

万华化学 (600309.SH)

砥砺前行，继续坚定看好

事件: 公司发布 2020 年一季报，一季度年实现营业收入 153.43 亿元，同比下降 3.82%，实现归母净利润 13.77 亿元，同比下降 50.74%，折合 EPS 0.44 元/股，加权平均 ROE 3.20%，同比减少 3.84 个百分点。公司业绩符合预期。

具体经营数据分析——石化和新材料销量维持高增长，整体均价回落: 2020 年一季度公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料系列产品实现营业收入 63.70、54.61 及 14.05 亿元，同比分别变动-22.70%、35.75% 及-8.27%。在全球公共卫生事件影响下，公司整体销售情况受影响较小，其中聚氨酯业务一季度销量 60.10 万吨，同比小幅下滑 8.64%，石化及新材料业务均实现了销量的同比增长，分别实现销售 127.99 万吨和 9.34 万吨，分别增长 60.27%和 15.87%，业绩的下滑主要是受到产品价格下跌及部分原料价格上涨的拖累，其中聚氨酯、石化、新材料一季度均价同比分别下滑 15.39%、15.30%和 20.83%。原料方面，公司主要原料纯苯一季度华东地区挂牌均价 5212.6 元/吨，同比上涨 10.1%，丙烷及丁烷一季度均价分别为 500 美元及 538 美元，同比上涨 47 美元/吨和 68 美元/吨，煤炭均价 562 元/吨，同比下跌 7.4%。

周期景气和估值双底部，继续坚定看好: 我们认为未来 5-10 年化工行业最大的发展趋势之一就是集中度持续大幅提高，会涌现几家综合性的化工巨头企业。这些企业在规模、成本、技术、研发、管理、战略等各方面都具备极大的优势，会从原有的产品线开始进行横向纵向扩张并实现核心竞争力的迁徙，在新的领域也极具竞争力，从而依靠市占率的提升和品类的扩张，实现远超行业的增长。2020 年以来受全球疫情的影响，虽然公司短期业绩承压，但整体仍维持了较好的销量增长，疫情的爆发势必会加速行业整合的进程，让具备明显竞争优势的企业获取更大的市场份额。在目前周期性底部，估值底部的状态下，我们继续坚定看好万华化学。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2020~2022 年归母净利润为 87.50/127.26/147.43 亿元，折合 EPS 分别为 2.79、4.05、4.70 元，目前股价对应 PE 估值分别为 15.3/10.5/9.1 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示: 疫情对全球经济活动影响时间超预期、新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

财务指标	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	60,621	68,051	62,874	78,792	85,113
增长率 yoy (%)	14.1	12.3	-7.6	25.3	8.0
归母净利润 (百万元)	10,610	10,130	8,750	12,726	14,743
增长率 yoy (%)	-4.7	-4.5	-13.6	45.4	15.8
EPS 最新摊薄 (元/股)	3.38	3.23	2.79	4.05	4.70
净资产收益率 (%)	32.7	24.1	18.6	22.3	21.5
P/E (倍)	12.7	13.3	15.3	10.5	9.1
P/B (倍)	4.0	3.2	2.9	2.4	2.0

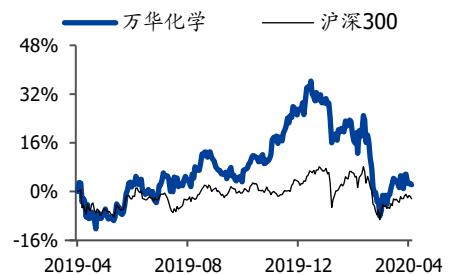
资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

买入 (维持)

股票信息

行业	化学制品
前次评级	买入
最新收盘价	42.75
总市值(百万元)	134,224.17
总股本(百万股)	3,139.75
其中自由流通股(%)	45.35
30 日日均成交量(百万股)	10.25

股价走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号: S0680518020002

邮箱: wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号: S0680518030008

邮箱: sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号: S0680518030010

邮箱: luoyating@gszq.com

相关研究

- 1、《万华化学 (600309.SH): 景气和估值双底部，继续坚定看好》2020-03-31
- 2、《万华化学 (600309.SH): 携手福建石化等扩产 MDI 和 TDI 等项目，强化聚氨酯全球定价权和市占率》2020-03-04
- 3、《万华化学 (600309.SH): 业绩符合预期，新材料业务快速增长》2019-10-25



