

基础化工

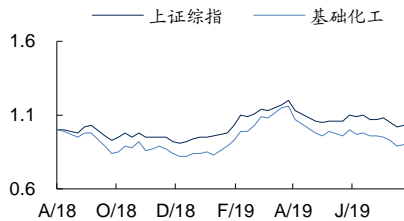
基础化工行业 8 月份投资策略

超配

(维持评级)

2019 年 08 月 20 日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《行业事件点评: 河南义马气化厂发生事故, 化工行业供给端或再次面临收缩》——2019-07-22
 《基础化工行业 7 月份投资策略: 盘点化工行业的“隐形冠军”》——2019-07-16
 《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

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

等待库存周期探底, 优秀龙头盈利仍保持稳定

● 8 月份投资观点: 等待库存周期探底

从库存周期的角度来看, 当前化工行业仍处于主动去库存阶段。在下游需求持续低迷的局面之下, 库存下降并不明显, 开工率维持低位, PPI 有继续下行的迹象, 我们还需要继续等待库存周期探底。8 月份上市公司陆续公布中报数据, 上半年在行业景气度持续下滑的趋势之下, 大部分化工企业上半年的盈利能力明显下降。但是我们重点关注的化工龙头公司的盈利能力仍保持稳定, 甚至逆势大幅增长, 超出市场之前的预期。恒力石化、浙江龙盛、宝丰能源、华鲁恒升上半年的业绩都较为突出, 是当前阶段化工优秀龙头企业的强势产能扩张、成本管控能力优秀、引领行业格局稳定的典型代表。

8 月投资组合: 万华化学 (MDI 盈利能力强, 公司产能规模不断扩张)、龙蟒佰利 (钛白粉库存低位处于涨价周期, 氯化法产能逐步投放)、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 (成本管控能力优秀, 化肥和多元醇板块放量)。

● 行业近况: 需求低迷, 化工品 PPI 同比维持下行趋势

根据国家统计局最新公布的 7 月份数据, 化工行业 PPI 同比下行趋势仍在继续。其中化学工业 PPI 同比达到 -2.20%, 但化工原材料 PPIRM 同比跌幅是 -5.40%, 二者之间的增速差继续扩大。这说明对于化工行业, 原材料跌幅整体大于产品跌幅, 企业盈利空间并没有被继续压缩。行业新增产能仍在释放, 前 7 月固定资产投资完成额同比增长 7.05%, 延续去年以来的扩张趋势。下游需求仍表现低迷, 汽车、纺织、家电行业的重点产品的产量并没有明显改善, 房地产新开工面积和施工面积的同比增速在虽然表现较好, 但是竣工面积同比增速仍旧没有改观, 对地产后周期的化工产品需求支撑力度有限。整体上化工行业受需求低迷影响, 主动去库存仍在进行之中, 化工品 PPI 下行趋势仍需等待改善。

● 产品价格及价差分析: 尿素、PTA、磷酸二铵、腈纶、涤纶等产品价差在 3 季度表现较好

根据我们重点跟踪产品在 3 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 3 季度的业绩或许有较好的表现, 可以继续重点关注华鲁恒升 (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

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	43.50	136,579	3.94	4.69	11.0	9.3
002601	龙蟒佰利	买入	13.18	26,782	1.50	1.81	8.8	7.3
600346	恒力石化	买入	13.25	93,268	1.22	1.63	10.9	8.1
600426	华鲁恒升	买入	15.78	25,669	1.57	1.76	10.1	9.0

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

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

内容目录

8 月份投资策略:	4
本期观点: 等待库存周期见底, 优秀龙头盈利仍保持稳定.....	4
上期投资建议回顾 (2019.7.1-2019.7.31)	5
行业仍在主动去库存, 继续等待周期探底.....	6
全行业近期经营状况回顾	9
基础化工行业 PPI 同比增速继续下行.....	9
行业新增供给继续保持复苏.....	9
需求面有下滑趋势, 主要支撑仍来自房地产.....	11
近期市场走势分析	12
7 月份市场震荡中调整.....	12
锂电池、磷化工板块反弹明显、无机盐涤纶板块大幅下滑.....	13
近期产品价格和价差分析	14
无机化工、化肥农药板块景气度较高.....	14
磷化工、氟化工、化肥等行业相关产品 2019Q2 涨幅较大.....	14
PTA、二铵、一铵、尿素、PVC 等产品价差持续扩大.....	15
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	16
关键结论与投资建议.....	16
核心假设或逻辑.....	17
附表二: 重点公司盈利预测及估值	21
国信证券投资评级	22
分析师承诺	22
风险提示	22
证券投资咨询业务的说明	22

