下调 4.34pct。其中，上海工厂受上半年疫情影响推迟检修重启导致整体市场供应量有所下滑，东曹瑞安装置预计 8 月停车检修，整体市场存减量预期；**需求方面**，受终端纺织行业开机有限叠加淡季氛围影响，下游氨纶高库存压力尚未释放，整体开工率不足导致对原料消耗能力有限。纯 MDI 方面，目前市场整体观望气氛较浓，贸易商对后市信心不足，下游采购气氛清淡。**出口方面**，根据海关总署，聚合 MDI 上半年出口 55.61 万吨，累计同比增长 4.3pct，6 月单月出口 11.69 万吨，环比增长 2.3pct，纯 MDI 上半年出口 6.54 万吨，累计同比增长 3.6pct，6 月单月出口 1.15 万吨，海外欧洲地区能源原料价格持续走高，装置不确定性背景下，下半年出口有望持续超预期。
- **“无醛空间”前景广阔，发挥 MDI 长生命周期特性。**坚持创新引领，破

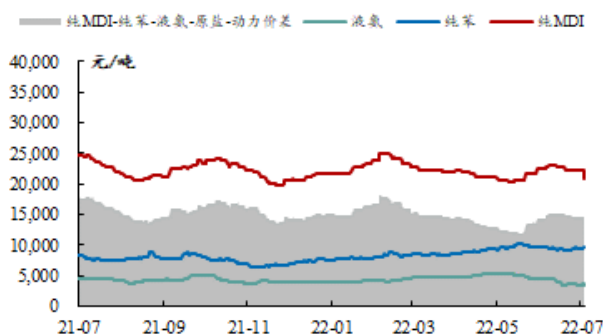
解行业难题，公司在经过3年的技术攻关后，开拓性地开发了具有高效率、低成本和低施胶量特性的单组份无醛胶合板喷涂工艺及装备。据中化新网，公司在建设年产25万立方米秸秆人造板和800万平方米贴面板项目的基础上，与广西林业集团、迪芬巴赫合作，实现了胶合板全流程的工业4.0化，为全国乃至世界胶合板无醛化、连续化生产提供了示范。随着“健康无醛”理念的持续深入，“无醛空间”未来前景广阔，伴随人造板行业的绿色升级，该领域MDI需求有望持续提升。

图表 12: 公司聚氨酯产品价格数据

产品	单位	最新价格	历史价格分位	2021H1	2022H1	同比	2022Q1	2022Q2	环比
聚合MDI	元/吨	16100	20%	19629	19133	-2.5%	20344	17947	-11.8%
聚合MDI价差	元/吨	8403	9%	13987	11776	-15.8%	13470	10119	-24.9%
纯MDI	元/吨	22250	39%	22343	22072	-1.2%	22623	21532	-4.8%
纯MDI价差	元/吨	14553	23%	16701	14716	-11.9%	15749	13703	-13.0%
TDI	元/吨	15500	14%	14613	18095	23.8%	18727	17464	-6.7%
TDI价差	元/吨	9100	7%	9582	11804	23.2%	12765	10852	-15.0%
硬泡聚醚	元/吨	9000	19%	14797	11089	-25.1%	11288	10892	-3.5%
硬泡聚醚价差	元/吨	1685	21%	2212	3201	44.7%	3224	3179	-1.4%

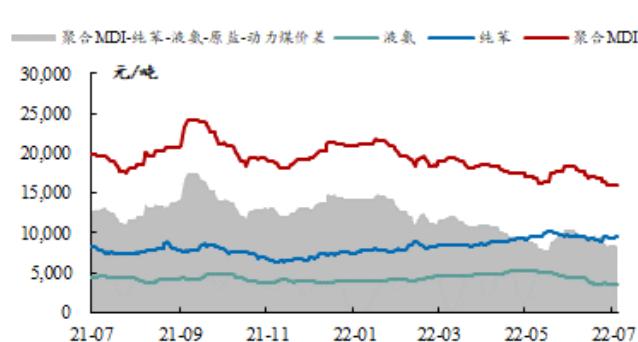
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 13: 纯 MDI 近一年价差走势



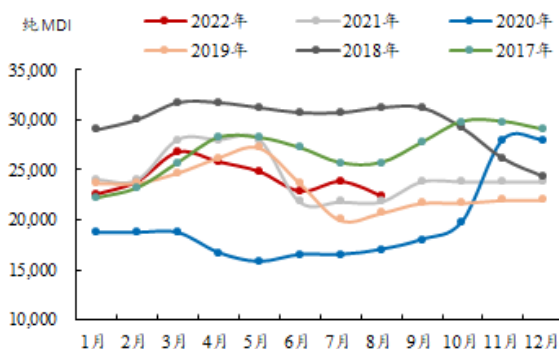
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 14: 聚合 MDI 近一年价差走势



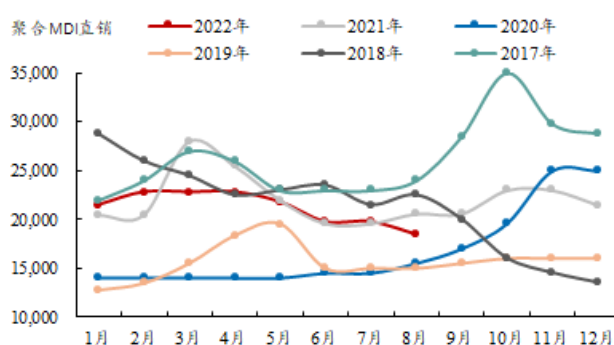
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 15: 纯 MDI 市场挂牌价 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

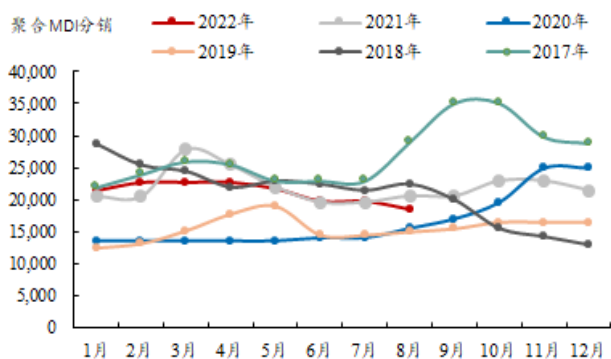
图表 16: 公司聚合 MDI 直销市场挂牌价 (元/吨)



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 17: 公司聚合 MDI 分销市场挂牌价趋势 (元/吨)

图表 18: 原料纯苯价格变化

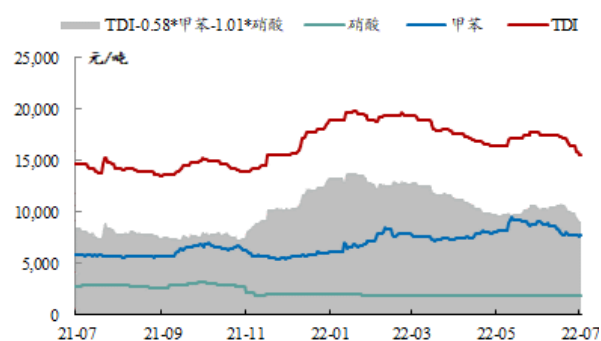


来源: Wind, 中泰证券研究所



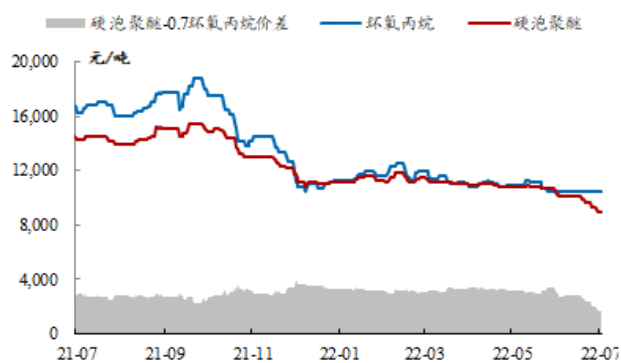
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 19: TDI 价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 20: 硬泡聚醚价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

### 三、石化: 高油气价下盈利承压, 产销协同未来可期

- 根据公告, 公司 2022H1 石化板块实现收入 392.12 亿元, 同比增长 44.92%; 实现毛利 20.70 亿元, 同比下降 57.50%, 毛利率为 5.28%, 同比下降 12.72pct; 石化板块产量为 228 万吨, 同比增加 20.83%, 销量为 610 万吨 (包括贸易量) 同比增加 19.89%。2022H1 在地缘冲突叠加疫情影响的不利背景下, 公司坚持产销协同, 发挥自有产能和配套设施的优势, 以销优产, 提质增效; 抓牢海外需求缺口, 加速全球化布局 and 配置, 主要石化产品产销量同比增加供需业绩。
- 高油气价下价差承压明显。上半年全球油气价格大幅上行, 全球大宗商品波动性加剧, WTI 原油价格由年初的 76.08 美元/桶最高上涨至 123.70 美元/桶, 布伦特原油价格由年初的 78.98 美元/桶最高上涨至 127.98 美元/桶, 均创下 2008 年以来的历史最高结算价记录。供给方面, 受地缘冲突导致的供应中断风险持续深化, 市场整体供应趋紧; 需求方面, 各大机构整体对原油需求发展前景持乐观态度, 伴随原油库存的不断消耗, 2022H1 国际原油价呈现大幅走高的趋势。根据 Wind, 丙烯-丙烷、PO-丙烯、MTBE 价差、丙烯酸-丙烯价差、新戊二醇-异丁醇价差、PVC 上半年均价差分别增扩-48%、-64%、17%、129%、7%、-21%; Q2 均价差较 Q1 环比增扩-7%、-10%、25%、-14%、-20%、9%。
- 新项目园区开足马力, 石化业务未来可期。烟台大乙烯一期已于 2020

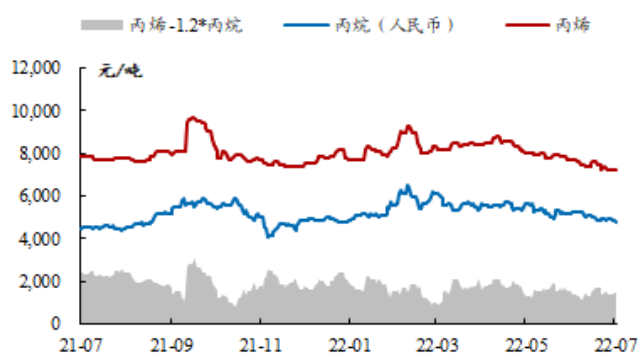
年 11 月全部一次开车成功，2021 年底 PO/SM 装置投产，带动 2022H1 产品产销量同比分别增长 20.85%和 19.89%，Q2 单季度产销量同比分别增长 7.49%和 13.22%，环比分别-6.78%和 3.33%。**大乙烯二期持续推进建设。**现阶段，公司在烟台工业园内主要投资建设 120 万吨/年乙烯裂解装置及下游配套装置和公用工程、辅助设施，项目总体投资建设期为 3 年，总投资额 176 亿元。“三地布局”，**PDH 或成丙烯扩能新方向：**公司在已建成的烟台工业园年产 75 万吨 PDH 装置基础上，在福建工业园和蓬莱工业园再造两个年产 90 万吨 PDH 装置，预计 2022 年下半年开工，2024 年建成投产，届时公司将具备 255 万吨/年的 PDH 产能。凭借简原料投入、高丙烯收益、低投资成本等优势，PDH 或取代传统石脑油裂解副产丙烯，成为未来丙烯扩能主要方向。

图表 21: 公司石化产品价格数据

产品	单位	最新价格	历史价格分位	2021H1	2022H1	同比	2022Q1	2022Q2	环比
丙烯	元/吨	7225	46%	7860	8234	5%	7941	8384	6%
丙烯-丙烷价差	元/吨	1462	21%	3333	1730	-48%	1886	1755	-7%
PO	元/吨	8375	43%	18285	11255	-38%	11130	11077	0%
PO-丙烯价差	元/吨	2089	43%	11447	4091	-64%	4222	3783	-10%
MTBE	元/吨	7410	84%	5364	7151	33%	6568	7377	12%
MTBE价差	元/吨	2575	91%	1731	2026	17%	1807	2262	25%
丙烯酸	元/吨	8250	27%	9021	13521	50%	13785	12981	-6%
丙烯酸-丙烯价差	元/吨	2976	53%	3283	7510	129%	7988	6861	-14%
新戊二醇 (mpg)	元/吨	10100	23%	15003	17117	14%	17155	17004	-1%
新戊二醇-异丁醛价差	元/吨	-2478	13%	10352	11043	7%	12621	10103	-20%
PVC	元/吨	6788	15%	8997	9163	2%	8997	9189	2%
PVC价差	元/吨	1544	18%	3288	2597	-21%	3202	3503	9%
LLDPE	元/吨	8080	44%	8509	9210	8%	8938	9394	5%
EO	元/吨	6550	11%	7765	7864	1%	7584	7719	2%

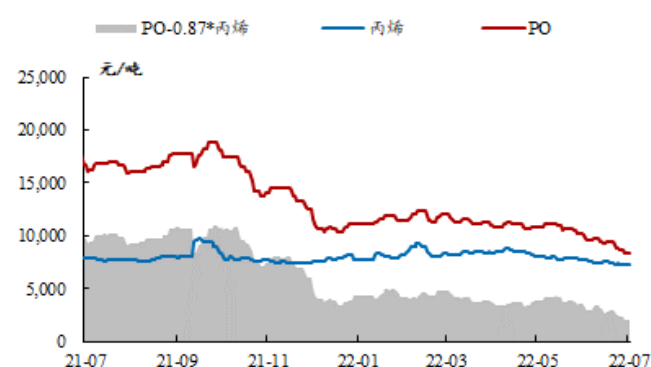
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 22: 近一年丙烯-丙烷价差走势



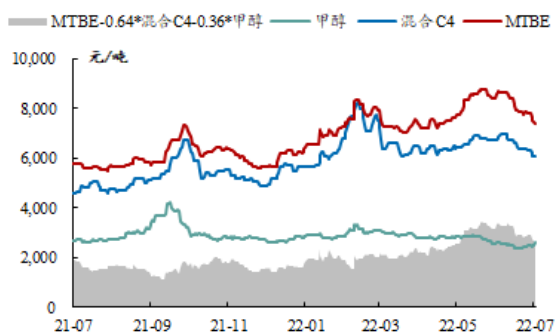
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 23: 近一年环氧丙烷-丙烯价差走势



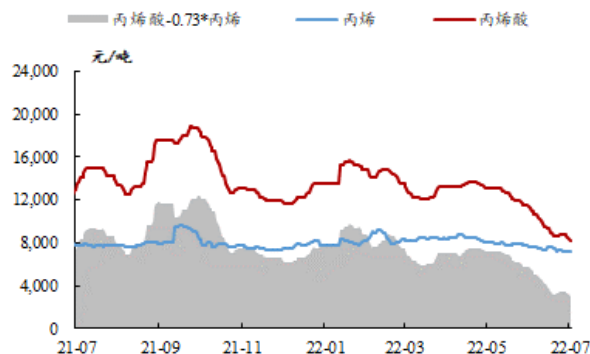
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 24: MBTE 价差近一年走势



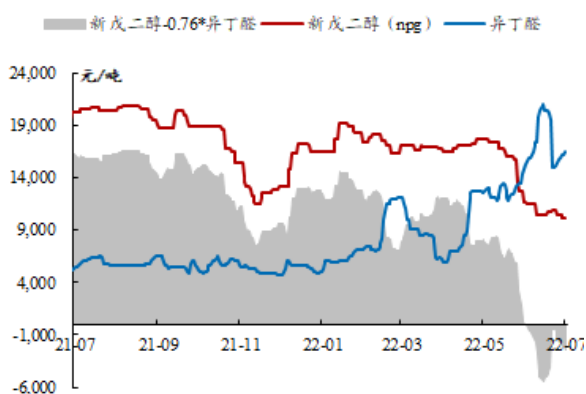
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 25: 丙烯酸价差近一年走势



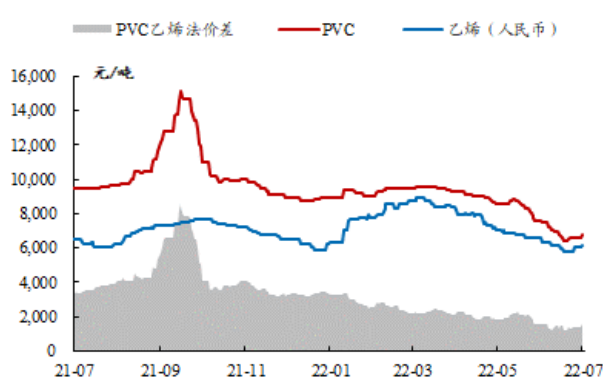
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 26: 新戊二醇价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 27: PVC 价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

#### 四、新材料: 高成长性下业绩提升, 新材料持续拓版图

- 根据公告,公司 2022H1 精细化学品及新材料板块实现收入 104.41 亿元, 同比增加 58.41%; 实现毛利 29.85 亿元, 同比增加 58.95%, 毛利率为 28.59%, 同比上升 0.09pct; 新材料板块产量为 46 万吨, 同比增加 28.85%, 销量为 44 万吨, 同比增加 32.93%。
- 产品价差增扩, 盈利能力增强: 2022Q2 公司精细化学品及新材料板块产品部分带来价差增扩, 其中 TPU-MDI 二季度价差均值为 35892 元/吨, 环比增扩 7%; PC-双酚价差二季度价差均值为 6848 元/吨, 环比增扩 8%; PMMA 价差 Q2 平均价差为 4016 元/吨, 环比增扩 7%, 此外, 公司通过工艺优化, 不断提升产品品质, ADI 和特种胺业务凭借全球化布局及稳定的生产供应, 客户开拓和市场份额快速提升, 竞争力持续增强, 营收归母、毛利率、产销率均有不同幅度的增长, 平台型材料公司逐渐壮大。
- 紧握新兴产业发展机遇, 多点开花拓版图: 2022H1 公司 ADI 和特种胺业务积极开拓海外市场, 紧盯国际大客户订单需求, 挖掘美洲市场潜力; 2022 年 4 月, 公司特种共聚硅聚碳酸酯 (共聚硅 PC) 项目投产, 标志着公司高品质聚合物产业链的进一步完善, 同时也是国内首款高硅含量

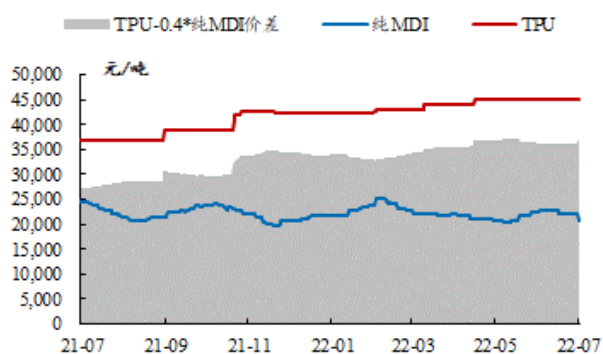
硅氧烷 PC 产品的正式上市。此外，公司四川眉山基地在现有年产 6 万吨 PBAT 生物降解聚酯项目和三元正极电池材料项目的基础上，积极推进磷酸铁锂及其他可降解塑料产业链的建设工作。在其他精细化学品及新材料项目建设上，年产 4 万吨的尼龙 12 和年产 48 万吨的双酚 A 项目预计在 2022 年下半年建成投产。年产 4.8 万吨柠檬醛及其衍生物一体化项目、年产 8 万吨 NMP 项目、年产 2 万吨有机硅 MQ 树脂及衍生物项目、特种异氰酸酯等项目也在持续地推动和建设过程中。公司精细化学品及新材料项目充分把握现阶段战略性新兴产业的高速发展机遇，不断致力于开发解决关键“卡脖子”问题的新产品，在打造长期成长曲线的同时预计未来也将成为公司盈利的新增长点。