财务报表和主要财务比率
资产负债表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	29745	23484	27501	30924	46721
现金	5096	4566	6704	9896	21862
应收票据及应收账款	12082	4433	4549	5300	5339
其他应收款	133	575	456	568	693
预付账款	409	438	472	478	528
存货	7810	8587	9699	8213	10852
其他流动资产	4214	4885	5621	6469	7446
非流动资产	47168	73382	74375	83526	86513
长期投资	643	718	870	1035	1197
固定资产	29120	37478	41465	50257	52271
无形资产	3129	5337	5793	6234	6717
其他非流动资产	14276	29849	26248	25999	26328
资产总计	76913	96865	101876	114450	133234
流动负债	32980	44800	45527	47995	55365
短期借款	17412	20034	22356	24647	26825
应付票据及应付账款	7835	16411	17348	16237	21894
其他流动负债	7733	8355	5823	7111	6646
非流动负债	4683	8134	7385	7285	6758
长期借款	3818	5963	4813	4194	3013
其他非流动负债	865	2172	2572	3092	3746
负债合计	37662	52934	52911	55280	62123
少数股东权益	5472	1567	1932	2393	2928
股本	2734	3140	3140	3140	3140
资本公积	2393	2162	2162	2162	2162
留存收益	28653	37144	42613	50526	59692
归属母公司股东权益	33779	42364	47033	56776	68183
负债和股东权益	76913	96865	101876	114450	133234

现金流量表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
经营活动现金流	19257	25933	12469	18636	23038
净利润	12830	10593	9115	13188	15278
折旧摊销	3185	4601	3770	4676	5575
财务费用	795	1080	979	1009	862
投资损失	-93	-159	-156	-182	-180
营运资金变动	2167	8951	-1345	-189	1332
其他经营现金流	374	867	106	134	171
投资活动现金流	-10318	-18367	-4615	-13653	-8394
资本支出	10279	17815	-395	7279	705
长期投资	-146	-21	-152	-161	-162
其他投资现金流	-185	-573	-5162	-6535	-7852
筹资活动现金流	-7937	-9233	-5717	-1791	-2678
短期借款	4697	2622	2322	2291	2178
长期借款	-2504	2145	-1150	-619	-1181
普通股增加	0	406	0	0	0
资本公积增加	0	-231	0	0	0
其他筹资现金流	-10130	-14175	-6889	-3463	-3675
现金净增加额	1045	-1674	2137	3192	11966

利润表 (百万元)

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入	60621	68051	62874	78792	85113
营业成本	40114	48998	43886	53736	57196
营业税金及附加	546	576	629	717	778
营业费用	1721	2783	2829	3546	3830
管理费用	1002	1434	1509	1560	1660
研发费用	1610	1705	1823	2049	2213
财务费用	795	1080	979	1009	862
资产减值损失	-36	-284	126	158	170
其他收益	1104	961	0	0	0
公允价值变动收益	0	8	2	2	3
投资净收益	93	159	156	182	180
资产处置收益	19	-0	0	0	0
营业利润	16085	12297	11251	16202	18587
营业外收入	10	79	49	39	44
营业外支出	117	115	137	149	130
利润总额	15978	12260	11163	16092	18501
所得税	3148	1667	2048	2904	3224
净利润	12830	10593	9115	13188	15278
少数股东损益	2219	463	365	462	535
归属母公司净利润	10610	10130	8750	12726	14743
EBITDA	20317	18332	16226	22092	25279
EPS (元)	3.38	3.23	2.79	4.05	4.70

主要财务比率

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
成长能力					
营业收入(%)	14.1	12.3	-7.6	25.3	8.0
营业利润(%)	-5.2	-23.6	-8.5	44.0	14.7
归属于母公司净利润(%)	-4.7	-4.5	-13.6	45.4	15.8
获利能力					
毛利率(%)	33.8	28.0	30.2	31.8	32.8
净利率(%)	17.5	14.9	13.9	16.2	17.3
ROE(%)	32.7	24.1	18.6	22.3	21.5
ROIC(%)	23.8	16.2	13.2	16.0	16.0
偿债能力					
资产负债率(%)	49.0	54.6	51.9	48.3	46.6
净负债比率(%)	48.2	59.8	47.7	37.6	16.4
流动比率	0.9	0.5	0.6	0.6	0.8
速动比率	0.5	0.2	0.3	0.3	0.5
营运能力					
总资产周转率	0.8	0.8	0.6	0.7	0.7
应收账款周转率	4.6	8.2	14.0	16.0	16.0
应付账款周转率	5.7	4.0	2.6	3.2	3.0
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	3.38	3.23	2.79	4.05	4.70
每股经营现金流(最新摊薄)	6.13	8.26	3.97	5.94	7.34
每股净资产(最新摊薄)	10.76	13.49	14.98	18.08	21.72
估值比率					
P/E	12.7	13.3	15.3	10.5	9.1
P/B	4.0	3.2	2.9	2.4	2.0
EV/EBITDA	7.8	8.8	9.8	7.2	5.9