图表目录

图 1: 工业企业目前处于主动去库存阶段.....	6
图 2: 纯碱和烧碱的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	7
图 3: 钛白粉和 R22 制冷剂的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	7
图 4: 尿素和磷酸一铵的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	7
图 5: 草甘膦和草铵膦的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	7
图 6: DMC、三氯氢硅和醋酸的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	7
图 7: 环氧丙烷和 DMF 的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	7
图 8: PVC、PE 和 PP 的社会库存变化情况 (单位: 万吨)	8
图 9: SBS 的社会总库存变化情况 (单位: 万吨)	8
图 10: 氨纶和锦纶切片的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	8
图 11: 涤纶长丝和腈纶的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	8
图 12: PX、PTA 和 MEG 的工厂及市场库存变化情况 (单位: 万吨)	8
图 13: 化工行业及主要板块的 PPI 走势情况 (单位: %)	9
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、%)	10
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: %)	10
图 16: 房屋新开工、施工和竣工面积同比 (单位: %)	11
图 17: 汽车月累计产量及同比 (单位: %)	11
图 18: 国内布产量月累计值及同比 (单位: 亿米、%)	12
图 19: 主要家电产量累计同比 (单位: %)	12
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 2019.7.31)	12
图 21: 中信分级一级行业涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.7.1-2019.7.31, 市值加权平均)	13
图 22: 2010 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化	13
图 23: 2018 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化	13
图 24: 国信基础化工子行业区间涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.7.1-2019.7.31, 市值加权平均)	14
表 1: 上期策略报告推荐公司表现情况 (2019.7.1 -2019.7.31)	6
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 2019.7.26)	14
表 3: 重点关注产品的均价及同比变化 (单位: 元/吨、%, 截至 2019.7.26)	15
表 4: 重点产品价格差同比变化 (单位: %, 截至 2019.7.26)	16
表 5: 国信化工重点关注产品价格及同比涨幅 (截至 2019.8.16)	18

8 月份投资策略:

本期观点: 等待库存周期见底, 优秀龙头盈利仍保持稳定

本月进入上市公司半年报密集发布阶段, 截至 8 月 16 日, 已经有部分化工企业发布了上半年业绩情况。化工行业今年上半年景气度呈下行趋势, 化工品 PPI 持续向下, 企业盈利整体下滑较为明显。但是与过去行业景气下行阶段不同的是, 部分行业龙头企业的盈利能力并没有出现明显的下滑, 上半年的经营状况较为平稳, 盈利能力并没有出现大幅下滑的情况。反而部分企业由于产能的扩张, 在行业景气下滑阶段反而取得业绩的逆势增长。

近期我们国信化工行业研究小组重点推荐的公司中有**华鲁恒升**、**宝丰能源**、**恒力石化**、**浙江龙盛**公布了半年度的业绩状况, 下面我们简单回顾一下:

华鲁恒升 (600426.SH): 业绩逆势环比改善, 公司核心优势助力渡过行业低迷期。公司上半年营收 70.76 亿元 (同比+1.12%), 归母净利润 13.09 亿元 (同比-22.09%)。其中 2019Q2 营收 35.33 亿元 (同比-0.72%, 环比-0.28%), 归母净利润 6.67 亿元 (同比-29.53%, 环比+3.89%)。上半年公司毛利率和净利率分别达到 29.36%和 18.50%, 比去年同期分别下降 3.77 和 5.51 个百分点。虽然公司主要产品的价格基本都低于去年同期水平, 但是公司上半年增加了化肥以及乙二醇等产品的销售量, 今年上半年营收仍保持微弱增长。公司肥料板块上半年总销量为 122.38 万吨 (同比+55.36%), 销售收入为 18.25 亿元 (同比+51.33%)。多元醇板块由于 50 万吨乙二醇产能的投产, 上半年总销量为 33.05 万吨 (同比+180.08%), 销售收入为 15.56 亿元 (同比+92.57%)。但是受乙二醇价格大幅回调的影响, 多元醇板块产品均价比去年同期下降 2139 元/吨。

宝丰能源 (600989.SH): 继续保持成本优势, 分红凸显投资价值。2019 年上半年公司实现营收 65.20 亿元 (+9.72%), 归母净利润 18.89 亿元 (+38.14%), 扣非归母净利润 17.89 亿元 (+17.10%)。其中二季度单季营收 33.25 亿元 (同比+17.92%, 环比+4.10%), 归母净利润 8.69 亿元 (同比+57.74%, 环比-14.80%)。今年上半年化工行业景气度整体向下, 下游需求低迷导致化工品 PPI 趋势向下, 在此背景之下公司仍取得靓丽业绩, 上半年营收和净利润都保持增长, 特别是净利润增幅较大, 略高于我们之前的预期。上半年公司主要采购商品的价格明显下降, 其中占原材料成本比例较大的原煤 (上半年均价 328 元/吨, 同比-20.19%)、动力煤 (上半年均价 217 元/吨, 同比-21.11%)、甲醇 (上半年均价 1696 元/吨, -16.83%) 都有明显的下降。上半年公司聚烯烃产品受油价影响, 聚乙烯和聚丙烯销售单价分别为 7314 元/吨和 7859 元/吨, 同比分别下降-9.50%和-0.83%, 小于主要原材料成本下降幅度。焦炭业务的产品价格和原材料采购成本变化幅度不明显。综合来看, 采购成本的下降使公司上半年毛利率 (43.34%) 略好于去年同期 (43.12%)。

恒力石化 (600346.SH): 业绩增长超预期, 炼化龙头扬帆起航。公司上半年实现营业收入 423.33 亿元 (同比+60.04%), 归母净利润 40.21 亿元 (同比+113.62%), 其中 2 季度单季度实现营业收入 272.80 亿元 (同比+83.49%, 环比+81.23%), 归母净利润 35.15 亿元 (同比+351.13%, 环比+595.12%)。上半年公司毛利率和净利率分别达到 17.42%和 9.52%, 比去年同期分别增加 2.85 和 2.32 个百分点。公司 2000 万吨/年炼化一体化项目正式全面投产, 推动公司营收规模再上台阶。上半年公司新增炼化装置配套化工品和成品油, 销量分别增加 226 万吨和 45 万吨, 分别增加了销售收入 92.4 亿元和 20.1 亿元。公司炼化项目的投产, 使得产业链盈利能力大为加强, 其中 2019Q2 公司单季度销售

