

分析师: 顾敏豪
 登记编码: S0730512100001
 gumh00@ccnew.com 021-50586308

成本上升导致业绩承压, 未来增长仍有动力

——万华化学(600309)中报点评

证券研究报告-中报点评

买入(维持)

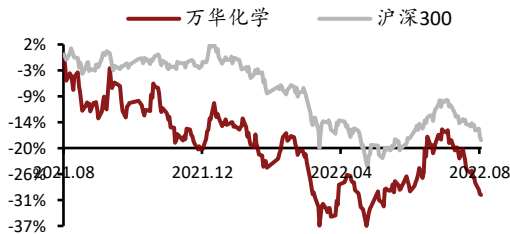
市场数据(2022-08-03)

收盘价(元)	80.80
一年内最高/最低(元)	115.75/75.52
沪深 300 指数	4,066.98
市净率(倍)	3.59
流通市值(亿元)	2,536.92

基础数据(2022-06-30)

每股净资产(元)	22.53
每股经营现金流(元)	4.55
毛利率(%)	18.45
净资产收益率_摊薄(%)	14.68
资产负债率(%)	64.09
总股本/流通股(万股)	313,974.66/313,974.66
B 股/H 股(万股)	0.00/0.00

个股相对沪深 300 指数表现



资料来源: 中原证券

相关报告

《万华化学(600309)公司点评报告: 中原证券-公司点评报告(万华化学 600309)》

2022-01-21

《万华化学(600309)年报点评: 产品价格下行拖累业绩, 静待景气复苏》 2020-04-02

《万华化学(600309)中报点评: MDI 价格下跌影响中期业绩, 长期成长仍有保障》

2019-08-30

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

发布日期: 2022 年 08 月 04 日

事件: 公司公布 2022 中报, 2022 年上半年公司实现营业收入 891.19 亿元, 同比增长 31.72%, 实现归母净利润 103.83 亿元, 同比下滑 23.26%, 实现扣非后的净利润 102.22 亿元, 同比下滑 22.53%。公司业绩基本符合预期。

- **上半年成本上行, 公司盈利承压。**从公司主要业务来看, 上半年公司聚氨酯业务实现销量 207 万吨, 同比提升 9.24%, 实现收入 332.46 亿元, 同比增长 16.99%, 石化业务销量 610 万吨, 同比提升 19.89%, 实现收入 392.12 亿元, 同比增长 44.92%; 精细化学品业务销量 44 万吨, 提升 32.97%, 收入 104.41 亿元, 增长 58.41%。2021 年底以来, 受俄乌冲突等地缘政治因素影响, 原油、煤炭、天然气等大宗能源价格大幅上涨, 推动了公司原材料和能源成本的上行, 导致公司上半年盈利承压, 业绩出现下滑。

上半年公司主要原材料中, 纯苯均价 8461 元/吨, 同比上涨 30.15%, 5000 大卡煤炭均价 1090 元/吨, 同比上涨 52.23%, 丙烷均价 825 美元/吨, 同比上涨 47.10%。丁烷均价 829 美元/吨, 同比上涨 53.55%, 均出现较大涨幅。

主要产品方面, 根据卓创资讯数据, 纯 MDI 和聚合 MDI 上半年均价分别为 22125.9 元/吨和 19261.8 元/吨, 同比下跌 0.7%和 2.68%。此外, 公司石化产品涨跌不一, 上半年销售均价 6428 元/吨, 同比上涨 20.9%, 涨幅小幅于原材料上涨幅度。由于上半年产品价格上涨幅度低于原材料涨幅, 公司主要业务毛利率均有所下滑, 导致盈利承压。上半年公司综合毛利率 18.45%, 同比下滑 12.62 个百分点, 其中聚氨酯系列毛利率 28.20%, 下降 18.1 个百分点, 石化系列毛利率 5.28%, 下降 12.72 个百分点, 精细化学品及新材料毛利率 28.59%, 提升 0.1 个百分点。

总体来看, 上半年能源及原材料价格的大幅提升导致公司盈利承压, 毛利率下降进而导致业绩下滑。公司通过以量补价的方式, 一定程度上减轻了成本上升的压力。其中精细化工产品增长较好, 成为上半年的一大亮点。

- **MDI 景气有望底部复苏, 石化业务仍有增量。**上半年聚氨酯销量的增长主要受益于海外市场的需求拉动, 欧洲地区天然气供应紧张导致聚氨酯开工受限, 推动了公司海外销量的增长。下半年欧洲天然气供应紧张的态势预计难以缓解, 随着冬季来临, 欧洲工业生产预计将受到较大冲击,

为公司聚氨酯出口带来支撑。需求面随着房地产政策的放松、疫情得以控制后，需求有望底部复苏，推动聚氨酯景气的提升。公司的石化业务则仍有增量，目前公司乙烯二期项目已启动，产能 120 万吨，产品包括乙烯、丁二烯、聚烯烃弹性体 POE 等。随着石化产能规模的进一步提升，产业链协同效果也不断增强，能够为公司新材料业务提供原料供应，提升公司的综合优势。

