

化工龙头企业正迎来黄金发展期！



报告起因

- 近期化工板块随 A 股大幅反弹，但从我们跟踪的主要化工品价差看，环比仍在下滑，股价和业绩趋势之间出现了很大的背离。那么在目前时点如何看待后续走势和主要投资方向无疑就变得非常重要，我们的判断如下：

投资要点

- **景气已至底部：**对于周期性行业来说，价格趋势的判断无疑最为关键。我们的观点是目前景气已近底部，长期看还有继续改善空间。首先经过了 4 季度至今的暴跌，大多数产品价差都已回到过去 7 年均值以下，如果考虑到环保合规和人力成本的提升，真实盈利还会更差。而从产业格局看，经历了过去几年的洗牌，各行业集中度都已大幅提升，环保合规严查也带来了更高的行业壁垒和龙头企业成本优势，合理盈利中枢理应高于历史均值。其次从静态供需看，大多数产品都处于较为平衡状态，除大炼化外的其他子行业供给增长又非常缓慢，未来即使需求不佳，供需也不支持价格大幅下跌。
- **估值较为合理：**本轮反弹除了价格趋势见底外，最关键的还是前期估值被压至极低水平。不但 3 季度静态估值为历史最低，即使改以过去 10 年行业中值 ROE 测算，仍在历史最低的 20%分位左右。景气绝对底部还给极低估值，稍有情绪改善估值自然就有较强的向均值回归的内在诉求。目前估值虽已回到去年 10 月暴跌前的水平，但仍处于历史较低水平，长期看我们认为还有继续修复的空间，尤其是具备业绩持续成长能力的个股。
- **龙头最为受益：**未来几年除炼化外的行业景气预计不会大幅波动，会呈现龙头持续盈利而大多数中小企业持平或亏损的局面。这对于化工来说，其实是最为健康的格局。届时新增产能将主要集中于龙头企业，行业集中度会快速提升，而且龙头凭借着更为先进的装置还有望进一步拉开和小企业的成本差距，持续提升 ROE 中枢，这也会带来盈利和 PE 的向上双击，使得股价具备不再依赖周期波动的内生性持续上涨逻辑。
- **最为关注大炼化：**近两年炼化出现巨额资本开支，短期看虽会造成景气下行，但长期随着龙头具备全产业链优势的新产能全面投产，行业格局将发生根本性转变，这也带来巨大的投资机会。从各产业链看，我们判断涤纶盈利已至历史底部，继续下跌方向不大，只是在大幅扩产下，能否提价还要看终端需求。PTA 供需则很健康，是今年大宗品中少有的具备清晰上涨逻辑的品种。PX 盈利将进入长期向下，但最先投产的恒力石化还是有望阶段性享受目前的高景气。而且随着原料 PX 下跌，下游 PTA 环节也有望享受大部分跌价红利。

投资建议

- 今年我们从周期角度最为看好 PTA，从成长角度最为看好大炼化。建议关注炼化项目最先投产且炼化产能市值比最大的恒力股份(600346，买入)和兼具炼化和 PTA 弹性的桐昆股份(601233，买入)以及恒逸石化(000703，买入)。

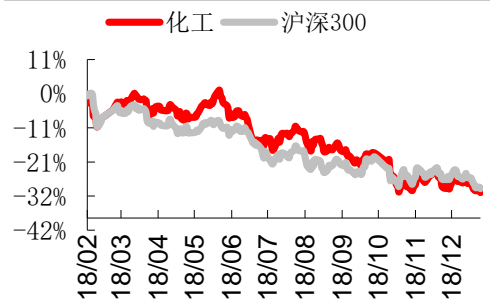
风险提示

- 油价波动风险；需求下滑风险。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 化工
报告发布日期 2019 年 03 月 17 日

行业表现



资料来源：WIND

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

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

目 录

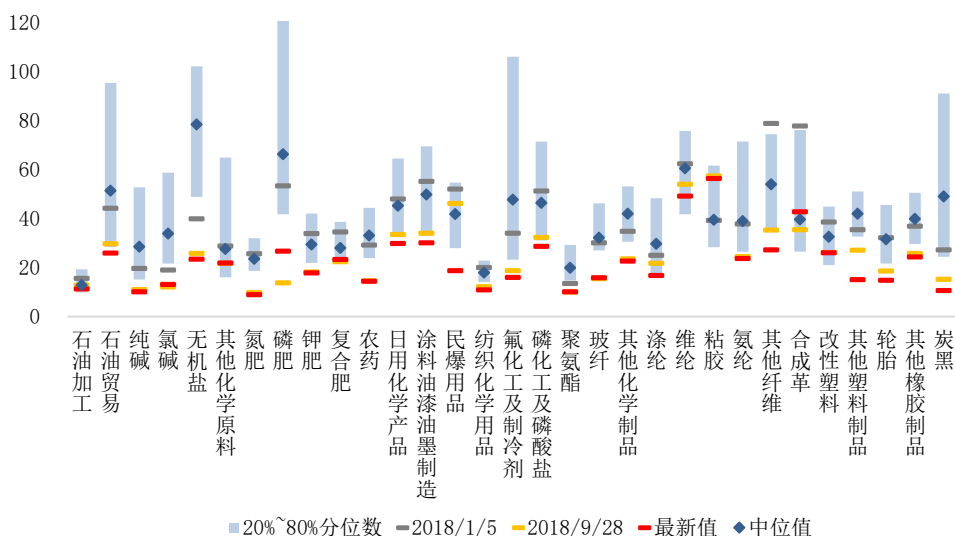
1. 从估值看本轮化工股反弹.....	3
1.1 从估值看本轮反弹.....	3
1.2 从供需看未来投资方向	4
1.3 未来最为看好龙头企业	4
2. 价格底部已现，牛市尚远.....	4
2.1 从跌价空间看未来景气	5
2.2 从供给格局看未来景气	5
2.3 从供给增速看未来价格	5
2.4 从需求增速看未来价格	6
3. 化工龙头有望迎来长牛行情！	7
3.1 基地化提升龙头盈利中枢.....	8
3.2 集中度提升带来龙头成长性	8
3.3 高分红带来龙头价值重估.....	10
3.4 国际化带来龙头估值溢价.....	11
4. 投资建议	12
5. 风险提示	13

1. 从估值看本轮化工股反弹

近期伴随着流动性改善，A股市场全面反弹，化工板块也大幅上涨。但从我们统计的75种化工品价差看，去年4季度有42种环比下跌，今年1季度为44种，可以预见年报和1季报都不会太好，本轮上涨并没有得到微观层面企业盈利改善的支持。当然股价是对未来的预期，往往都是先于经济见顶或者见底。本轮反弹从基本面看，多数产品价差已跌至接近历史最低水平，继续下跌的空间有限，年初估值同样也压到了接近历史最低水平，呈现景气和估值的双低组合。但对于周期股来说，景气底部还给低估值，潜在的风险也就很小了，随着经济预期的好转，自然就有很大的修复空间。但未来两年我们预计大多数产品价格都很难大幅上涨，企业盈利也就没有周期性大幅增长的基础。而化工作为传统行业，股价最终还是要受合理估值上限的约束，单纯靠估值提升的行情很难持续。在本轮超跌反弹之后，我们判断未来股价继续上涨的逻辑主要来自于龙头企业优质产能投放带来的行业集中度快速提升以及其后更高的业绩基准。因此我们最为关注近两年出现巨额资本开支，行业格局正在发生根本转变的炼化行业，建议关注恒力股份和桐昆股份。

1.1 从估值看本轮反弹

去年底市场对经济非常悲观，导致化工股动态估值降至历史极低水平。即使考虑到当时景气偏高位，我们改以过去10年行业均值ROE测算，化工估值水平也在历史最低的20%分位左右。考虑到现在合规环保等外部监管都更为严格，行业集中度和壁垒已大幅提升，合理ROE中枢理应高于历史均值，真实的PE水平无疑还要更低。而且如我们下文论证的，当前价格基本回到底部，向下空间非常有限。因此业绩和估值都几乎跌无可跌，即使没有后来的流动性放松，估值也有向均值回归的内在诉求。本质上周期涨跌同源，近期反弹如此强劲，根源还是前期确实超跌了。这也是为什么去年底我们在年度策略报告中写到：“就个人而言，我对化工品不乐观，对化工股不悲观。如果各行业龙头白马股价继续大幅下跌，我会很乐观！”。但目前化工整体估值回到了18年10月份下跌前的水平，基本修复了去年4季度对经济过于悲观的预期，后续再上涨恐怕需要业绩拐点的确认。纵观历史上09-11年和16-17年两轮化工大牛市，都是建立在不断提价带来业绩暴涨的基础之上。只有股价越涨估值越低，才能催生出大行情。展望未来，我们预计今年价格还是以震荡为主，后续应该不具备整体性价格上涨的基础。相应未来的机会将更多的集中于业绩具备持续增长能力的企业，而非继续整体性的大幅上涨，而在具体方向上我们最为看好各子行业的龙头企业。

图 1：申万化工三级行业估值分布


资料来源：Wind、东方证券研究所

1.2 从供需看未来投资方向

过去 10 年，化工各行业供需一直在短期不足、长期过剩的怪圈中循环，对应就是暴涨暴跌、牛短熊长。这背后既有微观企业层面经历的周期太少，经常盲目投资的因素，也有宏观政策调整过于频繁，打乱了周期固有节奏的原因。但 09 年 4 万亿刺激叠加 16 年供给侧改革的政策组合，阴阳调和后的政策效果反而趋于中性。对应化工行业也在近 10 年时间里，第一次出现真正意义上的整体性供需平衡。而且随着我国经济进入新常态，周期弹性将大幅弱化，化工供需未来有望迎来较长时间的稳态均衡，企业盈利将更多是建立在自身的成本优势而非周期的涨跌。在这个大背景下，各行业的龙头企业无疑最具投资价值，值得长期重点关注。

1.3 未来最为看好龙头企业

在宏观经济增速放缓的背景下，各行业的格局都趋于稳定。龙头不但很难再被后发企业超越，还可以凭借着更强的抗风险能力，加速抢占小企业的份额，实现逆势扩张。另外对很多已结束重资产投入阶段的龙头企业来说，未来自由现金流会大幅改善，也具备持续高分红或回购的能力。在目前各类债券收益大幅下降的背景下，从固收角度看也有很大的配置价值。另外随着海外投资者占比不断提升，其更为青睐的龙头企业也将吸引更多的外资配置。结合股价所处位置和未来行业格局变化，我们认为大炼化行业未来应最具研究价值，建议关注恒力股份和桐昆股份。

2. 价格底部已现，牛市尚远

过去半年市场之所以对周期类股票避之唯恐不及，核心还在于景气下行阶段即使再优秀的企业，盈利也不可避免的会出现下滑。周期风险无法被企业内生竞争优势对冲，新盈利中枢稳定在什么程度也难以前瞻性预判，在巨大不确定性面前，回避是最理性的选择。那么在目前位置，如何判断未来景气无疑就非常重要。我们的观点是随着本轮价格的大幅回调，跌价风险已得到相当的释放，并且

价格回落至低位也有利于改善潜在供给格局。未来除了大炼化等有明显产能扩张的行业，景气继续大幅恶化的概率不大，现在已经是底部区域了，只是供需尚不支持景气在短期内重回高位。

2.1 从跌价空间看未来景气

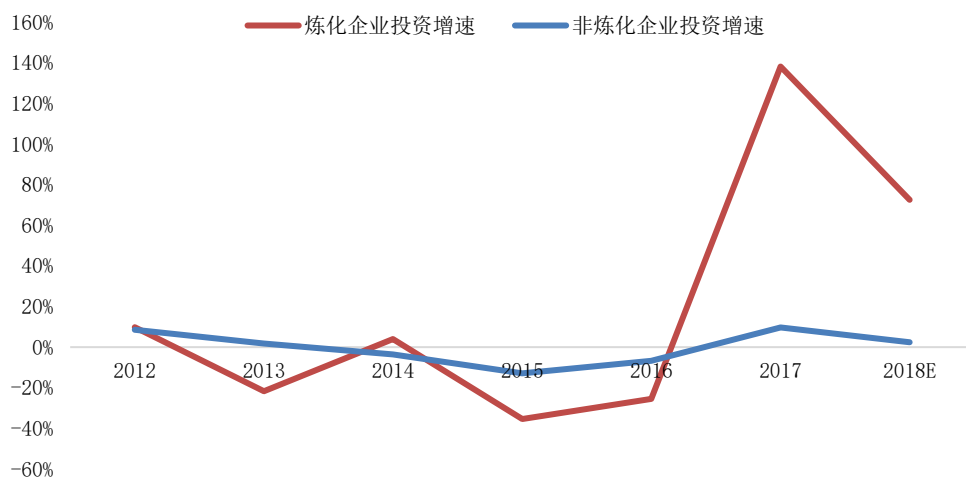
从价格看，我们统计的 169 种产品中有 112 种低于过去 7 年的均值（12-18 年基本是一个完整的景气周期），24 种低于历史最低年均价。从价差看，我们统计的 75 种产品中有 43 种低于过去 7 年的均值，11 种低于历史最低年均价。目前景气位置，仅略好于 15-16 年初，居于历史偏低水平。即使各产品价格都回到历史最低点，潜在跌幅空间也只有 11%。而且 12 年至今各类成本都在大幅提升，如化工企业人均工资累计涨幅超过 70%，环保投入和潜在合规成本也大幅提升，价格实际可下跌空间还要更小，潜在风险并不大。而且从过去半年跌速看，已经可以堪比 11 年。随着近期价格的企稳，说明周期最恐怖的杀利润阶段应该是过去了。对于后续景气走势，我们整体上不再悲观，即使再有下跌，过程也会充满抵抗和反复，再博弈下跌的性价比很低。例如本轮最先暴跌的 MDI 价格近期就出现了明显反弹，万华股价也大幅上涨。

2.2 从供给格局看未来景气

12 年后价格之所以又阴跌了 3 年，核心还在于当时产能过剩太严重，只能通过杀成本、杀现金流，这种最惨烈的竞争方式来倒逼产能退出。经历了几年的血腥价格战，大部分高成本产能都已被淘汰出市场。这两年供给侧改革带来的环保税务严查，也关闭了大量不合规产能。去年开始的去杠杆，最后又打垮了一批经营激进、高负债的企业。可以说经历了这三轮洗牌，整体过剩情况并不严重了。否则就无法解释过去两年稍有供给冲击，很多产品价格就大幅暴涨，甚至会连带全球性提价，这侧面说明海外其实也没什么闲置产能。而且经历了过去几年的高盈利，龙头企业普遍完成了资产负债表修复，并没有很强的动力再以低价清库的方式回笼资金。以现在的行业集中度和供需格局，只要没有明显产能扩张，即使阶段性需求不好，企业之间也完全可以通过交替停产检修等方式调节供给，平抑供需缺口，维持价格稳定，而不会重现当年大规模亏损式去产能。相应本轮价格低点也会系统性高于历史最低水平，目前大概率就是化工景气底部区域了。

2.3 从供给增速看未来价格

去年我们看空行业时，两个重要逻辑是环保会边际放松、新建产能会提速。但本轮下跌后，这两个风险因素都在弱化。从环保看，我觉得可以将其理解为国家调控周期性行业供给的一个重要抓手。目前情况是需求不振，企业盈利已大幅下滑，如果供给端再过度放松，一旦重回 16 年以前的局面，则供给侧改革将前功尽弃，环保继续放松的空间不大。从新产能看，随着本轮价格回调，新建产能的热情也在下降，主要还是集中于景气复苏最早启动的大炼化领域。从截至去年 3Q 炼化投资看，仅恒力、荣盛和恒逸三家新进入者就贡献了 593 亿投资，再加上中石化、中石油的规划投资，总金额就预计高达 1100 亿元，而 13-16 年的 4 年时间里两桶油炼化投资总计才 2300 亿元，供给大幅增长已不可避免，行业格局也将迎来巨变。而剔除炼化后的其他化工企业投资增速仅为 2.4%，尚低于维持折旧所需的 7%，供给还在收缩。即使未来需求不佳，对目前已处于低位的价格来说，继续下跌风险也不大。

图 2：12-18 年炼化与非炼化领域的投资增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

2.4 从需求增速看未来价格

过去半年，宏观层面最大的变化无疑就是货币政策正转向宽松。这也使市场对未来经济预期从极度悲观转为乐观。就我个人而言，对中国经济的韧性一直都很有信心。毕竟中国经济背后是十几亿聪明勤劳，为了更好生活不断打拼，生生不息奋斗不止的中国人，只要不犯方向性错误，未来就不会很差。而且去年基建受资管新规、地方政府债务清查等多方面影响，增速只有 3.7%，远低于公共财政收入增速的 6.5%。作为传统的逆周期调节项，今年大概率会有边际改善，可以很大程度上对冲经济下行风险。但总体上说，我还是倾向于今年经济会企稳，但也难有强劲增长。如果经济增速为市场主流预测的 6%，供给增速为扣除维持折旧所需的 7% 的行业资本开支增速，以大多数化工品 GDP 弹性来看，供需大体都较为平衡，景气难有大幅波动。而且展望更长期，依照日韩等追赶型经济体的可比经验，我们即使进入新常态，也有望在很长一段时期里继续保持 5% 左右的较高增速，需求端还是有保障的。

表 1：化工品供需展望

产品	化工品 GDP 弹性	预计需求增速	预计供给增速
纯碱	0.42	2.49%	-0.48%
氯碱	0.56	3.38%	2.50%
氮肥	0.10	0.62%	-1.66%
磷肥	0.42	2.51%	-2.78%
钾肥	1.05	6.30%	-5.30%
农药	0.29	1.75%	22.57%
涤纶	0.53	3.19%	107.57%
维纶	0.60	3.59%	-3.88%
粘胶	0.57	3.42%	5.96%
氨纶	0.76	4.53%	7.12%
轮胎	0.45	2.67%	6.96%

资料来源：wind，东方证券研究所

表 2：日韩等追赶型经济体发展情况（人均 GDP 以 1990 国际元计）

		德国	日本	韩国	中国台湾	平均	中国
高速追赶期	持续期(年)	1951-1965	1951-1973	1961-1997	1951-1989	28	1978-2013
	增速(%)	6.6	9.3	8.5	8.8	8.3	9.8
	期末人均 GDP	9186	11434	12860	9538	10754	9802
中速追赶期	持续期(年)	1966-1972	1974-1991	2001-2010	1990-2010	14	2014-
	增速(%)	4	3.7	4.9	5.1	4.5	
	降幅(%)	61	40	58.2	58, 1	54	
	期末人均 GDP	11966	19355	21701	23292	19078	

资料来源：wind，东方证券研究所

而对于本轮大幅扩产的大炼化来说，主要扩产方向都是进口依存度很高的产品，更多的是抢夺海外产能的份额，其负效应将通过减少进口的方式由全球承担，对我国边际冲击并没有单纯看国内供给增速来的大。整体而言，我国化工产业还处于全球相对中游的水平，往上还有很大的追赶空间和潜力。虽然这批新增投资会带来阶段性产能过剩和全行业盈利下滑，但不如此就不可能实现洗牌，逼退海外产能。历史上其实几乎所有已实现突破的化工产业都走过类似的道路。以我国化工产业目前在大宗化工品上的成本竞争力，尤其是考虑到本轮扩产的都是化工行业最为优秀的企业，未来即使道路曲折，前景也是光明的。因此对于这部分新增产能，周期上我们不乐观，发展上我们很乐观。在本轮扩产后，大概率在技术和资源壁垒不高、可以通过购买工艺包方式引进的大宗化工品上我国将实现完全自给，盈利中枢也会系统性下游，企业盈利将主要来自于规模和成本优势。

表 3：本轮扩产主要产品的供需数据(万吨)

产品	产能	产量	消费量	净进口量	进口依存度	新建产能	未来进口依存度
PX	1393	1023	2464	1440	58.46%	3130	0.00%
苯	1276	987	1210	223	18.42%	369	8.46%
苯乙烯	922	812	1091	280	25.62%	628.7	0.00%
乙二醇	1051	664	1568	905	57.69%	546	39.40%
聚乙烯 PE	1813	1583	2894	1310	45.28%	765	34.46%
聚丙烯 PP	2244	2092	2163	71	3.29%	841	0.00%
丁二烯 BD	389	275	303	28	9.24%	141	0.00%
丙烯腈	208	179	214	35	16.31%	65	6.70%
聚碳酸酯	126	73	188	116	61.49%	257.5	0.00%

资料来源：假设为消费增速为 5%，新产能开工率为 80%，潜在进口依存度基准为 2021 年，卓创资讯，东方证券研究所

3. 化工龙头有望迎来长牛行情！

从历史看，化工行业的投资逻辑一直是周期重于个股，市场最关注的还是价格趋势性上涨带来的投资机会。但近两年这种情况已经有所变化，在行业拐点出现时，机构往往也只愿参与龙头企业。而实践证明，过去两年的周期大牛市，小企业盈利改善幅度确实也很有限，受益者主要还都是巨头。

未来随着经济减速，小企业生存将愈发艰难，寒冬中还能跳舞的就只剩下大象，各类资源都会向头部企业集中。而且长期利率走低和外资占比提高也有利于我国化工核心资产价值不断重估的慢牛+长牛行情。自古善弈者通盘无妙手，拥抱龙头的投资方式虽看似简单，却能带来长期稳定的超额收益，具体逻辑为以下几点：

3.1 基地化提升龙头盈利中枢

经历了过去几年供给侧改革对于合规环保的严查，大多数行业龙头和中小企业的成本差距越拉越大。即使价格跌至小企业成本线，头部企业依然可以通过规模优势获得较好利润，尤其是在已完成大型基地化生产的龙头企业上体现的更为明显。通过基础设施体系一体化，公用工程单位成本大幅下降；上中下游产业链一体化，副产品变废为宝，也节省了很多中间产品销售费用；物流运输体系一体化，大量采用低成本的管网甚至是铁路运输；能源供应体系一体化，余热充分利用，单位能耗显著降低。因此如果完全参照上一轮的经验，恐怕会系统性低估本轮一体化龙头的盈利能力。这在最早披露年报预告的鲁西化工上，体现的就很明显。

去年我们在鲁西化工深度报告中曾指出，公司这两年的业绩高增长，除了产品涨价之外，高度一体化的大型化工基地带来的巨大成本优势也是重要原因。而去年 4 季度公司主要产品，如 PC、甲酸、等价格都大幅回调，甚至很多都跌至历史最低水平，行业内不少产能都进入亏损状态。可以说影响公司业绩的周期性因素基本被消除，此时业绩更多的应该是来自于成本优势。根据公司的业绩预告，4 季度盈利区间为 5.5-8.5 亿元，以中值测算年化业绩仍有 28 亿，对应 ROE 高达为 24.6%。考虑到公司几年前大型基地尚未完全投产并发挥效力时，在类似价格水平下，年利润不过 3 个亿左右。当前如此高的盈利应该主要都是来自一体化带来的成本优势。而且我们判断鲁西化工其实并非个案，还有很多大型一体化的龙头都具备上述成本优势。即使景气下滑，也仍然可以维持较好盈利。

表 4：鲁西化工主要产品的产能及 12-18 年价差情况

产品	产能(万吨)	最新价差	平均价差	最低价差	最新价格	最差价格
尿素	90	1082	934	696	2054	1668
三聚氰胺	6	4958	5072	4064	7624	6730
DMF	10	2125	2204	1745	5424	5044
甲醇	74	1529	1643	1193	2582	2246
丁醇	20	741	1603	806	7008	7073
甲酸	40	1476	2038	747	3283	2554
双氧水	90	551	308	123	1200	772
己内酰胺	20	9868	7753	5298	17381	12811
烧碱	40	647	415	211	1038	602

注：最新价差和最新价格取 2018Q4 平均，最差价格=最新价格-最新价格+最低价差，单位为元/吨

资料来源：公司公告，东方证券研究所

3.2 集中度提升带来龙头成长性

从产业规律看，所有行业发展大体分为三个阶段：1. 初期参与竞争者众多、恶性竞争导致行业规范逐渐建立；2. 中期少数龙头开始领先、行业集中度快速提升，直至赢家通吃形成寡头垄断格局；3. 末期增长放缓，进入企业利润率趋同或下降的过程。A 股成长股策略曾主要聚焦于中小公司，

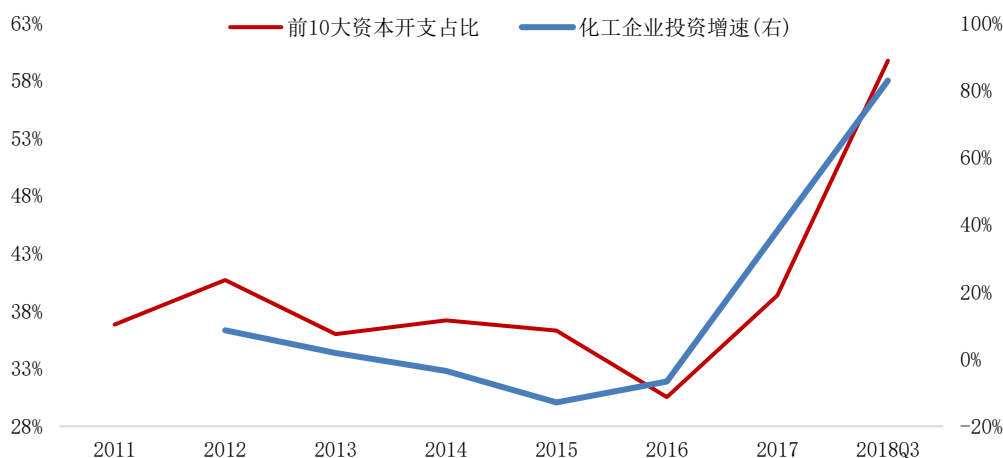
核心原因在于当时我国整体还处于产业发展的第一阶段，各行业格局尚不稳定，龙头稍有不慎也很容易被后发企业超越。如化纤行业曾经的霸主华联三星、仪征化纤现在都已沦为行业边缘产能，当年很多并不起眼的小企业反而成长为巨头。因此早年押宝小企业虽然胜率略低，可一旦逆袭成功，赔率却很惊人，从风险收益比看有其合理性。但随着我国工业化的深入，必然会伴随着两极分化和小企业大规模退出。就化工产业而言，已经到了第二发展阶段的初期，时代主旋律已变为强者愈强、赢家通吃，越大的企业反而成长性越好。相应未来成长股投资策略也转变为龙头为王，主要聚焦于行业集中度快速提升的龙头企业。而对大宗化工品生产企业来说，未来行业洗牌最重要的抓手就是前文所述的大型一体化生产基地。

表 5：化纤行业历史与现在的企业产能比较

2001 年底中国十大聚酯企业产能				2019 年中国十大聚酯企业产能			
聚酯聚合(万吨)		涤纶长丝(万吨)		PTA(万吨)		涤纶长丝(万吨)	
仪征化纤	111.1	仪征化纤	33	恒力大连	660	桐昆	460
辽阳石化	42	浙江桐昆	28	逸盛大连	600	新凤鸣	335
广东开平	40	浙江赐富	25	逸盛宁波石化	495	盛虹集团	205
上海石化	38	浙江远东	20	福海创	450	恒逸石化	165
厦门翔鹭	35	厦门翔鹭	17	桐昆石化	370	双兔新材料	100
天津石化	30	浙江荣盛	16	江阴汉邦	280	福建百宏	98
上海远东	25	浙江恒逸	15	海伦石化	240	恒力化纤	80
浙江超同	24	万杰集团	12	珠海 BP	235	荣盛石化	80
青岛高合	20	浙江超同	12	海南逸盛	200	天圣化纤	80
浙江远东	20	广东开平	11	虹港石化	150	嘉兴逸鹏	75

资料来源：卓创资讯，东方证券研究所

对于大宗化工品来说，高度一体化的巨型基地成本优势过于明显，正成为下一代化工巨头的标配。但大型化工基地的土地、厂房和装备以及信息系统的投入资本门槛太高。以民营大炼化为例，硬件投资动辄就几百亿，单是这个体量本身就是巨大的壁垒。还不要说在软件上要与之配套的供应链体系、内部流程全部信息化对企业管理能力的巨大挑战，这基本都不是小企业所能承受的，未来的大化工行业已经越来越成为巨头的游戏。因此近两年，化工前 10 大上市企业资本开支占行业比重已经从几年前的 30-40%，提高至目前的超过 60%，行业增量产能正在迅速向龙头集中。近期的景气回落还会进一步强化龙头的成本优势，小企业在缺乏盈利的情况下，更加难以扩产，龙头在增量产能中的占比还会更高。中小企业如果持续缺乏资本投入，随着设备不断老化，成本端和龙头企业的差距会越拉越大，长期看恐怕连存量市场都很难守住。因此行业集中度提升已经是不可逆的历史过程，后发企业再难逆袭，原先流行的小市值成长股策略也很难再适用于未来。

图 3：前十大化工企业资本开支占比及化工企业投资增速


资料来源：Wind、东方证券研究所

从成熟经济体经验看，大行业一般是 3-5 家寡头垄断，小行业甚至就是双寡头格局，这也正在得到我国新增投资集中化趋势的印证。因此未来投资主要应聚焦于集中度在快速提升行业的前三名企业。而未来各行业拼杀出的几家头部企业，也将形成寡头垄断格局，彼此之间的竞争会做到相对体面。伴随企业生存状态的改善，股东也将获得较好的长期回报。当然如何过度到这个状态，每个行业路径都不尽相同。有些是温水煮青蛙式的去产能，有些如产能快速扩张的炼化行业，恐怕还将迎来一场暴风骤雨式的洗牌。短期看大幅扩产必然会带来激烈价格战和全行业盈利下滑，这个过程也会伴随着高成本产能大规模退出和优质产能市场份额的快速提升。当洗牌结束行业重回均衡状态时，届时各家龙头凭借着更大的规模和更高的集中度，盈利还有望再上一个台阶。

3.3 高分红带来龙头价值重估

从海外成熟市场看，最为主流的估值方法无疑是 DCF 法，但国内却一直采用 PE 法，尤其是化工这类周期性行业更是如此。其根源就在于过去 20 年，我国化工产业一直处于重资产投入期，自由现金流长期为负，自然也就无法用 DCF 法估值。但展望未来，除大炼化以外的大多数化工行业都面临需求放缓、供给被严控的格局，即使龙头产能增速也很有序，更多是通过技术研发向轻资产、高毛利的下游延伸，投资强度会显著下降，自由现金流也将大幅改善，整个行业进入资本回收期，企业也具备了高分红回馈股东的资金实力。例如最早完成资产负债表修复的中石化，17 年股息率超过 8%，在 18 年大熊市中跌幅很小，表现大幅超越指数。而同期化工企业平均分红率也达到 35%，5 家企业股息率超过 3.5%。如果上市化工公司维持 17 年分红率，对应 18 年盈利预测，共有 7 家企业股息回报率超过 5%，相比约 4.5% 的企业债收益率，已经具备一定的吸引力。

表 6：具备高分红潜力的化工企业

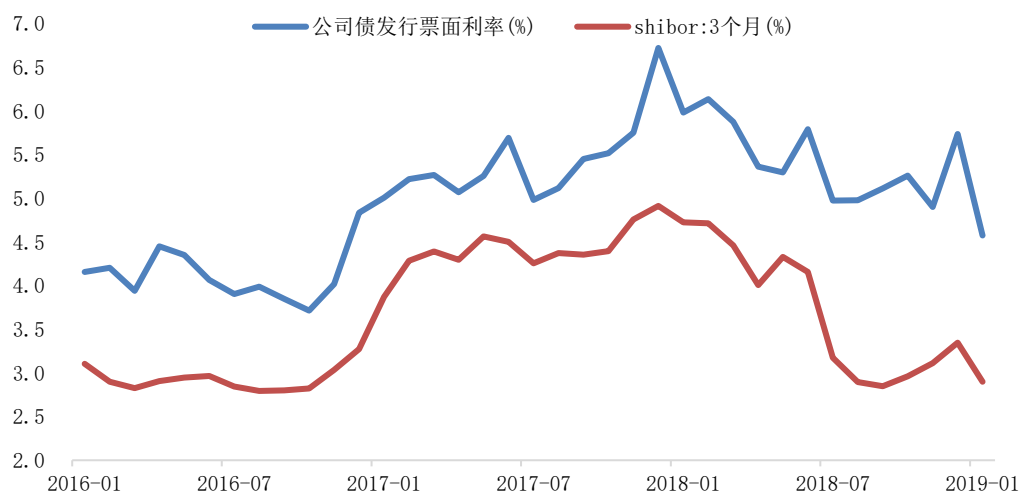
企业	17 年股息率	企业	18 年预计股息率
中国石化	8.16%	中国石化	13.02%
龙鳞佰利	6.55%	建新股份	9.55%
回天新材	4.99%	回天新材	9.31%
上海石化	4.74%	龙鳞佰利	7.72%

万华化学	3.95%	阳谷华泰	5.90%
江南高纤	3.16%	黑猫股份	5.68%
国光股份	3.10%	上海石化	5.51%

资料来源：Wind，东方证券研究所

虽然从目前股息率看，能够支撑较强上涨逻辑的化工企业还很少。但长期看，在经济减速的背景下，大多数化工企业成长性都将放缓，未来投资逻辑最终还是要从成长为主转至以股息率为基准。对于大股东来说，提升市值长期最有效的方式就是提高分红和回购比例，这也将改变 A 股市场重融资、轻回报的特征，使得上市公司真正成为财富创造的平台，并在股市中形成正反馈，增加对长期投资者的吸引力。而从股东结构看，我国 A 股主要持有者都是各级国资平台和居民部类。通过分红可以让目前中国经济中最有现金创造能力的优质企业去反哺上述两个部门，帮助其降低偏高的杠杆率，实现资产负债表的再修复并减少再融资需求。长期看这也将降低市场风险溢价和利率中枢，有利于我国核心资产的估值提升。因此分红的逻辑短期看虽然强度不够，但持续性会很好。

图 4：公司债当月发行票面利率和 shibor:3 个月(%)



资料来源：Wind，东方证券研究所

3.4 国际化带来龙头估值溢价

过去两年 A 股参与者的主要结构性变化就是西风东渐，外资占比越来越高，其投资风格对市场，尤其是大盘蓝筹股的影响越来越大。由于海外成熟市场大多数传统行业都已走过了从春秋混战到战国割据的过程，因此看估值、买龙头也成为外资主要的选股方式。而我国化工最具全球比较优势的产业无疑还是大宗品制造业，很多子行业龙头都可称为各自领域皇冠上的明珠。虽然目前外资的化工股投资还主要集中于万华化学，但随着几大民营炼化的投产，无论其收入还是利润体量都将比肩世界一线石化企业，具备了和海外众多可比公司进行估值比较的基础。而且本轮炼化投产的都是全球最先进、成本最低的产能，再依托于我国庞大且还高度依赖进口的市场规模，将有能力大幅抢夺海外产能的市场份额，此消彼长下也将吸引越来越多外资的关注。从投资风格看，我国化工股投资还是以趋势为主，主要机会都集中于价格上涨或者产能投产前炒预期的阶段，业绩兑现期反而没有太大的机会。但随着外资占比提升，该局面有可能会很大的变化，好公司会被长期持有。

4. 投资建议

就目前股价位置而言，我们最为关注大炼化行业，尤其是其中的恒力股份、桐昆股份和恒逸石化。看好大炼化的核心还在于该行业几大民营企业巨额投资的炼化项目都即将投产，虽然这会带来景气下行，但以量补价还是有望带来巨大的业绩增长。在今年没有明确周期逻辑的背景下，这基本就是最确定的业绩增长行业，因此值得重点关注。从个股看，恒力股份目前是权益炼化产能最大的企业，并且项目预计也最先投产，在炼化龙头中确定性最强。桐昆股份虽然只有浙石化权益的 20%，但市值最小，炼化产能市值比仅次于恒力股份。而且今年我们在聚酯产业链中最为看好 PTA 的景气向上，恒逸石化和桐昆股份 PTA 产能市值比也居于几大民营炼化前列，因此同样重点推荐。

表 7：炼化上市企业产能市值比

公司	产能/万吨			市值/亿元	产能/市值（吨/万元）		
	炼化	PTA	聚酯		炼化	PTA	聚酯
恒力股份	2000	660	281	756	2.6	0.9	0.4
荣盛石化	1020	607	110	697	1.5	0.9	0.2
恒逸石化	560	625	487	389	1.4	1.6	1.3
桐昆股份	400	370	570	238	1.7	1.6	2.4
东方盛虹	-	150	190	242	-	0.6	0.8
新凤鸣	-	-	370	176	-	-	2.1

资料来源：wind，公司公告，东方证券研究所

我们对聚酯三大行业观点如下：1. 对涤纶来说，目前价差已经回到了历史最低水平，多数企业都处于亏损状态，即使是龙头企业也只有 50-100 元的吨盈利，继续向下的空间已非常有限。未来随着 PX 产能投放带来的聚酯整体价格下行，将有望刺激最终端织造的需求，下半年景气预计会好于上半年。虽然改善幅度目前还无法预测，但介于景气已处于绝对底部，可以认为是一个看涨期权；2. 对 PTA 来说，恐怕是今年为数不多还能看到景气改善的子行业。在涤纶市占率最大化战略下，PTA 需求增速预计不会太慢，但供给直至明年上半年才有新产能投放，因此大概率会供不应求，价格有很大上涨可能；3. 对 PX 来说，随着产能投放，盈利将逐级下行。但对于最先投产的恒力股份来说，还是会受益于目前 PX 极度暴利的状态，有望在浙石化等后续产能投放前享受到时间差，挣到周期行情中业绩兑现那段收益，这也将大幅改善公司现金状况和资产质量。

表 8：主要产品年均价差统计（元/吨）

	最新价差	平均价差	最高价差	最低价差	上行空间	下行空间
PX	4578	3028	4081	1328	-	71%
油头乙二醇	198	1726	3813	361	1830%	-
PTA	697	1068	3144	253	351%	64%
涤纶	1195	1587	2374	1110	99%	7%

资料来源：百川资讯，东方证券研究所

从更长期看，随着本轮龙头完成扩产：涤纶前几大企业市占率将有望从目前约 40% 提升到 70% 以上，PTA 基本就将只剩下几大民营巨头，行业彻底进入寡头垄断格局。PX 相对虽还比较分散，但依托于对下游 PTA 和涤纶的全面掌控，几大民营炼化企业也将最终占据市场主要份额。因此过程虽然会非常复杂甚至跌宕起伏，但大炼化格局未来如何演进还是值得重点关注。

表 9：18-20 年民营炼化产能详情（万吨）

	2018			2019E			2020E		
	PX	PTA	聚酯	PX	PTA	聚酯	PX	PTA	聚酯
恒力股份	-	660	281	450	660	281	450	910	281
荣盛石化	160	607	110	160	607	110	364	607	110
恒逸石化	-	625	342	-	625	487	105	625	562
桐昆股份	-	370	570	-	370	690	80	370	740
东方盛虹	-	-	190	-	150	190	-	150	210
新凤鸣	-	-	370	-	220	460	-	440	550

资料来源：公司公告，东方证券研究所

5. 风险提示

- 1) 油价波动风险：如油价短期大幅上涨或暴跌，将对相关产业链盈利产生较大影响；
- 2) 需求下滑风险：如国内经济放缓和外部贸易战等出现不可控变化。

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

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

投资评级和相关定义

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

公司投资评级的量化标准

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

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

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

行业投资评级的量化标准：

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

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

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

免责声明

本研究报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必备措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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

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

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

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