图表 28: 公司新材料产品价格数据

产品	单位	最新价格	历史价格分位	2021H1	2022H1	同比	2022Q1	2022Q2	环比
HDI	元/吨	69500	39%	85083	76204	-10%	78236	74176	-5%
TPU	元/吨	44900	99%	35152	43549	24%	42575	44507	5%
TPU-0.4*纯MDI	元/吨	36600	99%	26219	34715	32%	33519	35892	7%
PC	元/吨	16300	15%	23908	21685	-9%	22329	21057	-6%
PC-双酚A价差	元/吨	5680	63%	3567	6601	85%	6349	6848	8%
SAP	元/吨	13500	25%		14244		15296	13217	-14%
SAP价差	元/吨	6405	99%		2804		3336	2279	-32%
PMMA	元/吨	16900	12%	17535	16438	-6%	15975	16888	6%
MMA	元/吨	10800	20%	12770	12556	-2%	12220	12872	5%
PMMA价差	元/吨	6100	85%	4765	3882	-19%	3755	4016	7%

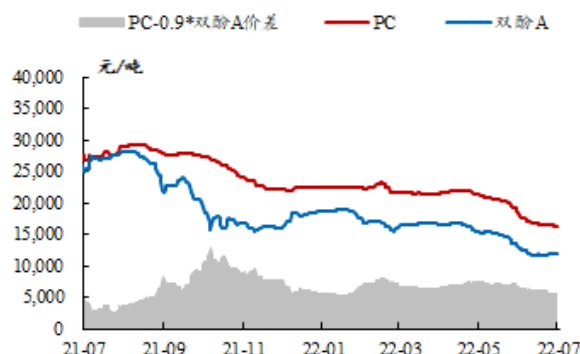
来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 29: TPU 价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

图表 30: PC 价差近一年走势



来源: Wind, 中泰证券研究所

## 五、投资建议：维持“买入”评级

- 公司作为国内化工龙头企业，以技术驱动发展为核心，现已形成产业链高度整合、深度一体化的聚氨酯、石化、新材料三大产业集群，产业协同下具有极高的技术壁垒与成本优势，未来三个板块均具备广阔发展空间。我们维持盈利预测，预计公司 2022-2024 年归母净利润分别为 231.16、269.62、302.06 亿元，维持“买入”评级。