资料来源: 贝格数据, 国盛证券研究所

内容目录

1、具体经营数据分析——石化和新材料销量维持高增长，整体均价回落.....	4
2、景气度分析——单季度盈利能力已经处于历史低点，不宜悲观.....	4
3、下游需求分析——需求缓慢复苏，坚定看好 MDI 价格均值回归.....	7
4、在建工程分析——逆势加速扩张，高附加值新项目持续加码.....	8
5、总结——周期景气和估值双底部，继续坚定看好.....	9
6、盈利预测与投资建议.....	9
7、风险提示.....	10

图表目录

图表 1: 公司一季度各主营业务经营情况.....	4
图表 2: 公司毛利率及净利率情况.....	5
图表 3: 公司聚氨酯业务单季度销量及单价.....	5
图表 4: 公司石化业务单季度销量及单价.....	5
图表 5: 公司新材料业务单季度销量及单价.....	5
图表 6: 万华股价与季度年化 ROE.....	5
图表 7: 产品价格及分位数 (聚合 MDI 及纯 MDI 为 2005 年以来, 其余产品为 2010 年以来).....	6
图表 8: 万华聚合 MDI 挂牌价 (元/吨).....	6
图表 9: 万华纯 MDI 挂牌价 (元/吨).....	6
图表 10: 聚合 MDI 价格及吨净利.....	7
图表 11: 纯 MDI 价格及吨净利.....	7
图表 12: 国内汽车累计产量同比和累计销量同比.....	7
图表 13: 国内冰箱累计产量同比.....	7
图表 14: 国内 MDI 开工率情况.....	8
图表 15: 聚合 MDI 和纯 MDI 出口情况.....	8
图表 16: 万华在建项目情况.....	9

1、具体经营数据分析——石化和新材料销量维持高增长，整体均价回落

2020年一季度公司聚氨酯、石化、精细化学品及新材料系列产品分别实现营业收入 63.70、54.61 及 14.05 亿元，同比分别变动-22.70%、35.75%及-8.27%。在全球公共卫生事件影响下，公司整体销售情况受影响较小，其中聚氨酯业务一季度销量 60.10 万吨，同比小幅下滑 8.64%，石化及新材料业务均实现了销量的同比增长，分别实现销售 127.99 万吨和 9.34 万吨，分别增长 60.27%和 15.87%，我们判断石化业务销售的增长可能源自公司贸易量的增加，其次从库存方面来看，一季度末公司库存为 105.81 亿元，较期初增加 19.94 亿元，表明公司依然维护了较高的原料采购。公司整体业绩的下滑主要是受到产品价格下跌及部分原料价格上涨的拖累，其中聚氨酯、石化、新材料一季度均价同比分别下滑 15.39%、15.30%和 20.83%。原料方面，公司主要原料纯苯一季度华东地区挂牌均价 5212.6 元/吨，同比上涨 10.1%，丙烷及丁烷一季度均价分别为 500 美元及 538 美元，同比上涨 47 美元/吨和 68 美元/吨，煤炭均价 562 元/吨，同比下跌 7.4%。

从业务占比看，2020年一季度聚氨酯业务营收占比 41.52%，同比下降 10.1 个 pct，石化营收占比为 35.59%，同比增加 10.4 个 pct，精细化工和新材料占比 9.16%，同比下滑 0.4 个 pct。公司聚氨酯业务占比逐渐下降，石化、精细化工领域业务占比逐渐提高，公司未来将形成产业链高度整合、生产高度一体化，但行业周期又不尽相同的聚氨酯、石化、精细化学品及新材料三大产业集群周期错位发展的模式，来降低行业周期波动性，提高盈利稳定性和抗风险能力，提升公司未来长期利润空间。

图表 1: 公司一季度各主营业务经营情况

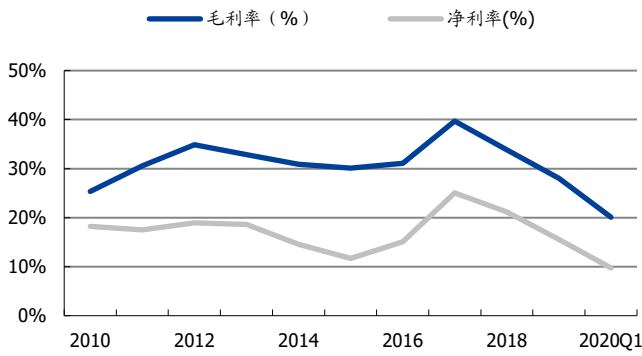
主要产品	产量(吨)	2020Q1 同比	销量(吨)	2020Q1 同比	营业收入 (万元)	2020Q1 同比	均价(万 元/吨)	2020Q1 同比	2020Q1 环比
聚氨酯系列	611,613	-5.14%	601,016	-8.64%	637,010	-22.70%	1.06	-15.39%	-11.06%
石化系列	448,844	0.46%	1,279,946	60.27%	546,107	35.75%	0.43	-15.30%	2.09%
精细化学品及 新材料系列	121,700	16.25%	93,424	15.87%	140,546	-8.27%	1.50	-20.83%	-3.56%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2、景气度分析——单季度盈利能力已经处于历史低点，不宜悲观

