

从油价、环保及行业趋势优选投资机会

化工行业2018年中期策略

分析师 李辉 SAC执业证书编号：S1110517040001
分析师 陈宏亮SAC执业证书编号：S1110517100001
联系人 吴頔 赵宗原

行业评级：强于大市

2018.7.31



目录

- 1、去杠杆+贸易战，宏观经济面临下行压力
- 2、化工估值处于底部，盈利继续上行
- 3、从油价、环保及行业趋势优选投资机会
- 4、坚守周期白马，布局成长龙头

1、去杠杆+贸易战，宏观经济面临下行压力

1.1 国内去杠杆，宏观经济面临下行压力

1.2 海外继续复苏，贸易战成不稳定因素

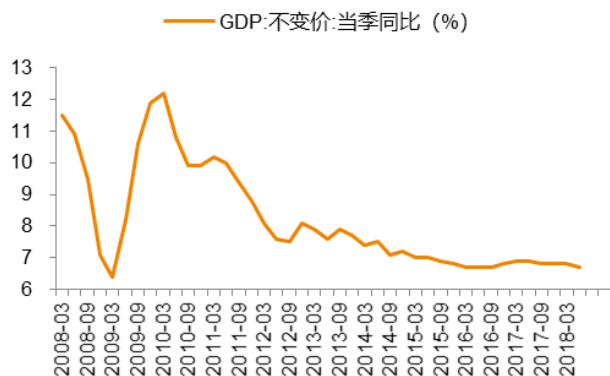
1.3 国内需求增速降档



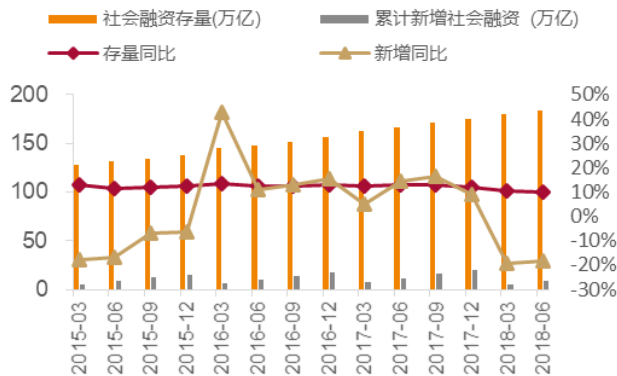
1.1 国内去杠杆，宏观经济面临下行压力

- **GDP增速面临压力：** Q2同比增速6.7%，相比Q1下滑1个PCT，去杠杆背景下面临下行压力。
- **社融增速下降：** 上半年新增9.10万亿，同比下降18.2%；6月新增1.18万亿，同比下降33.4%。银行非标业务继续收缩，违约事件频发，严监管政策下企业融资难度提升。
- **M2余额增速新低：** 6月末M2余额177万亿，同比增长8.0%，增速较上月下降0.3个PCT，较上年同期下降1.1个PCT，创历史新低。

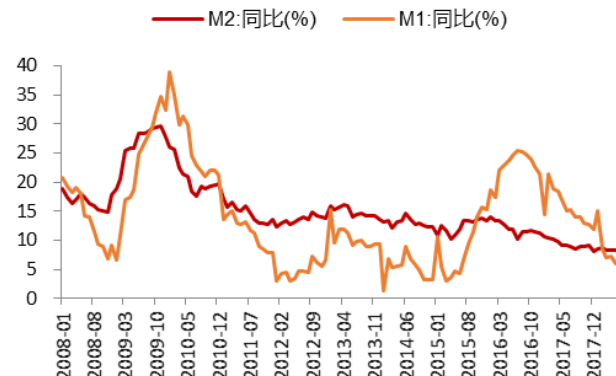
中国GDP增速放缓



社会融资规模增速下降



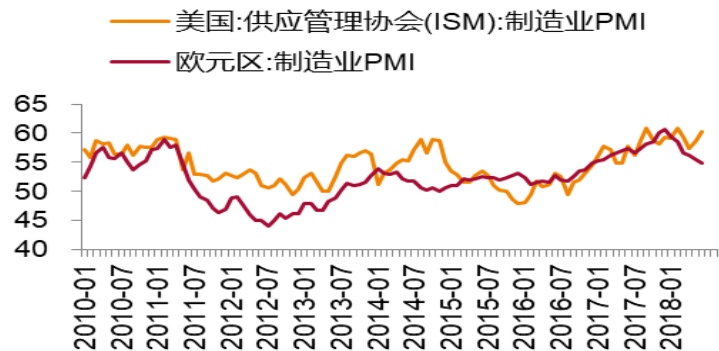
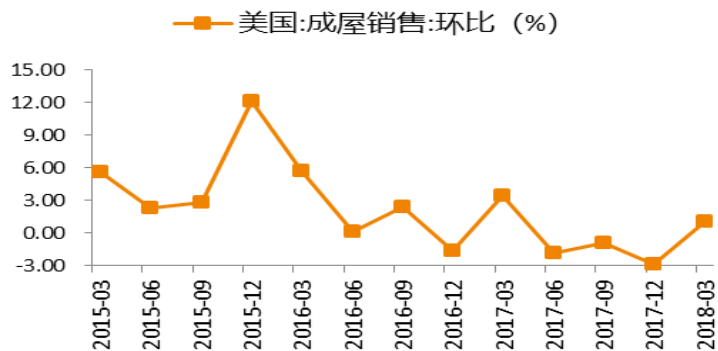
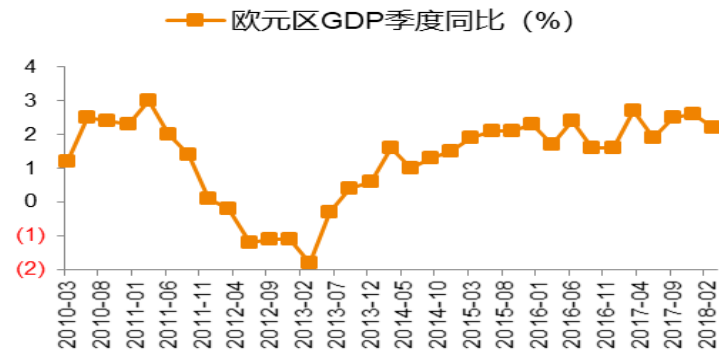
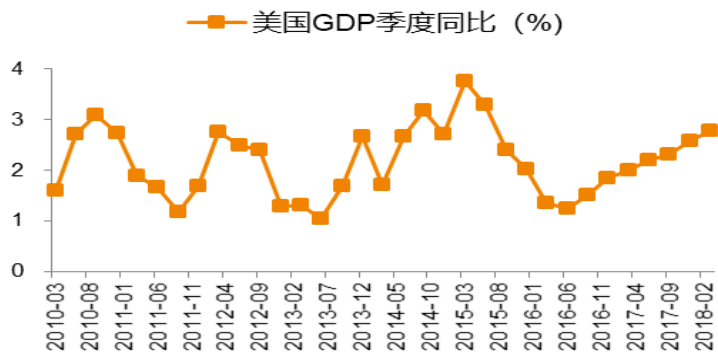
M2余额增速创新低



数据来源：Wind，天风证券研究所

1.2 海外继续复苏，贸易战成不稳定因素

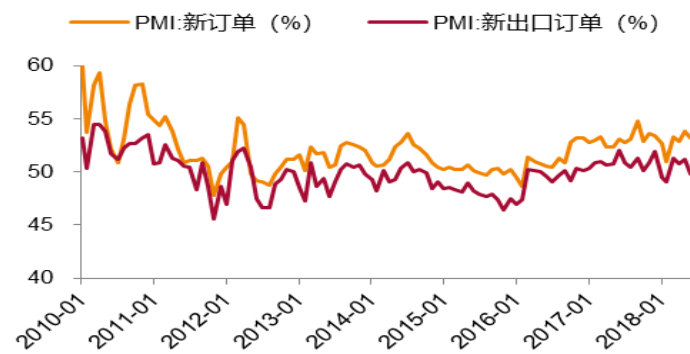
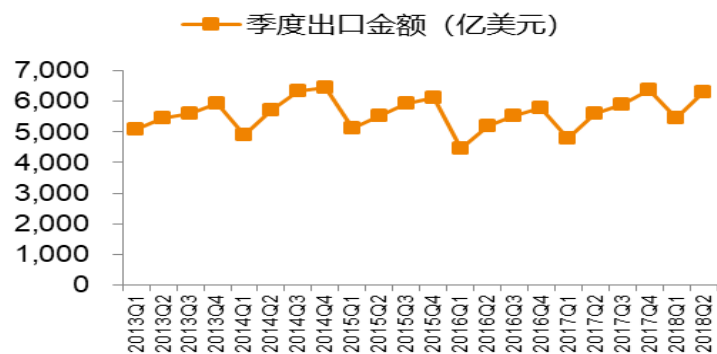
- 全球经济延续去年的增长势头，复苏趋势未变。展望下半年，美国或将强劲增长，欧元区和日本经济维持温和复苏，新兴市场整体保持较高增速。



数据来源: Wind, 天风证券研究所

1.2 海外继续复苏，贸易战成不稳定因素

- **中美贸易摩擦加剧，出口呈回落态势：**6月份对美出口增速3.8%，增速下滑23.8个PCT。6月新订单指数、新出口订单指数分别为53.2%及49.8%，较上月分别下降0.6个及1.4个PCT，新出口订单指数已降至荣枯线以下，新出口订单已由扩张转向收缩态势。



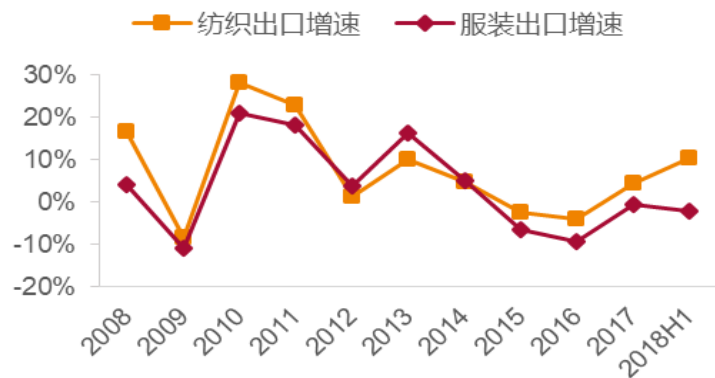
中美贸易战演化过程

时间	进展
2018年4月4日	美国政府发布加征关税商品清单，将对价值500亿美元商品加征25%关税
2018年4月4日	国务院关税税则委员会决定对原产于美国的大豆、汽车、化工品等14类106项商品加征25%关税
2018年4月5日	特朗普要求美国贸易代表办公室依据301调查额外对1000亿美元中国进口商品加征关税
2018年6月15日	白宫发表声明对1102种总额500亿美元征收25%关税，第一批340亿美元商品关税于7月6日开始征收
2018年6月15日	国务院关税税则委员会决定对原产于美国的659项约500亿美元进口商品加征25%关税

数据来源：搜狐，Wind，天风证券研究所

1.3 国内需求增速降档

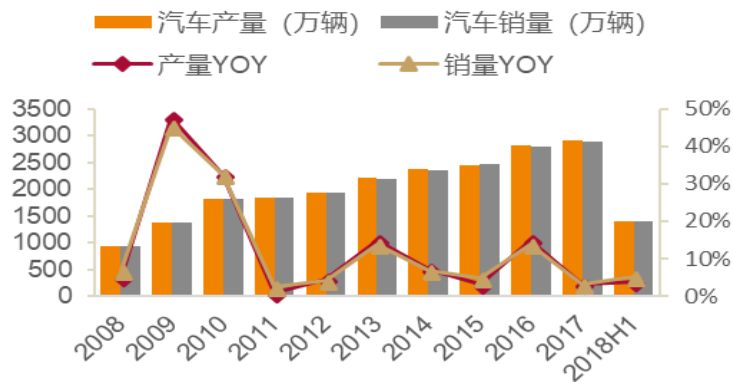
纺织服装出口环比回落



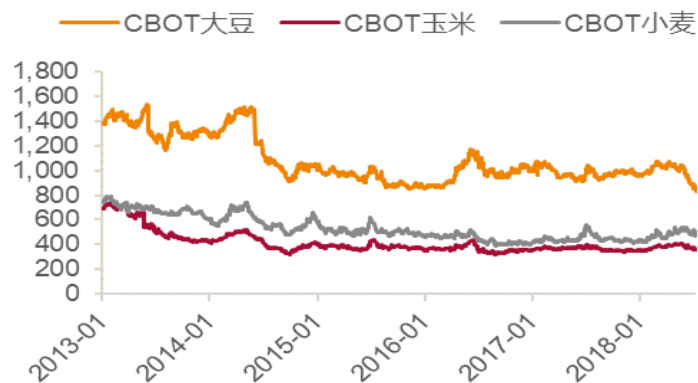
房地产销售面积增速下行



汽车产销量增速放缓



农产品价格企稳 (美分/蒲式耳)



数据来源: Wind, 天风证券研究所

2、行业估值处于底部，盈利继续上行

2.1 化工行业估值处于历史底部

2.2 行业盈利继续上行，增速放缓

2.3 价格略有回落，子行出现分化

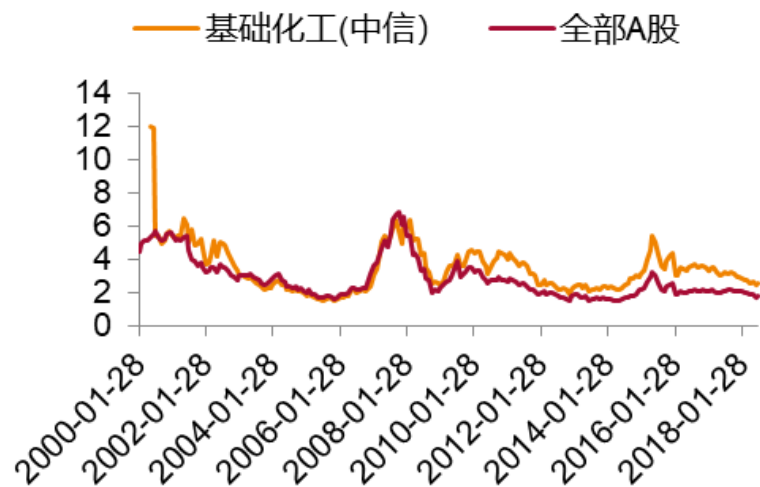
2.4 关注需求变化，地产周期品种谨慎



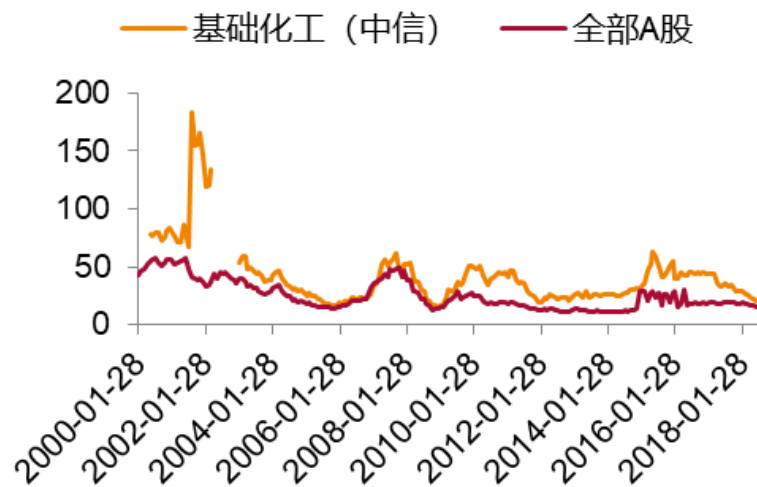
2.1、化工估值处于历史底部

- **PB和PE估值处于历史底部**：基础化工板块PB为2.5倍，全部A股PB为1.7倍；基础化工板块PE为21.2倍，全部A股PE为15.0倍，基础化工板块无论是PB还是PE都处于历史底部区域。

基础化工与全部A股PB走势（整体法，最新）



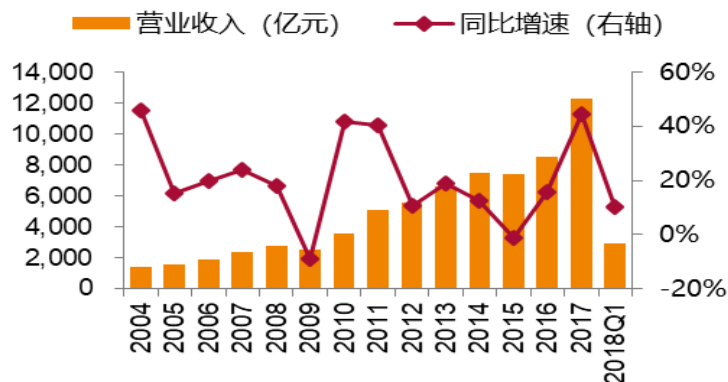
基础化工与全部A股PE走势（历史TTM整体法）



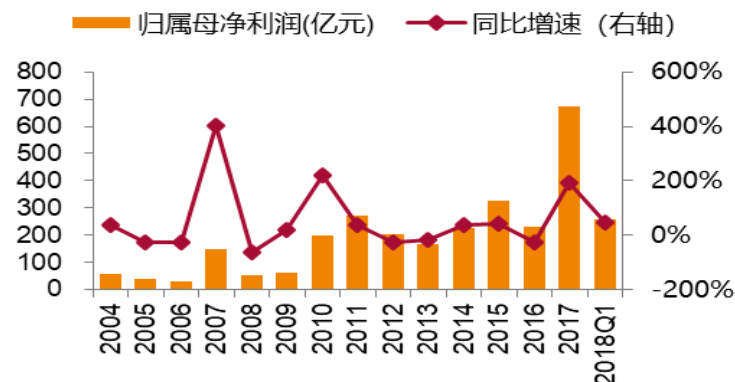
数据来源：Wind，天风证券研究所

2.2、行业盈利继续上行，增速放缓

基础化工行业一季度营业收入持续增长



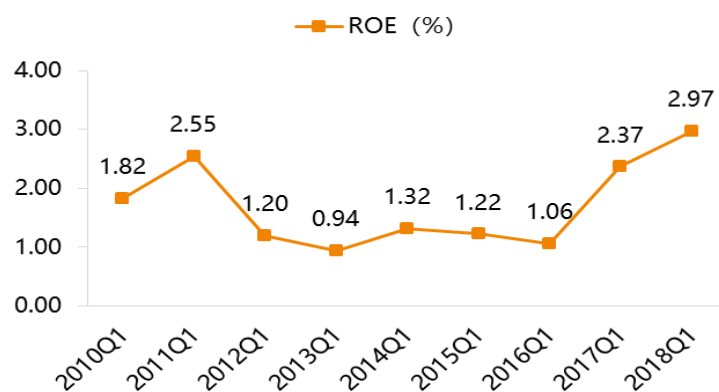
基础化工行业一季度归母净利润持续增长



基础化工行业单季度毛利率



基础化工行业ROE稳步提升

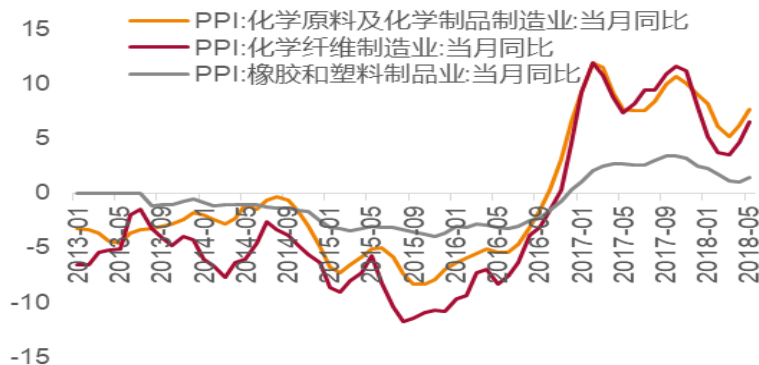


数据来源: Wind, 天风证券研究所

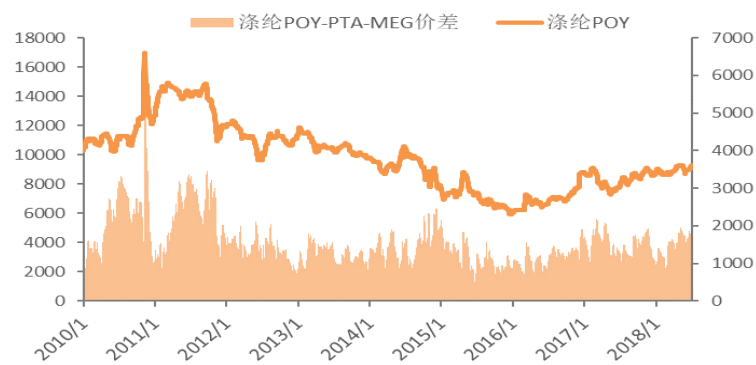
2.3、价格略有回落，子行业出现分化

- 上半年化工品价格略有回落，但1-6月PPI当月同比始终高于3.5%，此外价格出现一定分化，受益于原油上行的产品如涤纶、尿素价格继续上行，地产后周期品种如PVC、纯碱价格回落。

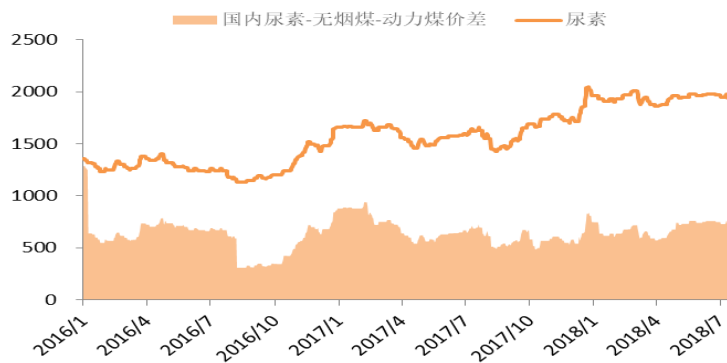
价格趋势略有回落 (%)



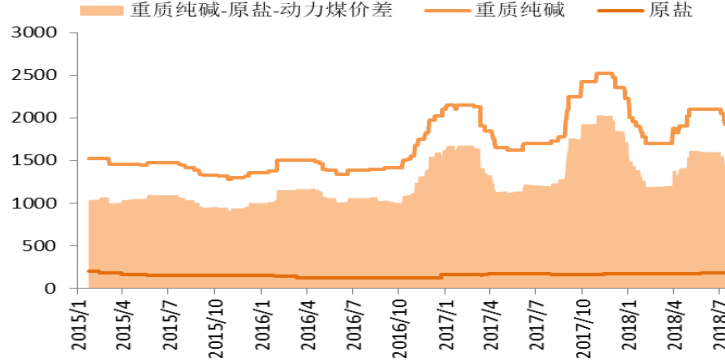
涤纶价格中枢持续上行 (元/吨)



尿素价格高位震荡 (元/吨)



重质纯碱价格回落 (元/吨)



数据来源: Wind, 天风证券研究所

2.4、关注需求变化，地产周期品种谨慎

- **房地产投资增速回落**：2018年1-6月份，全国房地产开发投资55531亿元，同比增长9.7%，增速比1-5月份回落0.5个PCT。商品房销售面积77143万平方米，同比增长3.3%。
- 一二线楼市普遍存在“五限”（限购、限贷、限价、限售、限商），棚改货币化政策转向，三四线城市地产高景气度告一段落。
- **地产下行趋势，对于PVC、纯碱等地产周期品种保持谨慎。**



2018年重要房地产政策汇总

日期	政策	内容
2018年3月	两会政府工作报告	坚持“房住不炒”，启动三年棚改攻坚计划
2018年3月	国务院《城乡建设用地增减挂钩结余指标跨省域调剂管理办法》	严格控制城镇建设用地扩张
2018年5月	各地限购令	截至本月，超50城市、地区出台限购令
2018年6月	国开行回应棚改贷款“一刀切”传闻不实	回收棚改项目合同审批权限

资料来源：搜狐，新浪，天风证券研究所

数据来源：搜狐，新浪，Wind，天风证券研究所

3、从油价、环保及行业趋势优选投资机会

3.1 原油重回高油价时代

3.2 化工环保去产能持续加码

3.3 行业马太效应强化



3.1 原油重回高油价时代

- **原油价格上行：**伊朗原油出口受限，委内瑞拉产量大幅下降，沙特及俄罗斯等国减产协议执行超预期。OECD商业原油库存降至5年均值。
- **化工品价格有支撑：**原油及煤炭是化工品最主要的原材料。
- **重点受益行业：**煤-油价差拉大带动煤化工产业链利润扩大；聚酯产业链供需改善，叠加原油价格传导带来补库存需求。

原油价格处于上行通道



煤炭高位震荡



煤-油价差逐渐扩大



数据来源：Wind，天风证券研究所

3.2 化工环保去产能持续加码

- **山东大幅缩减化工园区：**2020年要将化工园区缩减至100个以内，不批投资1亿元以下项目，引导化工企业退城入园。
- **史上最严化工园区认定：**《山东省化工园区认定管理办法》，《山东省专业化工园区认定管理办法》；2018年9月底前基本完成园区认定并确定搬迁改造企业名单，2018年底启动中小型企业存在重大风险隐患的大型企业搬迁改造，2020年底前启动大型企业和特大型企业搬迁改造。

2015年

山东省成立化工产业转型升级工作办公室

2017年

7月 启动山东化工园区认定管理办法的编写

11月 发布“山东省人民政府办公厅关于印发山东省化工园区认定管理办法的通知”

2018年

1月 确定山东省化工园区评审中介机构，启动化工园区的现场评审工作

3月 发布“关于组织开展专业化工园区和化工重点监控点认定申报工作的通知”

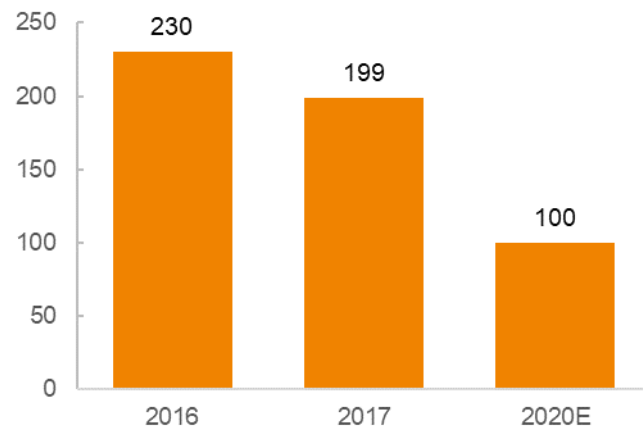
5月 山东省第一批认定省级化工园区名单公示

预测

9月 综合化工园区认定工作结束

12月 专业化工园区和化工重点监控点认定工作结束

山东化工园区数减半（个）



数据来源：山东省人民政府官网，天风证券研究所

3.2 化工环保去产能持续加码

- **江苏化工环保去产能：**《省政府关于深入推进全省化工行业转型发展的实施意见》、“两减六治三提升”专项行动方案、《省政府办公厅关于开展全省化工企业“四个一批”转型行动的通知》、《全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案》
- **江苏环保风暴：**2018年3月生态环境部点名江苏某农药企业存在环境违法问题，灌南县、灌云县、响水县、滨海县化工园区于2018年4-5月开始全面停产排查

江苏化工环保去产能政策

名称	出台时间	重点内容
《省政府关于深入推进全省化工行业转型发展的实施意见》	2016. 11	一律不批新的化工园区，一律不批化工园区外化工企业，一律不批化工园区内环境基础设施不完善或长期不能稳定运行企业的新改扩建化工项目。
“两减六治三提升”专项行动方案	2016.12	到 2020 年，实现全省化工企业数量大幅减少，化工行业主要污染物排放总量大幅减少，化工园区内化工企业数量占全省总数的比例提至 50%以上。
《省政府办公厅关于开展全省化工企业“四个一批”专项行动的通知》	2017.1	全省范围内开展化工企业根据具体情况关停一批、转移一批、升级一批和重组一批。
《全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案》	2018.6	沿海地区南通、连云港、盐城三市辖区内所有化工园区及园区内所有化工生产企业，2018 年 7 月底前完成部署和排查阶段，2018 年 8 月底前制定整治方案阶段，2018 年 9 月至 2019 年 8 月实施全面整治，并于 2019 年 9 月验收总结。

“四个一批”主要内容

名称	内容备注
关停一批	对不符合产业指导目录、太湖流域、环保不达标、手续不全的化工企业实行“关停”。根据江苏部署，2017 年底之前要完成 50%，2018 年底前全部完成，2020 年 6 月底前原则上完成“转移、升级和重组”。
转移一批	要求不符合各类功能（生态红线、水源和能源保护、区域主体功能、海洋等）规划的、处于城市人口密集区、处于化工园区外的化工企业以及一些功能效率不高的危化品码头，加快搬迁转移。
升级一批	比如产品前景好但采用有毒有害原料数量较大的，推动其加快原料绿色化替代工程，减少有毒有害原料使用数量，或实现产品质量与品种的高端化等。
重组一批	鼓励产品单一、规模较小的精细化工产品生产企业之间以产业链为纽带兼并重组，进行集约化生产、经营。

数据来源：江苏省人民政府官网，天风证券研究所

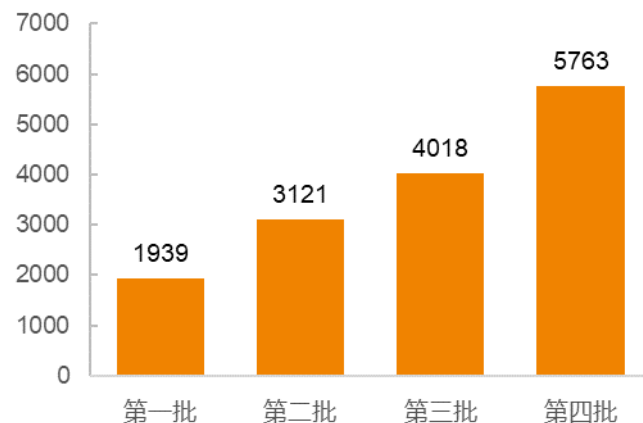
3.2 化工环保去产能持续加码

- **环保督查：**第一轮2016-2017年，回头看2018年，第二轮2019年，未来环保仍将加码。
- **长江经济带生态环境保护：**生态优先，绿色发展，共抓大保护，不搞大开发，把修复生态环境放在压倒性位置。**湖北、重庆、江西**等地积极响应，生态环境保护部启动“清废2018”，打击长江沿岸固体废物环境违法行为。
- **重点受益行业：**农药行业未来两年供给仍将强收缩，产品价格有望继续上行。

中央环保督查情况

名称	批次	启动时间	督查省份
第一轮环保督查	试点	2015.12	河北
	第一批	2016.7	内蒙古、黑龙江、江苏、江西、河南、广西、云南、宁夏
	第二批	2016.11	北京、上海、重庆、湖北、广东
	第三批	2017.4	天津、山西、辽宁、安徽、福建、河南、贵州
第一批环保督查回头看	第四批	2017.7	吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆
		2018.5	河北、河南、内蒙古、宁夏、黑龙江、江苏、江西、广东、广西、云南
第二轮环保督查		2019	

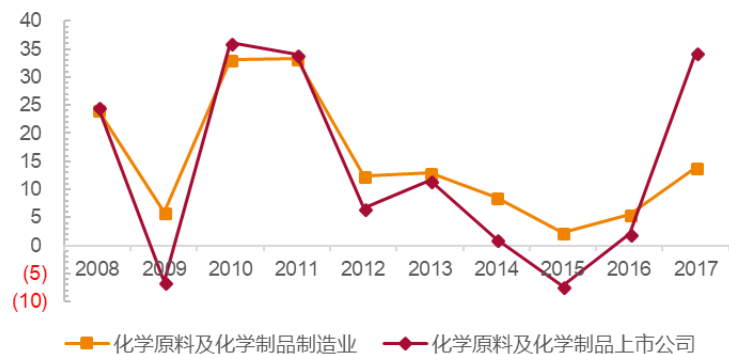
环保督查立案问责人数（人）



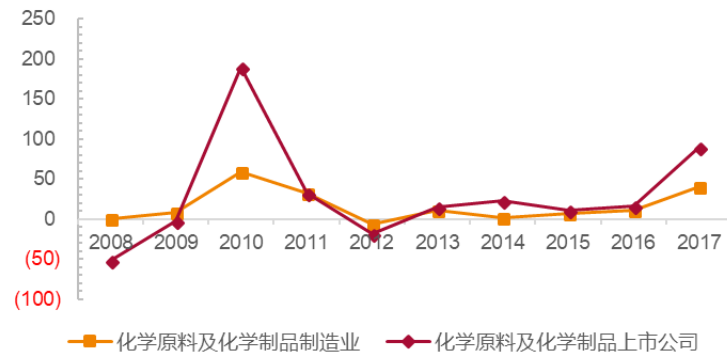
数据来源：生态环境保护部官网，天风证券研究所

3.3 行业马太效应强化

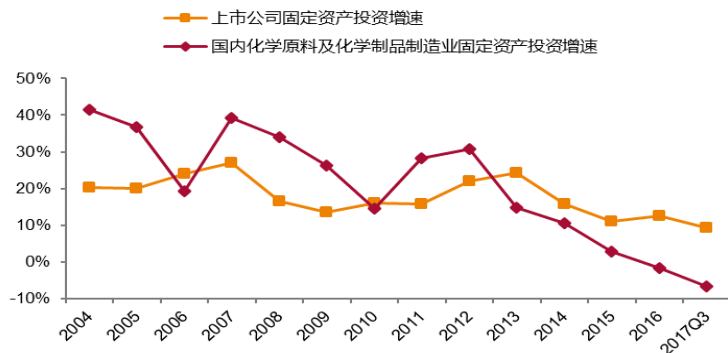
上市公司营业收入增速高于全行业 (%)



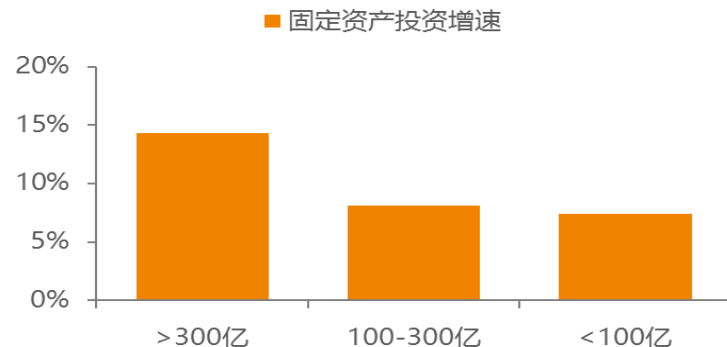
上市公司净利润增速高于全行业 (%)



上市公司固定资产投资增速高于全行业 (%)



高市值公司固定资产投资增速较高 (%)

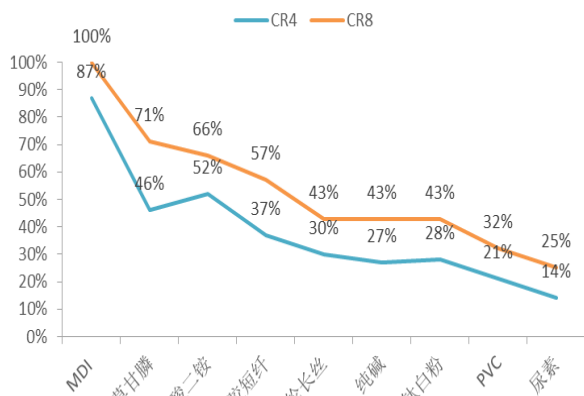


数据来源: Wind, 天风证券研究所

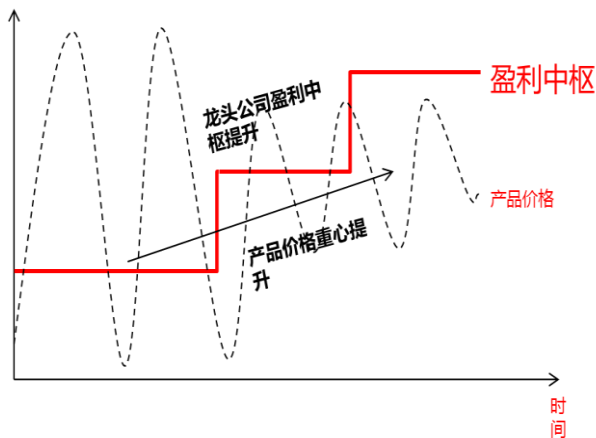
3.3 行业马太效应强化

- **行业马太效益强化：**(1)龙头公司在营收、利润、固定资产投资等各方面将不断领先于行业，导致行业集中度提升；(2)行业产能出清及集中度提升，将使得行业盈利中枢上移且趋于稳定；(3)龙头公司一体化、多元化竞争优势不断加强，强者恒强。
- **重点受益行业：**聚氨酯行业寡头垄断，有机硅产能出清叠加需求超预期。

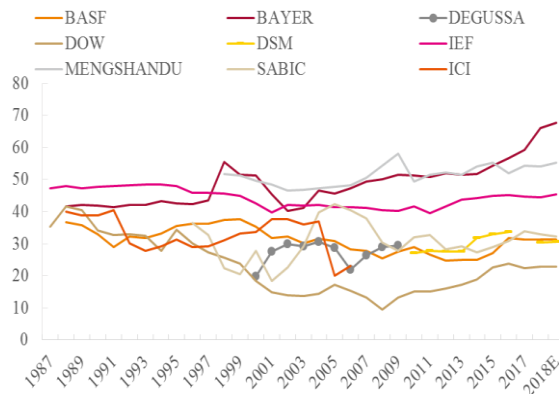
国内化工子行业集中度将提升 (%)



未来国内化工行业盈利水平趋稳



海外巨头毛利率相对稳定并维持高位 (%)



数据来源：百川资讯，彭博，天风证券研究所

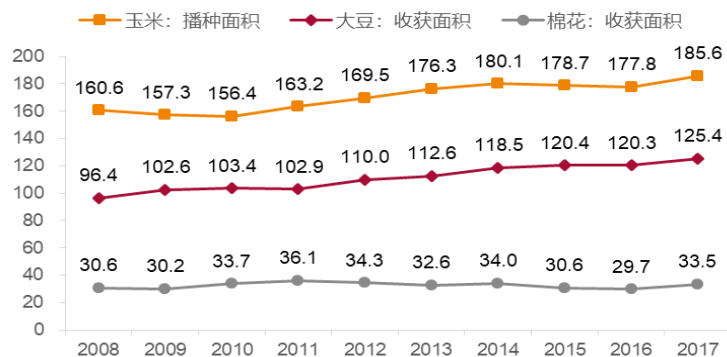
4、坚守周期白马，布局成长龙头



4.1 农药：供给强收缩叠加需求回升

➤ **供给、需求和库存支持农药景气：**需求方面，受益于全球播种及收获面积增长及行业进入补库存周期，叠加原油价格上行推升农产品价格回暖，需求有望稳中向上；供给方面，国内环保去产能持续加码，后续长江经济带生态环境保护推进，未来2年供给仍将是强收缩状态。

全球播种面积收获面积稳定增长 (百万公顷)



数据来源: Wind, 天风证券研究所

原油价格持续上行



数据来源: Wind, 天风证券研究所

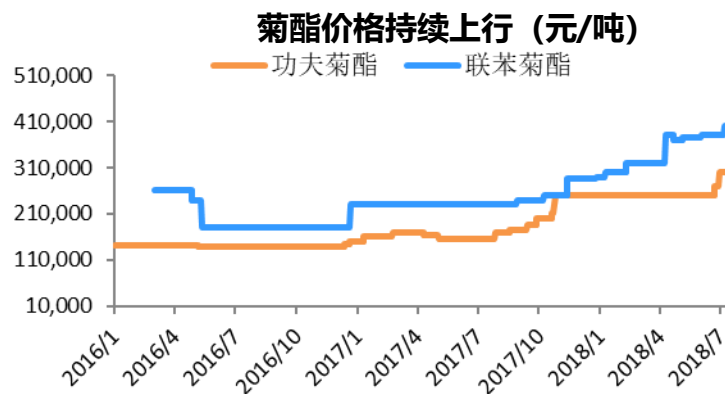
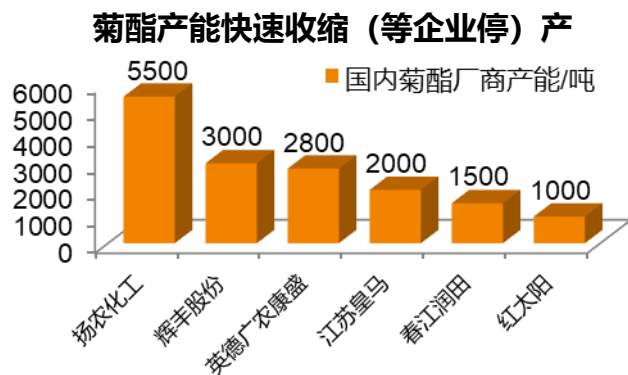
预计农药原药企业将从 2016 年的 692 个减少至 2020 年的 500 个

	原药企业数	入园比例	入园企业数	未入园企业数
2016	692	46%	318	374
2017E	600	57%	342	258
2018E	550	70%	385	165
2019E	525	75%	394	131
2020E	500	80%	400	100

数据来源: 《农药工业“十三五”发展规划》，天风证券研究所

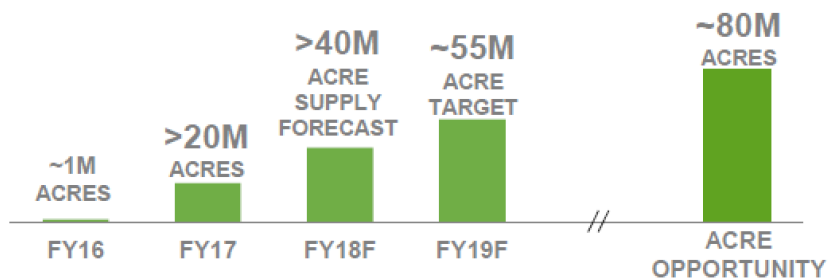
4.1 扬农化工：菊酯龙头，麦草畏谱写成长新篇章

- **菊酯量缩价扬**：环保叠加安全事故，皇马、春江润田等企业短期无法生产。菊酯价格大幅上涨，扬农菊酯产能8100吨，业绩弹性大。功夫/联苯菊酯每涨价1万元/吨，业绩增厚0.15/0.08亿元。
- **麦草畏快速放量**：孟山都推广双抗转基因大豆，麦草畏需求迎来高速增长。扬农核心供应商，技术优势明显，规模全球第一。



双抗转基因大豆快速推广

Roundup Ready 2 Xtend Soybeans: U.S. Acreage Penetration Targets



数据来源：Wind，卓创，孟山都，天风证券研究所

表：全球主要麦草畏企业产能

	公司	装置位置	现有产能（吨）
国外	巴斯夫	德国	12000
	先正达	瑞士	2000
	GHARDA	印度	1000
国内	孟山都		
	扬农化工	江苏	25000
	长青股份	江苏	5000
	升华拜克	浙江	2000
	嘉隆化工	江苏	1000

资料来源：金农网，农药快讯，天风证券研究所

4.1 扬农化工：菊酯龙头，麦草畏谱写成长新篇章

菊酯涨价（功夫菊酯由17Q1 15万元/吨涨至当前29万元/吨，联苯菊酯由23万元/吨涨至当前39万元/吨）

- 供给收缩：春江润田安全事故，皇马等公司因园区环保问题停产
- 中间体涨价：原料紧缺（天泽环保事件）；印度醚醛反倾销，存涨价预期。

麦草畏放量：如东二期建成，产能由5000吨提升至25000吨

- 2017年预计1.3万吨，按孟山都双抗作物推广测算，2018-2019年2.2/2.5万吨。
- 贸易战对麦草畏需求影响小：①中美大豆依存度高；②双抗转基因效价比远高于一代转基因大豆，贸易战对双抗大豆影响远小于第一代转基因大豆；③南美有望推广，双抗作物增长预计持续至2025年。
- 以现价10万元/吨测算，吨净利为2.0-2.5万元/吨。

盈利与估值：

- 我们预计公司2018-2020年净利润为10.3/12.2/13.2亿元，现价对应2018年PE 18.1倍。参考可比公司，维持目标价70.5元，“买入”评级。

数据来源：价格和新闻来自卓创资讯，天风证券研究所

4.1 利尔化学：全球草铵膦龙头扬帆起航

- **草铵膦需求高增长**：五年有望从1.20万吨增长到3.99万吨，巴西、泰国和越南百草枯禁用带来的替代需求，转基因推广及与草甘膦复配需求持续增长。
- **技术壁垒高，有效产能低**：国内企业名义产能1.55万吨，有效产能1万吨，由于涉及格式反应，技术壁垒高，新增产能进度屡次低于预期。

全球草铵膦主要产能及后期规划

序号	厂商	17产能 (吨/年)	18产能 (吨/年)	备注
1	德国拜耳	6000	12000 (待定)	规划 18 年扩至 12000 吨/年
2	利尔化学	8400	15400	10000 吨/年通过环评, 18 年预计新增 7000 吨/年
3	辉丰股份		5000 (待定)	5000 吨/年 18H1 计划正式投产
4	红太阳			规划 5000 吨/年产能, 预计 19 年投产
5	长青股份		500	规划 3500 吨/年产能, 预期 18 年投产 500 吨
6	浙江永农	3000	3000	成本高, 负荷偏低, 11 月初恢复
7	福华			因技术原因, 3000 吨/年产能无原药产品
8	瑞凯化工	1500	1500	正常开工
9	威远生物	1500	1500	正常开工
10	乐斯化学	1000	1000	停产
11	江苏好收成	1000	1000	停产
12	江苏皇马	800	800	停产
13	内蒙古佳瑞米	600	600	
14	山东滨农	600	600	开工率不稳定
15	七洲绿色	500	500	

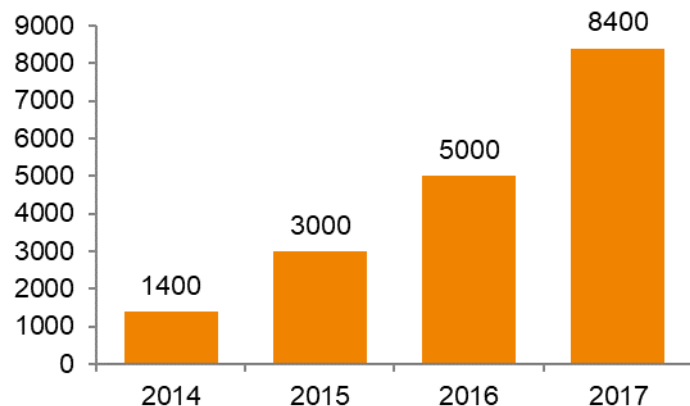
未来 5 年草铵膦需求增长 (万吨)

	2016	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E
已有需求		1.20	1.91	2.41	2.96	3.59
替代国内百草枯		0.46				
替代国外百草枯			0.20	0.20	0.28	
抗草铵膦转基因		0.10	0.10	0.10	0.10	0.10
草甘膦复配		0.15	0.20	0.25	0.25	0.30
合计	1.20	1.91	2.41	2.96	3.59	3.99

数据来源：百川资讯，公司公告，天风证券研究所

4.1 利尔化学：全球草铵膦龙头扬帆起航

利尔草铵膦产能快速扩张 (吨)



广安基地打开成长空间

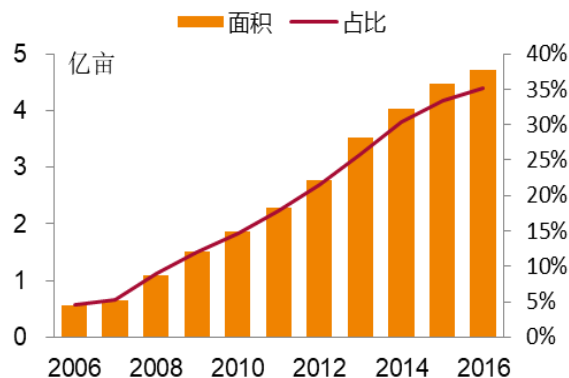
产品	产能(吨)	预计营收(万元)	预计净利润(万元)	单价(万元)	吨净利(万元)	毛利率
草铵膦	7000	70000	14000	10.00	2.00	34.66%
氟环唑	1000	27000	5000	27.00	5.00	32.92%
丙炔氟草胺	1000	40000	6000	40.00	6.00	28.78%

- **利尔化学充分受益行业景气红利：**公司草铵膦、氯代吡啶类除草剂行业龙头。国内百草枯水剂退市带来草铵膦需求高增长，利尔化学凭借领先的技术及持续的产能扩张成为行业景气最大受益者。
- **广安基地打开成长空间：**公司2018-2019年广安基地7000吨草铵膦、1000吨丙炔氟草胺陆续投产、1000吨氟环唑，成长进一步打开空间。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年净利润为6.0/9.2/11.4亿元，复合增速近40%，现价对应2018年PE 18.0X。参考农药行业可比上市公司，维持目标价24.60元，目标市值129亿，“买入”评级。

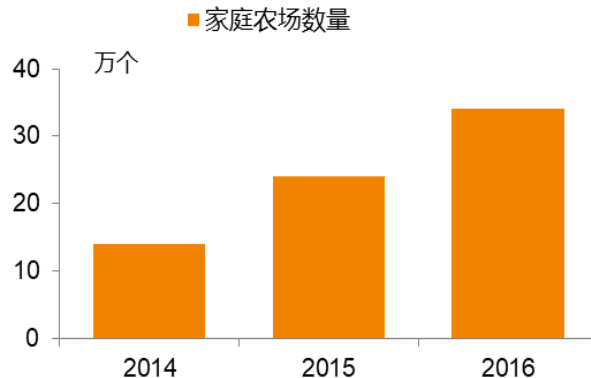
数据来源：公司公告，天风证券研究所

4.1 诺普信：制剂行业复苏，农资流通田田圈潜力大

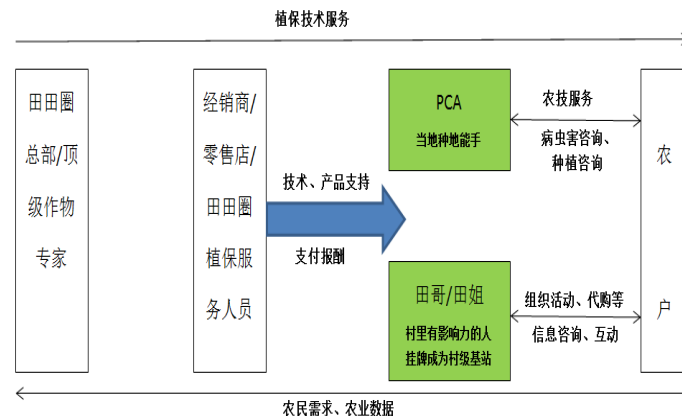
中国土地流转发展迅速



中国家庭农场数量快速增长



田田圈五级植保服务体系

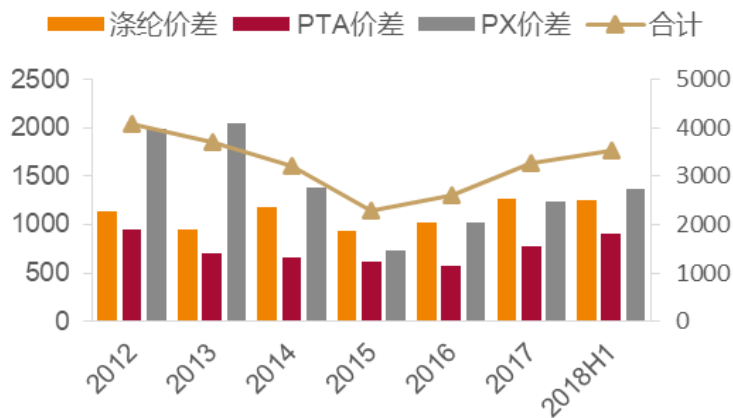


- **行业变革，龙头市场率有望提升：**土地流转、农药制剂监管加强以及环保力度加大，三方面推动下制剂行业未来将加速洗牌，诺普信市占率有望快速提升。
- 公司是制剂行业龙头，制剂行业复苏、公司显著受益，此外田田圈未来想象空间大。
- **盈利预测及估值：**我们预计2018-2020年归母净利润分别为4.2/4.9/6.3亿元，当前股价对应18年PE为15.5X。参考可比上市公司，给予公司2018年PE25倍，6个月目标价11.5元，给予“买入”评级。

数据来源：Wind，公司公告，天风证券研究所

4.2 聚酯产业链：涤纶复苏，民营大炼化强化产业链优势

涤纶产业链复苏



民营大炼化项目

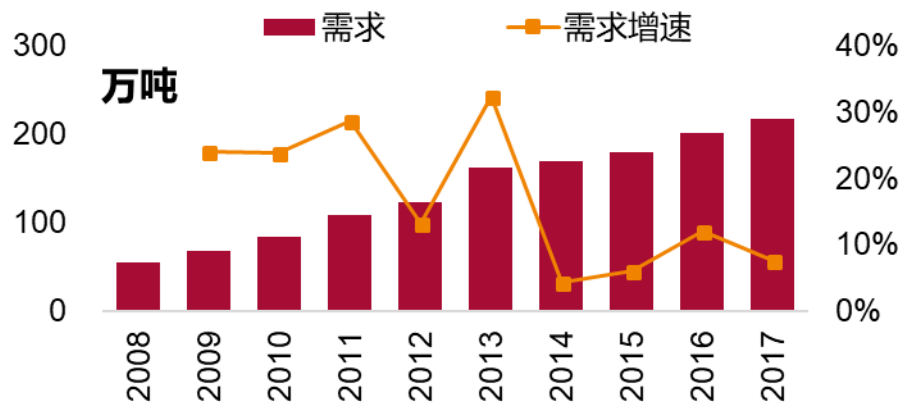
项目	浙江石化舟山炼化	恒逸(文莱)PMB炼化	恒力石化炼化
地点	舟山绿色石化基地	文莱大摩拉岛	大连长兴岛石化产业基地
产能	一期主要年产能: PX 400万吨、苯 150万吨、 汽柴油 550万吨、 航空煤油 285万吨	一期主要年产能: PX 150万吨、苯 50万吨、 柴油 150万吨、汽油 40万吨、 航空煤油 100万吨、轻石脑油 150万吨	年生产能力: PX 450万吨、苯 97万吨、 汽柴油 620万吨、 航空煤油 370万吨
投资	1731亿元	32.53亿美元(230亿元)	740亿元
股权占比	荣盛石化(51%) 桐昆股份(20%)	恒逸石化(70%) 文莱政府(30%)	恒力集团(100%)
预计投产	2019年初投产	一期 2018年底完工 2019年初投产	2018年中旬投产
19年开工率	80%	90%	100%
19年净利润	111.42亿元	23.29亿元	70.31亿元

- **桐昆股份受益涤纶长丝复苏**：2018年油价中枢再上新台阶，涤纶长丝产业链顺油价周期，盈利将持续改善，此外公司涤纶长丝产能投放超预期，充分受益行业景气上行。
- **民营大炼化强化产业链优势**：参股浙石化20%股权，实现产业链PX-PTA-涤纶长丝一体化布局，规模优势及全产业链优势兼备，成长性突出。
- **盈利预测及估值**：我们预计公司2018-2020年净利润为27.0/37.4/43.9亿元，现价对应2018年PE11倍。维持目标价23.6元，“买入”评级。

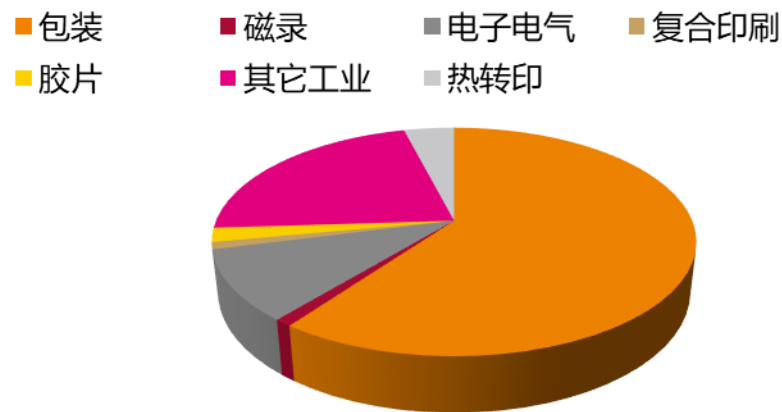
数据来源：百川资讯，公司公告，天风证券研究所

4.2 聚酯产业链：BOPET景气反转

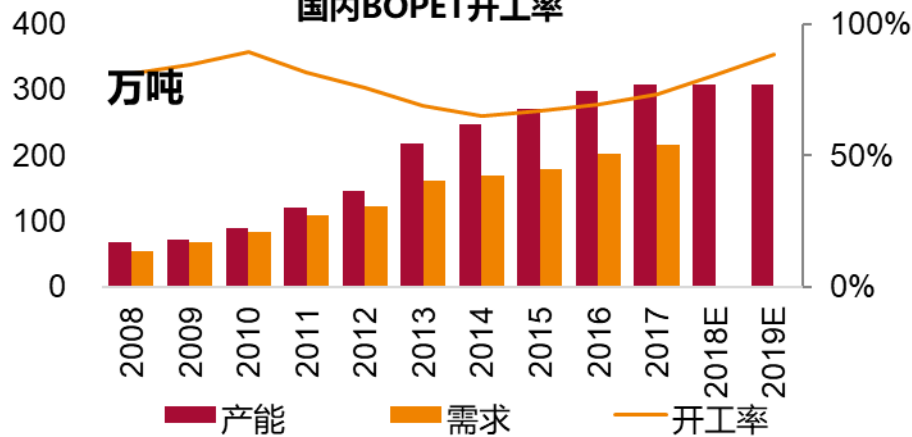
国内BOPET需求持续增长



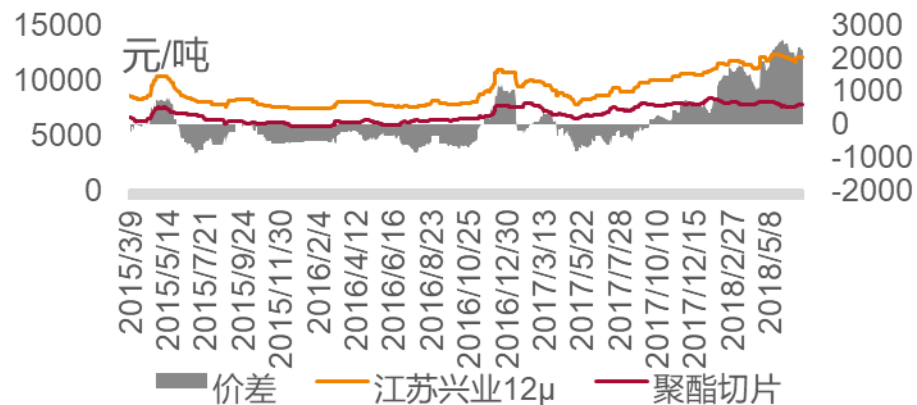
国内BOPET需求分布



国内BOPET开工率



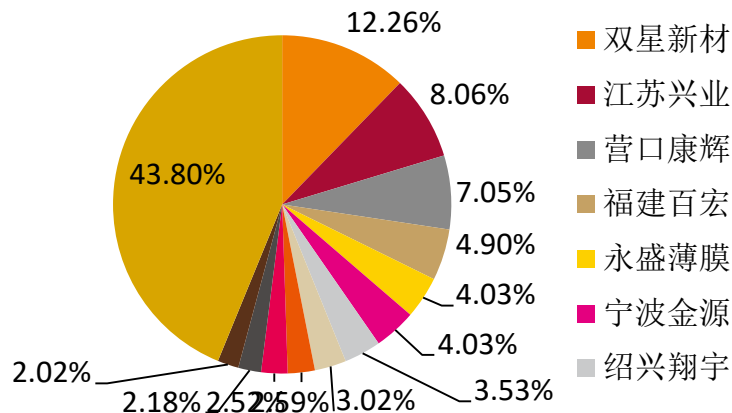
BOPET价差持续扩大



数据来源：百川资讯，Wind，天风证券研究所

4.2 双星新材：涨价业绩弹性大，功能膜持续放量

国内BOPE竞争格局



光学基膜全球竞争格局



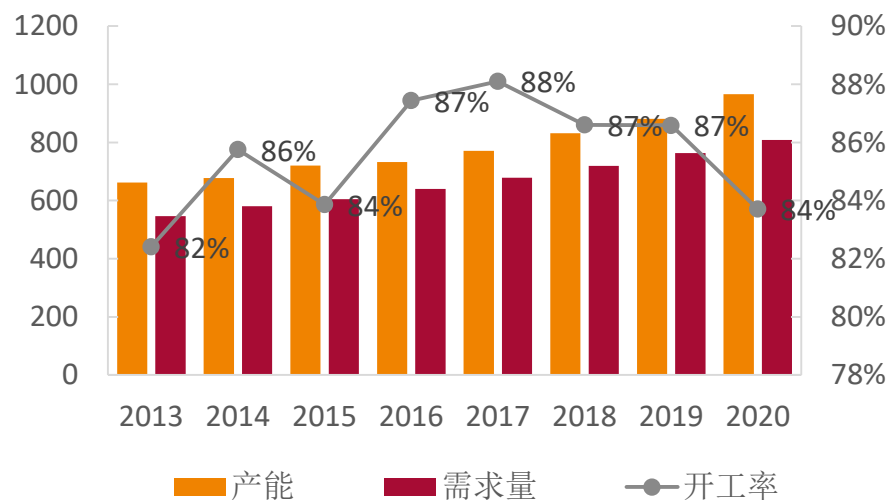
- **BOPET景气反转，业绩弹性大：**行业2012年后持续亏损，2015年起基本没有新增产能，2018年开工升至80%，供需改善价差扩大。公司是国内龙头BOPET产能30万吨，价差每扩大1000元，双星新材的EPS增厚0.19元，业绩弹性大。
- **转型功能膜，产品逐渐放量：**全球光学基膜供给主要集中在海外巨头，2016年公司光学基膜投产，打造光学基膜到深加工产品（扩散膜/增亮膜/ITO膜/窗膜）的产业链优势。公司未来继续投入转型功能膜，随着功能薄膜产能释放，将带动公司盈利能力和估值逐渐提升。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年净利3.84/5.44/6.20亿元，现价对应2018年PE16倍，维持“买入”评级。

数据来源：百川资讯，公司公告，天风证券研究所

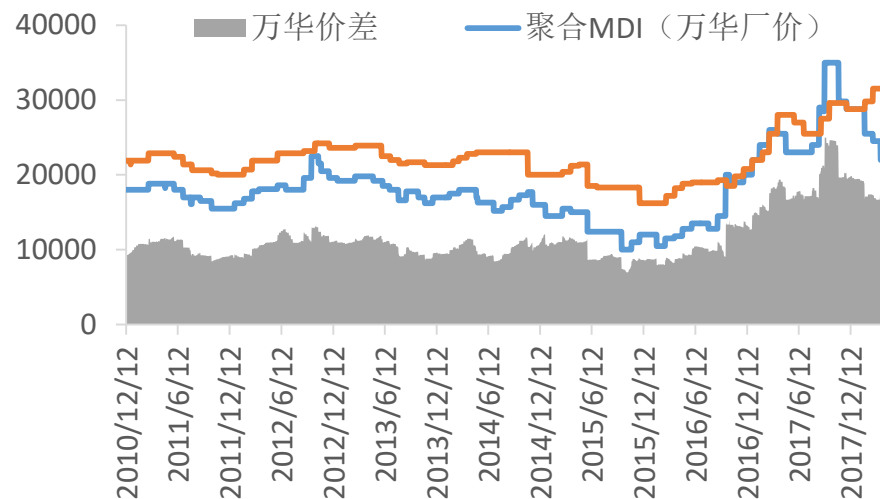
4.3 聚氨酯：MDI持续高景气

- **MDI持续高景气：** 2018-2019年行业需求每年继续增加近40万吨，虽然有产能投放，但行业开工率继续维持87%的高位水平。巨头间竞争策略由跑马圈地向协作共赢转变，原料价格上行对MDI有支撑，预计MDI未来两年持续高景气。

全球MDI开工率 (%)



MDI价格价差大幅扩大 (元/吨)

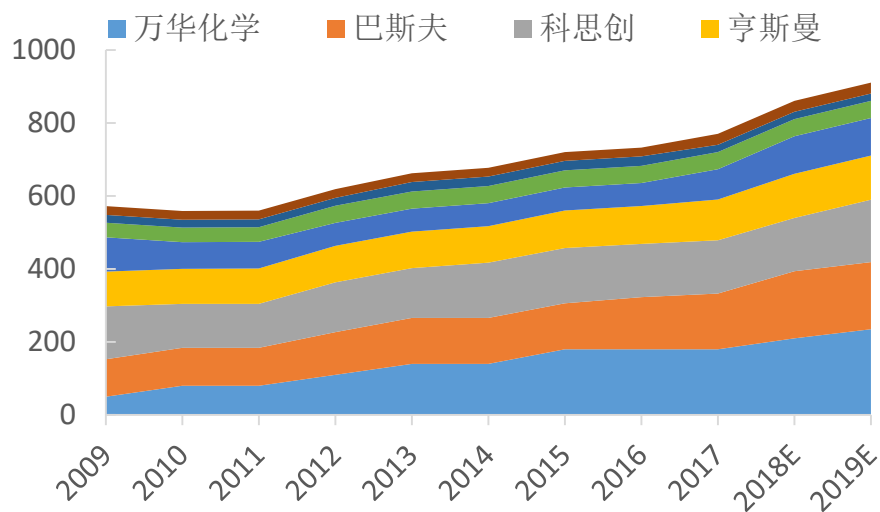


数据来源：百川资讯，Wind，天风证券研究所

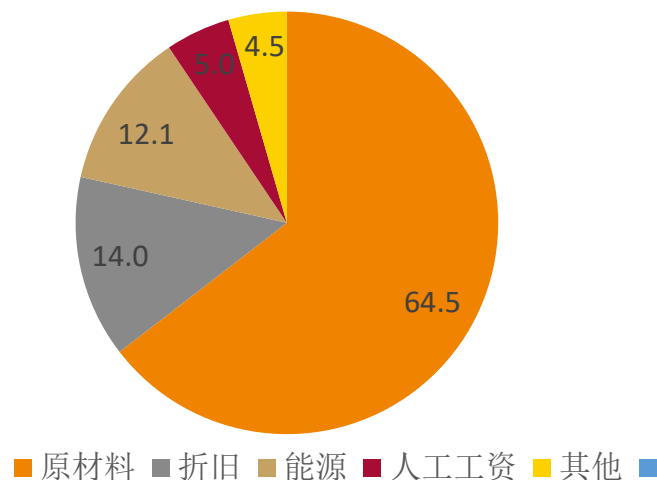
4.3 聚氨酯：维持寡头格局，一体化龙头企业优势显著

- **寡头格局持续**：全球MDI 90%产能集中万华、巴斯夫、杜邦陶氏、科思创、亨斯迈等5家国际巨头，供给高度集中，由于技术壁垒、资金壁垒高，难有新进入者，寡头格局有望继续维持。
- **一体化龙头低成本优势有望强化**：原料和折旧在MDI成本占比约80%，随着规模扩大和配套更加完善，一体化龙头企业未来成本优势更加显著。

全球MDI竞争格局 (万吨)



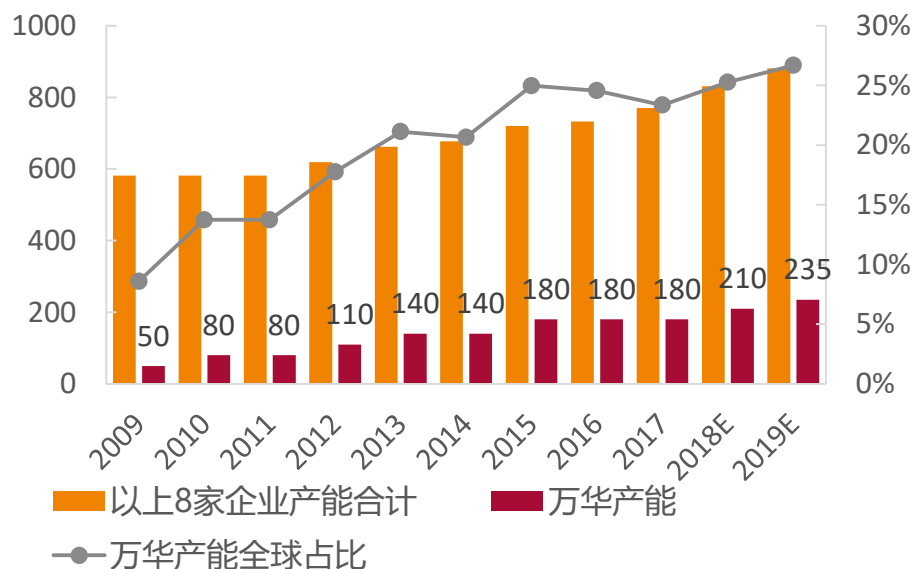
MDI成本结构 (百分比)



数据来源：百川资讯，公司公告，Wind，天风证券研究所

4.3 万华化学：全球MDI龙头，新材料打开成长空间

万华MDI产能及全球占比（万吨）



万华化学在建工程

项目名称	预算额	投资进度	工程进度	后续投资额
聚氨酯产业链延伸及配套项目	175亿	24.2%	24.2%	133亿
乙烯项目	175亿	1.7%	1.7%	172亿
美国一体化项目	78亿	1.7%	1.7%	77亿
合计	428亿			382亿

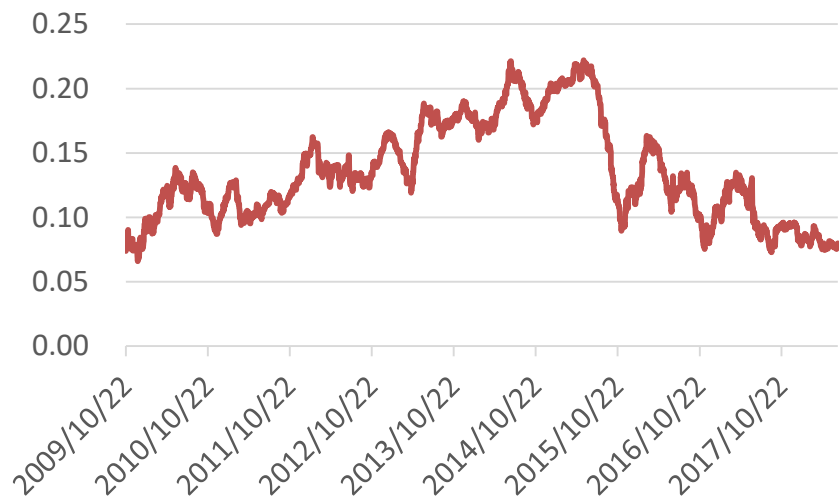
- **万华化学是全球MDI龙头，成本优势显著：**公司是全球MDI龙头，目前产能180万吨（不含BC），由于产业链配套完善、投资成本低、规模效应强，成本比行业至少低1000元/吨。
- **新材料打开成长空间：**目前公司正大力投资石化项目和新材料，石化项目将奠定发展基石，新材料驱动公司持续增长。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年净利119.8亿、135.8亿、145.3亿（不含拟注入资产），现价对应2018年PE11.6倍，维持“买入”评级。

数据来源：百川资讯，彭博，天风证券研究所

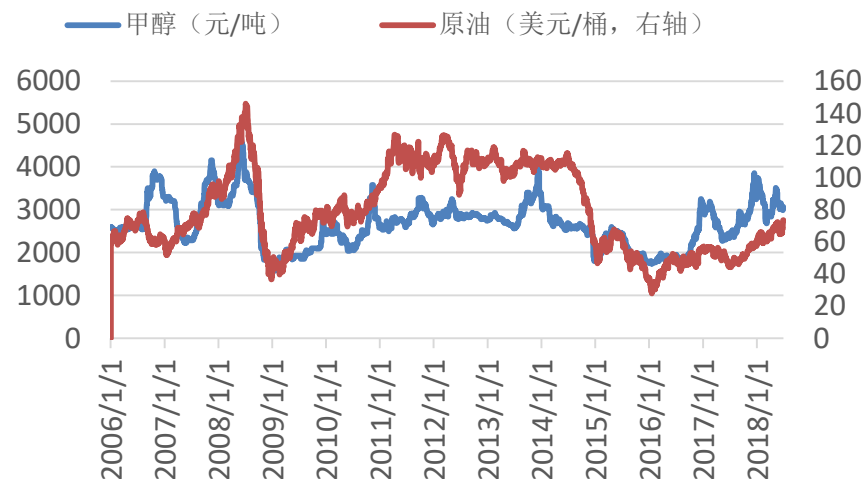
4.4 煤化工：油煤价差有望继续扩大

- **原油/煤炭处于历史低位**：原油/煤炭价格仅为0.075，处于近9年相对低位，未来油煤价差有望回至历史中枢。
- **原油涨价推升甲醇价格**：甲醇是连接煤化工和油化工重要中间品，原油涨价会大幅推升甲醇价格，比如2017年二季度淡季甲醇跌至2200元/吨，但2018年二季度高油价支撑下甲醇价格在3000元/吨震荡。甲醇涨价，会推升DMF、尿素等系列相关联产品价格上涨。

原油（美元/桶）/动力煤（元/吨）处于历史低位



甲醇和原油价格走势一致

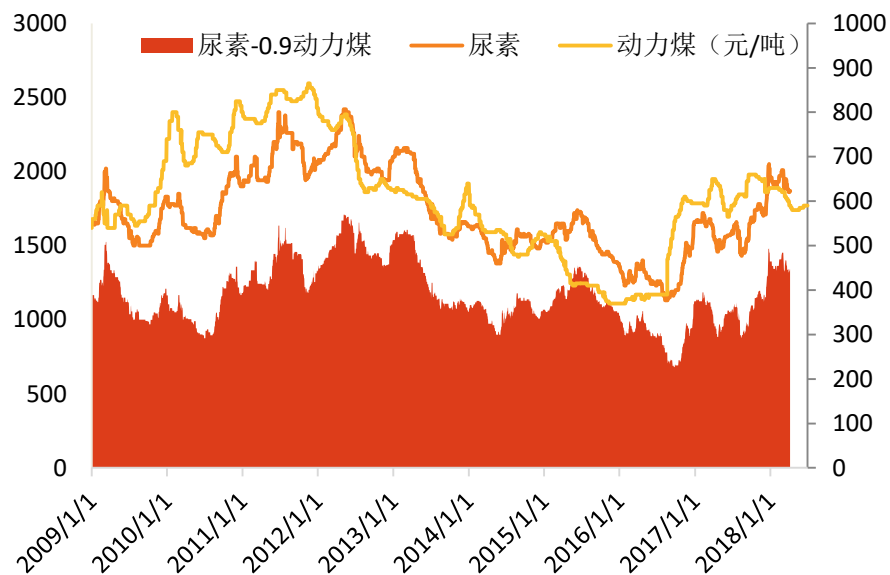


数据来源：百川资讯，Wind，天风证券研究所

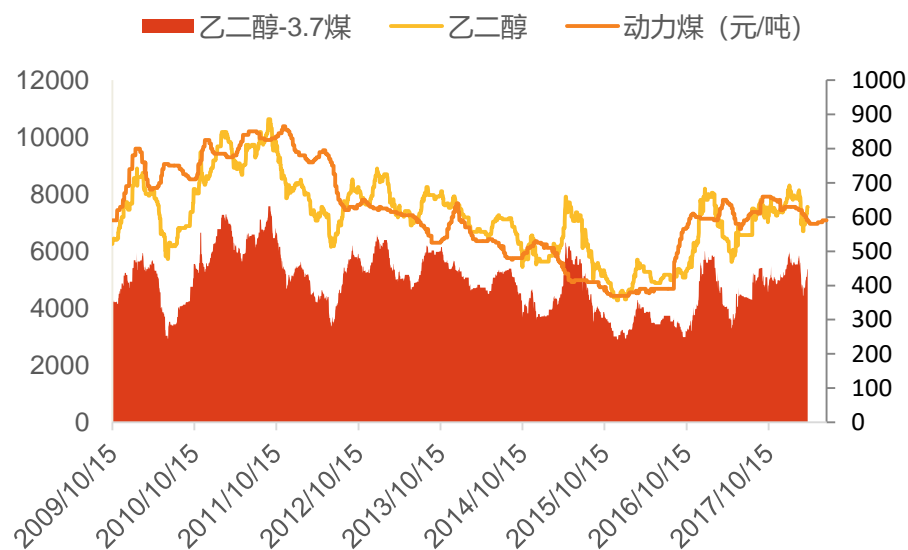
4.4 煤化工：煤化工产品盈利水平有望抬升

- **油煤价差扩大将推升煤化工产品盈利水平：**国内煤化工产品成本取决于煤价，价格取决于油价，煤油价差扩大，煤化工产品盈利显著受益。2016年至今，国内尿素、煤制乙二醇等煤化工产品价格价差显著扩大。

尿素价差显著扩大



煤制乙二醇价差显著扩大

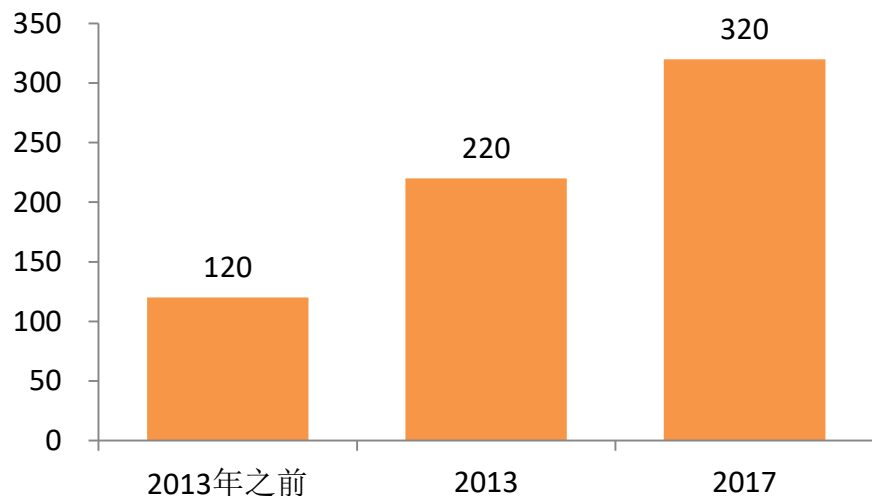


数据来源：百川资讯，Wind，天风证券研究所

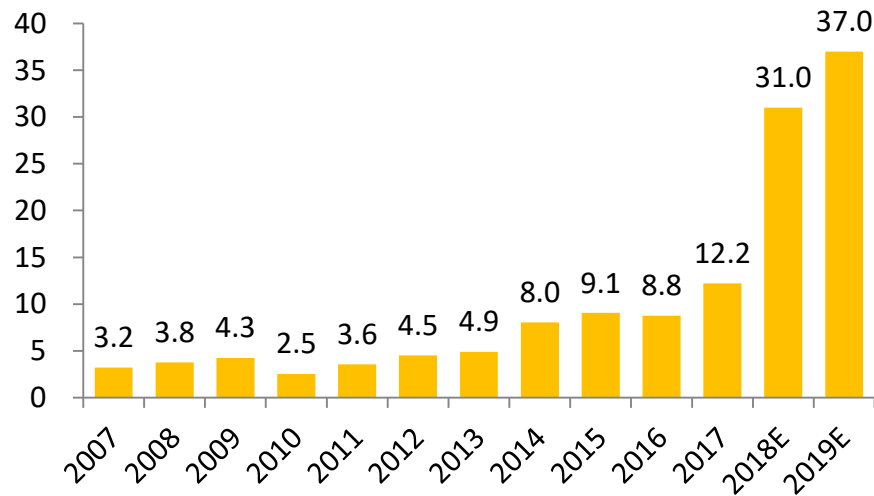
4.4 华鲁恒升：油价上涨业绩弹性大，新项目打开成长空间

- **业绩呈台阶式增长，能够穿越周期：**过去10年，公司业绩呈持续增长态势，主要依靠增加前端煤气化平台产能，并扩大下游配套产品种类和产能，以量驱动增长。
- **第一阶段：**2013年之前，煤气化平台具备100万吨氨醇能力，利润中枢4-5亿；
- **第二阶段：**2014-2017年煤气化平台具备220万吨氨醇能力，下游多元醇、己二酸、醋酸、尿素产能大幅增加，周期底部利润中枢达到9亿；
- **第三阶段：**2017Q4之后，煤气化平台具备320万吨氨醇能力，下游50万吨乙二醇将于2018Q3投产，利润中枢将再上新的台阶。

公司煤气化平台产能持续扩大（万吨）



公司归母净利润持续增长（亿）



数据来源：公司公告，天风证券研究所

4.4 华鲁恒升：油价上涨业绩弹性大，新项目打开成长空间

公司各产品盈利测算

产品	目前产能 (万吨)	目前价格 (元/吨)	涨价业绩弹性 (含税毛利)	公司原材料	定价模式
乙二醇	5 (扩至55)	7200	涨价1000元, 增加5.5亿	煤炭	石油定价
甲醇 (外售)	80	2800	涨价100元增加0.8亿	煤炭	石油定价
辛醇	22.5	8550	涨价1000元增加2.3亿	石油+煤炭	石油定价
己二酸	16	10000	涨价1000元增加1.6亿	石油+煤炭	石油定价
DMF	20	5650	涨价1000元增加2亿	煤炭 (甲醇)	石油定价
醋酸	60	5800	涨价1000元增加6亿	煤炭 (甲醇)	石油定价
尿素	180	2080	涨价100元增加1.8亿	煤炭 (合成氨)	煤炭定价, 石油相关
三聚氰胺	5	8500	涨价1000元增加0.5亿	煤炭 (尿素)	煤炭定价

- **煤化工龙头，油价上涨最受益标的：**国内煤化工龙头，醋酸持续高景气，油价上涨各产品业绩弹性大。
- **乙二醇投产增厚业绩，新项目打开增长空间：**下半年50万吨乙二醇投产大幅增厚业绩，成本优势显著，后十三五规划新项目投资打开增长空间。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年归母净利32.11/35.91/37.05亿，现价对应2018年PE9.3倍，维持“买入”评级。

数据来源：百川资讯，公司公告，天风证券研究所

4.4 鲁西化工：十年铸剑，依托产业链和园区优势做大做强

产业	产品	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
化肥	尿素	150	180	180	180	180	180	180	90	190	190
	复合肥	150	150	150	150	210	210	210	170	270	270
盐化工	烧碱	30	30	30	30	20	20	40	40	40	40
	甲烷氯化物	14	12	22	22	22	22	22	22	22	22
	氯磺酸	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
	氯化苄	8	8	8	8	8	8	8	8	8	8
	氯化石蜡								5	5	5
氟硅化工	DMC	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
	制冷剂				2	2	2	2	2	2	2
煤(石油)化工	有机胺	5	5	5	5				10	10	10
	三聚氰胺	8	6	6	6	6	6	6	6	6	6
	甲酸钠			10	10	10	20	20	20	20	20
	甲酸			10	10	10	20	20	20	40	40
	丁醇				25	50	20	20	20	20	20
	辛醇						17	17	17	17	17
化工新材料	己内酰胺				10	10	10	10	10	20	20
	尼龙6	0	0	0	0	0	0	7	7	20	20
	聚碳酸酯	0	0	0	0	0	0	6.5	6.5	20	19.5
合计		378	404	434	471	541	548	581	466	722	722

单位：万吨

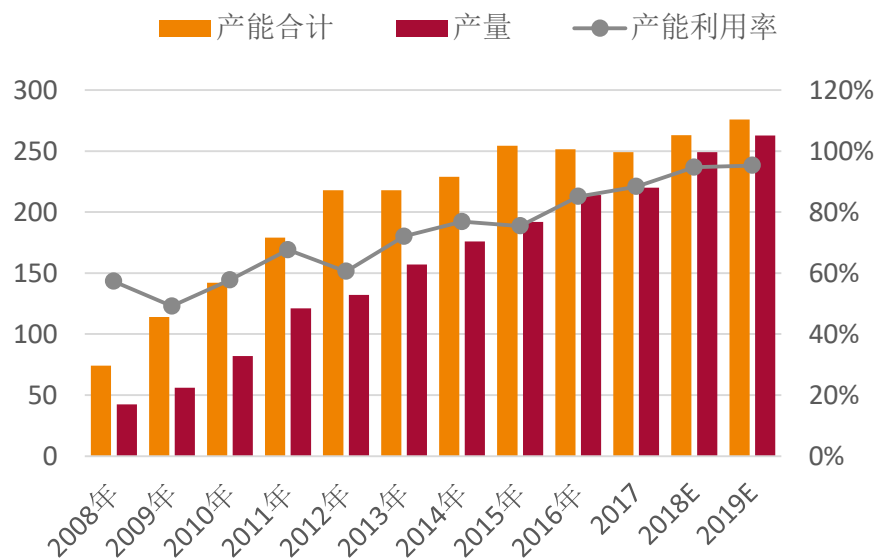
- **新项目打开成长空间：**公司退城进园一体化项目、20万吨甲酸项目、多元醇原料路线优化项目、二期聚碳酸酯项目、环己烷制酮项目将陆续投产，合计投资近100亿，驱动业绩继续上台阶。公司多元化、一体化、园区化优势显著，新的资本开支驱动下，成长后劲足。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年净利润为35.9/40.1/41.2亿，现价对应2018年PE7.3倍，维持“买入”评级。

数据来源：百川资讯，彭博，天风证券研究所

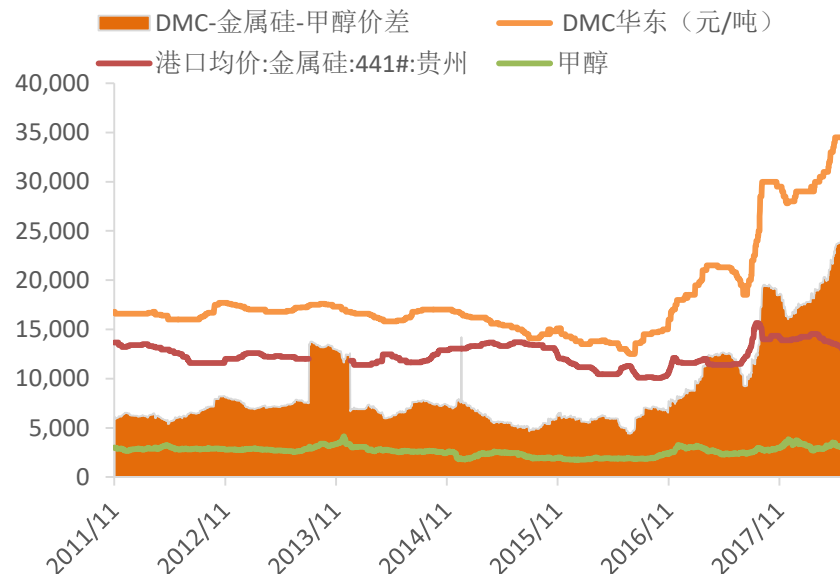
4.5 有机硅：供需反转，本轮景气周期持续至2019年

- **低迷多年，供需反转：**2012年后行业低迷5年，受亚太地区，尤其是中国需求拉动，全球开工率从76%攀升至80%以上，2016年实现供需平衡并迎来景气反转，价格从1.25万/吨涨至目前3.45万/吨。
- **景气有望持续至2019年：**目前开工率接近90%并达极限，2019年底无新产能，需求每年继续增长，9月之后旺季到来价格有望继续上涨。

国内有机硅开工率 (万吨)



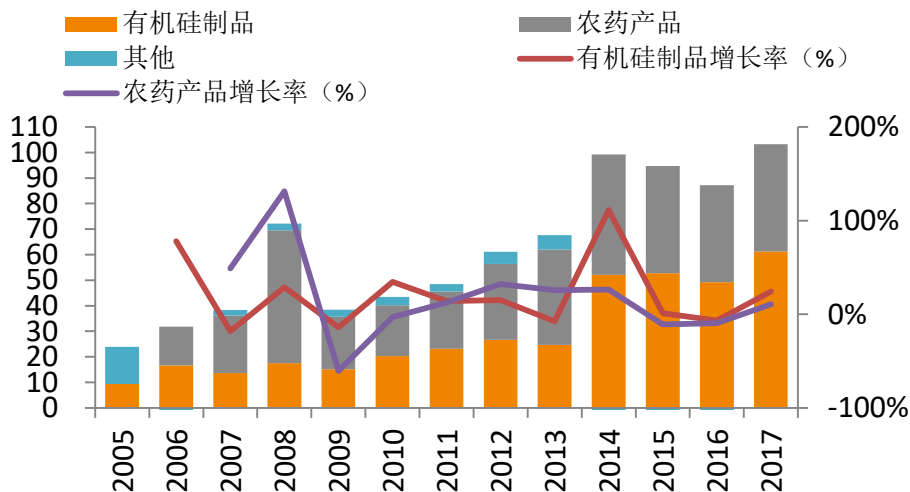
国内有机硅价格及价差



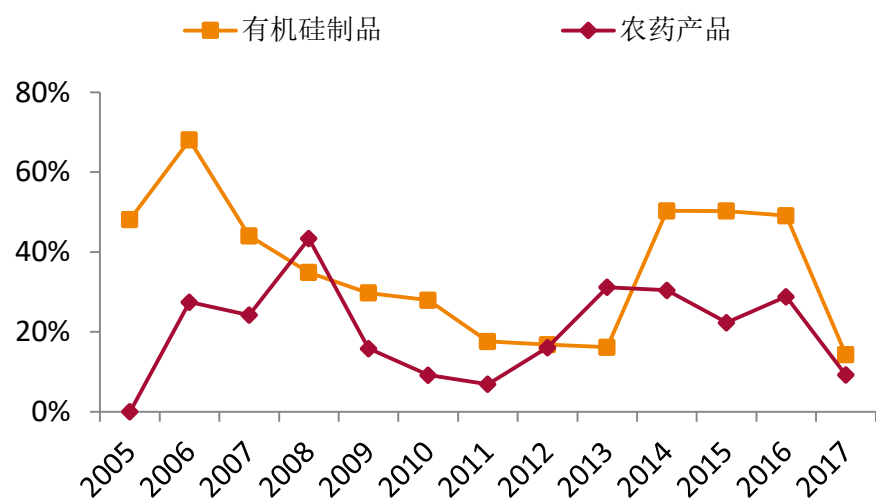
数据来源：百川资讯，Wind，天风证券研究所

4.5 新安股份：有机硅龙头业绩弹性大，扩产打开成长空间

公司收入结构（百分比）



公司分业务毛利率



- **有机硅一体化龙头，2018年受益量价齐升：**国内有机硅龙头，DMC权益产能14.5万吨，上游有硅粉配套产能，下游正向硅橡胶布局，一体化低成本优势显著；草甘膦权益产能8万吨，副产氯甲烷可用于有机硅生产，循环经济效应显著；2019年7.5万吨DMC新产能投放，继续以量驱动增长。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年净利16.5/18.2/18.6亿，现价对应2018年PE8倍，维持“买入”评级。

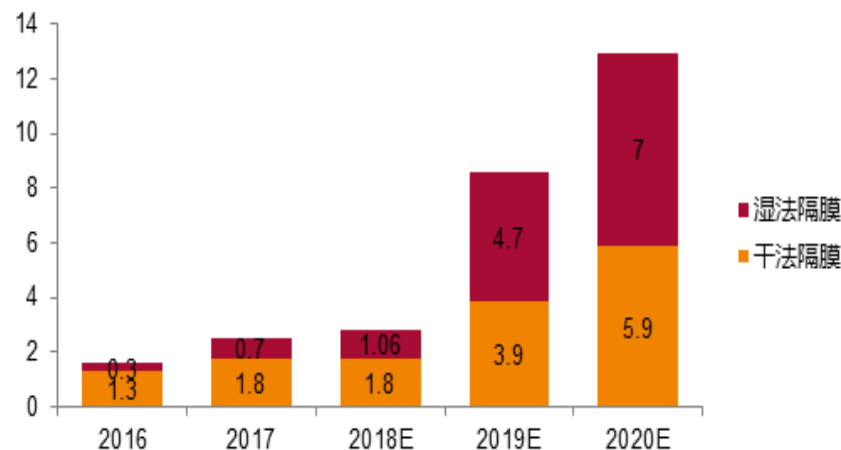
数据来源：Wind，天风证券研究所

4.6 锂电隔膜：看好干湿法并举、海外布局领先的龙头

国内湿法隔膜需求增速测算（亿平）

	2018E	2019E	2020E
LFP 电池出货量	21.56	23.84	24.18
湿法隔膜渗透率	30%	35%	35%
三元电池出货量	28.74	49.47	78.92
湿法隔膜渗透率	95%	95%	95%
消费电池出货量	30	33	35
湿法隔膜渗透率	50%	50%	50%
储能电池出货量	7.5	11	15
湿法隔膜渗透率	50%	50%	50%
湿法隔膜需求量	10.5	15.5	21.7
湿法隔膜需求增速	64.8%	47.3%	40.2%

星源材质隔膜产能（亿平）

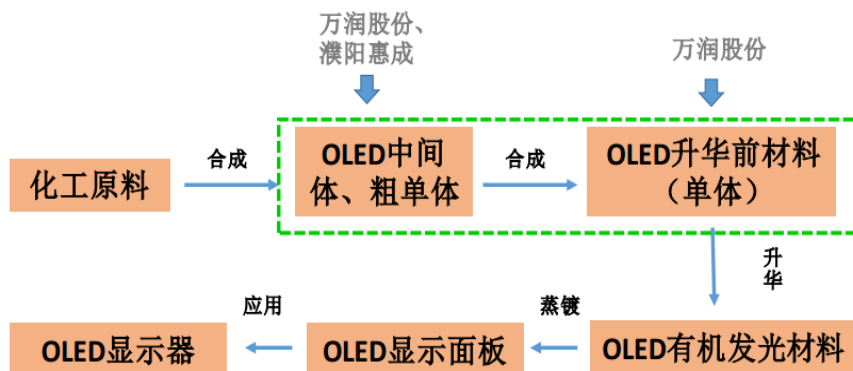


- **干法隔膜格局向好，湿法隔膜需求高速增长：**国内干法隔膜供给主要集中在星源材质、沧州明珠和中兴新材。新能源汽车拉动湿法隔膜高速增长，未来成本和技术是行业核心竞争要素，龙头公司优势显著，布局海外和国内的龙头有望加速崛起。
- **星源材质：**公司目前干法隔膜产能1.8亿平，湿法隔膜1.06亿平，正推进常州“年产36000万平方米锂离子电池湿法隔膜及涂覆隔膜项目”以及覆盖50条涂覆生产线的“超级涂覆工厂项目”的建设，远期产能规划13亿平，预计未来几年公司将迎来以量驱动增长的黄金发展期。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2018-2020年净利2.7/3.5/4.9亿元，现价对应2018年PE29倍，维持“买入”评级。

数据来源：高工锂电，第一电动网，公司公告，天风证券研究所

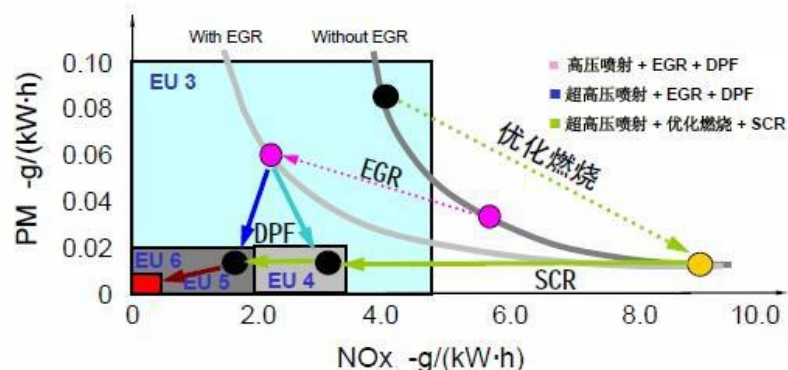
4.7 万润股份：沸石环保材料+OLED材料接力成长

OLED有机发光材料产业链图



数据来源：CNKI，天风证券研究所

- ◆ EGR + DPF技术路线
- ◆ 优化燃烧 + SCR技术路线



数据来源：CNKI，天风证券研究所

- **沸石环保材料有望超预期**：去年沸石销量预计在2000吨左右，现有产能3350吨现已经满产，增长超预期。此外公司2500产能在建，我们预计有望于2019年建成投产。随着欧美需求的增长，以及国内国六标准推广，需求有望进一步放大，我们认为沸石材料仍有3年以上的高增期，公司未来销量有望突破万吨，
- **OLED材料高增长有望逐步贡献业绩**：2017年OLED材料（含中间体与单体）业务收入大幅增长，我们预计2亿元左右，其中三月光电0.2亿元。未来随着公司自主产权OLED成品材料在下游厂商验证通过，公司有望进入发展新阶段。公司OLED材料2018-2019年有望维持50%以上成长，并逐步贡献业绩。
- **盈利预测及估值**：我们预计公司2018-2020年净利润为4.3/5.6/6.9亿元，现价对应2018年PE17倍，维持“买入”评级。

数据来源：CNKI，公司公告，天风证券研究所

重点公司盈利预测及估值

股票代码	股票名称	收盘价	PB	EPS			PE		
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E
600309.SH	万华化学	53.30	5.5	4.07	4.38	4.97	13.10	12.17	10.72
600426.SH	华鲁恒升	19.09	3.1	0.75	1.98	2.22	25.45	9.64	8.60
000830.SZ	鲁西化工	18.38	2.4	1.33	2.45	2.74	13.82	7.50	6.71
600486.SH	扬农化工	59.26	4.4	1.86	3.34	3.93	31.86	17.74	15.08
002258.SZ	利尔化学	20.69	4.3	0.77	1.15	1.76	26.87	17.99	11.76
601233.SH	桐昆股份	17.94	2.4	0.97	1.48	2.06	18.49	12.12	8.71
002585.SZ	双星新材	5.58	0.9	0.06	0.33	0.47	93.00	16.91	11.87
600596.SH	新安股份	19.65	2.9	0.75	2.34	2.58	26.20	8.40	7.62
002215.SZ	诺普信	7.67	3.3	0.34	0.46	0.54	22.56	16.67	14.20
300568.SZ	星源材质	42.03	6.0	0.56	1.41	1.81	75.05	29.81	23.22
002643.SZ	万润股份	8.11	1.8	0.42	0.47	0.62	19.31	17.26	13.08

数据来源: Wind, 天风证券研究所

THANKS

免责声明

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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下