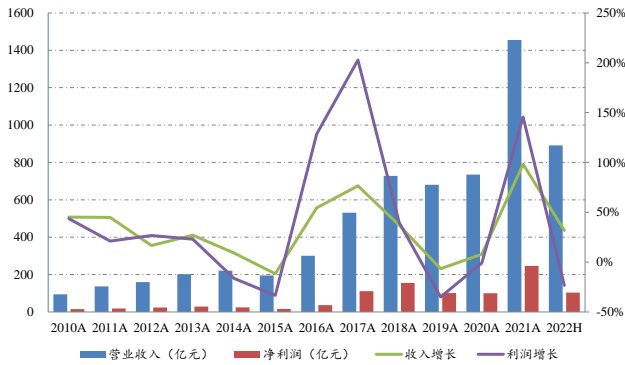
- **新材料品类不断丰富，前景广阔。**在石化业务的基础上，公司持续发力精细化学品和新材料业务。公司已积极布局柠檬醛及衍生物、PC、合成香料、生物可降解塑料等多个项目、锂电正极材料、大尺寸单晶硅等高附加值的新材料。2022 年 1 月，公司年产 5 万吨磷酸铁锂项目在四川眉山正式启动，目前已完成环评公示，1 万吨三元正极材料预计年底建成。凭借公司石化业务带来的原材料质量和成本优势，公司的新材料业务发展潜力广阔，推动公司从全球聚氨酯龙头向新材料巨头迈进。
- **盈利预测与投资建议。**预计公司 2022、2023 年 EPS 为 6.61 元和 7.90 元，以 8 月 3 日收盘价 80.80 元计算，PE 分别为 12.22 倍和 10.22 倍。公司估值较低，结合公司的行业地位和发展前景，维持公司“买入”的投资评级。

风险提示：产品价格下跌、需求不及预期、新项目进度不及预期

	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入(亿元)	734	1455	1650	1720	1900
增长比率(%)	7.91%	98.19%	13.37%	4.24%	10.47%
净利润(亿元)	100	246	208	248	315
增长比率(%)	-0.87%	145.47%	-15.76%	19.53%	26.84%
每股收益(元)	3.20	7.85	6.61	7.90	10.03
市盈率(倍)	28.45	12.87	12.22	10.22	8.06