## 六、风险提示

- 经济下行。
- 全球供应链不稳定性加剧。
- 产品、原料价格大幅波动。
- 项目投产进度不达预期。
- 产能释放不及预期。
- 安全环保因素

图表 31: 盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业总收入	68,051	73,433	145,538	154,838	163,566	173,644
%增长率	-6.57%	7.9%	98.2%	6.4%	5.6%	6.2%
营业成本	48,998	55,916	107,317	109,766	118,937	123,468
%销售成本	72.0%	76.1%	73.7%	70.9%	72.7%	71.1%
<b>毛利</b>	<b>19,053</b>	<b>17,517</b>	<b>38,221</b>	<b>45,071</b>	<b>44,628</b>	<b>50,175</b>
%销售收入	28.0%	23.9%	26.3%	29.1%	27.3%	28.9%
税金及附加	576	676	880	1,224	1,262	1,254
%销售收入	0.8%	0.9%	0.6%	0.8%	0.8%	0.7%
销售费用	2,783	788	1,052	9,290	4,251	5,395
%销售收入	4.1%	1.1%	0.7%	6.0%	2.6%	3.1%
管理费用	1,434	1,420	1,892	2,756	2,734	2,750
%销售收入	2.1%	1.9%	1.3%	1.8%	1.7%	1.6%
研发费用	1,705	2,043	3,168	3,852	4,060	4,137
%销售收入	2.5%	2.8%	2.2%	2.5%	2.5%	2.4%
财务费用	1,080	1,076	1,479	1,885	1,736	1,960
%销售收入	1.6%	1.5%	1.0%	1.2%	1.1%	1.1%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>13,522</b>	<b>13,216</b>	<b>31,499</b>	<b>28,560</b>	<b>32,757</b>	<b>36,912</b>
%销售收入	19.9%	18.0%	21.6%	18.4%	20.0%	21.3%
其他收益	961	742	453	1,412	1,218	1,139
投资收益	159	179	492	421	466	518
净敞口套期收益	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	8	-6	7	0	0	0
信用减值损失	-22	-116	-185	-90	0	0
资产减值损失	-284	-488	-1,075	-297	-396	-526
资产处置收益	0	1	-18	-6	-9	-13
<b>营业利润</b>	<b>12,297</b>	<b>11,825</b>	<b>29,425</b>	<b>27,503</b>	<b>31,866</b>	<b>35,797</b>
%增长率	-37.3%	-3.8%	148.8%	-6.5%	15.9%	12.3%
营业外收支	-37	-93	-274	-70	-75	-70
利润总额	12,260	11,732	29,151	27,433	31,791	35,727
%增长率	-37.11%	-4.3%	148.5%	-5.9%	15.9%	12.4%
所得税	1,667	1,317	4,112	3,560	4,060	4,746
所得税率	13.6%	11.2%	14.1%	13.0%	12.8%	13.3%
合并报表的净利润	10,593	10,415	25,039	23,873	27,731	30,981
少数股东损益	463	373	391	758	769	775
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>10,130</b>	<b>10,041</b>	<b>24,649</b>	<b>23,116</b>	<b>26,962</b>	<b>30,206</b>
净利率	14.9%	13.7%	16.9%	14.9%	16.5%	17.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
净利润	10,130	10,041	24,649	23,116	26,962	30,206
少数股东损益	463	373	391	758	769	775
非现金支出	4,907	5,840	9,421	8,003	8,962	10,043
非经营收益	1,482	1,005	785	2,307	1,991	2,631
营运资金变动	8,951	-411	-7,323	7,477	-87	-442
<b>经营活动现金净流</b>	<b>25,933</b>	<b>16,850</b>	<b>27,922</b>	<b>41,660</b>	<b>38,598</b>	<b>43,213</b>
资本开支	-17,797	-23,119	-26,845	-23,546	-24,375	-24,153
投资	-711	-721	-1,996	-1,254	-1,569	-1,856
其他	142	-16	83	411	456	523
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-18,367</b>	<b>-23,855</b>	<b>-28,758</b>	<b>-24,389</b>	<b>-25,489</b>	<b>-25,486</b>
股权融资	63	720	305	0	0	0
债权融资	-909	25,447	24,925	-18,286	5,314	26,315
其他	-8,386	-6,354	-7,643	-12,651	-13,973	-15,066
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-9,233</b>	<b>19,813</b>	<b>17,587</b>	<b>-30,937</b>	<b>-8,659</b>	<b>11,249</b>
<b>现金净流量</b>	<b>-1,674</b>	<b>12,785</b>	<b>16,711</b>	<b>-13,666</b>	<b>4,450</b>	<b>28,976</b>
期初现金	6,193	4,519	17,303	34,216	20,550	25,000
期末现金	4,519	17,303	34,014	20,550	25,000	53,976

资产负债表 (人民币百万元)						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
货币资金	4,566	17,574	34,216	20,550	25,000	53,976
应收票据	0	0	0	0	0	0
应收账款	4,433	6,309	8,646	10,625	11,241	11,691
其他应收款	575	704	1,394	1,455	1,552	1,645
存货	8,587	8,704	18,282	18,251	19,727	20,588
其他流动资产	5,322	7,236	9,753	11,825	12,537	13,093
<b>流动资产</b>	<b>23,484</b>	<b>40,526</b>	<b>72,291</b>	<b>62,705</b>	<b>70,057</b>	<b>100,993</b>
长期股权投资	718	1,314	3,930	5,004	6,432	8,139
固定资产	37,478	56,371	65,233	77,591	88,477	96,870
在建工程	24,066	23,257	29,352	30,022	31,831	34,486
无形资产	5,337	6,905	7,982	9,600	11,021	12,393
商誉	1,358	1,386	1,264	1,236	1,195	1,132
其他非流动资产	4,425	3,993	10,257	11,287	12,641	14,407
<b>非流动资产</b>	<b>73,382</b>	<b>93,226</b>	<b>118,018</b>	<b>134,739</b>	<b>151,598</b>	<b>167,426</b>
<b>资产总计</b>	<b>96,865</b>	<b>133,753</b>	<b>190,310</b>	<b>197,445</b>	<b>221,654</b>	<b>268,420</b>
短期借款	20,034	38,245	53,873	33,597	35,391	58,201
应付票据	8,386	8,338	8,987	13,183	13,418	13,631
应付账款	8,024	9,377	11,403	14,963	15,643	15,916
其他应付款	1,359	1,289	1,266	1,999	2,008	2,034
其他流动负债	6,995	10,886	22,473	25,522	27,382	28,344
<b>流动负债</b>	<b>44,800</b>	<b>68,134</b>	<b>98,002</b>	<b>89,264</b>	<b>93,843</b>	<b>118,127</b>
长期借款	5,963	11,822	15,644	17,644	21,144	24,644
应付债券	0	0	0	0	0	0
长期应付款	602	411	178	178	178	178
其他长期负债	46,370	69,869	102,792	94,054	98,633	122,917
<b>负债</b>	<b>52,934</b>	<b>82,102</b>	<b>118,614</b>	<b>111,876</b>	<b>119,955</b>	<b>147,739</b>
股本	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140
资本公积	2,162	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161
其他综合收益	-81	375	-473	-473	-473	-473
归属所有者权益	42,364	48,780	68,499	81,614	96,976	115,182
少数股东权益	1,567	2,870	3,197	3,955	4,724	5,499
所有者权益合计	43,931	51,651	71,696	85,569	101,700	120,681
<b>负债股东权益合计</b>	<b>96,865</b>	<b>133,753</b>	<b>190,310</b>	<b>197,445</b>	<b>221,654</b>	<b>268,420</b>

比率分析						
	2019	2020	2021	2022E	2023E	2024E
<b>盈利能力</b>						
净资产收益率	23.9%	20.6%	36.0%	28.3%	27.8%	26.2%
总资产收益率	10.5%	7.5%	13.0%	11.7%	12.2%	11.3%
投入资本收益率	15.9%	11.5%	18.3%	17.3%	17.3%	15.2%
<b>成长能力</b>						
营业总收入增长率	-6.6%	7.9%	98.2%	6.4%	5.6%	6.2%
EBIT增长率	-34.1%	-2.3%	138.3%	-9.3%	14.7%	12.7%
归母净利润增长率	-34.9%	-0.9%	145.5%	-6.2%	16.6%	12.0%
总资产增长率	11.3%	38.1%	42.3%	3.7%	12.3%	21.1%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	24	31	22	25	25	25
存货周转天数	64	57	62	61	61	61
应付账款周转天数	60	61	39	50	48	47
总资产周转天数	520	665	477	465	495	564
<b>偿债能力</b>						
资产负债率	54.6%	61.4%	62.3%	56.7%	54.1%	55.0%
流动比率	0.5	0.6	0.7	0.7	0.7	0.9
速动比率	0.3	0.5	0.5	0.5	0.5	0.7
EBIT利息保障倍数	11.2	10.9	15.5	10.8	13.8	12.0

资料来源: Wind、中泰证券研究所



**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 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; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断, 可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。