

抓住确定性，关注弱周期、新材料板块

——化工行业 2019 年中期投资策略

同步大市（维持）

日期：2019 年 06 月 25 日

行业核心观点：

由于大宗商品价格进入下行通道、油价大幅下降、我国宏观经济增速放缓以及中美贸易摩擦加剧导致需求端承压，我们预计 19 年下半年化工行业整体景气度会下行。在周期下行的情况下，抓住确定性，我们推荐三个板块：1. 有政策托底，未来供给端缩紧的农化板块；2. 下游需求刚性的大炼化“PX-PTA”产业链的化纤板块；3. 受益中美贸易摩擦加剧，具有进口替代效果的新材料板块。

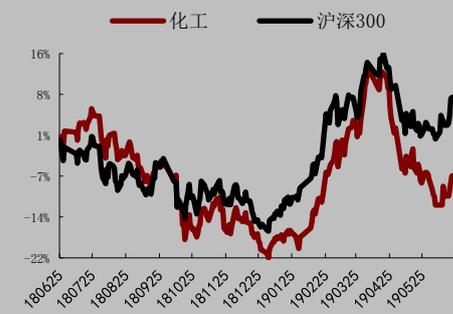
投资要点：

- **农化板块：需求回暖，供应缩紧，板块景气度可期。**全球农产品价格 18 年下旬开始有所回暖，需求端的回暖会拉动对高价格农药需求的提升。供应面来看，响水“321”事件以及江苏省《方案》的提出，未来农药供应端的缩紧是确定性的，在短期内环保政策力度提升也是确定性的，行业落后产能停产退出也是未来确定性事件，这也利好相应细分领域的龙头，农化板块里面相对看好农药和磷肥行业，建议关注新洋丰和扬农化工。
- **化纤板块：部分民营大炼化项目投产，PX-PTA 产业链供需优化。**上半年部分民营大炼化项目相继投产，导致以往化纤板块的利润核心 PX 价格暴跌，截止 2019 年 6 月 14 日 PX 国内价格 7080 元/吨，相比年初价格下滑 16.90%，PX 逐步实现进口替代，产业链利润将逐步从 PX 流向 PTA。此外，民营大炼化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。看好民营大炼化项目投产的企业，推荐关注桐昆股份。
- **新材料板块：需求快速增长，发展潜力巨大。**首先，中美贸易摩擦大概率成为一个长期化的现象，在这种现象下，为中国企业替代美企长期垄断的中高端市场提供了机会；其次，新材料板块下游需求非常旺盛，并且有相应的政策托底，未来受益的可能相对较大。推荐新材料板块的三个方向：1. 5G 建设的光纤光缆材料；2. LCD、OLED 面板进口替代的混晶材料；3. 尾期催化的陶瓷材料。建议关注飞凯材料。
- **风险提示：原油价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧、大炼化项目投产不达预期、下游需求大幅减弱。**

盈利预测和投资评级

股票简称	18PE	19PE	20PE	评级
桐昆股份	8.39	7.78	7.19	增持
扬农化工	13.03	18.78	16.55	增持
飞凯材料	23.16	23.40	18.97	增持
万华化学	6.20	10.35	9.16	买入
新洋丰	14.21	12.53	11.20	增持

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：2019 年 06 月 24 日

相关研究

万联证券研究所 20190618_化工行业周观点
_AAA_化学品周期转弱，醋酸、苯乙烯领涨

万联证券研究所 20190610_化工行业周观点
_AAA_氢氟酸继续上涨，关注农化、新材料板块

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、市场行情回顾.....	4
1.1 年初以来板块市场表现.....	4
1.2 19Q1 净利润、ROE 下滑.....	6
2、下半年展望.....	9
2.1 需求面：经济下行，下游市场需求承压风险加大.....	9
2.2 供给面：环保安全政策加码，供给端缩紧，龙头优势凸显.....	11
2.2.1 响水工业园区关闭，江苏化工安全整治力度提升.....	11
2.2.2 全国范围多省市进行化工安全整治排查.....	13
2.3 原料面：原油价格中枢下行，利好下游细分行业.....	13
3、重点子行业推荐.....	16
3.1 农药：供应缩紧、需求改善、政策托底.....	16
3.2 磷肥：磷矿石供应缩紧，利好资源优势龙头.....	19
3.3 化纤板块：民营大炼化项目相继投产，PX-PTA 供需格局优化.....	20
3.4 混晶材料：产能逐步向国内转移，进口替代提速.....	22
4、重点公司分析.....	25
5、风险提示.....	28
图表 1. 2019 年 1-5 月化工板块跑输沪深 300 指数.....	4
图表 2. 中信化工二级行业 1-5 月涨跌幅 (%).....	4
图表 3. 化工行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中第 10 位.....	4
图表 4. CS 化工行业三级子行业涨跌幅 (%).....	5
图表 5: 中信基础化工行业排名前 10 和后 10 个股涨跌幅情况 (截止 2019-6-1).....	5
图表 6. CS 基础化工 PE 变化趋势 (截止至 2019/6/12).....	6
图表 7. CS 基础化工二级行业 PB 值 (截止至 2019/6/12).....	6
图表 8. 2012-2019 Q1 基础化工营收及其同比增速.....	6
图表 9. 2012-2019Q1 基础化工净利润及其同比增速.....	6
图表 10. CS 化工行业三级子行业涨跌幅 (%).....	7
图表 11: 2011-2018 净利润收入及其同比增速.....	7
图表 12: 2019Q1 基础化工二级、三级子行业经营情况.....	8
图表 13. 中国 PMI 走势图.....	9
图表 14. 中国化工产品价格指数 (CCPI).....	9
图表 15. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速.....	9
图表 16. 商品房销售面积及其同比增速.....	9
图表 17. 汽车当月销量及同比增速.....	10
图表 18. 汽车经销商库存系数走势.....	10
图表 19: 中国内销、出口美国化学品占比/%.....	11
图表 20: 冰箱、洗衣机、空调月出口值/万台.....	11
图表 21: 响水“321”事件爆炸影响产能及收益企业.....	12
图表 22: 中国内销、出口美国化学品占比/%.....	13
图表 23: 布伦特、WTI 原油价格走势/ (美元/桶).....	14
图表 24. 布油和 WTI 油价格走势.....	14
图表 25. 美国页岩油开采量 (千桶/日).....	14
图表 26: 布伦特、WTI 原油价格走势/ (美元/桶).....	15

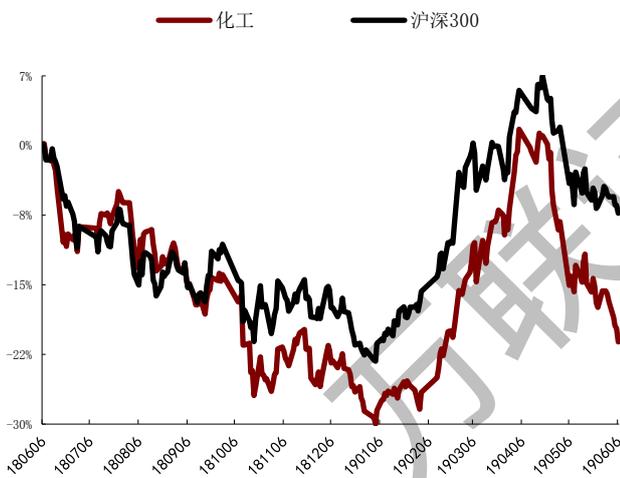
图表 27. 玉米国际价格走势	16
图表 28. 大豆国际价格走势	16
图表 29. 玉米国内价格走势	16
图表 30. 大豆国内价格走势	16
图表 31. 小麦国内价格走势	17
图表 32. 2017 各省市农药及中间体占比	17
图表 33. 大豆国内价格走势	17
图表 34. 近三年来农药相关政策	17
图表 35. 全国磷矿储量分布	19
图表 36. 磷矿石主产地产量/万吨	19
图表 37. 2017 以来磷矿政策	20
图表 38. PX、PTA 进口依赖度	20
图表 39. PX 产量、产能、表观消费量走势图	20
图表 40. 民营炼化项目进展情况	21
图表 41. 未来 PTA 产能投放情况	21
图表 42. 2018 聚酯产能投放情况	21
图表 43. 面板行业转移过程	22
图表 44. 全球 TFT-LCD 面板需求面积及其增速	23
图表 45. 全球 TFT 液晶材料需求量及其同比增速	23
图表 46. 中国大陆地区 TFT 液晶材料需求量及其同比增速	23
图表 47. 大陆已投产的 TFT-LCD 面板生产线及其混晶用量	24

1、市场行情回顾

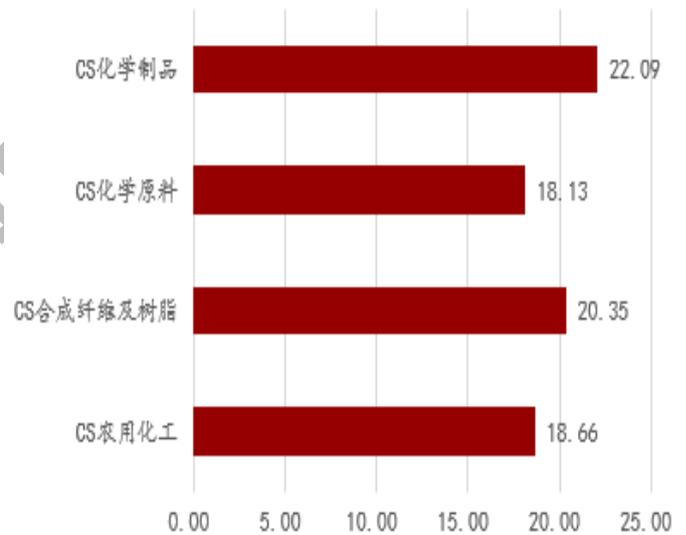
1.1 年初以来板块市场表现

截止到2019年6月1日，中信基础化工指数上涨了20.30%，跑赢沪深300指数1.77个百分点，绝对收益位列中信29个一级行业中第13位。二级板块也都相应增长，其中涨幅最高的为CS化学制品，为22.09%，CS合成纤维及树脂、CS农用化工、CS化学原料涨幅逐渐减小，分别为20.35%、18.66%和18.13%，行业整体表现处于中间位置。

