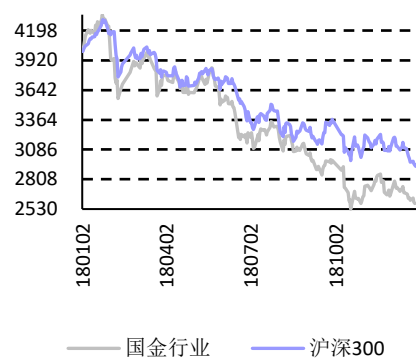


市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	2582.83
沪深 300 指数	3010.65
上证指数	2493.90
深证成指	7239.79
中小板综指	7336.11



相关报告

- 1.《乙二醇竞争压力提升,原油价格波动下行-【国金大化工】行业周报》,2018.12.23
- 2.《碳酸二甲酯长期供需向好,涤纶PTA价差修复-【国金大化工】行...》,2018.12.16
- 3.《换个角度看中间体未来发展,OPEC+达成减产协议-【国金大化...】》,2018.12.9
- 4.《化肥行业冬储动态报告:春耕需求终将释放,磷肥价格稳中上涨-【...】》,2018.12.5
- 5.《从产业链转移及竞争力优势角度研判中间体行业发展趋势-中间体行...》,2018.12.3

蒲强 分析师 SAC 执业编号: S1130516090001
puqiang@gjzq.com.cn

杨翼荣 联系人
yangyiyong@gjzq.com.cn

杜旷舟 联系人
dukz@gjzq.com.cn

黄梓灿 联系人

化工行业转型“高端制造”,把握成本优化及技术创新的发展机遇

行业观点

■ **中国经济将进入“稳中趋缓”的新常态:** 未来刺激内需将成为稳定经济增长的重中之重;现阶段的经济表现出两点特征:从“快速下滑的低迷期”转向“稳中趋缓的调整期”;从“外向型”转向“内生型”。

■ **我国化工具备高质量发展的雄厚基础,成本持续优化以及技术创新是核心:** 我国化工行业进入成熟期,依靠资源、人力等粗放发展阶段难以维继;依靠拥有全产业链布局优势、不可比拟的市场空间和技术研发的持续投入,行业未来将加速向高质量的发展阶段迈进,而成本持续优化以及技术创新是接下来发展的核心。

优化产业链以及生产工艺将不断加深企业护城河,提升竞争优势;这是目前国内龙头企业最具代表性的发展路径,短期也是其他细分行业企业崛起的必经之路;长期来看,高精度、高纯度等高技术要求的产品依然极大依赖进口,产品价格居高不下,具有极高的利润空间,是行业技术进步的大趋势。

■ **在油价宽幅震荡,经济“稳中趋缓”背景下,库存对周期机会影响凸显:** 原油 2019 年需求增速仍疲软,但相比 2018 年有所好转;2019 年美国产量增速有所降低,但依然是最快;OPEC 减产执行率从 2018 年下半年开始下降,在油价四季度大幅下跌之后减产协议将延长至 2019 年 6 月之后。总体来看,供给端博弈加剧,需求不确定性较大,2019 年油价将宽幅震荡。

在弱势的经济背景下,大宗商品供需结构有可能继续出现小幅恶化,趋势上来看仍处于下行态势,但可能下滑最快的阶段已经走完。在全面供大于求的阶段,供需影响将逐渐弱化,库存的影响将会凸显,2019 年仍可关注库存去化比较显著的产品带来的阶段性机会。

投资建议

■ 在我国化工传统优势逐渐趋于弱化的背景下,国内高质量化工企业将迎来更为突出的发展机遇,我们认为产业链布局以及工艺优化先行构筑更深护城河,技术创新厚积薄发。根据以上的分析,我们从四个维度出发,关注我国化工细分行业未来的发展机遇:

■ 关注不断巩固我国制造业强大供应链以及工艺优化优势的子行业和企业:如受益于产业转移,发展空间巨大的中间体行业;通过极致的成本优化,建立牢固的行业竞争壁垒的企业,例如华峰氨纶;

■ 关注通过产业链的一体化布局有效抵御风险、扩展盈利空间的企业:关注万华化学、广信股份等

■ 周期机会来自以下三个维度:1.行业景气度较高的细分行业:碳酸二甲酯等;2.上游产品价格下跌,利润向中游转移:PTA—聚酯、改性塑料等;3.库存变化带来周期阶段性机会:可关注周期白马华鲁恒升等。

■ 关注未来需求持续增长的行业,如天然气行业、汽车尾气催化剂、电子化学品等。

风险提示

■ 经济下行超预期、汇率大幅波动、政策低于预期

内容目录

研究逻辑	5
一、中国宏观经济发展进入“稳中趋缓”的新常态	6
二、化工行业发展逐渐成熟，具备良好的升级潜力	8
2.1、我国化工行业发展进入成熟期	8
2.2、人口红利的逐步丧失	11
2.3、环保力度不断加强，化工准入门槛提升	13
2.4、回归制造将拉动新阶段经济发展，我国化工行业具备良好基础	14
三、化工行业结构升级，成本和技术驱动长效发展	15
3.1 有效的技术布局成为企业长期发展的驱动力	15
3.2 成本优化将成为企业有效抵御周期下行压力的关键	18
四、在油价宽幅震荡，经济趋缓背景下，周期重点关注库存波动	22
4.1、OPEC 与页岩油的博弈将带来拐点，油价 2019 年宽幅震荡	22
4.2、经济“稳中趋缓”背景下，库存对周期机会影响凸显	24
五、2019 年化工投资方向建议	25
5.1、关注供应链及工艺优化优势带来的发展机遇	25
5.2、关注一体化布局拓展发展空间，降低波动风险的龙头公司	28
5.3、关注周期变化过程中带来相对收益的细分行业	30
5.4、关注具有持续发展空间的成长性行业	35
5.5 建议关注重点公司	37
六、风险提示	37

图表目录

图表 1: 2019 年投资策略的研究逻辑	5
图表 2: 制造业是带动整体工业回暖的主要动力	6
图表 3: 核心 CPI 在 PPI 显著上行阶段持续回升	6
图表 4: 中国固定资产投资持续下滑	6
图表 5: 房地产对于 GDP 贡献在 2015 年后显著提升	6
图表 6: 名义 GDP 与实际 GDP	7
图表 7: 全球主要经济体政府部门杠杆率不断高企	7
图表 8: 中国居民部门杠杆较其他主要经济体增长较快	7
图表 9: 中国企业部门的杠杆率	7
图表 10: 我国货币乘数处于高位	8
图表 11: 消费总体出现明显下滑	8
图表 12: 完整的石油化工产业链分为五个层次	8
图表 13: 我国石油和化学工业仍以低端加工制造为主	8
图表 14: 过去 10 年间，我国主要化工品不断自给（不完全统计）	9

图表 15: 子行业集中度不断提升 (不完全统计)	10
图表 16: 化工固定资产投资完成额位于整体行业下方	10
图表 17: SW 化工龙头在建工程占比更高	10
图表 18: PVC 产能主要集中在资源丰富的西北	11
图表 19: 资源优势泛化之后行业利润随价格波动	11
图表 20: 国内优势企业不断优化成本	11
图表 21: 心连心吨尿素原料煤消耗不断降低	11
图表 22: 我国劳动年龄人口逐年下降	12
图表 23: 制造业人均工资不断增加	12
图表 24: 我国劳动生产率逐年提升	12
图表 25: 我国劳动生产率总体仍较低	12
图表 26: 近年来企业成本负担结构中劳动成本比例加大	12
图表 27: 我国私营单位就业人员成本逐年上升	12
图表 28: 化工废水排放量占 17%	13
图表 29: 化工危废产生量占全国 25%	13
图表 30: 美国基础、专用化工企业, EH&S 均约占营业收入 5%	14
图表 31: 2016 年美国基础化工与精细化工行业 EH&S 支出结构	14
图表 32: 我国化工产业链布局完善 (仅列举部分产品)	14
图表 33: 2017 年全球前十位国家化工销售额 (十亿欧元)	15
图表 34: 2007-2017 年我国 R&D 投入大幅提升	15
图表 35: 我国成为全球主要的化工研发投入地区之一	15
图表 36: 在数量增速回落后技术布局将驱动企业发展	16
图表 37: 高校技术逐步转化应用, 带动国内高技术产品发展萌芽	16
图表 38: 农药医药中间体生产环节向中国转移	17
图表 39: 我国电子化学品领域逐步实现国产化布局	17
图表 40: 国内外甲醇原料分布差异	18
图表 41: 国内煤质乙二醇将进行大规模扩产	18
图表 42: 精细化工行业的营业增速具有明显优势	18
图表 43: 精细化工的盈利能力领先行业平均水平	18
图表 44: 大宗化学品行业在周期波动下建立核心的成本优势极其重要	19
图表 45: 华鲁恒升在煤化工产业链中进行多维度的成本优化	19
图表 46: 上游化工原料行业具有更高的盈利弹性	20
图表 47: 化学制品行业的盈利水平相对稳定且高	20
图表 48: 大型企业向上游原料端布局 (举例)	20
图表 49: 企业产业链延伸布局获得更大的盈利空间	21
图表 50: 龙头企业具有更高的盈利弹性风险较低	21
图表 51: 产能淘汰后龙头企业发展增速基本领先行业	21
图表 52: 2017 年全球化工 50 强龙头企业盈利情况	22
图表 53: 原油自 2017 年以来进入新一轮周期 (美元/桶)	22

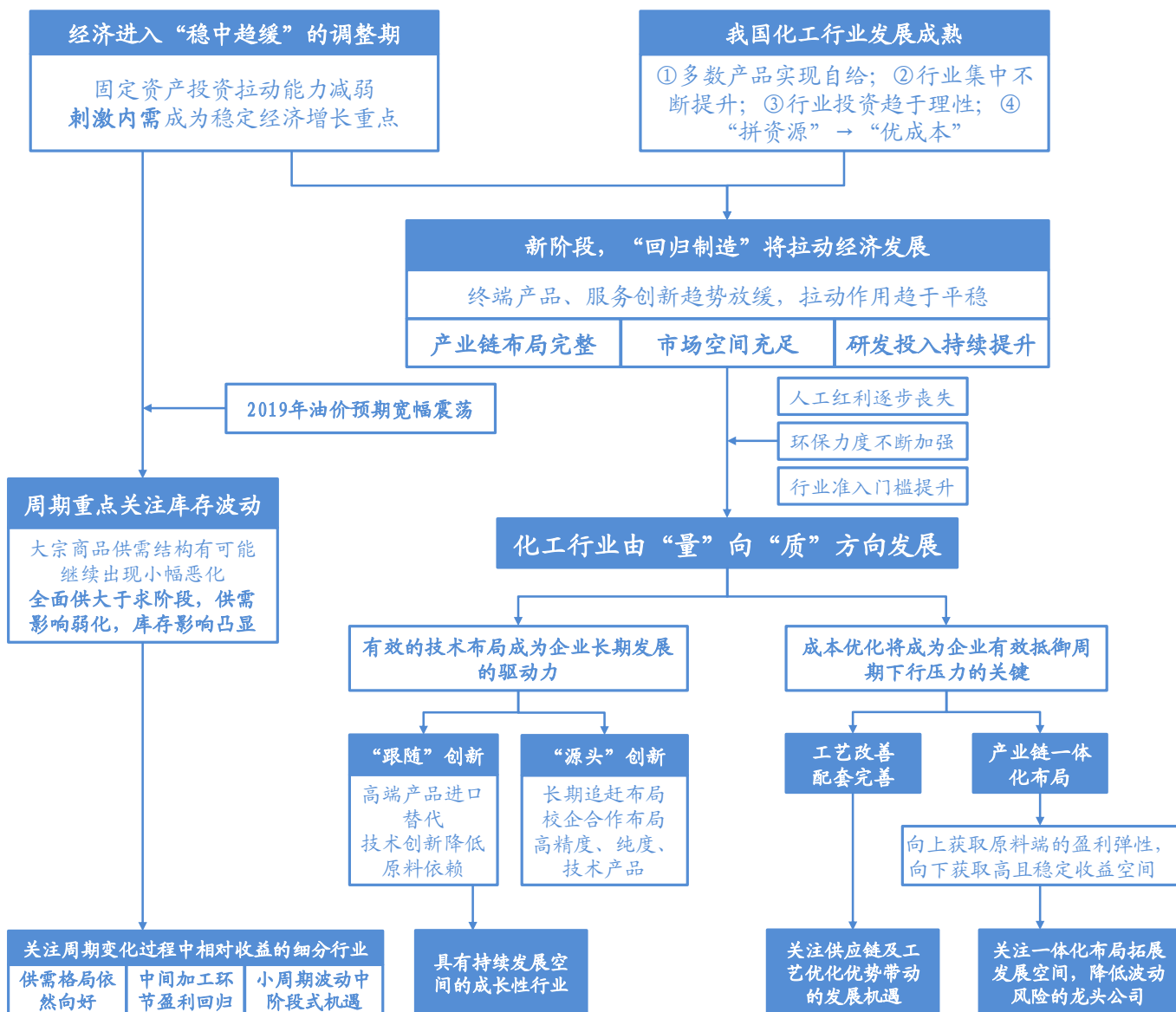
图表 54: 预计 19 年需求增速略好于 18 年 (百万桶/天)	23
图表 55: 2018、2019 年需求增速对比	23
图表 56: 预计 2019 年美国供给增速最快 (百万桶/天)	23
图表 57: 美国页岩油产量大幅上升 (桶/日)	23
图表 58: 减产执行率 2018 年下半年开始下降	24
图表 59: 2018 年周期性行业估值快速下杀	24
图表 60: 需求受到价格下滑影响较大	25
图表 61: 个别行业投资有望提速, 整体弹性有限	25
图表 62: 历史上看, 化工收入先于库存见低, 但与库存同步见顶	25
图表 63: 农药行业高度集中	26
图表 64: 中国承接 CMO 产业转移市场空间巨大	26
图表 65: 中间体企业有望延伸至原药合作, 向 CDMO 模式升级	27
图表 66: 重庆地区具有双重原料供给优势	28
图表 67: 各地区能耗成本 (吨/元)	28
图表 68: 氨纶能源动力成本 (吨/元)	28
图表 69: 华峰氨纶毛利率高于同行	28
图表 70: 逐步进行产业链一体化布局发展的龙头企业 (举例)	29
图表 71: 农药行业的一体化布局	30
图表 72: 2018 年下 DMC 与环氧丙烷价格偏离 (元/吨)	30
图表 73: 我国 DMC 进出口情况 (万吨)	30
图表 74: 我国 PC 处于进口替代过程中 (万吨)	31
图表 75: 我国 DMC 行业有效产能不足 (万吨)	31
图表 76: 我国磷肥产量 (折纯, 万吨)	31
图表 77: 磷肥价格变化 (元/吨)	31
图表 78: 磷铵原材料价格变化情况 (元/吨)	32
图表 79: 磷铵原材料成本占比情况	32
图表 80: 终端纺服零售额和出口交货值增速 (%)	33
图表 81: 预计 2019 年聚酯增速接近 7% (万吨)	33
图表 82: 2018 年底-2019 年国内 PTA 新增产能情况	33
图表 83: 2018 年底-2019 年国内 PX 新增产能情况	34
图表 84: PX-PTA-聚酯产业链供需平衡表 (万吨)	34
图表 85: 供需平衡表预测 (单位: 亿立方米)	35
图表 86: 天然气产业链各环节预测情况	35
图表 87: 我国大型汽车保有量不断提升	36
图表 88: 建议关注重点公司	37

研究逻辑

在经历了 2016~2017 年化工大年之后，2018 年行业关注度逐步降低，下半年伴随着油价大幅下挫跌入冰点，在趋势性机会缺失的背景下，我们试图从行业发展的特点出发，寻找未来行业的核心驱动力。

2019 年从周期角度来看，我们认为下滑速度最快的阶段或已过去，虽然短期仍不具备反转的可能性，但周期仍会蕴含库存带来的阶段性机会以及细分行业景气度提升的机会；而对于成长性行业来讲，由于产业链布局完整等使得中国的部分制造业具有得天独厚的优势，具备供应链以及成本优化优势的企业短期来看具备一定确定性；而广阔的市场以及技术创新的储备为今后化工材料更快的发展奠定了坚实的基础。

图表 1: 2019 年投资策略的研究逻辑

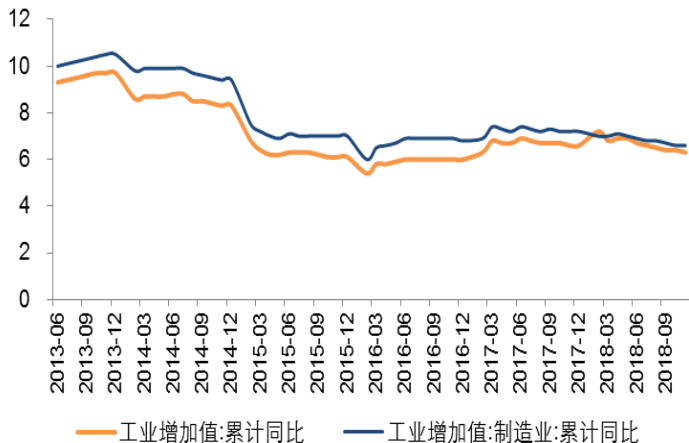


来源：国金证券研究所

一、中国宏观经济发展进入“稳中趋缓”的新常态

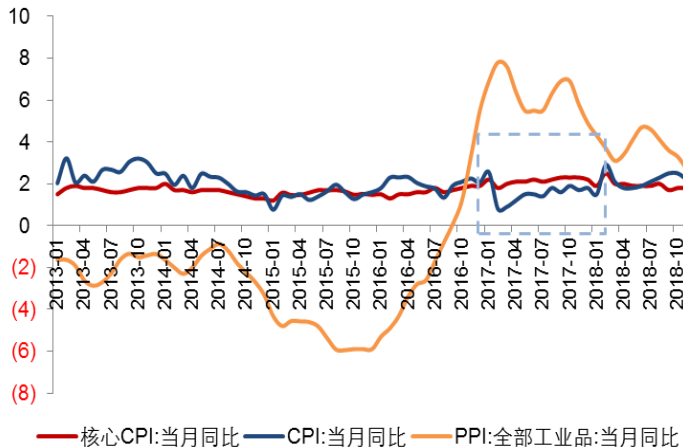
- 在全球经济复苏、稳增长政策持续发力、供给侧结构性改革等因素的共同作用下，中国经济 2016~2017 年触底回升；制造业的回暖是这次带动经济回升的主要动力，尤其是价格回升的信号非常明显（我们用核心 CPI 来表明），对工业企业盈利改善以及未来的生产扩张起到了积极的作用。

图表 2：制造业是带动整体工业回暖的主要动力



来源：Wind，国金证券研究所

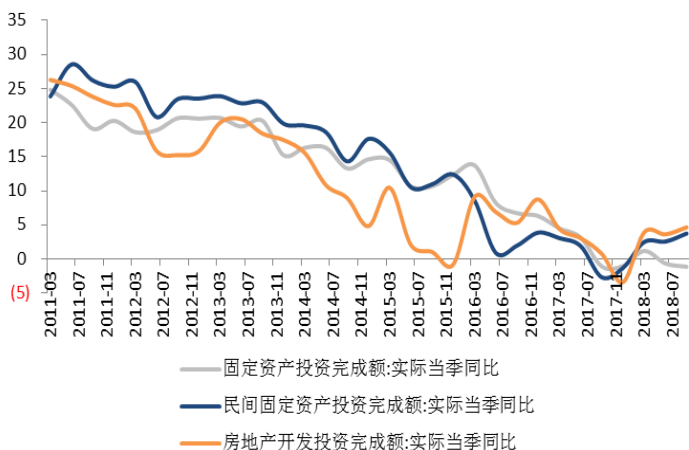
图表 3：核心 CPI 在 PPI 显著上行阶段持续回升



来源：Wind，国金证券研究所

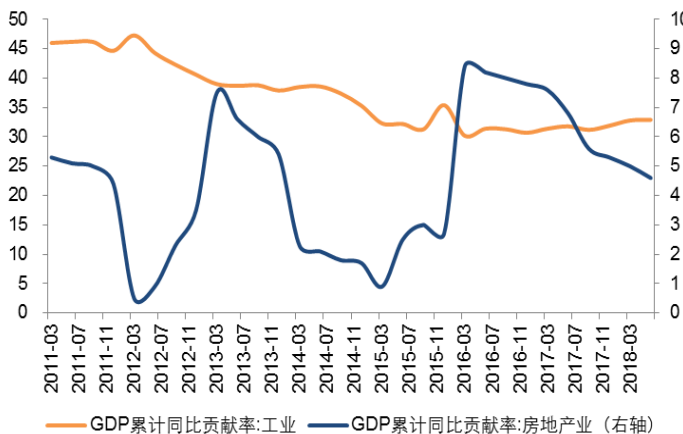
- 进入 2018 年，金融去杠杆、中美贸易摩擦、终端需求的乏力使得我国经济下行压力不断加大。尤其是下半年之后，PPI 下行，大宗商品价格疲软，引发市场对于经济的担忧。
- 过去几年在消费平稳和外贸回暖的背景下，中国宏观经济最核心的问题一直是投资增速的明显放缓；其中 2015 年下半年地产投资的显著回升是带动经济尤其是制造业回暖的核心需求因素。因此，在地产投资预期下滑的背景下，极易出现对于经济下行的担忧。

图表 4：中国固定资产投资持续下滑



来源：Wind，国金证券研究所

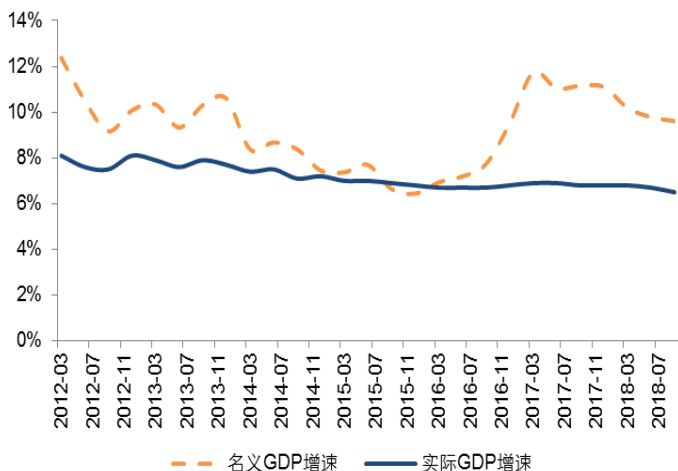
图表 5：房地产对于 GDP 贡献在 2015 年后显著提升



来源：Wind，国金证券研究所

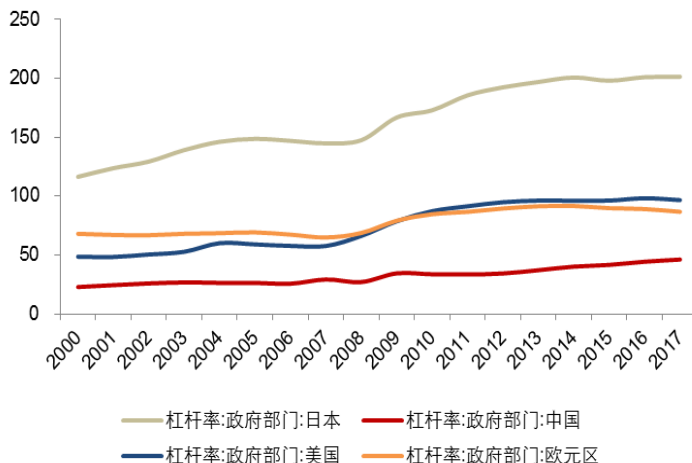
- 2016~2017 年中国经济量价分离严重，价格指标快速恢复，但名义价格的上升并未带来需求的全面复苏。这也带来名义 GDP 与实际 GDP 的严重背离。在“固定资产投资”这一中国短期经济需求核心力量仍低迷的背景下，中期经济周期的核心力量没有反转。

图表 6: 名义 GDP 与实际 GDP



来源: Wind, 国金证券研究所

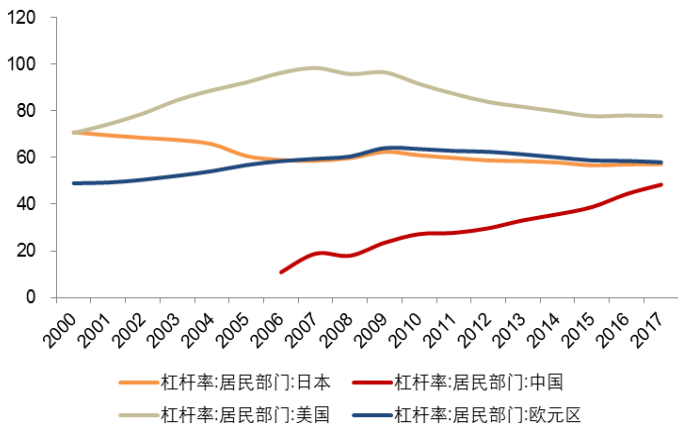
图表 7: 全球主要经济体政府部门杠杆率不断高企



来源: Wind, 国金证券研究所

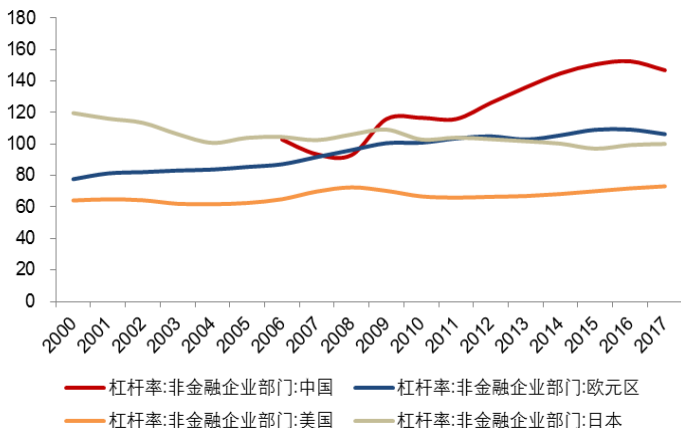
- 从 2008 年金融危机之后, 全球经济的发展始终靠央行资产负债表的扩张来维持, 在一定程度上随着宽松的陆续退出, 全球经济也面临一定的下行风险。

图表 8: 中国居民部门杠杆较其他主要经济体增长较快



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 9: 中国企业部门的杠杆率



来源: Wind, 国金证券研究所

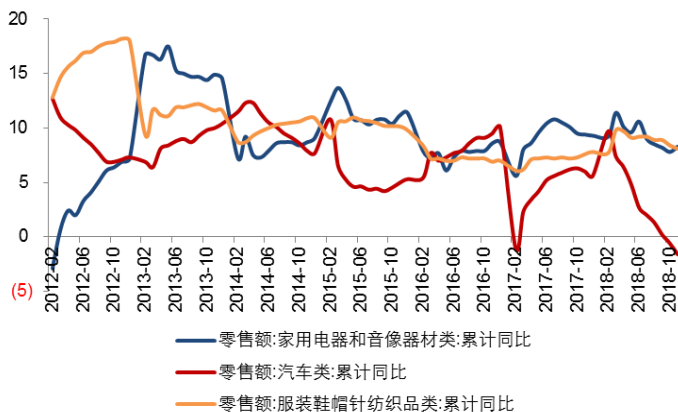
- 从三部门的杠杆率情况来看, 企业部门再加杠杆的能力有限, 同时长期利率向上, 对投资有明显“挤出效应”; 居民部门杠杆率快速高企, 对“消费”具有一定的“挤出效应”, 唯独政府部门整体杠杆率虽然也在增加, 但相较发达经济体仍有明显空间。
- 同时中国货币乘数创下有统计数据以来新高, 我们认为货币的“脱实向需”是带来这一现象的主要原因; 在经济增长需要维持稳态的背景下, 货币环境仍将处于宽松的环境; 在减税和减费的政策预期下, 资金将更多流向消费和投资领域。

图表 10: 我国货币乘数处于高位



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 11: 消费总体出现明显下滑



来源: Wind, 国金证券研究所

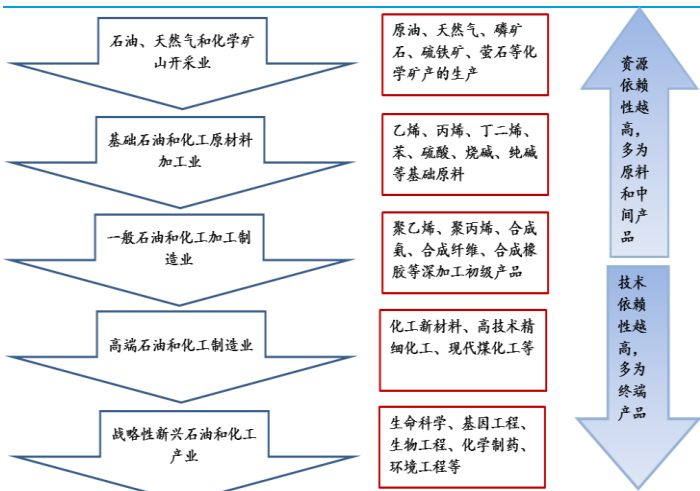
- 通过简单分析, 我们认为未来中国经济进入新的发展阶段, 虽然经历了两年左右工业带动的经济上行期, 但“量价背离”使得经济增速很快见顶回落, 叠加外部环境的恶化, 未来刺激内需将成为稳定经济增长的重中之重; 因此我们将现阶段的经济概括为以下两点:
 - 1. 中国经济在固定资产投资持续下滑的背景下并没有开启新周期, 但“快速下滑的低速期”已转向“稳中趋缓的调整期”; 短期仍靠政策的支撑。
 - 2. 经济难以快速反弹, “稳”趋势是常态, 整体风险有所缓和但警报并未解除, 要从“外向型”向“内生型”转变。

二、化工行业发展逐渐成熟, 具备良好的升级潜力

2.1、我国化工行业发展进入成熟期

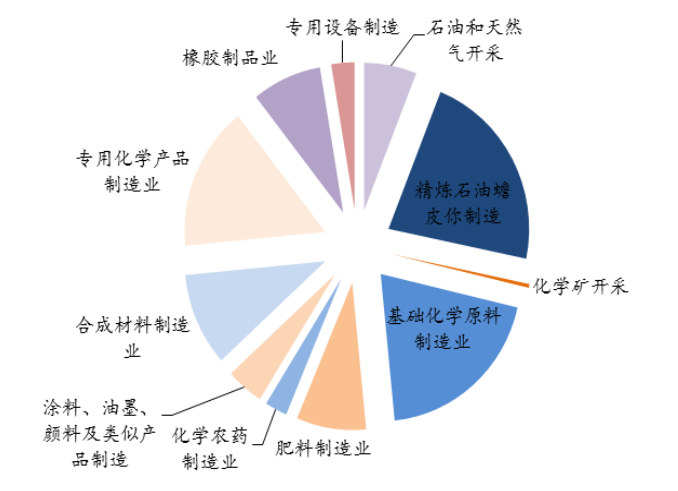
- 改革开放以来, 伴随着全球产业分工的不断深化, 具有劳动力、资源等优势的中国成为了世界工厂, 化工产业作为重要的组成部分, 在企业不断追求规模经济、提升行业集中度等的进程中, 不断走向成熟。
- 从发达国家石油化工工业发展经验来看, 一个完整的产业链从原材料到市场终端大体可以分为五个产业结构层次。我国目前的化工结构来看前三类占比将近 50%, 产业结构偏基础工业, 产品同质化的现象比较严重。

图表 12: 完整的石油化工产业链分为五个层次



来源: 《开创下一个未来》, 国金证券研究所

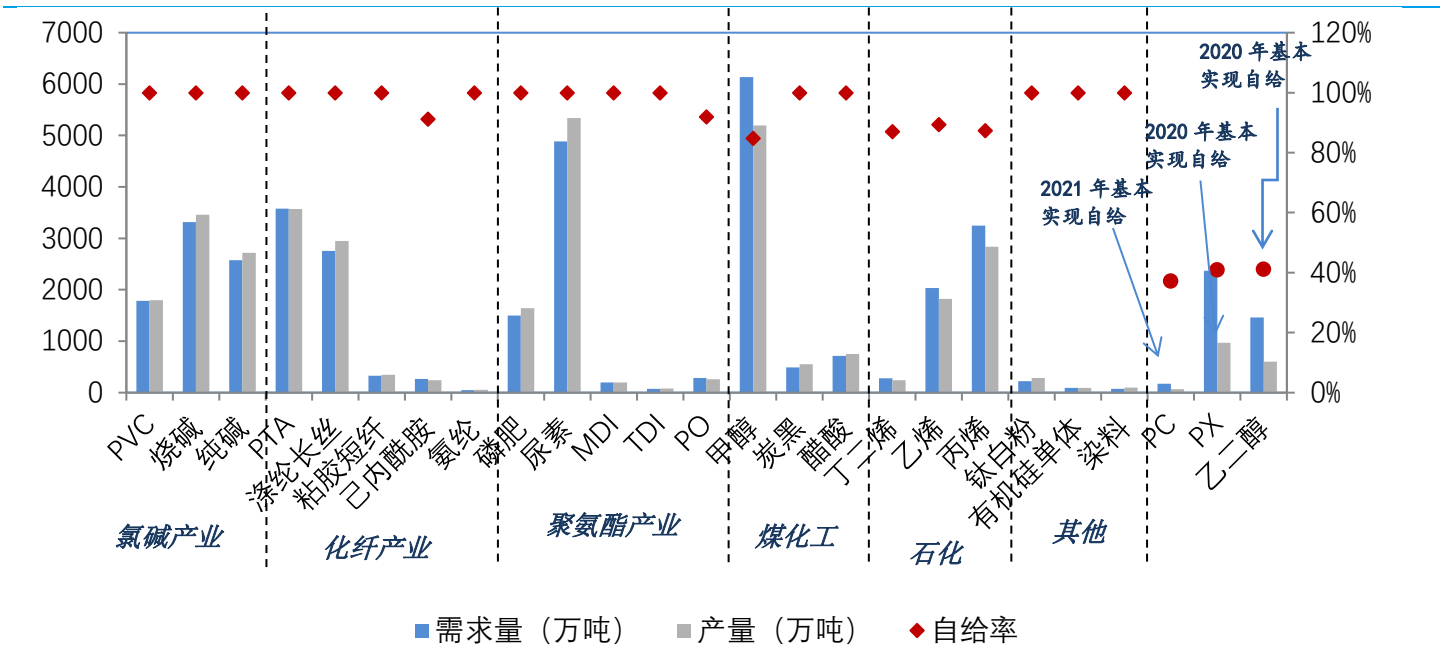
图表 13: 我国石油和化学工业仍以低端加工制造为主



来源: 《开创下一个未来》, 国金证券研究所

- 按照我们对产业发展的理解，成熟行业表现出以下几个特质：
 1. 具有相当的行业规模以及相对完整的产业体系：主要基础产品自给率较高，生产核心技术已经基本掌握；
 2. 行业格局相对比较稳定，进入壁垒较高：行业集中度不断提升，进入壁垒大幅提高，行业整体投资趋于理性；
 3. 大宗品的传统成本优势已经发挥到极致：利用资源等优势粗放发展遇到瓶颈，成本竞争日趋激烈。
- 主要产品基本实现自给：2001 年以来，我国化工产业整体产能扩张迅速。同时积极汲取海外先进技术，实现了部分产品原料多元化；目前除了 PC、PX、乙二醇、部分高端化工材料等少数品种进口依赖度较高外，绝大多数已经基本实现自给，并表现出明显的周期性。

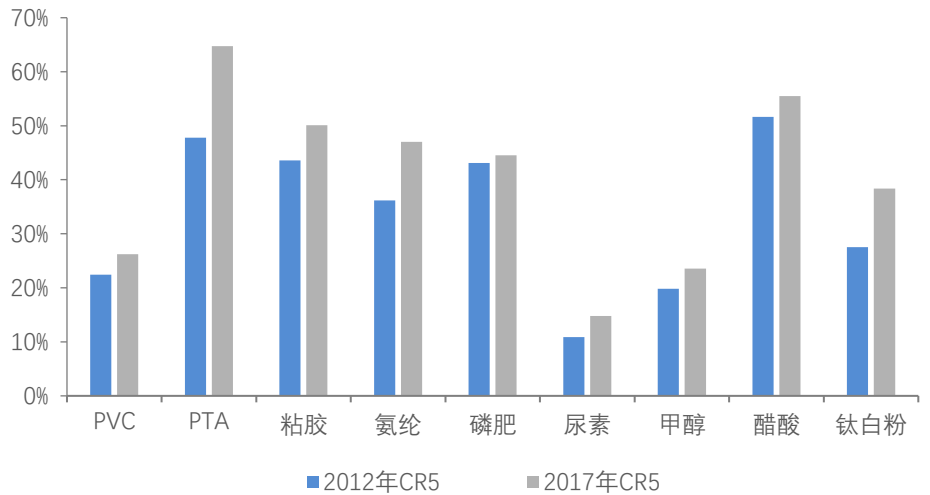
图表 14：过去 10 年间，我国主要化工品不断自给（不完全统计）



来源：Wind、百川资讯，国金证券研究所

- 行业集中度不断提升，进入壁垒大幅提升：2016 年之前，我国化工行业整体过剩程度高，在经过盈利的大幅回落之后，中小企业生存状况急剧恶化，许多子行业集中度出现大幅提升，无论从规模优势还是资金优势，行业龙头企业的竞争壁垒进一步巩固。

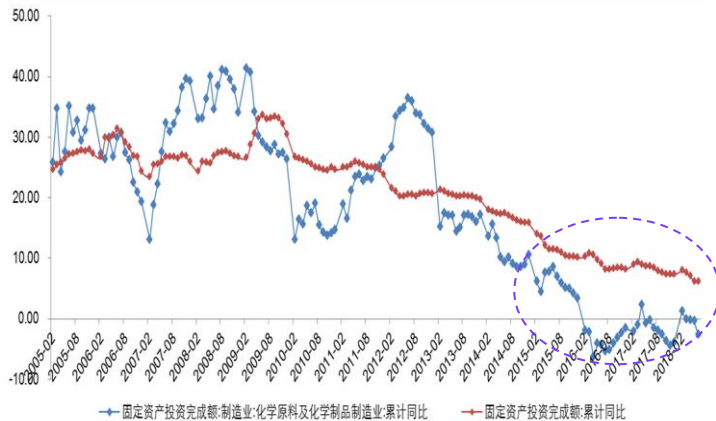
图表 15: 子行业集中度不断提升 (不完全统计)



来源: Wind、百川资讯, 国金证券研究所

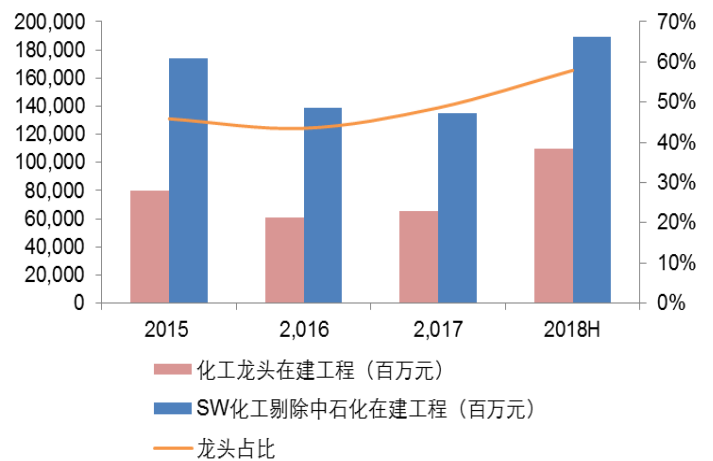
- **行业整体的投资更趋于理性:** 化工作为资本密集型行业, 新进入者的投资热情逐步降低, 带来行业投资增速会显著慢于社会总体投资增速, 并且投资会不断向龙头企业集中。

图表 16: 化工固定资产投资完成额位于整体行业下方



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 17: SW 化工龙头在建工程占比更高

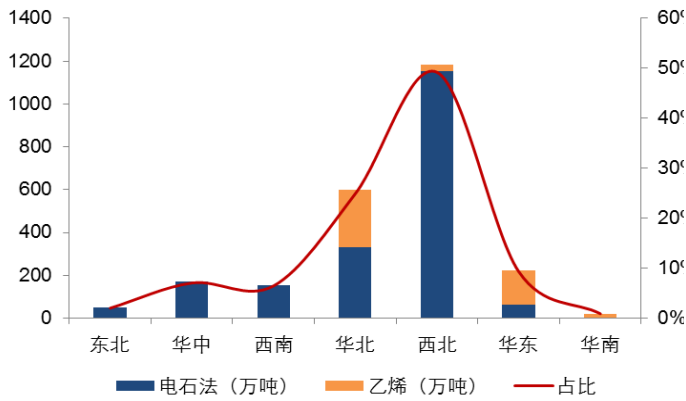


来源: Wind, 国金证券研究所

- **从拼资源到拼成本:** 近二十年在我国化工发展过程中, 经历了最初的无序扩张到利用资源优势的粗放式发展, 再到通过技术进步引领成本不断下降的进程; 在此期间, 也出现了一批细分子行业里的优势企业; 但部分原来靠资源累积优势的企业在政策以及资源泛化之后也逐渐归于平庸。

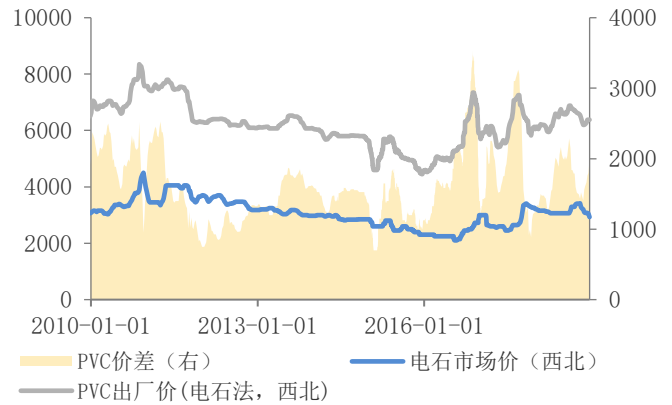
氯碱企业在 2010 年前后向内蒙、新疆等西北煤炭、电力等资源丰富的地区转移, 迅速巩固了优势, 但投资的不断增加带来产能过剩, 致使盈利也会出现大幅波动, 同时 2017 年起新疆等地开始自备电厂的用电成本也逐步增加。

图表 18: PVC 产能主要集中在资源丰富的西北



来源: 中国氯碱网, 国金证券研究所

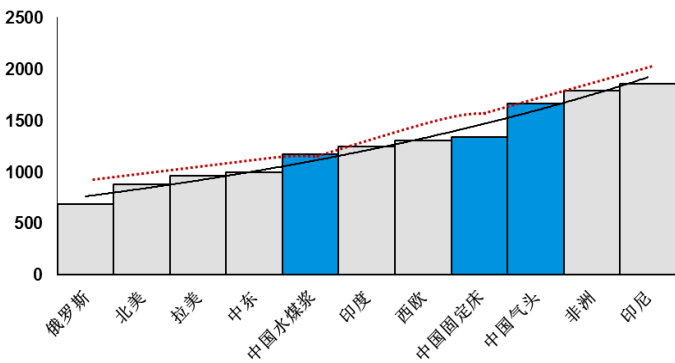
图表 19: 资源优势泛化之后行业利润随价格波动



来源: Wind, 国金证券研究所

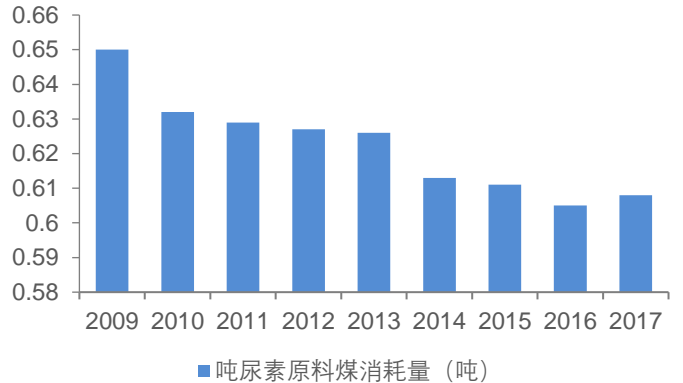
- 同时, 例如传统煤化工中尿素的生产从最初的固定床工艺到水煤浆法就大幅的降低了生产成本, 同时固定床由于技术进步的原因单耗也大幅下降 (比如心连心 2012~2016 年的耗煤量)

图表 20: 国内优势企业不断优化成本



来源: Wind、Bloomberg, 国金证券研究所测算

图表 21: 心连心吨尿素原料煤消耗不断降低

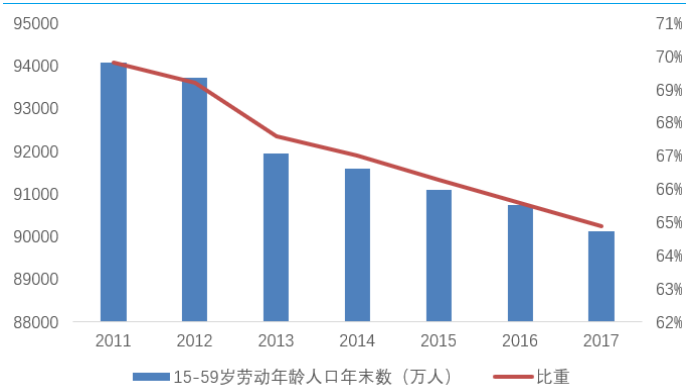


来源: 公司公告, 国金证券研究所

2.2、人口红利的逐步丧失

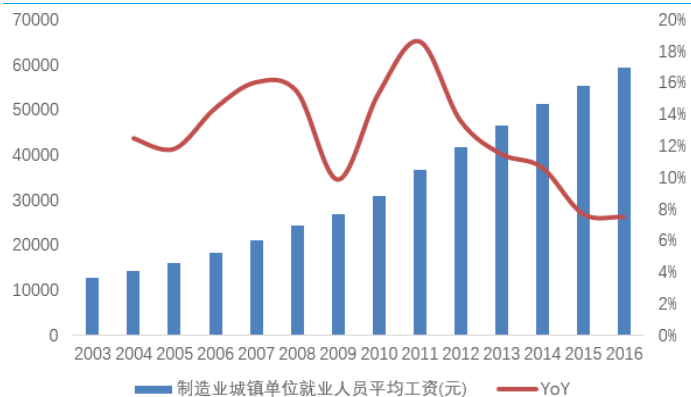
- 随着人口结构老龄化, 用人成本高企, 我国人口红利逐步消失: 改革开放以来, 人口红利是我国经济发展的核心动力。低廉的劳动力成本成为我国经济发展和城镇化的核心动力。然而随着人口结构老龄化、企业用人成本的提高, 人口红利也在渐渐消失, 人口赤字越来越显著。制造业城镇单位就业人员平均工资逐年增长, 2016 年几乎是 2003 年时的三倍, 其迅速增长同时带动了企业劳动力成本的显著增长。

图表 22: 我国劳动年龄人口逐年下降



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

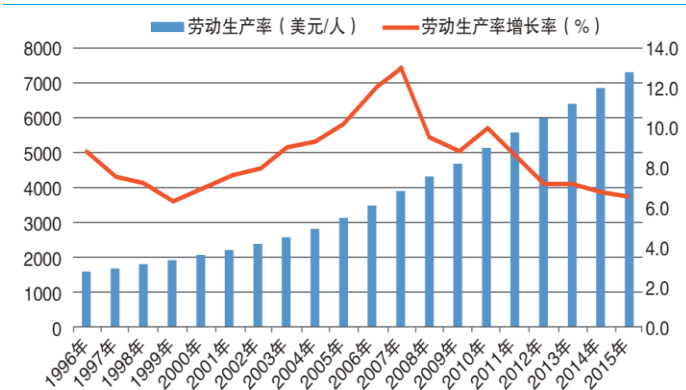
图表 23: 制造业人均工资不断增加



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

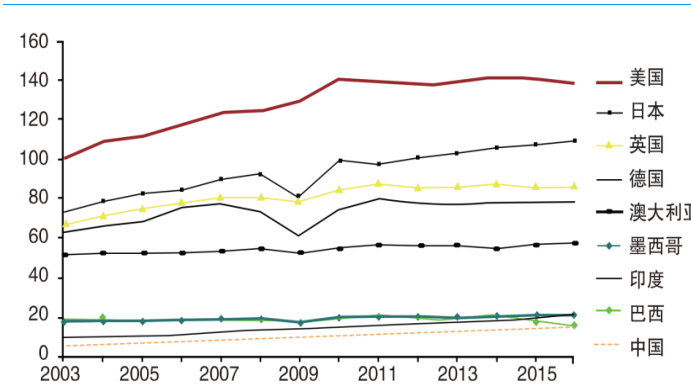
■ 在劳动力供给趋紧, 工资上涨的背景下, 劳动生产率较发达经济体差距仍明显。我国 1996—2015 年劳动生产率年平均增速为 8.6%, 虽然远高于同期世界平均水平, 但与日韩经济高速增长后的劳动生产率水平相比仍然很低, 我国 2015 年劳动生产率仅为美国的 7.4%。这也带来我国劳动力成本占比的不断提升, 也表明我国制造业已经过了靠拼人力等的粗放发展阶段。

图表 24: 我国劳动生产率逐年提升



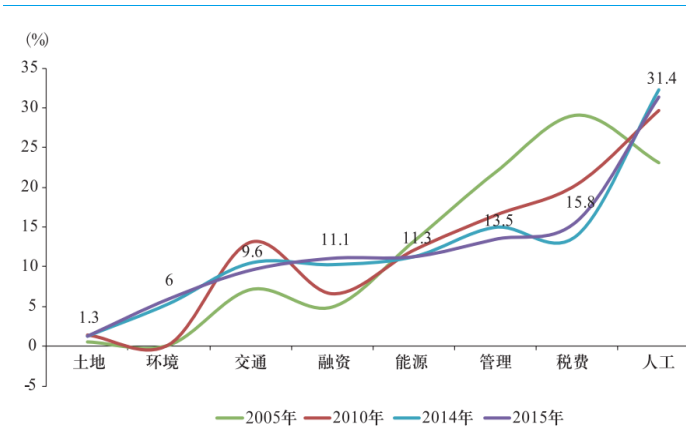
来源: CNKI, 国金证券研究所

图表 25: 我国劳动生产率总体仍较低



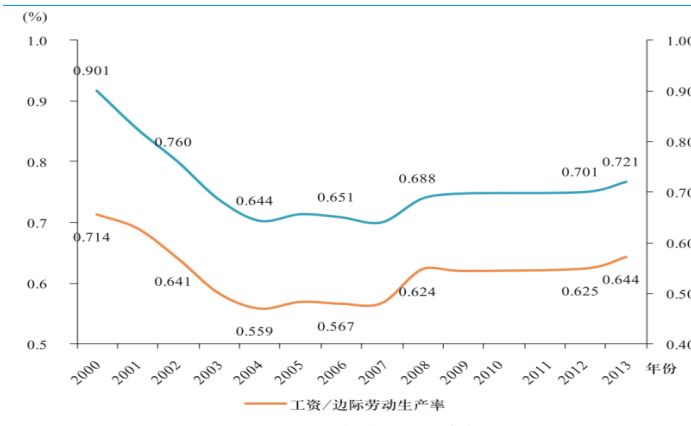
来源: CNKI, 国金证券研究所

图表 26: 近年来企业成本负担结构中劳动成本比例加大



来源: CNKI, 国金证券研究所

图表 27: 我国私营单位就业人员成本逐年上升



来源: CNKI, 国金证券研究所

■ 当前在人口红利迅速消失的情况下, 单位劳动成本 (工资与劳动生产率之比) 上升和投资回报率下降, 使中国制造业的比较优势和国际竞争力被显

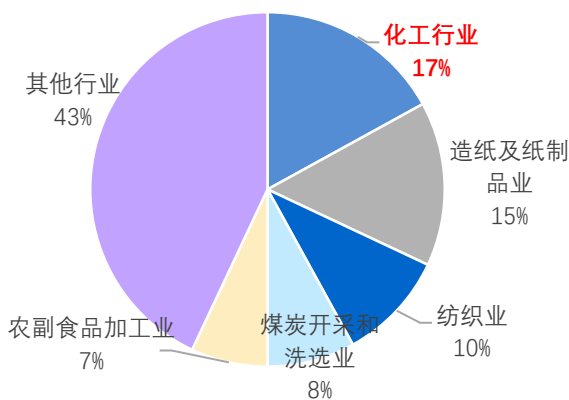
著削弱。不仅劳动力数量的短缺导致工资上涨，不断提高生产成本，随着受教育程度高的新成长劳动力的减少，人力资本改善的速度也大大放慢。此外，由于劳动力不再是无限供给的生产要素，资本劳动比的过快提高导致资本边际报酬递减从而投资回报率下降。

这都要求我们认识到，传统投入驱动型经济增长难以为继，亟待转向全要素生产率驱动型的增长模式，获取经济增长愈益需要新的动能。以全要素生产率支撑劳动生产率提高，转换经济增长动力，是建设现代化经济体系、跨越中等收入阶段的关键。

2.3、环保力度不断加强，化工准入门槛提升

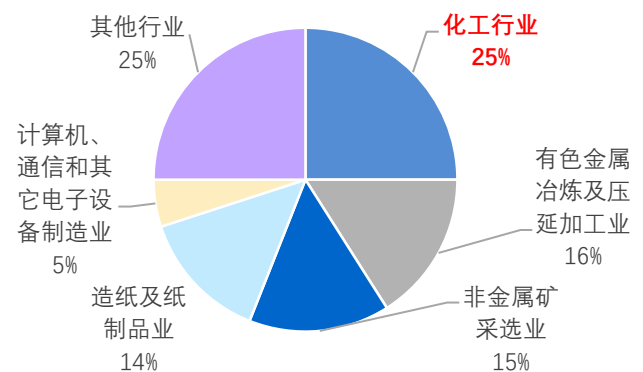
- 2015 年以来国内各类工业的环保管控力度逐步趋严，我们认为随着国内重工业化进程的结束，以煤炭、钢铁、化工、有色等为代表的重工业将逐步由粗放型向环境友好型转变。化工作为污染比较严重的行业之一，在环保力度不断加强的背景下行业将迎来深刻变革。

图表 28：化工废水排放量占 17%



来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 29：化工危废产生量占全国 25%



来源：国家统计局，国金证券研究所

- **行业准入壁垒提升：**政策导向来看，化工大省为了推动产业升级和供给侧改革，对行业准入门槛不断提高，加上化工行业多年低迷带来的企业较差现金流及盈利预期不确定性，小产能扩产意愿极低，多数行业只有龙头企业有意愿（规模优势）也有能力（工艺、资金优势）扩产。美国、德国等化工强国的产业发展历程就是龙头企业不断整合、不断提升产能规模的历史进程。

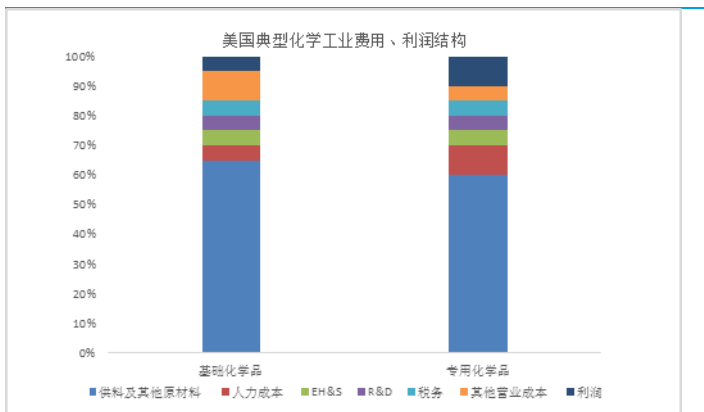
准入门槛来看，主要为投资额、种类、规模等限制。

- （1）提高化工行业准入门槛，原则上不再核准固定资产投资额低于 1 亿元的化工项目；
- （2）禁止新上任何形式的淘汰类、限制类新建化工项目或小型化工项目；
- （3）对现有化工园区要进行全面清理整顿，通过取消、合并完善监督。

- **化工成本端增加：**化工是一个高污染、高能耗的行业；在政策逐步导向绿色化工发展的趋势下，很多低环保投入的小产能生存压力越来越大。

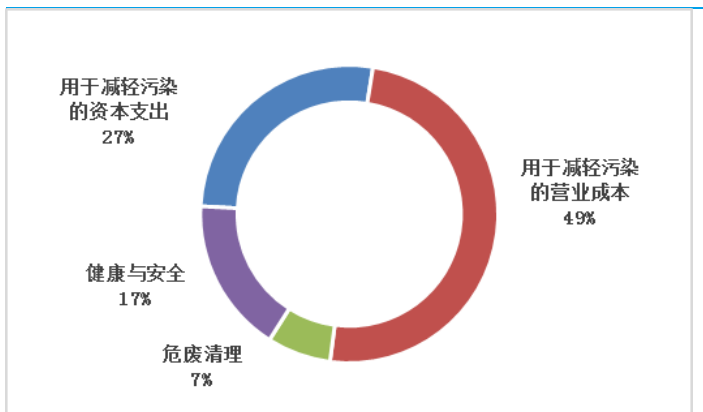
我国环保仍处于不断深化阶段，目前较发达国家相比环保支出仍然处于上升阶段；根据美国化学委员会数据，美国基础化工与精细化工行业的 EH&S 费用（环保及员工健康安全费用）约为 143 亿美元，对典型企业而言，EH&S 约占营业收入的 5% 左右。未来我国企业总体长期仍将面临环保成本的提升。

图表 30: 美国基础、专用化工企业, EH&S 均约占营业收入 5%



来源: 美国化学委员会, 国金证券研究所

图表 31: 2016 年美国基础化工与精细化工行业 EH&S 支出结构



来源: 美国化学委员会, 国金证券研究所

2.4、回归制造将拉动新阶段经济发展, 我国化工行业具备良好基础

- **制造业将是未来拉动经济稳步发展的关键领域之一。** 过去的十年来的时间里, 终端电子科技产品快速普及, 互联网内容及服务的大范围推广, 终端产品及服务大幅拉动了经济的发展。然而伴随着科技型产品的普及以及互联网内容商发展的逐渐稳定, 产品、服务以及模式等方面的创新力度有所放缓, 消费的爆发式需求对经济的拉动作用逐渐趋于平稳, 因而发展重心上游制造进行缓慢移动将是未来经济发展的关键动力之一。
- **产业链布局相对完整, 具有进一步发展基础:** 经过过去的几十年“大手笔”的产线布局和产能扩充, 我国已经在上游原料、中游加工品、下游产品等方面具有了良好的产业链布局, 在各个环节都获得了有效地突破, 实现了从无至有, 由少至多的持续发展。而正是受益于这样完整的产业链布局, 我国化工行业具备了向优质化方向升级发展的基础。

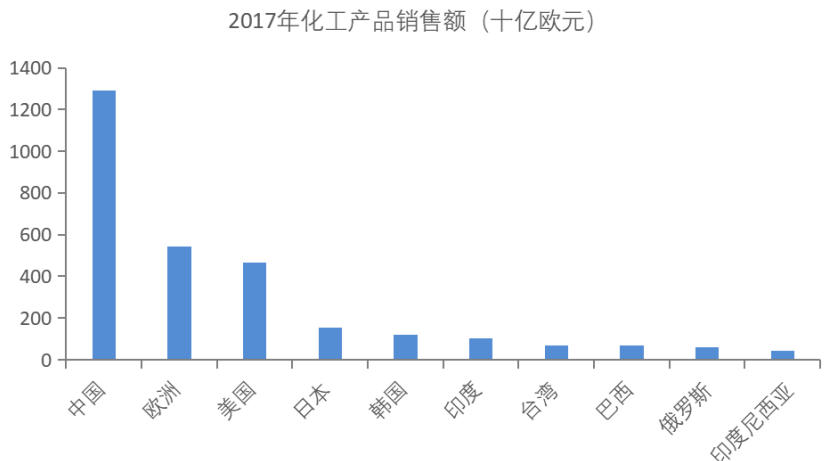
图表 32: 我国化工产业链布局完善 (仅列举部分产品)

原料	中间体	产品	下游	
原油	成品油 烯烃 苯 甲苯 二甲苯	PTA、EG、MDI、PTMEG、CPL、对苯二酚、间苯二胺 PE、PP、ABS、PC、PO、丁二烯、苯乙烯	PET/涤纶、氨纶、锦纶、染料 改性塑料、硬泡聚醚、合成橡胶 (BR、SBR、IIR)	纺织服装: 涤纶、氨纶、粘胶、锦纶、染料、助剂 汽车家电: 改性塑料、橡胶、制冷剂、泡沫、弹性体
天然气 煤炭	合成气 电石	合成胺、尿素、磷铵、氯化钾、农药中间体 烧碱、液氯、纯碱、PVC	合成肥、农药原药/制剂 PVC改性剂、减水剂、聚酯、涂料、有机硅胶	农业: 单质肥、农药、农膜 建筑: 管材型材、水泥助剂、玻璃、涂料、胶粘剂
原盐、磷矿石、萤石、石灰石、硅矿、钾矿	有机硅、制冷剂	硅橡胶、氟塑料	医药、光伏/风电、电子、环保、民爆、轻工	

来源: 国金证券研究所

- **自给率不断提升, 具有充足的市场消化空间:** 经过持续的产业扩展, 我国产品自给水平不断提升, 同步带动了我国化工产品的消费市场空间。过去十年, 我国化工行业销售额从 2825 亿欧元迅速提升至 12927 亿欧元, 提升了 3 倍以上, 而我国化工产品市场的全球份额也从 14.8% 上升至 37.2%, 成为全球最大的化工产品消费区域。相比于全球各个地区和国家, 我国具有难以匹敌的市场空间优势。

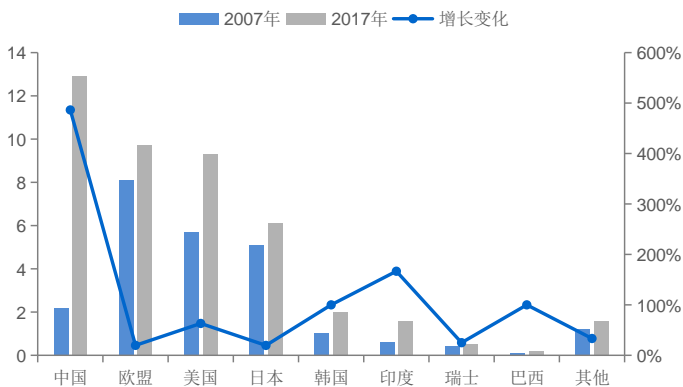
图表 33: 2017 年全球前十位国家化工销售额 (十亿欧元)



来源: Cefic, 国金证券研究所

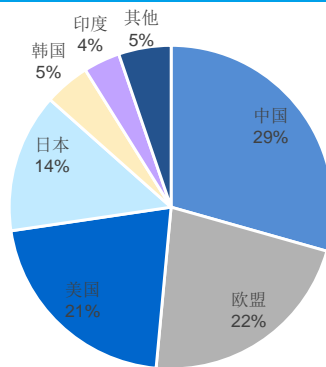
- 研发投入不断加大, 为长远发展奠定基础:** 虽然开放初期, 我国多采用以资源和环境为代价换取制造业的发展, 经济获得了粗放式的发展, 但发展质量却明显不足, 然而经过最近十年的变革, 我国化工行业的发展也呈现了深刻的变化, 行业内的企业在技术研发的投入明显增加, 虽然仍难以做到创新拉动需求, 但在“跟随创新”的道路已经获得了明显的提升。

图表 34: 2007-2017 年我国 R&D 投入大幅提升



来源: Cefic, 国金证券研究所

图表 35: 我国成为全球主要的化工研发投入地区之一



来源: Cefic, 国金证券研究所

- 综合来看, 互联网及高新科技产品的创新难度不断提升, 拉动经济未来平稳发展的领域将沿着产业链逐步上移, 化工制造作为制造业发展的关键环节, 将成为未来促进经济平稳发展的关键领域之一。我国拥有全产业链布局优势、不可比拟的市场空间和技术研发的持续投入, 未来高质量的化工行业具有良好的发展基础。**

三、化工行业结构升级, 成本和技术驱动长效发展

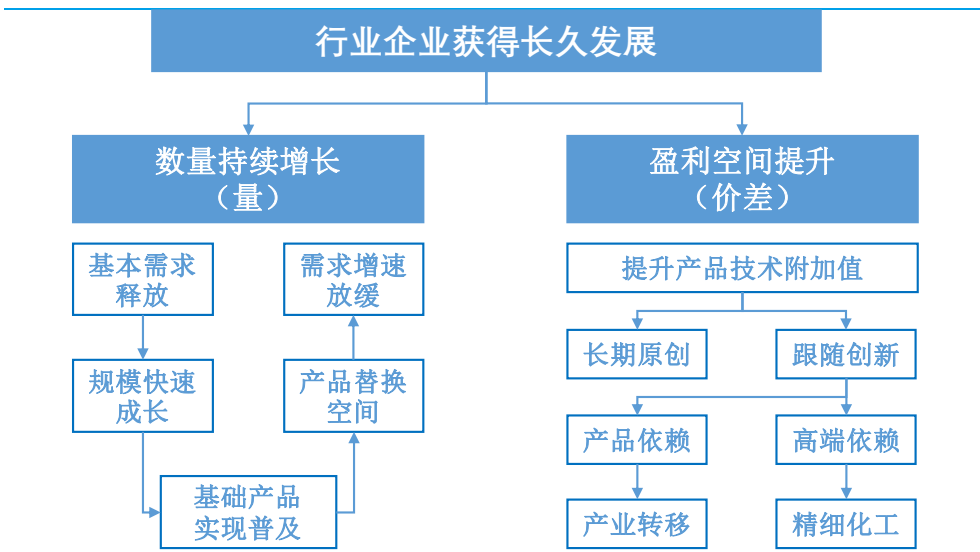
- 伴随着人口红利的减弱和资源环境保护力度的加强, 传统化工制造优势正在逐渐趋于平淡, 单纯以“量”取胜的方法难以长久维继, 行业也将逐渐转入高质量的发展阶段, 而在周期性波动的行业中获得稳定有效的长期发展, 成本和技术就成为企业脱颖而出领先行业的核心看点。**

3.1 有效的技术布局成为企业长期发展的驱动力

- 以价补量, 追求技术附加值带来更高的产品盈利。** 从 21 世纪以来, 伴随着终端需求的不断提升, 国内大宗化工不断通过规模扩充获取盈利的高速成长, 然而数量的高速扩充难以长久持续, 在基础产品实现了广泛普及之

后，基础需求增速逐渐回落，市场需求归为替换空间，高品质的产品需求成为新的拉动因素。在满足下游终端消费结构性升级的过程中，上游化工产品的技术要求不断提升，化工企业通过提升生产过程中的技术附加值，以获得产品“价差”的提升，以价补量，获得持续的盈利水平。

图表 36: 在数量增速回落后技术布局将驱动企业发展



来源：国金证券研究所

- **高校与实业有效合作，高端产品进入发展期。**经过多年化工行业的基础布局，国内在高纯度、高精度、高技术含量的产品领域还不得不依赖于产品进口。然而随着国内以科研高效、科研院所为主力的技术研发团队已经形成了有效的科研攻关，在近 20 年来加速对国际领先的化工巨头进行技术追赶，而高校同实业的有效连通更是加快了我国的“三高”产品的追赶步伐，国内的高端化工产品已经进入新的发展阶段。

图表 37: 高校技术逐步转化应用，带动国内高技术产品发展萌芽

企业	合作院校	主攻产品	国内稀缺性
石大胜华 (603026.SH)	中国石油大	锂离子电池电解液溶剂原料	国内少有的比较完整的提供生产锂离子电池电解液溶剂原料的企业
北大先行	北京大学化学学院	锂离子电池材料	锂离子电池正极材料等产品技术含量较高，针对高端客户
有研新材 (600206.SH)	北京有色金属研究总院	稀土材料、光电子用薄膜材料、生物医用材料、稀有金属及贵金属、红外光学及光电材料、光纤材料等新材料	产品多属于高技术，高壁垒行业具有高度的产品进口依赖性
诚志股份 (000990.SZ)	清华大学	MTO, 功能性材料等	公司功能性产品液晶材料、OLED 等具有较高技术含量
南京先丰纳米	南京大学	石墨烯, 碳纳米管, 富勒烯等	产品技术含量较高 暂未实现大规模量产

来源：Wind，公开资料，国金证券研究所

- **在“跟随创新”的道路上，国内化工企业在逐步成长。**我们看来，在化工行业中，国内企业正在走着从无至有，从弱至强，从粗至精的创新之路，虽然在技术原创方面，国内企业短期之内无法获得质的突破，需要长时间的技术积淀；但国内企业在跟随国际先进的化工集团发展步伐的过程中，也不断实现了技术水平的有效提升：

- **产业转移**：在特殊的行业中，国内企业承接全球化工巨头的生产细分环节的产业转移，逐步在成长性行业中（农药等）实现了产品的环节自制；

图表 38：农药医药中间体生产环节向中国转移



来源：国金证券研究所

- **高端产品的进口替代**：在终端产品的结构性升级的过程中，国内企业通过对精细化工的发展，进行高端精细化工行业（电子化学品、功能性材料等）的技术布局，从而开始逐步降低国内对于部分高端产品的进口依赖程度。

图表 39：我国电子化学品领域逐步实现国产化布局

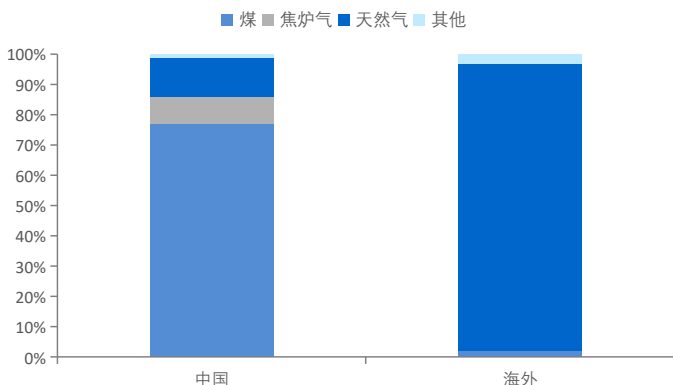
行业	产品	国内布局
半导体材料行业	大尺寸硅片	上海新阳（认证进行中）
	CMP 抛光垫	鼎龙股份
平板显示材料行业	TFT-LCD	飞凯材料
	LED (发光材料中间体领域)	万润股份、濮阳惠成
	QD-LCD (量子点发光材料)	激智科技、纳晶科技
靶材行业	半导体靶材	江丰电子、有研新材
	平面显示靶材	隆华节能、阿石创
电子气体行业	电子气体	三孚股份、雅克科技、南大光电、巨化股份
湿电子化学品行业	湿电子化学品	晶瑞股份、江化微、新宙邦
光刻胶行业	光刻胶	晶瑞股份、上海新阳、南大光电、强力新材

来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

- **通过技术创新实现原料替换**：由于我国“富煤、贫油、少气”独特资源布局，国内企业根据国内资源禀赋，在低碳类大宗化工品（甲醇、乙二醇等多种产品）生产方面采用创新的生产工艺，以煤为原料替代

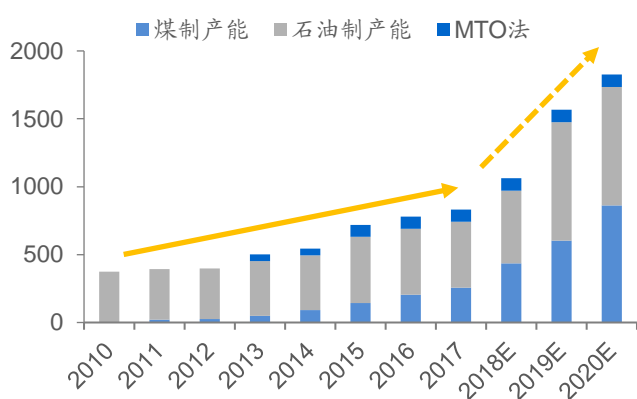
原油和天然气，从源头化工品方面进行产品自制，降低对于进口产品的依赖，保障下游产业链的持续发展。

图表 40: 国内外甲醇原料分布差异



来源: 隆重资讯,《甲醇生产工艺及其发展现状》,国金证券研究所

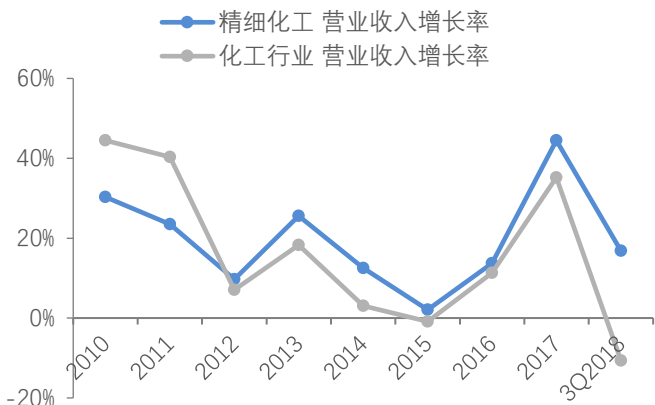
图表 41: 国内煤质乙二醇将进行大规模扩产



来源: 浦景能源, 公开资料, 国金证券研究所

- **高端创新型化工行业发展将领先行业整体水平。** 经过持续的发展我国化工行业从体量及产品种类布局方面都获得了大幅的提升,但高精度、高纯度等高技术要求的产品依然极大依赖进口,产品价格居高不下,具有极高的利润空间。以我国精细化工为例(精细化工占营业收入比超过 50%),无论是行业增速还是行业盈利水平都具有明显的领先优势。受益于国内巨大的高端产品的进口替代空间,我国化工产业仍极具发展潜力。

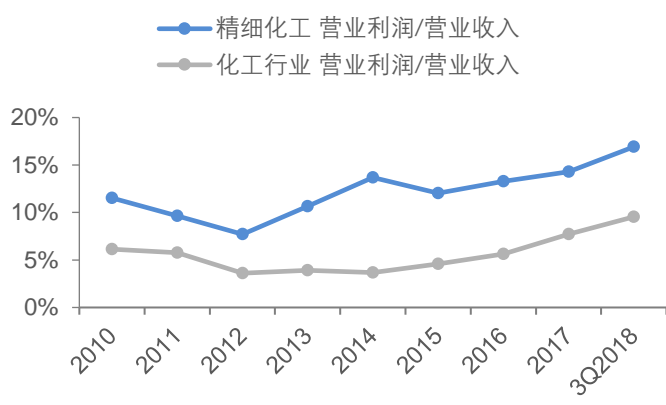
图表 42: 精细化工行业的营业增速具有明显优势



国内百强精细化工企业中,精细化工业务占比超 50%的 A 股企业,共计 41 家。

来源: Wind, 国金证券研究所

图表 43: 精细化工的盈利能力领先行业平均水平



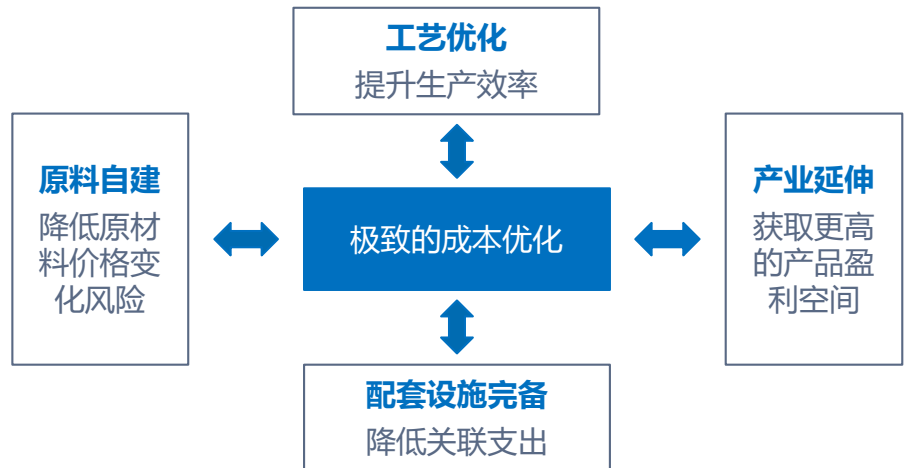
国内百强精细化工企业中,精细化工业务占比超 50%的 A 股企业,共计 41 家。

来源: Wind, 国金证券研究所

3.2 成本优化将成为企业有效抵御周期下行压力的关键

- **大宗化学品作为充分竞争市场,多维度成本优化助力企业在周期波动中脱颖而出。** 我国大宗化学品发展进入成熟期,产品同质化严重,供需的结构失衡必然将导致产品的周期性波动,单一企业是难以进行有效逆转;但充分进行成本优化的企业却可以凭借工艺、配套设备以及产业链一体化的布局,有效地抵御风险,即使在行业波动下行期,也可以获得高过行业均值的超额收益,巩固行业地位。

图表 44: 大宗化学品行业在周期波动下建立核心的成本优势极其重要



来源: 国金证券研究所

- **工艺改善和完备的配套设备助力企业巩固现有业务的发展基础, 强化生产优势。** 行业的周期波动归根结底是产品的供需的结构性失衡, 在难以抵抗的行业趋势下, 企业进行对现有业务进行全方位的设备和工艺优化能够有效地降低公司产品的生产成本, 获得超越行业的竞争优势。以煤化工企业华鲁恒升为例, 其采用先进的水煤浆煤气化生产工艺, 极大地降低了煤耗, 同时公司通过热电一体化、大型空分设备、自建的原料产品运输铁路等一系列配套设施, 优化供应链, 纵使行业运行低谷, 公司依然可以有效地抵御风险, 获得基础的业绩保障, 并不断巩固行业地位。

图表 45: 华鲁恒升在煤化工产业链中进行多维度的成本优化

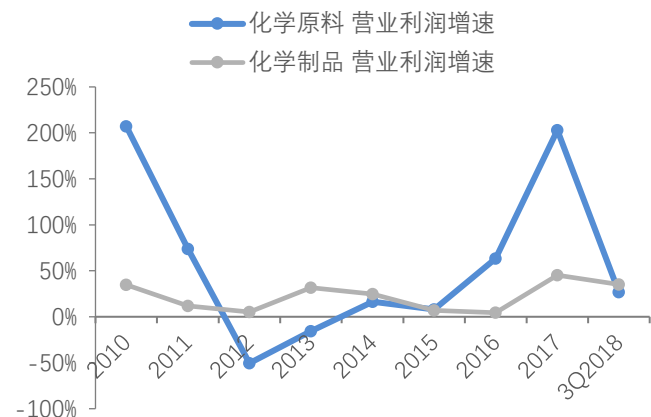


来源: 公司公告, 公开资料, 国金证券研究所

- **产业链一体化布局将是化工产业发展的关键方向。** 向上获取原料端的盈利弹性, 向下布局较高且稳定的终端收益空间。纵观全球的化工行业巨头, 巴斯夫、陶氏、杜邦、LG 等龙头企业, 其都具有高度的产业一体化布局, 凭借上游材料, 中端制造, 后段销售以及持续的研发支持, 这些跨国的化工巨头建立了极强的行业竞争壁垒, 可以将业务逐步延伸至多个方向, 可见未来一体化的产业布局将是化工行业发展的关键方向。
- 根据对化工行业上市公司 2010 年以来的业绩统计可以看到, 一般而言, 上游原料行业一般具有较高的规模壁垒, 然而行业具有更大的业绩弹性, 而化学制品行业一般对标下游具体的消费领域, 具有相对较高且相对稳定的盈利空间。可以说在产业链延伸的过程中, 龙头企业可以满足上游的规

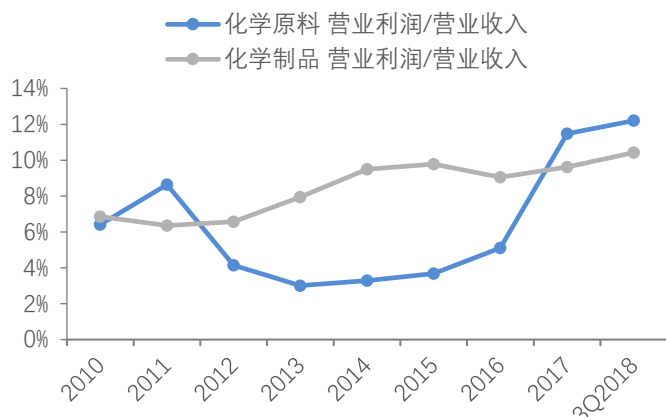
模要求，向上布局材料端降低成本波动风险，获取更高的弹性空间，而向下可以通过产品链的延伸，获得更大的盈利空间。

图表 46: 上游化工原料行业具有更高的盈利弹性



来源: Wind, 国金证券研究所

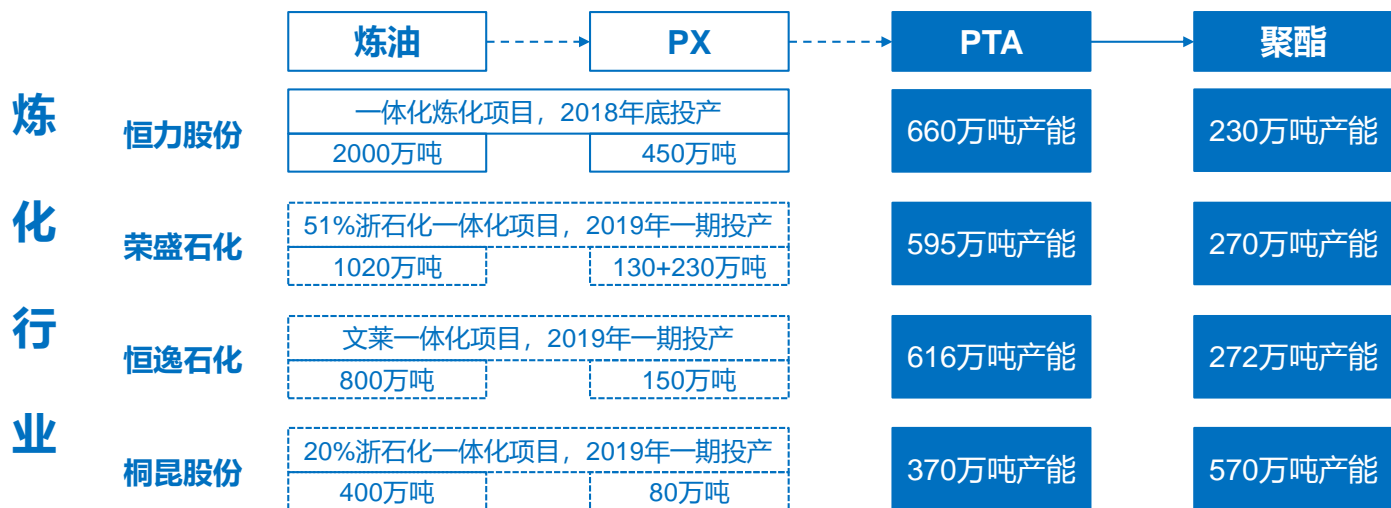
图表 47: 化学制品行业的盈利水平相对稳定且高



来源: Wind, 国金证券研究所

- 大型企业向上游进行原料布局，降低成本端的波动风险，亦将大幅提升公司的发展空间，构筑更深护城河。在大宗化工产品领域，中间加工产能扩充至一定阶段就很难获得进一步的发展，大型企业可以凭借规模及资金优势跨越行业壁垒向上游进行产品布局，以自供的形式降低原料端的成本和运输，保证产品稳定生产，同时通过上游的原料布局，公司有机会参与至更多的具有联动效应的横向行业布局当中，从而极大地扩展了公司的发展空间。

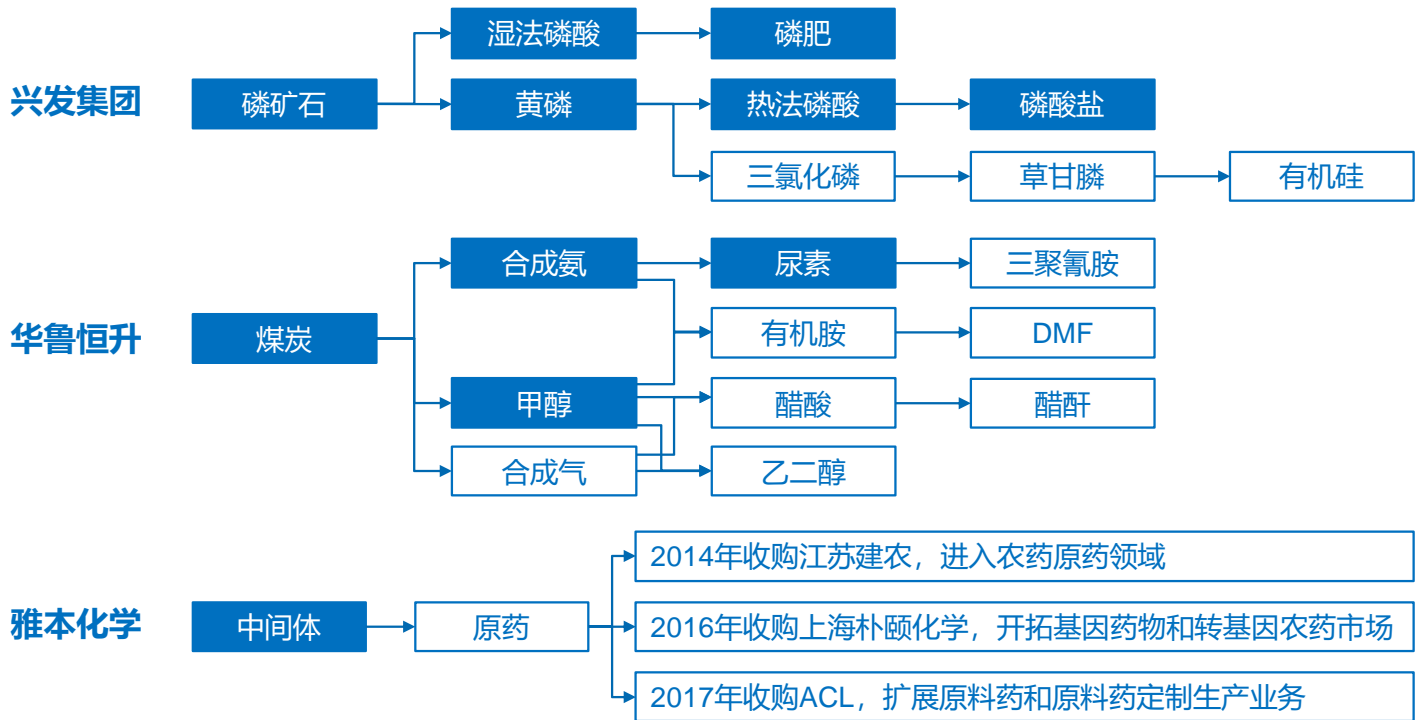
图表 48: 大型企业向上游原料端布局 (举例)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

- 企业向下游进行产业链延伸布局，通过协同性的产品生产，公司可以获取下游更高的产品溢价空间，同时向下游的布局亦可带动公司的产品销售，提升客户粘性，从而整体上提升公司盈利空间。

图表 49: 企业产业链延伸布局获得更大的盈利空间

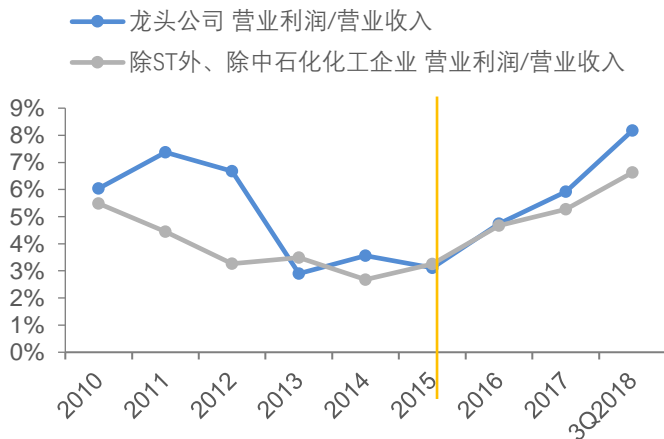


来源：公司公告，公开资料，国金证券研究所

- 随着去产能持续进行，龙头企业盈利能力进一步提升。经过 2013-2015 年连续的盈利低谷期，行业内的企业整体盈利位于历史较低水平，资金相对较为紧张，而此时能够有能力有意愿进行产业链布局以及工艺优化的企业逐渐向头部集中，而正是成本端的改善又促使龙头企业可以获取更高的产品盈利空间，形成有效的正向循环。

从 2015 年开始，行业内逐步淘汰落后产能，龙头企业的市占率不断提升，而伴随着产能过剩的逐步缓解，行业盈利能力不断提升，而龙头企业的一体化布局以及规模优势获得了充分的体现，企业的盈利弹性更高，发展增速明显领先行业。

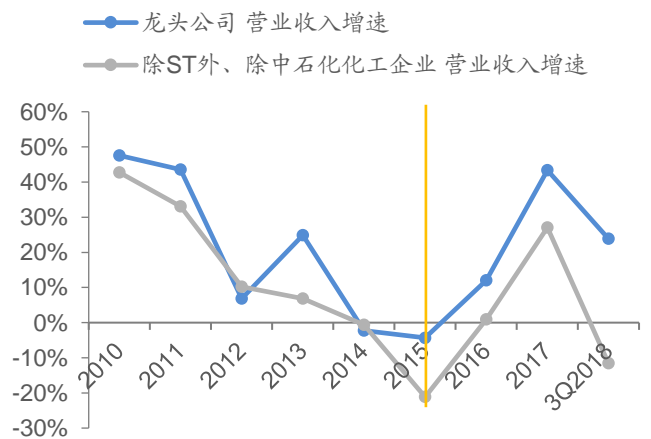
图表 50: 龙头企业具有更高的盈利弹性风险较低



龙头企业：根据 SW 三级行业分类筛选出龙头企业 33 家

来源：Wind，国金证券研究所

图表 51: 产能淘汰后龙头企业发展增速基本领先行业



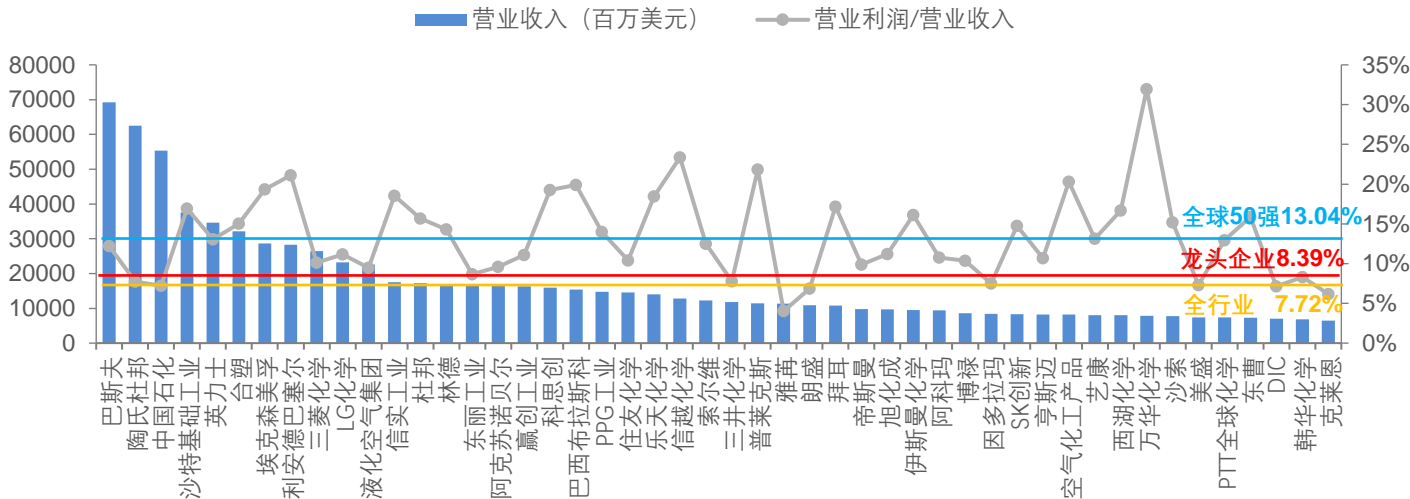
龙头企业：根据 SW 三级行业分类筛选出龙头企业 33 家

来源：Wind，国金证券研究所

- 国内化工龙头企业仍然具有较大发展潜力。将国内的龙头企业同全球 50 强的龙头企业相比，国内的龙头企业无论是规模、产业链布局以及技术方面

等仍具有一定的差异，2017年国内龙头企业的平均营业利润率约为8.39%，较国际化工巨头企业平均的营业利润率13.04%仍然具有极大的差距，可以说我国的企业仍然具有极大的盈利提升空间，在一体化布局方面仍然具有较大潜力。

图表 52: 2017 年全球化工 50 强龙头企业盈利情况



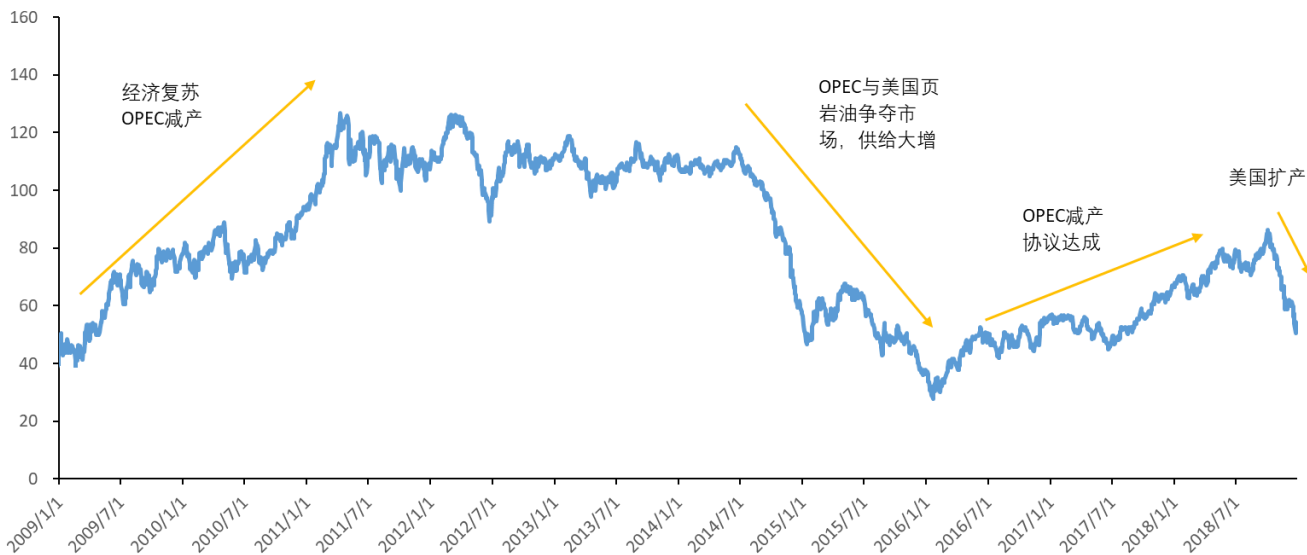
来源:《化学与工程新闻》, Wind, 国金证券研究所

四、在油价宽幅震荡，经济趋缓背景下，周期重点关注库存波动

4.1、OPEC 与页岩油的博弈将带来拐点，油价 2019 年宽幅震荡

- 2019 年需求疲软，供给边际在于美国增产和 OPEC 减产。从基本面供需情况看，2019 年需求增速仍疲软，但相比 2018 年有所好转；2019 年美国产量增速有所降低，但依然是最快：OPEC 减产执行率从 2018 年下半年开始下降，在油价四季度大幅下跌之后减产协议将延长至 2019 年 6 月之后。供给边际在于美国增产幅度和 OPEC 在 2019 年减产幅度的情况。

图表 53: 原油自 2017 年以来进入新一轮周期 (美元/桶)

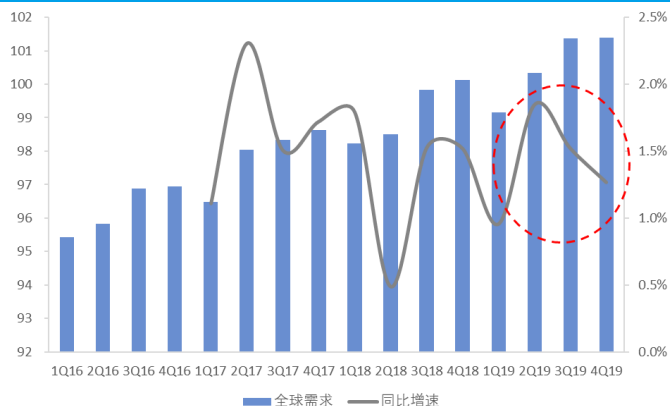


来源: Wind, 国金证券研究所

- 预计 2019 年需求增速仍疲软，但相比 2018 年有所好转：据 IEA 数据，2019 年需求增速整体好于 2018 年，但是相比 2017 年仍不及。主要增长

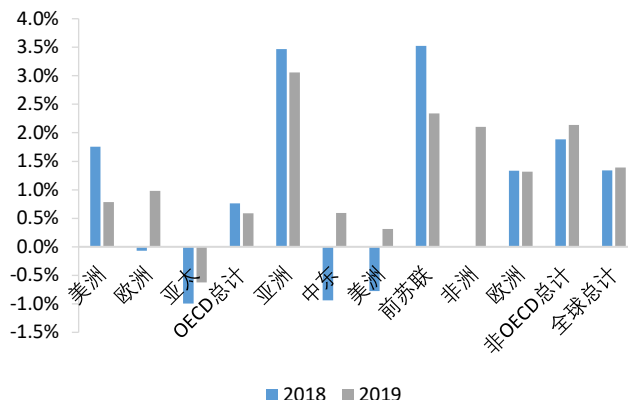
动力仍在亚洲。但是与 2018 年数据对比来看，亚洲对石油需求拉动作用减弱，非洲需求正在崛起。

图表 54: 预计 19 年需求增速略好于 18 年 (百万桶/天)



来源: IEA, 国金证券研究所

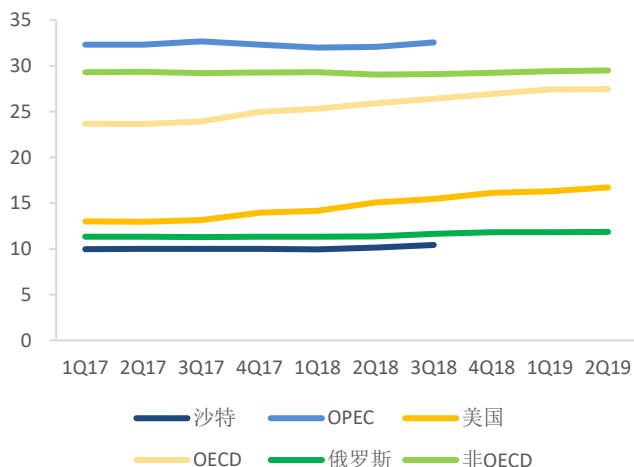
图表 55: 2018、2019 年需求增速对比



来源: IEA, 国金证券研究所

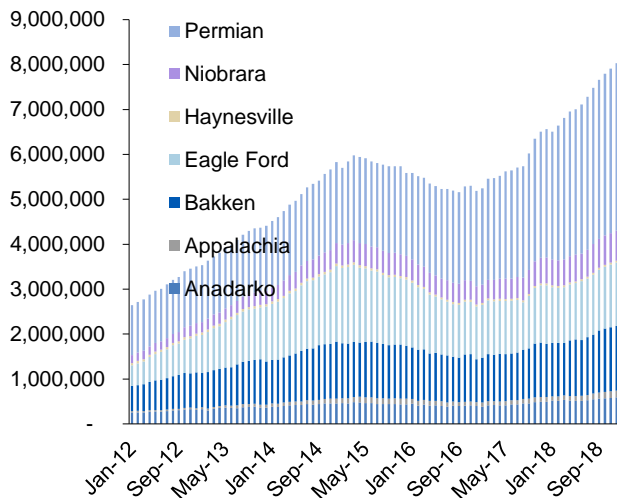
- **2019 年美国产量增速有所降低，但依然是最快：** 现今已形成以沙特为主的 OPEC 国家、以美国为主的 OECD 国家和以俄罗斯为主的其他国家三方博弈的供给格局。2017、2018 年，美国原油供给增速最快，预计进入 2019 年美国原油产量增速有所降低，但是依然是增速最快的一方。

图表 56: 预计 2019 年美国供给增速最快 (百万桶/天)



来源: IEA, 国金证券研究所

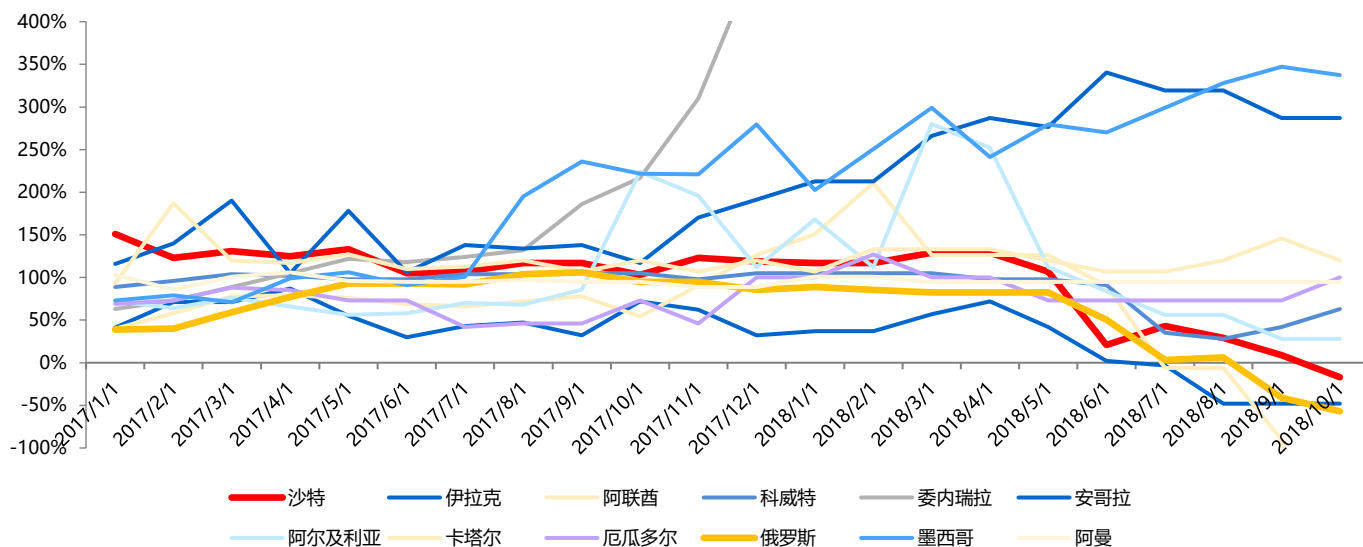
图表 57: 美国页岩油产量大幅上升 (桶/日)



来源: IEA, 国金证券研究所

- **2018 年下半年 OPEC 减产执行率出现变化，协议延长至 2019 年 6 月：** 自 2018 年 6-7 月开始，减产协议的主要执行国减产执行率总体开始降低。不过委内瑞拉由于政治原因，减产执行率高。卡塔尔、科威特、厄瓜多尔、安哥拉等国减产执行率始终维持较高水平。2018 年 12 月，OPEC 政策会议再次达成减产协议，从 2019 年 1 月起，OPEC 国家和非 OPEC 国家分别减产 80 万桶/日和 40 万桶/日，至 2019 年 6 月结束。我们预计如果 2019 年 1 月减产协议顺利执行，油价将有望上涨。

图表 58: 减产执行率 2018 年下半年开始下降

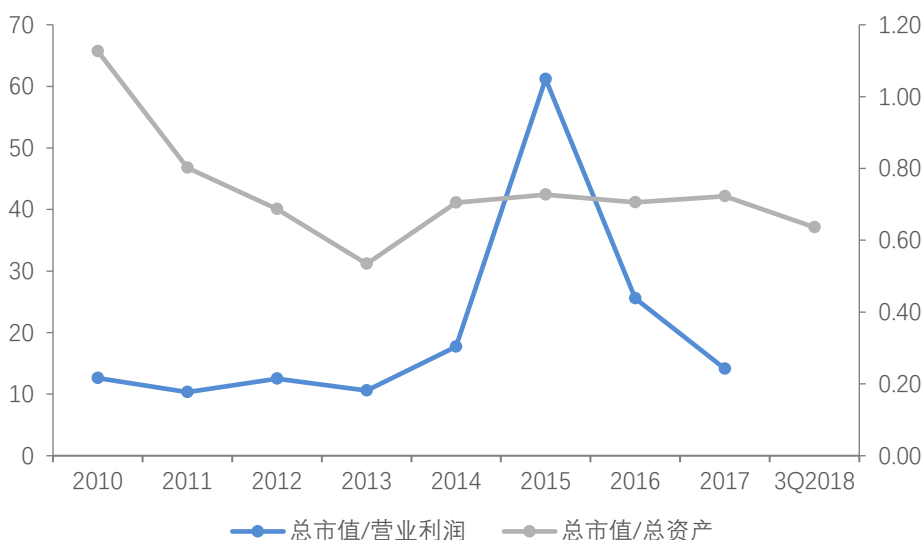


来源: OPEC, 国金证券研究所

4.2、经济“稳中趋缓”背景下，库存对周期机会影响凸显

- 从周期性角度来看，在市场对于 2019 年需求整体悲观的背景下，很多商品价格在四季度出现了大幅下跌，映射在二级市场上，周期股的估值杀到了历史低位。

图表 59: 2018 年周期性行业估值快速下杀

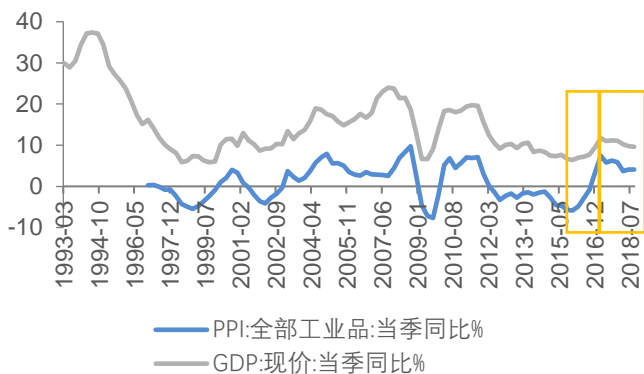


周期性行业: 包括化工、钢铁、煤炭行业中去掉 ST 公司共计 398 家公司

来源: Wind, 国金证券研究所

- 目前来看，部分产品价格的短期快速下跌使得行业整体的盈利水平急速收窄，需求虽有滑落但幅度上应不及价格的影响显著，在国内稳经济的背景下我们认为需求继续出现大幅下滑的概率不大。
- 供给端，我们认为环保在整个 PPI 下滑的背景下，大幅趋严的可能性不大。在现有政府体系考核下，大幅放松的可能也较小；但对于一些项目的审批我们认为在对工业投资提升渴望度加大的背景下有望提速。因此，有些产品的产能在未来有望增加，但总体基础工业品供给弹性仍有限。

图表 60: 需求受到价格下滑影响较大



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 61: 个别行业投资有望提速, 整体弹性有限



来源: Wind, 国金证券研究所

- 在弱势的经济背景下, 大宗商品供需结构有可能继续出现小幅恶化, 趋势上来看仍处于下行态势, 但可能下滑最快的阶段已经走完。在全面供大于求的阶段, 供需影响将逐渐弱化, 库存的影响将会凸显, 2019 年仍可关注库存去化比较显著的产品带来的阶段性机会 (规避供需大幅恶化的产品)。

图表 62: 历史上看, 化工收入先于库存见低, 但与库存同步见顶



来源: Wind, 国金证券研究所

五、2019 年化工投资方向建议

- 在我国化工传统优势逐渐趋于弱化的背景下, 国内高质量化工企业将迎来更为突出的发展机遇, 我们认为产业链布局以及工艺优化先行构筑更深护城河, 技术创新厚积薄发。根据以上的分析, 我们从四个维度出发, 关注我国化工细分行业未来的发展机遇: ① 不断巩固我国制造业强大供应链以及工艺优化优势的子行业和企业; ② 通过产业链的一体化布局有效抵御风险、扩展盈利空间的企业; ③ 周期的波动过程中带来的结构性发展机遇; ④ 仍然具有持续成长空间的细分行业。

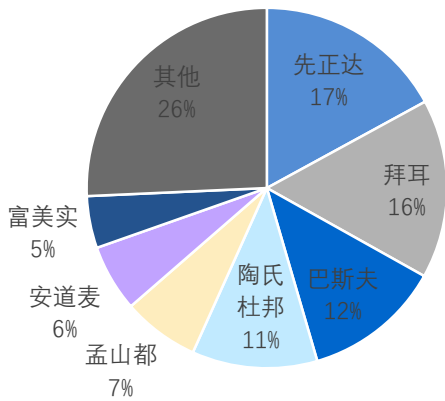
5.1、关注供应链及工艺优化优势带来的发展机遇

- 伴随着行业发展进入成熟阶段，产业的细分环节将向更具生产优势的地区和企业集中。我国化工行业具有成熟的供应链优势，持续进行的工艺优化亦不断降低产品的生产成本。我们建议关注承接全球农药生产关键环节转移的国内中间体企业和不断通过工艺优化、供应链优化构建竞争壁垒的成本优势企业。

5.1.1 受益于产业转移，中间体行业空间巨大

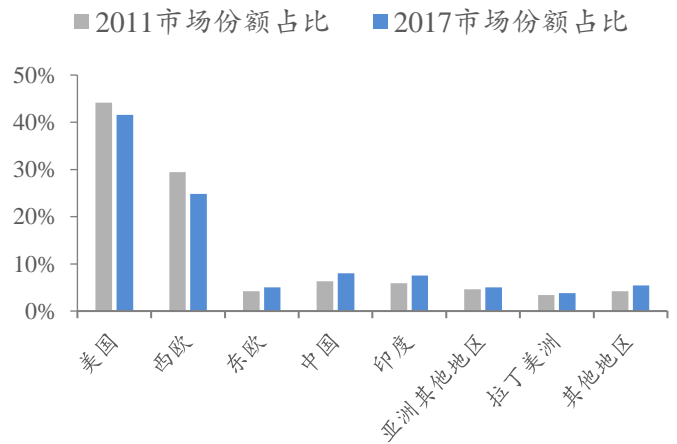
- **农化巨头注重价值链两端，生产外包对外转移。**目前全球农药行业呈现寡头垄断的格局，按 2017 年的销售收入情况统计，先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏杜邦、孟山都五大跨国公司占据了超过 60% 的市场份额。随着近年农化巨头之间的并购整合结束，强者恒强的高集中度竞争格局仍将维持相当长的时间。未来农化巨头将专注于创制农药和转基因种子的研发，注重价值链的两端——研发和销售，而生产环节以中间体/原药定制生产的形式对外转移，以此保持较高的盈利水平。
- 亚洲地区尤其中国和印度，凭借成本和生产技术优势，充分受益于发达国家农药中间体的产业转移。当前我国 CMO 市场份额与欧美地区相比仍有相当大的差距，产业转移仍在进行中，未来我国承接 CMO 产业转移的市场空间巨大。而定制生产模式对生产厂商的工艺技术和生产管理要求较高，中间体附加值较高，供应商能获得相对稳定的高毛利率。

图表 63: 农药行业高度集中



来源: AgroPages, 国金证券研究所

图表 64: 中国承接 CMO 产业转移市场空间巨大

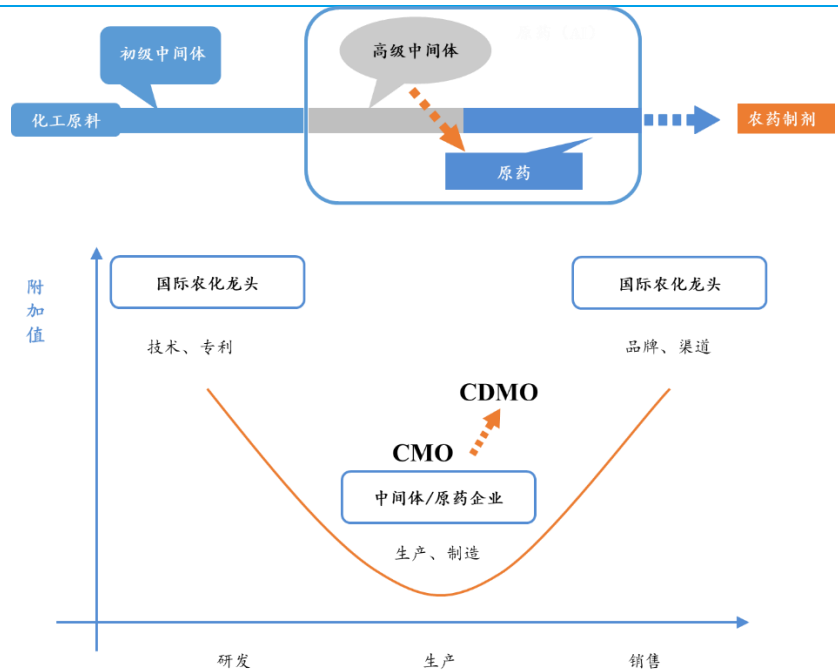


来源: 中国产业信息网, 国金证券研究所

- **主动延伸:** 中间体企业与客户的合作过程中，在生产流程和工艺优化上积累了丰富经验，能够从资本密集型的 CMO 模式向技术与资本复合密集型的 CDMO 模式全面升级，提升企业盈利空间。

被动延伸: 对于专利期内的农药，跨国公司与定制生产商基本都是以中间体外包生产的形式进行合作。在当前专利悬崖背景下，下游的单一客户的订单不可避免会受到影响。然而中间体定制企业凭借与原研厂家多年的合作，有望延伸至原药生产的合作，提升在产业链价值量上的份额。

图表 65: 中间体企业有望延伸至原药合作, 向 CDMO 模式升级

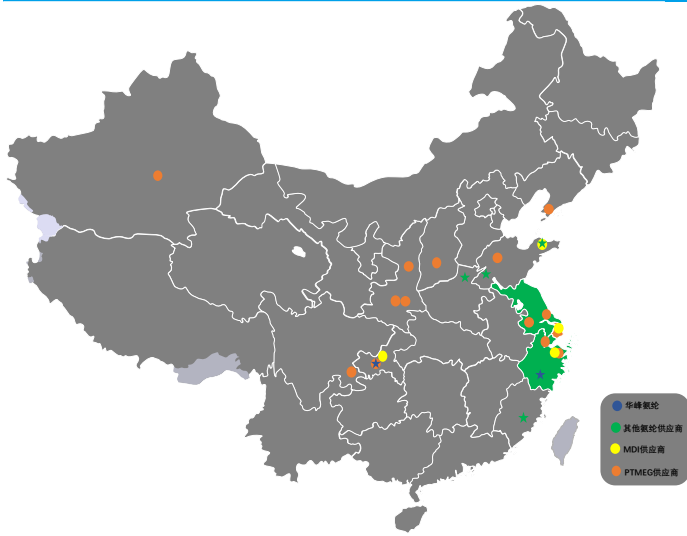


来源: 国金证券研究所

5.1.2 通过极致的成本优化, 建立牢固的行业竞争壁垒的企业

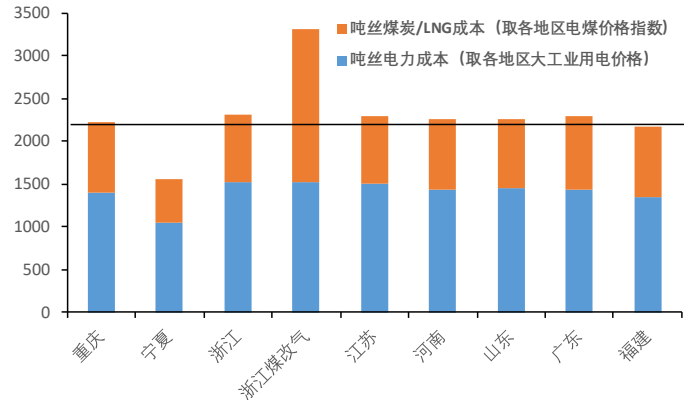
- 在周期行业中, 供需错配是带来波动的主要原因, 但是无论需求短期怎样变化, 产品价最终将以行业内处于边际的供给成本定价, 这就使得成本优化的企业即使在周期波动行业中仍然占据极为有利的竞争优势, 因而建议关注以华峰氨纶为代表的一类追求极致优化成本, 建立坚固竞争壁垒的企业, 即使在行业下行波动中亦可获得超出行业均值的盈利水平, 而当行业走出低谷时, 企业将获得更为广阔的发展空间。
- 华峰氨纶是国内最大的氨纶生产商, 现在拥有氨纶产能 11.7 万吨, 其中包括重庆新投产的 6 万吨低成本产能和浙江瑞安本部的 5.7 万吨产能, 而公司在此基础上仍将在 2019-2021 年持续建设 10 万吨产能, 通过持续的低成本的新产能投放, 公司将不断降低自身的综合生产成本, 持续低于行业企业并不断拉开成本竞争差距, 从而在根本上建立牢固的竞争优势。
- **充分利用重庆地区的区位优势建立低成本产能。**以氨纶生产原料 MDI 和 PTMEG 的全国分布来看, 重庆是少数的几个同时具备双重原料供给的地区, 公司新建产能以巴斯夫(重庆)、弛源化工的 MDI、PTMEG 产品为原料, 就近采购, 极大地降低了产品的运输成本。同时新产能将受益于土地、人工、电力能源等多重价格优势, 多维度打造全国最低成本的氨纶生产线。

图表 66: 重庆地区具有双重原料供给优势



来源: 公开资料, 国金证券研究所

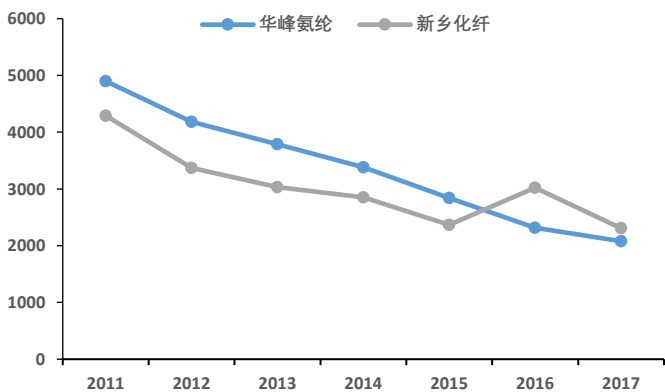
图表 67: 各地区能耗成本 (吨/元)



来源: Wind, 公开资料, 国金证券研究所

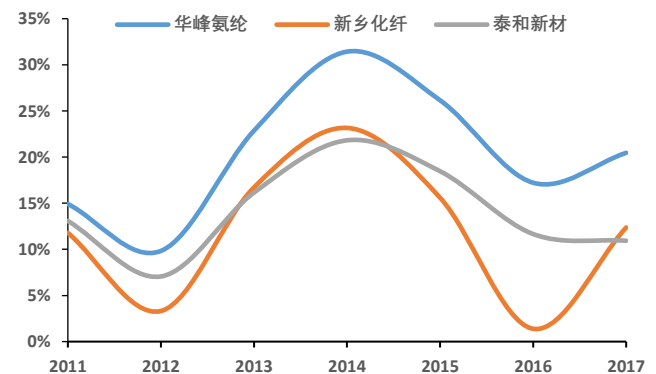
- **工艺持续优化, 获取领先行业的盈利水平。**多年来公司持续进行工艺优化, 整体能耗持续降低, 而通过新产线低成本的产能投放, 公司有效地打破了行业成本优化的瓶颈, 耗能仍然持续下降。新产线以数字化分析、精细化管理, 保持行业领先水平。受益于公司的成本以及管理优势, 公司多年来氨纶的盈利水平一直领先于其他企业, 无论行业如何波动, 公司都能够凭借极致的成本优势抵御风险。

图表 68: 氨纶能源动力成本 (吨/元)



来源: 公司公告, 国金证券研究所

图表 69: 华峰氨纶毛利率高于同行



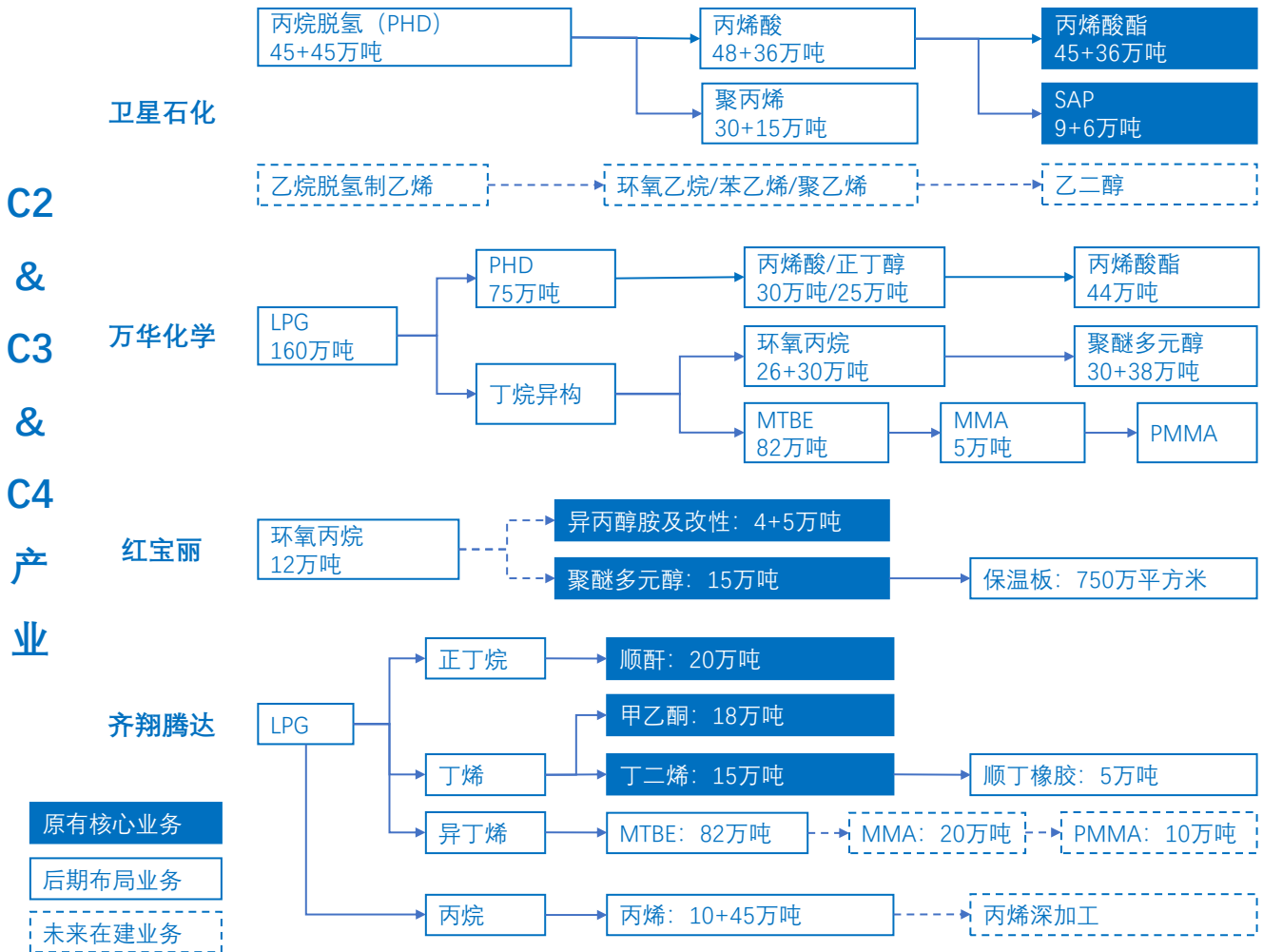
来源: Wind, 国金证券研究所

5.2、关注一体化布局拓展发展空间, 降低波动风险的龙头公司

- 在周期性行业中, 单一品类的大宗化学品的需求总归具有一定空间, 龙头企业在规模化的产能扩充后, 终将面临单一环节的发展瓶颈。具有规模基础、资金实力的龙头企业必然需要进行新的业务拓展, 可以说产业链一体化布局将是行业中企业获得持续发展的关键方向。
- 所谓“万变不离其宗”, 在制造业的生产链条中, 无论多纷繁复杂的产品向上游生产过程的追溯都离不开能源、矿石等少数几种原料产品, 越是向上游发展, 产品种类越少, 资本投入越高, 但是可以加工生产的产品种类确是大幅提升, 可以说上游的原料端布局不仅可提供公司下游生产环节的原料成本优势, 更可以帮助公司斩获更广阔的发展空间。
- 而向下游布局, 企业的产品更贴近终端, 产品的销售相对分散, 具有更强的产品溢价能力, 同时布局下游的高附加值产品亦可以帮助企业获取高且相对稳定的盈利空间。

因而综合来看，持续进行产业链一体化布局，获取更大发展空间和较高盈利的龙头企业将具有更为持续的发展动力和广阔的发展前景，建议关注万华化学、卫星石化、齐翔腾达等公司。

图表 70: 逐步进行产业链一体化布局发展的龙头企业 (举例)

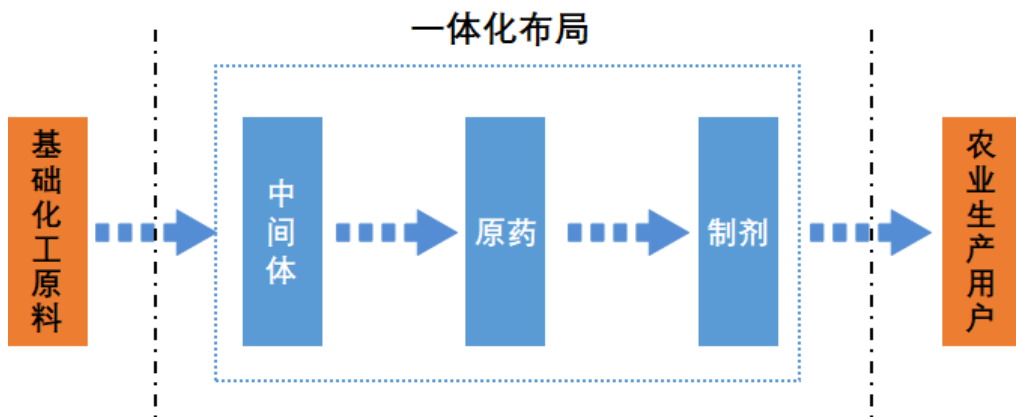


来源: 公司公告, 公开资料, 国金证券研究所

■ **农药一体化布局成为趋势:** 随着供给侧改革的深入和环保督查趋严, 2016年以来农药行业环保压力的主要矛盾集中在上游原材料以及关键中间体的供应方面, 农药行业供给端的瓶颈目前更多存在于中间体供给层面, 对于上游一体化的诉求逐步成为未来几年农药行业的主要方向。此外农药中间体近年来价格波动剧烈, 原药企业通过产业链纵向延伸, 实现中间体的自我配套, 将中间品价格波动的风险消化在自身产业链内部, 能够有效提升盈利能力和抗风险能力。

另一方面农药制剂盈利水平显著高于原药, 原药企业通过向制剂生产和销售发展, 实现从低利润的原药领域向高利润的制剂领域切入, 能够拓展企业的盈利空间。中间体-原药-制剂全产业链一体化将成为未来农药行业的发展方向。

图表 71: 农药行业的一体化布局



来源: 国金证券研究所

5.3、关注周期变化过程中带来相对收益的细分行业

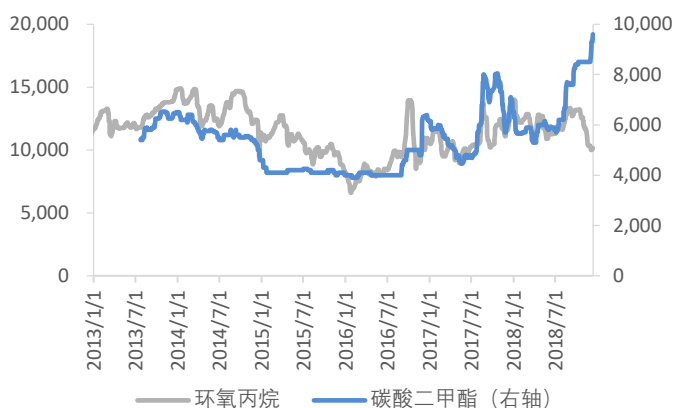
- 周期性行业，在周期的波动过程中总会带来相对收益的生产环节。尽管 2019 在总量上需求的支撑力度或有不足，但是在细分行业中仍然具有需求景气度较高的细分行业；另一方面，在原料价格逐步回落过程中，产业链的盈利空间的分配亦将产生变化，建议关注盈利修复中间制造环节以及能源价格相对变化过程带来的周期性机遇。

5.3.1、供需格局依然向好的细分行业

碳酸二甲酯：长期供需格局向好

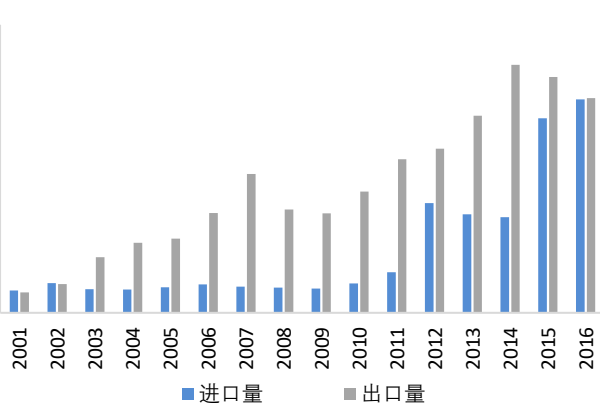
- 下游 PC 中间体和电解液增长较快，国内 DMC 需求快速增长：在国际上，DMC 下游最主要产品是聚碳酸酯（PC），装置大多配套下游的 PC 或者电解液生产销售，对外销售数量有限。在国内，油漆、涂料、粘胶剂行业约占 DMC 消费总量 50% 以上。我国 PC 目前产量较低，在 DMC 下游需求占比有限。但是近年来我国 PC 新增产能快速增加，自给率不断提高，以及电动汽车行业的飞速发展，下游 PC 中间体和电解液溶剂是碳酸二甲酯需求增速较快的领域，我国也从 2014 年之前的 DMC 净出口变为 2016 年的自给自足。

图表 72: 2018 年下 DMC 与环氧丙烷价格偏离 (元/吨)



来源: wind, 国金证券研究所

图表 73: 我国 DMC 进出口情况 (万吨)



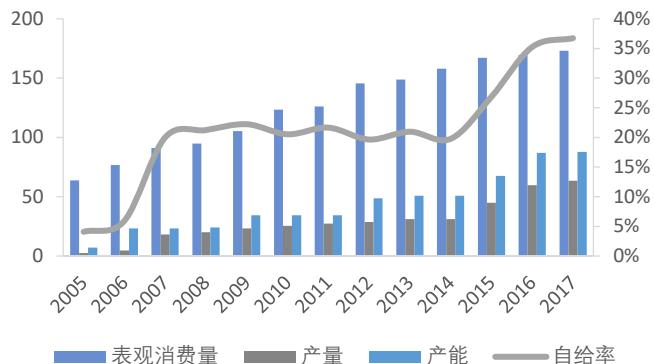
来源: 海关总署, 国金证券研究所

- 下游 PC 进口替代、工艺转换将从两方面拉动 DMC 需求，增量约 7.5 万吨：我国 PC 正处于进口替代过程中，非光气法不使用剧毒光气，是现在生产 PC 的主流工艺，其生产原料相比传统工艺多了碳酸二甲酯。我国 2015 年之后新建了大量 PC 非光气法产能，PC 自给率 2017 年达到 36%。预计未来在 PC 产品领域，国内不断实现进口替代、生产工艺向非光气法转变两

方面因素都将拉动 DMC 的需求。2018Q4-2020 年投产非光气法 PC 产能至少 30 万吨，对应新增 7.5 万吨 DMC 需求，相当于现有产量的 22%。

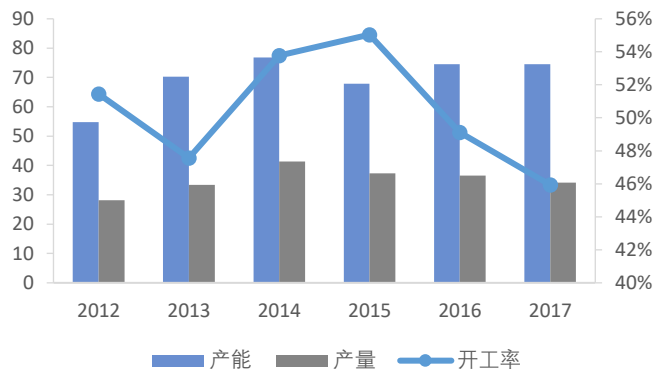
- **我国 DMC 有效产能不足，未来预计有 6.5 万吨新增 DMC 产能：**我国 DMC 行业开工率常年维持在 50%左右，即使是在碳酸二甲酯行情复苏的 2017 年这部分产能也无法复产，行业开工率继续维持低位，有效产能不足。作为对比，行业龙头石大胜华采用酯交换法生产 DMC，2016、2017 年开工率都在 100%左右。DMC 是煤制乙二醇副产品之一，中盐红四方和华鲁恒升 2018 年新投产煤制乙二醇产能分别配套了 5 万吨/年和 1.5 万吨/年的 DMC 联产产能。如果这部分联产产能顺利释放，将满足部分新增 DMC 需求。但如果下游新增 PC 产能顺利投放，长期供需格局依然向好。

图表 74：我国 PC 处于进口替代过程中（万吨）



来源：《化学工业》，海关总署，卓创资讯，国金证券研究所

图表 75：我国 DMC 行业有效产能不足（万吨）

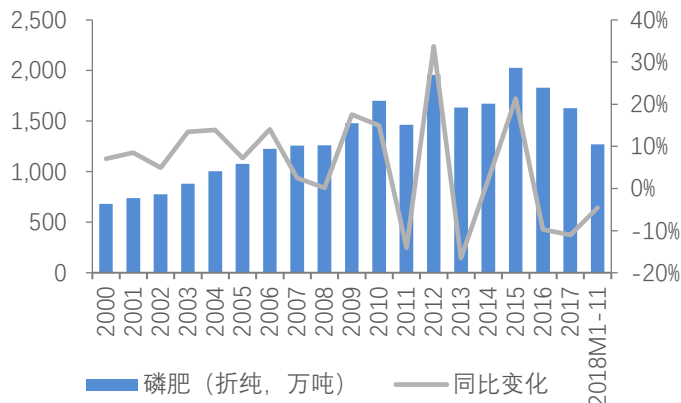


来源：《中国建材科技》，石大胜华公告，国金证券研究所

磷肥行业：刚性需求影响相对较小，行业预期稳步发展

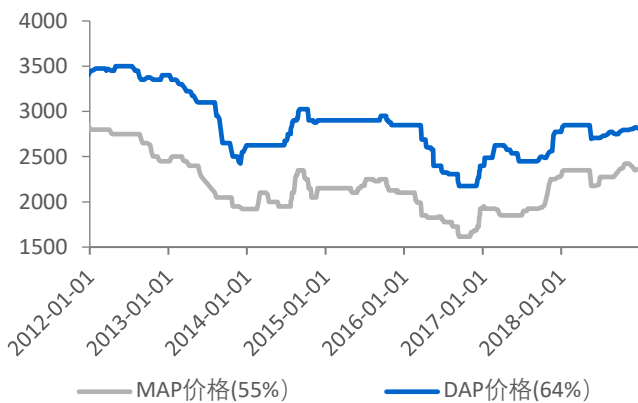
- **环保要求叠加行业整合，磷肥行业整体运行相对平稳。**由于过去高速扩产，磷肥产能快速提升，使得行业内产能过剩现象明显，而从 2016 年开始，我国在环境保护方面要求显著提升，而激烈的行业竞争使得企业盈利困难，高成本企业逐渐减产停产。2017 年磷铵产能已经开始扭转前期产持续高增长的状态，磷酸一铵产能仅有微幅增长，而磷酸二铵的产能已经开始有所下滑，2018 年由于原材料价格高涨，未有上游原材料布局的小规模企业开工率极低接近停产，开始逐步退出市场，磷肥产量连续 3 年开始持续下滑，产品价格逐步回升趋稳。

图表 76：我国磷肥产量（折纯，万吨）



来源：国家统计局，国金证券研究所

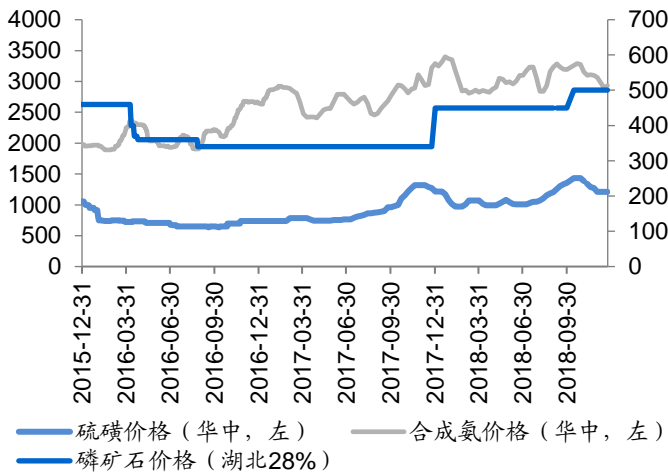
图表 77：磷肥价格变化（元/吨）



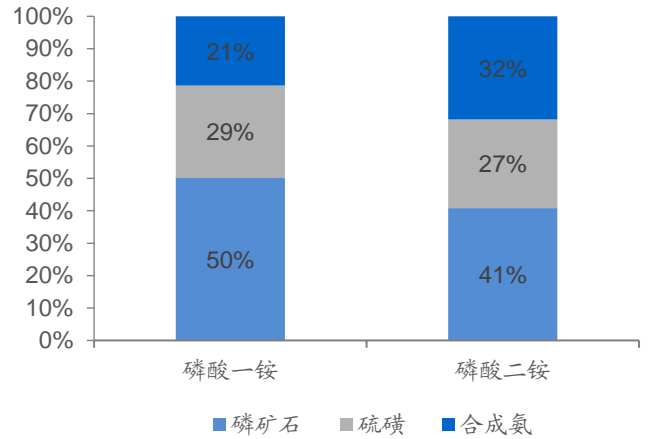
来源：Wind，百川资讯，国金证券研究所

- **受磷矿供给限制，磷肥的原料端支撑力度较强。**由于环保以及磷矿行业整合的影响，我国磷矿产能持续下降，呈现明显的供给不足的情况，因而磷矿石价持续上涨，从成本端支撑磷肥价格保持相对平稳状态，而具有磷矿、磷肥一体化布局的企业其盈利水平相对稳定，具有较强的盈利空间。

图表 78: 磷铵原材料价格变化情况 (元/吨)



图表 79: 磷铵原材料成本占比情况



来源: Wind, 百川资讯, 国金证券研究所

来源: Wind, 百川资讯, 公开资料, 国金证券研究所

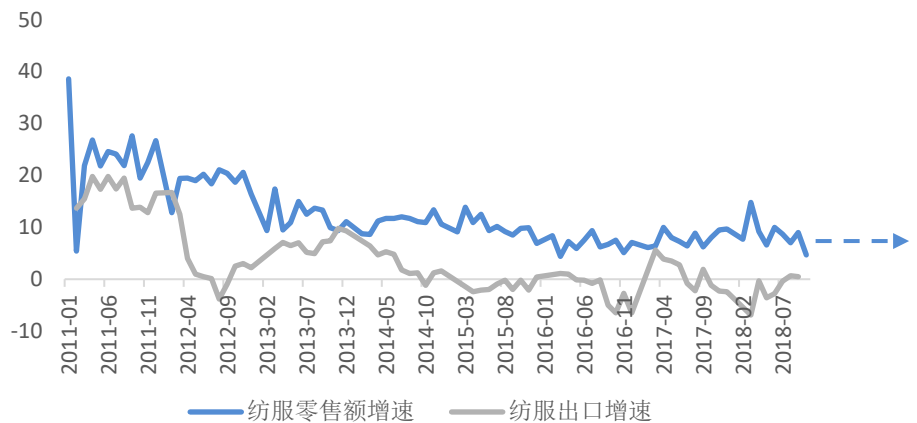
- **磷肥下游对标农业领域, 需求变化相对有限。**由于磷肥是农作物生长的关键肥料, 具有较强的刚性需求属性, 虽然施肥效率的提升将带来化肥施用量的下降, 但是确实一个极为缓慢的过程, 下游农业领域对磷肥需求将保持相对稳定。
- **国际磷肥厂扩产不及预期, 全球磷肥市场保持紧平衡状态。**由于传统的磷肥大厂美盛关闭产能, 全球磷肥供给难以满足需求的增长, 2018 年全球磷肥市场供给紧张, 然而摩洛哥、沙特等国家的磷肥大厂扩产计划一再推迟, 导致全球磷肥供给不足的状况依旧持续, 预期 2019 年, 全球磷肥行业将依然保持供给略紧状态, 我国磷肥产品依然具有较高的出口需求, 较程度上支撑国内磷肥市场保持相对平稳运行。
- 综合来看, 伴随磷肥行业的去产能持续, 供给将保持相对低位, 而下游需求相对稳定, 出口需求依然保持, 预期未来磷肥行业将保持相对平稳运行, 建议关注具有上游磷矿布局的一体化磷肥企业。

5.3.2、原料价格下行, 带动中间加工环节的盈利回归

产业链增速不平衡导致价差重构, 大炼化行业变革在即

- 我们认为 2019 年 PX、PTA、长丝较难重现 2018 年的高价行情, 但是由于产业链上下游供给增速不平衡导致的供需结构差异, 将会引起 PX-石脑油、PTA-PX、涤纶长丝-PTA 三个环节的价差重构, PX-石脑油的利润将逐渐下移至 PTA-PX, 奠定行业的盈利空间。
- **2019 年下游需求整体尚可, 预计下游聚酯需求增速 7%:** 从下游需求来看, 江浙织机开工率整体较 2017 年降低, 终端纺服零售额增速从 2016 年以来都较为稳定, 2018 年 1-10 月增速 8.6%左右。我们认为聚酯整体复制 2017~2018 年的需求增速难度较大, 考虑到国家刺激消费的政策背景下下游景气度下滑幅度有限, 我们以历史平稳状态下需求增速作为参考, 大胆预测聚酯整体需求增速接近 7%。其中, 纺服上游的涤纶长丝和涤纶短纤增速预计分别为 7%和 3.5%左右; 聚酯瓶片出口需求已经回落, 预计增速 7%左右。

图表 80: 终端纺服零售额和出口交货值增速 (%)



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

图表 81: 预计 2019 年聚酯增速接近 7% (万吨)

	聚酯		涤纶长丝		涤纶短纤		聚酯瓶片	
	产量	增速	产量	增速	产量	增速	产量	增速
2015	3463	7.2%	2444	7.9%	431	5.6%	588	5.3%
2016	3648	5.3%	2537	3.8%	482	11.9%	629	6.9%
2017	4128	13.2%	2950	16.3%	499	3.5%	679	7.9%
2018E	4550	10.2%	3300	11.9%	515	3.1%	735	8.3%
2019E	4850	6.6%	3531	7.0%	533	3.5%	786	6.9%

来源: 中纤网, 国金证券研究所

- **2019 年 PTA 新增产能有限, 预计产量增速 4%供需紧平衡:** 预计 2019 年聚酯产量 4850 万吨, 对应 PTA 需求 4171 万吨。2018 年底-2019 年, 国内预计新增产能 670 万吨/年。除四川晟达预计 2018 年底投产外, 其他新凤鸣、中泰、恒力石化四期项目都在 2018 年上半年开工, 一般 PTA 项目建设施工需要两年, 预计投产时间最早到 2019 年底, 2019 年 PTA 新增产能有限。预计 2019 年 PTA 供给量 4248 万吨, 增速 4%, 呈供需紧平衡状态。

图表 82: 2018 年底-2019 年国内 PTA 新增产能情况

企业	产能 (万吨)	投产时间	地区
四川晟达	100	2018 年底	四川南充
新凤鸣	200	2019 年底	嘉兴
中泰集团	120	2019 年底	新疆
恒力石化 (四期)	250	2019 年第四季度	大连

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

- **2019 年国内 PX 大量投产, 预计供给增速 6%供需拐点出现:** 预计 2019 年 PTA 供给量 4248 万吨, 对应 PX 需求量 2803 万吨, 相比 2018 年新增需求 100 万吨。2018 年底-2019 年国内预计新增产能 1130 万吨/年, 其中大部分产能是 18 年延期投放。恒逸石化位于文莱的 150 万吨 PX 产能计划 2019 年二季度投放, 亚洲其他国家暂无新产能投放, 总计新增产能 1280 万吨。根据投产时间折算, 预计 2019 年国内 PX 产量增加 360 万吨, PX 进口量将减少至 2017 年水平, 开始进口替代过程。预计 2019 年供给量增

速 6%，超过新增需求，打破 2018 年 PX 供需紧平衡状态。整体 PX 呈现供给宽松。

图表 83: 2018 年底-2019 年国内 PX 新增产能情况

厂家名称	产能 (万吨)	投产时间	地点
福海创石化	160	2018 年底复产	漳州
恒力石化	450	2018 年底	大连
浙江石化一期	400	2019 年上半年	舟山群岛
海南炼化	100	2019 年第二季度	海南
中海油惠州	100	2019 年	惠州
中化泉州	80	2019 年	泉州

来源: 百川资讯, 国金证券研究所

- **预计 2019 年 PX-石脑油的利润将逐渐下移至 PTA-PX, 奠定盈利空间:** 不过多考虑油价影响的情况下, 我们预计 2019 年 PX 产量增速 6%, PTA 产量增速 4%, 聚酯产量增速 7%。中游 PTA 新增产能最少, 2019 年延续供需紧平衡; 上游 PX 国内产能释放, 逐步实现进口替代, 出现拐点迎来供给宽松。从供需角度分析, 我们认为 2019 年 PX、PTA、长丝较难重现 2018 年的高价行情, 但是由于产业链上下游供给增速不平衡导致的供需结构差异, 将会引起 PX-石脑油、PTA-PX、涤纶长丝-PTA 三个环节的价差重构, 奠定行业的盈利空间。预计 2019 年 PX 价格下滑, PX-石脑油的利润将逐渐下移至 PTA-PX, PTA-PX 价差扩大。

图表 84: PX-PTA-聚酯产业链供需平衡表 (万吨)

	PX					PTA				聚酯	
	需求	产量	进口量	供给量	供给增速	需求	产量	净进口量	产量增速	产量	产量增速
2011	1015	692	498	1190	27.8%	2314	1538	650	21.8%	2691	63.1%
2012	1341	765	629	1394	17.1%	2507	2032	536	32.1%	2915	8.3%
2013	1692	838	905	1743	25.1%	2678	2563	261	26.1%	3114	6.8%
2014	1827	936	982	1918	10.0%	2779	2768	71	8.0%	3232	3.8%
2015	2042	912	1165	2077	8.3%	2978	3094	13	11.8%	3463	7.2%
2016	2147	977	1235	2211	6.5%	3137	3253	-20	5.1%	3648	5.3%
2017	2359	1027	1444	2471	11.7%	3550	3575	0	9.9%	4128	13.2%
2018E	2704	1097	1646	2743	11.0%	3913	4098	-20	14.6%	4550	10.2%
2019E	2803	1458	1450	2908	6.0%	4171	4248	-30	3.7%	4850	6.6%

来源: 中纤网, 国金证券研究所

5.3.3、关注小周期波动过程中阶段式机遇

- 进入四季度, 原油价格持续下跌, 带动众多化工产品价格持续下滑, 作为原油主要的替代加工产业链, 煤化工的产品的竞争优势受到大幅影响, 叠加了情绪作用的影响, 煤化工企业的估值更是跌至历史较低水平。我们认为在油价逐步宽幅震荡的情况下, 煤化工行业的情绪因素将逐步有所缓和, 估值进一步大幅下挫的可能性相对有限。
- 另一方面, 我国“多煤贫油少气”的资源格局决定了我国的煤化工的替代性发展已经上升至国家战略阶段, 而产业的源头的煤价更多受到宏观政策的影响, 因而我们预期在油价位于低位震荡的过程中, 国家将对现在的高煤价进行调节, 部分让利下游煤化工企业, 以保证产业链持续稳定运行。

- 我们建议关注能源价格波动过程中，相对价格优势带来的阶段式机遇，建议关注具有较强成本优势的新型煤化工优势企业华鲁恒升、鲁西化工、万华化学等。

5.4、关注具有持续发展空间的成长性行业

5.4.1、天然气行业需求持续增长，紧平衡下调峰能力影响短期供给边际

- 我们预计 2019-2020 年天然气需求增速 12%、9%，供给增速 11%、13%。2019 年由于 PNG 进口增量有限，依然处于紧平衡；2020 年 PNG 进口量大增，非常规气和 LNG 进口量继续高速增长，供给不足缓解，进入供给宽松。

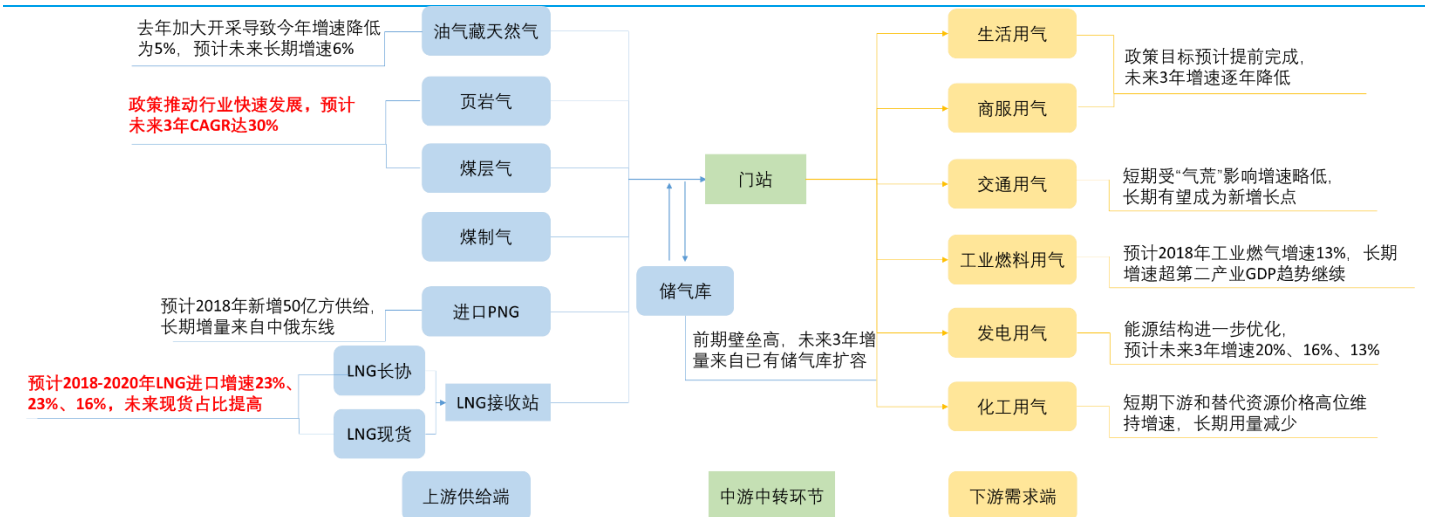
图表 85：供需平衡表预测（单位：亿立方米）

年度	城市燃气	工业燃气	发电用气	化工用气	其他	出口	需求总量	国内产量	PNG 进口量	LNG 进口量	进口总量	供给总量
2016	775	605	380	250	48	34	2092	1369	389	362	721	2090
2017	885	727	467	273	21	35	2408	1480	423	530	920	2400
2018E	977	836	560	298	22	36	2729	1599	480	653	1133	2732
2019E	1095	920	656	321	30	36	3058	1757	480	803	1283	3040
2020E	1186	984	741	347	40	36	3334	1926	580	934	1514	3440

来源：国家统计局，海关总署，国金证券研究所整理测算

- **页岩气、煤层气和 LNG 进口是未来长期主要供给增量：**需求端，预计未来交通用气、发电用气、工业燃料用气都会有较大增长，交通用气长期前景更好，未来有望成为新增长点；工业燃料用气、发电用气随着燃料结构替换，未来增速会逐年降低。供给端，页岩气、煤层气和 LNG 进口是未来长期主要供给增量，PNG 进口增量到 2020 年才会释放。

图表 86：天然气产业链各环节预测情况



来源：国家统计局，海关总署，国金证券研究所测算、绘制

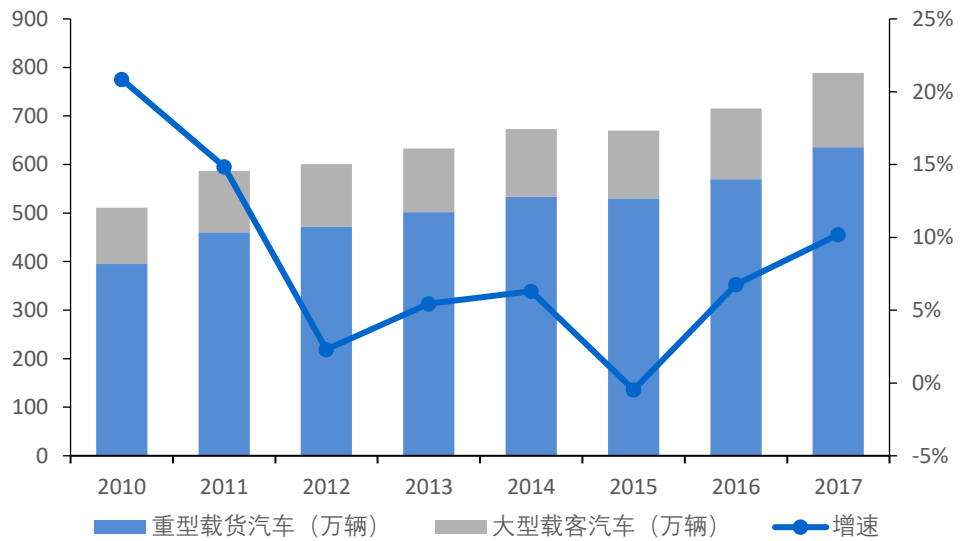
- **预计 2019 年仍需采用多种储气方式才能满足调峰需求：**预计 2019 年由于 PNG 没有新增进口气量，拉低供给增速，2019 年也处于供需紧平衡，2019 年旺季的储气调峰需求达到 172 亿方。我国计划 2020 年储气库储气能力达到 148 亿方，按照此扩容进度，预计 2019 年储气库储气能力达到 115 亿方，仍需借助 LNG 接收站和气田储气才能够满足淡旺季调峰能力。
- **储气库调峰能力变化将成为影响短期边际供给的重要因素：**目前天然气短缺预期已在天然气价格上得到充分反映，预计未来 2019 年供需紧平衡情况下，我国储气调峰能力边际变化对天然气市场的影响权重将增加。在我国现有三种储气方式中，气田储气容量增长不可持续，LNG 储气调峰方式

实际通过长约和现货进口实现，在供需紧平衡下能够起到的作用有限，那么储气调峰能力的边际变化事实上在于储气库的储气调峰能力的边际变化，进而在于储气库是否能够如预期进度扩容。

5.4.2、国六标准带来的需求新机遇

- 国六标准的全面升级，对 CO、THC、NO_x、PM 排放物限值较国五标准有较大幅度降低，同时新增 PN 排放限值要求。为满足国六标准，尾气排放后处理系统也将有所优化，汽油车必须在国五加装 TWC 的基础上再加装 GPF 配置，柴油车需要加装 DOC+CSF+SCR+ASC 组合配置，这将对各类催化器带来增长机会。
- 对柴油车来说，需要增量使用分子筛结构催化剂，而此类产品之前主要使用在欧美等高标准排放地区。国内柴油车主要集中于大型货车和客车，根据国家统计局数据显示，民用大型货车和客车拥有量从 2010 年的 511 万辆增至 2017 年 788 万辆，CAGR 达 6.4%。随着国六标准的逐渐推行，国内分子筛市场空间将被迅速打开。
- 此外，作为柴油车尾气排放处理的黄金搭档车用尿素也将带来新的发展空间。目前使用的车用尿素溶液一般由 32.5%高纯尿素和 67.5%的去离子水组成。国六排放标准的实施，势必对车用尿素行业的要求进一步提升。据中国环境保护中心透露，新一轮的车用尿素国标将在近期讨论和研究。以符合当下国六排放标准。新标准意味着产品的升级换代，也促使企业对产品升级换代，淘汰落后的技术。

图表 87：我国大型汽车保有量不断提升



来源：Wind，国金证券研究所

5.4.3、电子化学品进口依赖严重，国产替代空间充足

- 我国下游电子产业链布局完善，但电子化学品进口依赖严重。经过全球电子领域的发展，电子行业经过了美国—日本—韩国/台湾—大陆的产业转移。受益于智能手机的崛起，国内的电子产业制造布局逐渐完整，面板、PCB、晶圆制造、封测等环节获得有效地突破，市场空间逐步提升，已经成为全球最大的电子产品生产基地。然而面对这样巨大的下游需求市场，我国电子化学品却高度依赖进口，产品自给率极低，可以说我国拥有全球最大的电子化学品需求市场，具有极大的发展空间。
- 电子化应用领域不断扩展，创新带动产品更新速度较快，电子化学品的市场需求持续成长。伴随着产品的电子化程度不断提升，电子元件的应用领域不断扩展，对于电子元件及组件的需求亦将不但提升。而终端产品的持续创想也带动了产品的升级替换，增量需求叠加替换需求，电子化学品的

市场空间不断扩展。随着国内企业在电子化学品领域技术研发不断突破，电子化学品企业将逐步进行产品的国产替代，获取高端产品的高盈利空间。

5.5 建议关注重点公司

按照上文梳理的逻辑脉络，我们筛选了部分 2019 年或许存在潜在机会的行业以及公司，供参考。

图表 88: 建议关注重点公司

选股逻辑		公司名称	驱动因素	EPS		PE	
				2018	2019E	2018	2019E
产业链以及成本优化提升核心竞争力	国内产业链以及成本优化优势承接国际巨头外包趋势加大	雅本化学	行业集中度提升，龙头企业受益	0.17	0.28	30.24	18.35
		联化科技		0.09	0.39	106.48	23.92
	成本优化，建立核心竞争优势	中旗股份	高端原药供应商，向产业链上游延伸	2.3	3.1	18.6	13.6
		华峰氨纶	新建产线具有区位和成本优势，后续将继续进行低成本产能扩充	0.28	0.34	15.14	12.19
产业链一体化布局企业		万华化学	公司石化一体化布局相对完整，未来发展空间	4.46	4.93	6.02	5.45
		齐翔腾达	公司 C4 产业链布局逐步完善，加强 C3 产业深化发展	0.55	0.67	12.38	10.24
		红宝丽	公司 12 万吨环氧丙烷上游原料布局				
		广信股份	农药产业链一体化布局	1.03	1.3	10.22	8.07
周期机会	景气度相对向好的行业	石大胜华	国内 DMC 有效产能不足，行业长期竞争格局向好	1.39	1.74	13.89	11.11
		云天化	一体化布局，较大业绩弹性潜力	0.1	0.21	50.15	23.64
		司尔特	一体化布局，硫铁矿投产放量	0.41	0.54	11.65	9.01
	原料价格下行带动中间环节盈利回归	民营大炼化	PX 价格有望向下，利润向 PTA—聚酯端转移				
		普利特	上游原材料价格下行，公司市场份额不断提升。				
	周期波动过程中的阶段性机会	华鲁恒升	周期行业出现机会时，估值低，具备一定的业绩以及股价弹性	2.01	2.28	6	5.29
鲁西化工			2.23	2.58	4.39	3.79	
具有持续发展空间的成长性行业	天然气需求持续增长	新奥股份	自有煤层气资源，LNG 产能接近 15 万吨；18 年新建 LNG 一期 300 亿方	1.18	1.44	8.43	6.91
		新天然气	控股潘庄煤层气项目年产天然气 5 亿方以上，马必项目设计规模 10 亿方	1.71	2.87	17.8	10.64
	国六标准带来的需求新机遇	国瓷材料	尾气排放标准趋严，尾气催化市场空间提升	0.78	0.91	21.44	18.24
		万润股份	2019 年 2500 吨沸石环保材料投放	0.47	0.58	21.55	17.32

盈利预测来自 wind 一致预期，雅本化学盈利预测来自公司公告

来源：Wind，公开资料，国金证券研究所

六、风险提示

- 1. 经济大幅下滑的风险：**宏观经济整体下行压力较大，但警惕地产投资增速的大幅下滑，基建和工业投资无法对冲的风险；
- 2. 汇率大幅波动的风险：**美国经济运行情况良好，而国内经济下行压力较大，货币政策宽松预期较强，同时油价也有望触底反弹，对汇率有一定压力；
- 3. 政策不达预期风险：**经济持续走弱，市场对于积极财政政策托底基建等预期较强，同时近期对于货币政策的宽松预期也在加强。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;
增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;
中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -5%-5%;
减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;
增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%-5%;
减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

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

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应当视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903
传真：021-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路1088号
紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979
传真：010-66216793
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100053
地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378
传真：0755-83830558
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：中国深圳福田区深南大道4001号
时代金融中心7GH