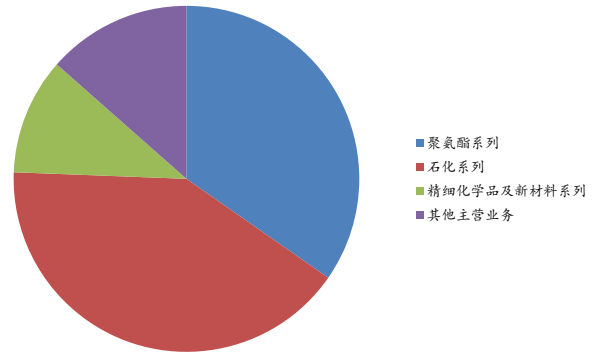
资料来源：中原证券

图 1: 公司历年业绩增长



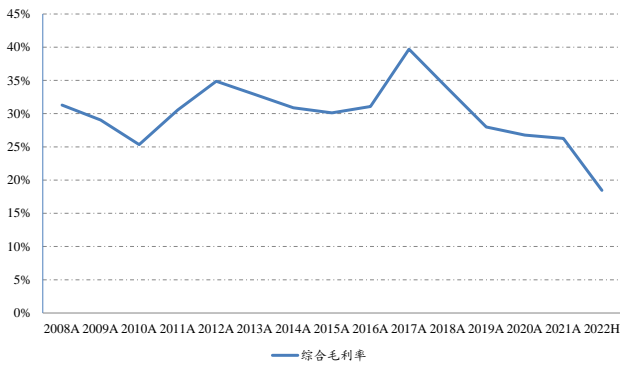
资料来源: 中原证券、wind

图 2: 公司收入结构



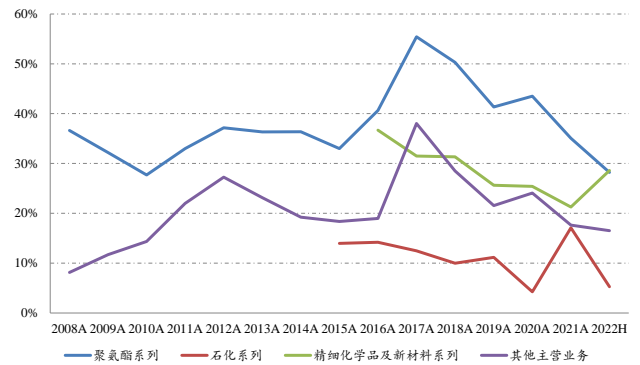
资料来源: 中原证券、wind

图 3: 公司综合毛利率



资料来源: 中原证券、wind

图 4: 公司分产品毛利率



资料来源: 中原证券、wind

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表 (亿元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
流动资产	405	723	-79	77	392
现金	176	342	-96	59	374
应收票据及应收账款	63	86	0	0	0
其他应收款	7	14	0	0	0
预付账款	8	14	0	0	0
存货	87	183	0	0	0
其他流动资产	65	84	18	18	18
非流动资产	932	1180	1347	1447	1455
长期投资	13	39	54	72	90
固定资产	564	652	765	788	1015
无形资产	69	80	94	107	121
其他非流动资产	286	409	434	480	230
资产总计	1338	1903	1268	1523	1846
流动负债	681	980	131	131	131
短期借款	382	539	0	0	0
应付票据及应付账款	177	204	0	0	0
其他流动负债	122	237	131	131	131
非流动负债	140	206	206	206	206
长期借款	118	156	156	156	156
其他非流动负债	21	50	50	50	50
负债合计	821	1186	337	337	337
少数股东权益	29	32	39	46	54
股本	31	31	31	31	31
资本公积	22	22	22	22	22
留存收益	431	637	844	1093	1407
归属母公司股东权益	488	685	893	1141	1456
负债和股东权益	1338	1903	1268	1523	1846

现金流量表 (百万元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
经营活动现金流	168	279	370	418	577
净利润	104	250	214	255	323
折旧摊销	52	82	84	155	247
财务费用	12	21	18	7	7
投资损失	-2	-5	-5	-5	-6
营运资金变动	-4	-73	52	0	0
其他经营现金流	6	5	6	5	6
投资活动现金流	-239	-288	-252	-256	-255
资本支出	-231	-268	-242	-243	-243
长期投资	-7	-20	-15	-17	-18
其他投资现金流	0	1	5	5	6
筹资活动现金流	198	176	-556	-7	-7
短期借款	182	156	-539	0	0
长期借款	59	38	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	0	0	0	0	0
其他筹资现金流	-43	-19	-18	-7	-7
现金净增加额	128	167	-439	155	315

资料来源：中原证券

利润表 (亿元)

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
营业收入	734	1455	1650	1720	1900
营业成本	559	1073	1315	1350	1450
营业税金及附加	7	9	13	13	14
营业费用	8	11	12	13	14
管理费用	14	19	20	22	24
研发费用	20	32	33	40	41
财务费用	11	15	8	-4	-12
资产减值损失	-5	-11	-4	-5	-6
其他收益	7	5	5	9	7
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	2	5	5	5	6
资产处置收益	0	0	0	0	0
营业利润	118	294	254	295	376
营业外收入	0	1	1	0	0
营业外支出	1	4	3	0	0
利润总额	117	292	252	295	376
所得税	13	41	38	40	53
净利润	104	250	214	255	323
少数股东损益	4	4	7	7	8
归属母公司净利润	100	246	208	248	315
EBITDA	185	397	338	439	604
EPS (元)	3.20	7.85	6.61	7.90	10.03

主要财务比率

会计年度	2020A	2021A	2022E	2023E	2024E
成长能力					
营业收入 (%)	7.91%	98.19%	13.37%	4.24%	10.47%
营业利润 (%)	-3.84%	148.84%	-13.65%	16.07%	27.58%
归属母公司净利润 (%)	-0.87%	145.47%	-15.76%	19.53%	26.84%
获利能力					
毛利率 (%)	23.85%	26.26%	20.30%	21.51%	23.68%
净利率 (%)	14.18%	17.20%	13.00%	14.84%	16.99%
ROE (%)	20.58%	35.98%	23.26%	21.76%	21.63%
ROIC	11.46%	18.26%	18.64%	17.38%	17.62%
偿债能力					
资产负债率 (%)	61.38%	62.33%	26.55%	22.10%	18.23%
净负债比率 (%)	158.96%	165.44%	36.14%	28.37%	22.30%
流动比率	0.59	0.74	-0.60	0.59	3.00
速动比率	0.46	0.54	-0.60	0.59	3.00
营运能力					
总资产周转率	0.55	0.76	1.30	1.13	1.03
应收账款周转率	11.64	16.83			
应付账款周转率	5.96	9.41			
每股指标 (元)					
每股收益 (最新摊薄)	3.20	7.85	6.61	7.90	10.03
每股经营现金流 (最新摊薄)	5.37	8.89	11.79	13.32	18.38
每股净资产 (最新摊薄)	15.54	21.82	28.43	36.33	46.36
估值比率					
P/E	28.45	12.87	12.22	10.22	8.06
P/B	5.86	4.63	2.84	2.22	1.74
EV/EBITDA	17.29	9.06	8.46	6.16	3.96

行业投资评级

强于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至 10%之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对大盘跌幅 10% 以上。

公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅 5% 至 15%；

观望：未来 6 个月内公司相对大盘涨幅-5%至 5%；

卖出：未来 6 个月内公司相对大盘跌幅 5% 以上。

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分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。