

把握确定性，掘金真成长

——2019年化工投资策略

行业投资策略

程磊（分析师）

021-68864812

chenglei@xsdzq.cn

证书编号：S0280517080001

周峰春（联系人）

zhoufengchun@xsdzq.cn

证书编号：S0280117090010

● 2019年不确定性因素增加，化工投资寻找确定性机会：

2019年化工行业面临的内外部环境不确定性增加：1）中美贸易摩擦风险仍在；2）在国内经济转型升级、金融去杠杆大背景下，以基建投资、房地产投资为主的固定资产投资增速下滑；3）国内消费面临走弱的可能；4）布伦特油价从85美元/桶调整至60美元/桶，预计油价继续低位整理。我们认为2019年化工投资难度加大，需要在不确定中寻找确定性机会，把握成长相对确定的细分子行业。

● 化工行业产能扩张周期，龙头长期价值提升，农药等细分子行业仍景气：

环保督查下化工景气高位，将迎来以龙头为主的产能扩张，行业集中度进一步提升，竞争格局不断优化，龙头企业强者恒强，不断向规模化和一体化方向发展，短期行业盈利将趋于合理，长期化工龙头价值提升。

化工细分子行业众多，所处周期阶段不尽相同：MDI、有机硅、甲醇为代表的大部分周期品景气高位回落；农药、醋酸等产品维持景气；磷矿、磷肥、PTA景气回升，氨纶、轮胎等处于行业整合期。

● 投资评级：维持推荐，在确定性中掘金真成长：

化工板块估值位于底部，目前整体市盈率14倍，相对沪深300市盈率1.33，2000年以来平均水平1.67。对比国际化工巨头市盈率平均水平12.94倍，考虑到国际化工龙头相对成熟，国内化工仍有成长空间，当前国内估值具有一定吸引力，我们维持化工板块推荐评级。

面对2019年各种不确定因素以及国内化工进入扩产周期，我们选择把握确定性投资机会：1）选择仍处于周期景气或底部向上品种，并综合考虑供需变化，满足新增产能有限、需求弹性弱等条件，例如农药、化肥等；2）选择进口替代带来的确定性成长，龙头企业低成本受益；选择与宏观经济关联度不高的细分子行业，甚至部分在经济压力下受益的细分行业，例如国产替代材料高分子材料抗老化助剂。

● **重点标的：**利尔化学、扬农化工、利安隆、万华化学、华鲁恒升。

● **风险提示：**原油价格大幅下滑；中美贸易恶化；下游需求不及预期

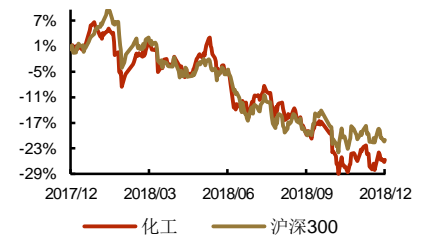
重点推荐标的业绩和评级

证券代码	股票名称	2018-12-11 股价	EPS			PE			投资评级
			2017	2018E	2019E	2017	2018E	2019E	
002258.SZ	利尔化学	14.37	0.77	1.24	1.72	18.7	11.6	8.4	强烈推荐
600486.SH	扬农化工	40.32	1.86	3.46	3.27	21.7	11.6	12.3	强烈推荐
300596.SZ	利安隆	29.49	0.73	1.09	1.43	40.7	27.1	20.7	强烈推荐
600309.SH	万华化学	31.17	4.07	3.76	2.94	7.7	8.3	10.6	强烈推荐
600426.SH	华鲁恒升	12.66	0.75	2.01	1.67	16.8	6.3	7.6	强烈推荐

资料来源：新时代证券研究所

推荐（维持评级）

行业指数走势图



相关报告

《OPEC+将限产原油120万桶/日，中长期主线仍选择农药、新材料》2018-12-09

《VA、VE继续大涨，原油关注下周OPEC会议》2018-12-02

《当前行情下看好确定性成长和农药》2018-11-25

《把握成长弹性机会，农药高景气持续看好》2018-11-18

《油价回调化工品承压，关注农药中的成长龙头》2018-11-11

目 录

1、 化工产业分析.....	5
1.1、 化工产业基本属性.....	5
1.2、 2019 年化工产业分析.....	8
2、 化工市场分析.....	10
2.1、 化肥：景气底部回升品种.....	10
2.1.1、 氮肥：去产能正当时，供需稳中向好.....	10
2.1.2、 磷肥：磷矿减产倒逼磷肥去产能.....	11
2.2、 有机硅：终端需求表现疲软，2019 年下半年新产能将释放.....	12
2.3、 聚氨酯 MDI：寡头竞争白热化.....	13
2.4、 涤纶长丝：2019 年有望继续维持中高景气.....	14
2.5、 PTA：下游需求增长可观，供需格局稳中向好.....	15
2.6、 乙二醇：煤制乙二醇进口替代加速.....	16
2.7、 醋酸：新增产能有限，供应持续偏紧.....	17
2.8、 农药：看好技术领先的原药公司和渠道型制剂公司.....	18
2.9、 纯碱：供需格局稳定，盈利中枢向上.....	19
2.10、 磷矿：供给大幅收缩，价值迎来重估.....	20
3、 化工估值分析.....	21
3.1、 化工估值：ROE 变化推动估值水平周期性波动.....	21
3.2、 市场回顾：2018 年化工板块市场表现.....	22
3.3、 估值比较：国内化工板块与国际龙头估值水平相当.....	23
4、 投资策略.....	24
4.1、 投资评级：维持推荐，把握确定性机会.....	24
4.2、 选股思路：大浪淘沙，挖掘真成长.....	24
4.3、 公司选择：.....	25
4.3.1、 利尔化学：全球草铵膦龙头，进入高成长通道.....	25
4.3.2、 扬农化工：菊酯龙头受益行业景气，新项目打开成长空间.....	26
4.3.3、 利安隆：抗老化剂稀缺标的，国产替代助龙头崛起.....	26
4.3.4、 万华化学：MDI 国际龙头地位巩固，多点开花推动业绩增长.....	27
4.3.5、 华鲁恒升：弱周期新型煤化工标杆，乙二醇打开成长空间.....	27
5、 风险提示.....	28

图表目录

图 1： 化工产业链示意图.....	5
图 2： 化工周期阶段示意（纵轴供需量，横轴表时间，周期长短在于投资周期）.....	6
图 3： 2017 年美国能源消费结构.....	6
图 4： 2017 年中国能源消费结构.....	6
图 5： 煤制乙二醇与乙烯制乙二醇经济性比较.....	6
图 6： 原油价格影响因素.....	7
图 7： 国际原油价格走势.....	7
图 8： 中美贸易战重要事件.....	8
图 9： 基建固定资产投资完成额累计增速（%）.....	8
图 10： 房地产开发投资完成额累计增速（%）.....	8
图 11： 社融同比增速（%）.....	8

图 12: 空调月累计产量及同比增速.....	8
图 13: 汽车月累计产量及同比增速.....	8
图 14: 社会消费品零售总额月累计同比增速 (%).....	9
图 15: 布伦特原油价格大幅回落.....	9
图 16: 2016 年以来化工品价格指数回升.....	9
图 17: 化工固定资产投资完成额增速底部向上.....	9
图 18: 各化工子行业所处周期位置示意图.....	10
图 19: 国内氮肥原料来源占比.....	10
图 20: 尿素产能、产量及增速.....	11
图 21: 尿素价格及与原料煤价差走势.....	11
图 22: 国际尿素价格与天然气高度相关, 国内尿素价格将受支撑.....	11
图 23: 2018 年磷肥产量同比大幅下降.....	12
图 24: 磷酸二铵月累计出口量及增速.....	12
图 25: 磷矿石涨价支撑磷肥上涨.....	12
图 26: 有机硅产能、产量及增速.....	13
图 27: 有机硅与原料价差走势.....	13
图 28: 全球 MDI 寡头竞争格局.....	13
图 29: 2017-2018 年 MDI 价格走势.....	14
图 30: 涤纶长丝产能、产量及增速.....	15
图 31: 涤纶长丝与原料价差变化情况.....	15
图 32: PTA 产能、产量及增速.....	15
图 33: PTA 库存位于相对低位.....	15
图 34: PTA 新增产能统计.....	15
图 35: PTA 与原料价差变化情况.....	15
图 36: 乙二醇技术路线.....	16
图 37: 未来国内乙二醇对外依赖程度将加速下降.....	16
图 38: 醋酸行业新增产能.....	18
图 39: 醋酸产能、产量及开工率.....	18
图 40: 醋酸价格及与原料价差走势.....	18
图 41: 国内纯碱产能增长停滞.....	19
图 42: 国内磷矿产量及同比增速.....	20
图 43: 主要磷矿省份月累计产量同比变化.....	20
图 44: 湖北磷矿产量分布.....	20
图 45: 湖北磷矿石产量及增速.....	20
图 46: 磷矿下游需求占比.....	21
图 47: 黄磷、磷肥价格走势.....	21
图 48: 化工上市公司的估值水平呈现周期性波动.....	21
图 49: ROE 变化导致股价大幅波动.....	22
图 50: 2018 年化工板块相比整体市场表现前强后弱.....	22
图 51: 2018 年化工板块涨跌幅于整体市场中间水平.....	22
图 52: 2018 年化工板块相对市盈率大幅回落.....	23
图 53: 2018 年国内化工板块的估值水平处于历史低位.....	23
表 1: 2019 年及之后有机硅拟投建产能.....	13
表 2: 2019 年及之后 MDI 拟投建产能.....	14
表 3: 国内煤制乙二醇拟在建产能统计.....	16
表 4: 2011-2016 市场增长迅速的农药品种.....	18

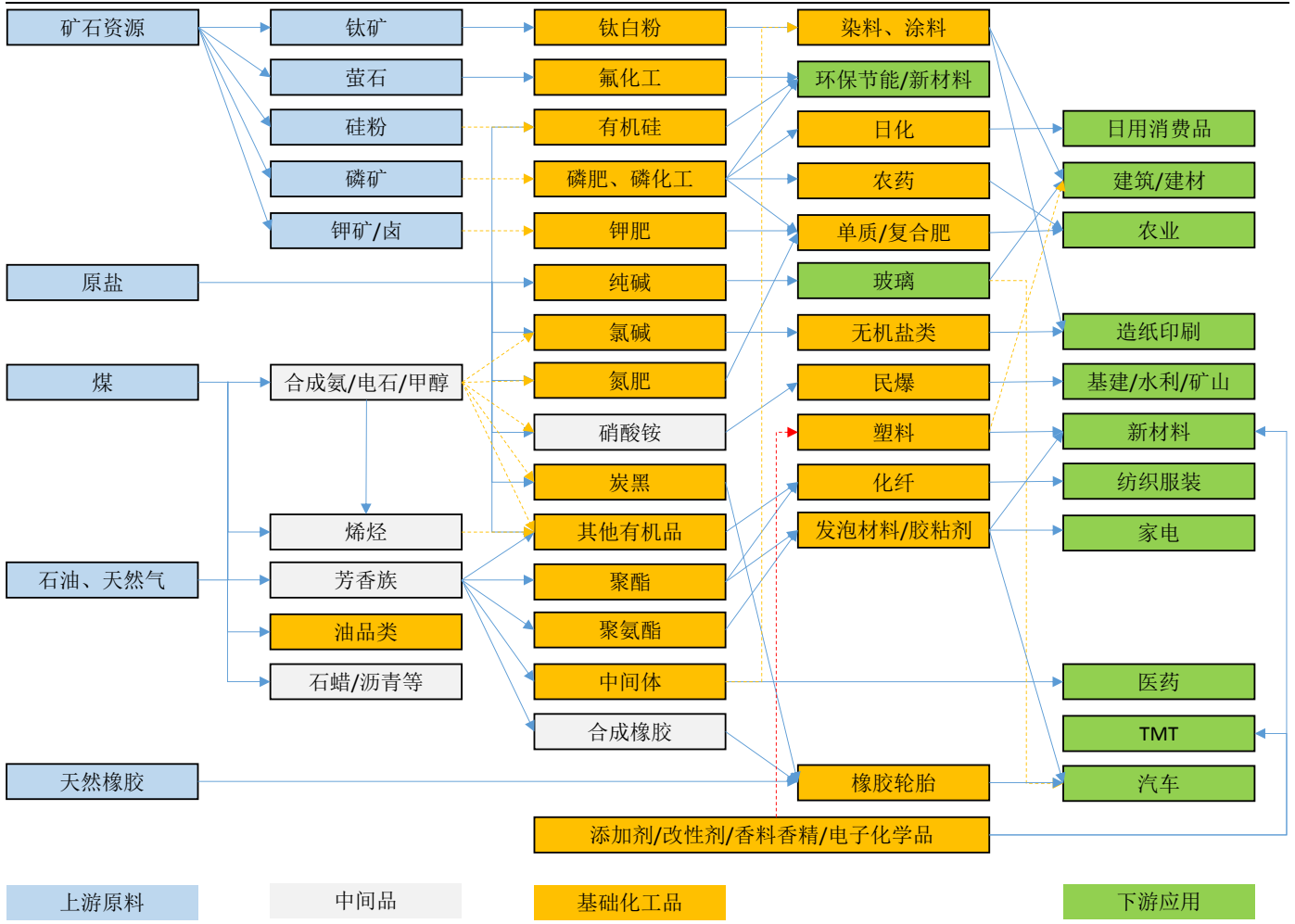
表 5: 2018-2019 年纯碱产能变化统计.....	19
表 6: 国际化工公司估值水平.....	24

1、化工产业分析

1.1、化工产业基本属性

化工是人类社会发展进步不可或缺的重要产业，涉及到人类生活方方面面，需求应用基本可以用衣、食、住、行所概括，化工产品按大类可划分为大宗化工产品和精细化工产品。

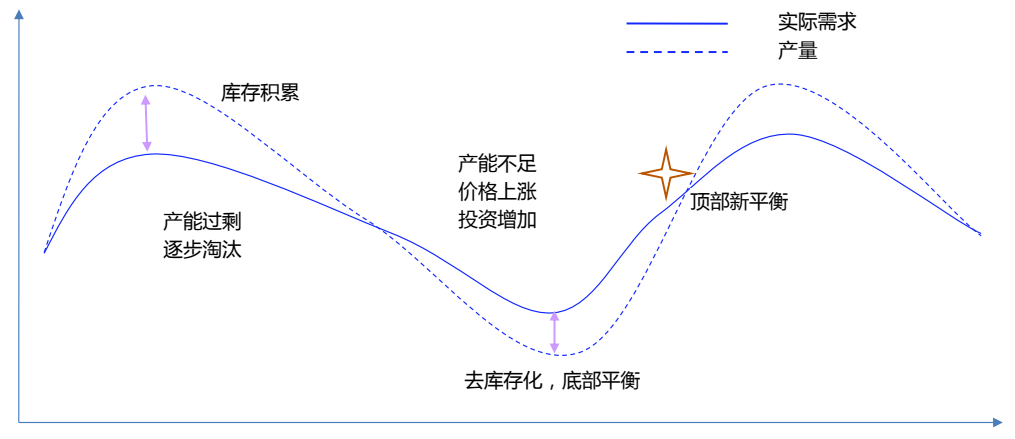
图1： 化工产业链示意图



资料来源： 流程工业， 新时代证券研究所

化工是典型的周期性行业，化工品价格对供给和需求弹性较大，产能增减、下游需求变化通常会带来价格大幅波动，从而导致盈利扩大或者缩窄。化工行业周期性有自身的运行规律：需求转差——产能过剩，逐渐淘汰——底部新的平衡——需求转旺——产能不足，价格上涨——新增投资——顶部新的平衡。

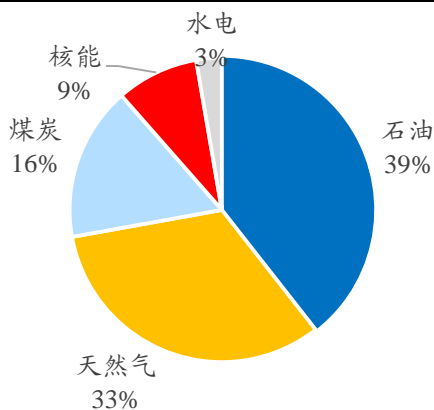
图2: 化工周期阶段示意 (纵轴供需量, 横轴表时间, 周期长短在于投资周期)



资料来源: 新时代证券研究所

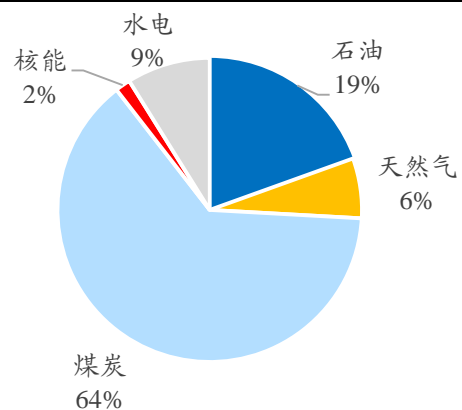
化工产品原材料主要来源是原油、天然气、煤, 化工品价格波动都要受到原油、煤、天然气价格变化的影响。国内“多煤少油”的能源结构决定了中国化工行业特殊的煤化工属性, 分析煤油价格比就成为分析国内化工品比较优势的重要依据, 从而更好地把握相关子行业介入时机。

图3: 2017年美国能源消费结构



资料来源: BP, 新时代证券研究所

图4: 2017年中国能源消费结构



资料来源: BP, 新时代证券研究所

中国化工行业的比较优势在于煤相对于石油天然气的价格优势, 因此在油价向上趋势确立的时候, 化工行业的盈利能力将会有比较大的改善。以煤制乙二醇为例, 在原料煤 540 元/吨水平和油价 40 美元/桶水平下, 煤制乙二醇与乙烯制乙二醇经济性一致。若油价 40 美元/桶上方, 在煤价不变条件下, 煤制乙二醇具备成本优势。

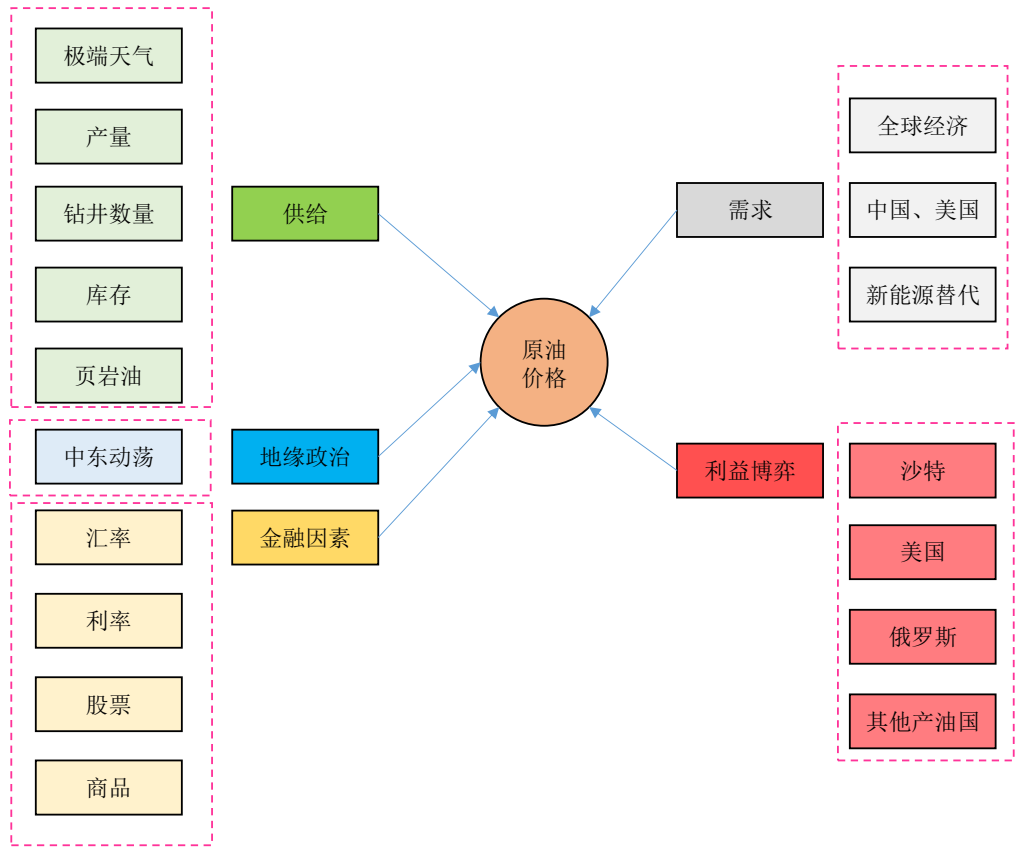
图5: 煤制乙二醇与乙烯制乙二醇经济性比较



资料来源: 《我国乙二醇项目的技术经济对比分析》, 新时代证券研究所

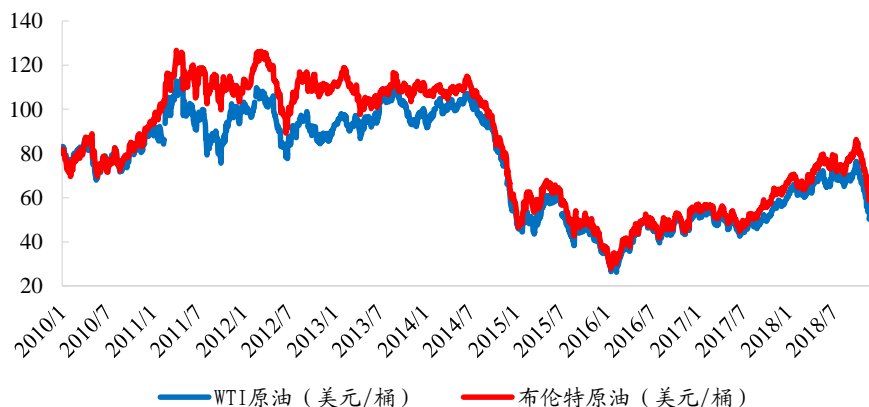
油价是决定化工景气度的重要因素之一，油价影响因素众多，从供需角度分析，有中长期维度的 OPEC 限产、经济预期等，短期的管道故障、库存、钻井数变化等，同时地缘政治以及利益集团诉求也是重要考量依据。

图6: 原油价格影响因素



资料来源: 知网, 新时代证券研究所

图7: 国际原油价格走势



资料来源: NYMEX, ICE, 新时代证券研究所

规模化、一体化是化工行业发展趋势，由于大宗化工产品同质化程度较高，规模化、一体化能够降低整体成本，减少原料采购风险，行业集中度稳步提升，在这过程当中要求龙头不断进行资金投入，通过布局原料、优化工艺和发挥规模效应等形成成本优势，随着集中度达到一定程度，进入门槛大大抬高，供给端周期属性会逐步减弱。同时，随着人均 GDP 不断提高，国家进入后工业化时代，下游需求趋于平稳，需求端周期属性也在减弱。

1.2、2019 年化工产业分析

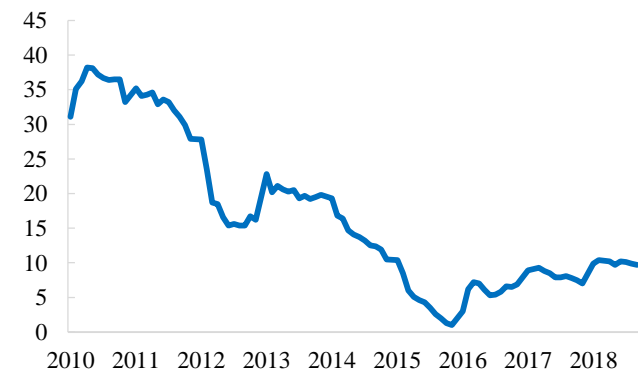
相比 2018 年，2019 年化工行业面临的内外部环境存在更多不确定性：1) 首先是中美贸易摩擦风险，2019 年美国对中国 2000 亿美元商品加征关税的风险仍未解除，一旦关税实施将导致国内出口环境恶化，化工品下游出口需求将受到影响；2) 在国内经济结构转型升级、金融去杠杆大背景下，以基建投资、房地产投资为主的固定资产投资增速下滑；3) 下游需求空调、汽车等疲软，消费动力不足，社会消费零售总额不断降速；4) 国际原油价格大幅回落，布伦特油价从年内高位 85 美元/桶下跌至 60 美元/桶，2 个月内价格跌幅达 30%。

图8：中美贸易战重要事件

时间	事件
2018/4/4	美国公布 500 亿美元建议征税清单
2018/6/15	公布正式征税清单，7 月 6 日开始对 340 亿美元正式实施
2018/7/6	340 亿美元征税清单落地
2018/8/8	另外 160 亿美元征税清单落地
2018/9/18	公布 2000 亿美元加征关税清单，9 月 24 日税率 10%，2019 年 1 月 1 日提高至 25%
2018/12/2	开始 90 天谈判，暂不对 2000 亿美元清单提高关税

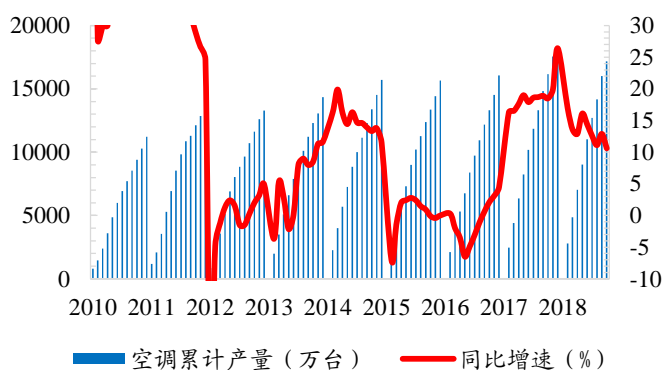
资料来源：新浪新闻，新时代证券研究所

图10：房地产开发投资完成额累计增速（%）



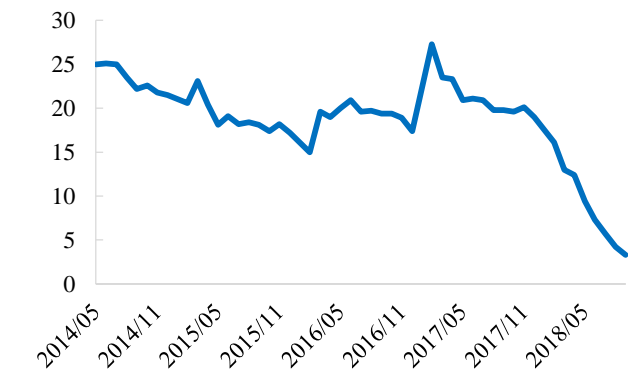
资料来源：wind，新时代证券研究所

图12：空调月累计产量及同比增速



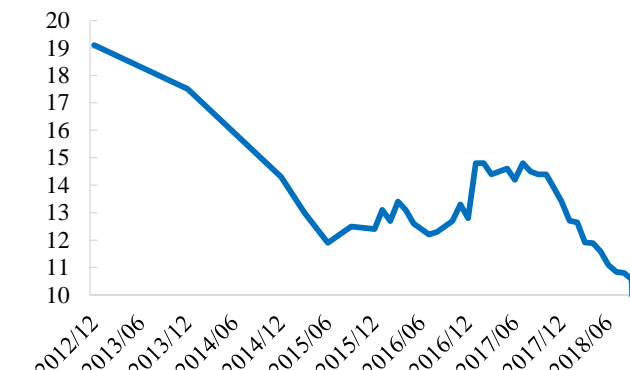
资料来源：wind，新时代证券研究所

图9：基建固定资产投资完成额累计增速（%）



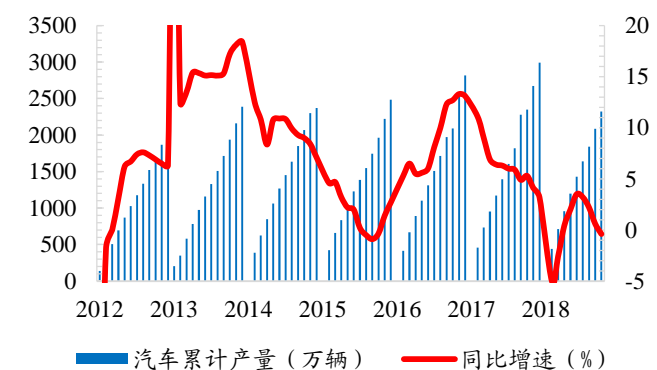
资料来源：wind，新时代证券研究所

图11：社融同比增速（%）

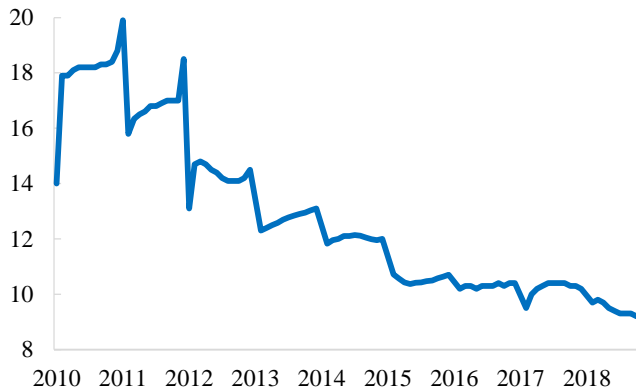


资料来源：wind，新时代证券研究所

图13：汽车月累计产量及同比增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

图14: 社会消费品零售总额月累计同比增速 (%)

资料来源: wind, 新时代证券研究所

图15: 布伦特原油价格大幅回落

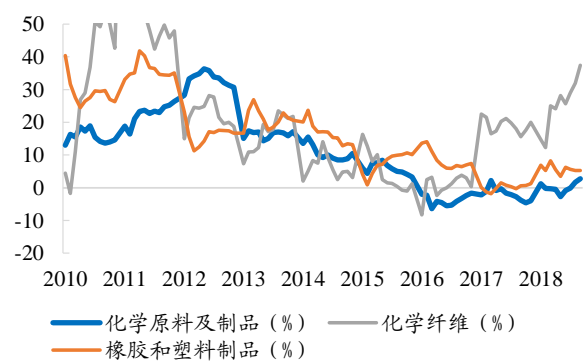
资料来源: wind, 新时代证券研究所

2019年仍有成长确定性高的主题投资机会,例如5G网络建设带动光缆光纤等相关材料需求,国六标准实施提高尾气处理要求催生相关材料需求,高分子材料助剂、珠光材料等国产替代加速子行业,民营大炼化项目集中投产等。

近两年来,在供给侧改革和环保督查推动下,化工行业经历了一轮大洗牌,随着中小企业陆续退出,行业竞争格局开始趋于稳定,环保督查对化工供给边际约束效果减弱,目前化工行业景气维持相对高位,各细分行业正陆续进入新一轮产能扩张。与以往不同,在环保约束背景下此轮扩张以各子行业龙头为主,未来可预见行业集中度进一步提升,竞争格局不断优化,龙头企业强者恒强,不断向规模化和一体化方向发展。

图16: 2016年以来化工品价格指数回升

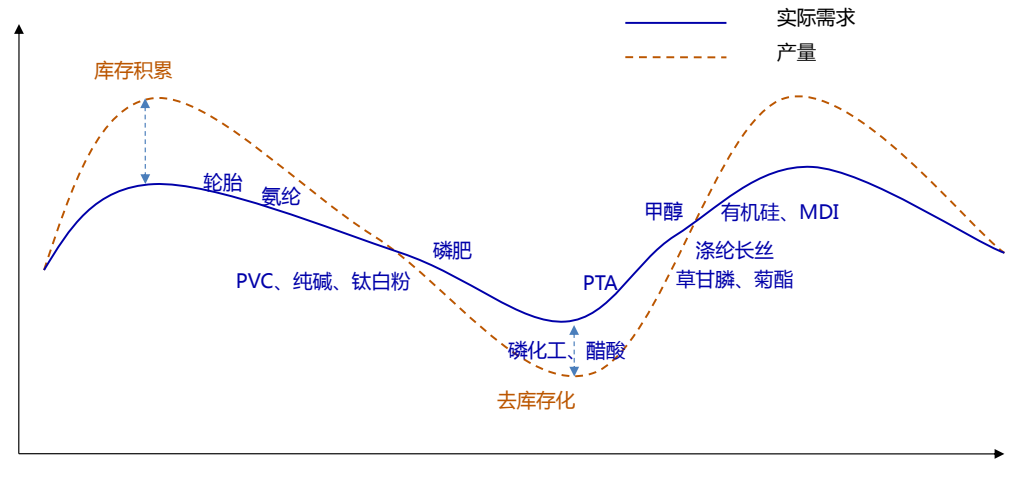
资料来源: wind, 新时代证券研究所

图17: 化工固定资产投资完成额增速底部向上

资料来源: wind, 新时代证券研究所

化工子行业众多,各行业周期不尽相同,MDI、有机硅、甲醇等大部分周期品从景气高位开始回落,农药、醋酸等产品仍处于景气高峰,磷矿、磷肥、PTA处于景气回升阶段,氨纶、轮胎等仍处于行业整合期。考虑到经济压力大,部分行业进入扩张周期,化工品价格短期承压,而竞争格局仍然较好的农药、醋酸化工品将维持高景气。

图18: 各化工子行业所处周期位置示意图



资料来源: 新时代证券研究所

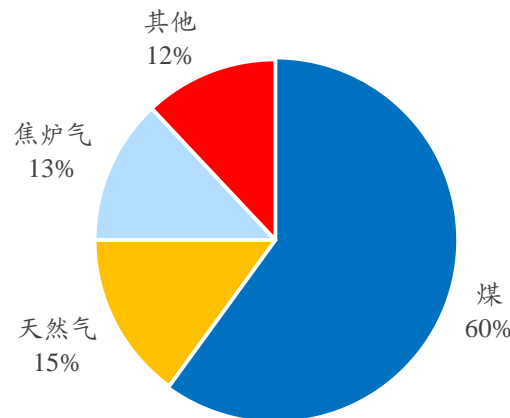
2、化工市场分析

2.1、化肥: 景气底部回升品种

2.1.1、氮肥: 去产能正当时, 供需稳中向好

中国是世界上氮肥产量和消费量最多的国家。中国用来生产氮肥的原料以煤为主, 占 60%; 其次是天然气, 占 15%, 焦炉气体, 占 13%, 其他为少量的油等。

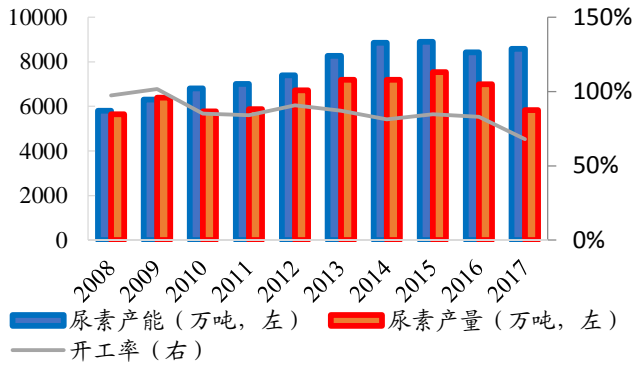
图19: 国内氮肥原料来源占比



资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

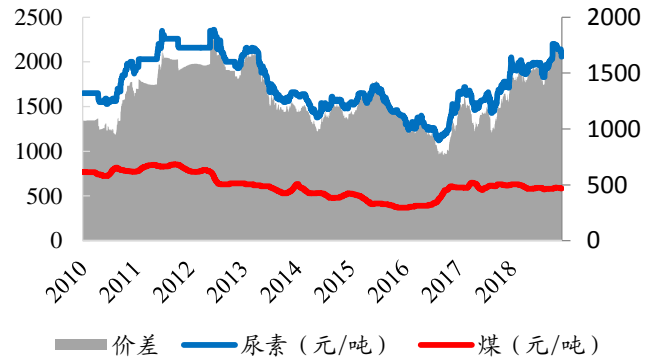
供给侧改革推动下国内尿素产能增速放缓, 行业逐步筑底, 2018 年国内尿素产能 8285 万吨, 同比下降 3.48%, 行业开工率约 55%, 1-10 月累计产量 4236 万吨, 同比下降 14.65%, 价格从最低 1880 元/吨上涨至 2200 元/吨, 尿素景气重心稳步提升。

图20: 尿素产能、产量及增速



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

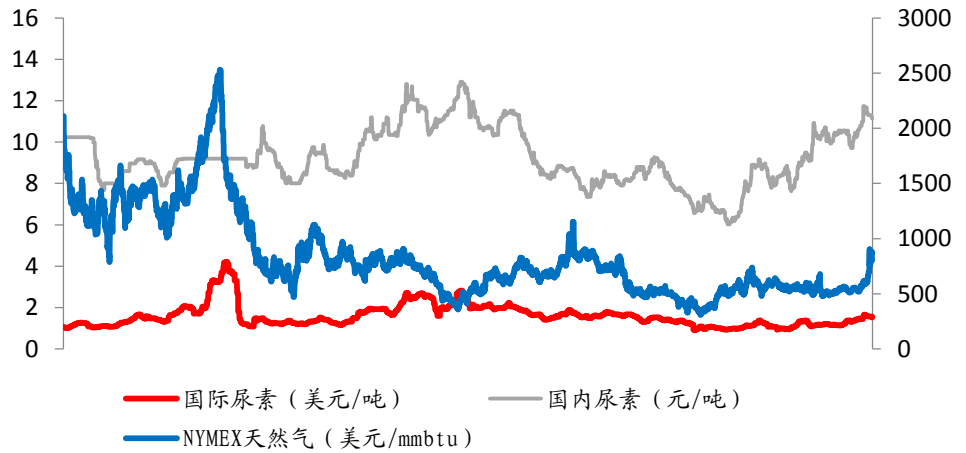
图21: 尿素价格及与原料煤价差走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

国际尿素主要以天然气为原料, 其成本与国际天然气价格高度相关。近年来全球天然气消费需求稳步增长, 天然气价格重心持续向上。我们认为这将对国内尿素价格起着重要的支撑作用。

图22: 国际尿素价格与天然气高度相关, 国内尿素价格将受支撑

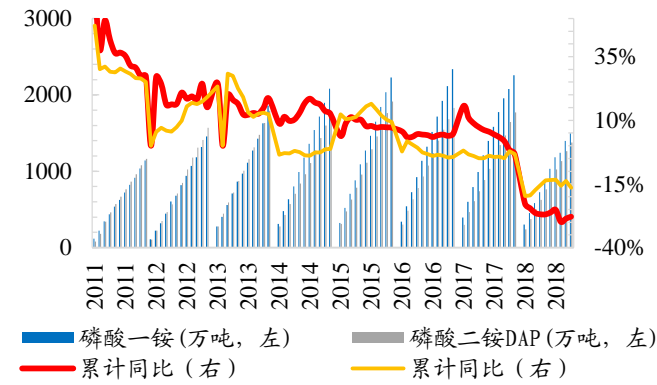


资料来源: wind, 新时代证券研究所

2.1.2、磷肥: 磷矿减产倒逼磷肥去产能

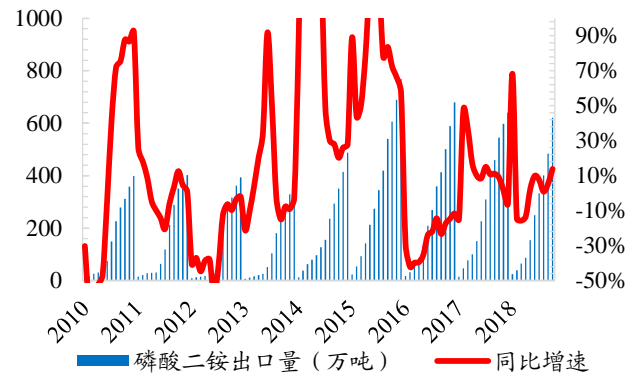
供给端行业持续去产能, 2018年1-11月磷肥产量2874万吨, 同比下降22.78%, 磷酸二铵开工率从年初60%下降至55%, 主要是原料磷矿石供给紧张抑制磷肥开工, 磷肥需求端表现平稳, 考虑到国外磷肥装置投产不及预期, 未来磷肥供需格局将稳中向好。

图23: 2018年磷肥产量同比大幅下降



资料来源: wind, 新时代证券研究所

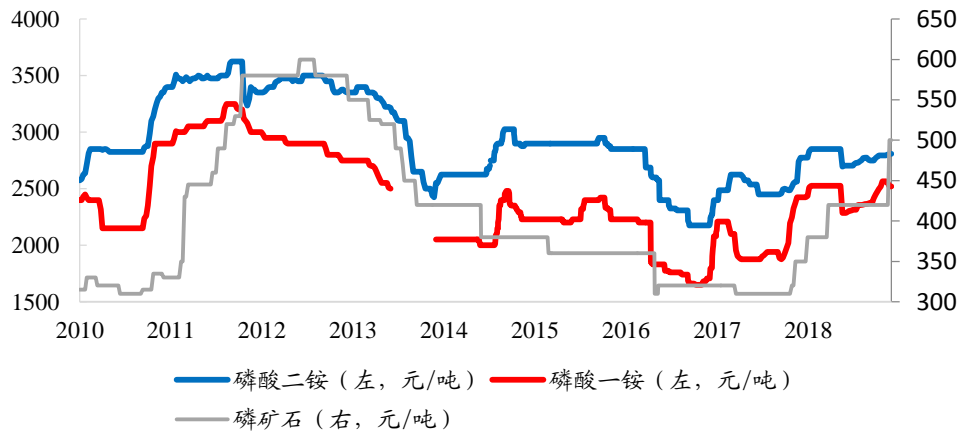
图24: 磷酸二铵月累计出口量及增速



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2018年磷酸一铵均价2381元/吨,同比增长17%,磷酸二铵均价2792元/吨,同比增长10%,但盈利并没有同步提升,主要是原料磷矿石涨价挤占利润空间,因此拥有磷矿资源进行一体化生产的磷肥企业才有更强的竞争优势。

图25: 磷矿石涨价支撑磷肥上涨

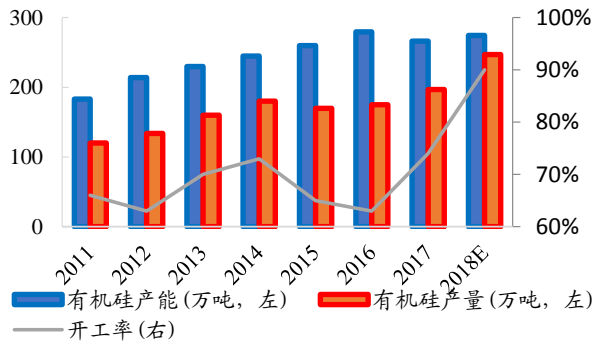


资料来源: 百川资讯, wind, 新时代证券研究所

2.2、有机硅: 终端需求表现疲软, 2019年下半年新产能将释放

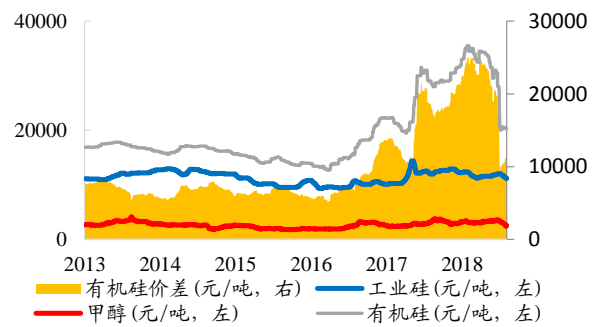
2018年有机硅景气前高后低,全球有机硅产能增长停滞,国外老旧装置关停退出,国内山西三佳和江苏弘博共28万吨产能长期关停,随着过剩产能逐步出清,行业开工率提高至90%以上,2018年有机硅价差最大扩大至25000元/吨。三季度末下游需求不及预期,即使传统的金九银十旺季行情也没有表现,导致有机硅价格回落。

图26: 有机硅产能、产量及增速



资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

图27: 有机硅与原料价差走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2019 年下半年之前有机硅仍无新增产能, 目前行业景气处于底部, 短期看, 若有机硅需求端回暖, 2019 年上半年将有望复制 2018 上半年行情。但长期看, 2019 年下半年有机硅将迎来扩产能周期, 未来 2-3 年预计新增产能 230 万吨, 有机硅供给压力逐步增大。

表1: 2019 年及之后有机硅拟投建产能

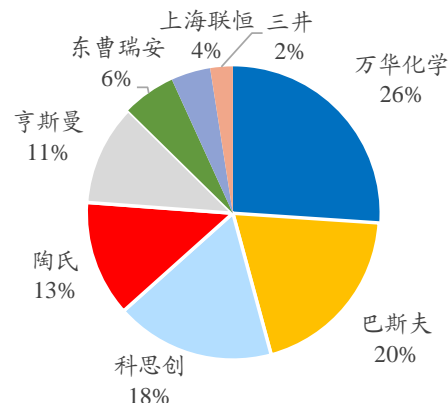
公司	地点	产能 (万吨)	计划投产时间
新安股份	江苏镇江	15	2019 年底
合盛硅业	新疆石河子	10	2019 年
山东东岳	山东淄博	30	2020 年
兴发集团	湖北宜昌	16	2020 年
云南能投	云南曲靖	40	2020 年
福建源岭	福建连城	20	2020 年
福华农科	四川乐山	60	2020 年
合盛硅业	新疆石河子	40	2021 年
合计		231	

资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

2.3、聚氨酯 MDI: 寡头竞争白热化

MDI 技术壁垒高, 全球生产企业共 8 家, 分别是万华化学、巴斯夫、科思创、陶氏、亨斯曼等, 呈寡头竞争格局, 全球总产能 806 万吨。

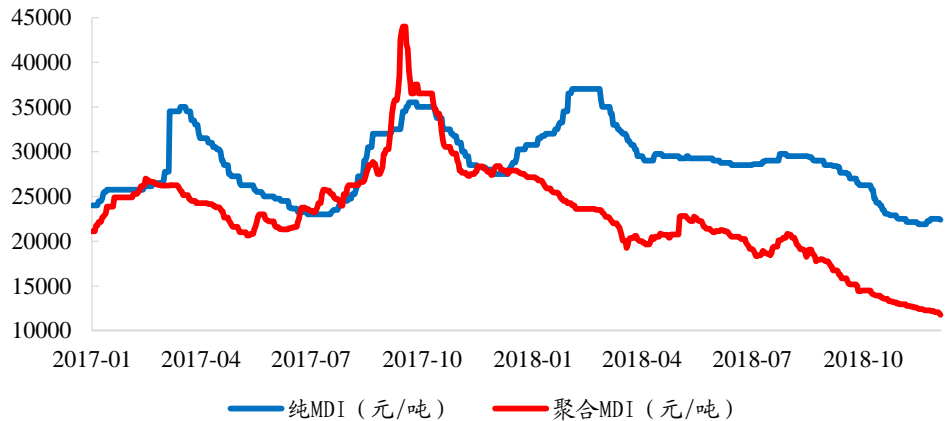
图28: 全球 MDI 寡头竞争格局



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

全球 MDI 企业数量少，各巨头之间处于充分竞争阶段，因此价格周期波动性也比较大。2017 年，环保督查、装置检修、故障以及重庆巴斯夫原料气供应不足等事件导致聚合 MDI 从最低 20800 元/吨上涨至最高 44000 元/吨，涨幅达 111%，纯 MDI 从 23000 元/吨上涨至最高 35500 元/吨，涨幅达 54%。进入 2018 年 MDI 供应相对充足，下游冰箱、空调等需求有所下降，导致聚合 MDI 从年初 27000 元/吨单边下滑至 12000 元/吨，纯 MDI 从 37000 元/吨下滑至 22000 元/吨。

图29： 2017-2018 年 MDI 价格走势



资料来源：wind，新时代证券研究所

全球 MDI 进入新一轮产能扩张阶段，也意味着行业竞争激烈程度进一步加剧，在寡头竞争格局中，我们认为只有具备成本优势和全球产能扩张能力的龙头公司，才可以通过不断拉大与行业平均成本水平的差距以及占据全球更多的市场份额，最终成为 MDI 行业的赢家。

表2： 2019 年及之后 MDI 拟投建产能

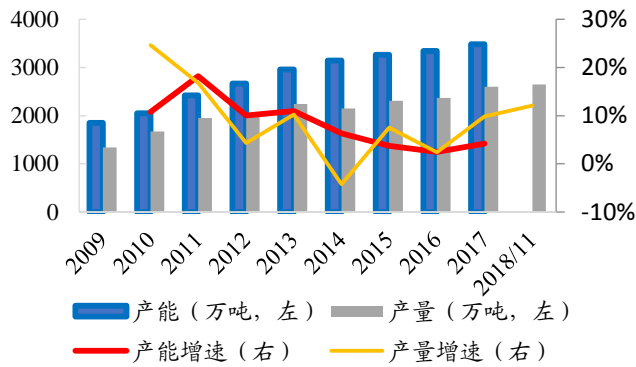
公司	地点	产能 (万吨)	计划投产时间
万华化学	宁波	30	2019 年
万华化学	烟台	50	2019 年
科思创	西班牙	17	2020 年
康乃尔	福建	40	2020 年
科思创	上海	5	2020 年
万华化学	美国	40	2021 年

资料来源：百川资讯，新时代证券研究所

2.4、涤纶长丝：2019 年有望继续维持中高景气

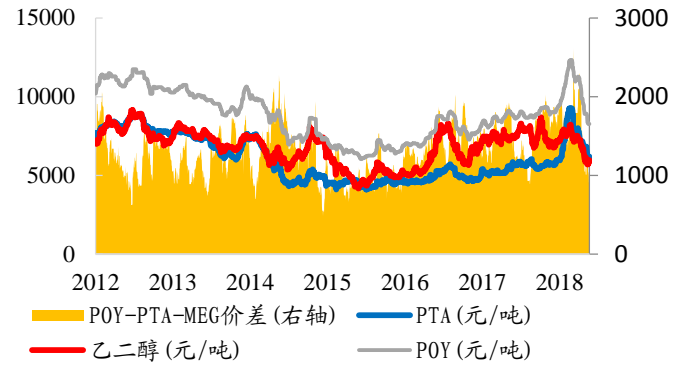
2017 年涤纶长丝产量约 2600 万吨，下游服装占比 68%，家纺占比 28%，产业占比 4%，近年来下游需求增速提升，2017-2018 年需求增速 13% 左右，主要因为：1) 下游补库存需求；2) 出口需求稳步增长；3) 电商消费提高购买频率。2018 年 1-11 月涤纶长丝产量 2647 万吨，同比增长 12.13%，预计 2019 年涤纶长丝仍将在景气周期内运行。

图30: 涤纶长丝产能、产量及增速



资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

图31: 涤纶长丝与原料价差变化情况

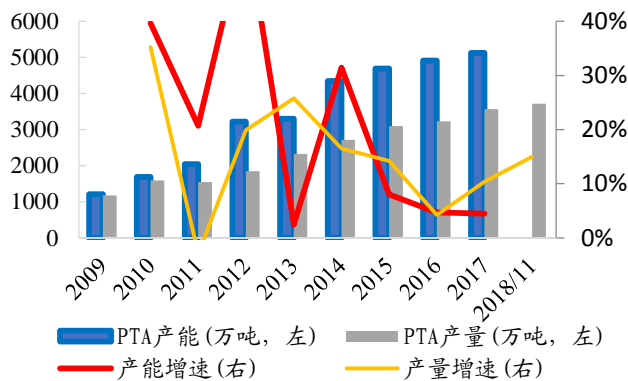


资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

2.5、PTA: 下游需求增长可观, 供需格局稳中向好

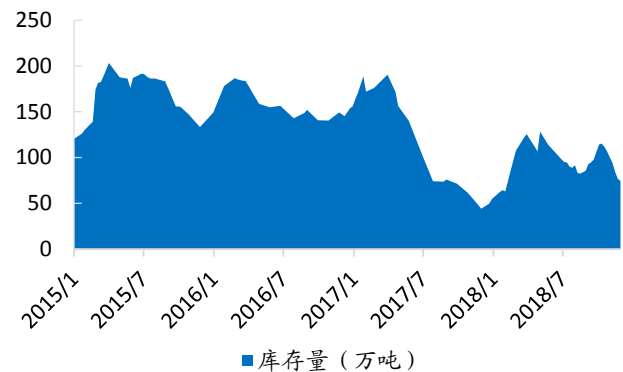
PTA 新增产能大幅放缓, 2014-2018 年产能增速 31%、8%、5%、4%、0%, 同时 2016 年以来下游涤纶景气回升、需求旺盛, PTA 行业产能过剩逐步缓解, 2018 年 1-11 月产量 3720 万吨, 同比增长 15%, 有效产能开工率维持中高水平, 达 82%, 库存下降至 80 万吨附近, 处于历史低位水平, 年初以来 PTA 价格从 5600 元/吨上涨至最高 9000 元/吨。

图32: PTA 产能、产量及增速



资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

图33: PTA 库存位于相对低位



资料来源: 卓创资讯, 新时代证券研究所

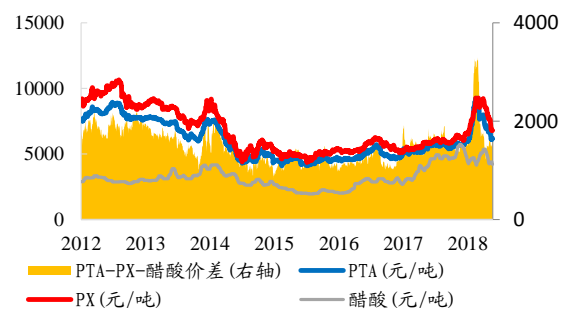
2019 年 PTA 新增产能主要集中在龙头企业, 其中 PTA 新增产能增速大概率低于下游涤纶需求增速, 行业供需格局继续向好, 盈利水平向上修复, 2018 年 PTA 与原料价差最高达到 3300 元/吨。

图34: PTA 新增产能统计

公司	地点	产能 (万吨)	计划投产时间
桐昆股份	浙江嘉兴	200	2018 年初
四川蜀达	四川南充	100	2018 年底
新凤鸣	浙江嘉兴	220	2019 年
恒力石化 4 期	辽宁大连	250	2019 年
中泰化学	新疆库尔勒	120	2019 年
恒力石化 5 期	辽宁大连	250	2020 年
百宏石化	福建	250	2020 年

资料来源: 百川资讯, 新时代证券研究所

图35: PTA 与原料价差变化情况

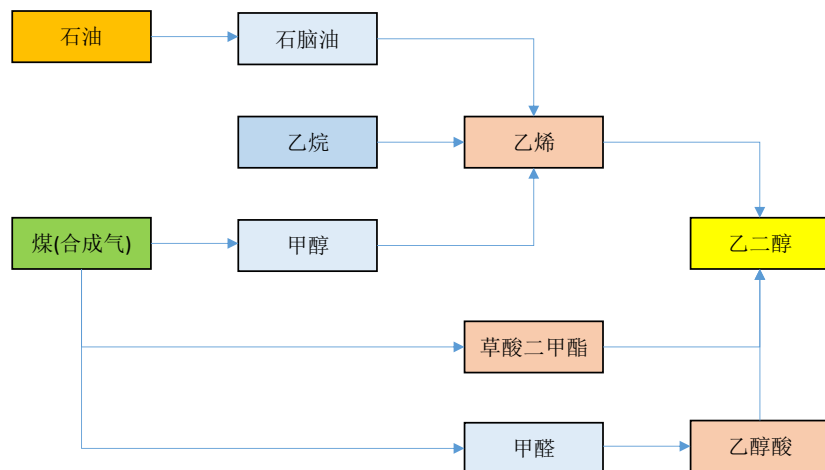


资料来源: wind, 新时代证券研究所

2.6、乙二醇：煤制乙二醇进口替代加速

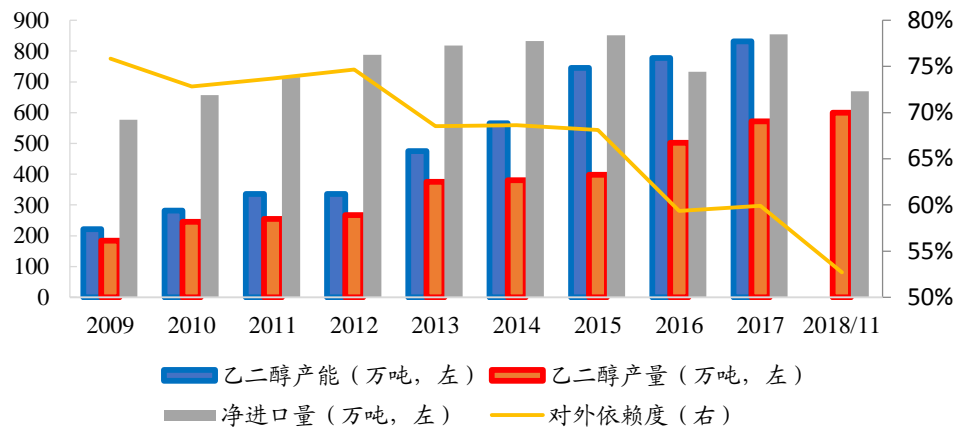
近年来，国内煤制乙二醇技术加速突破，例如华鲁恒升 50 万吨煤制乙二醇已于 2018 年 8 月投产，10 月基本达到满负荷运行、高品质产出。煤制乙二醇未来几年将迎来产能集中投放，预计到 2020 年新增煤制乙二醇产能 800-1000 万吨，目前国内乙二醇进口为主，2017 年国内产量 571 万吨，而进口量高达 872 万吨，随着国内乙二醇产能投放，未来国内乙二醇需求将大幅降低对外依赖，逐步实现进口替代。

图36: 乙二醇技术路线



资料来源：亚化咨询，新时代证券研究所

图37: 未来国内乙二醇对外依赖程度将加速下降



资料来源：wind，百川资讯，新时代证券研究所

表3: 国内煤制乙二醇拟在建产能统计

公司	地点	产能(万吨)	计划投产时间
新杭能源	内蒙古鄂尔多斯	30	在建
黔西煤化工	贵州毕节黔西县	30	在建
康乃尔	内蒙古通辽	30	在建
贵州鑫天合	贵州贵阳	3	在建
襄矿泓通	山西长治	20	在建
渭河郴州化工	陕西郴县	30	在建
延长石油	陕西延安	2*30	在建
湖北三宁化工	湖北枝江	60	在建

公司	地点	产能(万吨)	计划投产时间
内蒙古荣信	内蒙古鄂尔多斯	40	在建
新疆天业一期	新疆石河子	60	前期工作
龙宇煤化工	河南永城	20	前期工作
华彬正开	陕西咸阳	30	前期工作
新疆天业二期	新疆石河子	40	前期工作
大唐克旗二期	内蒙古赤峰	40	前期工作
大唐阜新	辽宁阜新	40	前期工作
山西沃能	山西临汾	30	前期工作
神华榆林	陕西榆林	40	前期工作
神华包头	包头市	60	前期工作
伊泰化工	内蒙古鄂尔多斯	20	前期工作
久泰能源	内蒙古鄂尔多斯	50	前期工作
新疆金川能源	新疆库尔勒	40	前期工作
江苏双多化工	江苏盐城	30	前期工作
广西华谊	广西钦州	20	前期工作
安徽昊源	安徽阜阳	30	前期工作
金诚泰化工	内蒙古鄂尔多斯	30	前期工作
山西松蓝	山西朔州	60	前期工作
桐昆/上海宝钢	安徽庐江县	120	前期工作
美锦能源	山西吕梁	30	前期工作
河南开祥	河南义马	20	前期工作
阳煤平定二期	山西平定县	20(一期20 建完)	计划中
阳煤深州二期	河北深州	22	计划中
阳煤齐鲁一化	山东淄博	20	计划中
阳煤寿阳二期	山西寿阳县	20(一期20 建完)	计划中
华鹤煤化	黑龙江鹤岗	10	计划中
天盈石化二期	新疆阿拉尔	15(一期15 18 年建完)	计划中

资料来源：亚化咨询，新时代证券研究所

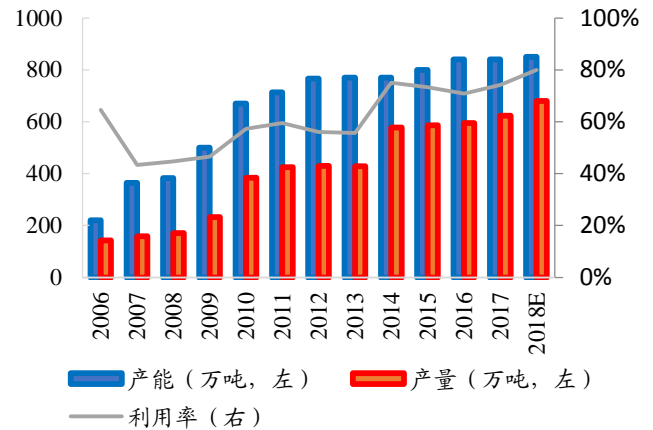
2.7、醋酸：新增产能有限，供应持续偏紧

国内醋酸产能规模约 840 万吨，华东产能占比 67%。由于行业整体不景气，2014 年开始国内醋酸产能增长缓慢，除了 2016 年河南龙宇 40 万吨装置投产之外，至今未有其他醋酸新装置投放。2018 年新增产能有天津渤化永利 5 万吨扩产产能（2018 年 4 月）、恒力炼化项目中 35 万吨醋酸产能（2018 年底，自用为主）、华谊和昆达各 50 万吨预计 2020 年投产，此外还有贵州织金 60 万吨醋酸在建项目。总体看预计 2018 年实际增加产能不足 10 万吨，同比增长 1.6%，2019 年增加 30 万吨，同比增长 4.74%。

图38: 醋酸行业新增产能

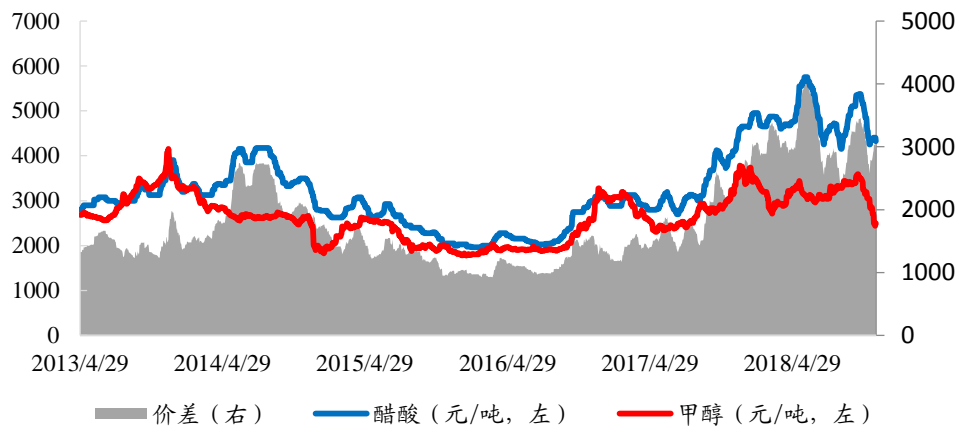
公司	地点	产能 (万吨)	计划投产时间
天津渤化永利	天津	10	2018 年上半年
恒力股份	辽宁大连	20	2019 年
华谊集团	广西钦州	50	2020 年
广西昆达	广西钦州	50	2020 年

资料来源: 中宇资讯, 百川资讯, 新时代证券研究所

图39: 醋酸产能、产量及开工率

资料来源: 中宇资讯, 百川资讯, 新时代证券研究所

醋酸产能增长几乎停滞, 随着经济复苏、需求回暖, 加上出口国外需求增长, 2017 年以来醋酸供不应求, 景气大幅提升。未来醋酸供给增量仍十分有限, 下游需求增长稳定, 整体供需将持续偏紧, 同时煤炭、甲醇原料成本价格强势, 支撑醋酸价格, 我们预计 2019 年醋酸景气将继续维持较高水平。

图40: 醋酸价格及与原料价差走势

资料来源: wind, 新时代证券研究所

2.8、农药: 看好技术领先的原药公司和渠道型制剂公司

2017 年全球的农药市场稳定在 615 亿美金左右, 我们预计未来全球农药终端需求量仍将保持较稳定的水平, 同时国际农药行业不断整合, 已形成寡头垄断格局, 为我国的原药企业和制剂企业创造了稳定的发展环境。

全球范围内绿色环保理念逐步推广, 一些高毒农药被禁用; 同时以草甘膦为代表的大宗农药抗性日益严重, 全球农药市场结构正发生显著变化。近几年, 草铵膦、麦草畏、联苯菊酯等农药市场品种均出现快速增长, 相关企业拥有巨大的发展空间。

表4: 2011-2016 市场增长迅速的农药品种

中文名称	产品类型	2016 年销售额 (亿美元)	2011-16 年复合增长率 (%)
草铵膦	除草剂	6.6	+10.8
丙炔氟草胺	除草剂	3.5	+19.3

中文名称	产品类型	2016年销售额(亿美元)	2011-16年复合增长率(%)
麦草畏	除草剂	2.7	+8.4
氯虫苯甲酰胺(康宽)	杀虫剂	13.65	+15.1
高效氯氟氰菊酯	杀虫剂	5.95	+5.5
阿维菌素	杀虫剂	4.3	+5.1
联苯菊酯	杀虫剂	2.8	+4.0
丙硫菌唑	杀菌剂	7.9	+9.1

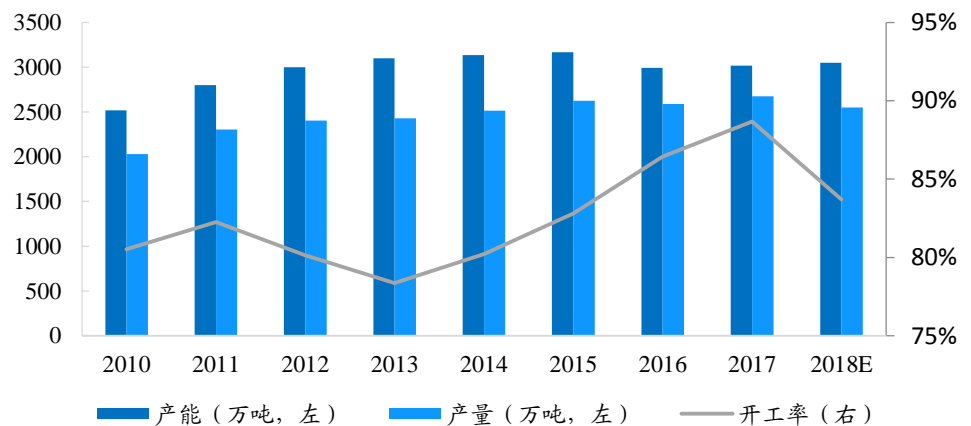
资料来源: Phillips McDougall, 新时代证券研究所

国内环保督查对农药行业高压不减,从农药中间体到原药制剂,整条农药产业链均受到显著影响,我们看好环保有投入到位,技术领先的优势龙头企业,如扬农化工、利尔化学等。

2.9、纯碱: 供需格局稳定, 盈利中枢向上

纯碱行业过去产能过剩严重,导致行业持续低迷、落后产能退出,同时国家产业政策调整提高行业进入门槛,新增产能不断收缩,2016年国内纯碱产能2970万吨,同比下降6%左右,产能首次出现负增长,2017、2018年新增产能仅25、30万吨。纯碱需求方面相对稳定,表观消费复合增速4%。行业产能收缩、需求平稳,纯碱开工率稳定在80%以上。

图41: 国内纯碱产能增长停滞



资料来源: 隆众资讯, 新时代证券研究所

2019年纯碱预计新增产能约80万吨,金山化工60万吨、青海发投20万吨,全行业产能达到3150万吨,考虑到环保限制行业开工率,下游需求平稳,纯碱供需格局相对平衡。

表5: 2018-2019年纯碱产能变化统计

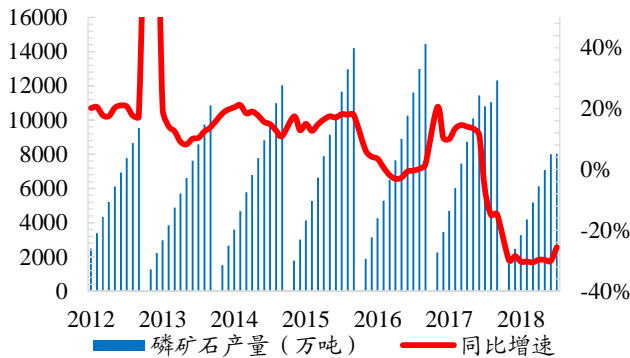
时间	公司	产能(万吨)
2018年	重庆自贡富源(退出)	-10
2018年	晶昊盐业	36
2019年	金山化工	60
2019年	青海发投	20

资料来源: 隆众资讯, 新时代证券研究所

2.10、磷矿：供给大幅收缩，价值迎来重估

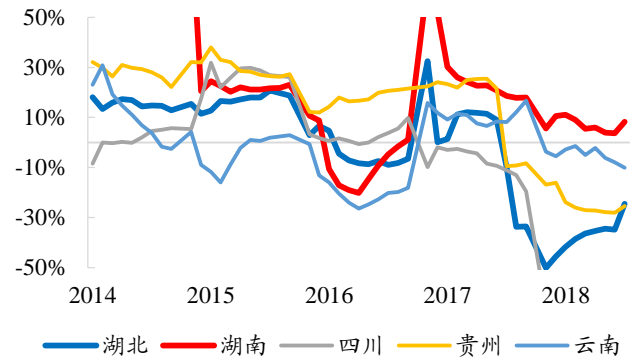
2000年以来国内磷矿石产量处于稳步增长的状态，从1900万吨提高至2016年的1.44亿吨，复合增速在13.49%，2017年受生态保护、环保限产等影响，产量为1.23亿吨，同比下降14%，到2018年，1-8月累计产量仅为7091万吨，2017年同期为10092万吨，下降幅度达30%。

图42：国内磷矿产量及同比增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

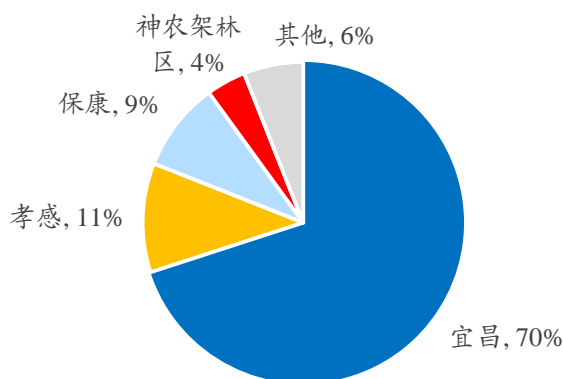
图43：主要磷矿省份月累计产量同比变化



资料来源：wind，新时代证券研究所

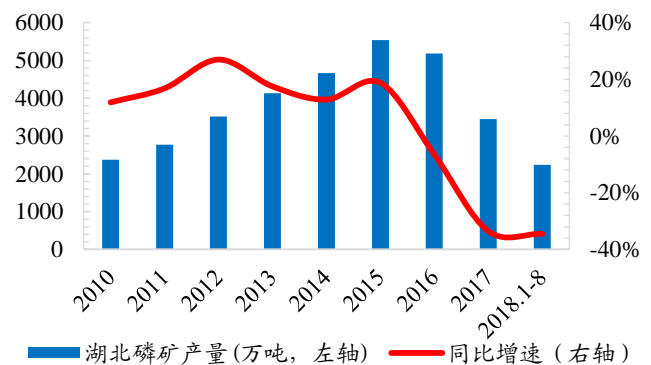
以湖北为例，湖北磷矿主要分布在宜昌、孝感、保康、神农架林区，宜昌磷矿全省占比70%。2017年发布《宜昌市磷产业发展总体规划（2017~2025年）》，宜昌将整合关闭生产能力在15万吨/年以下的磷矿企业，不再新建产能在50万吨/年以下的磷矿。同时安排2018年底前，全市完成人口密集区危险化学品生产企业搬迁工作。到2019年底前，长江及其支流岸线1公里范围内、饮用水水源保护区范围内的化工企业装置坚决依法关停或撤离。宜昌市提出2018年磷矿产量将压缩到1000万吨，而之前2017年磷矿产量要求是在2016年基础上下降5%到1300万吨。

图44：湖北磷矿产量分布



资料来源：中国产业信息网，新时代证券研究所

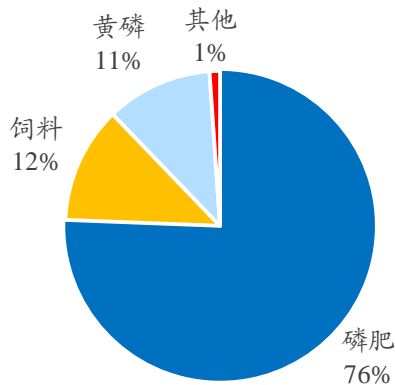
图45：湖北磷矿石产量及增速



资料来源：wind，新时代证券研究所

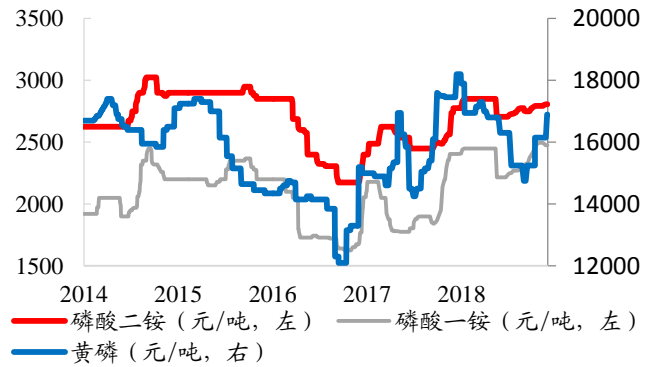
供给端大幅收缩，磷矿资源价值迎来重估，2018年价格从380元/吨提高至500元/吨。考虑到磷矿资源区域分布性、各国对磷矿资源的出口限制以及磷矿通过磷肥形式出售，磷矿价值体现必然会受资源区域、磷肥供需因素所影响，我们认为磷矿资源价值提高需要下游腾出空间，磷矿下游占比：磷肥76%、饲料12%、黄磷11%、其他1%，目前磷肥景气度处于底部，未来磷肥供需稳中向好，从而为磷矿打开涨价空间。

图46: 磷矿下游需求占比



资料来源: 国家统计局, 新时代证券研究所

图47: 黄磷、磷肥价格走势



资料来源: wind, 新时代证券研究所

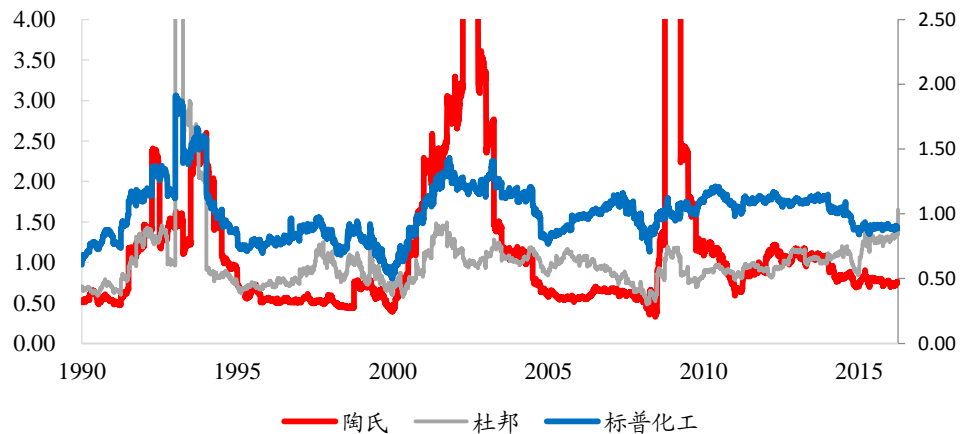
3、化工估值分析

3.1、化工估值: ROE 变化推动估值水平周期性波动

一般情况下, 周期性行业上市公司的业绩与股价的波动率相对较高, 其所对应的相对市盈率较低。以标普化工指数、陶氏、杜邦为例, 1990-2016 年以来其参照标普指数的相对市盈率均值分别为 1.01、1.31、1.07, 反映出了相应的风险溢价水平。

同时, 化工行业的相对估值水平也呈现出周期性特征。1990 年-2016 年, 标普化工、陶氏、杜邦相对市盈率经历了三轮涨跌。

图48: 化工上市公司的估值水平呈现周期性波动

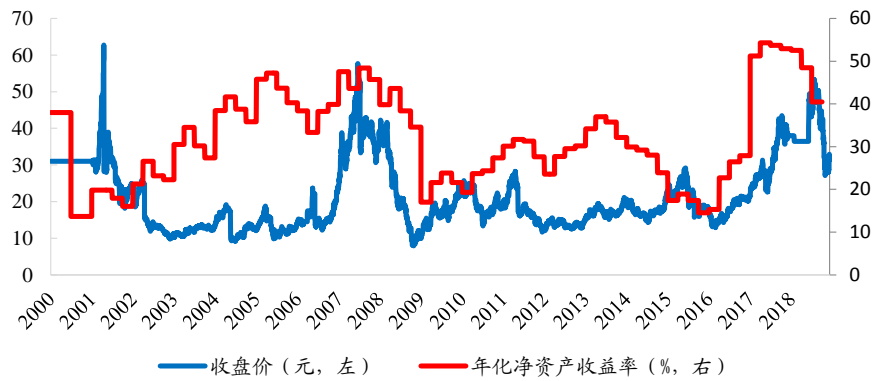


资料来源: Bloomberg, 新时代证券研究所

实际上, 推动股价上涨的真正动力来自于公司盈利能力的持续改善。对于化工行业而言, 在经济上行周期阶段, 化工产品价格和需求持续增长的带动下稳步上扬, 行业的盈利水平 (ROE) 也相应提升, 进而推动了股价的上涨。而一旦行业前景趋于恶化, 公司未来盈利能力受到威胁, 公司的股票也会大幅下挫。

2016 年万华化学迎来经营拐点, ROE 从 2015 年的 13.91% 提高至 2016 年的 24.82%, 同时受供给侧改革、装置不可抗力等因素影响下 MDI 盈利大幅提升, 2017 年公司 ROE 达到 40.82%, 当年公司股价迎来大幅上涨, 最大涨幅达到 148%。

图49: ROE 变化导致股价大幅波动

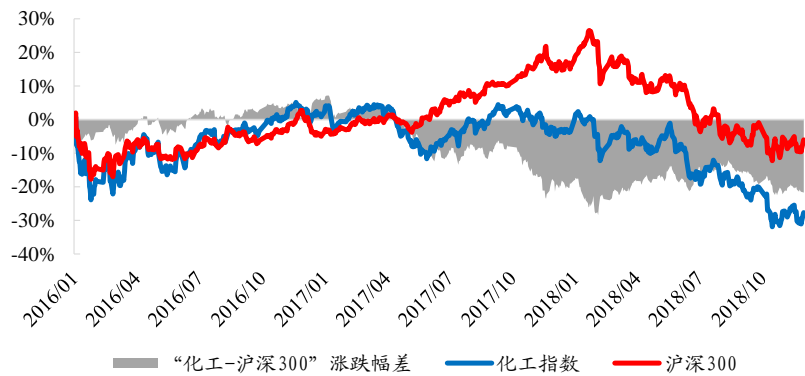


资料来源: wind, 新时代证券研究所

3.2、市场回顾: 2018 年化工板块市场表现

2017 年 5 月之前化工板块相对于整体板块表现强势, 2017 年 5 月至 2018 年初化工板块表现弱势, 2018 年表现前强后弱, 整体来看相对抗跌。截至 2018 年 12 月 1 日, 化工板块自年初下跌 21.29%, 而沪深 300 指数同期下跌 28.15%。

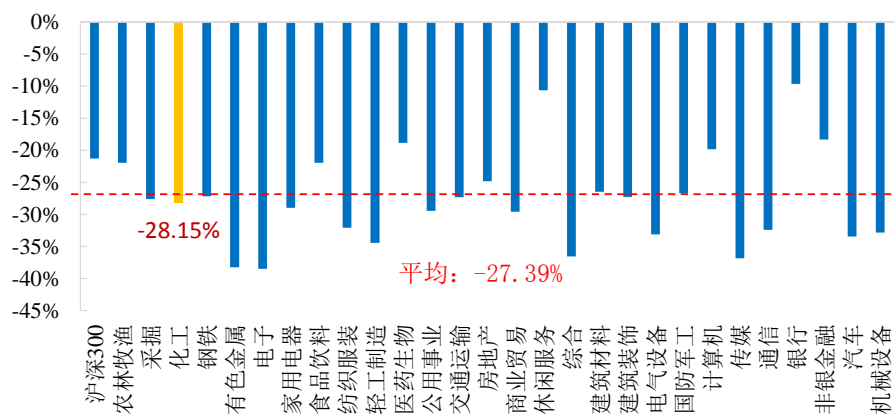
图50: 2018 年化工板块相比整体市场表现前强后弱



资料来源: wind, 新时代证券研究所

在与其他行业分类比较中, 化工板块的涨跌幅度居中, 考虑到全年前高后低的表现, 体现市场对化工周期拐点的担忧以及对盈利持续性的信心不足。

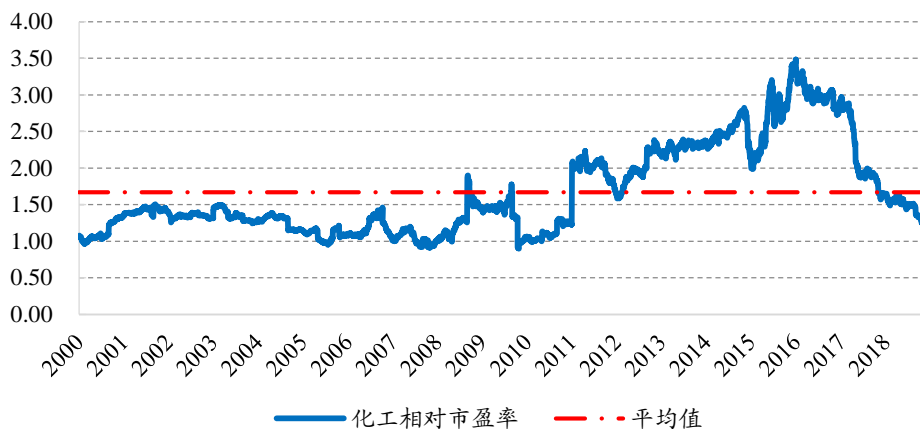
图51: 2018 年化工板块位涨跌幅于整体市场中间水平



资料来源: wind, 新时代证券研究所

2000年以来，化工板块的相对估值水平呈现周期性波动，与行业运行周期基本保持一致。2018年下半年化工板块的相对市盈率下滑趋势明显，反映出市场对行业未来盈利能力下滑的预期。

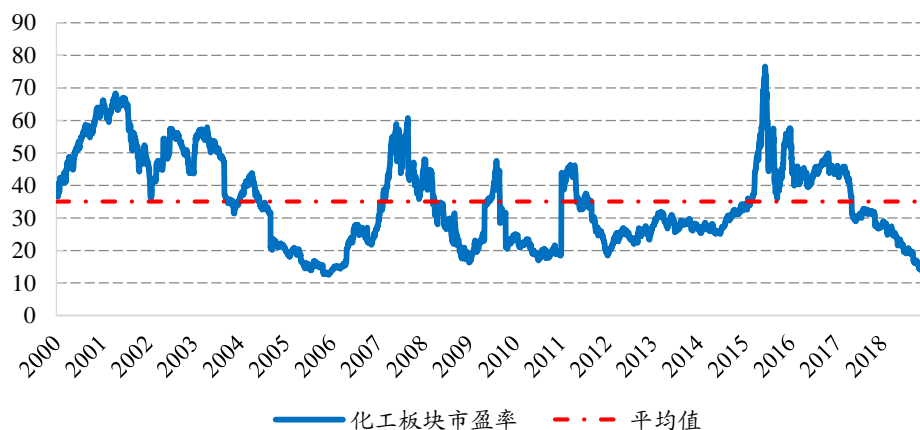
图52： 2018年化工板块相对市盈率大幅回落



资料来源：wind，新时代证券研究所

截至2018年12月1日，化工板块PB为2.04x，PE为14.05x；沪深300指数PB为1.61x，PE为10.58x。化工板块的相对市盈率为1.33，而历史平均相对市盈率水平为1.67。化工板块的2016-2018年的平均动态市盈率分别为32.89x、25.30x和18.65x。与历史表现比较，当前化工板块的估值水平处于均值以下。与其他行业比较，当前化工板块的估值水平有一定吸引力。

图53： 2018年国内化工板块的估值水平处于历史低位



资料来源：wind，新时代证券研究所

3.3、估值比较：国内化工板块与国际龙头估值水平相当

国际龙头化工公司的PE值范围为7.41~22.23倍，平均值为12.94倍，中位数为13.83倍，国内化工板块估值平均为14.05倍，两者估值水平相当。在环保督查背景下国内化工行业加速整合，当前竞争格局利好龙头企业扩张，随着国内竞争格局稳固，龙头化工企业实力增厚，考虑到国际化工龙头相对成熟稳定，国内化工成长空间大，相比之下国内估值更具有吸引力。

表6: 国际化工公司估值水平

公司名称	股价 (12.5)	总股本 (亿)	PE		PB	ROE (%)	EV/EBITDA	
			2018E	2019E				
巴斯夫	63.18 (欧元)	9.18	9.20	9.83	9.38	1.65	16.73	7.28
PPG	106.73	2.40	20.60	18.10	16.34	5.10	27.19	11.96
陶氏杜邦	56.49	22.94	60.90	13.54	11.95	1.31	7.19	8.52
利安德巴塞尔工业	90.57	3.84	5.80	7.41	7.76	3.06	51.92	5.68
FMC	83.22	1.35	11.10	13.78	13.47	3.65	28.74	10.59
伊士曼化工	77.67	1.40	6.90	8.96	8.26	1.79	20.01	7.44
CF 实业	42.55	2.31	13.60	26.69	15.44	2.79	6.71	10.43
美盛公司	35.28	3.85	-	18.17	14.18	1.28	4.93	8.71
美国雅宝	93.19	1.06	28.00	16.51	14.26	2.74	15.54	10.68
国际香料香精	138.25	1.07	52.10	22.33	22.21	3.67	18.47	16.05
亨斯曼材料	19.55	2.38	4.90	5.61	5.75	1.54	29.67	5.12
ICL	5.57	13.03	20.40	15.05	14.23	2.59	20.56	8.41
3M	202.20	5.82	26.10	20.35	18.77	11.52	52.18	13.95
卡博特	48.07	0.60	-	10.38	9.17	2.49	17.41	6.10
平均值			14.77	12.94	3.23	22.66	9.35	14.77
中位数			14.42	13.83	2.67	19.24	8.62	14.42

资料来源: wind, Bloomberg, 新时代证券研究所

4、投资策略

4.1、投资评级: 维持推荐, 把握确定性机会

在供给侧改革和环保督查背景下, 大部分化工品进入景气周期, 未来各子行业龙头公司开启新一轮产能扩张, 短期看供给压力增加, 产品价格面临下行压力, 长期看扩张企业市场份额扩大, 行业集中度提高, 化工龙头长期投资价值提升。2019年面临不确定性增加, 中美贸易战抑制市场风险偏好, 同时国内去杠杆、转型升级, 地产、基建拉动经济有限, 下游汽车、空调需求疲软, 不断向上游化工原料传导施压, 当前背景下化工投资难度提高, 基于此我们更侧重挖掘 2019 年确定性强的投资主线。

因为化工子行业众多, 我们选择仍处于周期景气或上升的品种, 并综合考虑供给和需求端的变化, 满足供给端新增产能有限、需求弹性弱的行业品种等条件, 例如农药、化肥等。

另外, 可以选择与宏观经济关联度不高的细分子行业, 甚至部分在经济压力下受益的细分行业, 例如成长新材料。

4.2、选股思路: 大浪淘沙, 挖掘真成长

我们从以下角度选择

1、竞争格局支撑农药行业景气, 全球农药大约 5 年一个周期, 2016-2017 年农药开始从景气底部中向上恢复, 全球农药进入景气周期; 国内农药竞争格局优化, 环保督查淘汰散小乱产能, 行业盈利恢复合理水平; 农药行业与经济周期相关性低,

下游需求相对稳定；目前农药维持景气，龙头公司盈利持续增长。

另外，农药中间体行业盈利水平相对锁定，业绩增长主要靠新品种、新订单推动，全球农药需求稳定，优质公司成长确定性较强。

2、国产替代提供成长赛道，国产替代通常分为两种，一是国内严重依赖进口的大宗化工品，近年来随着技术突破而加速进口替代，包括聚碳酸酯、乙二醇、隔膜材料、PX 等，这类产品在国产替代过程中会导致价格回归合理水平，低成本龙头企业受益。另一类是精细化学品，国内产品由低端走向高端，由国内走向国外的过程，在同样盈利水平下国内产品较国外价格优势巨大，因此在国产替代的过程中，这类新材料将出现量价齐升的情况。

另外在全球经济下行压力背景下，下游企业出于控制成本考虑，会加速国产材料替代过程，具备性价比优势的新材料更为受益。

4.3、公司选择：

4.3.1、利尔化学：全球草铵膦龙头，进入高成长通道

技术壁垒带来宽广护城河，草铵膦新工艺进一步扩大优势：

氟基吡啶氯化对工艺选择性要求高，需解决氯化反应中高温腐蚀等问题，公司是继陶氏益农之后最先全面掌握其工业化关键技术的企业，并具有多项专利技术。格氏反应高温高压且难以控制，公司凭借出色的工程化能力，攻克了草铵膦生产工艺放大难题，产能从 2007 年的 600 吨逐步扩产到 8400 吨，成本降至 9 万元/吨。公司氯代吡啶农药形成了稳定、成熟的规模化生产工艺，产销量居全球第二；草铵膦成本国内领先，即将成为全球最大的草铵膦原药生产企业，技术壁垒打造公司护城河。

未来广安 10000 吨草铵膦新项目将率先采用领先的拜耳工艺，完全成本将下降至 7 万/吨左右，同时废水量大幅减少，在国内越来越严的环保要求下，竞争优势将进一步扩大。按市场价 15 万元/吨计算，公司老工艺草铵膦万吨净利约 3.9 亿元，新工艺万吨净利约 6.5 亿元，业绩增长稳定可期。

草铵膦行业将持续景气：

伴随着转基因作物的推广，草甘膦成为全球第一大除草剂。长期种植耐草甘膦作物并持续使用草甘膦后，由于收获时种子的跌落及根茬的遗存，第二年就会生长同样耐草甘膦的“自生作物”，这些“自生作物”质量很差，严重影响作物品质。同时耐草甘膦的杂草问题也日益凸显，使得目前必须采用多种除草剂复配或混合使用的方式来除去抗性杂草，因此复配草甘膦以及抗草铵膦转基因作物的推广带来了草铵膦需求的高速增长，同时供给受限于国内环保压力，未来行业将长期景气。

完成发行可转债，广安项目促进公司高速发展：

10 月 23 日，公司完成发行可转债，募集 8.52 亿用于广安项目建设。除已投产的丙炔氟草胺外，广安项目还规划有 10000 吨草铵膦、1000 吨氟环唑等产品。其中草铵膦将采用先进的拜耳工艺，我们预计完全成本有望下降至约 7 万/吨，保守按 14 万/吨计算，未来公司草铵膦销量每增长 1000 吨，业绩增厚约 4876 万，公司进入高速发展通道。

创新型农化平台扬帆起航，维持“强烈推荐”评级：

公司现有草铵膦产能 8400 吨，毕克草 1800 吨，毒莠定 3000 吨等，未来 10000 吨新工艺草铵膦，1000 吨丙炔氟草胺，1000 吨氟环唑等将进一步增厚公司业绩。通过外延收购完善产业布局，公司打造创新型农化平台，理应享受更高的估值溢价。我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 6.51、9.00、10.47 亿元，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：草铵膦价格大幅下降，新项目投产不及预期

4.3.2、扬农化工：菊酯龙头受益行业景气，新项目打开成长空间

农药行业持续高景气，菊酯一体化龙头受益：

国内环保督查背景下大量小企业生产不规范被淘汰，农药供给收缩，2018 年 1-8 月农药原药产量 148 万吨，同比下降 12.3%。苏北园区农药企业复产不及预期，菊酯等产品供应持续紧张，目前高效氯氟氰菊酯、联苯菊酯、功夫酸分别报价 32、41、32 万元/吨（同比增长 33%、58%、68%）。公司是国内一体化菊酯龙头（约 8000 吨），关键中间体自给，开工高负荷，享受环保红利，同时麦草畏产能释放贡献业绩增量，预计 2018 年产销量 2 万吨。

多个项目启动打开成长，整合资产进军农药巨头：

公司未来成长看点足，公司优嘉 3 期项目处于环评二次公示阶段，计划投资 20 亿建设 1.15 万吨/年杀虫剂、1000 吨/年除草剂和 3000 吨/年杀菌剂（建设期 3 年），10 月 13 日公司公告拟投资 4.3 亿建设 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯和 200 吨/年羟吡啶酯农药（建设期 2 年），以及优嘉二期 1000 吨吡啶醚菌酯预计 2018 年底投产，多个拟建项目打开公司成长空间。同时，公司拟现金受让中化国际持有的中化作物 100% 股权和农研公司 100% 股权，4 月公布 2 亿 3.26 万吨/年农药制剂项目投资计划，打造一体化农药巨头。

景气受益、成长打开，维持“强烈推荐”评级：

预计公司 2018-2020 年净利润分别为 10.73、10.14、12.05 亿。菊酯景气、麦草畏放量推动业绩增长，新项目打开成长空间，农药新巨头整装起航，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：菊酯价格大幅下降；麦草畏需求下滑；项目进展不及预期

4.3.3、利安隆：抗老化剂稀缺标的，国产替代助龙头崛起

国产替代助力龙头崛起，多因素叠加看好利安隆：

公司是国内高分子材料抗老化助剂行业第一家上市公司，主营产品抗氧化剂、光稳定剂和 U-PACK 产品。2011 年以来，公司营业收入、净利润分别从 2.62、0.2 亿增长到 2017 年的 11.42、1.3 亿，年复合增长率达到 28%、37%。公司投资 20 亿拟在珠海建设 12.5 万吨抗老化剂的项目目前进展顺利，其一期工程（6.5 万吨）将在 2018 年底开工，预计 2019 年底投入生产，公司未来两年高增长将得到保障。我们预计，随着公司在建产能逐渐释放，未来高增长将持续。

高分子材料高速发展，抗老化剂行业国产替代空间大：

目前抗老化剂行业的全球需求约 80 万吨，其中通用抗氧剂 50 万吨，专用抗氧剂不到 20 万吨，紫外吸收剂 3 万吨，光稳定剂 5-6 万。全球市场规模超过 720 亿，

增速超 5%。其中国内量占 1/5，国内市场约 140 亿左右，我们预计随着下游高分子材料产能向国内的逐步转移，在 2023 年前国内市场规模将接近 300 亿，公司作为同行业唯一上市公司，在未来国产化和行业整合中将具有先发优势。

深化与中卫市政府合作，加强公司业务在西北辐射：

在珠海项目建设建设完成前，公司主要的产能在宁夏中卫生生产基地。公司多年与中卫政府保持良好关系，并于 2018 年 10 月 24 日与中卫政府签订框架协议，公司计划“投资 8.1 亿元人民币，在中卫建设年产 6.8 万吨高分子材料功能助剂及配套原料项目。项目建成达产后，预期年可实现销售收入 27 亿元、利税 3 亿元”。公司在中卫的持续投入，将有利于公司更好的服务西北巨量的煤化工下游客户，巩固并且加强公司产品在西北的辐射范围。

我们预计公司 2018-2020 年净利润分别为 1.96、2.57、3.35 亿，考虑助剂行业具有用户粘性强、下游需求弹性小的特点，看好公司产能释放带来收入稳定增长，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：产能扩建不达预期，营销渠道拓展、U-pack 开发受阻影响销量

4.3.4、万华化学：MDI 国际龙头地位巩固，多点开花推动业绩增长

整体上市方案落地，跻身 MDI 国际巨头：

公司 MDI 权益产能约 150 万吨，整体上市后产能将提高到 210 万吨(注入宁波万华剩余股权和 BC 100% 股权等)，超过巴斯夫(180 万吨)跃居全球第一大 MDI 企业，跻身国际化工巨头，同时公司开启新一轮产能扩张，包括新增烟台万华 50 万吨、宁波万华 30 万吨以及计划在美国建设 40 万吨 MDI 一体化项目，全球 MDI 产能进一步集中，公司龙头地位巩固，长期看 MDI 盈利有望稳定在合理可观水平。

PC、PMMA 等新材料贡献新盈利增长点，100 万吨乙烯项目打开成长空间：

2018 年底到 2019 年 30 万吨 TDI、8 万吨 PMMA、5 万吨 MMA、二期 13 万吨 PC 将陆续投产，TPU、ADI、水性涂料等其他新材料市场前景广阔，项目稳步推进。长期看，公司投入 178 亿建设 100 万吨乙烯项目，与现有业务形成协同效应，完善产业链一体化，项目预计 2020 年 6 月建成，将为公司打开成长空间。

三大业务板块持续发力，维持“强烈推荐”评级：

暂不考虑吸收合并，预计公司 2018-2020 年净利润分别为 103、80、93 亿元。看好公司 MDI 国际地位进一步提升、石化板块持续发力以及新材料多点开花，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：MDI 价格大幅下滑；原料成本大幅提升；项目进展不及预期

4.3.5、华鲁恒升：弱周期新型煤化工标杆，乙二醇打开成长空间

成本优势行业领先的新型煤化工龙头

公司是新型煤化工龙头，依托先进水煤浆气化技术构建多联产热、电能循环利用网络，并通过研发投入、工艺改进、优化管理形成行业领先的成本竞争优势，同时打造“一线多头”柔性多联产平台，多拳头产品依托平台并驾齐驱，能够根据市场变化灵活调整产品组合，实现盈利最大化，公司周期属性将持续弱化。

煤制乙二醇顺利投产，公司盈利跨步新台阶：

10月8日公司公告50万吨/年煤制乙二醇项目打通全部流程,目前已实现满负荷、高品质产出,未来2-3年国内煤制乙二醇产能加速释放,公司依托煤气化平台成本优势保障其超额收益,按5800元/吨测算,估计增厚业绩约3.5亿。

预计醋酸紧张维持2年,煤化工龙头维持高盈利:

2020年前全球醋酸新增产能停滞,下游PTA需求增加,而醋酸装置每年都需要检修,未来供需趋紧;国内尿素持续去产能,叠加出口需求升温,盈利稳步提升。公司“合成氨+甲醇”产能320万吨,是国内成本控制一流的煤化工龙头,下游产品享有成本优势,盈利居于行业平均水平之上。

化工园区认定落地+入选新旧动能转换项目,打消公司成长疑虑:

公司所在化工园区顺利获得山东省认定,扫清公司发展障碍,同时150万吨绿色化工新材料项目(乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等)入选山东新旧动能转换项目库,打消市场对公司前景疑虑,打开未来成长空间。

50万吨乙二醇贡献业绩增量,维持“强烈推荐”评级:

预计公司2018-2020年净利润分别为32.55、27.06、28.78亿。公司是煤化工龙头,具有行业领先的成本优势,乙二醇产能释放推动业绩增长,维持“强烈推荐”评级。

风险提示:油价大幅下滑;煤炭成本上涨过快;下游需求不及预期

5、风险提示

原油价格大幅下滑;中美贸易恶化;下游需求不及预期

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，新时代证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。

因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及新时代证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

分析师介绍

程磊，12年证券研究经验，2017年加盟新时代证券，2011-2015年连续5年基础化工行业新财富最佳分析师，善于产业链跟踪与分析，及时把握行业和公司拐点。

投资评级说明

新时代证券行业评级体系：推荐、中性、回避

推荐：未来6-12个月，预计该行业指数表现强于市场基准指数。

中性：未来6-12个月，预计该行业指数表现基本与市场基准指数持平。

回避：未来6-12个月，未预计该行业指数表现弱于市场基准指数。

市场基准指数为沪深300指数。

新时代证券公司评级体系：强烈推荐、推荐、中性、回避

强烈推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。该评级由分析师给出。

推荐：未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。该评级由分析师给出。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

免责声明

新时代证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批复，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告由新时代证券股份有限公司（以下简称新时代证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或意图违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

新时代证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给新时代证券客户的，属于机密材料，只有新时代证券客户才能参考或使用，如接收人并非新时代证券客户，请及时退回并删除。

本报告所载的全部内容只供客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。新时代证券根据公开资料或信息客观、公正地撰写本报告，但不保证该公开资料或信息内容的准确性或完整性。客户请勿将本报告视为投资决策的唯一依据而取代个人的独立判断。

新时代证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。新时代证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告所载内容反映的是新时代证券在发表本报告当日的判断，新时代证券可能发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但新时代证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。新时代证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的新时代证券网站以外的地址或超级链接，新时代证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

新时代证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。新时代证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

除非另有说明，所有本报告的版权属于新时代证券。未经新时代证券事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式更改、复制、传播本报告中的任何材料，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为新时代证券的商标、服务标识及标记。

新时代证券版权所有并保留一切权利。

机构销售通讯录

北京	郝颖 销售总监
	固话：010-69004649
	邮箱：haoying1@xsdzq.cn
上海	吕筱琪 销售总监
	固话：021-68865595 转 258
	邮箱：lyyouqi@xsdzq.cn
广深	吴林蔓 销售总监
	固话：0755-82291898
	邮箱：wulinman@xsdzq.cn

联系我们

新时代证券股份有限公司 研究所

北京地区：北京市海淀区北三环西路99号院1号楼15层

邮编：100086

上海地区：上海市浦东新区浦东南路256号华夏银行大厦5楼

邮编：200120

广深地区：深圳市福田区福华一路88号中心商务大厦23楼2317室

邮编：518046

公司网址：<http://www.xsdzq.cn/>