图表 1. 2019 年 1-5 月化工板块跑输沪深 300 指数



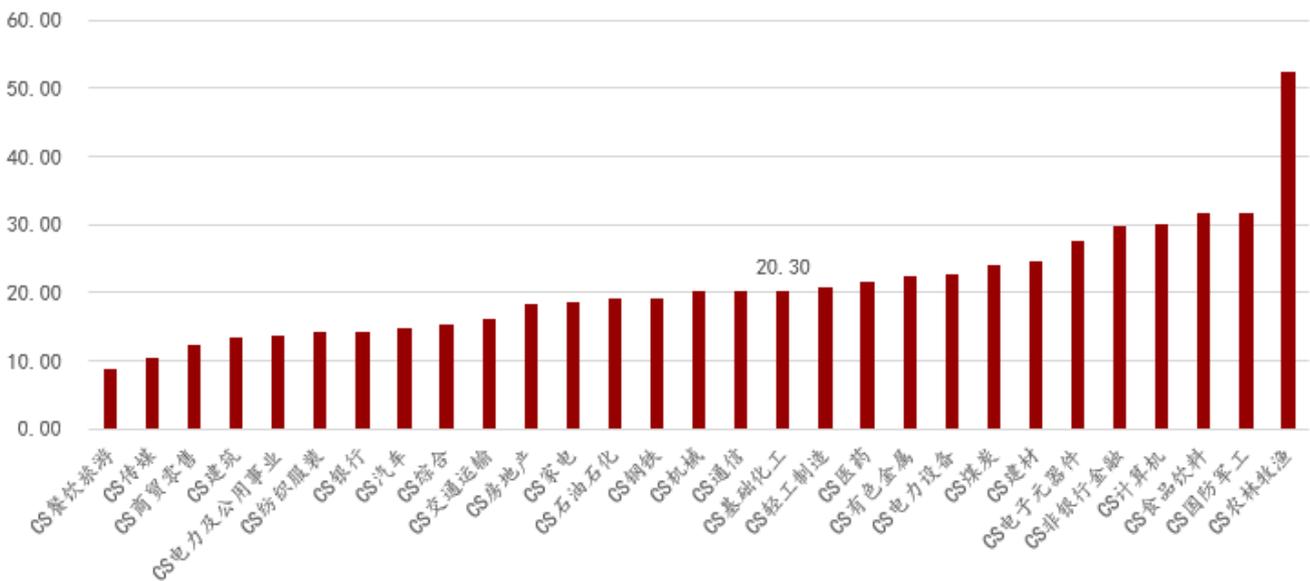
图表 2. 中信化工二级行业 1-5 月涨跌幅 (%)



数据来源：WIND，万联证券研究所

数据来源：WIND，万联证券研究所

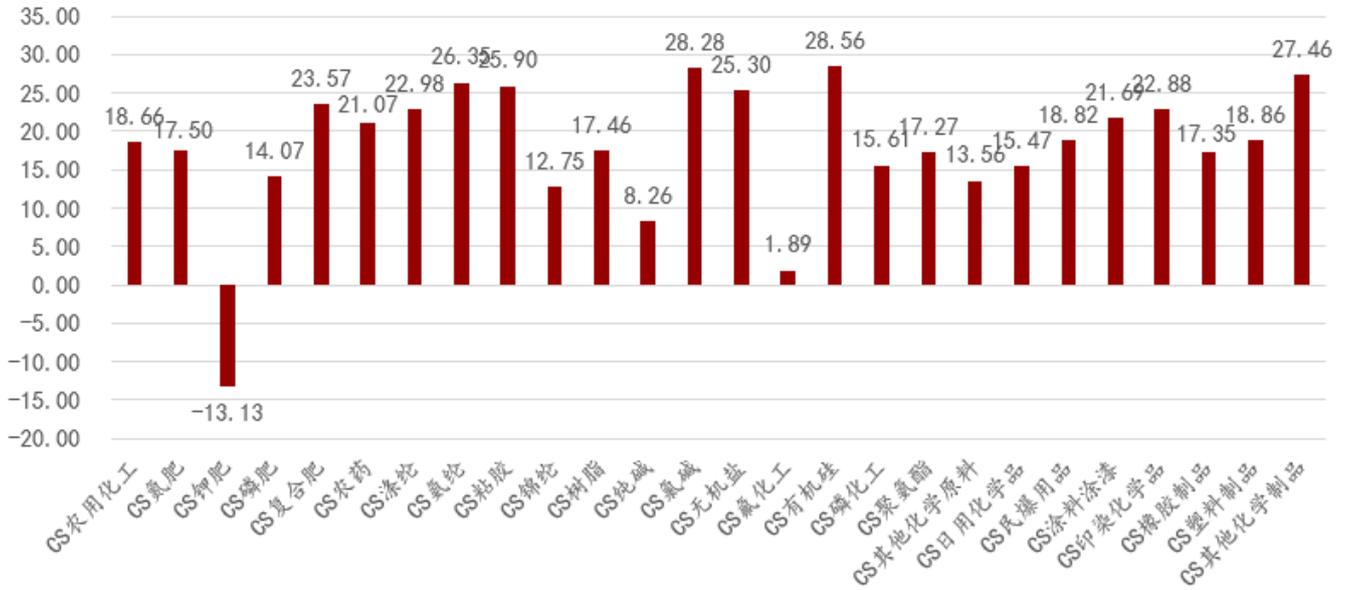
图表 3. 化工行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中第 10 位



数据来源：WIND，万联证券研究所

从三级行业来看，2019年1-5月26个子版块中25个板块上涨，仅有钾肥板块下跌，其中有机硅、氯碱、其他化学制品涨幅居前，分别为28.56%、28.28%、27.46%；氟化工、纯碱涨幅较小，分别为1.89%、8.26%。

图表 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，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简科技 (185.45%)、华昌化工 (144.58%)、元力股份 (124.62%)、德威新材 (105.50%)、百傲化学 (102.67%)；跌幅前五的个股基本分别为*ST康德 (-62.30%)、浙江交科 (-37.00%)、金正大 (-34.97%)、藏格控股 (-34.14%)、强力新材 (-31.87%)。

图表 5: 中信基础化工行业排名前 10 和后 10 个股涨跌幅情况 (截止 2019-6-1)

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/%
300777.SZ	中简科技	185.45	002450.SZ	*ST 康得	-62.30
002274.SZ	华昌化工	144.58	002061.SZ	浙江交科	-37.00
300174.SZ	元力股份	124.62	002470.SZ	金正大	-34.97
300325.SZ	德威新材	105.50	000408.SZ	藏格控股	-34.14
603360.SH	百傲化学	102.67	300429.SZ	强力新材	-31.87
603519.SH	立霸股份	101.83	300740.SZ	御家汇	-21.77
300387.SZ	富邦股份	101.60	300072.SZ	三聚环保	-21.34
300405.SZ	科隆股份	100.66	002319.SZ	乐通股份	-17.59
002783.SZ	凯龙股份	95.96	002442.SZ	龙星化工	-17.03
002002.SZ	鸿达兴业	92.71	600423.SH	*ST 柳化	-15.71

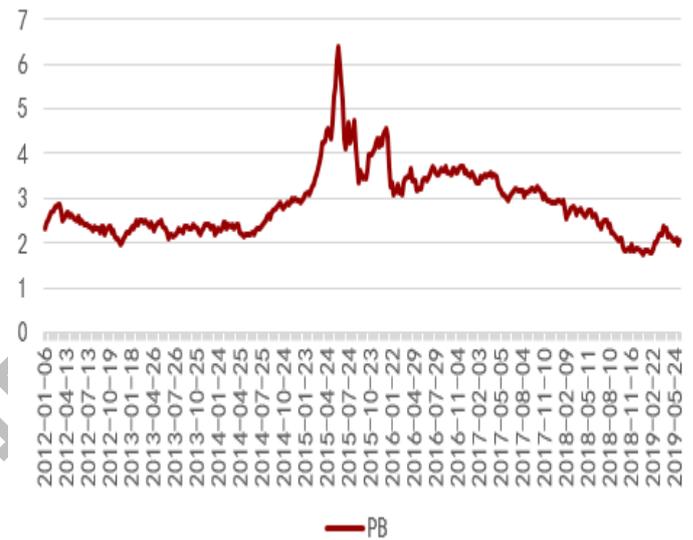
数据来源：WIND，万联证券研究所

从估值方面来看，CS基础化工PE自2015年以来不断下滑，截止2019年6月，CS基础化工PE跌至21左右，同比18年底有所上升，但整体来看，估值仍处于近十年来的相对低位；截止2019年6月，CS化工行业PB为2.05倍，虽然较18年底同样有所上升，但同样处于近五年来的低位。

图表 6. CS 基础化工 PE 变化趋势（截止至 2019/6/12）



图表 7. CS 基础化工 PB 变化趋势（截止至 2019/6/12）



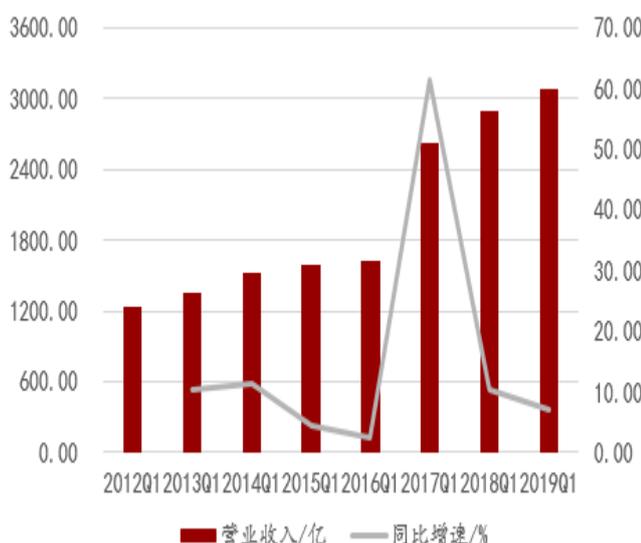
数据来源：WIND，万联证券研究所

数据来源：WIND，万联证券研究所

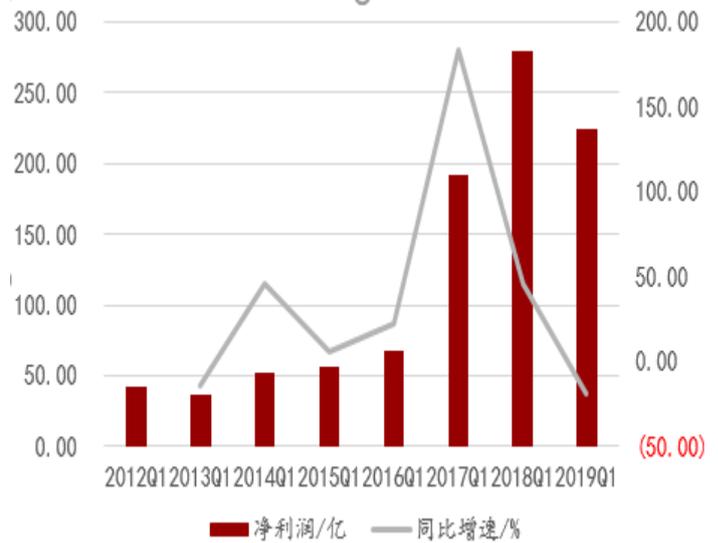
1.2 19Q1净利润、ROE下滑

2018年全年中信基础化工行业实现整体营业总收入和净利润分别为13035.96亿、963.35亿元，同比增长10.06%、11.67%，对标过去2011-2018年的业绩同比增速，2018年营收、净利润同比增速处于历史中等水平；2019Q1基础化工板块营收继续呈现增长形势，净利润略微有所下滑，实现营收3085亿元，同比增长6.91%；实现净利润224.64亿，同比下降19.48%。

图表 8. 2012-2019 Q1 基础化工营收及其同比增速



图表 9. 2012-2019Q1基础化工净利润及其同比增速

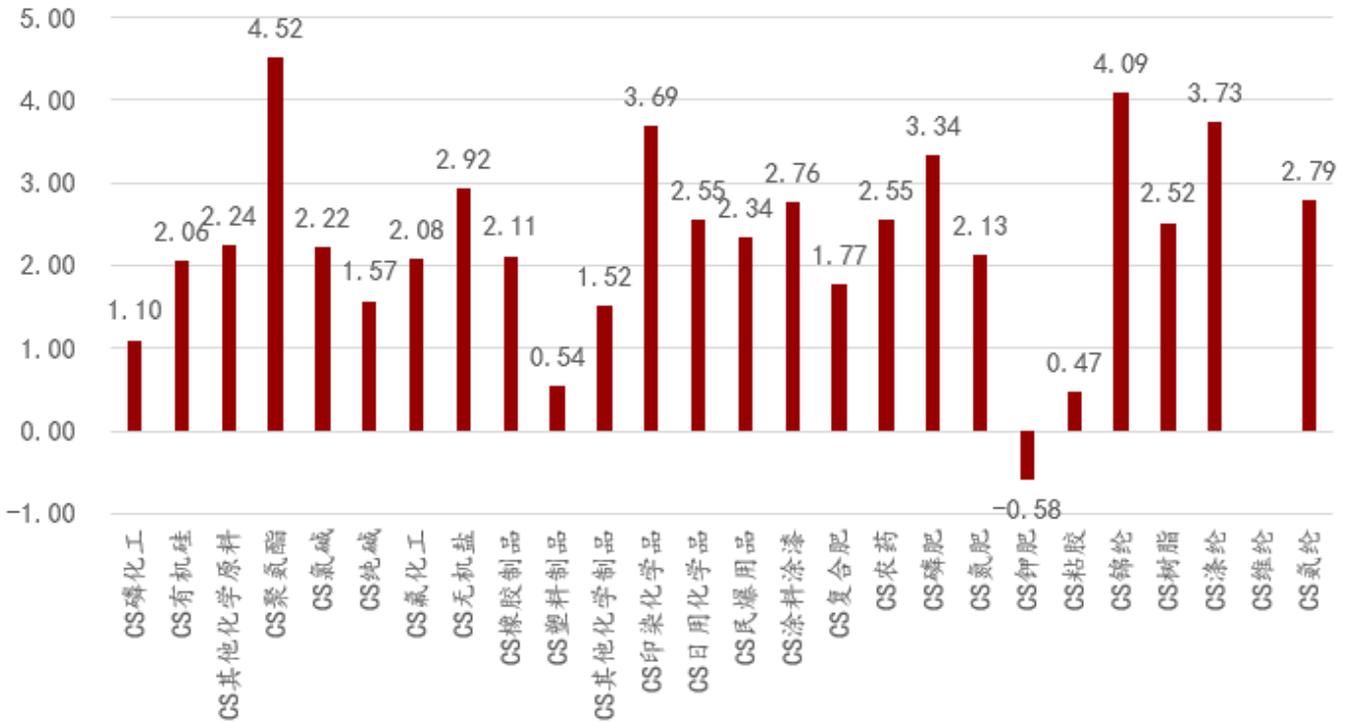


数据来源：WIND，万联证券研究所

数据来源：WIND，万联证券研究所

从ROE来看,2018年CS基础化工ROE为9.99%,同比增长21%,ROE至处于历史高位;2019Q1季度ROE为2.29%,较18Q1大幅下滑28.45%,表明其中,25个子行业实现ROE正增长,仅有钾肥实现ROE负增长,为-0.58%。

图表 10. CS 基础化工子版块 ROE (%)



数据来源: WIND, 万联证券研究所

从资产负债率来看,基础化工资产负债率从15年开始逐步下跌,主要原因是15年国家进行了供给侧改革,导致行业2018Q4基础化工资产负债率为50.57%,同比下滑6.67%;19年Q1资产负债率为50.94%,环比18Q4上涨0.74%。

图表 11: 2012-2019Q1 基础化工资产负债率走势图



资料来源: Wind 资讯, 万联证券研究所

从子版块来看, 化学原料、合成纤维及树脂实现了10%以上的营收同比增长, 农用化工增速趋稳, 但下游三级子版块分化严重。25个三级子行业中有15个行业营收保持同比增长, 其中排名前五的分别为钾肥 (52.45%)、氯碱 (30.00%)、磷化工 (27.28%)、锦纶 (16.95%)、磷肥 (14.58%)。

图表 12: 2019Q1 基础化工二级、三级子行业经营情况

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	722.91	0.82	55.36	-40.42	43.04	-39.50
CS 氮肥	255.03	-1.84	15.16	-41.96	12.17	-35.91
CS 钾肥	45.17	52.45	0.51	146.66	-1.42	25.16
CS 磷肥	44.11	14.58	4.30	25.71	3.36	15.18
CS 复合肥	91.99	-16.02	5.25	-45.45	4.55	-38.29
CS 农药	286.60	2.53	30.13	-45.07	24.38	-44.29
CS 合成纤维及树脂	153.46	10.33	15.92	96.29	13.02	108.64
CS 涤纶	25.03	7.73	5.19	547.65	3.92	543.48
CS 维纶	0.00		0.00		0.00	
CS 氨纶	14.11	12.88	1.83	15.84	1.53	15.69
CS 粘胶	23.94	12.12	0.52	1,091.87	0.40	662.57
CS 锦纶	42.79	16.95	2.68	42.55	1.97	63.12
CS 树脂	47.59	4.80	5.70	46.11	5.21	63.94
CS 化学原料	1,177.49	12.53	106.43	-30.66	83.19	-29.68
CS 纯碱	82.95	4.20	5.31	-17.97	4.05	-24.54
CS 氯碱	386.56	30.00	25.06	-22.95	20.65	-20.91
CS 无机盐	32.09	9.97	4.28	28.69	2.95	27.76
CS 氟化工	50.49	-6.44	5.29	-49.41	4.17	-26.98
CS 有机硅	8.31	-7.65	0.81	-0.45	0.70	2.45
CS 磷化工	192.40	27.28	2.53	-32.58	1.73	27.81
CS 聚氨酯	248.24	-4.02	40.77	-43.53	31.78	-44.87
CS 其他化学原料	176.46	5.37	22.39	-6.52	17.17	-10.33
CS 化学制品	1,031.91	-6.04	95.69	-11.82	73.44	-12.33
CS 日用化学品	113.25	3.28	8.45	-20.58	6.76	-22.51
CS 民爆用品	168.60	-22.34	13.03	3.22	10.17	3.88
CS 涂料涂漆	69.24	9.52	11.08	0.92	9.15	0.13
CS 印染化学品	144.13	5.45	26.36	30.58	21.44	37.97
CS 橡胶制品	214.09	-3.58	16.08	1.38	9.33	4.67
CS 塑料制品	140.00	-9.76	4.09	-73.32	3.00	-76.40
CS 其他化学制品	182.61	-6.07	16.59	-27.49	13.60	-28.28

数据来源: WIND, 万联证券研究所

2、下半年展望

2.1 需求面：经济下行，下游市场需求承压风险加大

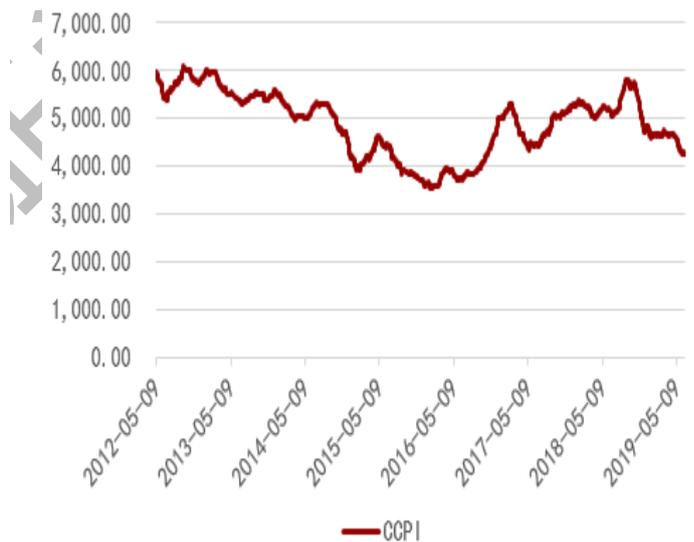
从国内宏观经济指数来看，我国PMI指数自18年Q2以后开始下滑，截止18年底降至最低值49.40，19年初PMI指数开始小幅反弹，截止4月反弹至中位线50以上，为50.10，随后2019年5月又回落至49.40；中国化工产品价格指数也自16年来不断上涨，于18年9月达到峰值5800点，随后快速回落，截止2019年6月10日已经降至4248点，同比下降26.76%。从PMI指数和CCPI指数可以看出，我国经济呈现增速放缓趋势。

图表 13. 中国 PMI 走势图



数据来源：WIND，万联证券研究所

图表 14. 中国化工产品价格指数 (CCPI)

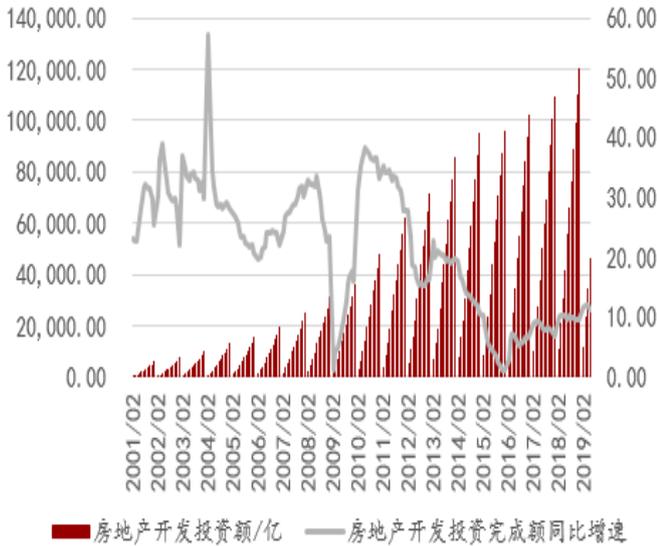


数据来源：WIND，万联证券研究所

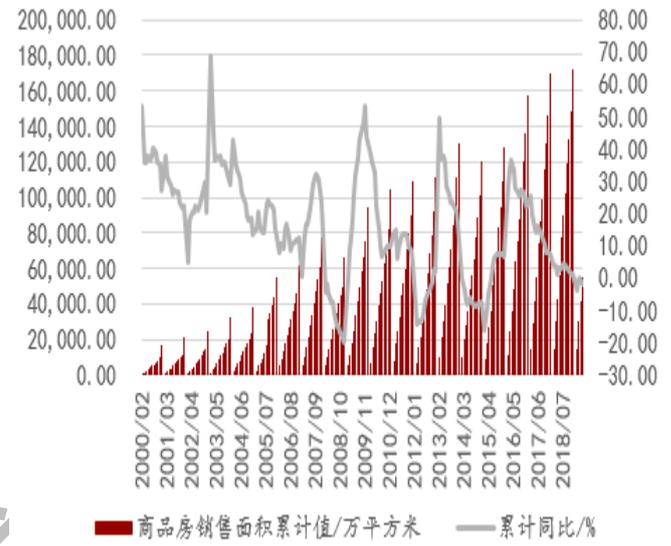
从下游需求来看，房地产销售继续放缓，汽车销量持续下滑以及社会消费品零售额增速持续低位以及中美贸易摩擦加剧导致的扰动因素，下半年整体化工产品的需求将面临较大压力。2019年初至今国内汽车产销持续下滑，19年5月份单月销量为191.3万辆，同比下滑16.40%；年初至今的房地产销售出现背离趋势，19年初总的房地产开发投资额累计同比是上升的，截止19年5月，同比增长为11.20%，但商品房的销售面积19年初至今出现持续下滑，5月份商品房销售面积同比下降1.60%。可见地产开发商积极加大新建项目投资，导致开发额增速提高，但后续销售相对疲软。

图表 15. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速

图表 16. 商品房销售面积及其同比增速

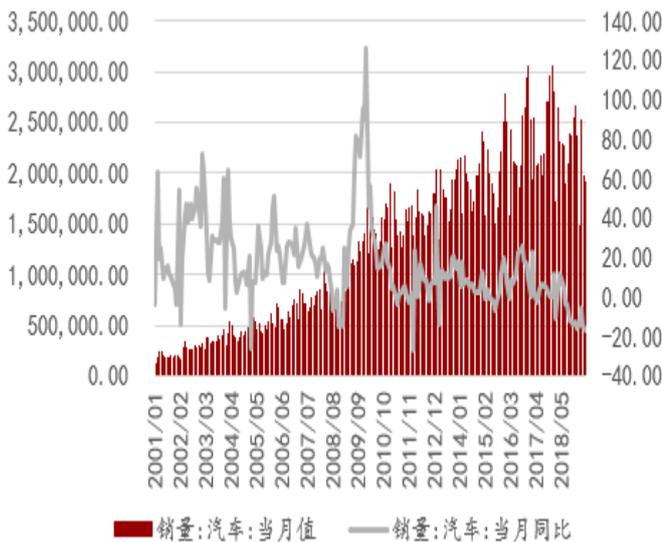


数据来源: WIND, 万联证券研究所



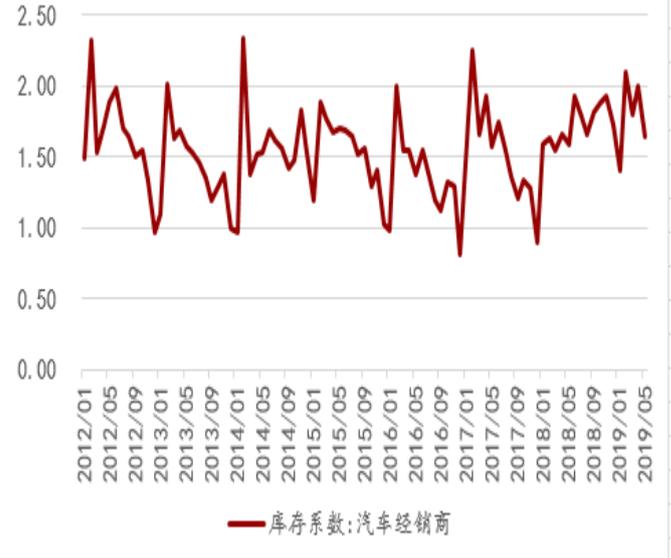
数据来源: WIND, 万联证券研究所

图表 17. 汽车当月销量及同比增速



数据来源: WIND, 万联证券研究所

图表 18. 汽车经销商库存系数走势



数据来源: WIND, 万联证券研究所

从国际形势来看,2019年5月10日,美国公布对2000亿美元中国商品加征25%关税清单,其中涉及中国出口美国的多种化学品,我们通过对该次加征关税与2018年8月7日加征关税目录,分析了新增关税清单的产品,发现此次受到影响较重的橡胶和塑料制品端的化学品,对应的主要为重卡轮胎、汽车轮胎、聚合MDI、TDI、丁二烯、氢氟酸、醋酸等。

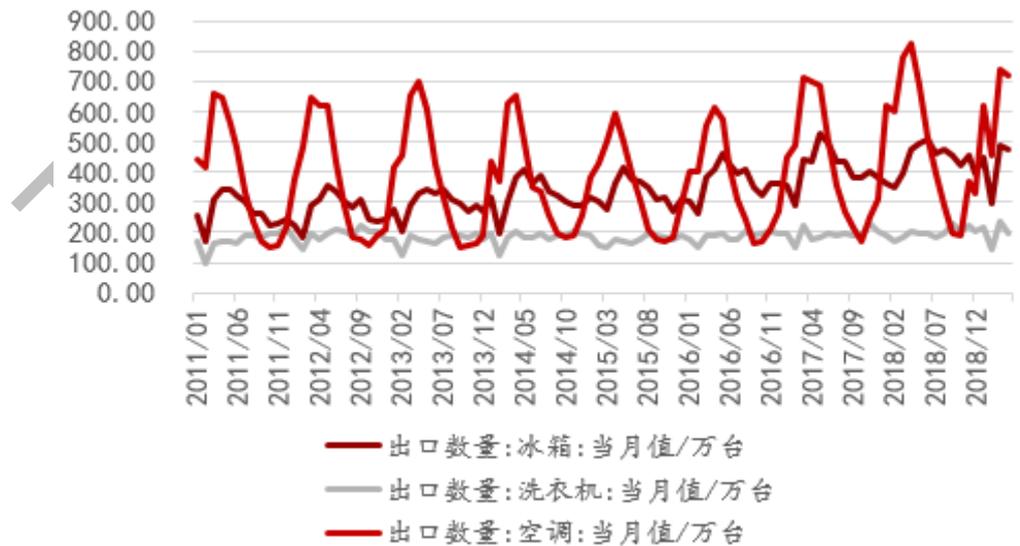
我们认为,25%的加征关税对国内大部分化学品的直接冲击相对有限,因为我国化学品出口美国的占比不大,大部分还是以内销为主,占比最多的橡胶和塑料制品出口也仅为14%。但会直接影响下游终端产品如轮胎、家电的出口,进而抑制下游终端行业的需求。

图表 19: 中国内销、出口美国化学品占比/%

项目	出口	内销
橡胶和塑料制品	14	86
化学纤维	7	93
化学原料	6	94
化学制品	6	94

数据来源: 海关总署, 万联证券研究所

图表 20: 冰箱、洗衣机、空调月出口值/万台



数据来源: WIND, 万联证券研究所

2.2 供给面: 环保安全政策加码, 供给端缩紧, 龙头优势凸显

2.2.1 响水工业园区关闭, 江苏化工安全整治力度提升

3月21日, 响水“321”特大爆炸事故造成78人死亡, 超过600人受伤。此次事件拉动了环保安全政策加码力度, 4月4日, 盐城市政府宣布彻底关闭响水化工园区, 园区内有56家企业, 主要涉及农药、医药、染料、颜料及中间体等行业。随后4月27日江苏省委、省政府办公厅正式通知《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》(以下简称“《方案》”)会议审议通过。

根据《方案》内容, 江苏省安全生产整治提升主要在下面三方面: 1. 本质安全提升, 以更坚决、有力、科学的举措, 开展从产品到技术、工艺、设备、从业人员、内外部

监管的全方位、全过程整治；2. 优化区域布局，坚决贯彻长江经济带“共抓大保护、不高大开发”要求，大幅雅间沿长江干支流两侧1公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外和规模以下化工生产企业；3. 大幅淘汰落后产能，关闭安全和环保不达标、风险隐患突出的化工生产企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录内的工艺技术落后的化工企业或生产装置，加速退出或转型产能过剩和市场低迷的一般化工品生产加工能力。取消安全环保基础设施差和管理不到位的化工园区。

根据《方案》，江苏省政府从3个方面着手：1. 减少现存规模企业数量，目标明确：沿长江1公里企业将面临巨大关停风险。截止18年底，江苏全省化企约4200家，其中规模以上的为2600家，其中大部分江苏化企仍分布在沿江地区。设定硬性指标1公里，将更加有针对性和实施性；2. 通过再评价减少现有园区数量。《方案》提出将全面开展对全省化工园区的再评价，将严格按照标准，针对规模小、基础设施不完善、安全环境问题突出和周边敏感目标分布密集的化工园区进行定位，被取消化工定位的园区严禁新建化工项目；3. 提高准入门槛，控制新增产能。《方案》提高了江苏化工产业准入门槛，新建化工项目原则上投资额不得低于10亿元（列入国家《战略新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）》的项目除外）。

图表 21：响水“321”事件爆炸影响产能及受益企业

主要品种	影响产能/万吨	相关标的
间苯二胺	1.7	浙江龙盛
分散染料（中间体）	3.0+3.2（中间体）	浙江龙盛
		闰土股份
		安诺其
活性染料	2.1+1.0（中间体）	浙江龙盛
		闰土股份
		安诺其
颜料及中间体	2.5	百合花
CCMP（吡虫啉中间体）	0.18	海利尔
		长青股份
功夫菊酯	0.05	扬农化工
联苯菊酯	0.05	扬农化工
烯草酮	0.12	长青股份
丙烯酸	16	卫星石化
三氯化磷	1.5	雅克科技
异噁草松	0.15	先达股份
硝磺草酮	0.9	利民股份
乙草胺	1	江山股份

数据来源：公司公告，万联证券研究所

2.2.2 全国范围多省市进行化工安全整治排查

江苏作为中国化工两大重省之一，随着响水321爆炸事件的发酵，国务院应急管理部于4月24日召开防风险保稳定工作视频会议。全国各省市纷纷出台一系列相关政策，对省事内部的化工企业安全整治进行排查。

图表 22：响水 321 后各省市化工安全政策

省	政策
国务院应急管理部	4月24日召开防风险保稳定工作视频会议
河北	《河北省化工行业安全生产整治攻坚行动方案》，对全省化工园区及企业安全生产进行提升改造。《方案》提出，对不符合产业政策、手续不全、安全生产条件不合格、环保不达标、风险突出且不能有效管控的化工企业，依法依规关闭、取缔。
山东	山东化工产业安全生产转型升级攻坚活动
河南	4月29日实行“四个一律”
江苏	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》
湖北	4月15日湖北推进危化品生产企业搬迁改造攻坚指挥部办公室，下发了《关于加强全省沿江化工和危险化学品生产企业安全管理工作的紧急通知》
福建	福建省生态环境厅要求对沿江沿河、居民聚集区周边的企业进行强化0督查，确保不留死角和盲点
天津市	天津市办公室决定自4月12日起，在全市开展为期1个月的危险化学品检查

数据来源：政府网站，万联证券研究所

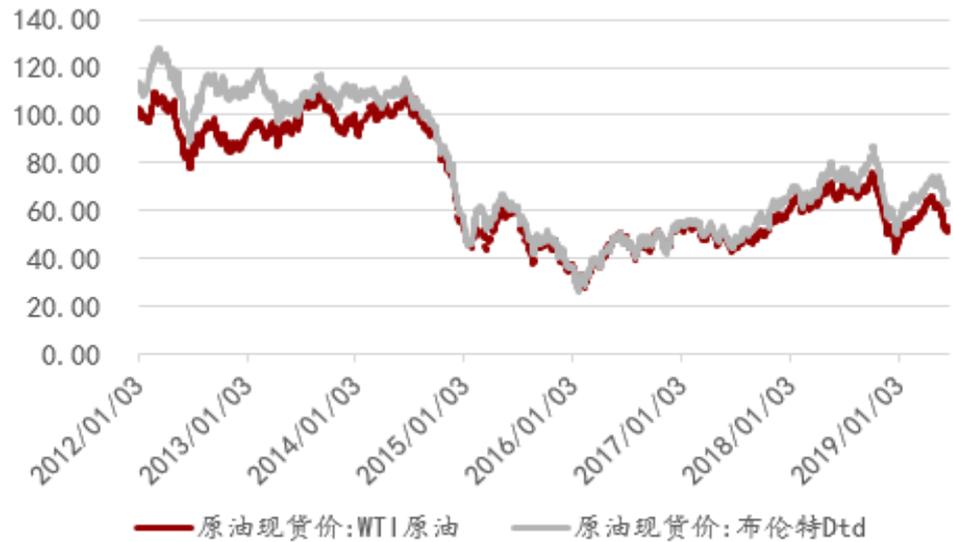
全国范围内的化学品排查，必然加速落后中小产能的退出，优化产业结构，利好没有环保黑天鹅事件的各细分行业龙头。

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。

2019年1-5月，布油和WTI原油均价分别为66.5美元/桶和57.8美元/桶，较2018年12月提升13、14美元/桶，但单独来看，5月份原油价格出现了较大幅度的下跌，主要原因在于：1. 美国页岩油的不断增产，美国原油库存高企不下；2. 全球宏观经济增速放缓；3. OPEC减产不达预期，在OPEC中，沙特坚持减产，而伊拉克大幅增产。

图表 23: 布伦特、WTI 原油价格走势/ (美元/桶)



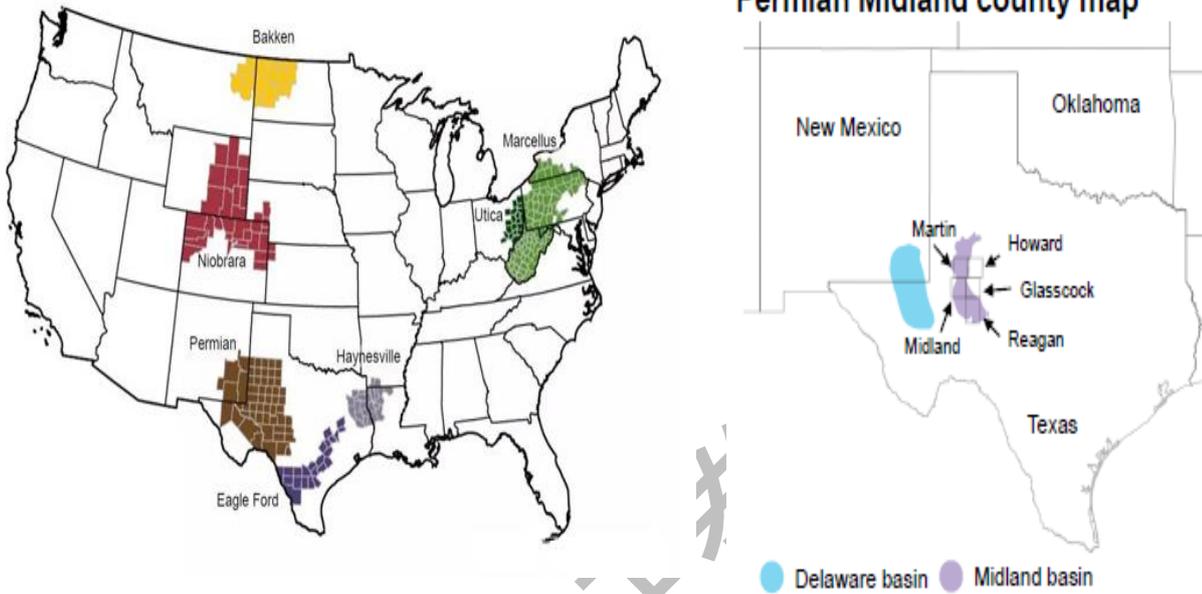
数据来源: wind, 万联证券研究所

国际原油价格下半年走势判断逻辑:

- 确定性: 美国页岩油管道运输能力提高, 增量基本可以确定。**管道运输不足一直是困扰美国页岩油增量的关键因素, 18年底投入大型管道建成导致美国页岩油开采量大幅上升, 从今年1-5月, 美国方面仅新增2条小管道, 增量在50万桶/日左右并不十分明显, 而在19年9月以后, 美国将有两条大管建成, 届时Permian盆地总管道运输能力能增加接近150万桶/日。这部分增量基本可以确定。
- 不确定性: 1) OPEC减产情况。**OPEC减产情况目前也相对较为复杂, 从19年1-5月, 沙特坚定减产, 减产程度超出预期, 而伊拉克的表现却与沙特相反, 伊拉克在4-5月大幅增产。未来比较值得关注的时间点在6月底的OPEC会议; **2) 政治方向上美国制裁伊朗。**2019年4月22日美国表示不再给与印度、土耳其等部分国家和地区进口伊朗石油的制裁豁免, 并要求所有伊朗石油买家5月1日必须停止进口。

图表 24. 美国页岩油田分布

图表 25. Permian盆地

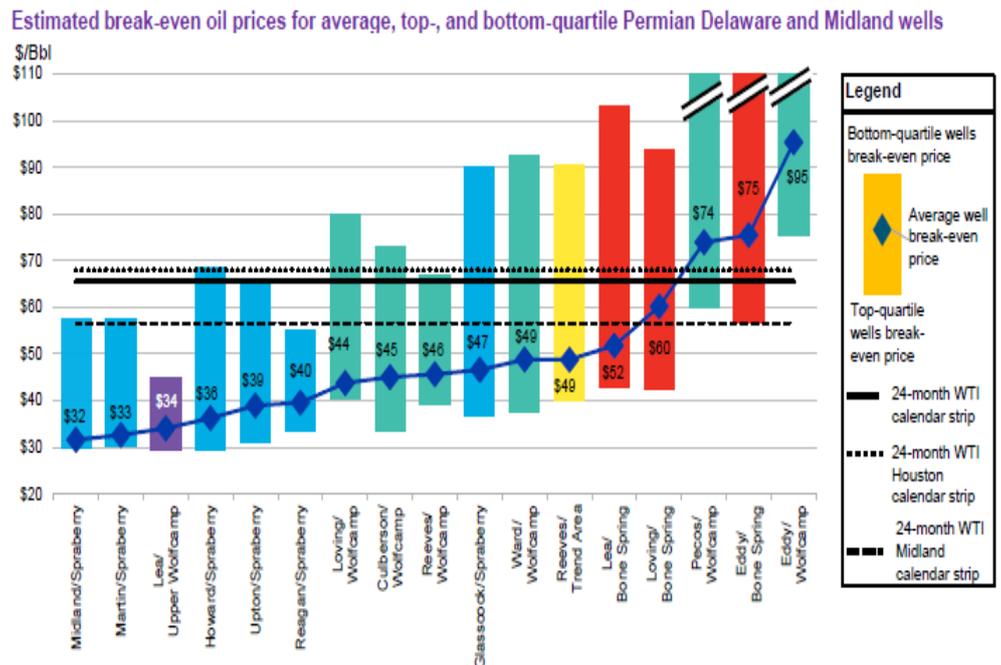


数据来源：Bloomberg，万联证券研究所

数据来源：Bloomberg，万联证券研究所

根据bloomberg测算，美国Permian盆地页岩油边际完全生产成本为49美元/桶，当油价低于该价格时，将限制页岩油企业的生产积极性，对油价形成支撑。因此，我们认为，目前油价往下的空间已经相对有限，但向上的动力又相对不足，大概率会在区域内震荡，且第三季度预计中枢会小幅上涨，第四季度管道建成以后中枢回落。

图表 26: Bloomberg Estimated



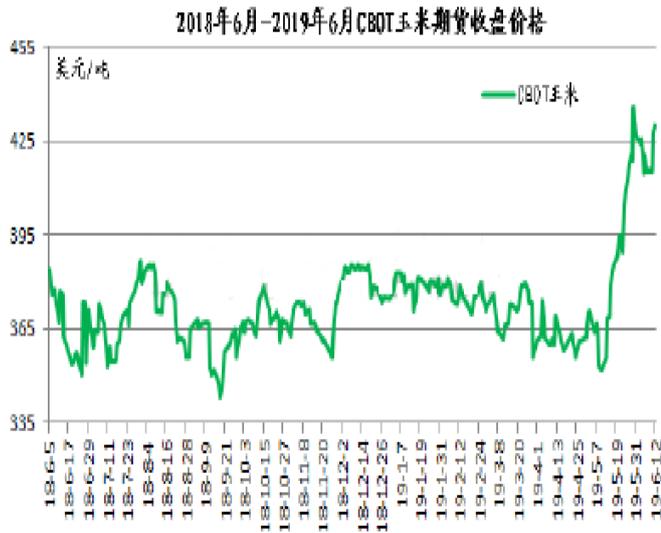
数据来源：Bloomberg，万联证券研究所

3、重点子行业推荐

3.1 农药：供应缩紧、需求改善、政策托底

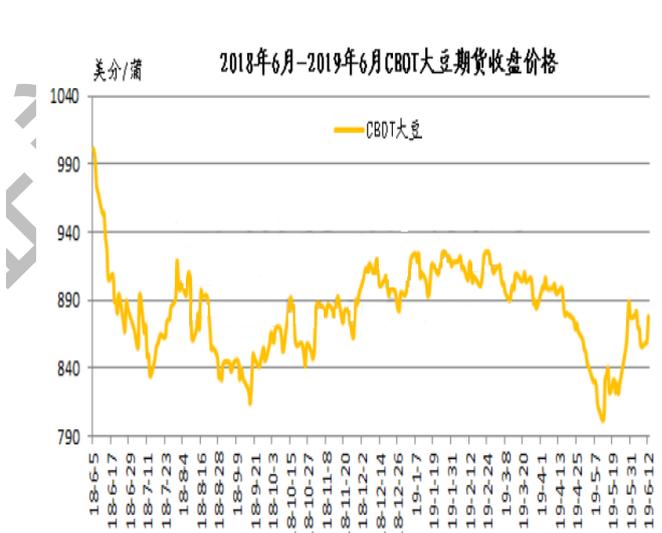
从需求端来看，全球农产品自2013年持续五年低迷，价格处于历史低位，并于18年中旬库存开始缓慢下降，行业有所回暖。但从整体来看，目前农产品的价格仍处于相对低位，我们认为未来随着中美贸易摩擦加剧，农产品的价格上涨确定性较强，农药和化肥作为农产品生产必需品，需求受到农产品价格上涨拉动。

图表 27. 玉米国际价格走势图



数据来源：百川资讯，万联证券研究所

图表 28. 大豆国际价格走势图



数据来源：WIND，万联证券研究所

图表 29. 玉米国内价格走势图



数据来源：WIND，万联证券研究所

图表 30. 大豆国内价格走势图



数据来源：WIND，万联证券研究所

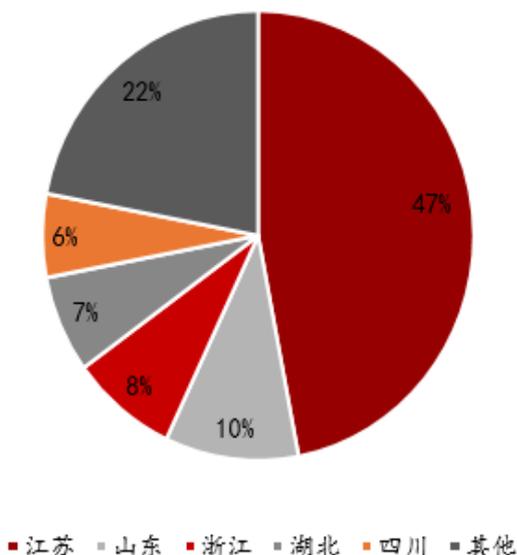
图表 31: 小麦国内价格走势



数据来源: wind, 万联证券研究所

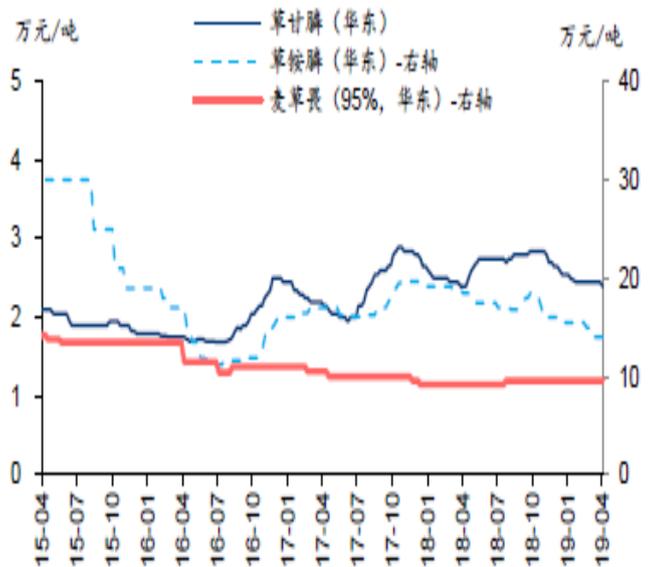
从供应端来看,我国从17年开始实施环保高压态势,农药及中间体产品价格出现回升,行业景气度随之改善。江苏省是全国农药大省,2017年年产大约120万吨原药,占全国产量的47%。响水“321”爆炸事件以后,江苏省《方案》的提出,国内安全监管愈发趋严,必然加速中小落后农药企业的退出,行业整体集中度有望得到提升,供应端将明显收紧,部分农药产品价格也随之攀升。

图表 32. 2017 各省市农药及中间体占比



数据来源: WIND, 万联证券研究所

图表 33. 主流农药价格走势



数据来源: 百川资讯, 万联证券研究所

图表 34: 近三年来农药相关政策

时间	政策	主要内容
2016.5	《土壤污染防治行动计划》	严格控制林地、草地、园地的农药使用量，禁止使用高毒、高残留农药，防止农药包装废弃物污染，控制农业污染，到 2020 年，全国主要农作物农药使用量实现零增长，利用率提高到 40%以上
2016.5	《“十三五”农药工业发展专项规划》	1、到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，其中销售额在 50 亿元以上的农药生产企业 5 个，销售额在 20 亿元以上的农药生产企业有 30 个。建成 3-5 个生产企业集中的农药生产专业园区， 2、到 2020 年，农药创制品种累计达 70 个以上， 3、农药原药企业数量减少 30%，“三废”排放量减少 50%，副产物资源化利用率提高 50%，农药废弃物处置率达到 50%
2016.8	《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》	要推进供给侧结构性改革，积极开拓市场，坚持创新驱动，改善发展环境，着力去产能、降消耗、减排放，补短板、调布局、促安全，推动石化产业提质增效、转型升级和健康发展。
2016.11	《危险化学品安全综合治理方案》	在全国范围内组织开展为期 3 年的危险化学品安全综合治理：严格安全准入。建立完善涉及公众利益、影响公共安全的危险化学品重大建设项目公众参与机制。在危险化学品建设项目立项阶段，对涉及“两重点一重大”（重点监管的危险化工工艺、重点监管的危险化学品和危险化学品重大危险源）的危险化学品建设项目。
2016.12	《“十三五”生态环境保护规划》	实施专项治理，全面推进达标排放与污染减排；实行全程管控，有效防范和降低环境风险；实施最严格的环境保护制度，打好大气、水、土壤污染防治三大战役
2016.12	《“十三五”节能减排综合工作方案》	1、到 2020 年，全国万元国内生产总值能耗比 2015 年下降 15%，。 2、开展农作物病虫害绿色防控和统防统治，推广高效低毒低残留农药使用，到 2020 年实现主要农作物化肥农药使用量零增长，研究建立农药使用环境影响后评估制度，推进农药包装废弃物回收处理。 3、制定各地区污染物排放计划及标准
2017.2	关于深入推进农业供给侧结构性改革 加快培育农业农村发展新动能的若干意见	1. 优化产品产业结构，着力推进农业提质增效 2. 推行绿色生产方式，增强农业可持续发展能力 3. 壮大新产业新业态，拓展农业产业链价值链 4. 强化科技创新驱动，引领现代农业加快发展 5. 补齐农业农村短板，夯实农村共享发展基础 6. 加大农村改革力度，激活农业农村内生发展动力
2017.4	新修订《农药管理条例》发布	1、原则：减少行政审批，淘汰落后产能、同意许可条件，实行分类管理 2、禁用百草枯内的 43 种农药、限制使用 23 种农药（主要是在瓜果蔬菜上禁制使用）

2017.8	《限制使用农药名录(2017版)》	定点经营22种, 定点经营时间待定10种, 禁止生产和销售使用的农药名单(42种)
2017.9	《关于加快推进农业供给侧结构性改革大力发展粮食产业经济的意见》	1、到2020年, 初步建成适应我国国情粮情的现代粮食产业体系, 粮食加工转化率、主食品工业化率分别达到88%和25%以上, 粮食优质品率提高10个百分点左右, 主营业务收入过百亿元的粮食企业达到50个以上。
2017.10	《关于创新体制机制推进农业绿色发展的意见》	化肥、农药使用量零增长, 秸秆、畜禽粪污、农膜等农业废弃物全利用。
2017.12	《环境保护专用设备企业所得税优惠目录(2017年版)》	《设备优惠目录》包含的24项设备, 年产值近300亿元。购置这些设备的企业均获得企业所得税的10%抵免优惠, 全国每年减轻企业负担最高可达30亿元。
2018.6	《打赢蓝天保卫战三年行动计划》	到2020年, 二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比2015年下降15%以上; PM2.5未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上, 地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%, 重度及以上污染天数比率比2015年下降25%以上;

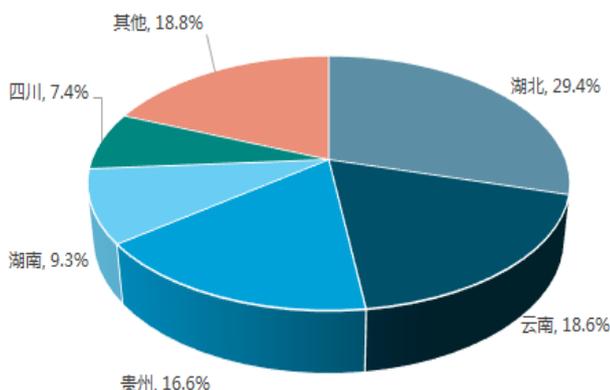
数据来源: 国务院网站, 万联证券研究所

3.2 磷肥: 磷矿石供应缩紧, 利好资源优势龙头

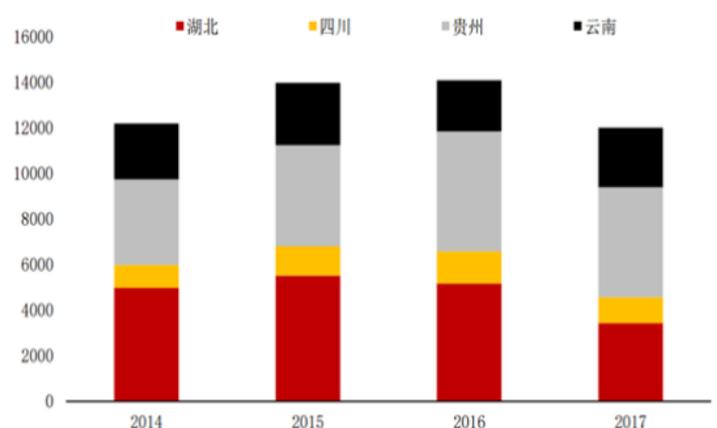
磷肥的上游基本来源于磷矿石, 据统计, 全球70%的磷矿石用于生产磷肥, 2017年全球磷矿石储量约700亿吨, 主要集中于摩洛哥, 我国磷矿石总储量为33亿吨, 约占全球比例的5%, 主要分布在湖南、湖北、四川、贵州以及云南五省。

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。

图表 35. 全国磷矿储量分布



图表 36. 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

数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

继贵州实施“以渣定产”政策后，磷肥供给持续缩紧，长江大保护将导致沿江磷肥产能继续收缩，开工率下降。在长江经济带环保大整治行动背景下，整个长江经济带环保整治行动不断升温，长江中上游磷肥企业的生产规模因此将受到严格控制，沿江磷复肥产能将面临新一轮的关停和搬迁改造，产能将进一步收缩，磷肥供应格局进一步改善。

图表 37：2017 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

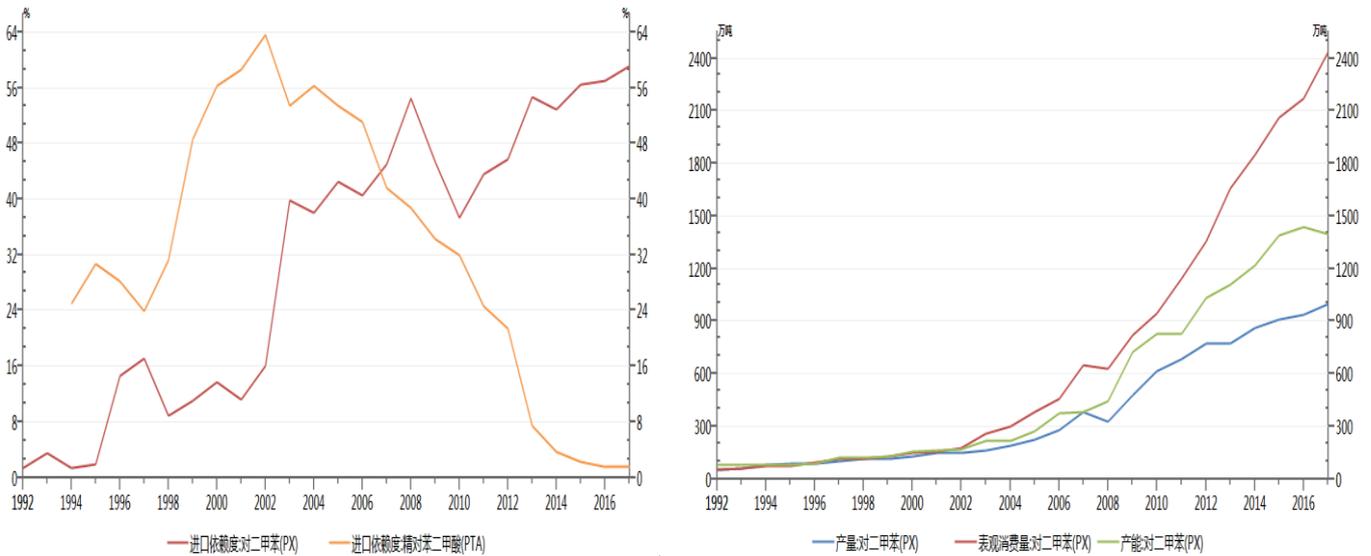
数据来源：wind、中国化肥网，万联证券研究所

3.3 化纤板块：民营大炼化项目相继投产，PX-PTA供需格局优化

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。在整个化纤产业链中，过往的利润核心是PX，截止2018Q3，我国对PX主要从日、韩等国家进口为主，进口依赖度高达60%。也正是因为高度进口依赖，形成了PX的特有定价模式：买卖双方签订年度长约，但实际执行价格月度商谈，月末供方（日本JX、日本出光、埃克森美孚、韩国S-oil）韩国SKG）分别公布下月倡导家，买家还盘谈判，两对以上达成一致，即宣布ACP达成，在ACP达成月，价格按照公式=50%ACP+50%现货月均价+a 进行计算。

图表 38. PX、PTA 进口依赖度

图表 39. 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

数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

从ACP协议可以看出，长期以来大部分利润核心被日、韩企业所占据，但18Q4到19年中旬，各大民营大炼化项目陆续投产，PX价格大幅下降，截止2019年6月14日PX国内价格7080元/吨，相比年初价格下滑16.90%；PX（CFR中国）价格为831.67美元/吨，同比年初下降12.31%。我们预计，截止2020年，民营炼化项目新增PX产能能达到约1000万吨。这部分PX产能一旦投产，将大幅降低国内市场对PX的进口依赖度，导致PX的价格趋于合理，利润核心从PX向PTA转移。

图表 40：民营炼化项目进展情况

公司	主要投资方	投产时间	主要产品	产量 (万吨)	合计
浙石化	荣盛石化 (51%) 桐昆股份 (20%)	一期已投产	PX	400	1000 万吨
			乙烯	140	
			苯	120	
			成品油	835	
恒力炼化	恒力股份 (100%)	2019年Q2	PX	450	
			成品油	993	
盛虹炼化	江苏盛虹	2020年	PX	280	
			乙烯	110	
			成品油	767	
恒逸文莱炼化	恒逸石化 (70%)	2019年7月	PX	150	
			苯	50	
			成品油	800	

数据来源：各公司公告，万联证券研究所

图表 41. 未来 PTA 产能投放情况

图表 42. 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
新凤鸣一期	220	2019	新凤鸣	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：公司公告，万联证券研究所

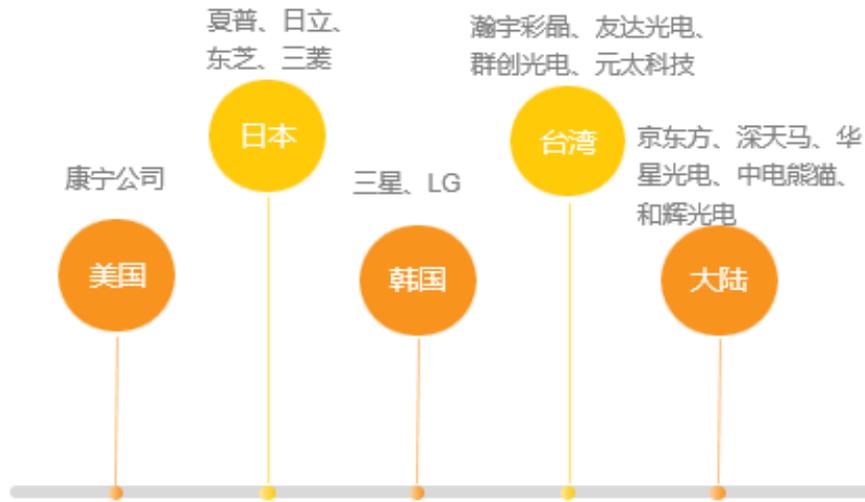
数据来源：公司公告，万联证券研究所

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。

3.4 混晶材料：产能逐步向国内转移，进口替代提速

面板行业最早兴起于美国，日本成功将LCD技术实现产业化，随后韩国和台湾企业迅速发展，成功超越日本，占据市场核心地位。在2010年以前，我国对高世代线生产的液晶面板进口需求非常大，其中32英寸以上的液晶面板几乎全部依赖进口。2010年后，一方面大陆面板厂开始加码投入，另一方面政府为了加大对液晶显示产业的扶持力度推行了一系列政策，全球液晶面板产业重心向中国大陆地区转移，据统计，2016年中国大陆地区的液晶面板产能占全球比重的约30%，中国已经成为全球LCD面板出货核心区域之一。

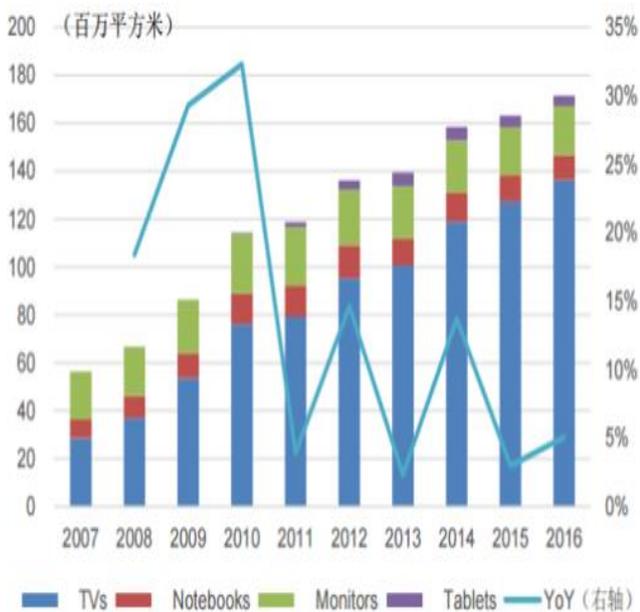
图表 43： 面板行业转移过程



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

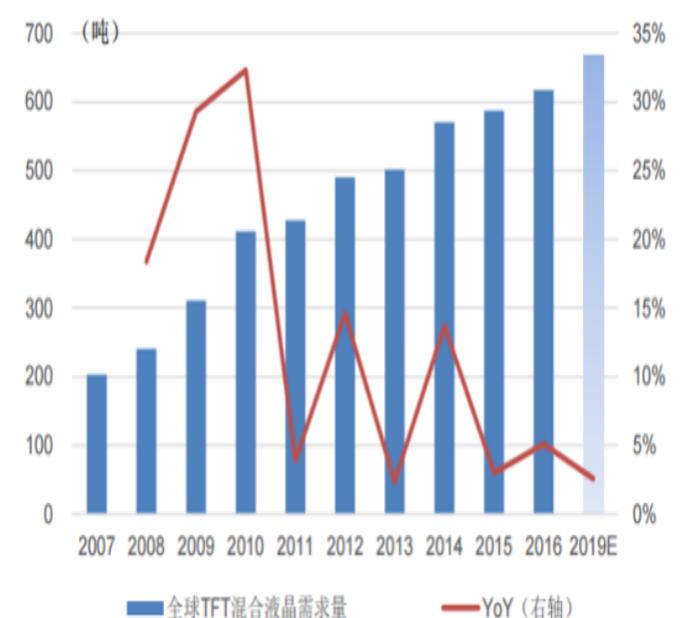
从需求端来看，2016年全球液晶面板需求面积为1.67亿平方米，较2007年接近翻了3倍，平均增长大约1200万平方米，预计2019年能达到1.90亿平方米，年平均增速应该在3.7%左右，全球TFT液晶材料需求量与面板需求呈完全正相关关系。反观大陆市场，2017TFT液晶材料需求量为200吨，预计2018年需求量将达到240吨，2019年预计达到270吨，年复合增速为16.2%，远超全球的3.7%，可见大陆对液晶面板需求增速是十分巨大的。

图表 44：全球 TFT-LCD 面板需求面积及其增速



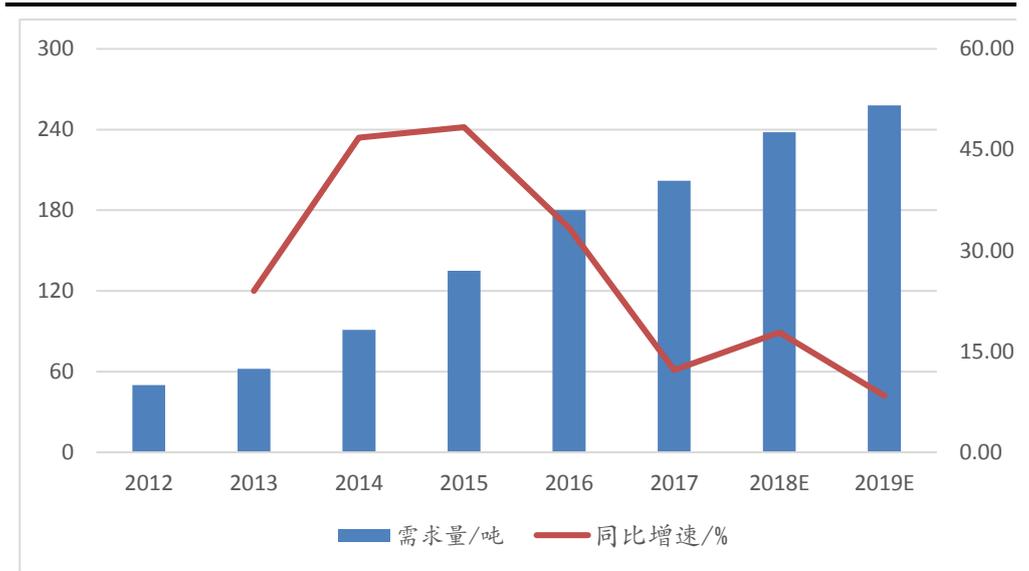
资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

图表 45：全球 TFT 液晶材料需求量及其同比增速



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

图表 46：中国大陆地区 TFT 液晶材料需求量及其同比增速



资料来源: wind、中国产业信息网、万联证券研究所

从供应端来看,目前我国共有10条已建好的8.5代TFT-LCD面板生产线,4条6代TFT-LCD面板生产线和11条4-5代线;未来投产的TFT-LCD生产线有华星光电两条11代线、京东方三条10.5代线、中电熊猫一条10.5代线以及鸿海集团一条10.5代线。从现在的发展来看,大陆在政策的大力支持下,高代线的布局给了大陆赶超台湾、韩国的契机,尤其是在全球面板产业出现产能过剩,面板核心向大陆迁徙的情况下。

图表 47: 大陆已投产的 TFT-LCD 面板生产线及其混晶用量

厂商	条数	8.5代用量(吨/条月)	全年/吨	条数	6代用量(吨/条月)	全年/吨
京东方	4	2.35	112.8	3	0.9	32.4
中电熊猫	1	2.35	28.2	1	0.8	9.6
华星光电	2	2.35	56.4			
三星	1	2.35	28.2			
惠科集团	1	2.35	28.2			
总计	9		253.8	4		42

资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

目前,液晶显示技术的核心技术和专利主要被德国默克(Merck)、日本智索(Chisso/JNC)、大日本油墨(DIC)所掌握,三家公司混晶市场份额分别占到了50%、40%和6%,该三家企业依靠“苯环”和“萘环”核心结构,构建了严密的专利网,长期垄断产品高端市场。在大陆,具有混晶材料生产能力的只有合成显示、诚志永华、八亿时空等少数企业打破垄断,未来将受益于面板产能向国内转移,进口替代空间巨大。

4、重点公司分析

桐昆股份 (601233)

公司为长丝龙头，未来收益于产业集中度加深：公司目前涤纶长丝产能约570万吨/年，国内市场占有率达16.1%。随着恒邦四期、恒腾四期、恒优项目顺利推进，2019年预计新增120万吨/年，公司长丝产能突破690万吨/年，市场份额提升到17%。随着产能的逐步放大，集团层层分解销售任务，倒逼销售增量增效，实现低库存运行和效益最大化，公司将继续保持长丝龙头地位，引领提升传统制造业由大变强。

产业链一体化，抗风险能力强：公司参股20%股权的浙石化一期项目有望今年投产，每期规模为2000万吨/年炼油、400万吨/年PX、140万吨/年乙烯与上海宝钢气体共建的乙二醇项目计划四月开工建设，每期年产60万吨/年煤制乙二醇。公司不断拓展完善“PX-PTA+MEG-聚酯”全产业链，有利于降低原料成本，提高公司盈利水平，上下游相互配套，产品结构优化，抗风险能力增强。

下游需求回暖为公司业绩增量保驾护航：去年涤纶景气度回升，长丝价格上涨，库存消耗快，开工率维持高位，消费终端毛利率显著提高。长丝产能投入增速（8.89%）低于消费量（11.62%），PTA产能投放空档，行业消耗多余产能。预计2019年长丝需求继续保持增速11%，需求达2980万吨，长丝销售额保持增长，对PTA产量需求保持14%持续增加。2019年PTA新增产能有限，在下游长丝产能扩张、消费量提高等利好支撑下，PTA需求端有支撑。

盈利预测：基于最新产品价格、产业链布局和对未来行业景气度判断，预计公司2019-2021年营业收入为484.41/547.26/599.93亿元，P/E分别为7.78、7.39、7.18。给予“增持”评级。

风险因素：原油价格大幅下跌；下游纺织业需求不及预期；浙石化项目产能投放不达预期。

扬农化工 (600486)

杀虫剂量价齐升，助推公司Q1业绩：公司主营业务为杀虫剂和除草剂，2019Q1杀虫剂产销量为3989.22/4112.45吨，2018Q1杀虫剂产销量为2,980.64吨/3,545.11吨，同比增长33.84%/16%，2018Q4杀虫剂产销量为3207吨/2701.85吨，环比增长24.39%/52.20%。公司杀虫剂2019Q1平均售价为24.76万元/吨，2018Q1平均售价为21.14万元/吨，同比上涨17.1%，2018Q4平均售价为23.39万元/吨，环比上涨5.9%。由于公司杀虫剂量价齐升，贡献主要业绩增量。

菊酯行业保持高景气、公司作为菊酯龙头将获利：在环保持续高压以及农化行业门槛陡增的情况下，部分企业由于环保高压导致工厂停工等问题，2017年以来菊酯价格大幅上涨，行业景气度不断持续走高。菊酯主要分为农用菊酯和卫生菊酯两大类，目前公司拥有国内聚酯生产规模最大，配套菊酯产业链最全，国内卫生菊酯市占率达70%，全球销量第二。此外，我们从2018Q3就坚定环保政策高压将会持续，2019年3月份两

会期间的政府工作报告佐证了这一点，江苏盐城的爆炸事件将再次为环保高压态势加码，预计行业景气度会将持续，公司作为业内规模最大生产企业将明显受益。

拟收购中化国际旗下企业，推进生产销售研发全产业链发展：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化作物100%股权和农研公司100%股权。中化国际旗下中化作物成立于11年，是国家首批核准的农药化工生产企业之一，下游销售渠道遍布范围广，并且中化作物将成为扬农化工重要的生产基地。中化国际旗下农研公司是我国优秀的研发基地，对开发专利药拥有丰富的经验。公司本次的收购，一方面增加公司研发实力，另一方面拓宽公司生产基地和销售渠道，推进公司一体化产业链。

盈利预测与投资建议：考虑到2019Q1季度业绩略超预期，基本符合公司盈利预测，预计公司19-21年净利润分别为9.67、10.98、12.38亿，对应PE为18.78、16.55、14.68，给与“增持”评级。

飞凯材料 (300398)

受益5G建设提速，未来紫外固化材料将大幅放量：公司凭借在低聚物合成方面的优势，率先打破国外巨头在紫外固化光纤光缆涂覆材料方面的垄断，成功实现进口替代，紫外固化光纤涂覆材料不断放量，在国内市占率高居首位达到了60%，2016-2017年，由于行业竞争加剧，价格战明显，公司采用了适度降价措施，因而毛利率有所下降，整体营收也受到了一些影响出现小幅下滑，行业从2018年开始回暖，营收增速较17年同比增长了30%，未来将受益于5G建设实现大幅放量。

国内LCD面板需求不断上行，混晶业务发展迅猛：大陆逐渐成为全球液晶面板核心，未来三年多条高代线投产在即，LCD面板需求的大幅上涨将拉动混晶材料需求的增长；此外，混晶材料一直比较依赖国外进口，国产化率相对较低，子公司和成显示作为国产混晶材料的龙头，客户涵盖了京东方、华星光电、中电熊猫等优质LCD面板商，在液晶面板向国内转移的过程中将拥有地利优势，未来将不断提高混晶的国产化率，混晶市场业务发展可期。

切入半导体封装领域，电化学品平台初现规模：公司在2017年通过收购锡球制造商大瑞科技和控股长兴昆电60%股权，顺利切入IC封装领域，并自主研发出了光刻胶，形成了以光刻胶、半导体配方产品、SMT系列材料、封装材料为主的四大产品系列，打造了初具规模的电子化学品平台，预计公司这部分业务未来将受益于国内进口替代优势，业绩有望保持高增长。

盈利预测与投资建议：预计2019年、2020年公司分别实现归母净利润3.47、4.27亿，对应EPS分别为0.81元、1.00元；对应当前股价PE分别为23.40倍、18.97倍；给与“增持”评级。

风险因素：5G建设不达预期、混晶材料需求大幅下降、半导体封装材料需求大幅下滑。

万华化学 (600309)

MDI价格下降，石化产品跌多涨少，销售研发费用增长拖累公司Q1业绩：我们分析公司Q1业绩有所下滑的主要原因在于两方面：1. 公司费用率有所上升，2019Q1公司销售费用同比增长22.36%至6.58亿；研发费用同比增长52.92%至4.23亿；2. 2019Q1MDI价格虽然企稳回升，但是整体来看，华东聚合MDI均价约为13800元/吨，纯MDI价格约为21300元/吨，同比下滑43%和34%，价格仍处于低位。此外，，公司石化产品跌多涨少，丙烯、环氧丙烷、MTBE、正丁醇均价为7500元/吨、10400元/吨、5500元/吨、7100元/吨，同比下降分别为7.25%、16.40%、5.78%、2.23%。石化业务作为公司第二大业务，产品价格下降对公司业绩造成影响。

2019年MDI景气修复，公司二季度业绩支撑明显：2019年2月开始公司连续上调国内MDI分销市场挂牌价，据最新公告，公司5月份聚合MDI市场挂牌价为19000元/吨（环比上涨1200元/吨）；纯MDI挂牌价为27200元/吨（环比上调1200元/吨）。此外，二季度国内外MDI装置将迎来检修高峰期，上海科思创50万吨装置5月份检修，东曹7万吨MDI国内装置4月初计划检修20天，东曹日本40万吨装置5月进行检修，韩国锦湖三井35万吨装置也在5月进行检修，装置检修将给MDI价格带来明显支撑，MDI价格大概率继续上扬，助力公司二季度业绩增长。

公司完成整体上市+全球化布局，未来增长可期：公司已经全部完成整体上市，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，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公司，未来发展可期。

盈利预测与投资建议：预计19-20年公司归母净利润分别为116.24亿、131.32亿，对应EPS分别为4.25元、4.80元，对应当前股价PE分别为10.35倍、9.16倍。给与“买入”评级。

风险因素：MDI价格大幅下降，石化产品价格大幅下降。

新洋丰（000902）

兴农战略与政策刺激农化行业，公司作为行业龙头受益明显：国家主要部门近期制定并印发了《国家质量兴农战略规划（2018—2022年）》五年规划，农化行业相关企业将获得持续利好，公司作为业内龙头，拥有将近800万吨磷复肥产能，未来将充分享受政策红利。

原材料高度自给，公司成本端竞争优势凸显：公司的成本优势得益于其原材料的自给优势—磷酸一铵的完全自给以及钾肥的进口权。一方面，公司具有磷酸一铵产能235万吨，其中40%自用，60%外销，成本端优势明显，加之由于磷酸一铵在产企业较少，业内同行通过兼并收购相应磷酸一铵企业难度较大；另一方面，公司拥有钾肥的进口权，进口钾肥的价格一般比国内价格要低200-300元/吨，降低了公司原材料的成本，公司成本端优势凸显。

科研投入稳中有升，助力公司产品的不断升级：公司科研投入稳中有升，研究中心与

中国农业大学、四川大学、华中农业大学、武汉工程大学等，建立密切的技术合作关系，成功开发出了多种新型复合肥。新型复合肥具有针对性强、功效好、施用量少的特点，且毛利率比传统磷复肥高5%，未来市场竞争优势明显。

布局下游果业，实现下游产业链的拓展延伸：2016年，公司成立洛川果业公司。17年果业营收1304.99万元，并且2018年上半年就达到了1691万元。公司布局下游果业市场，一方面实现了对下游产业链的拓展和延伸，另一方面，2017年果业的毛利率为33.47%，远远高于公司传统磷复肥20.52%的毛利率。公司也与京东等电商平台达成战略合作关系，未来公司这一块业务将会实现放量，给公司业绩提供稳定增长点。

盈利预测与投资建议：预计公司2019年、2020年公司分别实现归母净利润9.33亿、10.44亿，对应EPS(最新股本)为0.72元、0.80元，对应当前股价PE分别为12.53倍、11.20倍；给予“增持”评级。

风险因素：复合肥价格大幅下降，复合肥销量不达预期，下游农产品价格大幅下降等。

5、风险提示

原油价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧、大炼化项目投产不达预期、下游需求大幅减弱。

化工行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期：2019年06月24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
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
601233	桐昆股份	1.16	1.95	2.05	8.41	14.28	8.39	7.78	7.19	1.59	增持
600486	扬农化工	2.89	3.12	3.54	16.01	55.17	13.03	18.78	16.55	3.445	增持
300398	飞凯材料	0.67	0.81	1.00	5.19	13.13	23.16	23.40	18.97	3.095	增持
600309	万华化学	3.88	4.25	4.80	13.05	42.96	6.20	10.35	9.16	3.89	买入
000902	新洋丰	0.63	0.72	0.80	4.99	10.88	14.21	12.53	11.20	2.27	增持

资料来源：万联证券研究所

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。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，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。研究员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 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场