

原材料上涨下盈利承压，多基地建设稳步推进

投资要点

- **事件:** 公司发布 2022 年半年度报告, 报告期内实现收入 891.19 亿元, 同比+31.72%, 二季度实现收入 473.34 亿元, 同比+30.24%, 环比+13.28%。报告期内毛利率为 18.45%, 同比下滑 12.6 个百分点, 二季度毛利率为 16.59%, 同比/环比下滑 13.6/4.0 个百分点。上半年实现归母净利润 103.83 亿元, 同比-23.26%, 二季度实现归母净利润 50.09 亿元, 同比-27.50%, 环比-6.79%。上半年实现扣非净利润 102.22 亿元, 同比-22.53%, 二季度实现扣非净利润 48.75 亿元, 同比-28.57%, 环比-8.83%。从公司各板块收入来看, 聚氨酯/石化/精细化学品系列收入分别为 332/392/104 亿元, 同比分别+17%/45%/58%。
- **产销量增长下聚氨酯板块收入同比增长 17%, 但基础能源价格高企下盈利受损:** 2022 年 H1, 聚氨酯板块收入同比+17%, 产销量分别为 215/207 万吨, 同比分别+7%/+9%, 二季度收入 176 亿元, 同环比分别+20%/+12.7%, 产销量分别为 114/112 万吨, 同比分别+8%/+15%, 环比分别+13%/18%。根据卓创资讯数据, 聚合 MDI(华北 PM200)2022 年均价为 19039 元/吨, 同比-5%, Q2 均价 18193 元/吨, 同比基本持平环比-4%; 作为聚合 MDI 的主要下游, 2022 年 H1 家用电冰箱/冷柜产量同比-6%/-20%, 下游疲软导致 2022 年 1-6 月聚合 MDI 表观消费量 39.36 万吨, 同比-18.29%。纯 MDI 华东地区 2022 年均价为 22067 元/吨, 同比-2%, Q2 均价 21537 元/吨, 同比+5%环比-5%。报告期内公司 MDI/TDI 产品反应效率提升, 聚醚新产能投产, 但 2022 年 H1 主要原材料纯苯/煤炭均价同比+30%/52%为盈利带来压力。虽然近期公司公告称, 2022 年 8 月中国地区聚合 MDI、纯 MDI 挂牌价 18500、22300 元/吨, 环比下调 1300/1500 元/吨, 但出口需求下的量增将为后期盈利带来助力, 欧洲 MDI 产能占比约为 28%, 该地区天然气供应紧张下 MDI/TDI 生产成本显著抬升, 二季度 MDI 出口同比+16%已反应出该趋势。人造板无醛化是 MDI 下游领域近年来新兴需求, 报告期内首条无醛自动胶合板生产线投用证明公司在产业链一体化布局方面更进一步。
- **公司在建工程较年初增加 55 亿元, 多基地建设稳步推进:** 公司四川眉山基地已于年初举行开工仪式, 上半年一方面推动锂电池正极材料和 PBAT 项目的生产优化及市场开拓工作, 同时积极推进磷酸铁锂及其他可降解塑料产业链的建设工作。蓬莱工业园上半年围绕工艺包设计、长周期设备订货及工程开工展开, 一期项目建设计划自 2022 年至 2025 年, 预计于 2024 年三季度开始陆续投产。另外也将持续专注于尼龙 12、POE 等新材料的成果转化。
- **盈利预测与投资建议:** 公司产业链横纵向发展持续推进, 作为全球 MDI 龙头, 公司技改扩能稳固行业地位; 上游石化板块两大项目预计于 2023-2025 年陆续投产, 下游新材料产业涵盖新能源/半导体/香精香料等多领域。我们预计公司 2022-2024 年 EPS 为 6.53 元、8.30 元和 9.98 元, 对应 PE 分别为 13X、10X 和 8X, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 原材料价格上涨、MDI、石化产品等主营产品价格大规模下滑、在建项目投产不及预期、下游需求不及预期等。

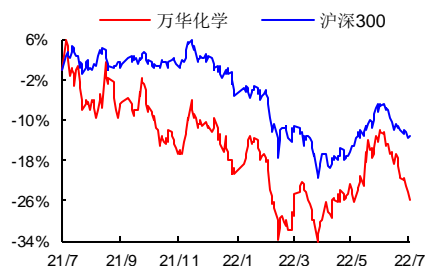
指标/年度	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	145537.82	166797.80	176563.45	209128.95
增长率	98.19%	14.61%	5.85%	18.44%
归属母公司净利润(百万元)	24648.75	20488.95	26059.48	31337.59
增长率	145.47%	-16.88%	27.19%	20.25%
每股收益 EPS(元)	7.85	6.53	8.30	9.98
净资产收益率 ROE	34.92%	23.85%	14.44%	23.56%
PE	10	13	10	8
PB	3.76	3.05	2.42	1.94

