

从化工中报看供给收缩逻辑正被破坏!



报告起因

- 我们前期曾发表报告《化工高景气已近尾声》，中报后我们又重新统计了数据，结果却很让人震惊。无论是行业盈利还是资本开支增长都创出了历史新高，可以说支撑本轮复苏的供给收缩逻辑正在被根本性扭转，未来行业景气向下的风险很大，具体分析如下。

投资要点

- **行业盈利水平史无前例**：如果说 16-17 年景气还是温和复苏，18 年上半年则所有上市化工企业的加权净利率已经达到了 8%，超越史上历次周期高点。而更能衡量企业扩产动力的加权年化 ROE 则高达 13%，也是历史峰值。如此高的盈利水平，长期看不但会抑制下游需求，也会刺激上游企业扩张产能，而实际上产能也确实在快速扩张。
- **资本开支周期已经重启**：从最能反映企业资本开支情况的构建固定资产现金支出看，上半年高达 878 亿元，几乎与 16 年全年相当，同比增速超过 90%，甚至年化后都超过 09 年 4 万亿时的水平。从占固定资产比重看，年化也达到了 22.5%，同样大幅超越需求增速。可以说市场寄希望于的供给侧改革下未来产能投放将严格受限的逻辑已被破坏，供给趋势逆转只是时间问题。
- **环保对供给影响有限**：今年能在资产周转率并不高的情况下，维持如此之好的盈利，根本原因还在于环保约束导致很多产能停产。但我们认为大方向上环保虽不会放松，但会有所调整，很难再搞一刀切。毕竟限产只是手段，以环保为抓手促进产业升级才是根本目的。本轮投资的头部效应很强，前 10 大企业总投资占到全行业的 60%。新增产能几乎全是环保标准很高的世界级装置，自然也会受到各级政府的全力支持，而非限制。对存量产能来说，在当前上游严重侵蚀下游利润的背景下，政府也有激励适当释放产能平抑原材料涨价，避免下游需求崩塌式下跌。
- **今年看好涤纶，明年看好农化**：就现阶段而言，周期趋势上最强的无疑还是聚酯产业链，尤其是在本轮 PTA 暴涨中，涤纶 POY 长丝几乎全部转嫁了成本提升，体现了极强的议价能力。考虑到上半年涤纶+PTA 仅有 800 元/吨的利润，现在则已高达 2500 元/吨。未来即使 PTA 价格回落，但聚酯也有能力会保留大部分本轮上涨带来的利润提升，我们判断新中枢预计为 1500 元/吨，相比上半年还有翻倍提升。另外展望明年，我们更为看好尚处底部的农化行业，重点推荐磷肥和复合肥产业链。

投资建议

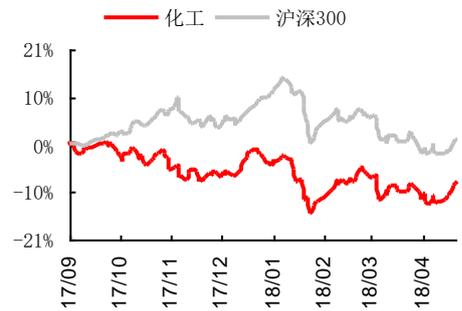
- 综上，我们最为看好涤纶和 PTA 的高弹性标的桐昆股份(601233, 买入)；农化板块重点推荐兴发集团(600141, 买入)。同时建议关注恒逸石化(000703, 买入)、荣盛石化(002493, 买入)、恒力股份(600346, 未评级)、新洋丰(000902, 未评级)

风险提示

- 油价波动风险；需求下滑风险。

行业评级	看好 中性 看淡 (维持)
国家/地区	中国/A 股
行业	化工
报告发布日期	2018 年 09 月 17 日

行业表现



资料来源: WIND

证券分析师 赵辰
021-63325888-5101
zhaochen1@orientsec.com.cn
执业证书编号: S0860511120005

联系人 万里扬
021-63325888-2504
wanliyang@orientsec.com.cn

目 录

1. 从中报看化工景气向下	3
2. 行业盈利水平史无前例	3
3. 资本开支周期已经重启	4
4. 环保对供给影响有限	5
5. 化工未来投资机会	7
5.1 POY 价格严重超预期	7
5.2 明年的大机会在于农化	8
6. 投资建议	9
6.1 桐昆股份	9
6.2 兴发集团	9
7. 风险提示	9

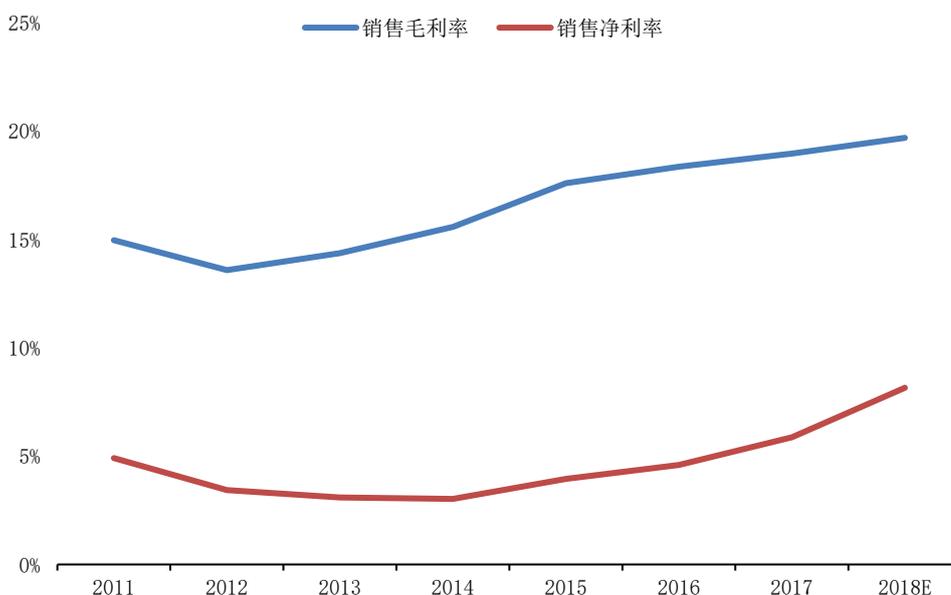
1. 从中报看化工景气向下

前期我们在报告《化工高景气已近尾声》中，曾指出目前整体而言，化工高景气已处于尾声阶段。其基于的逻辑主要有三点：1. 行业盈利水平已至历史高位，难以为继；2. 资本开支周期正在重启，未来产能增速将显著提升；3. 依靠环保等外力带来供给严控存在边际放松的可能。应该说我们做上述三点判断时，更多的是源于经验和直觉，定量的依据只能参考一季度数据。但众所周知，一季报由于时间跨度太短，且包含春节长假影响，说服力有限。因此中报季后，我们又重新统计了最新数据，结果却让我们极为震惊。趋势上不但印证了我们此前的判断，而且幅度上远远超越了一季报，尤其是盈利水平和资本开支增长率，均达到了史无前例的高度。可以说支撑近几年化工高景气的供给收缩逻辑已被根本性破坏，行业盈利正在逼近盛极而衰的拐点！

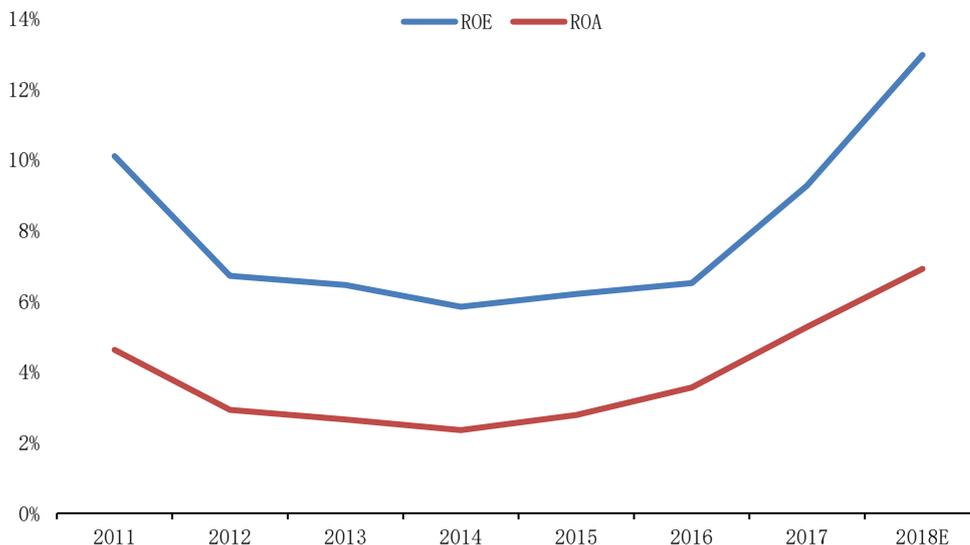
2. 行业盈利水平史无前例

如我们前期统计，以上市公司加权净利率衡量，如果说 16 年还只是复苏，仅为 3.5%；17 年就达到了 5%，已经略高于上一轮高点的 11 年；今年上半年更是达到了 8%，超越了史上历次周期高点。如果我们用更能体现企业扩产意愿的 ROE 来衡量，16 年仅为 6.5%，基本与 13 年相当，17 年则提升至 9.2%，但还是略低于 11 年的 10.1%，今年上半年达到了 6.5%，年化就是 13%，而且这还包括了近两年被原料涨价严重伤害的下游企业，纯粹上游的 ROE 要更高（09-11 年的高景气源于需求驱动，所以上下游盈利都在扩张，比较平衡）。以如此高的整体 ROE，我们很难想象不激发剧烈的产能扩张。而现实也是产能确实开始扩张了，且幅度非常惊人。

图 1：销售毛利率与销售净利率（18 全年以 H1 数据代替）



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 2：行业 ROE 和 ROA（18 全年以 H1 乘以 2 年化）


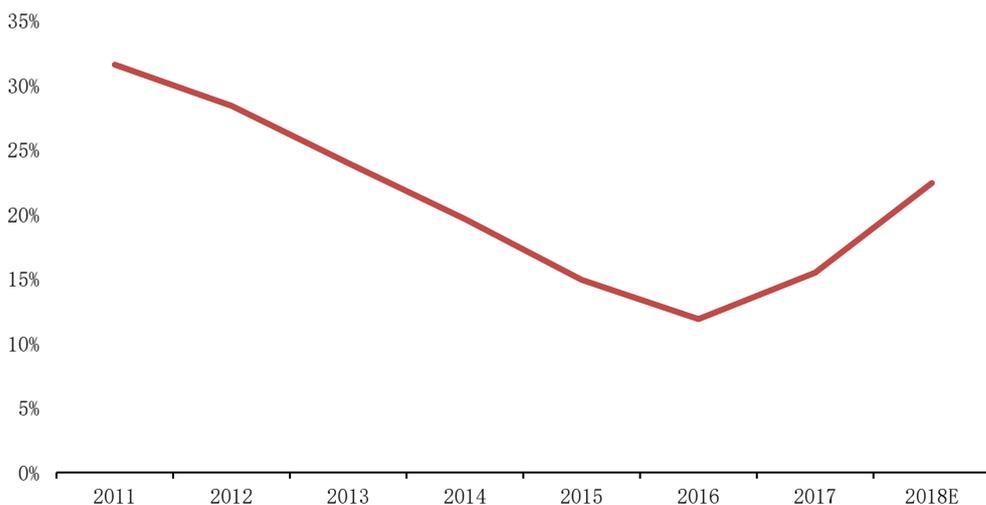
资料来源：Wind、东方证券研究所

3. 资本开支周期已经重启

虽然前期市场主流观点认为在供给侧改革的大背景下，未来产能投放会严格受限。但就我们的理解，审批放缓无非是短期内矫枉过正而已，政府对优质产能的释放依旧持以鼓励态度。而今年上半年，从衡量资本开支最为精准的构建固定资产现金支出看，不但行业产能投放没有放缓，从绝对额看还在以史无前例的规模增长，达到了 878 亿元，几乎与 16 年全年相当，同比增速超过 90%，年化则高达 1756 亿元，甚至超过了 09 年 4 万亿时的水平。如果从占固定资产的比重看，今年上半年年化也达到了 22.5%，虽低于 11-13 年，但也还是大幅超越需求增速。可以说如果在目前时点，还坚信供给收缩，已无异于掩耳盗铃，自欺欺人。其实从常识我们也可以判断，历史上哪有周期高点产能停止扩张的道理，供给放量只是时间问题。还是那句话，就趋势而言继续博弈供给收缩，无疑是与时间为敌，即使赢了业绩，也会输了估值。

图 3：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出及其增速（18 全年以 H1 乘以 2 年化）


资料来源：Wind、东方证券研究所

图 4：购建固定资产、无形资产和其他长期资产占固定资产比重（18 全年以 H1 乘以 2 年化）


资料来源：Wind、东方证券研究所

4. 环保对供给影响有限

近两年周期主要是靠供给逻辑，从盈利看虽然目前已经大幅超越上一轮高点 11 年，但资产周转率还是远不及 11 年，甚至今年相比去年都有所下滑。这也反映出盈利能如此之好，主要还是靠环保约束使很多产能无法正常运行。但就我们的分析，大方向上环保虽不会放松，但会有所调整，很难再搞一刀切。毕竟限产只是手段，以环保为抓手促进产业升级才是根本目的。当下中国经济大背景是从总量扩张逐步转为存量优化，无论是供给侧改革、环保还是严格税收监管等等措施，本质上都

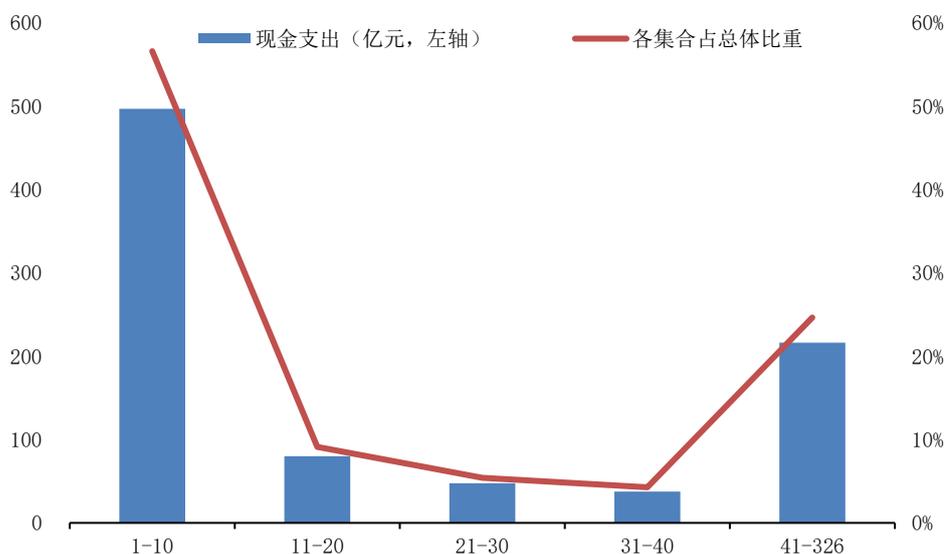
是在市场增速下台阶的背景下，利用各种手段倒逼小企业退出，提升产业集中度，帮助制造业走向巨头化，使得龙头企业真正成长为我国经济的核心支柱。因此环保只是表象，借此优化行业格局才是真正的出发点。

图 5：行业资产周转率变化情况（18 全年以 H1 乘以 2 年化）



资料来源：Wind、东方证券研究所

从本轮扩产看，最大 10 家化工企业投资总额占行业比重超过 70%。可见受供给侧影响最大的行业，已基本完成了向优势企业的集中。对于这部分大型、甚至是超大型企业来说，新建产能都是世界级装置，环保也是按照最高标准。我们认为各级政府面对这种项目，不但不会阻挠，反而会全力支持，更谈不上以环保来约束。而对现有产能来说，相比已经大幅改善的环境状况，更关键的是要尽快促使上游企业释放产能，平抑原材料价格，缓解目前面粉比面包还贵的局面，修复被供给侧改革严重伤害到的下游盈利，避免这些企业大量停产导致的需求端崩塌式下跌。所以对于前期因环保放松传言导致的周期股大跌，我们判断是无论消息是否属实，价格回调都不可避免，所以即使大跌当晚就有辟谣，但其后周期仍没有出现很多人预期的上涨。本质上还是当下的利润太高，既抑制了需求，也刺激了供给，如此高的景气肯定是无法长期维持的。

图 6：购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出情况（横轴表示支出规模排名区间）


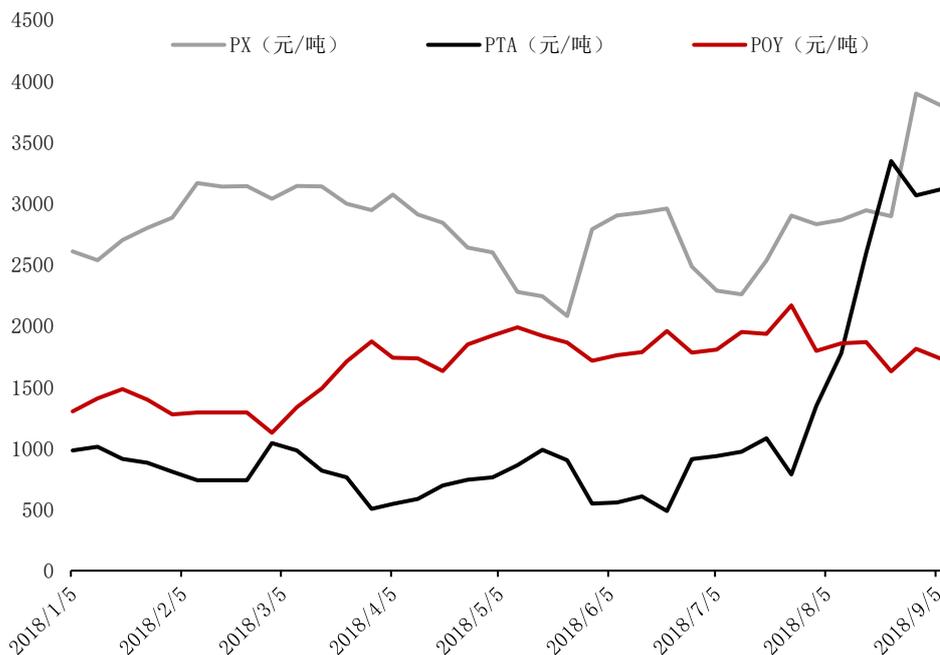
资料来源：Wind、东方证券研究所

5. 化工未来投资机会

虽然前文对行业描述较为悲观，但就股票而言，我们认为最差的时候也基本过去了，尤其是近期普跌已经消化了很多潜在的价格风险。过去 8 年化工行业平均 ROE 为 8%，即为目前盈利水平的 60%。而很多周期龙头二季度的动态估值就在 7 倍左右，即使 ROE 回到近年平均水平 8%，对应的 PE 为 12 倍，也算是合理。只不过在价格趋势没有真正反转，过早介入情绪风险比较大，周期还需忍耐。就现阶段而言，周期趋势上，最强的无疑还是聚酯产业链，我们前期也做了重点推荐。虽然股价其后表现不佳，但我们依然维持看好，核心就在于本轮真正超预期不是 PTA，而是涤纶长丝。

5.1 POY 价格严重超预期

今年我们之所以如此看好聚酯产业链，核心就在于我们判断由于供给格局的改善，未来涤纶长丝对下游都会保持很强的议价能力，其盈利中枢会系统性提升，和 PTA 这种纯周期性波动有本质不同。而本轮 PTA 的急速暴涨，也为测试下游议价能力提供了最好的试金石。相比瓶片、短纤，以及 DTY、FDY 的利润清零，POY 长丝几乎转嫁了全部成本提升，强势的简直一塌糊涂。那么展望未来，PTA 价格虽会回调，但毕竟明年无论涤纶还是 PTA 供给增长都有限，目前两者高达 2500 元/吨的盈利不太可能完全退回起点。尤其是明年 PX 供给放量增长后，其目前接近 1500 元/吨的盈利很大一部分也会转移给下游 PTA 和涤纶。因为明年后两者无论利润如何分配，加总的盈利中枢稳定在 1500 元/吨以上还是大概率事件，这对企业来说无疑意味着盈利大幅增长。

图 7：今年以来 PX、PTA、涤纶 POY 的价差（元/吨）


资料来源：百川资讯、东方证券研究所

以桐昆这类全产业链配套的企业为例，2 季度 PTA+涤纶吨盈利 800 元，年化业绩超 30 亿。如果以目前 2500 元测算，则业绩就将增厚至惊人的近百亿元！即使 PTA 大幅回落，吨盈利下降 40%，如我们预测的跌至 1500 元/吨，利润仍然翻倍增长。而同期股价不但没有上涨，还在跟随市场下跌，这两者之间的背离，在我理解就是潜在的投资机会。当然客观的说，明年大炼化项目将全面投产，从化工历史经验看，业绩至少短期被证伪的概率很大，而且今年相关个股的走势已经算是很强劲，熊市中想再继续大幅上涨，也确实有难度。所以现在大炼化板块面对的问题是：有逻辑、没情绪。到底能否出现我预期中的周期冲顶行情也很难说，只能交给时间检验了。

5.2 明年的大机会在于农化

无论涤纶行情是否能如我预期，展望明年最确定的周期机会应该还是在农化，毕竟这是为数不多还处于底部的子版块。就具体标的而言，农药由于供给格局更好，且国内环保对产能端约束更大，已提前启动，很多主流品种都已经达到了历史盈利高位，后续弹性只能寻找更为小众的农药品种以及尚处底部的化肥。我们去年推荐的尿素，今年价格整体还是很强劲，对标的龙头华鲁恒升(600426, 买入)盈利也有大幅增长。展望 4 季度，由于气头产能受限，其主要产品无论是尿素还是甲醇盈利仍然有继续向上的空间，目前估值又低，对化工板块应有相对收益。美中不足就是目前公司各个产品基本都处于景气高位，从周期角度看弹性不是太大，更多体现的还是作为白马股的配置价值。钾肥行业虽好，但苦于没有好标的，后期我们判断最大的机会还在磷肥和复合肥。目前两者都在底部，但今年由于磷矿供给收缩更胜磷肥，逻辑上兴发最为受益。只是由于减产原因，2 季度业绩还没有完全释放，但预计 3 季度无论磷矿石还是草甘膦都将迎来价量齐升，弹性会慢慢体现出来。明年如果出现粮价上涨，则更靠近消费端的磷肥和复合肥也将渐次景气复苏，对应标的主要为新洋丰。

6. 投资建议

综上，目前时点我们最为看好涤纶和 PTA 的高弹性标的，桐昆股份应为首选，其他如恒逸石化、荣盛石化和恒力股份也都会受益。展望明年，我们还是最看好农化，重点推荐兴发集团，并建议关注新洋丰。