毛利率和净利率分别达到 21.72%和 13.02%，都达到了上市以来的新高，单季度 ROE 也达到历史新高 12.32%。经营性现金流净额达到 161.8 亿元，在减少原材料的采购支付金额之后，相比 2019Q1 和 2018Q4 大幅改善。

浙江龙盛 (600352.SH): 安全生产构筑壁垒, 业绩创历史新高。公司上半年实现营业收入 96.49 亿元(同比+5.25%), 归母净利润 25.32 亿元(同比+36.23%), 扣非后归母净利润为 20.52 亿元(同比+13.12%)。2019 年 2 季度单季度实现营业收入 48.78 亿元(同比-1.18%, 环比+2.24%), 归母净利润 6.67 亿元(同比+17.35%, 环比+0.55%)。2019 年上半年营收和归母净利润都创下了上市以来半年度业绩的历史新高。受道墟厂区产能搬迁以及下游需求偏弱影响, 公司上半年染料和中间体产销量同比下降较多。但响水园区爆炸事故后市场供需格局改变, 公司主要产品价格大幅上涨, 上半年染料板块均价比去年同期提高了 8580 元/吨(同比+19.38%), 实现营业收入 53.55 亿元(同比+4.60%); 中间体板块均价同比提高了 11360 元/吨(同比+36.32%), 实现营业收入 23.77 亿元(同比+30.04%)。

从我们重点推荐的这四个公司的半年报业绩来看, 明显验证了我们之前在年度策略报告中的观点: **在行业景气度下行阶段, 效率更高管理更优秀的行业龙头有望取得超出行业平均水平的盈利能力。**目前国内化工行业已经从过去的高速成长期的增量市场竞争转化为中低成长期的存量市场竞争, 更加考验一个企业的生产和管理能力, **把生产成本做到最低, 管理水平做到最优秀, 产业链做到最完整,**才最有可能在新一轮的扩产周期中取得优势, 通过挤出存量市场中的低效和落后产能, 在市场份额不断扩大的同时提高综合毛利率。

在行业景气度下行阶段, 我们建议耐心等待库存周期的探底, 继续推荐重点关注行业内具有成本优势、管理能力优秀、行业格局持续优化的龙头公司, 在低景气度下仍保持业绩的稳定增长。另外, 我们持续推荐上月策略报告中梳理过的化工行业内的隐形冠军, 重点推荐关注万华化学、龙蟒佰利、浙江龙盛、恩捷股份。

8 月份我们推荐的投资组合: 万华化学 (MDI 盈利能力强, 公司产能规模不断扩张)、龙蟒佰利 (钛白粉库存低位处于涨价周期, 氯化法产能逐步投放)、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 (成本管控能力优秀, 化肥和多元醇板块放量)。

上期投资建议回顾 (2019.7.1-2019.7.31)

上期我们发布的投资策略报告中, 认为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”。我们根据“隐形冠军”的主要的三个特征 (细分行业龙头、市场规模较小、公众知名度低), 盘点了 20 家符合基本标准的潜在化工行业“隐形冠军”, 其中重点推荐关注万华化学、龙蟒佰利、浙江龙盛、恩捷股份。另外, 我们继续从库存周期的角度, 推荐布局盈利能力更为优秀且同时具备长期成长能力的行业内优秀龙头企业。

我们上期的投资组合是万华化学、龙蟒佰利、浙江龙盛、华鲁恒升, 在本期间取得了 1.46% 的组合收益率。我们上期的投资组合是万华化学、龙蟒佰利、浙江龙盛、华鲁恒升。上个月该组合的收益率为 1.46%, 跑赢上证指数 (同期涨跌幅-1.56%) 以及基础化工行业指数 (中信分级, 同期涨跌幅+0.40%), 组合的年度收益累计达到 47.52%。从具体个股的表现来看, 上期万华化学和华鲁恒升表现较为突出, 主要是行业龙头的地位得到市场的普遍认可, 同时华鲁恒升业绩在 2 季度仍环比有改善, 超出市场在年初的预期。浙江龙盛则是仍在消化前期的涨幅, 同时由于印染行业进入淡季, 染料需求减少, 公司库存增加引发

市场对行业景气度的担心。龙鳞佰利的市场表现下滑主要受困于9月份公司有大量限售股即将解禁，在二级市场成交低迷的局面下，市场对此较为担心。

表 1: 上期策略报告推荐公司表现情况 (2019.7.1 -2019.7.31)

推荐原因	相关产品	公司	期末股价(元/股, 截至 2019.7.31)	本期涨幅(7.1-7.31)	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	43.98	2.78%	4.34%	65.37%
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	15.09	-4.31%	-2.76%	58.75%
钛白粉工艺转型龙头	硫酸法和氯化法钛白粉	龙鳞佰利	14.01	-5.53%	-3.97%	18.96%
		本期组合收益率(市值加权平均)		1.46%		

