

行业景气下行，短期业绩承压

核心观点

- **中报盈利同比下滑：**公司 22 年中报实现营业收入 891.19 亿元，同比增长 31.72%，归母净利 103.83 亿元，同比下滑 23.26%。其中二季度收入 473.34 亿元，同比增长 30.24%，归母净利 50.09 亿元，同比下滑 27.5%。今年上半年油煤气等能源品价格同比大幅上涨，因此公司收入与成本均明显上涨。但化工行业整体景气度下滑，需求端持续弱化，导致公司二季度盈利下滑较多。
- **三季度进一步承压：**6 月底开始，国内大宗商品价格普遍下跌，而原料端油气价格变化相对较小，价差明显缩窄。我们预计 q3 将迎来化工行业盈利低点。尽管万华的 mdi 等产品由于行业格局较好，盈利情况明显强于其他大宗化工品，不过 22q3 预计仍难免下滑。
- **23 年再入成长期：**上半年公司完成资本开支 135.99 亿元，同比增长超 20%，行业景气下滑并没有阻碍公司发展节奏。我们预计今年年底开始福建基地的异氰酸酯将进入投产期；去年开始大量投资的精细化工与新材料项目（如尼龙 12 等）也将陆续释放；到 24 年，蓬莱石化项目也将建成。万华即将进入新一轮全产业链投产高峰，当下行业景气底部时期正好是布局万华的良好机会。

盈利预测与投资建议

- 结合近期市场情况，我们调整了对聚氨酯和石化板块产品和原料的价格假设，调整 22-24 年公司每股盈利 EPS 预测为 6.93、8.57 和 9.81 元（原预测 7.60、9.12 和 10.35 元）。22 年可比公司 PE 估值为 11 倍，由于万华在其中的长期 ROE 和历史成长性更为突出给予 15% 估值溢价，给予目标价 87.66 元，维持买入评级。

风险提示

- 疫情变化不及预期；宏观经济风险；原油价格波动风险；新项目进展风险。

公司主要财务信息

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	163,669	166,420	177,138
同比增长(%)	7.9%	98.2%	12.5%	1.7%	6.4%
营业利润(百万元)	11,825	29,425	26,151	32,345	36,922
同比增长(%)	-3.8%	148.8%	-11.1%	23.7%	14.1%
归属母公司净利润(百万元)	10,041	24,649	21,749	26,911	30,815
同比增长(%)	-0.9%	145.5%	-11.8%	23.7%	14.5%
每股收益(元)	3.20	7.85	6.93	8.57	9.81
毛利率(%)	23.9%	26.3%	21.3%	24.4%	25.8%
净利率(%)	13.7%	16.9%	13.3%	16.2%	17.4%
净资产收益率(%)	22.0%	42.0%	28.8%	29.1%	27.0%
市盈率	26.2	10.7	12.1	9.8	8.5
市净率	5.4	3.8	3.2	2.6	2.1

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测。每股收益使用最新股本全面摊薄计算。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。

投资评级 买入（维持）

股价（2022年08月01日）	82.07 元
目标价格	87.66 元
52 周最高价/最低价	117.59/71.2 元
总股本/流通 A 股（万股）	313,975/313,975
A 股市值（百万元）	257,679
国家/地区	中国
行业	石油化工
报告发布日期	2022 年 08 月 01 日

股价表现

	1 周	1 月	3 月	12 月
绝对表现	-4.85	-15.03	5.42	-25.5
相对表现	-2.87	-7.24	9.84	-3.14
沪深 300	-1.98	-7.79	-4.42	-22.36



证券分析师

倪吉 021-63325888*7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人

顾雪莹 guxueying@orientsec.com.cn

相关报告

21 年业绩大幅增长，22 年仍可期待	2022-03-16
受益产能放量景气提升，业绩大幅增长	2021-07-30
受益经济复苏，一季度利润达历史新高	2021-04-20

表 1：可比公司估值（截止 2022 年 7 月 29 日）

	每股收益（元）				市盈率			
	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
华鲁恒升	3.42	3.70	4.01	4.60	8.35	7.71	7.12	6.21
荣盛石化	1.27	1.52	1.80	2.06	11.28	9.39	7.95	6.94
恒力石化	2.21	2.18	2.73	3.34	9.15	9.27	7.39	6.05
扬农化工	3.94	6.59	7.43	8.39	29.16	17.45	15.48	13.70
新和成	1.40	1.55	1.84	2.12	14.74	13.28	11.18	9.72
调整后平均						11.00	9.00	8.00

数据来源：朝阳永续，东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	17,574	34,216	49,454	58,240	70,600	营业收入	73,433	145,538	163,669	166,420	177,138
应收票据、账款及款项融资	11,249	15,276	11,482	11,675	12,427	营业成本	55,916	107,317	128,827	125,741	131,429
预付账款	781	1,367	1,443	1,468	1,562	营业税金及附加	676	880	989	1,006	1,071
存货	8,704	18,282	21,525	21,010	21,960	营业费用	788	1,052	1,074	1,059	1,119
其他	2,219	3,150	3,198	3,222	3,317	管理费用及研发费用	3,463	5,060	5,513	5,544	5,986
流动资产合计	40,526	72,291	87,104	95,614	109,866	财务费用	1,076	1,479	1,601	1,428	1,349
长期股权投资	1,314	3,930	3,930	3,930	3,930	资产、信用减值损失	604	1,260	446	231	196
固定资产	55,913	65,233	87,378	104,522	117,567	公允价值变动收益	(6)	7	7	7	7
在建工程	21,534	27,057	20,264	15,846	14,038	投资净收益	179	492	492	492	492
无形资产	6,905	7,982	7,619	7,257	6,894	其他	743	435	435	435	435
其他	7,560	13,816	10,269	10,266	10,263	营业利润	11,825	29,425	26,151	32,345	36,922
非流动资产合计	93,226	118,018	129,461	141,820	152,691	营业外收入	23	97	97	97	97
资产总计	133,753	190,310	216,565	237,435	262,557	营业外支出	116	371	371	371	371
短期借款	38,245	53,873	53,873	53,873	53,873	利润总额	11,732	29,151	25,877	32,071	36,648
应付票据及应付账款	17,714	20,390	36,146	35,280	36,876	所得税	1,317	4,112	3,882	4,811	5,497
其他	12,175	23,739	22,809	23,809	24,258	净利润	10,415	25,039	21,996	27,260	31,151
流动负债合计	68,134	98,002	112,827	112,962	115,007	少数股东损益	373	391	247	349	336
长期借款	11,822	15,644	15,644	15,644	15,644	归属于母公司净利润	10,041	24,649	21,749	26,911	30,815
应付债券	0	0	0	0	0	每股收益(元)	3.20	7.85	6.93	8.57	9.81
其他	2,146	4,968	2,251	2,251	2,251						
非流动负债合计	13,968	20,612	17,895	17,895	17,895	主要财务比率					
负债合计	82,102	118,614	130,723	130,857	132,902		2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
少数股东权益	2,870	3,197	3,444	3,793	4,130	成长能力					
实收资本(或股本)	3,140	3,140	3,140	3,140	3,140	营业收入	7.9%	98.2%	12.5%	1.7%	6.4%
资本公积	2,161	2,161	2,161	2,161	2,161	营业利润	-3.8%	148.8%	-11.1%	23.7%	14.1%
留存收益	43,104	63,671	77,570	97,957	120,698	归属于母公司净利润	-0.9%	145.5%	-11.8%	23.7%	14.5%
其他	375	(473)	(473)	(473)	(473)	获利能力					
股东权益合计	51,651	71,696	85,842	106,578	129,655	毛利率	23.9%	26.3%	21.3%	24.4%	25.8%
负债和股东权益总计	133,753	190,310	216,565	237,435	262,557	净利率	13.7%	16.9%	13.3%	16.2%	17.4%
						ROE	22.0%	42.0%	28.8%	29.1%	27.0%
						ROIC	13.0%	21.4%	15.6%	17.1%	17.1%
现金流量表						偿债能力					
单位:百万元	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E	资产负债率	61.4%	62.3%	60.4%	55.1%	50.6%
净利润	10,415	25,039	21,996	27,260	31,151	净负债率	64.2%	55.1%	25.2%	12.9%	1.0%
折旧摊销	5,304	4,076	5,705	7,439	8,981	流动比率	0.59	0.74	0.77	0.85	0.96
财务费用	1,076	1,479	1,601	1,428	1,349	速动比率	0.47	0.55	0.58	0.66	0.76
投资损失	(179)	(492)	(492)	(492)	(492)	营运能力					
营运资金变动	3,740	(4,466)	17,543	(482)	129	应收账款周转率	13.7	19.5	16.0	13.9	14.3
其它	(3,506)	2,286	430	225	190	存货周转率	6.4	7.9	6.5	5.9	6.1
经营活动现金流	16,850	27,922	46,782	35,377	41,307	总资产周转率	0.6	0.9	0.8	0.7	0.7
资本支出	(24,655)	(20,581)	(20,779)	(20,023)	(20,023)	每股指标(元)					
长期投资	(596)	(2,616)	(86)	0	0	每股收益	3.20	7.85	6.93	8.57	9.81
其他	1,397	(5,562)	4,129	499	499	每股经营现金流	5.37	8.89	14.90	11.27	13.16
投资活动现金流	(23,855)	(28,758)	(16,736)	(19,525)	(19,525)	每股净资产	15.54	21.82	26.24	32.74	39.98
债权融资	2,963	7,149	(2,651)	885	0	估值比率					
股权融资	(0)	(1)	0	0	0	市盈率	26.2	10.7	12.1	9.8	8.5
其他	16,850	10,439	(12,157)	(7,953)	(9,422)	市净率	5.4	3.8	3.2	2.6	2.1
筹资活动现金流	19,813	17,587	(14,808)	(7,068)	(9,422)	EV/EBITDA	16.7	8.7	9.1	7.4	6.5
汇率变动影响	(23)	(40)	-0	-0	-0	EV/EBIT	23.6	9.9	11.0	9.0	8.0
现金净增加额	12,785	16,711	15,238	8,785	12,360						

资料来源：东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

- 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
- 增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

- 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
- 中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；
- 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn