

以稳为主、顺势而为

——化工行业 2019 年投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2018 年 12 月 13 日

行业核心观点：

由于大宗商品进入下行通道、油价大幅下降加之我国宏观经济增速放缓导致市场对需求端悲观预期，我们预计 19 年化工行业整体景气度会下行，在此过程中，挑选那些有明确支撑点的且受周期下行扰动较少的子版块显得尤为重要，据此，我们推荐四条逻辑主线：1、有刚性需求、政策支撑以及价格处于相对低位的农化板块；2、下游需求刚性的大炼化“PX-PTA”产业链的化纤板块；3、具有高度市场占有率、高进入壁垒以及高度一体化产业链的超一线龙头；4、具有高成长、受惠于政府政策支持的化工新材料板块龙头。

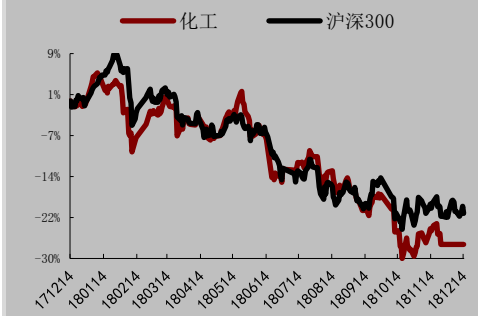
投资要点：

- **农化板块：需求不断回暖，板块景气程度有望持续。**全球农产品自 2013 年持续五年低迷，价格处于历史低位，自 18 年中旬库存开始下降，有所回暖，需求端的回暖会拉动农药价格的相应提升。此外，国内高压环保态势虽然自 18 年第四季度有边际弱化的迹象，但我们认为弱化只是短暂放松，长期来看，环保政策一直是我国政府坚持贯彻实施的基本政策，环保力度即使会有下降，下降程度也会有限，这也保障了业内龙头的高议价优势，建议关注磷肥行业以及农药行业。
- **化纤板块：民营大炼化项目投产在即，改善 PX-PTA 产业链供需。**民营炼化项目建设预计将于 18 年底至 19 年初陆续投产，这部分项目具有配套设施齐全，成本低廉的特点，综合竞争力较强，建成投产以后或将具有较好的盈利能力，这将会改善化纤产业链供需格局。此外，化纤板块中 PX 进口依赖度较高，而原油于 18 年三季度以后开始暴跌，后逐步回稳，原油价格的大幅下滑导致乙烯、PX 价格的下滑，因此，上游拥有较强自供给能力的企业以及下游具有定价权的企业将会明显受益。
- **新材料板块：需求快速增长，发展潜力巨大。**首先，从估值上来看，大部分新材料板块标的估值已经回调到相对低位的区间，具有配置的价值；其次，化工行业的产能扩张期一般为 3 年，而大概在 1-1.5 年企业利润达到周期高点，随后利润下行，这轮周期历史高点位于 2018H1，因而周期下行过程中，上游产能不断扩张，导致利润逐步往下游传递，新材料板块大多数标都是下游龙头企业。
- **风险提示：原油价格继续大幅下行，政策力度大幅下降，民营大炼化投产不达预期、中美贸易战加剧。**

盈利预测和投资评级

股票简称	17A	18E	19E	评级
扬农化工	22.48	13.27	10.61	增持
万华化学	11.54	8.73	6.87	买入
恒逸石化	12.75	8.89	7.06	增持
华鲁恒升	20.01	6.92	6.15	买入

化工行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2018 年 12 月 13 日

相关研究

万联证券研究所 20181210_行业周观点
_AAA_OPEC 减产, MTBE、丙烯、PTA 领涨
万联证券研究所 20181203_行业周观点_AAA_油价持续下跌, 化工品进入企稳周期
万联证券研究所 20181126_行业周观点_AAA_市场淡稳, 化工品周期下调

分析师： 宋江波

执业证书编号：S0270516070001

电话：02160883490

邮箱：songjb@wlzq.com.cn

研究助理： 黄侃

电话：02160883490

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

目录

1、2018 市场行情回顾.....	4
1.1 市场表现.....	4
1.2 2018Q3 基础化工经营情况回顾.....	7
2、2019 市场展望.....	9
2.1 需求面：经济下行，下游市场需求承压.....	9
2.2 供给面：龙头企业加速扩产，行业集中度进一步加深.....	13
2.3 原料面：原油价格中枢下行，利好下游细分行业.....	13
3、农化板块：需求不断回暖，板块景气度有望持续.....	14
3.1 农药：估值处于历史底部，政策支撑明显.....	14
3.2 磷肥：磷矿石供应缩紧，利好资源优势龙头.....	15
4、化纤板块：民营大炼化项目投产在即，改善 PX-PTA 产业链供需.....	19
5、新材料板块：需求快速增长，发展潜力巨大.....	19
6、投资建议.....	20
图 1. 2018 年以来化工板块跑输沪深 300 指数.....	4
图 2. 中信化工二级行业涨跌幅 (%).....	4
图 3. 化工行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中第 10 位.....	5
图 4. CS 化工行业三级子行业涨跌幅 (%).....	5
图 5. 2012-2018 年 CS 基础化工 PE 变化趋势.....	6
图 6. 中信基础化工二级行业 PE 值 (截止至 2018/12/10).....	6
图 7. 2012-2018 年 CS 基础化工 PB 变化趋势.....	7
图 8. 中信基础化工二级行业 PB 值 (截止至 2018/12/10).....	7
图 9. CS 基础化工行业前三季度营收及其增速.....	7
图 10. CS 基础化工行业前三季度归母净利润及其增速.....	7
图 11. 2012-2018Q3 CS 基础化工资产负债率走势图.....	9
图 12. 基础化工销售毛利率.....	9
图 13. 日本、欧盟、美国以及中国 GDP 增速走势图.....	10
图 14. 美国 PMI 环比增速.....	10
图 15. 中国 PMI 走势图.....	10
图 16. 中国化工产品价格指数 (CCPI).....	10
图 17. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速.....	11
图 18. 商品房销售面积及其同比增速.....	11
图 19. 2011-2018 汽车销量及其同比增速.....	11
图 20. 2012-2018 服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比.....	11
图 21. RPI：家用电器及音像器材当月同比.....	11
图 22. 2010-2018 各类农产品价格指数累计同比走势.....	11
图 23. CS 基础化工行业固定资产投资完成额.....	12
图 24. CS 基础化工行业资产负债率走势.....	12
图 25. 布油和 WTI 油价格走势.....	13
图 26. 美国页岩油开采量 (千桶/日).....	13
图 27. 全球主要农产品库存量/百万吨.....	14
图 28. 全球主要农产品市场价格走势.....	14
图 29. CS 农药 PE 估值.....	15

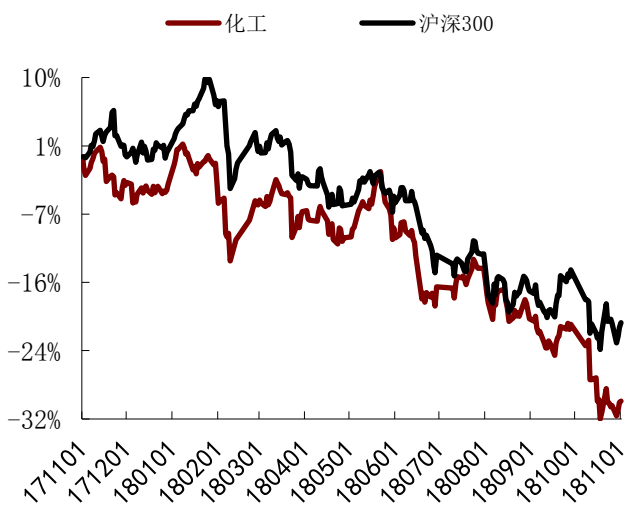
图 30. CS 农药 PB 估值走势.....	15
图 31. 全国磷矿储量分布.....	16
图 32. 磷矿石主产地产量/万吨.....	16
图 33. 磷矿石 2012-2018 每月开采量及其同比.....	16
图 34. 磷矿石价格走势.....	16
图 35. MAP、DAP 价格走势.....	17
图 36. PX、PTA 进口依赖度.....	18
图 37. PX 产量、产能、表观消费量走势图.....	18
表 1. 中信基础化工行业排名前 10 和后 10 个股涨跌幅情况(截止 2018-12-10).....	5
表 2. 2018Q3CS 基础化工二级、三级子行业经营情况(截止 2018-12-10).....	8
表 3. 主要中上游产品价格变化.....	14
表 4. 2017 以来磷矿政策.....	17
表 5. 未来 PTA 产能投放情况.....	17
表 6. 2018 聚酯产能投放情况.....	18
表 7. 主要民营炼化项目及其投产时间.....	19

1、2018 市场行情回顾

1.1 市场表现

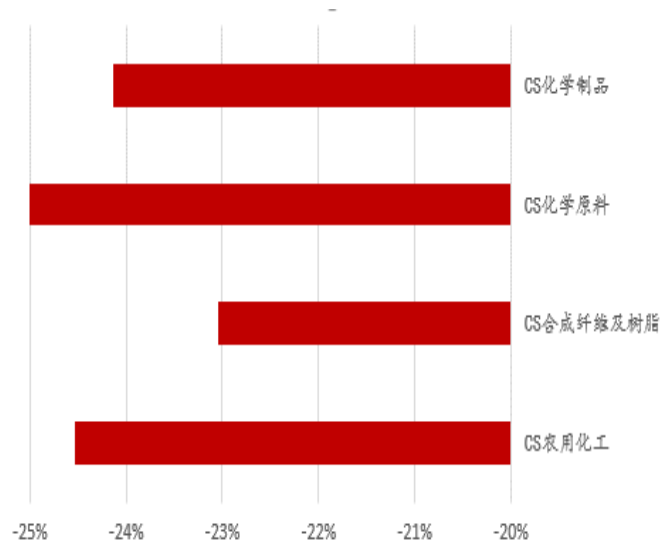
截止到 2018 年 12 月 10 日，中信基础化工指数下跌了 24.42%，跑输沪深 300 指数 2.60 个百分点，绝对收益位列中信 29 个一级行业中第 10 位。二级板块也都相应下跌，其中 CS 农用化工跌幅-24.54%、CS 合成纤维及树脂-23.04%、CS 化学原料-25.27%、CS 化学制品-24.14%，行业整体表现在外部大环境不佳情况下尚可。

图 1. 2018 年以来化工板块跑输沪深 300 指数



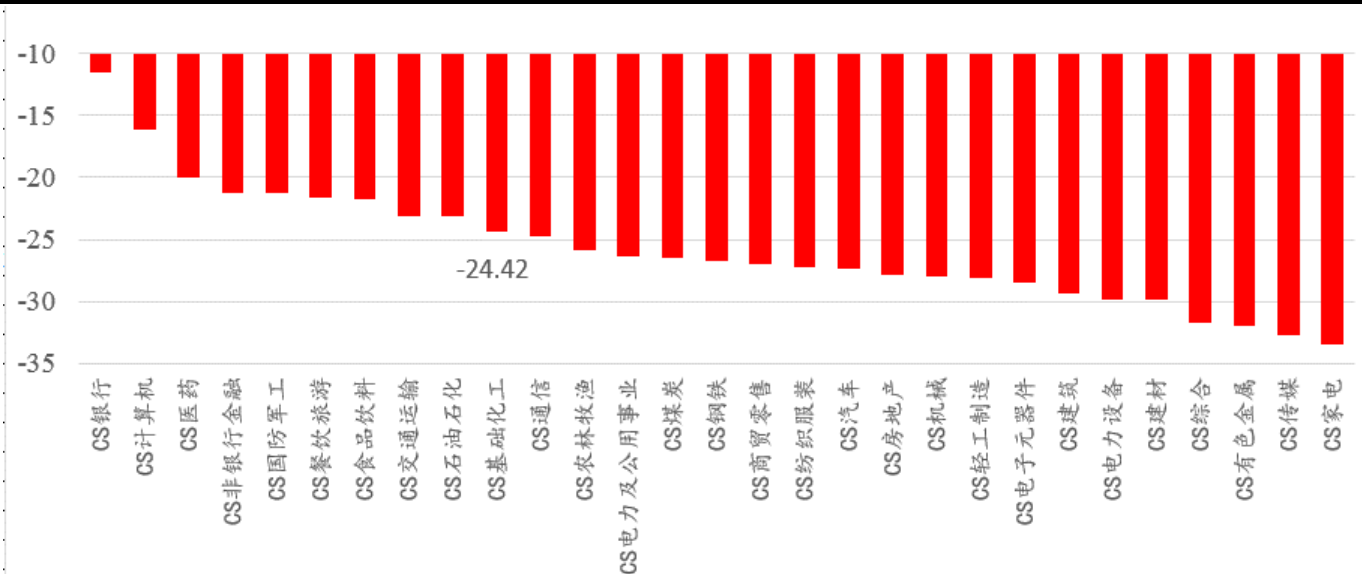
数据来源：WIND，万联证券研究所

图 2. 中信化工二级行业涨跌幅 (%)



数据来源：WIND，万联证券研究所

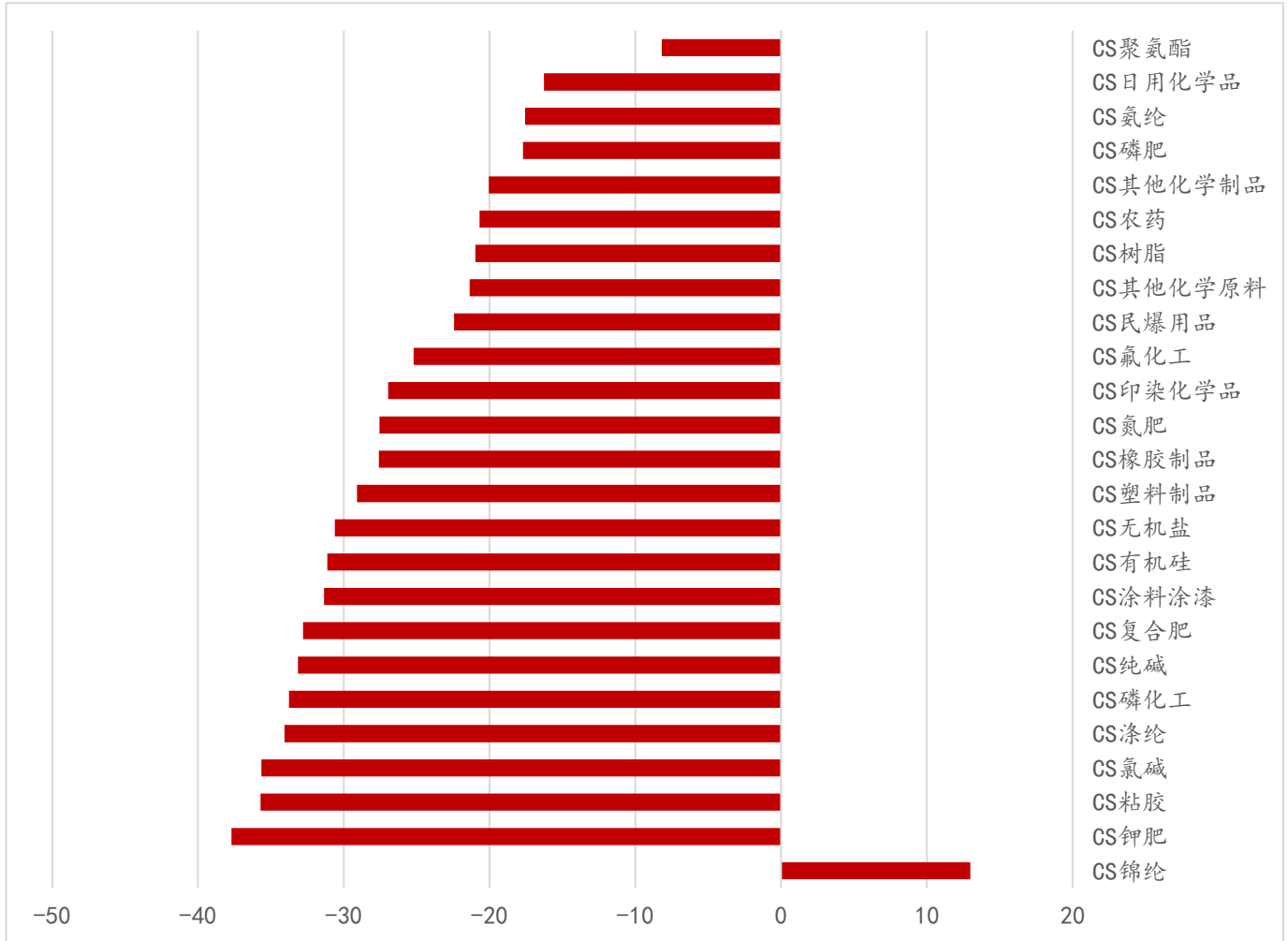
图 3. 化工行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中第 10 位



数据来源：WIND，万联证券研究所

从三级行业来看，2018 年三级板块也出现相应的下跌，其中跌幅最小的五个三级行业分别为锦纶 12.99%、聚氨酯-8.18%、日用化学品-16.26%、氨纶-17.57%、以及磷肥-17.71%。跌幅最大的五个三级行业分别为钾肥-37.72%、粘胶-35.71%、氯碱-35.65%、涤纶-34.06%以及磷化工-33.76%。

图 4. CS 化工行业三级子行业涨跌幅 (%)



数据来源：WIND，万联证券研究所

个股方面，除了今年刚上市的次新股外，我们统计了中信化工行业个股涨跌幅情况，其中涨幅前五的分别为中石科技 (285.18%)、建新股份 (94.30%)、神马股份 (60.88%)、利安隆 (58.70%)、珀莱雅 (58.28%)，而跌幅前 5 的个股基本上跌了 60%以上，分别为顾地科技 (-77.53%)、金力泰 (-70.45%)、西陇科学 (-65.95%)、海达股份 (-63.26%)、未名医药 (-62.60%)。

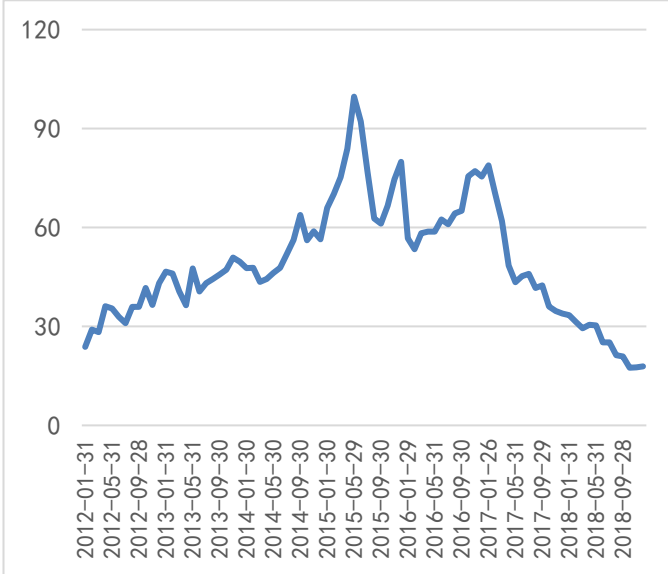
表 1: 中信基础化工行业排名前 10 和后 10 个股涨跌幅情况 (截止 2018-12-10)

涨幅前10的个股			跌幅前10的个股		
代码	简称	涨跌幅 (%)	代码	简称	涨跌幅 (%)
300684.SZ	中石科技	285.1771	002694.SZ	顾地科技	-77.5332
300107.SZ	建新股份	94.2979	300225.SZ	金力泰	-70.4513
600810.SH	神马股份	60.8819	002584.SZ	西陇科学	-65.9492
300596.SZ	利安隆	58.7019	300320.SZ	海达股份	-63.2558
603605.SH	珀莱雅	58.2773	002581.SZ	未名医药	-62.5978
300132.SZ	青松股份	49.8143	300072.SZ	三聚环保	-59.5692
300487.SZ	蓝晓科技	43.9530	002496.SZ	ST辉丰	-59.5406
002382.SZ	蓝帆医疗	34.4804	002054.SZ	德美化工	-58.7123
600596.SH	新安股份	31.0224	002450.SZ	康得新	-57.8453
300037.SZ	新宙邦	25.7712	600227.SH	圣济堂	-57.4048

数据来源：WIND，万联证券研究所

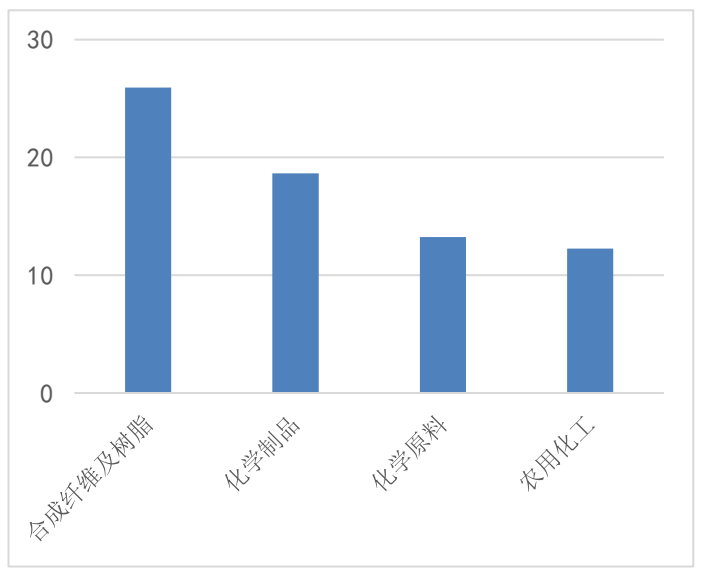
从PE估值方面来看，CS基础化工PE自2015年以来不断下滑，截止2018年12月，CS基础化工PE跌至15左右，同比下降14，估值处于近6年来最低点。二级子行业中，PE估值（TTM，整体法）从上往下分别为合成纤维及树脂25.94、化学制品18.66、化学原料13.23以及农用化工12.25。