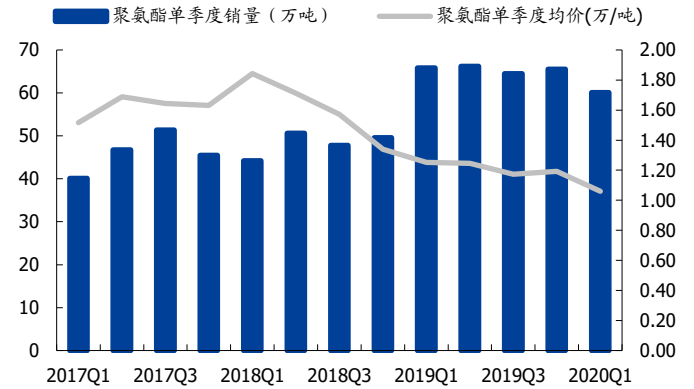
一季度公司毛利率 20.09%，从历史水平来看是仅次于 2008 年 Q4 18.53%的第二低点，净利率 9.74%，是仅次于 2015 年 Q4 7.08%的第二低点。单季度 ROE 3.20%，是仅次于 2015 年 Q4 1.52%的第二低点。

图表 2: 公司毛利率及净利率情况



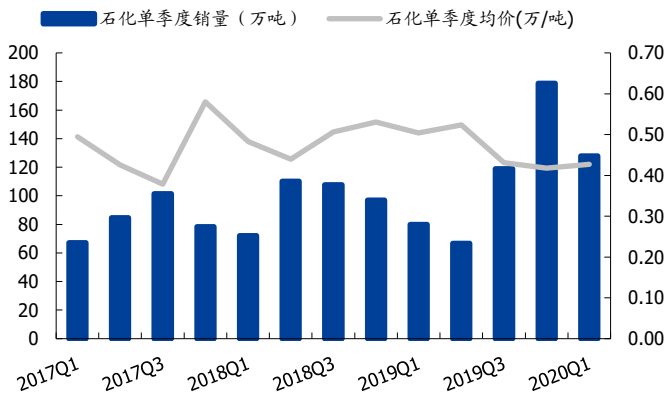
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 3: 公司聚氨酯业务单季度销量及单价



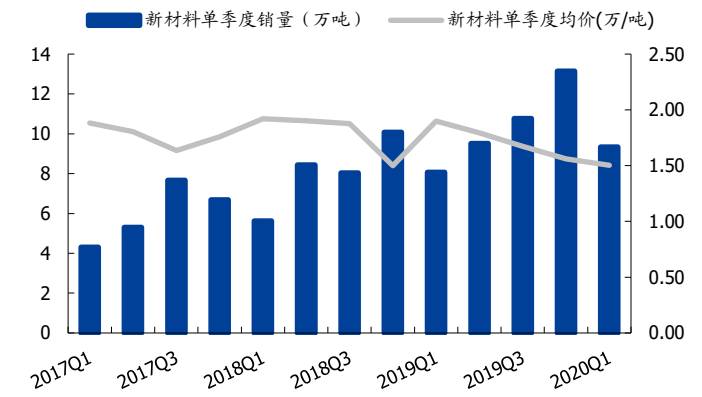
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 4: 公司石化业务单季度销量及单价