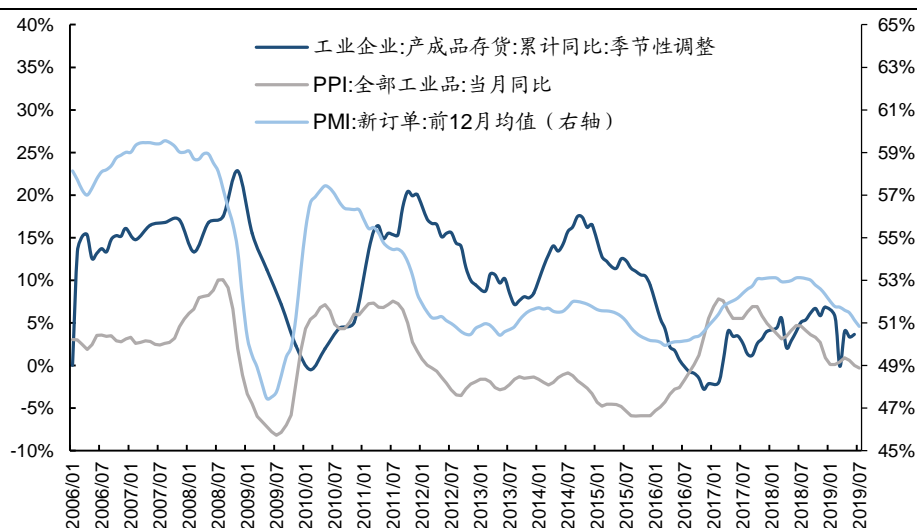
资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

行业仍在主动去库存, 继续等待周期探底

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 7 月份数据来看, 工业整体开工率在降低, 工业品库存继续下降, 整个工业仍在主动去库存周期, 在下游需求低迷的局面下, 工业品 PPI 有继续下行的趋势。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。

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、烧碱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

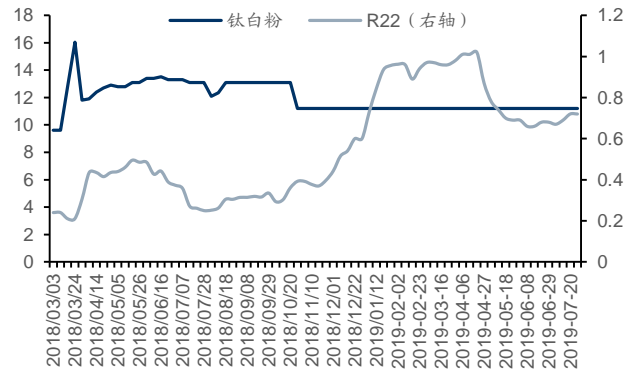
发生逆转，产品的价格也会持续出现大幅上涨的情况，2016年上半年开始各类化工品陆续大幅涨价的情况很有可能会在2020年再次上演。

图 2：纯碱和烧碱的工厂库存变化情况（单位：万吨）



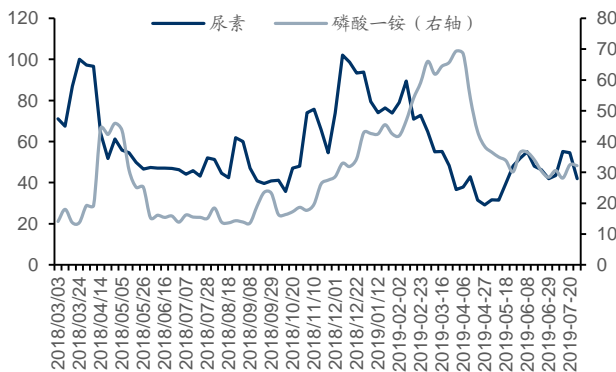
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 3：钛白粉和 R22 制冷剂的工厂库存变化情况（单位：万吨）



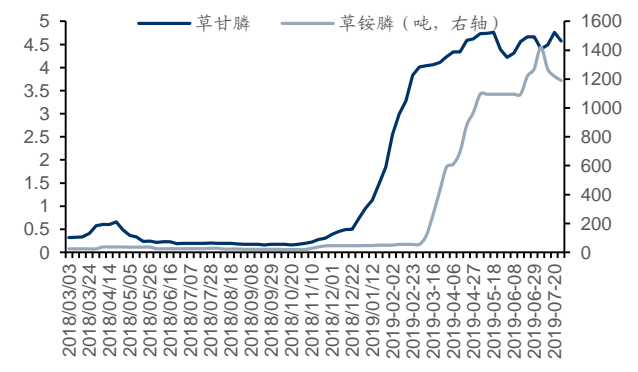
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 4：尿素和磷酸一铵的工厂库存变化情况（单位：万吨）



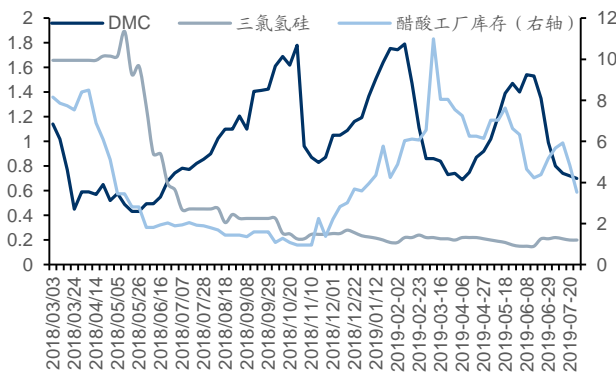
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 5：草甘膦和草铵膦的工厂库存变化情况（单位：万吨）



