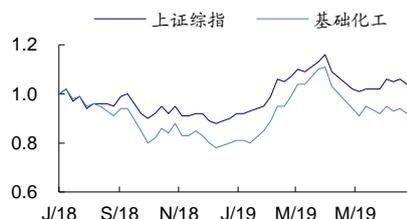


一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《基础化工行业 2019 年中期策略&6 月份投资策略: 库存周期逐步见底, 龙头企业投资价值突显》——2019-06-19

《基础化工行业 5 月份投资策略: 主动去库存效果明显, 行业或迎来景气反转》——2019-05-17

《基础化工行业 2018 年报和 2019Q1 季报点评: 去年末资产减值超出预期, 1 季度盈利能力略有恢复》——2019-05-16

《行业事件点评: 江苏加大化工行业整顿力度, 行业或将迎来新一轮供给侧改革》——2019-04-08

《基础化工行业 4 月份投资策略: 行业供给局部收缩, 重点关注染料、农药、聚酯产业链》——2019-04-01

证券分析师: 龚诚

电话: 010-88005306

E-MAIL: gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519040001

行业投资策略

盘点化工行业的“隐形冠军”

● 7 月份投资观点: 关注“隐形冠军”, 等待行业景气反转

未来市场行情特征可能会从目前 ROE 非常好但是估值已经较贵的“价值龙头”, 扩散至一些二线的“隐形冠军”。化工产品种类繁多, 不少企业做到了单个产品的市占率全国第一甚至全球第一, 我们盘点了 20 家符合基本标准的潜在“隐形冠军”, 其中**重点推荐关注万华化学、龙鳞佰利、浙江龙盛、恩捷股份**。当前化工仍处于主动去库存阶段, 2018 年 Q3 基本可以确定是本轮库存周期的顶部位置, 从 2016 年 Q1 上一轮被动去库存算起, 按照库存周期平均时间约 3.5 年来推算, 我们预计本轮从 2019Q3 开始进入被动去库存阶段, 届时周期性化工品将迎来量价齐升, 企业盈利能力将明显恢复。今年下半年将是布局未来 2 年化工行业景气上行周期的重要机会, 重点推荐盈利能力更为稳定同时具备长期成长能力的行业内优秀龙头企业。

**7 月投资组合:** 万华化学 (聚氨酯产业链龙头企业, 公司产能规模不断扩张)、龙鳞佰利 (钛白粉库存低位, 处于涨价周期)、浙江龙盛 (供给持续收缩, 染料、中间体价格上涨预期强, 业绩大幅增厚)、华鲁恒升 (煤化工平台龙头企业, 新建项目拓展成长空间)。

● 行业近况: 库存不降, 价格难涨

根据国家统计局最新公布的 5 月份数据, 化工行业 PPI 同比增速仍处底部, 库存数据在 4 月份反弹之后延续下行趋势, 在下游需求低迷的情况下, 行业仍处于主动去库存阶段。目前行业内企业普遍主动降低开工率以消化库存, 我们认为化工品 PPI 若要反弹, 整体库存要继续下降或者下游需求迎来反转。2019 年前 5 月, 化工行业的固定资产投资额累计增长 5.69%, 继续保持良好增长, 说明行业供给仍整体处于扩张阶段, 但是本轮产能周期不同之处在于, 扩产的基本上都是各子行业的龙头企业。因此我们认为下一轮行业景气来临之时, 这些龙头企业将最大程度享受行业景气, 盈利能力最为确定。

● 产品价格及价差分析: PTA、氟化工、磷化工、化肥等相关产品在 2 季度表现较好

根据我们重点跟踪产品在 2 季度的价格及价差的表现看, 无机化工和化肥农药板块整体表现较好, 其中氟化工、磷化工、纯碱、化肥板块的相关产品同比涨幅较为明显, 其中尿素、PTA、磷酸二铵、腈纶、涤纶等产品的价差持续扩大。我们预计相关公司在 2 季度的业绩或许有较好的表现, 可以重点关注巨化股份 (氟化工、制冷剂)、华鲁恒升 (煤化工、尿素龙头) 和恒力股份 (民营炼化、PTA 和涤纶龙头企业)。

● 风险提示: 原油价格大幅波动; 环保监管放松; 下游需求大幅下降。

重点公司盈利预测及投资评级

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 其结论不受其它任何第三方的授意、影响, 特此声明

公司代码	公司名称	投资评级	昨收盘 (元)	总市值 (百万元)	EPS		PE	
					2019E	2020E	2019E	2020E
600309	万华化学	买入	41.55	130,456	3.94	4.69	10.5	8.9
002601	龙鳞佰利	买入	13.80	28,042	1.50	1.81	9.2	7.6
600346	恒力股份	买入	11.80	83,061	1.59	2.24	7.4	5.3
600426	华鲁恒升	买入	14.65	23,831	1.57	1.76	9.3	8.3

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

## 内容目录

盘点化工行业内的“隐形冠军”.....	4
<b>7月份投资策略：继续配置低估值龙头公司</b> .....	<b>6</b>
上月投资建议回顾（2019.6.1-2019.6.30）.....	6
行业主动去库存仍在进行当中.....	7
本期投资建议.....	10
<b>全行业近期经营状况回顾</b> .....	<b>11</b>
基础化工行业 PPI 同比增速继续下行.....	11
行业新增供给继续保持复苏.....	12
需求面有下滑趋势，主要支撑仍来自房地产.....	13
<b>近期市场走势分析</b> .....	<b>15</b>
6月份市场有所反弹.....	15
聚氨酯板块反弹明显、钾肥板块大幅下滑.....	16
<b>近期产品价格和价差分析</b> .....	<b>17</b>
无机化工、化肥农药板块景气度较高.....	17
氟化工、磷化工、化肥等行业相关产品 2019Q2 涨幅较大.....	17
PTA、二铵、尿素、一铵、PVC 等产品价差持续扩大.....	18
<b>2019 年中期投资观点回顾：库存周期逐步见底，龙头企业投资价值突显</b> .....	<b>19</b>
关键结论与投资建议.....	19
核心假设或逻辑.....	20
附表一：国信化工重点关注产品价格及同比涨幅.....	21
附表二：重点公司盈利预测及估值.....	24
国信证券投资评级.....	25
分析师承诺.....	25
风险提示.....	25
证券投资咨询业务的说明.....	25

## 图表目录

图 1: 工业企业目前处于主动去库存阶段.....	8
图 2: 纯碱和烧碱的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	8
图 3: 钛白粉和 R22 制冷剂的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	8
图 4: 尿素和磷酸一铵的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	9
图 5: 草甘膦和草铵膦的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	9
图 6: DMC、三氯氢硅和醋酸的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	9
图 7: 环氧丙烷和 DMF 的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	9
图 8: PVC、PE 和 PP 的社会库存变化情况 (单位: 万吨) .....	9
图 9: SBS 的社会总库存变化情况 (单位: 万吨) .....	9
图 10: 氨纶和锦纶切片的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	10
图 11: 涤纶长丝和腈纶的工厂库存变化情况 (单位: 万吨) .....	10
图 12: PX、PTA 和 MEG 的工厂及市场库存变化情况 (单位: 万吨) .....	10
图 13: 化工行业及主要板块的 PPI 走势情况 (单位: %) .....	12
图 14: 基础化工行业的固定资产投资完成额及同比变化 (单位: 亿元、%) .....	12
图 15: 基础化工主要子行业的固定资产投资完成额累计同比变化 (单位: %) .....	13
图 16: 房屋新开工、施工和竣工面积同比 (单位: %) .....	14
图 17: 汽车月累计产量及同比 (单位: %) .....	14
图 18: 国内布产量月累计值及同比 (单位: 亿米、%) .....	14
图 19: 主要家电产量累计同比 (单位: %) .....	14
图 20: 2018 年 1 月以来基础化工板块 (中信分级) 与上证综指、沪深 300 的相对走势对比 (截至 2019.6.28) .....	15
图 21: 中信分级一级行业涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.6.1-2019.6.28, 市值加权平均) .....	16
图 22: 2010 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化 .....	16
图 23: 2018 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化 .....	16
图 24: 国信基础化工子行业区间涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.6.1-2019.6.28, 市值加权平均) .....	17
表 1: 上期策略报告推荐公司表现情况 (2019.6.1 -2019.6.30) .....	7
表 2: 各类产品的平均年涨幅及均价同比涨幅均值 (单位: %, 截至 2019.6.30) ....	17
表 3: 重点关注产品的均价及同比变化 (单位: 元/吨、%, 截至 2019.6.30) .....	18
表 4: 重点产品价格差同比变化 (单位: %, 截至 2019.6.30) .....	18
表 5: 国信化工重点关注产品价格及同比涨幅 (截至 2019.6.30) .....	21

## 盘点化工行业内的“隐形冠军”

根据国信策略团队最新观点，预计未来市场行情特征可能会出现扩散，即从目前 ROE 非常好但是估值已经较贵的“价值龙头”，扩散至一些二线的“隐形冠军”。其中“隐形冠军”是最早由德国管理学家赫尔曼西蒙提出这一概念，西蒙认为符合“隐形冠军”的企业通常需要具备三个标准：

- 1、在细分行业中占据领导地位，行业内世界前三强的公司或者所在大洲名列第一的公司；
- 2、市场规模比较小营业额较低，西蒙给的标准是企业营业额低于 50 亿欧元；
- 3、公司的公众知名度较低，因此一般从事 2B 的业务，不直接面对终端消费者。

化工行业中直接与终端消费者接触较多的产品主要有**成品油**（汽油、柴油）、**轮胎、涂料、日化用品**，而这些产品的国内市场份基本上由两桶油（中石化和中石油）以及国际大型化工企业的消费品牌所占据。其他的化工企业基本上都是从事中间制造环节，向下游企业用户提供生产用材料，在普通公众中企业知名度基本上都很低。我们在筛选国内化工行业上市公司中的“隐形冠军”时，主要考虑 3 点因素：

其一、其主营产品至少已经占据国内市占率第一的行业位置，同时在国际市场上也具有一定的份额；

其二、核心产品所在行业的国内市场规模不超过 1000 亿元，不低于 10 亿元（市场规模太小的冠军企业其盈利空间有限）；

其三、盈利能力稳定，过去三年 ROE 平均值在 10%以上。

化工行业产业链较长，且细分产品繁多，特别是下游制品行业，有不少公司都能做到单一产品的市占率全国第一甚至全球第一。考虑到在二级市场上投资参考的价值，我们最终选取了 20 家符合“隐形冠军”定义的化工板块上市公司。

**万华化学：**所在化工子行业为聚氨酯行业，主营产品为 MDI、TDI，是全球 MDI 及聚氨酯材料龙头企业，唯一具备量产 MDI 能力的中国公司。公司 2018 年 MDI 产能 215 万吨，2022 年产能达到 335 万吨，居全球第一位。2018 年聚氨酯销量占全球市场 23%，国内市场 60%；公司 2018 年营收为 606.21 亿元，净利润为 128.3 亿元，过去三年平均 ROE 为 38.53%。