6.1 桐昆股份

桐昆股份是国内规模领先的涤纶长丝龙头。公司目前 PTA 产能 320 万吨，涤纶长丝产能 540 万吨，年底预计将达到 570 万吨，19 年随着恒优 POY 项目投产，产能有望达到 630 万吨，将充分享受 PTA-涤纶长丝全产业链景气上行带来的丰厚盈利。公司参股浙石化 20% 股权，一期产能 2000 万吨炼油和 400 万吨 PX，年底投产后也有望增厚公司业绩。

6.2 兴发集团

兴发集团是具有矿、电、化一体化的综合磷化工企业。公司自有磷矿并配套系列磷化工下游产业，包括精细磷酸盐、有机硅草甘膦循环经济产业链及电子级化学品等，始终围绕矿石资源价值的开发利用进行布局。公司现有磷矿石产能 530 万吨，草甘膦 18 万吨（权益产能 14.75 万吨，规模全球第二），有机硅单体产能 20 万吨，磷肥产能 60 万吨，精细磷酸盐约 20 万吨、电子级化学品约 6 万吨等。18 上半年受到宜昌磷矿石减产及草甘膦装置环保提升改造影响，公司产量下滑严重且单吨产品所平摊的成本提升，未享受相关产品价格提升带来的业绩显著增长。下半年磷矿石减产节奏逐渐明朗，且公司有望部分争取政府 100 万吨调剂量，下半年产量将显著改善，全年产量有望维持在 400 万吨以上；泰盛公司江边 7 万吨草甘膦已完成环保提升，下半年有望实现满负荷运转且三季度以来单吨净利润在 3000 元左右，同时我们认为政府对环保不会搞一刀切，公司草甘膦正常生产将不会受到影响。

短期看，磷矿石供给收缩强烈看涨且公司产量得到修复；泰盛草甘膦负荷完全恢复，价差维持高位，且年初收购的 5 万吨内蒙古腾龙草甘膦持续放量盈利改善，公司巨大弹性有望在旺季进一步释放。长期看，磷矿石方面，未来随着公司后坪探矿项目（设计产能 200 万吨）转采，公司在整合湖北磷矿开采配额上将更具有话语权，对资源掌握的突出优势将进一步提升；草甘膦有机硅也将维持较好的盈利水平，且公司已计划将有机硅单体产能由 20 万吨扩容至 36 万吨；磷肥产线也将随着公司募投项目的投产得到改善，装置利用率提升盈利能力增强；未来电子级化学品还将成为产业升级转型的新亮点，公司目前已拥有 3 万吨电子级磷酸（规模技术全球领先）、1 万吨电子级硫酸等产能，并在建电子级双氧水、TMAH 等生产线，具有强大的技术市场积累及竞争先发优势，未来还将进一步扩大规模，实现磷矿资源价值的进一步延伸和升华。

7. 风险提示

- 1) 油价波动风险：如油价短期大幅上涨或暴跌，将对相关产业链盈利产生较大影响；
- 2) 需求下滑风险：如受宏观经济恶化或贸易战加剧等不可控因素影响，经济需求大幅下滑，将影响行业整体盈利水平。

信息披露

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有华鲁恒升(600426)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

截止本报告发布之日，东方证券股份有限公司自营业务持有恒力股份(600346)一定仓位！

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来, 均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

公司投资评级的量化标准

- 买入: 相对强于市场基准指数收益率 15%以上;
- 增持: 相对强于市场基准指数收益率 5%~15%;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;
- 减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该股票的研究状况, 未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定, 研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形; 亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准:

- 看好: 相对强于市场基准指数收益率 5%以上;
- 中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;
- 看淡: 相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级: 由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内, 分析师基于当时对该行业的研究状况, 未给予投资评级等相关信息。

暂停评级: 由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性, 缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级; 分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息, 投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究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本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