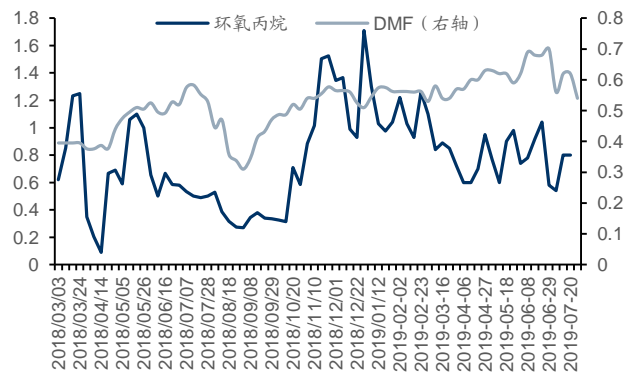
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 6：DMC、三氯氢硅和醋酸的工厂库存变化情况（单位：万吨）



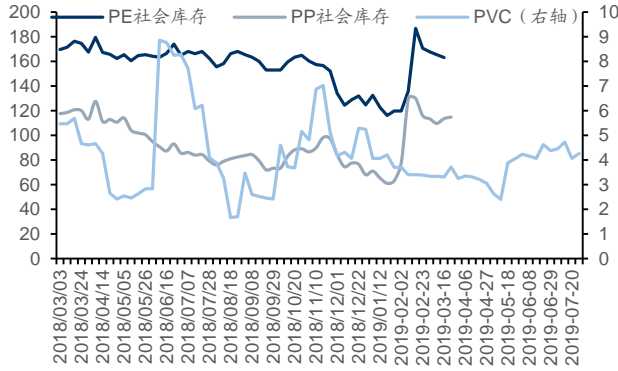
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 7：环氧丙烷和 DMF 的工厂库存变化情况（单位：万吨）



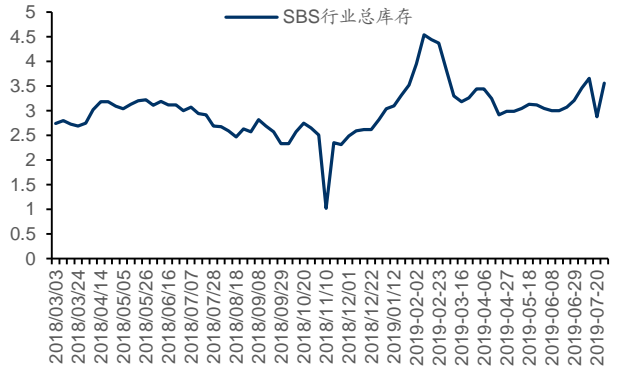
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 8: PVC、PE 和 PP 的社会库存变化情况 (单位: 万吨)



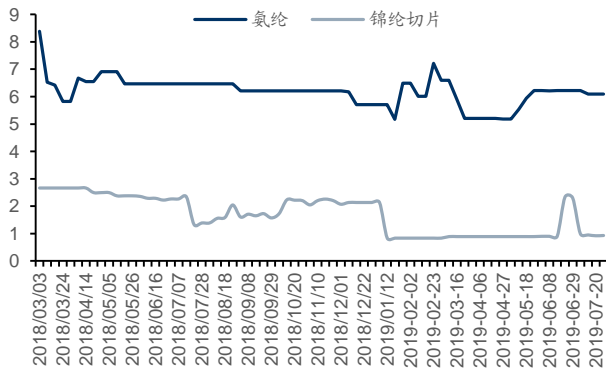
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 9: SBS 的社会总库存变化情况 (单位: 万吨)



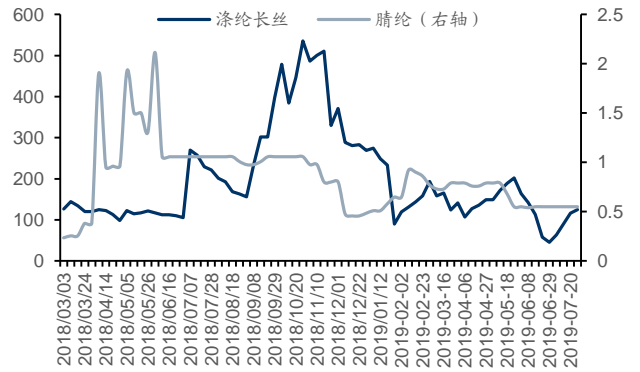
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 10: 氨纶和锦纶切片的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



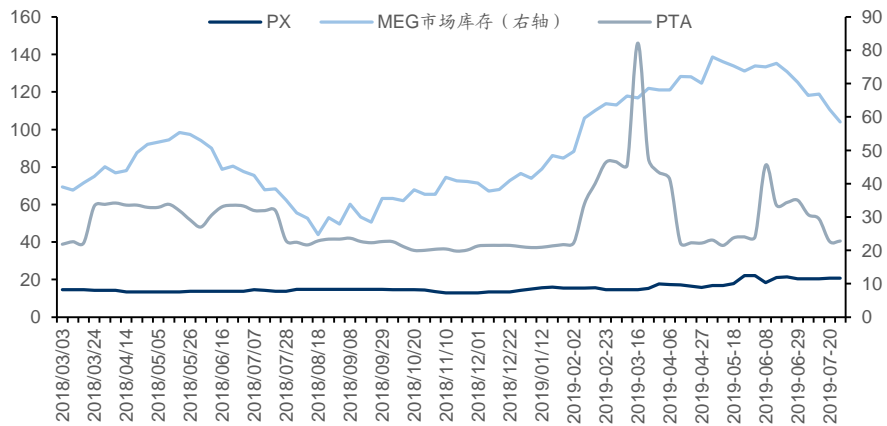
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

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: 百川盈孚, 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)



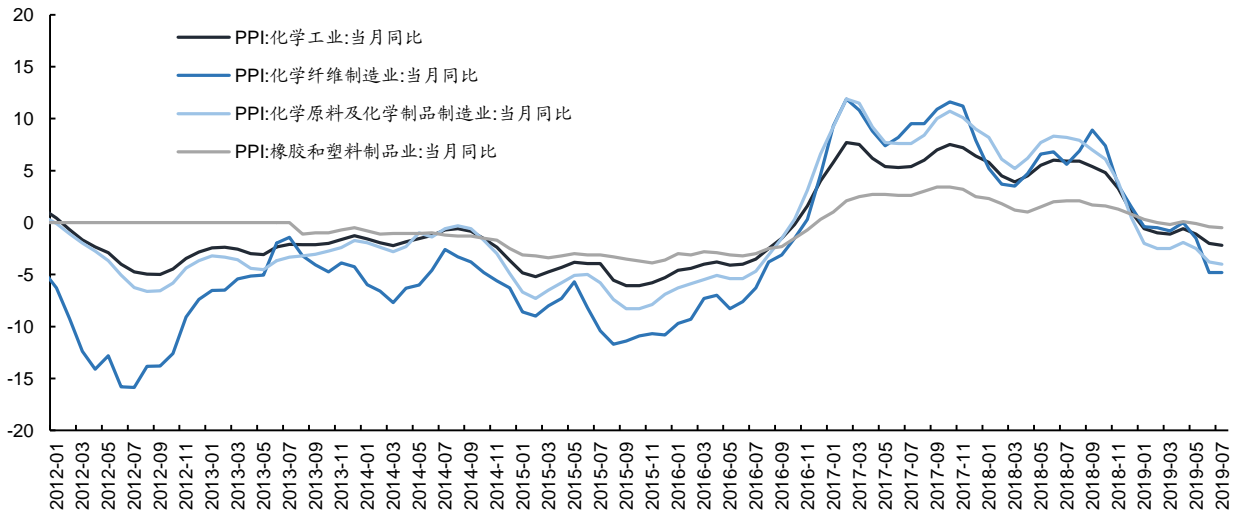
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

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

6 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 6 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 6 月份化学工业整体的 PPI 同比为 -2.0%，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 -4.8%、-3.8%、-0.4%，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，当前行业处于仍主动去库存阶段，化工行业 PPI 下行压力较大，3 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 7 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 15047 亿元，同比增长 7.05%，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、%)

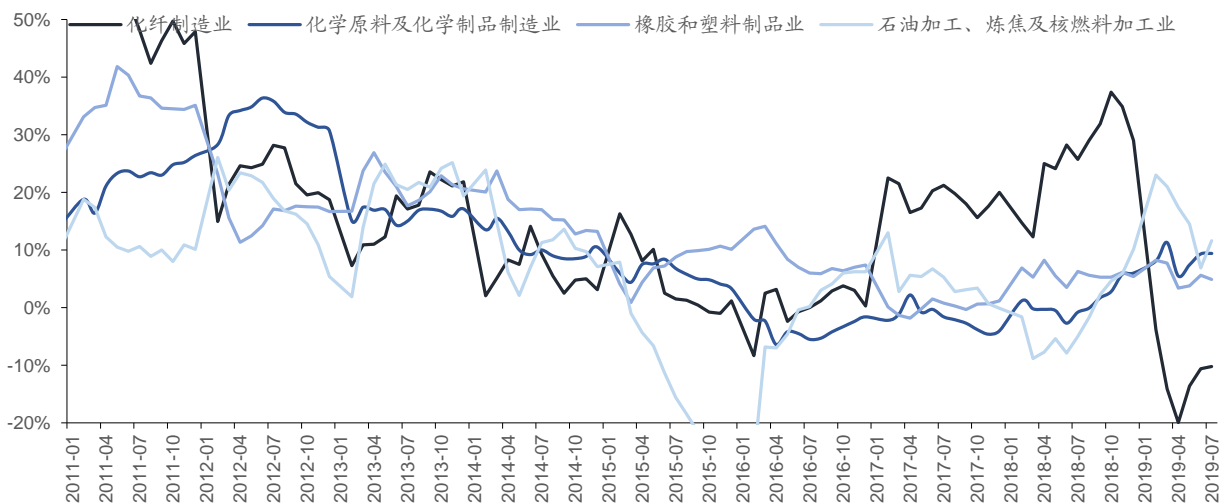


资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

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 4 月份的 -19.9% 之后才触底反弹, 行业投资增速有恢复的迹象。

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

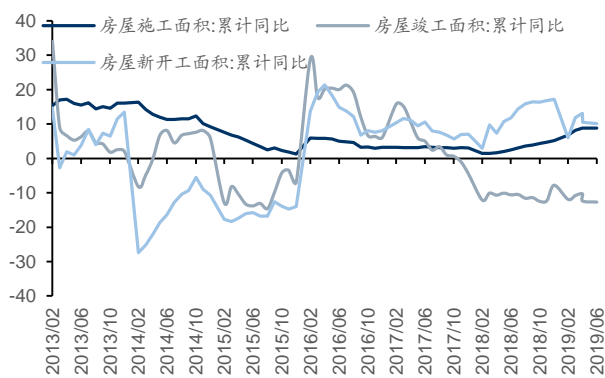
需要特别指出的是，2019年前7个月固定资产投资完成额增速增长最快的是石油加工炼焦及核燃料加工行业，这表明化工行业的上游环节正在加快投放产能供给。这一现象与我们之前在年度策略报告中的分析吻合，根据我们对化工行业内上中下游环节的利润占比变化情况分析，过去3年中上游环节的利润占比明显增加，说明在供给侧改革和环保督察政策的共同作用下，化工品PPI持续上升，上游原材料生产环节最为受益。在这一背景之下，行业内优质龙头企业开始扩大生产规模，在产业链一体化和平台化的趋势下完善自身的产业布局，因此上游环节的投资有明显的增加。根据我们的观察，化工行业上游环节的投资主要集中在民营炼化（包括原油、轻烃等炼化项目）和新型煤化工项目。

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6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10.1%，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-12.7%，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。

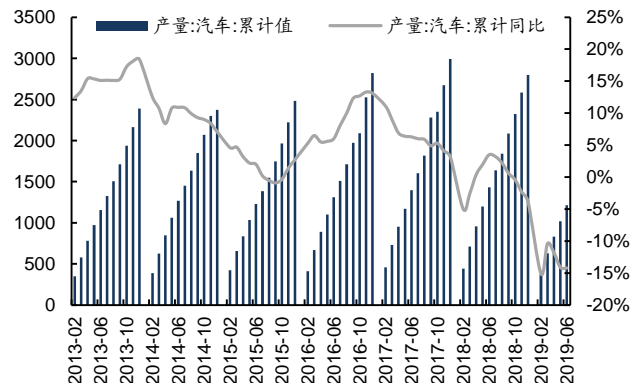
化工品的另一大下游需求支撑行业——汽车今年的产量情况下滑趋势更为严峻。虽然2018年前6个月汽车产量的同比增速持续向上，但是7月份之后汽车产量同比增速掉头向下，2018年全年全国汽车产量累计2084万辆，同比-3.8%，十多年来首次年度产量下滑。2019年前6月汽车产量的下滑趋势也并没有得到缓解，产量仅为1214万辆，同比下滑-14.2%。

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: %)

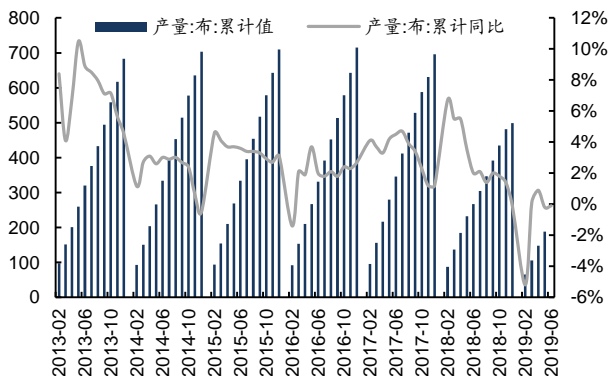


资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

纺织行业需求继续好转，家电行业有所分化。

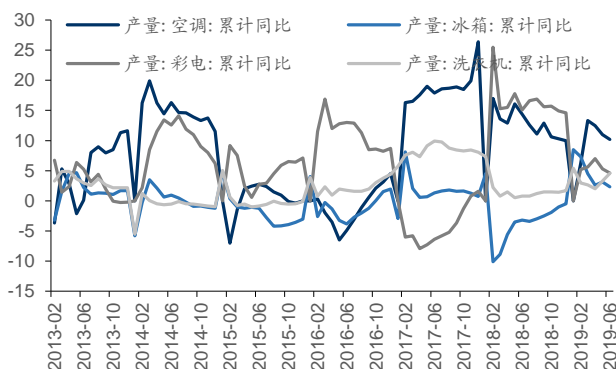
去年纺织业延续了高景气，使得上游的化纤产业链也保持了较好的盈利能力，今年前2月，纺织行业的需求出现了大幅的下滑，其中布的产量同比为-5.2%，比去年同期下滑非常明显。3、4两月纺织行业需求有所好转，6月份纺织行业需求延续了年初的下滑趋势，今年前6月布的产量同比为-0.1%。家电行业中空调、彩电和洗衣机保持了较好的同比增长，累计同比增长分别为10.2%、4.6%和4.57%，而冰箱增速表现较弱。