图 5. 2012-2018 年 CS 基础化工 PE 变化趋势



数据来源：WIND，万联证券研究所

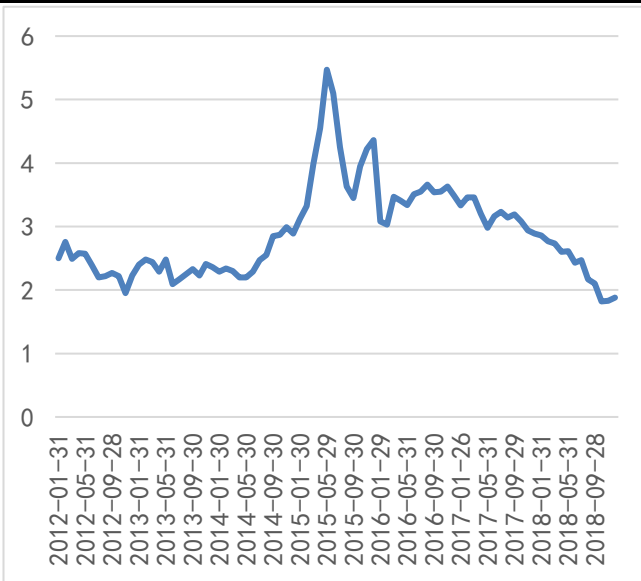
图 6. 中信基础化工二级行业 PE 值（截止至 2018/12/10）



数据来源：WIND，万联证券研究所

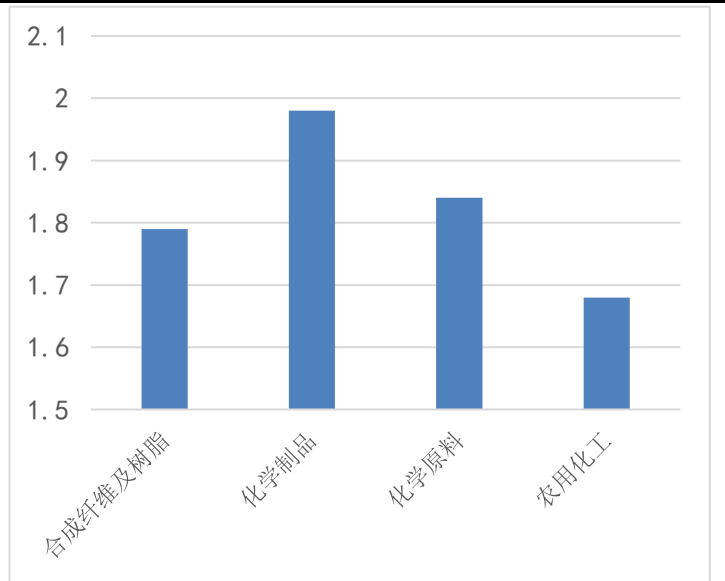
从PB估值情况来看，化工行业PB为1.8倍，行业整体估值在中信29个行业中处于中等偏上地位，同比下降1.01倍，PB值也接近过去6年的最低点，二级子行业中，PB估值从上往下分别为化学制品1.98、化学原料1.84、合成纤维及树脂1.79、以及农用化工1.68。

图 7. 2012-2018 年 CS 基础化工 PB 变化趋势



数据来源: WIND, 万联证券研究所

图 8. 中信基础化工二级行业 PB 值 (截止至 2018/12/10)

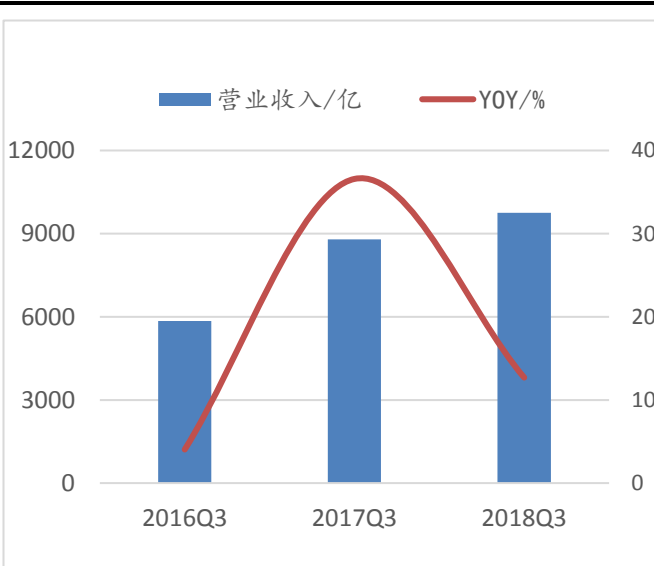


数据来源: WIND, 万联证券研究所

1.2 2018Q3 基础化工经营情况回顾

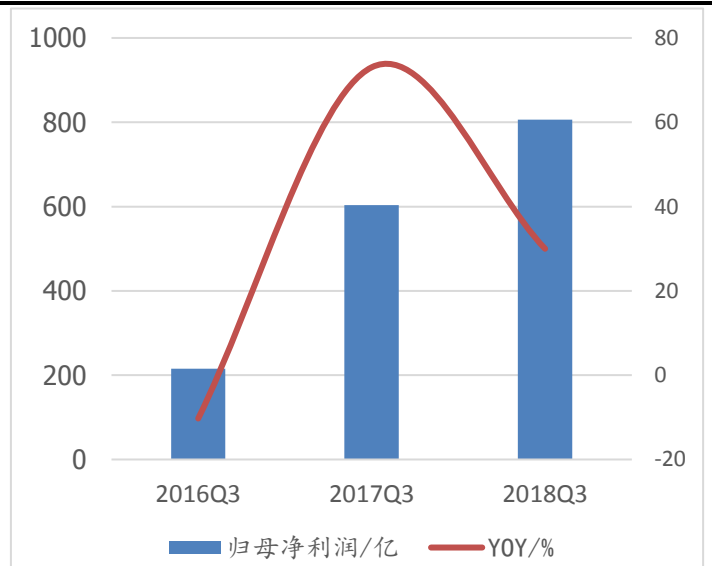
整体来看, 2018年前三季度CS基础化工行业业绩较为理想, 营收增速以及营业利润增速维持一个较高水平, 总计实现营收9746.75亿, 同比增长12.69%; 归母净利润为806.42亿元, 同比增长29.99%; 18年三季度基础化工销售毛利率为22.66%, 同比下降2.45%。

图9. CS基础化工行业前三季度营收及其增速



数据来源: WIND, 万联证券研究所

图10. CS基础化工行业前三季度归母净利润及其增速



数据来源: WIND, 万联证券研究所

此外, 从子版块来看, CS基础化工四个二级行业都实现了10%以上的营收同比增长, 25个三级子行业中有20个行业营收保持同比增长, 其中排名前五的分别为钾肥(50.25%)、氯碱(29.55%)、印染化学品(24.46%)、聚氨酯(21.95%)、树脂(21.39%)。

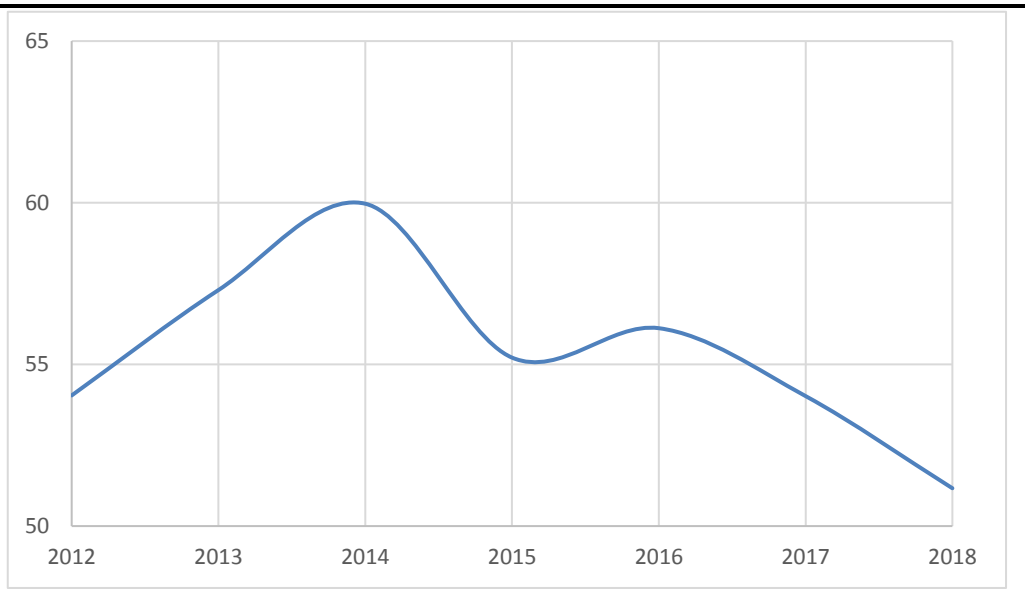
表2：2018Q3CS基础化工二级、三级子行业经营情况（截止2018-12-10）

板块	营业总收入/亿	YOY	营业利润 / 亿	YOY	归母净利润 / 亿	YOY
CS 农用化工	2,271.12	18.15	243.05	89.88	184.36	81.21
CS 氮肥	836.30	17.01	92.43	269.52	72.04	286.09
CS 钾肥	137.58	50.25	0.10	-90.82	-4.60	-149.99
CS 磷肥	123.44	8.78	10.69	26.17	9.02	29.78
CS 复合肥	362.64	11.18	22.05	10.30	17.26	7.76
CS 农药	811.15	19.74	117.79	60.31	90.64	46.31
CS 合成纤维及树脂	445.31	9.03	33.58	36.35	25.35	24.72
CS 涤纶	68.93	-10.87	5.09	-16.51	3.55	-19.83
CS 维纶	0.00		0.00		0.00	
CS 氨纶	40.98	14.03	5.14	33.21	4.25	29.44
CS 粘胶	64.85	4.34	1.73	-34.19	1.34	-37.88
CS 锦纶	115.39	9.72	9.50	573.56	6.03	574.56
CS 树脂	155.16	21.39	12.12	13.94	10.17	6.45
CS 化学原料	3,456.97	13.44	423.32	23.20	312.12	21.76
CS 纯碱	257.25	5.86	31.27	8.40	25.80	9.08
CS 氯碱	1,083.55	29.55	93.54	4.64	75.78	5.26
CS 无机盐	76.86	15.81	10.29	48.04	6.43	32.58
CS 氟化工	161.94	-3.60	31.62	92.50	23.91	104.11
CS 有机硅	27.40	20.91	1.64	16.99	1.46	0.92
CS 磷化工	537.45	-11.13	15.19	68.78	5.45	26.07
CS 聚氨酯	763.25	21.95	163.72	25.36	111.76	25.55
CS 其他化学原料	549.28	14.42	76.05	24.70	61.53	24.66
CS 化学制品	3,496.69	9.15	362.03	17.06	284.59	17.62
CS 日用化学品	335.85	8.87	24.61	54.80	19.66	50.39
CS 民爆用品	624.95	14.02	49.15	-4.39	35.98	9.25
CS 涂料油漆	208.96	-1.74	38.77	5.37	32.70	6.26
CS 印染化学品	452.18	24.46	76.56	56.49	58.56	53.16
CS 橡胶制品	700.86	-0.99	46.35	27.16	29.02	20.78
CS 塑料制品	548.03	14.13	55.10	12.14	47.93	16.85
CS 其他化学制品	625.85	7.36	71.50	1.17	60.74	-1.86

数据来源：WIND，万联证券研究所

从资产负债率来看，基础化工整体资产负债率从15年开始逐步呈现下降趋势，主要原因是15年国家进行了供给侧改革，导致中上游的基础化工行业景气度不断向上，上游行业的景气导致盈利能力提升，资产负债率不断下降，2018Q3季度资产负债率为51.17%，同比下降2.85%。

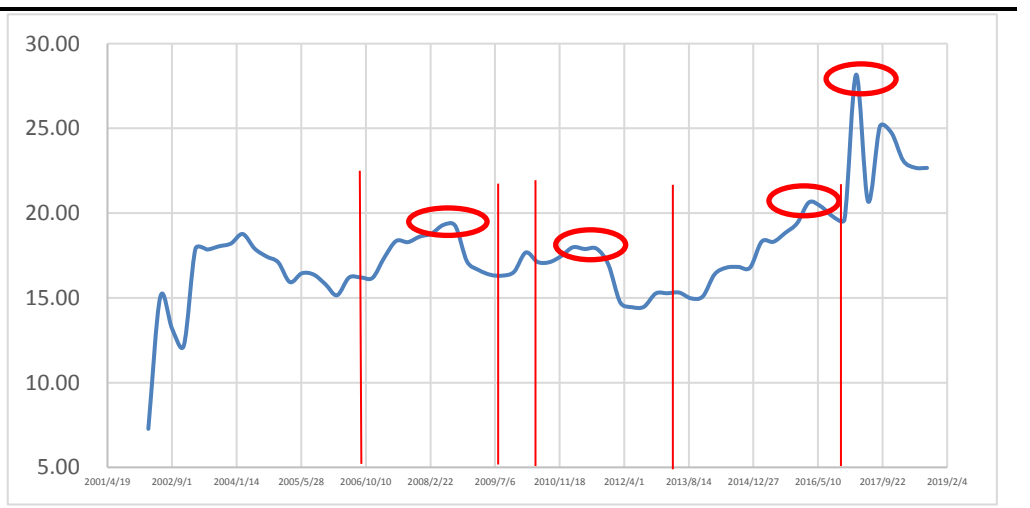
图11：2012-2018Q3 CS基础化工资产负债率走势图



数据来源：WIND，万联证券研究所

从周期来看，历史上化工企业产能扩张周期大约为3-4年，而一般利润的高点出现在扩产后的1-1.5年，并于第3年-第4年之间跌至谷底，而本轮周期上市化企周期启动于2016Q2，利润高点位于2017Q2-Q3之间，最高销售毛利率达到了28.17%，因此我们预计，2019年大概率是周期下行阶段，这轮周期的谷底应该在2019Q3-2020Q2之间。

图12：基础化工销售毛利率



数据来源：WIND，万联证券研究所

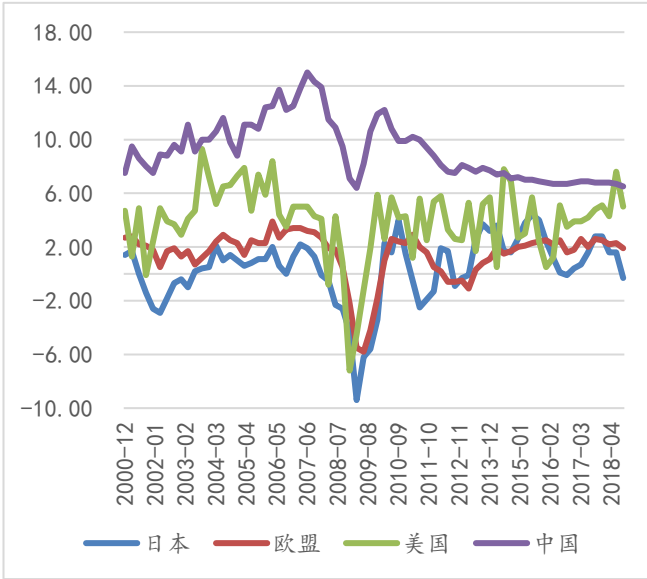
2、2019 市场展望

2.1 需求面：经济下行，下游市场需求承压

从全球市场来看，2014年全球经济回落，于15年初达到底部，然后随着中国经济的发展，油价慢慢回升，发达国家经济慢慢复苏，直到17年全球经济达到一个较为繁荣的态势，17年全球PMI指数达到了峰值，随后18年前三

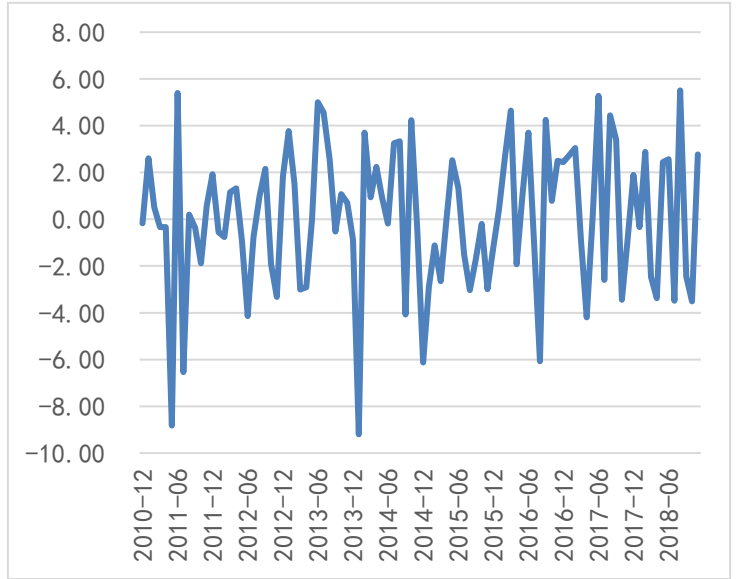
季度美国经济持续走强，而日本以及欧盟等发达国家GDP开始下滑，截止12月，我们认为美国经济强势态势逐步转弱，预计2019美国经济增速大概率会回落，而欧盟和日本经济回落态势明显，所以2019全球经济下行风险加大。

图13. 日本、欧盟、美国以及中国GDP增速走势图



数据来源：WIND，万联证券研究所

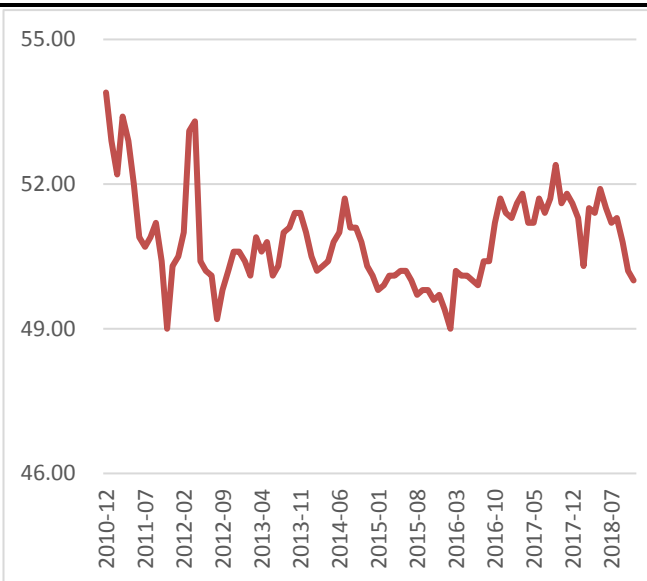
图14. 美国PMI环比增速



数据来源：WIND，万联证券研究所

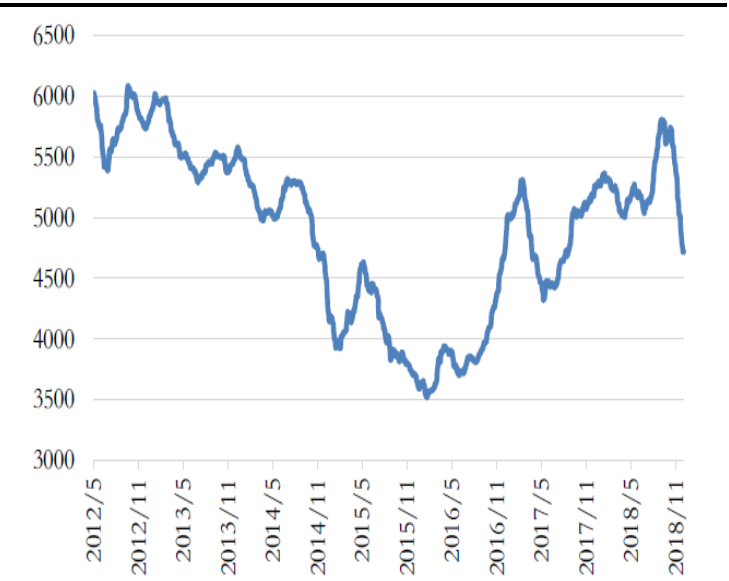
从国内市场看，我国PMI指数自18年中旬开始不断下滑，截止到11月降为50.0，同比下降1.80。中国化工产品价格指数从16年以来不断上涨，于18年9月达到了6年以来的峰值5800点，然后快速滑落，截止12月，指数下降到约4700点，降幅达到了18.96%。

图15. 中国PMI走势图



数据来源：WIND，万联证券研究所

图16. 中国化工产品价格指数 (CCPI)

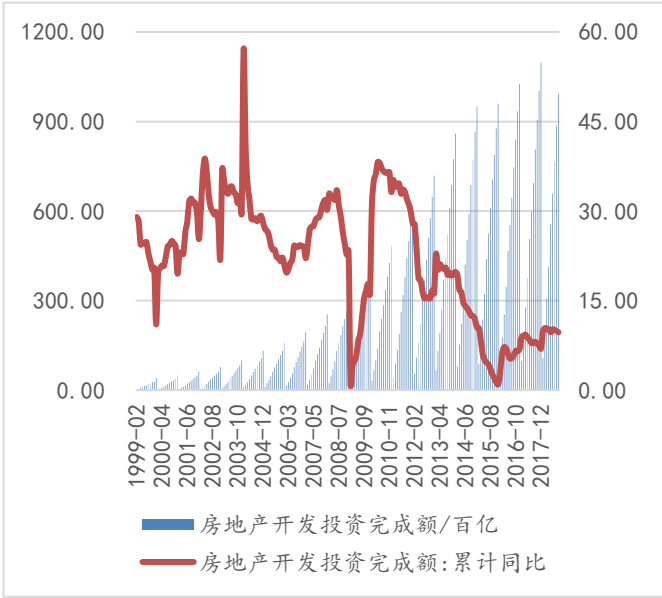


数据来源：WIND，万联证券研究所

全球经济的增速放缓必然会对化工行业造成影响，这些影响主要体现在化

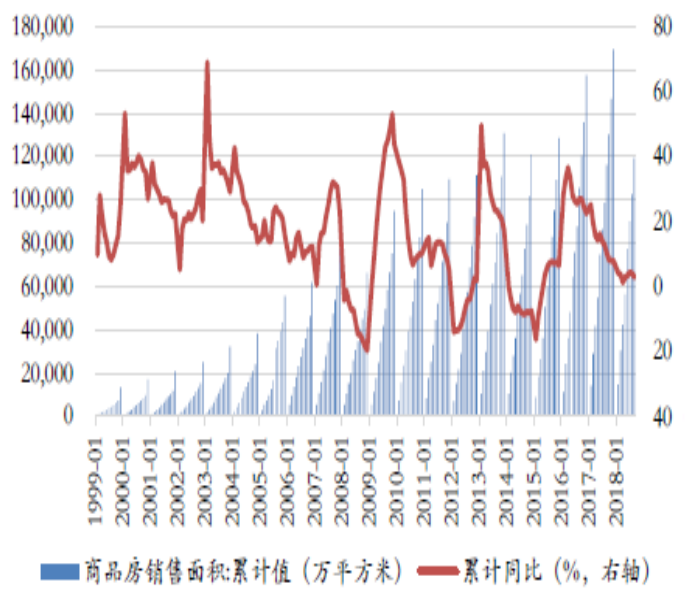
工行业下游的房地产、汽车、农业、家电、服装等方面，下游这些行业增速的放缓，化工品下游需求增速降低，加之中美贸易战形势未定，未来是否会继续加征关税尚未可知，也会一定程度抑制下游房地产、汽车、家电、纺织服装行业的需求。

图17. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速



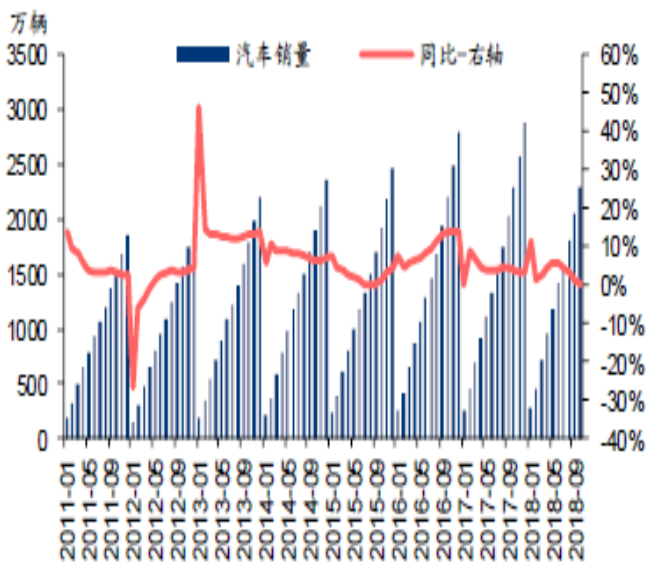
数据来源：WIND, 万联证券研究所

图18. 商品房销售面积及其同比增速



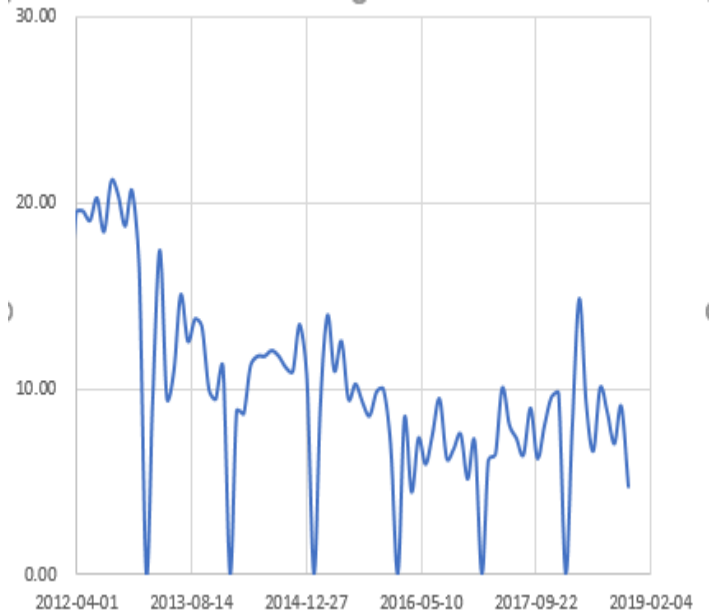
数据来源：WIND, 万联证券研究所

图3. 2011-2018汽车销量及其同比增速



数据来源：WIND, 万联证券研究所

图20. 2012-2018服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比



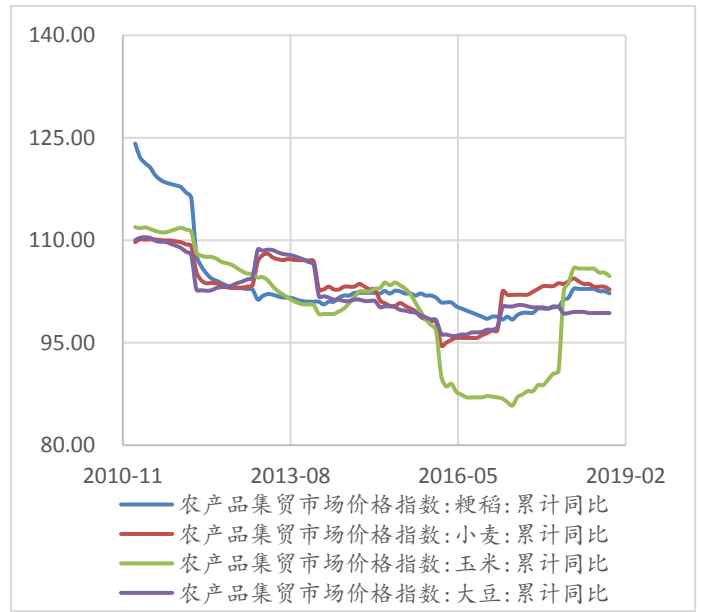
数据来源：WIND, 万联证券研究所

图4. RPI：家用电器及音像器材当月同比

图5. 2010-2018各类农产品价格指数累计同比走势



数据来源: WIND, 万联证券研究所

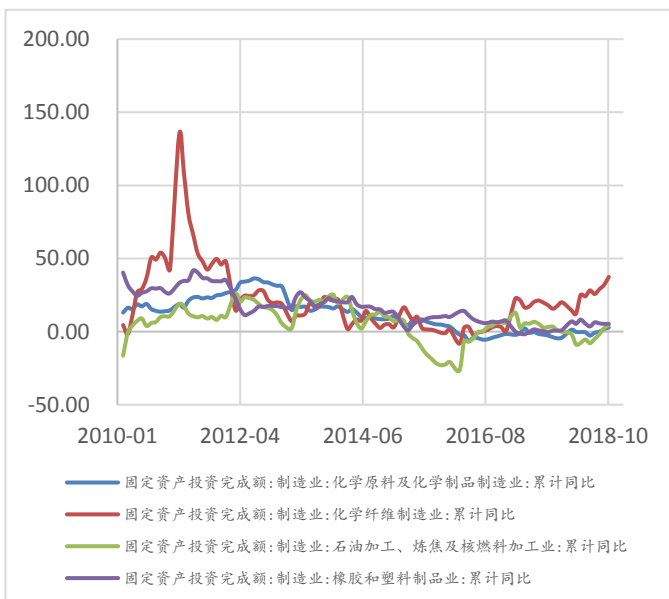


数据来源: WIND, 万联证券研究所

2.2 供给面: 龙头企业加速扩产, 行业集中度进一步加深

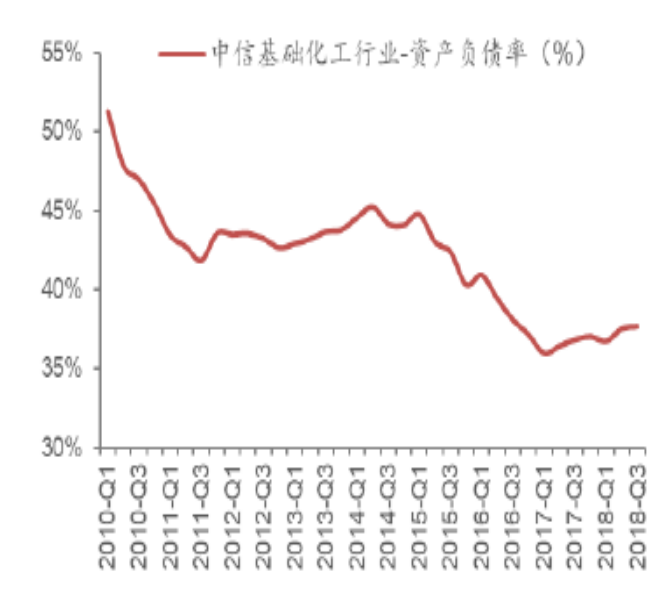
化工行业固定资产投资自2011-2012年间达到历史高峰以后, 产能严重过剩, 行业景气度不断下滑, 随后4年多的时间都处于去产能的过程中, 直到16年行业景气度有所回暖, 但受制于环保高压和供给侧改革, 行业固定资产投资增速放缓, 直到18年9月转为正增长, 10月份同比增速为2.80%, 达到3年里的高位水平, 此外行业在建工程增速和化工行业资产负债率也有所提升, 但提升程度不大, 这主要是由于环保高压态势加速中小落后产能的退出, 而龙头企业资本开支力度加大, 企业扩产意愿更强烈。

图23. CS基础化工行业固定资产投资完成额



数据来源: WIND, 万联证券研究所

图24. CS基础化工行业资产负债率走势



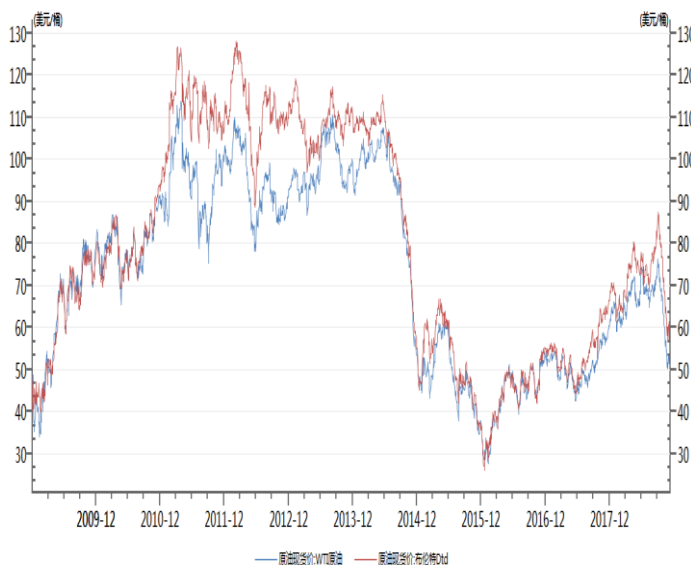
数据来源: WIND, 万联证券研究所

2.3 原料面：原油价格中枢下行，利好下游细分行业

基础化工作为一个中游行业，它的上游基本都是石油、煤炭、天然气等能源资源。在这些能源资源中，石油作为众多化工产品的最初始原料，其价格的波动影响着整条化工产业链，而原油价格波动受到政治、金融、供需关系等各方面因素的影响。

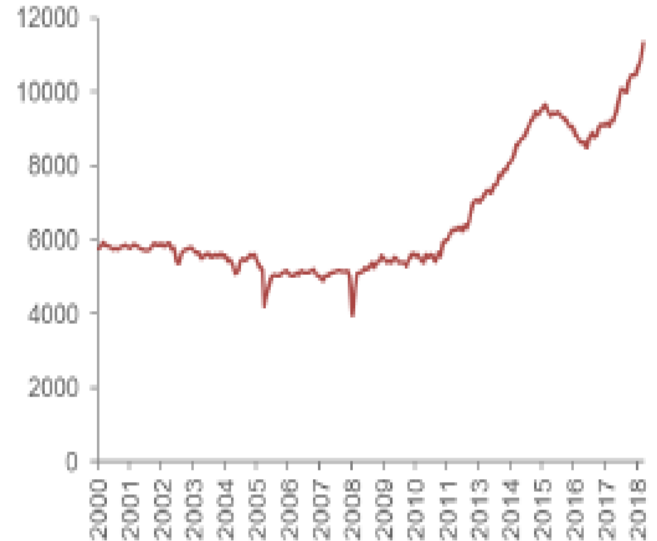
从2018年1-9月，原油价格由于OPEC减产、美国原油产量上行等一系列因素影响，呈现出震荡上行的走势，截止9月末，布油突破80美元/桶，达到了近三年的峰值，然而，10月，OPEC增产以及沙特公开宣称大幅增产导致供需关系的天平反转，原油库存持续增加，油价出现了大幅回落。12月10日，虽然OPEC宣布减产120万吨，但沙特前些时期减产不达预期加之市场上原油的较高库存以及美国大力开采并出口页岩油的影响，原油价格并没有明显提振。综合来看，原油市场的需求现阶段已经明显小于供给端，原油价格中枢或将下行，我们认为波动区间在62-67美元/桶之间。

图25. 布油和WTI油价格走势



数据来源：WIND，万联证券研究所

图26. 美国页岩油开采量（千桶/日）



数据来源：WIND，万联证券研究所

受油价下行影响，主要中上游化工品普遍出现回落现象，主要包括从石油中提炼出来的“三烯、三苯”以及延伸产品包括苯乙烯、MDI、TDI、环氧丙烷、甲醇等。考虑到前面已经提到的经济下行导致的需求疲软，原油价格下跌导致的中上游原材料价格下跌并不会利好化工中上游企业的盈利，主要原因是：原油价格降低会导致市场恐慌情绪加剧，让本就已经疲软的需求雪上加霜，下游的客户会对市场持观望态度，从而引发中上游厂家互相杀价，形成利空。而偏下游的需求较刚需的农化、纺织服装等板块以及精细化工新材料板块，因为其下游客户整体需求度较高，需求决定定价权，未来或将受益于原油价格下行。

表3. 主要中上游产品价格变化

产品	价格	较昨日	较上周	较上月	较年初	较去年同期
环氧丙烷	10167	1.16%	4.01%	-10.68%	-26.24%	-14.20%
苯酚	8713	0.87%	-0.57%	-25.13%	-17.90%	-20.34%
甲醛	2212	0.73%	2.60%	-18.83%	-27.59%	-25.75%
乙烯	805	0.63%	-8.00%	-10.56%	-39.70%	-38.31%
丁腈橡胶	19313	0.46%	0.78%	-14.16%	-5.79%	-8.03%
丙烯酸腈	11814	0.24%	0.12%	-26.66%	-11.01%	-13.61%
苯酐	7650	0.00%	2.68%	-1.92%	9.29%	-7.27%
天然橡胶	10417	0.00%	0.81%	1.96%	-14.96%	-13.43%
苯胺	6070	0.00%	-0.82%	-19.07%	-47.69%	-46.78%
丁二烯	9900	-0.25%	-2.94%	-4.81%	2.06%	-3.41%
聚乙烯	9458	-0.25%	-0.33%	-3.77%	-8.10%	-0.0938
聚合MDI	11250	-0.69%	-3.57%	-11.42%	-58.73%	-59.48%
PA6	15950	-0.93%	-1.24%	-12.60%	-11.63%	-13.08%
苯乙烯	8433	-0.97%	-2.32%	-8.10%	-19.82%	-22.35%
MEG	5823	-1.19%	-4.62%	-5.33%	-24.90%	-22.50%
甲醛	1353	-1.24%	-3.08%	-15.60%	-19.70%	-17.10%
纯MDI	21317	-1.31%	-3.54%	-3.10%	-30.45%	-23.91%
二甲苯	5500	-1.49%	-4.61%	-20.59%	-6.26%	-6.78%
PX (CFR中国)	1057.67	-1.70%	2.89%	-6.63%	12.76%	16.44%
TDI	18737	-1.70%	-2.54%	8.62%	-52.86%	-44.26%
丙烯	7888	-2.06%	-0.78%	-9.44%	-1.61%	0.29%
纯苯	5318	-2.12%	-4.46%	-10.86%	-22.74%	-24.39%
甲苯	5200	-2.49%	-2.62%	-23.60%	-9.20%	-9.83%

数据来源：百川资讯，万联证券研究所

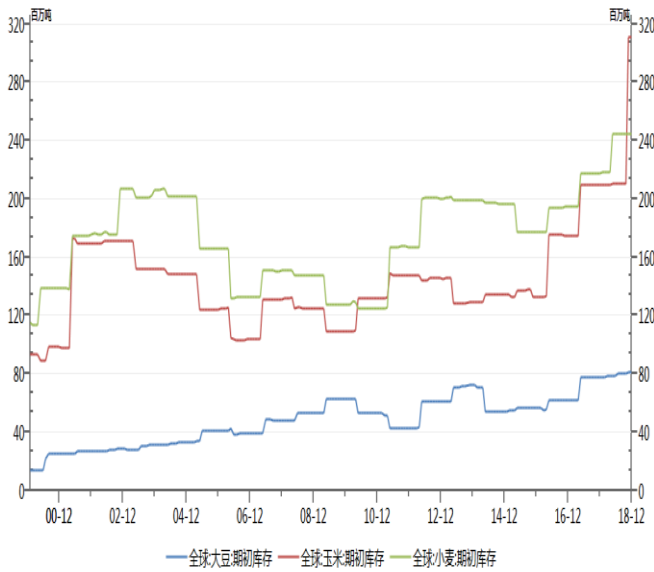
3、农化板块：需求不断回暖，板块景气程度有望持续

3.1 农药：估值处于历史底部，政策支撑明显

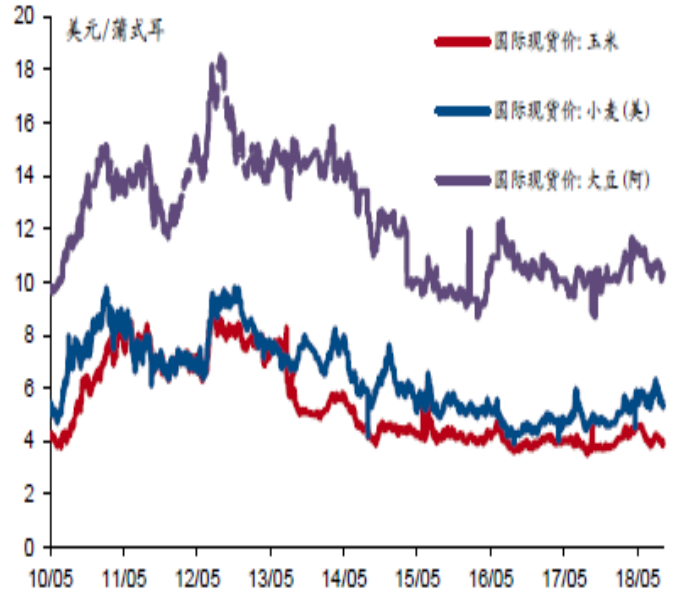
全球农产品自2013年持续五年低迷，价格处于历史低位，并于18年中旬库存下降，行业有所回暖。从需求端来看：农产品价格的回暖必然会带动农资消费的升级，农药需求量上升；从供给端来看：我国从2017年开始实行高压环保态势，环保政策的不断出台一方面限制了农药的供给量，另一方面优化了行业结构，加速了中小落后产能的退出，提高了龙头企业的核心地位，行业集中度进一步提升。

图27. 全球主要农产品库存量/百万吨

图28. 全球主要农产品市场价格走势



数据来源：WIND，万联证券研究所



数据来源：WIND，万联证券研究所

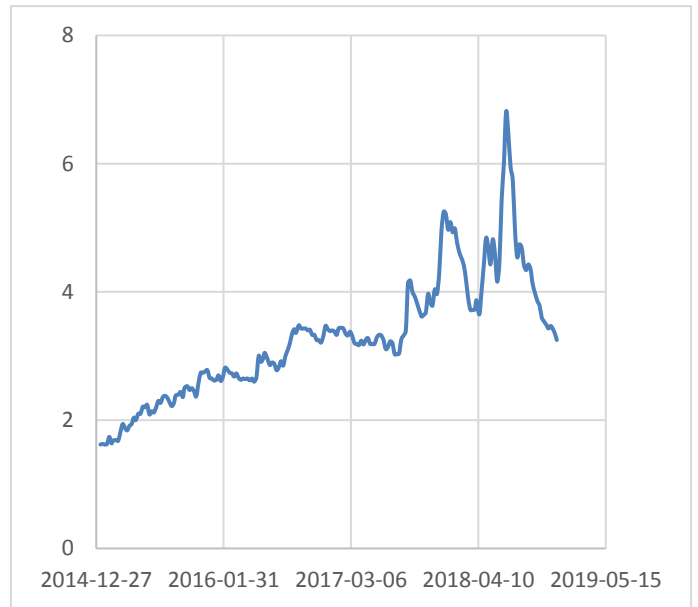
自2016年底以来，农药行业估值不断下降，主要原因是供给侧改革的推进，供给端减少，农药产品价格上升，农药行业上市公司盈利能力大幅提升，截止至2018年12月10日，CS农药的行业估值为13.75倍，已经处于近年来的历史底部区域。

图29. CS农药PE估值



数据来源：WIND，万联证券研究所

图30. CS农药PB估值走势



数据来源：WIND，万联证券研究所

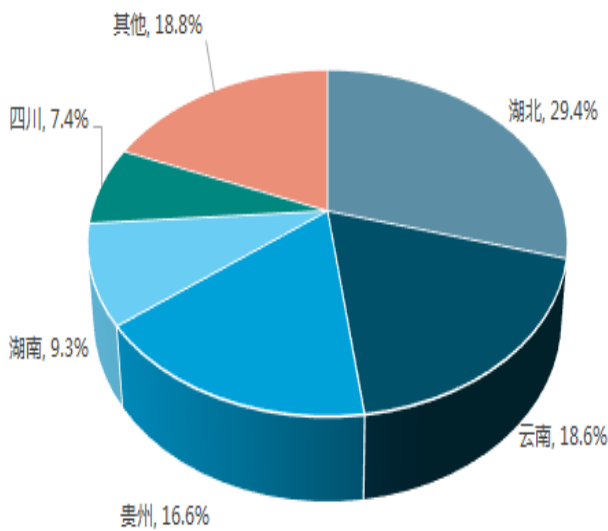
3.2 磷肥：磷矿石供应缩紧，利好资源优势龙头

磷肥的上游基本来源于磷矿石，据统计，全球70%的磷矿石用于生产磷肥，

2017年全球磷矿石储量约700亿吨，主要集中于摩洛哥，我国磷矿石总储量为33亿吨，约占全球比例的5%，主要分布在湖南、湖北、四川、贵州以及云南五省。

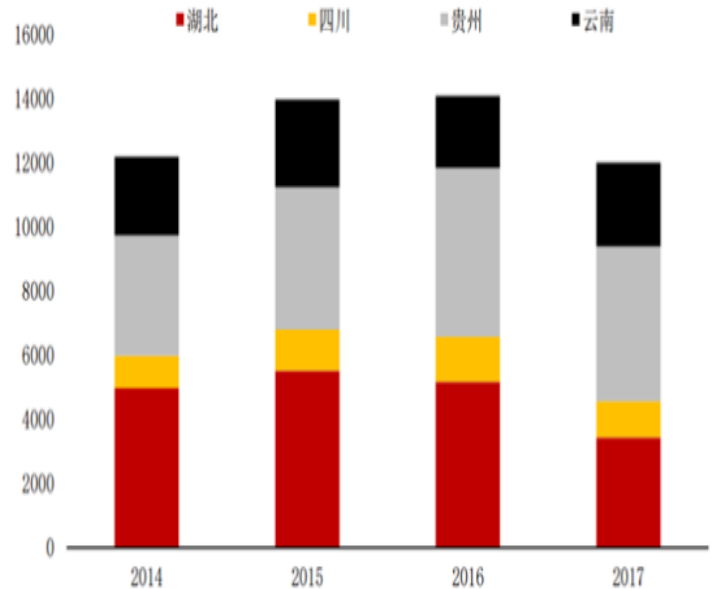
自2017年开始，云贵川鄂等磷矿石主产区由于环保高压政策相继限产，在环保限产政策下，17年磷矿石产量快速下降，截止18年10月，我国磷矿石累计产量下降25%，磷矿石价格也从2017年Q4季度开始反弹，同期磷肥价格也随之上扬，加之16年我国发布全国矿产资源规划，磷矿也被列入了战略性矿产目录，这也将进一步限制磷矿石的出口供应。整体来看，考虑到磷矿石由于其战略资源的特性以及下游磷肥导致的磷石膏污染严重问题，未来我国继续坚持环保大旗，去除中小落后产能，整合资源是必然趋势。

图6. 全国磷矿储量分布



数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

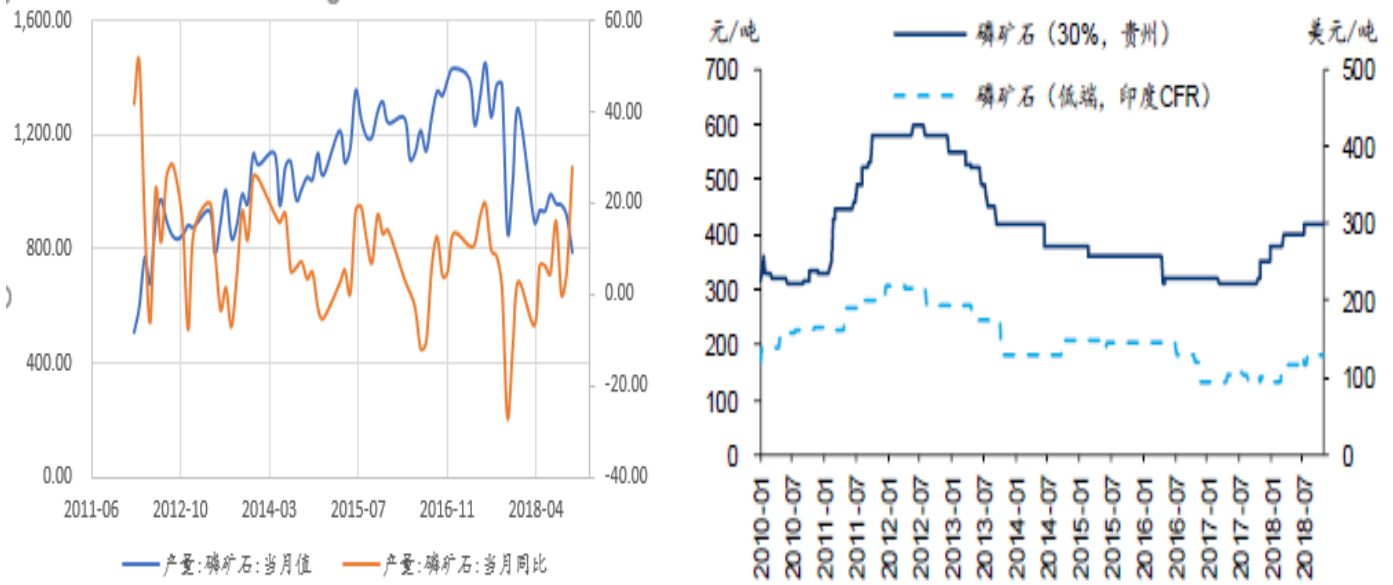
图7. 磷矿石主产地产量/万吨



数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图33. 磷矿石2012-2018每月开采量及其同比

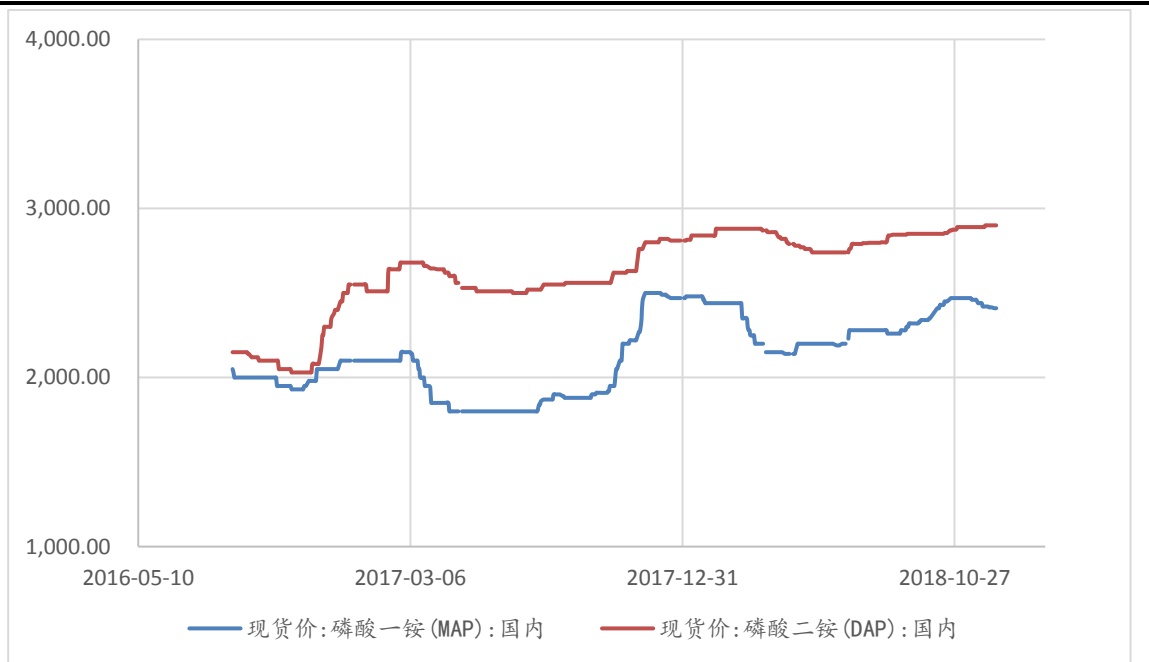
图34. 磷矿石价格走势



数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图35. MAP、DAP价格走势



数据来源：wind，万联证券研究所

表4. 2017以来磷矿政策

地点	时间	事件
湖北	2017	关闭生产能力15万吨/年以下企业，不得新建50万吨/年以下磷矿企业

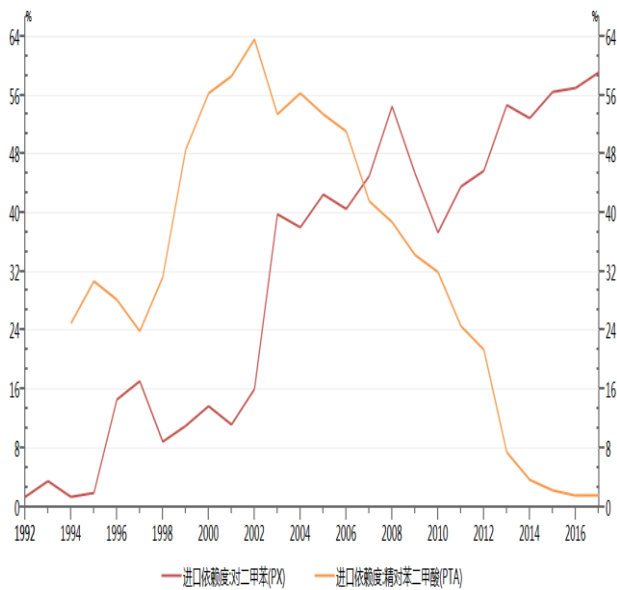
云南	2018-2020	《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案》
四川	2017	《关于加强九顶山自然保护区生态环境保护的决议》
贵州	2017	实施“以渣定产、严控排污总量”政策

数据来源：中国化肥网，万联证券研究所

4、化纤板块：民营大炼化项目投产在即，改善PX-PTA产业链供需

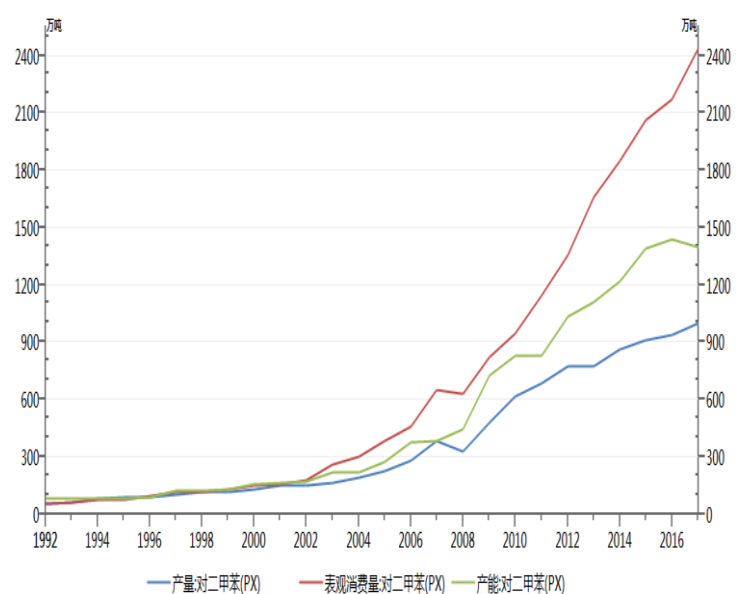
2011年以来，国内PTA产能扩张迅速，直到2014年以后增速逐步放缓，2017年国内PTA产能同比增长为4.1%。目前国内PTA产能约为4700万吨，其中有效产能约为3500万吨，而在PTA装置投产计划中，2018暂无新建产能，今年产能增量都是17年装置的投产，在PTA无新增产能的情况下，它的上游PX是产业链的利润核心，截止2018年Q3，我国对PX进口依赖度较高，达到了60%，但随着民营炼化产能快速投放，PTA对PX的议价能力上升。在从PTA的下游看，聚酯自2017年聚酯产能约4992万吨，实际产量为约4000万吨，行业平均开工率达到了80%，2018年上半年聚酯产量约为2200万吨，同比增长了13.5%，下游聚酯需求的增长拉动PTA需求的增长，长期来看，PX-PTA整体供需格局改善，未来利润会从PX向下游传递。

图36. PX、PTA进口依赖度



数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

图8. PX产量、产能、表观消费量走势图



数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

表5. 未来PTA产能投放情况

表6. 2018聚酯产能投放情况

名称	产能	投产时间	名称	产能	投产时间
新风鸣一期	220	2019	新风鸣	90	2018Q1-Q3
中泰化学	120	2020	桐昆恒邦	210	2018Q1-Q4
恒力石化	500	2020	福建百宏	25	2018Q1
福建百宏	240	2020 以后	福建经纬	25	2018Q1
中金石化	600	2020 以后	江阴澄高	60	2018Q4
			江阴三房巷	50	2018Q4

数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

自2016年以来，国内多个PX-PTA领域民营龙头为了完善自己的产业链，逐步向上游延伸，涉足炼化领域。目前民营炼化龙头主要存在于浙江以及山东两省，分别为浙江石油集团和山东炼化能源集团。目前国内主要的民营炼化项目如恒逸石化文莱PMB项目、恒力炼化、浙江石化等预计都将在2019年初进行投产。

表7. 主要民营炼化项目及其投产时间

公司	项目	时间
恒力股份	2000 万吨/年恒力炼化一体化	预计 2018Q4 投产
荣盛石化、桐昆股份	2000 万吨/年浙江石化一期	预计 2019Q1 投产
恒逸石化	800 万/吨年文莱 PMB 炼化项目	预计 2019 投产
东方盛虹	1600 万吨/年盛虹炼化一体化	预计 2019-2020 投产

数据来源：各公司公告，万联证券研究所

与传统炼化装置相比，民营炼化具有以下优势：1. 产业链一体化优势，原油炼化的下游产品PX与原油的PTA-聚酯产业链紧紧相连，投产以后，公司一方面能减少对原料PX进口依存度高的问题，另一方面炼化项目中的产生的乙烯可以制备MEG，从而实现涤纶全产业链一体化，有效降低成本，增强自身盈利能力；2. 地方政府支持的优势，四大民营企业投产炼化项目，对当地就业等都有较强的促进作用，地方政府为其出台了一些相关的政策红利；3. 装置体量较大保持高效产能的同时能减少装置运行成本，恒力、浙江石化项目均为国内单套装置原油加工能力全国最大。

5、新材料板块：需求快速增长，发展潜力巨大

新材料是指那些新出现或已在发展中的、具有传统材料所不具备的优异性能和特殊性能的材料。新材料板块所涵盖的领域相对宽泛，但整体来说具有以下特点：1. 用户粘性高；2. 龙头多为下游企业；3. 具有高技术门槛、高研发投入的特点。因此，我们的推荐逻辑是：1、挑选未来行业下游需求增速加快作为有效支撑的龙头企业，如用于5G光纤通信紫外固化材料；2、政府大力支持推进的子版块，如半导体LCD、OLED板块。

6、投资建议

由于全球经济增速放缓、叠加中美贸易战的不确定性、大宗商品以及原油的价格下行，短期来看，我们认为明年态势不甚理想，但长期来看，我们并不悲观，基础化工行业作为典型的周期行业，在周期下行的区间不代表没有投资机会，相反，在下行的过程中，布局一些处于估值底部且具有良好的支撑点的子版块才是制胜之道。个股我们推荐：扬农化工、万华化学、恒逸石化、华鲁恒升。

风险提示：原油价格继续大幅下行、政策力度大幅减弱、民营大炼化投产不达预期、中美贸易战加剧。

扬农化工（600486）

菊酯和麦草畏行业景气，促进公司业绩增长：近期受益于环保高压态势，苏北地区装置停产导致菊酯及其中间体市场供应持续偏紧，产品价格不断提高，截止10月，功夫菊酯、联苯菊酯报价分别为37、42万元，分别同比增长98%、66%。短期来看，环保高压态势仍将持续，菊酯行业供仍将处于紧平衡，产品高价有望维持，利好公司业绩增长。另一方面，麦草畏有望大量推广应用于北美，原因是孟山都披露其含麦草畏和草甘膦的双抗种子试用良好，预计19年合计种植面积将达到5000万英亩，20年达到6000万英亩后，公司作为全球麦草畏龙头企业，行业竞争优势明显。

拟收购中化国际农化资产、打造一体化产业链：公司于18年8月2日与中化国际签订协议，拟收购中化国际持有的中作物100%股权和农研公司100%股权。中作物成立于11年1月，主要从事化工原料以及产品、技术的进出口，拥有丰富的下游销售渠道。农研公司是我国颇具影响的研发平台。这次对两家公司的收购，有望拓宽公司原有及销售渠道，进一步增加公司研发实力，完善公司一体化产业链。

加码投资，扩大产能保障公司未来发展：公司近期公告，将建设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，项目总估算值为4.3亿元，预计将在2020增加收入，实现公司产品多元化和高端化，为公司未来发展保驾护航。

盈利预测及投资建议：看好公司未来发展前景，预计18-19年公司归母净

利分别为9.74亿、12.18亿，对应EPS分别为3.14元、3.93元，对应当前股价PE分别为13.27倍、10.61倍，维持“增持”评级。

风险提示：环保力度大幅降低，菊酯产品价格大幅降低。

万华化学（600309）

石化系列营业收入稳步增长：公司石化系列产品主要涵盖丙烷、MTBE、丙烯酸及其酯、TBA、正丁醇以及环氧丙烷等产品，其中PDH工艺制备的丙烯产能（75万吨）、MTBE（75万吨）、丁醇（26万吨）和丙烯酸及其酯类（30万吨），其中，各种产品有涨有跌，但现有石化核心产品的PDH制备的丙烯价格自二季度以来不断上涨，丙烯价格山东价格为9100元/吨，比二季度上涨10.51%，带动石化业务稳定增长。此外，公司投资178亿建设100万吨乙烯项目将为公司未来发展提供坚实保障。

新材料业务板块快速发展，为公司发展提供保障：新材料业务实现销量22.1万吨，同比增长28.0%，实现营业收入为41.9亿元，同比增长38.8%，公司18-19年有望实现13万吨/年PC、8万吨/年PMMA、3万吨/年SAP的产能，新材料业务板块丰富了公司的产业多元化，并提高了公司未来的抗风险能力，完善了一体化产业链，为公司未来业绩保驾护航。

集团资产整体上市+全球化布局，未来发展可期：万华化学发布并购重组预案，按照30.42元/股价格向控股股东万华化工的5名股东国丰投资、合成国际、中诚投资、中凯信、德杰汇通发行总计17.16亿股公司股票，对万华化工实施吸收合并，万华化学为吸收合并方，万华化工作为被吸收合并方。吸收合并完成后，万华化工持有的万华化学13.10亿股股票将会被注销，本次交易后实际新增股份数为4.06亿股，按停牌前收盘价36.44元计算，市值增长约150亿。通过这次交易，BC公司将成为上市公司的子公司，万华化工的股东也将成为上市公司的股东，从而实现万华化学资产的整体上市。重组完成以后，公司MDI产能由自有180万吨加上BC公司产能30万吨变为210万吨，跃居全球第一，并实现了公司全球化的布局，在计划于亚洲、欧洲和美洲三大主要市场均建有生产基地，公司从由单一的MDI寡头垄断企业，发展到拥有两大产业链和六大事业部，业务覆盖异氰酸酯、TDI、聚醚多元醇等聚氨酯领域；丙烯酸及其酯、环氧丙烷等石化领域；水性PUD、PA乳液、TPU、ADI表面材料等特种化学品及材料产业领域的全面一体化化工公司，未来发展可期。

盈利预测及投资建议：我们预计公司2018-2019年公司归母净利润分别为100.55亿、129.01亿（原值为135.63亿、160.93亿），对应EPS分别为3.678元、4.719元，对应当前股价PE分别为8.73倍、6.80倍。维持“买入”评级。

风险提示：MDI价格大幅下降，石化产品价格大幅下降。

恒逸石化（000703）

PTA产业链景气有望持续，保障公司四季度业绩：目前来看，PTA整体负荷为74%，开工率处于相对高位，加之现有库存天数大致为5-7天，下游聚酯需求仍然较为旺盛，我们预计下游涤纶长丝新增产能增速预计是7-8%，而需求增速预计为8-9%，供需格局向好，加之四季度仍有多套检修计划，因此PTA产业链景气度有望持续，预计四季度PTA价格仍有望维持偏强震荡，公司PTA权益产能达到612万吨，弹性巨大。

文莱炼化项目进展顺利，进一步完善一体化优势：文莱炼化项目顺利实施，截止8月底整体进度完成65%，项目累计已发生建设期投资额16.34亿美元，预计将在18年底完全建成，19年Q1将实现投产，随着文莱炼化项目的投产，公司产业链将进一步完善，降低公司未来生产成本。

积极并购相关企业，完善公司上下游产业链配套：公司积极并购整合相关聚酯资产，拟置入嘉兴逸鹏（20万吨）、太仓逸枫（25万吨）资产、浙江双兔新材料（100万吨）100%股权并新建海宁一期100万吨长丝及短纤项目，预计公司未来能新增220万吨聚酯长丝产能，进入行业一线梯队，实现PTA-聚酯的均衡发展。

盈利预测及投资建议：看好公司未来发展前景，预计18-19年公司归母净利分别为32.76亿、41.25亿，对应EPS分别为1.419元、1.787元，对应当前股价PE分别为8.89倍、7.06倍。维持“增持”评级。

风险提示：PTA价格大幅下跌，聚酯价格大幅下降。

华鲁恒升（600426）

公司煤气化技术成本优势明显，醋酸等主营产品价格维持高位：公司以水煤浆气化技术为核心，形成了尿素200万吨、醋酸50万吨、丁辛醇20万吨、己二酸16万吨、DMF25万吨以及其他产品总计约40万吨的高度一体化化工园区。公司前三季度肥料实现销量134.5万吨，同比增长17%，实现营收20.60亿；己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇销量基本同比持平，但是价格分别同比上涨10%、66%、10%，实现对应营收为14.82亿、19.29亿、12.42亿，同比增长12.6%、69.8%、17.2%。

新产能50万吨煤制乙二醇为公司业绩提供新亮点：公司年产50万吨乙二醇项目近期投产，加上公司原有的5万吨/年合成尾气制乙二醇，累计达到产量55万吨/年。近期，随着涤纶行业的发展，刚性需求不断增大，2017年我国乙二醇产能810万吨，产量约为610万吨，进口量高达875万吨，出口量仅为2万吨，对外依存度高达59%，加之公司煤制乙二醇具备较高的成本优势（<5000元/吨），未来会快速被市场消化，给公司业绩提供新的增长点。

一体化园区+一头多线发展模式，为公司未来发展提供有效保障：公司在现有产能的情况下，积极推进上游原材料配套以及技术的全面升级，积极优化现有工艺，提高生产效率，优化产业结构，实现电力的高效运用，运

用“一头多线”的循环经济发展模式，形成了高度完善的一体化工业园区，未来公司竞争优势明显。

盈利预测及投资建议：看好公司未来发展前景，预计18-19年公司归母净利润分别为30.71亿、34.54亿，对应EPS分别为1.896元、2.132元，对应当前股价PE分别为6.92倍、6.15倍，维持“买入”评级。

风险提示：醋酸价格大幅下跌，煤化工产品价格大幅下降。

化工行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2018年12月13日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		17A	18E	19E	最新		17A	18E	19E	最新	
600486	扬农化工	1.66	3.14	3.93	14.59	41.70	22.48	13.27	10.61	2.86	增持
600309	万华化学	3.93	3.68	4.72	4.65	11.76	11.54	8.73	6.87	2.73	买入
000703	恒逸石化	1.02	1.42	1.79	6.22	12.62	12.75	8.89	7.06	2.03	增持
600426	华鲁恒升	0.75	1.90	2.13	7.15	13.12	20.01	6.92	6.15	1.84	买入

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。
基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司或其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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。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。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。

本报告的版权仅为本公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦
北京 西城区平安里大街28号中海国际中心