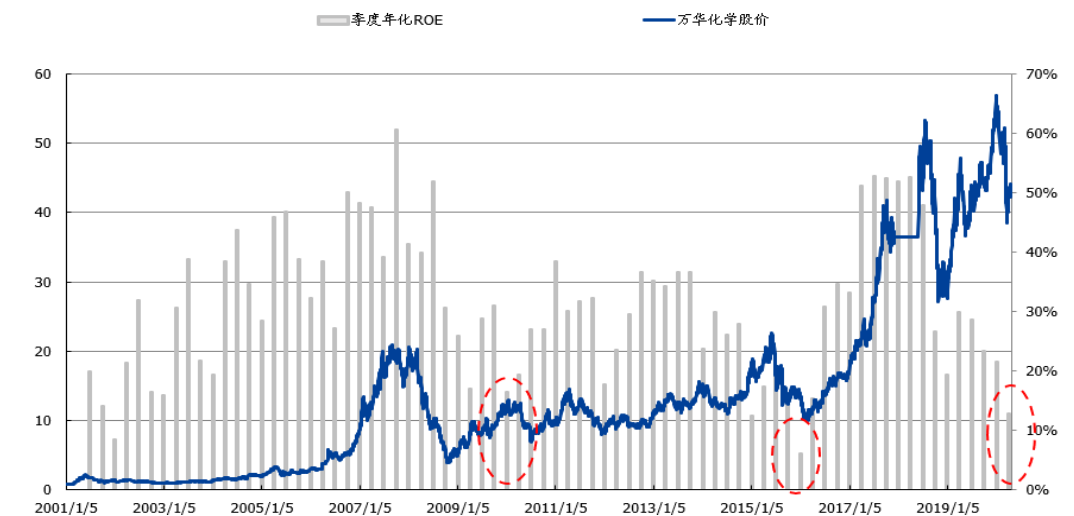
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 5: 公司新材料业务单季度销量及单价



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 6: 万华股份与季度年化 ROE



资料来源: wind, 国盛证券研究所

MDI 价格和盈利能力处于历史底部区域，周期性风险逐渐得到释放。受新冠疫情、国际能源价格下行及下游需求下滑等因素影响，聚氨酯行业景气度降低。2020Q1 聚合 MDI 市场均价 12433 元/吨，同比下降 10.1%；纯 MDI 均价 15497 元/吨，同比下降 29.6%；TDI 的市场均价 11039 元/吨，同比下降 19.3%。2005 年至今聚合 MDI 最低价格为 2015 年四季度时的 9150 元/吨，目前聚合 MDI 价格为 11250 元/吨，对应 2005 年以来的市场价格分位数为 5.85%，纯 MDI 最新价格为 13250 元/吨，是 2005 年以来历史最低价格。聚合 MDI 及纯 MDI 价格自 2017 年高位回落以来，目前 MDI 价格和盈利能力处于历史低位，向下的空间较小，产品价格周期风险逐渐得到释放；同时，由于 MDI 是寡头格局，在下游需求出现复苏的情况下，产品价格向上的弹性较大。

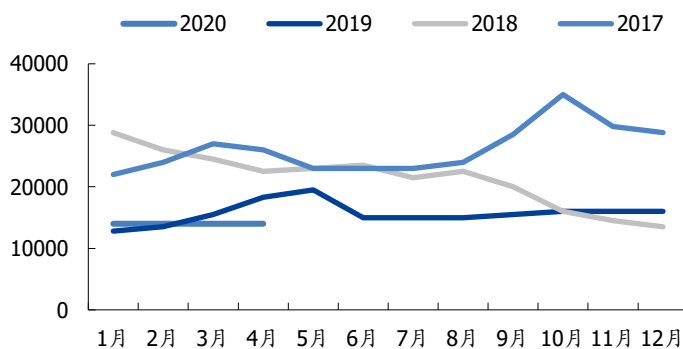
图表 7: 产品价格及分位数 (聚合 MDI 及纯 MDI 为 2005 年以来, 其余产品为 2010 年以来)

产品	历史最低价 (元/吨)	现价 (元/吨)	分位数 (%)
聚合 MDI	9150	11250	5.85%
纯 MDI	13250	13250	0
TDI	9100	9100	0
PC (2850)	14600	14600	0
MMA	7050	7200	0.82%
PMMA	20000	22000	25%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

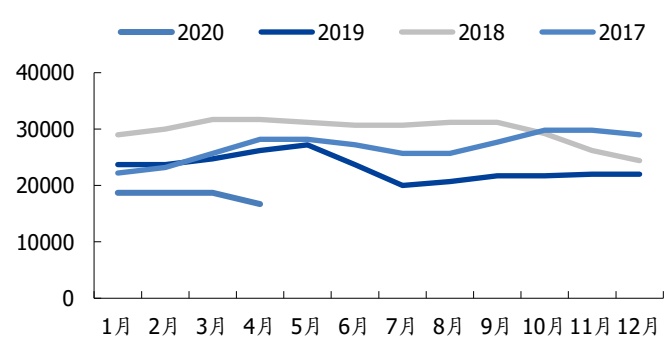
从万华挂牌价看，2020Q1 万华万华聚合 MDI 直销挂牌均价 14000 元/吨，同比增长 0.48%，纯 MDI 挂牌均价 18700 元/吨，同比下滑 22.19%。从 MDI 吨净利看，目前聚合 MDI 和纯 MDI 吨净利分别为 2347 元/吨和 3629 元/吨左右，MDI 盈利能力接近 2015 年底的历史底区域。

图表 8: 万华聚合 MDI 挂牌价 (元/吨)



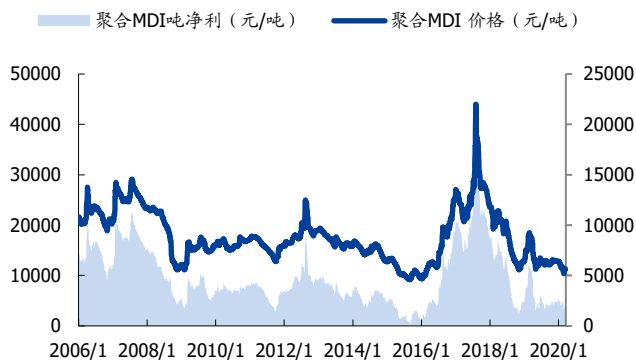
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 9: 万华纯 MDI 挂牌价 (元/吨)



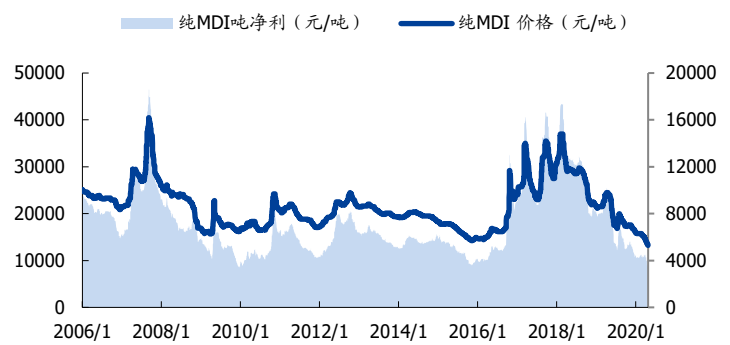
资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 10: 聚合 MDI 价格及吨净利



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 11: 纯 MDI 价格及吨净利



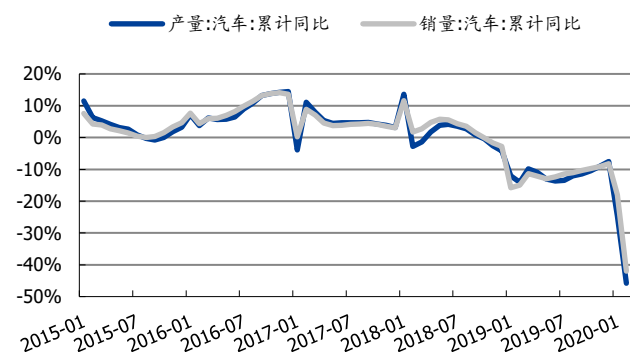
资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

3、下游需求分析——需求缓慢复苏，坚定看好 MDI 价格均值回归

聚合 MDI 下游主要用于冰箱和汽车领域；纯 MDI 下游主要用于 PU 浆料、氨纶、鞋底原液等领域，终端主要用于合成革、服装鞋帽等领域。截止 2020 年 3 月，根据中国汽车工业协会数据，我国汽车销量累计同比下滑 42.4%，受疫情冲击，汽车行业整体供需承压明显，从周数据看，3 月 1-4 周零售销量分别同比-68%/-67%/-53%/-33%，复苏趋势明显，后续随着各地复工复产、各地汽车刺激政策密集落地以及消费者信心回暖，预计汽车销量将逐步回升。

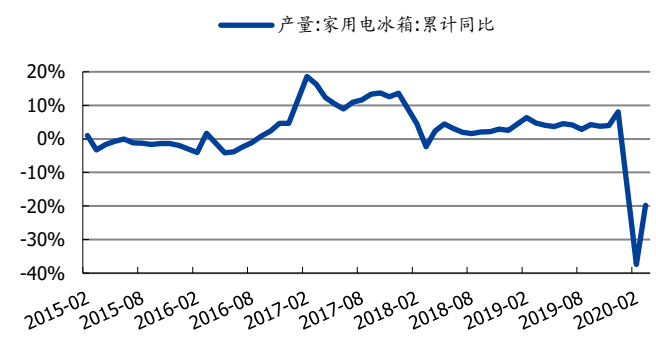
根据国家统计局数据，截止 2020 年 3 月，我国冰箱产量累计同比下滑 19.80%，环比 2 月份上升 18 个百分点，环比改善明显，冰箱冰柜等家电刚需属性较强，疫情对销售的影响更多在于时间错配，需求只会延后不会消失，后续随国内疫情好转，未来白电需求将集中释放。

图表 12: 国内汽车累计产量同比和累计销量同比



资料来源: 中国汽车工业协会, 国盛证券研究所

图表 13: 国内冰箱累计产量同比

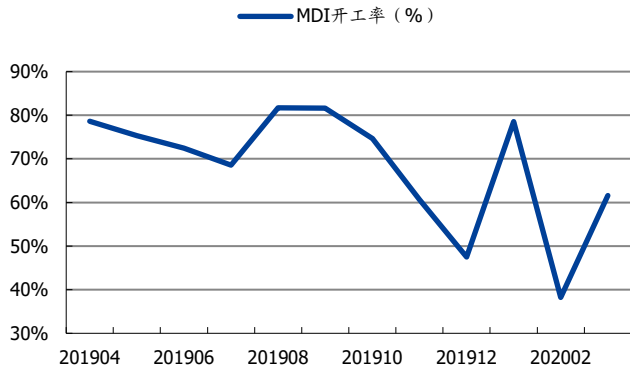


资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

受到疫情影响，2020 年 1-2 月份 MDI 出口量同比大幅下滑，出口受阻，下游需求疲软情况下，MDI 主要生产厂家一季度大多维持较低的开工负荷，科思创宣布 4 月后续及 5

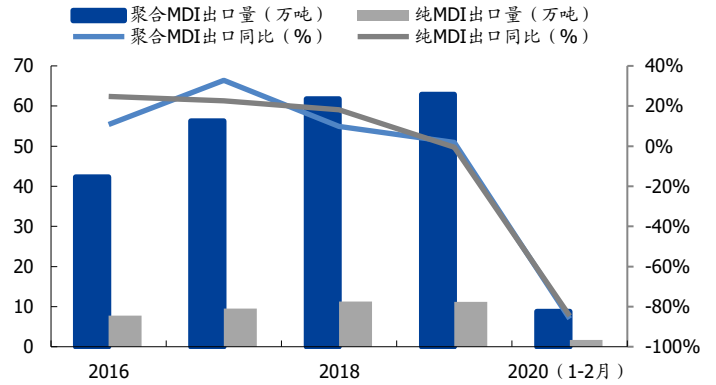
月将减量供应，上海亨斯迈 38 万吨/年的 MDI 装置 4 月底到 5 月初有检修计划，上海巴斯夫 22 万吨/年的 MDI 装置继续降负减产，瑞安装置至 2 月份停车检修到至今。由于日韩国家采取疫情控制早于欧美国家，目前对聚合 MDI 进口并没有产生较大影响，后面随着欧洲疫情逐渐出现拐点，MDI 出口或有所好转，同时国内下游行业陆续复工，MDI 需求有望逐渐复苏，随着下游生产负荷逐步提升，MDI 价格或触底反弹。

图表 14: 国内 MDI 开工率情况



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 15: 聚合 MDI 和纯 MDI 出口情况



资料来源: 海关总署, 国盛证券研究所

站在全球角度看，海外的疫情加剧会短期影响海外的需求，从而使 MDI 价格短期承压。但站在 3-6 个月角度，或者半年到 1 年的角度看，我们认为疫情不会持续影响需求。从供给端看，厂家库存高位，大多低负荷运行，后期或将按需生产，货源限量供应。我们继续延续年初对 MDI 价格的判断，目前 MDI 价格存在明显的低估，目前处于历史上最差的 0-6% 分位，在行业寡头有序供给，下游生产负荷逐步提升需求逐步复苏下，我们看好 MDI 价格有望出现修复性上涨。

4、在建工程分析——逆势加速扩张，高附加值新项目持续加码

一季度公司经营活动现金流净额为 28.70 亿元，在净利润同比下滑一半左右的情况下同比减少 36.30%，其中经营活动现金流入 173.15 亿元，同比下滑 18.08%，支付给职工的现金 15.72 亿元，同比上涨 3.98%。一季度公司投资活动支出的现金流净额达到 94.43 亿元，同比去年增加 12.32 亿元，在建工程达到 271.18 亿元，持续的资本开支是驱动公司过去十年成长的主要来源，公司在 2014 年达到了资本支出的一个小高峰之后的后续两年投资活动支出的现金流有所下降，从 2018 年开始重回上升趋势，2020 年在在建工程继续创下新高，其中聚氨酯产业链延伸及配套项目和乙烯两大项目是公司投资活动支出的现金流上升较多的主要原因。我们看好公司在持续的研发创新及资本投入下，未来具备持续成长能力。

图表 16: 万华在建项目情况

项目名称	投资额 (亿元)	地址	产品产能
烟台异氰酸酯一体化扩能技改项目	35.6	烟台	扩建MDI, 由60万吨/年至110万吨/年, 硝酸、硝基苯、苯胺、氯化氢氧化装置; 新建3万吨/年HDI和2万吨/年HDI加合物; 扩建ADI, H12MDA和H12MDI规模由1吨/年扩能至2万吨/年, IPDI规模由1.5吨/年扩至3万吨/年
100万吨乙烯项目	168	烟台	100万吨乙烯、40万吨聚氯乙烯(PVC)、6万吨/年环氧乙烷(EO)、35万吨/年高密度聚乙烯(HDPE)、45万吨/年线性低密度聚乙烯(LLDPE)、30/65万吨/年环氧丙烷/苯乙烯(PO/SM)、8万吨/年丁二烯
聚氨酯产业链一体化-乙烯二期项目	-	烟台	以石脑油、混合丁烷为原料, 经120万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品, 包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置以及配套的公用工程和辅助生产设施。
5万吨HDI技改项目	4.09	宁波	HDI装置可年产5.0万吨HDI单体, 并可进一步加合反应生成缩二脲7900t/a、三聚体4万t/a。
合成香料一体化项目	-	烟台	500吨/年M醇装置, 4000吨/年P醇装置和200吨/年3-酰胺
50万吨聚醚多元醇扩建	9.2	烟台	40万吨/年软泡聚醚和13万吨/年硬泡聚醚
12万吨TPU扩建项目	5.1	烟台	扩建11条TPU生产线, 以MDI、乙二酸等为原料生产TPU, 规模12万吨/年
年产4万吨尼龙12	25.5	烟台	4万吨尼龙12
4万吨柠檬醛及衍生物	-	烟台	4万吨柠檬醛及衍生物 (入选山东省新旧动能转换重大项目库第二批)
20万吨PC二期项目	14	烟台	7万t/a 单线PC装置
年产48万吨双酚A一体化项目	-	烟台	53万吨/年异丙苯装置, 65万吨/年苯酚丙酮装置, 48万吨/年双酚A装置以及公用工程及辅助设施等。
珠海特种聚氨酯项目	10	珠海	聚氨酯树脂(改性)4万吨和水性树脂10万吨。
25万吨高性能改性树脂项目一期	13.6	四川眉山	年产10万吨改性聚丙烯树脂装置、年产10万吨水性树脂装置、年产5万吨改性PC装置和公用工程设施及辅助设施
西南基地项目(二期)项目	-	四川眉山	建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链11个项目。(20年8月开工)
万华化学福建产业园项目	-	福建江阴	建设年产40万吨的MDI及苯胺配套项目, 同时将扩建TDI产能至年产25万吨, 建设年产40万吨的PVC项目

资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

持续发力研发创新, 精细化工及新材料业务快速增长, 成长性逐步得到体现。2020年一季度公司研发费用4.19亿元, 占营业收入的比例为2.73%。公司以研发创新为核心驱动其内在成长, 在研发创新领域持续加大投入, 技术创新激励完善; 精细化工与新材料业务快速增长, 万华新投产的PC、TDI、MMA-PMMA等重磅产品, 全球市场规模都接近或者超过1000亿元, 且全球都是寡头垄断格局, 同时未来水性涂料、合成香料、ADI、尼龙12、柠檬醛等项目将持续为其成长性提供保障。

5、总结——周期景气和估值双底部, 继续坚定看好

我们认为未来中国化工材料行业最大的发展趋势之一就是集中度持续大幅提高, 会涌现少数几家综合性的化工巨头企业。这些企业在规模、成本、技术、研发、管理、战略等各方面久经考验且具备很大的优势, 会从原有的产品线开始进行横向纵向扩张并实现核心竞争力不断迁徙和复制, 在新业务上很快能成为佼佼者甚至行业龙头, 从而依靠市占率的提升和品类的扩张, 实现远超行业的增长。2020年以来受全球疫情和油价暴跌的影响, 公司业绩短期承压, 但石化及新材料业务仍逆市维持了较好的销量增长, 我们认为疫情的爆发势必会加速行业整合的进程, 让具备明显竞争优势的企业获取更大的市场份额。在目前周期性底部, 估值底部的状态下, 我们继续坚定看好万华化学。

6、盈利预测与投资建议

我们预计公司 2020~2022 年归母净利润为 87.50/127.26/147.43 亿元，折合 EPS 分别为 2.79、4.05、4.70 元，目前股价对应 PE 估值分别为 15.3/10.5/9.1 倍，维持"买入"投资评级。

7、风险提示

疫情对全球经济活动影响时间超预期、新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监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。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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。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及资料保持在最新状态，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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、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。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也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。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的6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。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在-5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
减持		相对同期基准指数跌幅在10%以上	

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街26号楼3层

邮编：100032

传真：010-57671718

邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道1115号北京银行大厦

邮编：330038

传真：0791-86281485

邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路868号保利One56 1号楼10层

邮编：200120

电话：021-38934111

邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路100号鼎和大厦24楼

邮编：518033

邮箱：gsresearch@gszq.com