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 程磊
执业证号: S1250521090001
电话: 021-58351912
邮箱: chlei@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	31.40
流通 A 股(亿股)	31.40
52 周内股价区间(元)	75.52-120.6
总市值(亿元)	2,576.79
总资产(亿元)	1,903.10
每股净资产(元)	21.82

相关研究

1. 万华化学(600309): 全年业绩同比大增, 三大基地建设顺利推进 (2022-01-18)
2. 万华化学(600309): 三大板块量价齐升, 未来成长性确定 (2021-10-21)

关键假设：

假设 1：假设聚氨酯板块中福建基地 MDI 装置于 2022 年 H2 投产，宁波基地 60 万吨 MDI 装置于 2023 年投产，2022 年 H1 纯苯/煤炭等原材料价格大幅上涨对聚氨酯板块盈利带来压力，假设 2023 年盈利压力缓解恢复至 2021 年水平。

假设 2：假设石化板块两大在建项目，乙烯二期项目与蓬莱项目分别于 2023 年年底、2024 年三季度投产，根据 2022 年上半年经营数据，石化相关产品除正丁醇/环氧丙烷/丙烯酸丁酯外均出现不同程度上涨，假设 2023-2024 年价格回归正常中枢水平。

假设 3：假设新材料板块收入预测期内年增速 20%。

表 1：分业务收入及毛利率

单位：亿元		2021A	2022E	2023E	2024E
聚氨酯系列	收入	604.92	618.10	617.26	727.70
	成本	392.77	446.08	399.60	481.03
	毛利	212.15	172.02	217.65	246.67
	毛利率 (%)	35.07	27.83	35.26	33.90
石化系列	收入	614.09	704.08	760.82	925.92
	成本	509.16	616.49	649.08	769.85
	毛利	104.93	87.59	111.74	156.07
	毛利率 (%)	17.09	12.44	14.69	16.86
精细化学品及新材料	收入	154.64	208.82	250.58	300.70
	成本	121.77	167.05	200.46	240.56
	毛利	32.87	41.76	50.12	60.14
	毛利率 (%)	21.25	20.00	20.00	20.00
其他	收入	93.39	136.98	136.98	136.98
	成本	59.86	95.34	95.34	95.34
	毛利	33.54	41.64	41.64	41.64
	毛利率 (%)	35.91	30.40	30.40	30.40
合计	收入	1,455.38	1,667.98	1,765.64	2,091.29
	成本	1,073.56	1,324.96	1,344.49	1,586.77
	毛利	381.82	343.02	421.15	504.52
	毛利率 (%)	26.24	20.56	23.85	24.12

数据来源：西南证券

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	现金流量表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	145537.82	166797.80	176563.45	209128.95	净利润	25039.43	21056.22	27230.38	32745.65
营业成本	107316.51	132495.96	134448.38	158676.70	折旧与摊销	7228.13	7452.38	8687.77	9486.49
营业税金及附加	879.59	1250.92	1288.54	1496.55	财务费用	1478.64	1050.83	1112.35	1317.51
销售费用	1051.82	1205.46	1276.04	1511.40	资产减值损失	-1075.12	0.00	0.00	0.00
管理费用	1891.64	6671.91	7062.54	8365.16	经营营运资本变动	-4415.65	11400.80	-1625.68	1488.00
财务费用	1478.64	1050.83	1112.35	1317.51	其他	-333.14	-491.97	-125.57	-91.83
资产减值损失	-1075.12	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	27922.29	40468.26	35279.25	44945.83
投资收益	492.10	491.26	100.00	100.00	资本支出	-16112.71	-11000.00	-5000.00	-5000.00
公允价值变动损益	6.61	2.49	2.39	3.13	其他	-12645.34	493.75	102.39	103.13
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-28758.05	-10506.25	-4897.61	-4896.87
营业利润	29425.48	24616.46	31477.99	37864.76	短期借款	15628.09	-3873.03	0.00	0.00
其他非经营损益	-274.01	-274.01	2.22	-8.52	长期借款	3821.83	5000.00	5000.00	5000.00
利润总额	29151.47	24342.45	31480.21	37856.24	股权融资	-0.82	0.00	0.00	0.00
所得税	4112.04	3286.23	4249.83	5110.59	支付股利	-4101.02	-4929.75	-4097.79	-5211.90
净利润	25039.43	21056.22	27230.38	32745.65	其他	2238.53	-4799.53	-1112.35	-1317.51
少数股东损益	390.68	567.27	1170.91	1408.06	筹资活动现金流净额	17586.61	-8602.31	-210.14	-1529.41
归属母公司股东净利润	24648.75	20488.95	26059.48	31337.59	现金流量净额	16710.53	21359.69	30171.50	38519.54
资产负债表 (百万元)	2021A	2022E	2023E	2024E	财务分析指标	2021A	2022E	2023E	2024E
货币资金	34216.30	55575.99	85747.49	124267.04	成长能力				
应收和预付款项	11407.06	14823.42	15531.49	18108.24	销售收入增长率	98.19%	14.61%	5.85%	18.44%
存货	18282.04	22575.23	22931.44	27052.88	营业利润增长率	148.84%	-16.34%	27.87%	20.29%
其他流动资产	8385.91	1216.65	1287.88	1525.41	净利润增长率	140.42%	-15.91%	29.32%	20.25%
长期股权投资	3929.71	3929.71	3929.71	3929.71	EBITDA 增长率	110.24%	-13.15%	24.63%	17.90%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	92289.89	96218.80	92912.31	88807.10	毛利率	26.26%	20.56%	23.85%	24.12%
无形资产和开发支出	9246.80	8868.29	8489.78	8111.27	三费率	3.04%	5.35%	5.35%	5.35%
其他非流动资产	12551.87	12549.10	12546.32	12543.54	净利率	17.20%	12.62%	15.42%	15.66%
资产总计	190309.58	215757.18	243376.43	284345.20	ROE	34.92%	23.85%	24.44%	23.56%
短期借款	53873.03	50000.00	50000.00	50000.00	ROA	13.16%	9.76%	11.19%	11.52%
应付和预收款项	25376.75	39393.38	38696.47	44853.58	ROIC	27.30%	20.86%	27.35%	33.50%
长期借款	15643.75	20643.75	25643.75	30643.75	EBITDA/销售收入	26.20%	19.86%	23.38%	23.27%
其他负债	23720.38	17425.06	17608.62	19886.53	营运能力				
负债合计	118613.92	127462.19	131948.84	145383.86	总资产周转率	0.90	0.82	0.77	0.79
股本	3139.75	3139.75	3139.75	3139.75	固定资产周转率	2.39	2.28	2.08	2.35
资本公积	2160.67	2160.67	2160.67	2160.67	应收账款周转率	19.46	16.52	14.91	15.96
留存收益	63670.98	79230.18	101191.86	127317.55	存货周转率	7.94	6.48	5.91	6.35
归属母公司股东权益	68498.53	84530.59	106492.27	132617.96	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	117.77%	—	—	43.88%
少数股东权益	3197.14	3764.41	4935.31	6343.38	资本结构				
股东权益合计	71695.67	88295.00	111427.59	138961.34	资产负债率	62.33%	59.08%	54.22%	51.13%
负债和股东权益合计	190309.58	215757.18	243376.43	284345.20	带息债务/总负债	58.61%	55.42%	57.33%	55.47%
					流动比率	0.74	0.92	1.24	1.56
					速动比率	0.55	0.70	1.01	1.31
					股利支付率	16.64%	24.06%	15.72%	16.63%
业绩和估值指标	2021A	2022E	2023E	2024E	每股指标				
EBITDA	38132.25	33119.66	41278.11	48668.76	每股收益	7.85	6.53	8.30	9.98
PE	10.45	12.58	9.89	8.22	每股净资产	21.82	26.92	33.92	42.24
PB	3.76	3.05	2.42	1.94	每股经营现金	8.89	12.89	11.24	14.32
PS	1.77	1.54	1.46	1.23	每股股利	1.31	1.57	1.31	1.66
EV/EBITDA	7.47	7.86	5.69	4.14					
股息率	1.59%	1.91%	1.59%	2.02%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间
行业评级	卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下
	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，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。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理 销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	高级销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	高级销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsf@swsc.com.cn
	来趣儿	销售经理	15609289380	15609289380	lqe@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com
广深	郑龔	广州销售负责人 销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
	陈慧玲	销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	yxy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn