

中报业绩显龙头韧性，聚氨酯出口支撑仍强

万华化学 (600309)

事件

公司披露 2022 年中报，业绩略超预期

公司 2022 上半年实现营业收入 891.19 亿元，同比增长 31.72%；实现归母净利润 103.83 亿元，同比下降 23.26%；实现扣非后归母净利润 102.22 亿元，同比下降 22.53%。

其中 2022Q2 实现营业收入 473.34 亿元，环比增长 13.28%；实现归母净利润 50.09 亿元，环比下降 6.79%。

简评

聚氨酯出口支撑较强，下半年内需存修复空间，同时公司龙头地位不断增强

公司 2022 年 H1 聚氨酯板块营收 332.5 亿元，同比+17%，销量 207 万吨，同比+9.2%，毛利 93.8 亿元，同比-29%。其中 22Q2 销量同比+15%，环比+18%。6 月中旬“北溪一号”的输气能力由 1.67 亿方/天下降至 1 亿方/天，7 月中因检修一度关停，后期供气不确定性仍存。同时美国德州 freeport 天然气液化站恢复时间由原先预期半个月推迟至 90 天，该装置将使得美国 LNG 出口能力减少 20 亿立方英尺/天，占美国 LNG 出口总容量的 17%，且今年前五个月通过该港出口的 LNG 中 71% 运往欧洲。据欧洲异氰酸酯生产商协会 (ISOPA) 研究，MDI 和 TDI 生产全流程的天然气平均单耗达 31 和 28 百万英热/吨，按天然气上涨 20 美元/百万英热估算成本抬升 620 和 560 美元/吨。因此出口支撑有望延续，而内需存在修复空间。伴随公司 MDI 技术进入“六代半”时代，公司烟台 MDI 产能有望扩能 10 万吨至 120 万吨，同时福建基地 40 万吨 MDI 预计今年四季度投产，进一步巩固公司的全球龙头地位。

今年石化业务受累于原材料大涨，大乙烯二期稳步推进，蓬莱工业园进一步拓展 C3 领域优势

公司 2022 年 H1 石化板块营收 392.1 亿元，同比+44.9%，毛利 20.7 亿元，同比-58%。其中 22Q2 产量同比+8%，环比-7%。公司石化板块受原材料大涨冲击短期承压，纯苯、5000 大卡煤炭、丙烷、丁烷价格同比分别+30%/+52%/+47%/+54%。公司乙烯二期项目完成环评公示后有序推进，同时公司蓬莱工业园开建，拓展 C3 领域市场份额。

维持

买入

邓胜

dengsheng@csc.com.cn

021-68821629

SAC 执证编号：S1440518030004

卢昊

luhaobj@csc.com.cn

18800299360

SAC 执证编号：S1440521100005

发布日期：2022 年 08 月 01 日

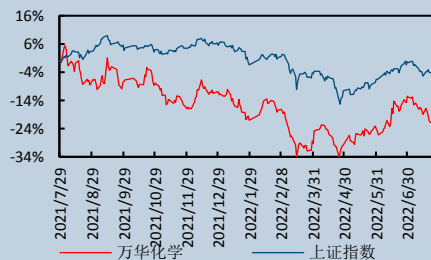
当前股价：85.15 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现 (%)

1 个月	3 个月	12 个月
-10.22/-6.5	9.91/-0.41	-19.25/-16.9
12 月最高/最低价 (元)		121.38/73.5
总股本 (万股)		313,974.66
流通 A 股 (万股)		313,974.66
总市值 (亿元)		2,673.49
流通市值 (亿元)		2,673.49
近 3 月日均成交量 (万股)		1,261.09
主要股东		
烟台国丰投资控股集团有限公司		21.59%

股价表现



相关研究报告

- 【中信建投化工及能源开采】万华化学 (600309): 出口逻辑逐步验证，聚氨酯内需存修复空间
- 【中信建投化工及能源开采】万华化学 (600309): 短期受原材料和疫情扰动，中

主要建设 90 万吨/年丙烷脱氢、50 万吨/年聚醚、40 万吨/年 POCHP、30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年 EO、30 万吨/年 EOD、丙烯酸及酯（16 万吨/年丙烯酸、16 万吨/年丙烯酸丁酯、2 万吨/年丙烯酸辛酯）、20 万吨/年碳酸酯、3 万吨/年润肤剂等。

坚定产业链一体化配套和研发平台型导向，新材料业务多点开花

公司延续围绕产业链一体化优势打造新材料研发平台的思路，同时积极尝试布局具有良好业务前景的领域。公司现有新材料主要包括 ADI、TPU、水性树脂、PC、特种胺、SAP 等。未来 2-3 年规划投产的项目集中在聚烯烃改性、PC 改性、电池材料，尼龙 12，柠檬醛，可降解塑料等新项目。其中最受关注的 20 万吨 POE 中试成功并有望逐步工业化。今年下半年至明年上半年计划投产 48 万吨双酚 A、4 万吨尼龙 12 等项目。我们预计随着公司新材料项目不断落地，新材料业务毛利润占比有望在 2024 年提升至接近 20%。

盈利预测和估值：

预计公司 2022 至 2024 年归母净利润为 222.69、272.49、333.83 亿元，对应当前股价 PE 为 11.3x、9.3x、7.6x，维持“买入”评级。

风险提示：

MDI 需求增速不及预期；原材料价格大幅上涨；新材料项目进度低于预期。

图表1： 盈利预测和财务比率

	2020	2021	2022E	2023E	2024E
营业收入(百万元)	73,433	145,538	158,988	165,465	187,668
增长率(%)	7.9	98.2	9.2	4.1	13.4
净利润(百万元)	10,041	24,649	22,269	27,249	33,383
增长率(%)	-0.9	145.5	-9.7	22.4	22.5
毛利率(%)	26.8	26.3	21.8	24.6	25.6
净利率(%)	13.7	16.9	14.0	16.5	17.8
ROE(%)	20.2	34.9	26.2	26.0	25.6
EPS(摊薄/元)	3.20	7.85	7.09	8.68	10.63
P/E(倍)	25.1	10.2	11.3	9.3	7.6
P/B(倍)	5.20	3.71	3.06	2.48	1.98

资料来源: wind, 中信建投

分析师介绍

邓胜：能源开采行业首席分析师，化工联席首席分析师，华东理工大学材料学博士，CFA，《德国应用化学》等国际顶尖期刊发表论文 10 余篇。6 年化工行业研究经验，从产业视角做研究找投资机会。2018-2020 年连续三年万得金牌分析师第一名。

卢昊：中信建投证券化工首席分析师，能源开采行业联席首席分析师。上海交通大学硕士，具备 4 年化工实业和 5 年行业研究经验。

研究助理

林伟昊：复旦大学化学学士、金融硕士，覆盖聚氨酯、煤炭和部分新材料行业。

评级说明

投资评级标准		评级	说明
报告中投资建议涉及的评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现,也即报告发布日后的6个月内公司股价(或行业指数)相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。A股市场以沪深300指数作为基准;新三板市场以三板成指为基准;香港市场以恒生指数作为基准;美国市场以标普500指数为基准。	股票评级	买入	相对涨幅 15%以上
		增持	相对涨幅 5%—15%
		中性	相对涨幅-5%—5%之间
		减持	相对跌幅 5%—15%
		卖出	相对跌幅 15%以上
	行业评级	强于大市	相对涨幅 10%以上
		中性	相对涨幅-10-10%之间
		弱于大市	相对跌幅 10%以上

分析师声明

本报告署名分析师在此声明:(i)以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法,使用合法合规的信息,独立、客观地出具本报告,结论不受任何第三方的授意或影响。(ii)本人不曾因,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收到任何形式的补偿。

法律主体说明

本报告由中信建投证券股份有限公司及/或其附属机构(以下合称“中信建投”)制作,由中信建投证券股份有限公司在中华人民共和国(仅为本报告目的,不包括香港、澳门、台湾)提供。中信建投证券股份有限公司具有中国证监会许可的投资咨询业务资格,本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格证书编号已披露在报告首页。

在遵守适用的法律法规情况下,本报告亦可能由中信建投(国际)证券有限公司在香港提供。本报告作者所持香港证监会牌照的中央编号已披露在报告首页。

一般性声明

本报告由中信建投制作。发送本报告不构成任何合同或承诺的基础,不因接收者收到本报告而视其为中信建投客户。

本报告的信息均来源于中信建投认为可靠的公开资料,但中信建投对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载观点、评估和预测仅反映本报告出具日该分析师的判断,该等观点、评估和预测可能在不发出通知的情况下有所变更,亦有可能因使用不同假设和标准或者采用不同分析方法而与中信建投其他部门、人员口头或书面表达的意见不同或相反。本报告所引证券或其他金融工具的过往业绩不代表其未来表现。报告中所含任何具有预测性质的内容皆基于相应的假设条件,而任何假设条件都可能随时发生变化并影响实际投资收益。中信建投不承诺、不保证本报告所含具有预测性质的内容必然得以实现。

本报告内容的全部或部分均不构成投资建议。本报告所包含的观点、建议并未考虑报告接收人在财务状况、投资目的、风险偏好等方面的具体情况,报告接收者应当独立评估本报告所含信息,基于自身投资目标、需求、市场机会、风险及其他因素自主做出决策并自行承担投资风险。中信建投建议所有投资者应就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。不论报告接收者是否根据本报告做出投资决策,中信建投都不对该等投资决策提供任何形式的担保,亦不以任何形式分享投资收益或者分担投资损失。中信建投不对使用本报告所产生的任何直接或间接损失承担责任。

在法律法规及监管规定允许的范围内,中信建投可能持有并交易本报告中所提公司的股份或其他财产权益,也可能在过去12个月、目前或者将来为本报中所提公司提供或者争取为其提供投资银行、做市交易、财务顾问或其他金融服务。本报告内容真实、准确、完整地反映了署名分析师的观点,分析师的薪酬无论过去、现在或未来都不会直接或间接与其所撰写报告中的具体观点相联系,分析师亦不会因撰写本报告而获取不当利益。

本报告为中信建投所有。未经中信建投事先书面许可,任何机构和/或个人不得以任何形式转发、翻版、复制、发布或引用本报告全部或部分内容,亦不得从未经中信建投书面授权的任何机构、个人或其运营的媒体平台接收、翻版、复制或引用本报告全部或部分内容。版权所有,违者必究。

中信建投证券研究发展部

北京
 东城区朝内大街2号凯恒中心B座12层
 电话:(8610) 8513-0588
 联系人:李祉瑶
 邮箱:lizhiyao@csc.com.cn

上海
 上海浦东新区浦东南路528号南塔2106室
 电话:(8621) 6882-1600
 联系人:翁起帆
 邮箱:wengqifan@csc.com.cn

深圳
 福田区益田路6003号荣超商务中心B座22层
 电话:(86755) 8252-1369
 联系人:曹莹
 邮箱:caoying@csc.com.cn

中信建投(国际)

香港
 中环交易广场2期18楼
 电话:(852) 3465-5600
 联系人:刘泓麟
 邮箱:charleneliu@csci.hk