**龙蟠佰利：**所在化工子行业为钛白粉，主营产品为钛白粉。公司 2018 年钛白粉产能 65 万吨，目前国内第一，全球第四，计划 2020 年产能达到 100 万吨。公司 2018 年钛白粉产量 62.7 万吨，占全国总产量的 21%。公司 2018 年营收为 105.54 亿元，净利润为 23.2 亿元，过去三年平均 ROE 为 15.05%。

**浙江龙盛：**所在化工子行业为染料，主营产品为分散染料、活性染料。2018 年公司染料产量 22.2 万吨，占全国产量的 25%；分散染料产能 18 万吨，全球第一，分散染料占国内市场 30%。公司 2018 年营收为 190.76 亿元，净利润为 42.13 亿元，过去三年平均 ROE 为 17.02%。

**恩捷股份：**所在化工子行业为锂电池材料，主营产品为锂电池湿法隔膜。2018 年末湿法隔膜现有产能 13 亿平，在建 15 亿平，全球产能第一。2018 年隔膜出货量达到 4.68 亿平米，全球隔膜市占率达到 14%，其中国内湿法隔膜市占率达到 45%；公司 2018 年营收为 24.57 亿元，净利润为 6.8 亿元，过去三年平均 ROE 为 14.46%。

**扬农化工:** 所在化工子行业为农药, 主营产品为菊酯, 2018 年菊酯总产能 8900 吨, 国内第一, 其中卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%。公司 2018 年营收为 52.91 亿元, 净利润为 9.39 亿元, 过去三年平均 ROE 为 16.74%。

**红太阳:** 所在化工子行业为农药, 主营产品为吡啶碱。公司目前拥有 6.2 万吨吡啶碱产能, 是全球最大的吡啶碱生产企业, 公司吡啶碱全球产能占比约 20%。公司 2018 年营收为 59.08 亿元, 净利润为 6.37 亿元, 过去三年平均 ROE 为 10.00%。

**道明光学:** 所在化工子行业为功能性薄膜, 其主营产品微棱镜型反光膜总产能为 1500 万平方米/年, 国内第一、全球第四。公司是国内第一家掌握微棱镜膜技术的企业, 打破了国外技术垄断, 2018 年国内市占率约 7%。公司 2018 年营收为 11.97 亿元, 净利润为 2.05 亿元, 过去三年平均 ROE 为 7.39%。

**鼎龙股份:** 所在化工子行业为化学新材料, 主营产品为彩色聚合碳粉。公司 2018 年彩色碳粉产能 2000 吨, 国内唯一一家厂商, 占据国内公司全部彩色碳粉产能, 计划扩产至 4000 吨。公司 2018 年营收为 13.38 亿元, 净利润为 2.71 亿元, 过去三年平均 ROE 为 10.28%。

**安迪苏:** 所在行业为动物营养添加剂, 主营产品为蛋氨酸。公司蛋氨酸产能 49 万吨, 计划 2020 年产能达到 67 万吨, 目前国内第一, 全球第二。2018 年蛋氨酸全球产能占比 27%。公司 2018 年营收为 114.18 亿元, 净利润为 12.16 亿元, 过去三年平均 ROE 为 11.4%。

**黑猫股份:** 所在化工子行业为炭黑, 公司 2018 年炭黑产能 110 万吨, 目前国内第一, 全球第三。2017 年产能国内占比 15.6%, 产量占全球总产量 7.8%。公司 2018 年营收为 78.93 亿元, 净利润为 4.02 亿元, 过去三年平均 ROE 为 11.98%。

**巨化股份:** 所在化工子行业为氟化工, 主营产品为第三代氟制冷剂。第三代制冷剂 R32、R125 和 R134a 的产能分别为 6.2、4 和 7 万吨/年, 均为国内第一, 其中 R134a 规模为全球第一。第三代氟制冷剂 (R32、R125、R134a) 合计国内市场份额约占 26%。公司 2018 年营收为 156.56 亿元, 净利润为 21.83 亿元, 过去三年平均 ROE 为 9.60%。

**国瓷材料:** 所在化工子行业为陶瓷新材料, 主营产品为电子陶瓷 MLCC 配方粉。MLCC 配方粉产能 7000 吨, 国内首家、全球第二家成功运用水热工艺批量生产纳米钛酸钡粉体的厂家。MLCC 产能国内第一, 全球第四。公司国内 MLCC 配方粉市场的市占率为 80%左右, 全球市占率大约 10%。公司 2018 年营收为 17.98 亿元, 净利润为 5.58 亿元, 过去三年平均 ROE 为 14.47%。

**多氟多:** 多氟多所在化工子行业为氟化工, 其主营产品六氟磷酸锂产能 6000 吨, 计划 2019 年底达到 10000 吨生产能力, 全球第一。2018 年产销量占据国内 30%份额, 全球产能占比 13.3%。公司 2018 年营收为 39.45 亿元, 净利润为 1.32 亿元, 过去三年平均 ROE 为 10.85%。

**青松股份:** 青松股份所在化工子行业为林产化学工业, 主营产品为合成樟脑。公司拥有 1.5 万吨/年合成樟脑产能 (其中 5000 吨为即将投产), 2018 年合成樟脑产能规模占国内 78.9%, 全球产能占比 44.8%, 全球第一。公司 2018 年营收为 14.22 亿元, 净利润为 4 亿元, 过去三年平均 ROE 为 20.95%。

**阳谷华泰:** 阳谷华泰所在化工子行业为橡胶助剂, 主营产品为防焦剂 CTP。公司是国内橡胶助剂龙头, 2018 防焦剂 CTP 产能 2 万吨, 全球市场份额占比为 60%。公司 2018 年营收为 20.82 亿元, 净利润为 3.67 亿元, 过去三年平均 ROE 为 26.50%。

**深圳新星:** 深圳新星所在化工子行业为冶金添加剂, 主营产品为铝晶粒细化剂。公司是全球最大的铝晶粒细化剂企业, 产能 6 万吨/年, 2019 年底产能将达到 9 万吨/年, 铝晶粒细化剂国内市场占有率 40%, 全球市场占有率 23%, 全球第一。公司 2018 年营收为 11 亿元, 净利润为 1.25 亿元, 过去三年平均 ROE 为 14.36%。

**亚邦股份:** 所在化工子行业为染料, 主营产品为蒽醌结构分散染料和还原染料。全球最大的蒽醌结构分散染料和还原染料企业, 分散染料产能 2.2 万吨, 还原染料产能 6000 吨。蒽醌结构分散染料和还原染料在中国的市场占有率都约为 35%。公司 2018 年营收为 20.76 亿元, 净利润为 1.18 亿元, 过去三年平均 ROE 为 13.07%。

**金禾实业:** 所在化工子行业为食品添加剂, 主营产品为甜味剂(安赛蜜、三氯蔗糖)。公司 2018 年安赛蜜产能 1.2 万吨, 单寡头垄断, 全球第一; 三氯蔗糖经技改扩产后产能 3000 吨, 全球第二。安赛蜜占据全球约 60% 市场份额, 三氯蔗糖全球市场份额约 17%。公司 2018 年营收为 41.33 亿元, 净利润为 9.12 亿元, 过去三年平均 ROE 为 28.59%。

**强力新材:** 所在化工子行业为电子化学品, 主营产品为光刻胶用光引发剂。公司是光刻胶用引发剂全球龙头, 2018 年 PCB 干膜光刻胶用光引发剂产量 968 吨, LCD 光刻胶用引发剂产量 77 吨。LCD 光刻胶用引发剂打破国外垄断, 填补国内空白。公司 PCB 干膜光刻胶用光引发剂占据全球 70% 市场份额、LCD 光刻胶用引发剂领域占据全球 45% 市场份额。公司 2018 年营收为 7.39 亿元, 净利润为 1.37 亿元, 过去三年平均 ROE 为 12.91%。

**当升科技:** 所在化工子行业为锂电池材料, 主营产品为高镍三元正极材料。公司三元正极材料目前产能 1.3 万吨, 预计 2020 年正极材料总产能有望达到 5.4 万吨, 其中 NCM811/NCA 产能将达到 4.2 万吨, 高镍三元正极材料产能占比达 77.8%, 国内出货量第一。公司 2018 年营收为 32.81 亿元, 净利润为 3.16 亿元, 过去三年平均 ROE 为 12.03%。

## 7 月份投资策略: 继续配置低估值龙头公司

### 上月投资建议回顾 (2019.6.1-2019.6.30)

我们上月发布的投资策略《国信证券-基础化工行业 2019 年中期策略&6 月份投资策略: 库存周期逐步见底, 龙头企业投资价值突显》, 认为当前库存周期处于主动去库存阶段, 并逐步见底, 建议下半年加大对低估值行业龙头的仓位配置。2018 年 Q3 基本确认是本轮库存周期的顶部位置, 从 2016 年 Q1 开始启动被动去库存开始算起, 按照库存周期的平均时间规律, 我们预计下一次被动去库存阶段从 2019 年 Q3 开始, 即本次库存的最低阶段应该会在今年 3 季度出现, 最晚预计在 4 季度库存见底, 之后周期性化工品将迎来量价齐升, 企业的盈利能力也将明显恢复。因此, 我们认为今年下半年是布局未来 2 年化工行业景气上行周期的重要机会, 其中**重点推荐盈利能力更为稳定且具备长期成长能力的行业内优秀龙头**。

我们 6 月份推荐的投资组合为: 万华化学、浙江龙盛、龙蟒佰利、华鲁恒升。上个月该组合的收益率为 3.67%, 跑赢上证指数(同期涨幅 2.77%), 跑赢基础化工行业指数(中信分级, 同期涨幅-0.73%)。从具体个股的表现来看, 浙江龙盛是组合中唯一没有实现收益的标的, 主要是 3-4 月份受响水事件的影响其股

价大幅上涨，而二季度是印染行业的淡季，在需求不振的情况下市场对染料价格有一定的抵抗心理，使得染料价格并没有达到之前预期的高位。万华化学、龙蟒佰利和华鲁恒升在本期都取得了不同程度的上涨，其中万华化学由于其全球聚氨酯产业链龙头的地位稳固，自身盈利能力强，且目前仍处于产能扩张周期，在6月份市场追逐核心资产的热点当中取得了较好的收益(上涨12.49%)。整体看，化工行业的优秀龙头当前估值仍然偏低，这些公司未来较长时间内有望持续较强的盈利能力，这一点被市场明显有所低估，我们下半年建议主要围绕化工行业核心优质龙头企业持续布局。

**表 1: 上期策略报告推荐公司表现情况 (2019.6.1 -2019.6.30)**

推荐原因	相关产品	公司	期末股价(元/股, 截至 2019.6.30)	本期涨幅(6.1-6.30)	区间相对收益(相对上证指数)	年初至今涨幅
聚氨酯扩产龙头、布局下游新材料	MDI、TDI、树脂新材料	万华化学	42.79	12.49%	9.72%	60.89%
染料龙头, 受益于供给侧收缩	染料和间苯二胺中间体	浙江龙盛	15.77	-3.38%	-6.14%	65.91%
钛白粉工艺转型龙头	硫酸法和氯化法钛白粉	龙蟒佰利	14.83	0.25%	-2.51%	25.93%
最具效率的煤化工平台	尿素、乙二醇、醋酸、己二酸、DMF、多元醇	华鲁恒升	14.86	5.33%	2.56%	24.88%
<b>本期组合收益率(市值加权平均)</b>				<b>3.67%</b>		

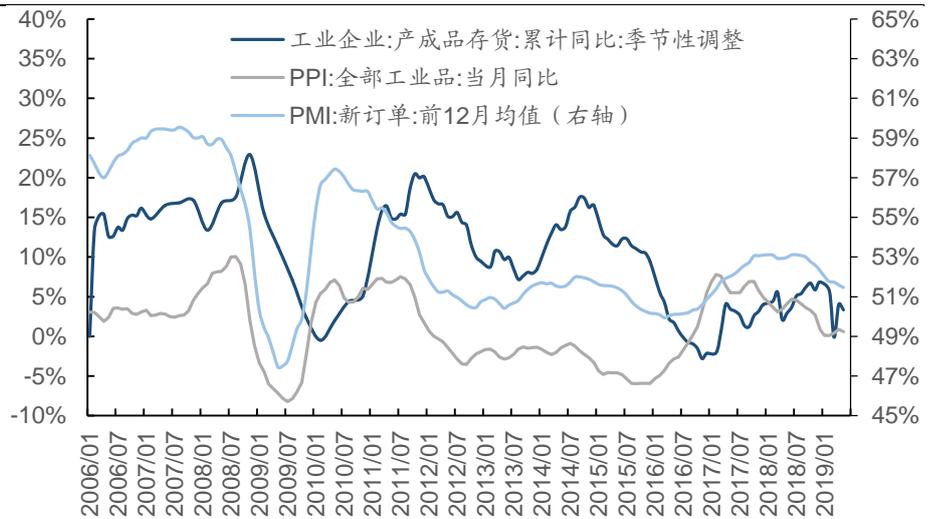
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

### 行业主动去库存仍在进行当中

我们对化工行业的景气度研究主要是基于行业的库存周期以及产能周期的框架，从2018年三季度开始，化工行业出现明显的景气拐点，盈利增速环比下降，化工品PPI也从2018年9月份开始有持续下行的迹象。从我们最新观察到的5月份数据来看，工业整体开工率在降低，工业品库存也呈现下降的趋势，整个工业明显**进入主动去库存周期**，工业品PPI也随之下滑。化工行业的整体景气走势与整个工业的景气走势大体保持同步。国家统计局最新公布的6月份PMI新订单值是49.6，同比和环比仍在下降，我们预计6月份整个工业企业的开工率仍在继续下行，说明企业仍在主动降低开工水平。值得注意的是，工业库存存在4月份出现明显反弹之后，5月份继续保持下降趋势，累计同比达到4.10%（前值4.90%）。工业品PPI在5月份同比为0.60%，继续保持低位，这也表明虽然当前处于主动去库存阶段，但是产品供需较为平衡，并没有出现工业品价格大幅回调的现象。

主动去库存的下一个阶段就是被动去库存，根据库存周期的规律，我们预计从2019年下半年开始化工行业将逐步进入被动去库存阶段（上一轮从2016年1月开始）。这个阶段往往就是周期品反弹的时机，因此下一个阶段是布局行业的投资好机会。我们认为，当前主动去库存阶段已经初见成效，工业企业或已经进入被动去库存阶段，企业的盈利在去库存的最后阶段将迎来产量和价格的双重反转，届时行业将重新迎来本轮库存周期的景气上行期。

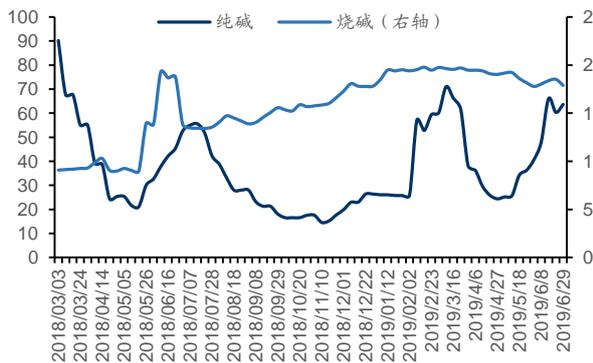
图 1: 工业企业目前处于主动去库存阶段



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

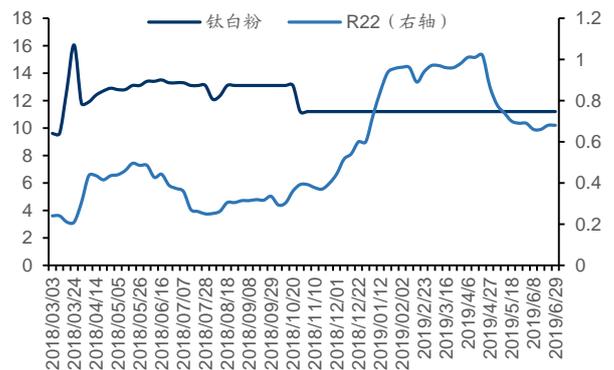
从近期行业最新微观数据层面上看,我们继续跟踪行业 20 多个重点产品的工厂库存或者行业总库存的情况。整体上看微观数据与宏观数据较为吻合,大部分化工品的库存从 3 月份开始已经有明显的下降。除了 DMF、草甘膦、草铵膦、MEG 等少数产品的库存水平仍然较高以外,大多数产品的库存都有明显降低或者处于 1 年多以来的低位水平。因此,我们判断当前化工行业的库存水平相比去年下半年已经有明显的降低,如果下游需求继续呈现低迷的状态,企业的开工率和有可能会继续下降,但是企业库存的下行空间较小。当下游需求略有恢复,以及中间各渠道开始主动补库存时,行业的供需格局将被迅速打破发生逆转,产品的价格也会持续出现大幅上涨的情况,2016 年上半年开始各类化工品陆续大幅涨价的情况很有可能会在 2019 年下半年-2020 年再次上演。

图 2: 纯碱和烧碱的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



资料来源:百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 3: 钛白粉和 R22 制冷剂的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



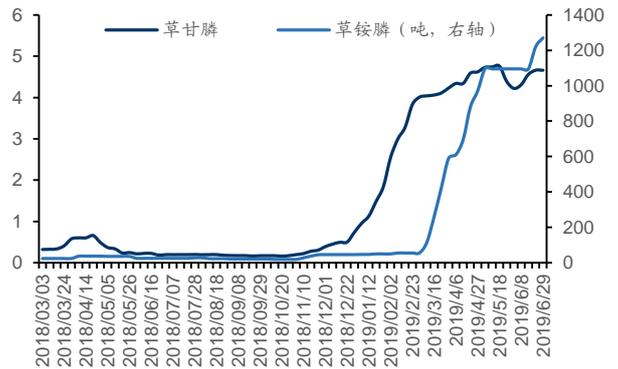
资料来源:百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 4：尿素和磷酸一铵的工厂库存变化情况（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图 5：草甘膦和草铵膦的工厂库存变化情况（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图 6：DMC、三氯氢硅和醋酸的工厂库存变化情况（单位：万吨）



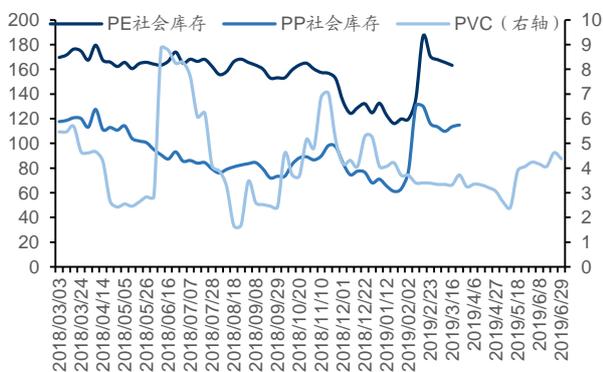
资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图 7：环氧丙烷和 DMF 的工厂库存变化情况（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图 8：PVC、PE 和 PP 的社会库存变化情况（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图 9：SBS 的社会总库存变化情况（单位：万吨）



资料来源：百川资讯，国信证券经济研究所整理

图 10: 氨纶和锦纶切片的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



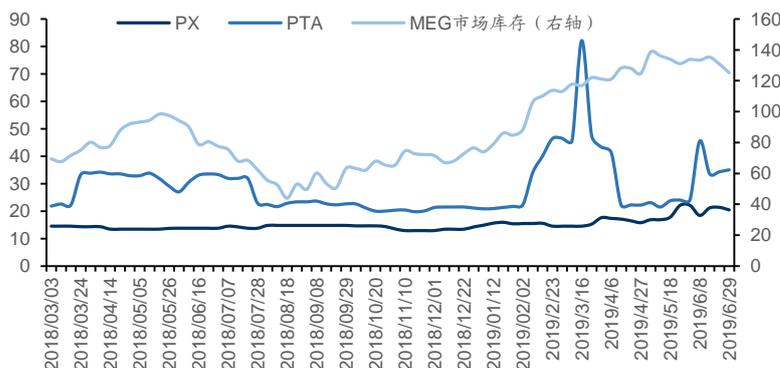
资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 11: 涤纶长丝和腈纶的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

图 12: PX、PTA 和 MEG 的工厂及市场库存变化情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

### 本期投资建议

当前化工行业处于景气下行阶段, 主动去库存阶段仍在持续, 但是已经逐步进入布局行业的时机。我们预计随着 3 季度库存水平进一步降低, 本轮主动去库存阶段将在 3 季度末或 4 季度进入到被动去库存阶段, 届时大部分化工品都将迎来产量和价格的双重增长, 化工企业的盈利能力将再次得到修复。因此, 我们下一阶段推荐组合的重点仍在偏周期性行业的龙头公司标的。

我们本期投资观点与年中观点没有变化, 建议重点沿 3 条投资主线进行布局, 首选具备长期投资价值的行业龙头、次选供给侧仍有收缩倾向的精细化工及中间体行业 (价格随时可能发生大幅上涨)、最后可以关注助力科技创新的化工新材料行业。

我们 7 月份推荐的核心投资组合为:

**龙蟒佰利 (002601):** 1) 钛白粉行业目前库存水平低位, 房地产在建面积仍保持稳定增长; 2) 公司是钛白粉行业龙头, 是国内唯一实现氯化法工艺大批量生产企业, 具有产业链和生产工艺的优势, 随着扩产计划落地, 生产规模进一

步扩大；3）公司 2019 年保持高分红策略。公司在 Q1 向全部股东发放现金红利 0.7 元/股，最新分红达 14.2 亿元，加上 2018 年下半年分红 13.2 亿元，最新股息率达 8.43%。我们预计公司 19-21 年公司归母净利润分别为 30.5/36.8/44.3 亿元，同比增速 33.4/20.8/20.4%，摊薄 EPS 为 1.50/1.81/2.18 元，当前股价对应 PE 为 9.2/7.6/6.3，维持“买入”评级。

**万华化学（600309）**：1）Q2 开始国内外 MDI 装置密集进入检修阶段，价格将会有明显的支撑；2）公司核心聚氨酯板块继续扩产，不断扩大竞争优势。目前公司 MDI 在烟台 60 万吨，宁波 120 万吨，BC 公司 30 万吨共有 210 万吨产能，TDI 在烟台 30 万吨，BC 公司 35 万吨工有 65 万吨，产能已经全球领先。在 2021 年之前公司还将在烟台增加 50 万吨 MDI、宁波增加 30 万吨 MDI、美国增加 40 万吨 MDI 产品，进一步扩大规模优势；3）公司目前大力发展石化板块和精细化学品及新材料板块，充分发挥生产一体化优势。公司围绕核心产品聚氨酯，不断向上下游以及工艺相关的方向发展，利用规模优势不断降低生产成本、提高公司竞争力，未来有望在石化板块以及精细化学品和新材料板块取得持续突破，营业收入和净利润规模再上台阶。我们预计公司 19-21 年净利润分别为 123.6/147.2/181.7 亿元，同比增速 16.5/19.1/23.5%，对应 EPS 为 3.94/4.69/5.79 元，对应当前股价 PE 为 10.5/8.9/7.2X，维持“买入”评级。

**浙江龙盛（600352）**：1）受苏北响水化工园区安全事故影响，间苯二胺价格大幅上涨，目前已经从事事故前的 4.5 万元/吨涨到 10 万元/吨，公司近 7 万吨间苯二胺产能（行业第一），受事故影响最大；2）染料价格近期已有上涨预期，由于染料行业市场份额集中度高，价格易涨难跌，公司作为染料龙头，业绩明显受益于染料价格的上涨；3）根据测算，公司各项主要产品每上涨 1000 元，将年化增厚业绩约 2 亿元，其中间苯二胺涨价导致间苯二胺等中间体每涨价 1 万元，将年化增厚公司业绩约 4.5 亿元。我们预计公司 19-21 年净利润分别为 50.9/53.3/56.7 亿元，同比增速 23.9/4.7/6.4%，对应 EPS 为 1.57/1.64/1.74 元，对应当前股价 PE 为 9.9/9.4/8.9X，维持“买入”评级。

**华鲁恒升（600426）**：1）受化工品 PPI 下行趋势影响，公司主要产品价格都有所回落。公司成本管控能力强，在景气下行阶段仍可维持正常盈利，在景气恢复阶段，公司同样将享受产品价格提升所带来的盈利大幅增长。2）乙二醇和化肥支撑今年业绩。尿素行业整体库存目前处于低位，价格和价差逐步改善，预计是今年业绩的重要支撑之一。另外公司 50 万吨乙二醇项目顺利投放，虽然目前价格和价差都处于低位，但下游聚酯开工率较好，预计盈利能力将得到修复，是业绩的另一重要支撑。3）新建己二酸和酰胺新材料项目提供成长空间。公司在 3 月份公布了“精己二酸品质提升”和“30 万吨年酰胺及尼龙新材料”等 2 个新项目的投资计划，建成后将进一步延伸公司成长空间，同时公司的盈利中枢也可进一步提升。我们预计 19-21 年归母净利润 25.6/28.7/30.9 亿元，同比 15/12/8% 8%，摊薄 EPS=1.57/1.76/1.90 元，当前股价对应 PE 为 9.3/8.3/7.7X，维持“买入”评级。

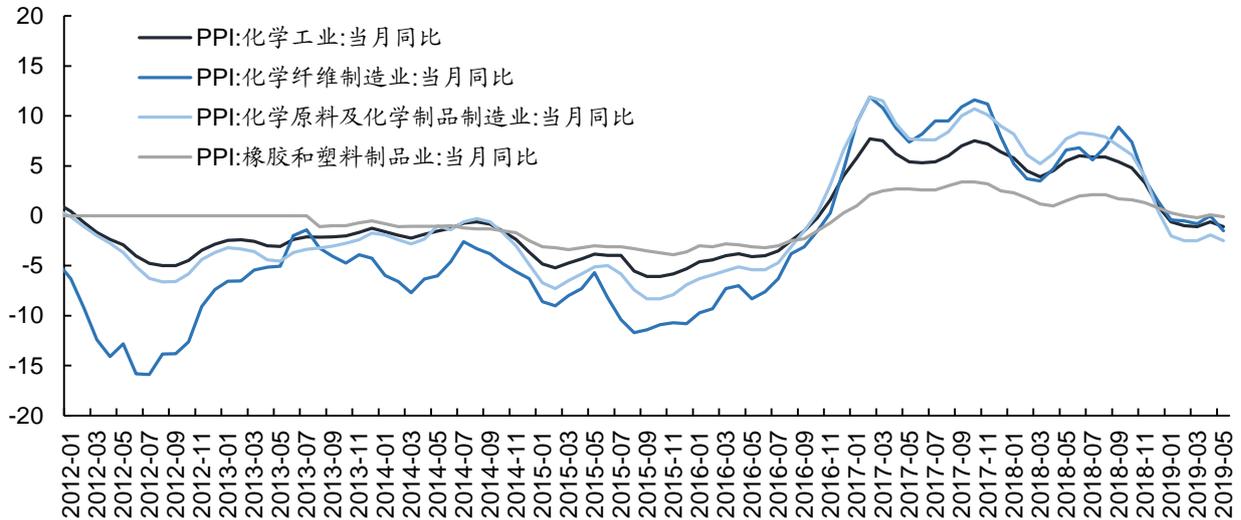
## 全行业近期经营状况回顾

### 基础化工行业 PPI 同比增速继续下行

5 月份行业 PPI 同比增速继续下行，行业景气度整体低迷。从已经公布的 5 月份行业 PPI 数据来看，化工品价格仍整体呈现下跌走势，化工行业三大板块 PPI 同比增速都继续下行。国家统计局公布的 5 月份化学工业整体的 PPI 同比-1.1%，化纤制造业、化学原料及制品制造业、橡胶和塑料制造业的 PPI 同比则分别为 -1.5%、-2.5%、-0.1%，相比上月同比增速继续下滑。根据我们之前对行业周

期的研究和判断，上半年行业处于仍主动去库存阶段，化工行业 PPI 下行压力较大，2 季度难以有明显改观，当前数据也支撑我们的判断。从最新库存状况来看，我们认为去库存阶段尚未结束，工业开工率也整体处于低位，说明下游需求仍然整体低迷，化工品的量、价都处于低位。

图 13: 化工行业及主要板块的 PPI 走势情况 (单位: %)

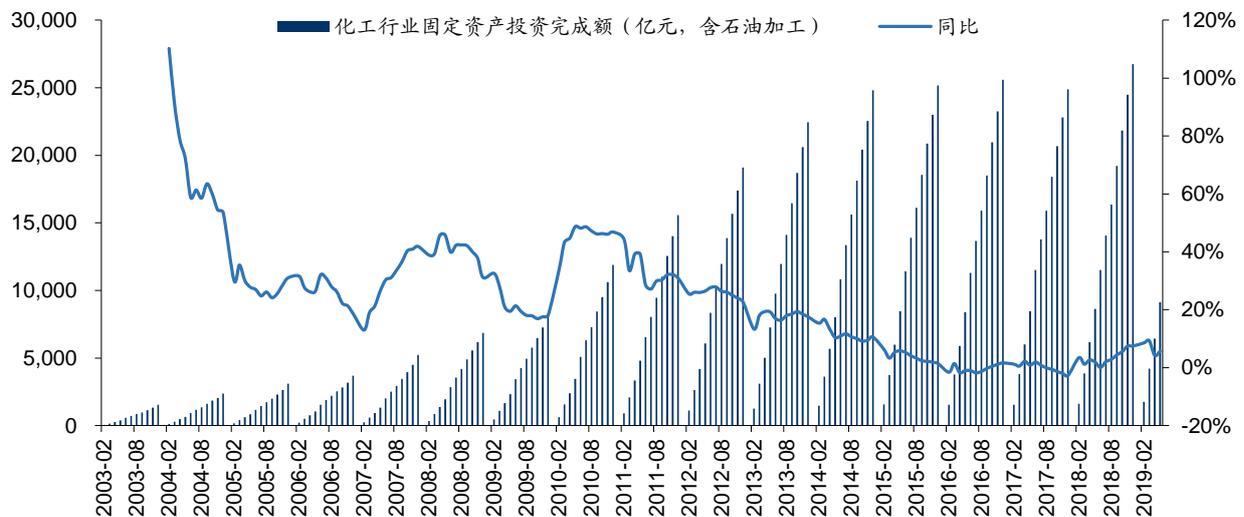


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

### 行业新增供给继续保持复苏

2018 年下半年开始，化工行业的固定资产投资完成额同比有明显复苏迹象，预示行业新增供给陆续投放。截至 2019 年 5 月份，化工行业（包括化学原料及化学制品制造业、化纤制造业、橡胶和塑料制品业、石油加工炼焦及核燃料加工业）的固定资产投资完成额累计达到 9115 亿元，同比增长 5.69%，保持了从 2018 年下半年以来的连续上行趋势，这表明行业整体供给正在逐步转向宽松，新一轮产能周期已经启动。

图 14: 基础化工行业的固定资产投资完成额及同比变化 (单位: 亿元、%)

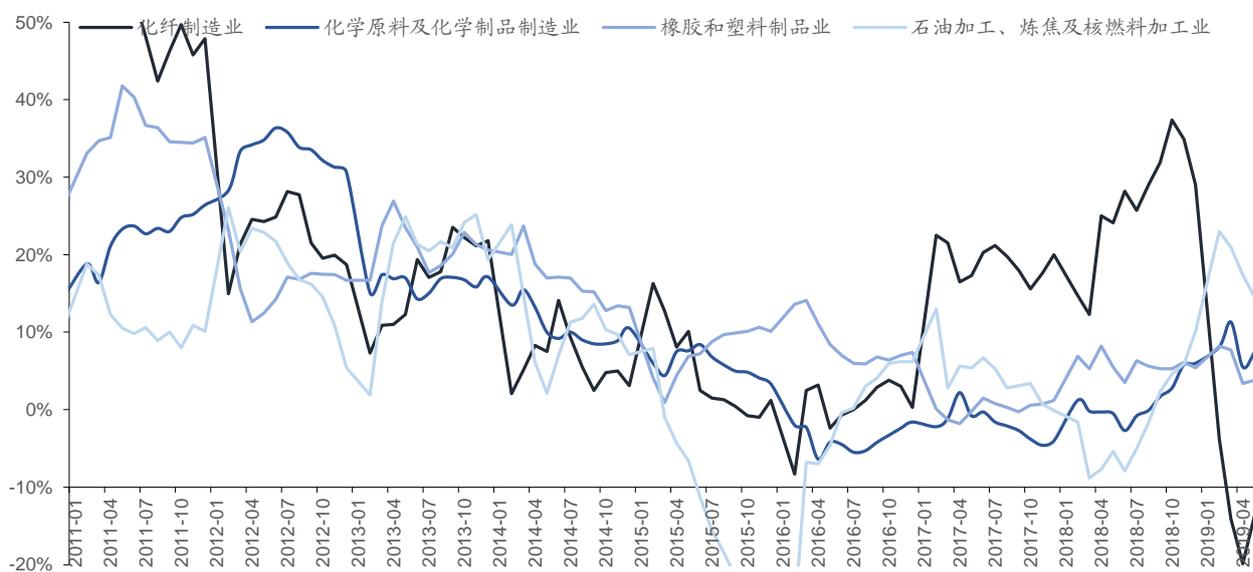


资料来源: 国家统计局, 国信证券经济研究所整理

化纤行业景气度回落，1 季度固定资产投资增速大幅下滑。从 2017 年 2 月份开始，化纤制造业的固定资产投资累计同比率先进入上行区间，这主要是由于化纤行业下游纺织业与消费关系更为密切，增长较为稳定，在经过长达 6 年的产能消化、行业充分竞争之后，在行业巨头携产业链一体化的优势下，进入了重组并购、龙头扩产、市场份额迅速集中、行业景气度上行的阶段。截至 2018 年 12 月份，化纤行业的固定资产投资完成额累计同比增至 29.0%，全年保持高速增长。但是从 2018 年 4 季度开始，随着原油价格的大幅下滑导致行业补库存需求减弱，以及下游涤纶长丝龙头企业扩产进度加快，化纤行业的景气度有明显的回落。这也导致化纤行业的固定资产投资增速从去年底的同比 29% 大幅下滑至 2019 年 5 月份的 -13.6%，整个行业有可能暂时减慢了新产能投放进度。

相比之下，化学原料及化学制品制造业、橡胶和塑料制品业保持了弱复苏趋势，其中行业产值占比最大的化学原料及化学制品制造业的固定资产投资从 2018 年下半年以来的增长趋势较为明显。

图 15: 基础化工主要子行业的固定资产投资完成额累计同比变化 (单位: %)



资料来源:国家统计局, 国信证券经济研究所整理

需要特别指出的是，2019 年前 4 月固定资产投资完成额增速增长最快的是石油加工炼焦及核燃料加工行业，这表明化工行业上游环节正在加快投放产能供给。这一现象与我们之前在年度策略报告中的分析吻合，根据我们对化工行业内上中下游环节的利润占比变化情况分析，过去 3 年中上游环节的利润占比明显增加，说明在供给侧改革和环保督察政策的共同作用下，化工品 PPI 持续上升，上游原材料生产环节最为受益。在这一背景之下，行业内优质龙头企业开始扩大生产规模，在产业链一体化和平台化的趋势下完善自身的产业布局，因此上游环节的投资有明显的增加。根据我们的观察，化工行业上游环节的投资主要集中在民营炼化（包括原油、轻烃等炼化项目）和新型煤化工项目。

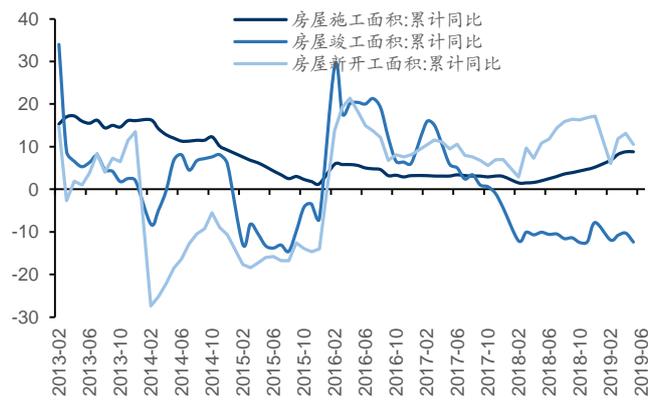
**需求面有下滑趋势，主要支撑仍来自房地产**

房地产需求增长乏力，汽车产量同比持续下滑，化工品下游支撑有下滑趋势。从“衣食住行”的需求角度出发，基础化工主要的下游行业可以划分为房地产、汽车、纺织业、家电、农业。其中对化工行业需求面影响最大的就是房地产行业，去年国内房屋新开工面积一直保持了较好的增长速度，但是竣工面积的同比一直为负，这说明房地产开发商通过提前拿到项目开工证来加快房屋预售款的回收，使得项目完工的周期变长。2019 年前 5 月国内房屋新开工面积的增长速度

有所回升，从2月的6%增长到10.5%，同时竣工面积的增长速度继续下滑，从去年底的-7.8%回落到-12.4%，而施工面积仍保持了8.8%左右的增长。因为化工品大多是房地产后周期产品，因此我们预计今年3季度房地产相关的化工品需求整体偏弱。

化工品的另一大下游需求支撑行业——汽车今年的产量情况下滑趋势更为严峻。虽然2018年前6个月汽车产量的同比增速持续向上，但是7月份之后汽车产量同比增速掉头向下。截至12月份全国汽车产量累计2084万辆，同比-3.8%，十多年来首次产量下滑。2019年前5月汽车产量的下滑趋势也并没有得到缓解，产量仅为1017.9万辆，同比下滑-14.1%。

图 16: 房屋新开工、施工和竣工面积同比 (单位: %)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 17: 汽车月累计产量及同比 (单位: %)

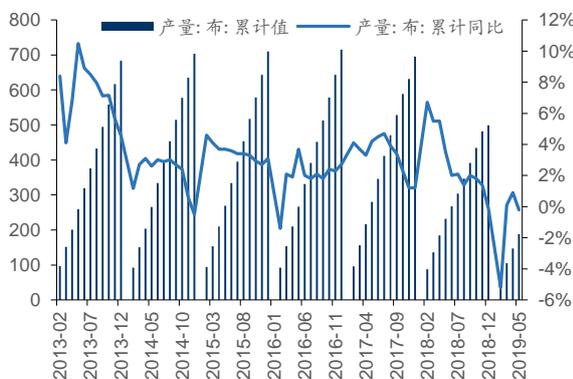


资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

**纺织行业需求继续好转，家电行业有所分化。**

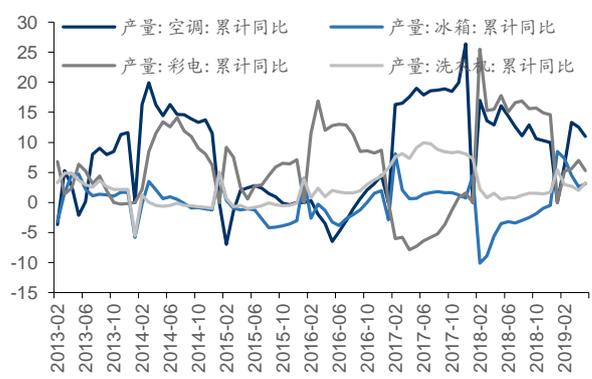
去年纺织业延续了高景气，使得上游的化纤产业链也保持了较好的盈利能力，今年前2月，纺织行业的需求出现了大幅的下滑，其中布的产量同比为-5.2%，比去年同期下滑非常明显。3、4两月纺织行业需求有所好转，5月份纺织行业需求延续了年初的下滑趋势，今年前5月布的产量同比为-0.2%，主要是因为目前行业库存明显减少，这与我们上个月的预测基本一致。家电行业中空调和彩电保持了较好的同比增长，累计同比增长分别为11.0%和5.3%，而冰箱和洗衣机增速表现较弱。

图 18: 国内布产量月累计值及同比 (单位: 亿米, %)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

图 19: 主要家电产量累计同比 (单位: %)



资料来源: 产业在线、国家统计局、国信证券经济研究所整理

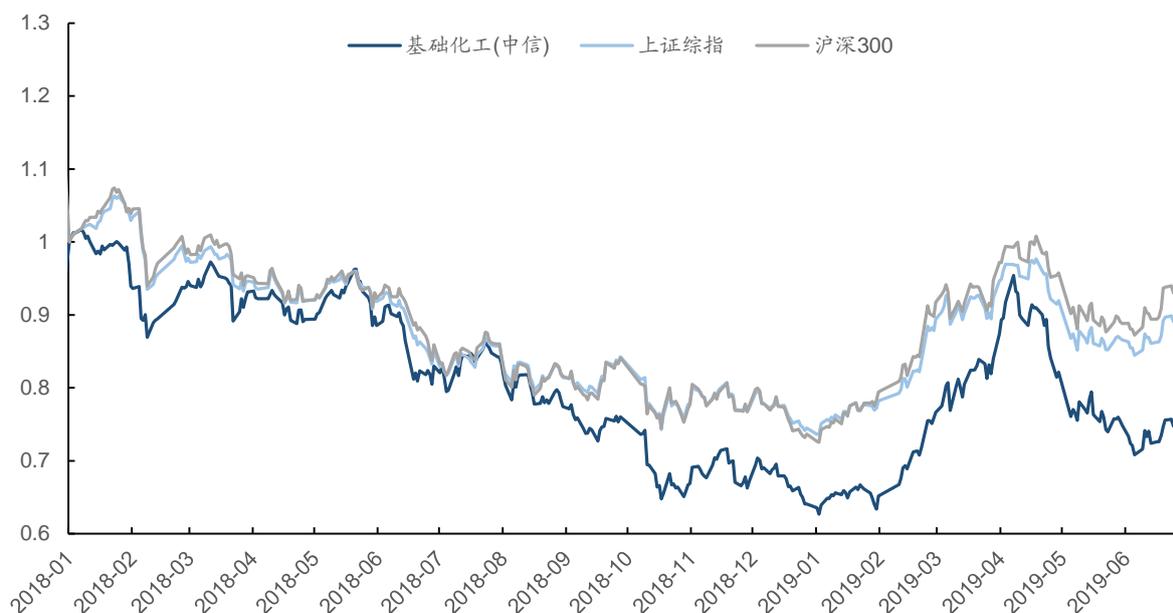
## 近期市场走势分析

### 6 月份市场有所反弹

2018 年受国内经济增速下行、货币收紧、企业稳杠杆等政策以及中美贸易摩擦等因素的影响，全年上证指数单边下行，几乎没有明显调整。在此大环境之下，基础化工行业在上半与上证指数之间保持相对涨跌幅一致，但是在下半年行业 PPI 持续下行以及国际原油价格上涨到高位后大幅下滑，导致基础化工行业指数在下半年出现明显的相对负收益。

2019 年春节前后开始，在国际资金持续流入、中美贸易摩擦情绪缓和、价值股的估值明显偏低等因素的影响之下，上证指数和行业指数从 2 月份开始明显反弹，4 月底达到阶段性高点后开始震荡调整。但是从 5 月初开始，上证指数和行业指数出现了大幅下滑。在本次区间内(2019.6.1-2019.6.28)市场有所反弹，上证指数涨幅为 2.77%，基础化工(中信)行业指数涨幅为-0.73%，本次反弹行情以金融、科技和消费等板块为主，化工、机械、轻工等中游制造业景气度仍持续下行。

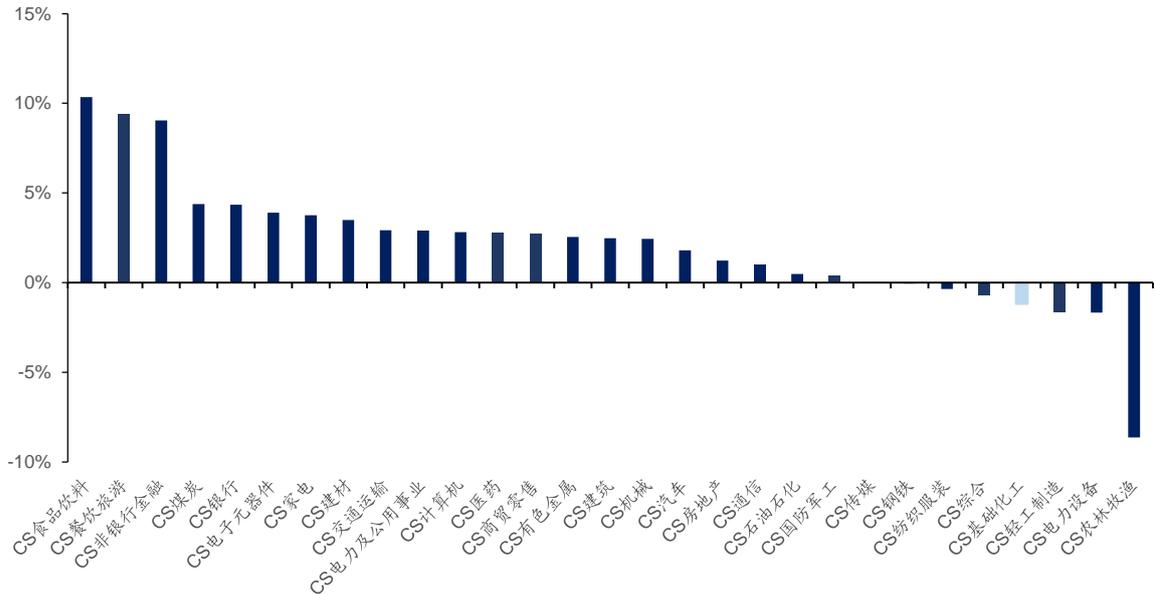
图 20: 2018 年 1 月以来基础化工板块(中信分级)与上证综指、沪深 300 的相对走势对比(截至 2019.6.28)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

上月食品饮料、餐饮旅游、非银行金融等板块涨幅超过 5%。钢铁、纺织服装、综合、基础化工、轻工制造、电力设备、农林牧渔等板块出现了下跌。其中基础化工行业全板块平均涨幅-1.2% (平均涨幅为 2.1%)，同期上证综指的涨幅为 2.8%。

图 21: 中信分级一级行业涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.6.1-2019.6.28, 市值加权平均)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业整体迎来估值修复。在 2018 年全年的震荡下行中, 行业静态 PE 和 PB 达到了 2010 年以来的最低值, 经过年初反弹, 目前行业静态 PE (TTM) 整体在 18.4 倍, PB 整体在 2.07 倍, 分别比 6 月 3 日上涨了 0.83% 和 1.03%。目前行业的平均 PE 仍处于历史的平均水平之下, 仍有修复的空间。

图 22: 2010 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

图 23: 2018 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化

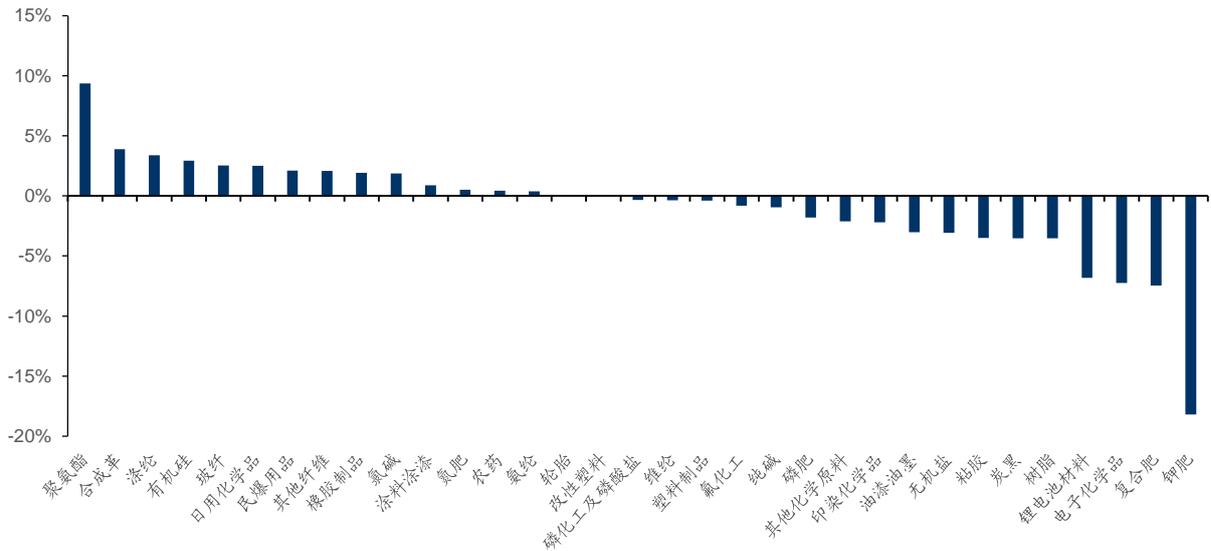


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

聚氨酯板块反弹明显、钾肥板块大幅下滑

上个区间只有聚氨酯行业取得了 5% 以上的平均涨幅。锂电池材料、电子化学品、复合肥、钾肥等行业在本次区间跌幅超过了 -5%。上个区间涨幅表现最好的钾肥板块此次大幅下滑, 跌幅为 -18.2%。

图 24: 国信基础化工子行业区间涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.6.1-2019.6.28, 市值加权平均)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

## 近期产品价格和价差分析

### 无机化工、化肥农药板块景气度较高

化工行业的景气度与化工品价格的变化有密切的关系, 产品价格的涨跌直接反映了市场供需情况, 也可以间接推测各子行业的业绩情况。根据我们国信化工对重点化工品价格的日常监测, 我们两个会定期总结各大类产品的均价变动幅度, 以此来观察各板块的景气度变化趋势。目前我们重点观察 3 个指标, 分别是 **2019Q2 的均价同比涨幅、2019 年均价同比涨幅、2019Q1 均价同比涨幅**。从这三个指标截止到 5 月 31 日的表现情况来看, 无机化工、化肥农药这 2 个板块相关产品在近 1 年以及近 2 个季度的景气度平均较高, 而聚氨酯、有机化工板块相关产品受行业景气度整体下滑的影响, 价格平均跌幅较大。我们预计上半年无机化工、化肥农药板块的上市公司业绩表现相对较好。

表 2: 各类产品的平均年涨幅及均价同比涨幅均值 (单位: %, 截至 2019.6.30)

	平均年涨幅	2019Q2 均价同比增长幅均值	2019 年均价同比增长幅均值	2019Q1 均价同比增长幅均值
石油化工	-14.98%	-12.24%	-12.21%	-7.50%
无机化工	2.61%	-2.56%	-2.86%	0.13%
有机化工	-22.60%	-21.78%	-19.58%	-19.52%
聚氨酯	-21.89%	-21.39%	-21.38%	-28.21%
化肥农药	-3.24%	-0.14%	-1.41%	1.70%
塑料	-12.52%	-9.14%	-8.18%	-7.77%
橡胶	-0.97%	-2.49%	-2.80%	-6.55%
化纤	-14.46%	-10.75%	-11.40%	-8.42%
全部产品	-10.63%	-9.77%	-9.72%	-7.93%

资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

注: 蓝色标记表示涨幅前 2 位, 灰色标记表示跌幅前 2 位。

### 氟化工、磷化工、化肥等行业相关产品 2019Q2 涨幅较大

具体到重点板块的重点产品, 为了更好的判断相关企业 2019Q2 的业绩同比状况, 我们列出来 2019 年 2 季度均价同比涨幅较大的重点产品。从这些产品的行业归属来看, 主要集中在无机化工、石油化工、化肥等行业, 预计相关公司在 2019 年 3

季度的业绩会有改善。

**表 3: 重点关注产品的均价及同比变化 (单位: 元/吨、%, 截至 2019.6.30)**

类型	最新价格	年涨幅	2018 均价	2019 均价	2019Q2 均价	2019Q2 均价同比增长
国内石脑油 (元/吨)	6030	29.12%	4684	6422	6432	47.42%
萤石粉 (元/吨)	3050	15.09%	2739	2875	2879	21.11%
硫酸 (元/吨)	670	17.54%	595	670	670	19.27%
氯化铵 (元/吨)	580	20.83%	489	563	571	19.01%
磷矿石印度 CFR(70-73BPL) (美元/吨)	137	4.18%	122	137	137	14.14%
尿素波罗的海 (美元/吨)	265	6.00%	247	243	245	11.88%
PTA (元/吨)	6000	1.35%	6489	6337	6175	8.48%
三聚磷酸钠工业级 95% (元/吨)	6500	8.33%	6172	6500	6500	8.33%
环氧氯丙烷 (元/吨)	15000	20.97%	12564	12199	12544	7.24%
国内天然橡胶 (元/吨)	11250	11.39%	10798	11307	11375	7.04%
国内燃料油 (元/吨)	4820	-3.41%	5059	5018	4964	6.94%
盐酸 (元/吨)	115	130.00%	79	83	96	6.67%
磷矿石 (元/吨)	410	-8.89%	462	487	475	5.47%
氯化钾 95% (元/吨)	2350	2.17%	2291	2374	2350	3.76%
硝酸 (元/吨)	1700	6.25%	1714	1723	1700	3.41%
硫酸钾 50%粉 (元/吨)	3100	3.33%	3006	3100	3100	3.33%
黄磷 (元/吨)	14700	2.80%	14952	15064	15087	3.05%
尿素(华鲁小颗粒) (元/吨)	1890	-4.06%	1974	1936	1959	1.97%
国际天然橡胶 (美元/吨)	1510	5.59%	1432	1471	1508	1.90%
磷酸二铵 (宜化)	2650	1.92%	2709	2732	2663	1.42%
复合肥 45%[S] (元/吨)	2400	0.00%	2387	2436	2400	1.28%
PVC (电石法) (元/吨)	6770	-1.38%	6743	6658	6830	1.19%
磷酸二铵 (六国)	2450	0.00%	2437	2450	2450	0.18%
硝酸铵 (元/吨)	1980	1.54%	1985	1999	1983	0.16%
粘胶长丝 (元/吨)	37800	0.27%	37775	37773	37800	0.02%

资料来源: 百川资讯, 国信证券经济研究所整理

### PTA、二铵、尿素、一铵、PVC 等产品价差持续扩大

产品的价差变化则更能直接反映出相关企业的盈利变化趋势。从 2019Q2 的价差均价同比来看, PTA、二铵、尿素、一铵、PVC 等产品价差扩大趋势最为明显, 对应的相关企业在今年 2 季度预计盈利同比有大幅改善, 我们根据相关产品盈利能力的持续, 推荐重点关注华鲁恒升(煤化工、尿素龙头)。

**表 4: 重点产品价差同比变化 (单位: %, 截至 2019.6.30)**

重点产品价差	2019Q2 均价同比增长	2019 年均价同比增长	2019Q1 均价同比增长
纯碱-原盐-动力煤价差	-7.95%	3.23%	23.60%
钛白粉-钛精矿价差	-10.38%	-6.71%	-7.12%
BDO-电石法价差	-32.51%	-25.78%	-17.44%
BDO-顺酐法价差	-26.95%	-12.91%	25.34%
PVA-电石价差	1.12%	4.60%	5.66%
双酚 A-苯酚-丙酮价差	-16.17%	-0.71%	17.43%
聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	-18.42%	-14.72%	-39.17%
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	-3.98%	5.27%	5.37%
TDI-甲苯-硝酸价差	-60.84%	-62.91%	-75.83%
纯 MDI-苯胺-甲醛价差	-16.12%	-17.15%	-28.22%
己二酸-纯苯-硝酸价差	-14.62%	-22.18%	-49.99%
环氧丙烷-丙烯价差	-19.70%	-19.55%	-30.60%
DMF-甲醇价差	-7.88%	-8.63%	-30.00%
尿素-无烟煤价差	11.49%	7.67%	23.35%
一铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	9.77%	-10.73%	-42.83%
二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	20.85%	15.06%	-0.62%
硝酸铵-液氨价差	4.13%	7.79%	-9.74%
电石法 PVC 价差	8.03%	11.94%	9.19%
PTA-PX 价差	36.03%	-3.77%	-14.79%
乙二醇-乙烯价差	-50.57%	-44.98%	-44.52%

粘胶短纤-棉短绒-烧碱价差	-26.76%	-20.73%	-7.97%
腈纶短纤-丙烯腈价差	2.32%	8.92%	68.96%
涤纶短纤-PTA-乙二醇价差	-2.65%	3.74%	2.36%
涤纶长丝-PTA-乙二醇价差	-15.98%	-14.76%	-7.09%
氨纶-纯 MDI-PTMEG 价差	-0.74%	2.78%	-4.44%
PA6-己内酰胺价差	-54.45%	-22.83%	0.75%
PA66-己二酸价差	-10.23%	-5.77%	31.97%
涤纶 FDY-PTA-乙二醇价差	-17.75%	2.17%	17.03%

资料来源：百川资讯、国信证券经济研究所整理

注：灰色标记表示跌幅前 5 位，蓝色标记表示涨幅前 5 位。

## 2019 年中期投资观点回顾：库存周期逐步见底，龙头企业投资价值突显

### 关键结论与投资建议

我们认为今年下半年是未来 2 年内重要的布局时点，在观察库存水平持续下降的同时，还需观察开工率和 PPI 的变化情况，当开工率不再继续向下而库存水平仍处于底部时，一般意味着进入被动去库存阶段，往往在这个阶段化工品的产量和价格都会发生反转，企业的盈利状况也会大幅改善。

我们建议重点沿 3 条投资主线进行布局，首选具备长期投资价值的行业龙头、次选供给侧仍有收缩倾向的精细化工及中间体行业（价格随时可能发生大幅上涨）、最后可以关注助力科技创新的化工新材料行业。

#### 1、具备长期投资价值的行业龙头

当前国内经济增速已经放缓，对于国内化工行业中的大部分基础化工品生产企业同样是已经度过高速发展阶段。除了部分科技创新产业链上的关键材料，在下游需求迅速增长以及国产化替代动力驱动之下，在一些细分领域上还能够有快速增长以外，我们认为未来有出口渠道的化工品的产量增长将长期维持在 7-15% 的区间范围，主要以内销为主的化工品的产量增长将维持在 3-7% 的区间范围。因此，未来化工行业将从过去的产能扩张竞争转向存量市场竞争。

#### 2、供给侧持续收缩的精细化工及中间体行业

由于本轮环保督察以及化工园区监管政策针对的重点产品主要是生产过程较为复杂、对操作安全要求程度较高的精细化工类产品，比如发生安全事故较多的农药、染料、添加剂及中间体等产品。精细化工行业的特点是产品多、原料杂、应用广，但是市场空间小、产品毛利率普标较高。因此，在过去化工行业迅速发展的过程中，精细化工行业往往是中小资金进入化工行业的首选产品。精细化工产品的这些特点，造成过去十多年来的无序发展，特别是众多中小工厂忽视对废气化学品对环境的破坏，环保意识相当薄弱。因此本轮化工行业的供给侧改革，对这些行业将形成长期有效的约束作用，随着落后产能的逐步退出，精细化工产品的毛利中枢将进一步提升，部分细分产品甚至会在特殊事件的催化下价格非理性大幅上涨。

#### 3、化工新材料广泛应用助力科技创新

新材料产业是支撑技术革命进步的基石，是我国七大战略新兴产业之一，更是国家政策重点扶持的高新技术产业。2017 年我国化工新材料的产业规模达到 2800 亿元，市场总消费规模约为 5000 亿元，进口额约 2300 亿元，占到化工

产品总进口额的 20%。根据工信部对于我国 130 多种关键基础材料的调研结果显示，国内 32%的关键材料仍为空白，52%的重要材料需要进口。自主可控、进口替代将成为未来很长一段时间化工新材料领域投资的主要逻辑。

### 核心假设或逻辑

今年以来我们通过重点跟踪工业企业库存周期变化来判断当前化工行业所处的景气周期阶段，从目前最新的 4 月份数据情况来看，当前化工行业仍处于主动去库存阶段。由于增值税率的调整，大多数生产企业将原材料的采购都尽可能提前安排在 4 月 1 日之前，这也就造成 3 月份工业企业库存情况的大幅下降，但是因为下游需求的持续低迷，销量的集中爆发并没有使得企业提高开工率来增加供给，上游企业大多是选择降低库存量来满足下游客户的采购需求。这也就对应 3 月份开工率下降、PPI 基本持平、库存大幅降低的数据表现。但是由于需求端并没有明显改善，因此 4 月份即便企业再次稍微降低了开工率，但是库存情况并没有维持在低位，而是出现了明显的反弹，于此对应的是 PPI 同样表现低迷。4 月份的数据表现，说明 3 月份受增值税率调整效应影响非常明显，去库存阶段仍在进行当中，PPI 仍有较大压力。

在 5 月份的策略报告中，当时我们根据 3 月份的数据，判断行业去库存或已初见效果，如果库存水平持续降低，那么按照库存周期的演变，下一阶段将进入被动去库存阶段，周期性较强的工业企业的盈利将在产品产量和价格双重提升的情况下迎来反转。但是，从 5 月底公布的 4 月份数据情况来看，库存情况并不乐观，现在就判断主动去库存阶段已经结束为时尚早，我们还需要再继续观测库存以及 PPI 数据变化走势。

2018 年 Q3 基本可以确定是本轮库存周期的顶部位置，从 2016 年 Q1 开始进入上一次被动去库存算起，按照库存周期平均时间约 3.5 年来推算，本轮预计从 2019Q3 开始进入被动去库存阶段。从数据的走势来看，当前开工率基本处于低位，供给和需求基本处于平衡状况，而随着库存的持续下降（一般是被动去库存末期），一旦生产链各环节重新进入补库存阶段，PPI 将迅速反转进入强势上涨周期。因此，我们从化工行业的投资周期性角度出发，**今年下半年将是布局未来 2 年化工行业景气上行周期的好机会。**

## 附表一：国信化工重点关注产品价格及同比涨幅

**表 5：国信化工重点关注产品价格及同比涨幅（截至 2019.6.30）**

产品类别	类型	最新价格	周涨幅	月涨幅	季涨幅	半年涨幅	年涨幅
石油化工	WTI (美元/桶)	59.43	3.48%	5.02%	-1.18%	31.11%	-19.85%
	布伦特 (美元/桶)	66.55	2.07%	-0.48%	-2.69%	27.49%	-16.23%
	NYMEX 天然气 (期货)	2.324	6.31%	-8.76%	-12.70%	-36.19%	-20.52%
	新加坡汽油 (美元/吨)	71.1	1.28%	-3.03%	-6.80%	27.15%	-15.30%
	新加坡柴油 (美元/吨)	78.14	1.94%	-2.06%	-1.40%	24.80%	-10.71%
	新加坡石脑油 (美元/吨)	56.49	2.82%	-1.72%	-7.03%	14.63%	-21.83%
	新加坡燃料油 (美元/吨)	410.09	4.81%	0.21%	-3.33%	21.57%	-12.46%
	国内 0#柴油 (元/吨)	6600	2.33%	4.76%	3.94%	11.86%	0.00%
	国内 93#汽油 (元/吨)	6200	1.64%	-6.06%	-12.06%	-8.82%	-19.48%
	国内燃料油 (元/吨)	4820	0.84%	-2.43%	-5.49%	-5.12%	-3.41%
	国内石脑油 (元/吨)	6030	2.55%	-4.59%	-11.71%	6.73%	29.12%
	东南亚乙烯 CFR (美元/吨)	680	-2.86%	-19.05%	-26.09%	-17.07%	-46.03%
	韩国丙烯 FOB (美元/吨)	860	-1.15%	-4.44%	-1.15%	-4.23%	-18.48%
	国内丙烯 (元/吨)	7750	1.31%	4.03%	9.93%	-3.13%	-4.32%
	东南亚丁二烯 CFR (美元/吨)	1090	0.00%	11.22%	16.58%	-3.96%	-31.45%
	国内丁二烯 (元/吨)	8600	0.00%	2.38%	1.18%	-13.13%	-21.82%
	华东纯苯 (元/吨)	4965	2.58%	9.72%	17.51%	11.57%	-19.60%
	韩国纯苯 FOB (美元/吨)	633.67	-0.68%	-0.42%	13.97%	24.01%	-22.12%
	华东甲苯 (元/吨)	5330	2.50%	4.51%	3.09%	12.21%	-9.66%
	韩国甲苯 FOB (美元/吨)	623	1.63%	0.48%	-6.81%	21.92%	-16.49%
	华东二甲苯 (元/吨)	5575	0.90%	1.55%	1.36%	9.31%	-12.20%
	韩国二甲苯 FOB (美元/吨)	723.5	4.48%	4.48%	0.49%	14.03%	-12.99%
	华东苯乙烯华东地区 (元/吨)	8820	-0.90%	1.15%	14.55%	10.25%	-18.33%
	苯乙烯韩国 FOB (美元/吨)	1013	-0.98%	-2.83%	3.68%	9.45%	-22.70%
	国内液化气 (元/吨)	3830	1.32%	0.79%	-9.88%	-1.79%	-7.71%
	重质纯碱 (元/吨)	1925	0.00%	-1.28%	0.00%	-2.53%	-8.33%
	轻质纯碱 (元/吨)	1650	-2.94%	-10.81%	-7.04%	-26.67%	-15.38%
	烧碱离子膜 32% (元/吨)	703	-3.43%	-9.06%	-20.39%	-26.23%	-22.32%
	液氯 (元/吨)	450	0.00%	125.00%	-550.00%	200.00%	44900.00%
	盐酸 (元/吨)	115	0.00%	0.00%	91.67%	43.75%	130.00%
电石 (元/吨)	3087	3.49%	2.39%	-9.47%	0.36%	-7.10%	
原盐 (元/吨)	150	0.00%	7.14%	3.45%	-18.92%	-7.98%	
硝酸 (元/吨)	1700	0.00%	0.00%	0.00%	-5.56%	6.25%	
硫磺 CFR (美元/吨)	90	0.00%	-5.26%	-14.29%	-25.00%	-14.29%	
国内硫磺 (元/吨)	960	0.00%	3.23%	-12.73%	-23.20%	-15.04%	
硫酸 (元/吨)	670	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	24.07%	
钛精矿 (元/吨)	1230	2.50%	-1.60%	-1.60%	-5.38%	-1.60%	
二氯甲烷 (元/吨)	3375	0.00%	3.05%	2.27%	2.27%	0.75%	
三氯乙烯 (元/吨)	4800	0.00%	0.00%	-5.88%	-12.73%	-17.24%	
R22 (元/吨)	18000	0.00%	0.00%	-1.64%	-14.29%	0.00%	
氟化铝 (元/吨)	9850	0.51%	5.35%	-0.51%	-24.81%	7.07%	
萤石粉 (元/吨)	3050	0.00%	3.39%	10.91%	-8.96%	15.09%	
无水氢氟酸 (元/吨)	11200	0.00%	6.67%	17.89%	-15.15%	1.82%	
金属硅 3303 (元/吨)	11600	-0.85%	-1.69%	-9.38%	-10.08%	-12.78%	
黄磷 (元/吨)	14700	-1.34%	-6.37%	-3.92%	0.68%	2.80%	
磷矿石 (元/吨)	410	-8.89%	-8.89%	-18.00%	-18.00%	-8.89%	
磷矿石印度 CFR(70-73BPL) (美元/吨)	137	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	4.18%	
磷酸工业 85% (元/吨)	4600	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-2.13%	
三聚磷酸钠工业级 95% (元/吨)	6500	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	8.33%	
钛白粉 (元/吨)	16300	0.00%	0.00%	-2.98%	-4.68%	-4.68%	
BDO	9500	0.00%	5.56%	3.26%	-10.38%	-22.13%	
甲醇 (元/吨)	2250	-4.66%	-4.26%	-6.64%	-2.17%	-26.47%	
丙酮 (元/吨)	3075	-0.81%	-5.38%	2.50%	-17.45%	-31.28%	
醋酸 (元/吨)	2700	0.00%	8.87%	-8.47%	-22.86%	-46.53%	
苯酚华东地区 (元/吨)	7600	1.67%	-1.94%	-7.88%	-12.14%	-16.48%	
醋酐 (元/吨)	5100	2.00%	8.51%	-15.00%	-16.39%	-36.25%	
苯胺 (元/吨)	6050	0.00%	0.83%	-3.97%	4.31%	-27.98%	

	环氧氯丙烷 (元/吨)	15000	1.35%	12.78%	12.78%	53.06%	20.97%
	聚乙烯醇 (元/吨)	13550	0.00%	0.00%	0.00%	-3.21%	-0.37%
	双酚 A (元/吨)	10100	2.02%	-9.42%	-17.21%	-3.35%	-32.10%
	甲基环硅氧烷 DMC (元/吨)	16500	1.85%	-8.33%	-21.43%	-10.81%	-52.17%
	二甲醚 (元/吨)	3060	0.00%	0.33%	-10.26%	1.32%	-18.40%
	醋酸乙烯 (元/吨)	6600	0.00%	-2.94%	-9.59%	-20.48%	-10.81%
	季戊四醇 (元/吨)	10500	0.00%	-4.55%	-2.78%	-11.02%	-8.70%
	甲醛 (元/吨)	1400	0.00%	-9.68%	-6.67%	-17.65%	-17.65%
	环己酮 (元/吨)	8250	-0.60%	-7.30%	-16.67%	-2.94%	-35.29%
	软泡聚醚 (元/吨)	9750	2.09%	-4.41%	-8.88%	-16.67%	-19.09%
	硬泡聚醚 (元/吨)	9450	0.00%	-1.56%	-7.35%	-11.27%	-13.30%
	TDI (元/吨)	12750	0.39%	2.41%	-7.94%	-17.74%	-47.42%
	纯 MDI (元/吨)	17500	0.00%	-9.09%	-27.84%	-16.07%	-38.60%
聚氨酯	己二酸 (元/吨)	7900	0.96%	-0.63%	-6.51%	0.00%	-16.40%
	环氧丙烷 (元/吨)	9450	1.61%	-1.56%	-7.35%	-14.86%	-16.74%
	环氧乙烷 (元/吨)	7000	0.00%	0.00%	-14.63%	-24.73%	-27.84%
	DMF (元/吨)	4675	1.08%	-1.06%	-9.22%	1.63%	-9.66%
	丁酮 (元/吨)	5750	-6.50%	-17.27%	-26.05%	-11.88%	-8.00%
	尿素(华鲁小颗粒) (元/吨)	1890	-0.53%	-1.05%	-7.80%	-3.57%	-4.06%
	尿素(美丰小颗粒) (元/吨)	1950	0.00%	-1.02%	-4.88%	-7.14%	-6.25%
	磷酸一铵 (宜化)	2150	0.00%	0.00%	0.00%	-10.42%	-2.27%
	磷酸一铵 (新洋丰)	2250	0.00%	0.00%	0.00%	-11.76%	-6.25%
	磷酸二铵 (宜化)	2650	0.00%	0.00%	-5.36%	-5.36%	1.92%
	磷酸二铵 (六国)	2450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	一铵国际 (美元/吨)	342.5	0.00%	-8.67%	-9.27%	-16.16%	-17.96%
	二铵国际 (美元/吨)	352.5	0.00%	-15.57%	-17.06%	-18.31%	-16.57%
化肥农药	氯化钾 95% (元/吨)	2350	0.00%	0.00%	0.00%	-2.89%	2.17%
	硫酸钾 50%粉 (元/吨)	3100	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.33%
	草甘膦 (元/吨)	24000	0.00%	0.00%	-4.95%	-9.43%	-12.73%
	复合肥 45%[S] (元/吨)	2400	0.00%	0.00%	0.00%	-4.00%	0.00%
	合成氨 (元/吨)	2850	0.00%	0.00%	-0.35%	-10.94%	-3.39%
	氯化铵 (元/吨)	580	0.00%	0.00%	5.45%	9.43%	20.83%
	尿素波罗的海 (美元/吨)	265	0.76%	4.74%	19.37%	4.74%	6.00%
	磷酸二铵美国海湾 (美元/吨)	351.5	0.00%	-4.35%	-8.22%	-19.38%	-15.30%
	纯吡啶 (元/吨)	19500	0.00%	-3.70%	-3.70%	-6.02%	-9.30%
	硝酸铵 (元/吨)	1980	0.00%	0.00%	-4.81%	-1.00%	1.54%
	PPCFR 中国 (美元/吨)	1030	0.00%	-5.50%	-6.36%	-4.63%	-19.22%
	国内 PP (元/吨)	9450	0.00%	0.00%	-0.53%	-4.06%	-9.13%
	LDPE 东南亚 CFR (美元/吨)	980	0.00%	-4.85%	-7.55%	-5.77%	-19.01%
	国内 LDPE (元/吨)	8250	0.00%	-1.20%	-9.84%	-9.84%	-13.16%
塑料	PVC 东南亚 CFR (美元/吨)	880	1.15%	4.76%	-1.12%	0.00%	-5.88%
	PVC (电石法) (元/吨)	6770	-0.27%	-1.67%	2.84%	1.65%	-1.38%
	PVC (乙烯法) (元/吨)	6950	0.72%	-1.84%	1.68%	-3.38%	-3.65%
	ABS (元/吨)	12325	0.49%	-1.79%	-4.09%	-4.83%	-21.50%
	PS (元/吨)	10075	0.25%	-0.25%	-7.36%	-11.08%	-19.72%
	国际天然橡胶 (美元/吨)	1510	0.00%	0.00%	4.86%	16.15%	5.59%
	国内天然橡胶 (元/吨)	11250	-2.17%	-5.46%	3.69%	4.17%	11.39%
橡胶	丁苯橡胶 1502 (元/吨)	10200	-1.92%	-8.93%	-9.33%	-13.56%	-13.19%
	顺丁橡胶 (元/吨)	10850	-3.13%	-6.06%	-4.41%	-8.44%	-7.66%
	炭黑 N330 (元/吨)	7400	0.00%	2.78%	2.78%	2.78%	-12.94%
	己内酰胺 (元/吨)	12050	1.69%	0.84%	-13.93%	-4.37%	-21.37%
	丙烯腈 (元/吨)	13467	-3.81%	-7.76%	4.05%	14.13%	-19.36%
	PTA (元/吨)	6000	1.18%	7.14%	-8.40%	-1.96%	1.35%
	MEG (元/吨)	4442	-0.09%	1.05%	-9.70%	-16.14%	-37.80%
	PET 切片 (元/吨)	7600	6.29%	13.43%	-2.88%	-1.62%	-5.59%
	PTMEG (元/吨)	16700	0.00%	-0.60%	-0.60%	-14.80%	-16.50%
化纤	棉花 CCIIndex(328)	14189	0.24%	-2.69%	-9.20%	-7.76%	-13.09%
	粘胶短纤 (元/吨)	11450	1.78%	-1.72%	-6.91%	-16.12%	-22.90%
	粘胶长丝 (元/吨)	37800	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	0.27%
	腈纶短纤 (元/吨)	16200	-6.90%	-6.90%	-0.92%	1.25%	-19.30%
	涤纶短丝 (元/吨)	8250	5.10%	10.00%	-5.71%	-6.07%	-6.14%
	涤纶 POY (元/吨)	8450	4.97%	11.92%	-6.11%	1.81%	-7.65%

锦纶 POY (元/吨)	15250	0.00%	-4.09%	-16.44%	-16.44%	-27.38%
氨纶 40D (元/吨)	31500	0.00%	0.00%	-4.55%	-3.08%	-10.00%
棉短绒 (元/吨)	3700	0.00%	0.00%	-1.33%	-1.33%	-0.54%
棉浆元/吨)	6300	-1.56%	-1.56%	-7.35%	-11.89%	-13.10%
木浆国际 (美元/吨)	810	-2.41%	-2.41%	-5.81%	-10.99%	-14.74%
PA6 (元/吨)	13100	0.38%	0.00%	-16.29%	-13.53%	-26.40%

资料来源:百川资讯, 国信证券经济研究所整理

## 附表二：重点公司盈利预测及估值

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600309	万华化学	买入	41.55	3.88	3.94	4.69	10.7	10.5	8.9	3.8
002601	龙蟒佰利	买入	13.80	1.12	1.50	1.81	12.3	9.2	7.6	2.4
600346	恒力股份	买入	11.80	0.66	1.59	2.24	17.9	7.4	5.3	3.2
600426	华鲁恒升	买入	14.65	1.86	1.57	1.76	7.9	9.3	8.3	1.9

数据来源：wind、国信证券经济研究所预测

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

## 国信证券经济研究所

---

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编: 518001 总机: 0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编: 200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编: 100032