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

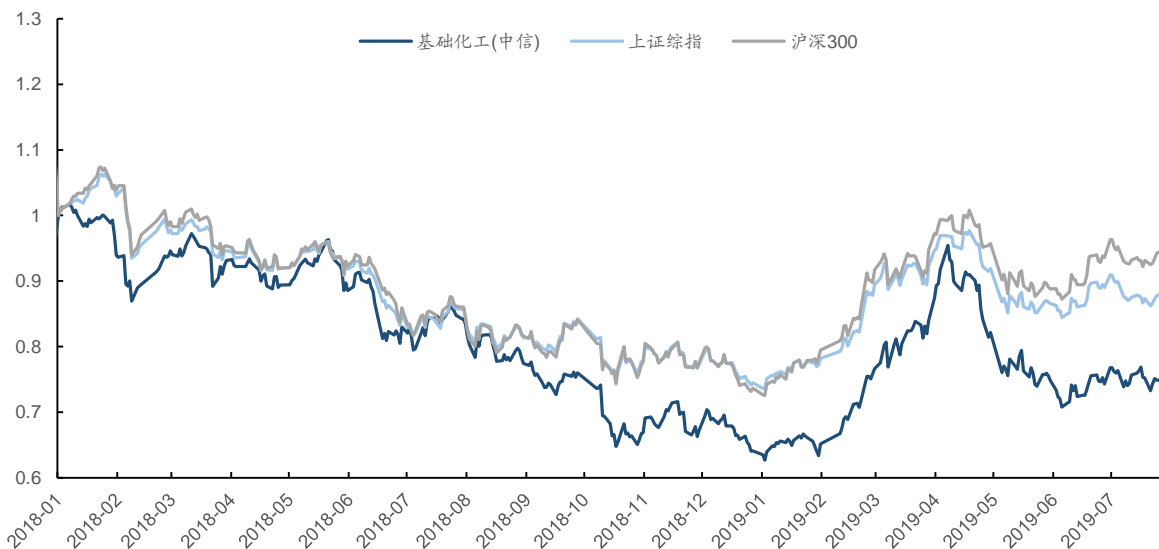
近期市场走势分析

7 月份市场震荡中调整

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年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。6 月份市场有所反弹, 7 月份依旧处于震荡调整期。在本次区间内 (2019.7.1-2019.7.31) 上证指数涨幅为 -3.69%, 基础化工 (中信) 行业指数涨幅为 -2.83%。

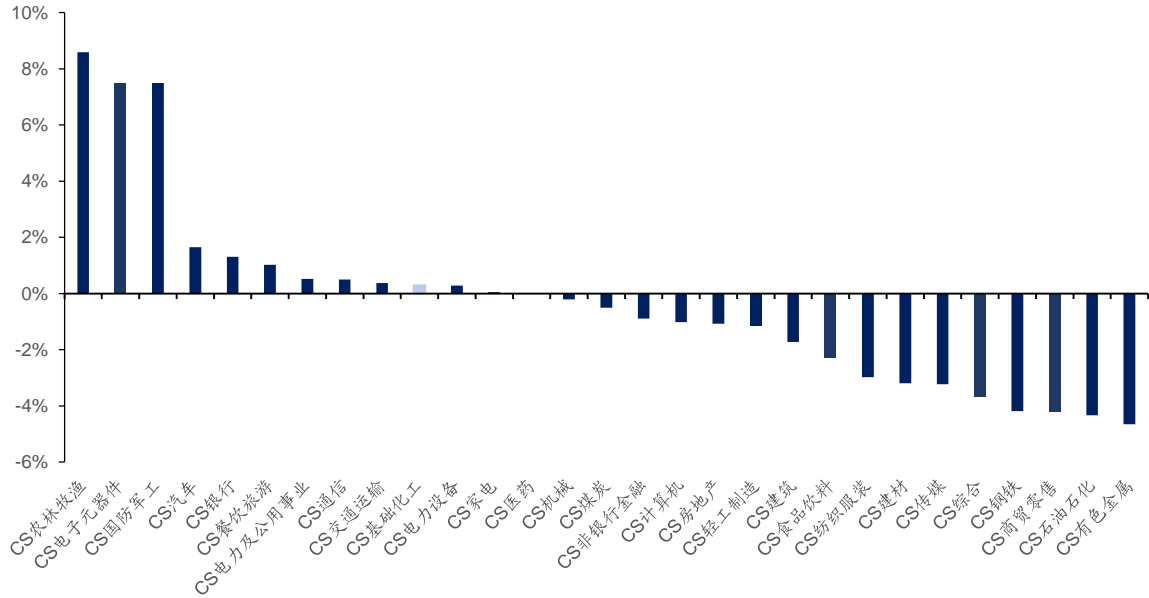
图 20: 2018 年 1 月以来基础化工板块 (中信分级) 与上证综指、沪深 300 的相对走势对比 (截至 2019.7.31)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019.7.1-2019.7.31 期间, 农林牧渔、电子元器件、国防军工等板块涨幅超过 5%。有色金属、石油化工、商贸零售、钢铁等板块跌幅较大。其中基础化工行业涨幅 0.3% (平均涨幅为-0.3%), 同期上证综指的涨幅为-3.69%。

图 21: 中信分级一级行业涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.7.1-2019.7.31, 市值加权平均)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

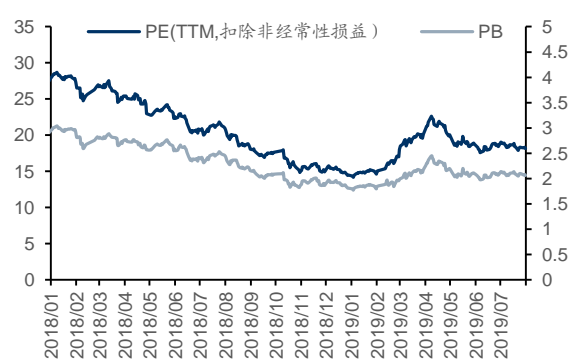
行业整体迎来估值修复。在 2018 年全年的震荡下行中, 行业静态 PE 和 PB 达到了 2010 年以来的最低值。经过年初反弹, 行业静态 PE 和 PB 在 2019 年 4 月中旬达到高点, 之后继续开始下行, 6 月开始趋于稳定。目前行业静态 PE(TTM) 整体在 18.2 倍, PB 整体在 2.06 倍, 分别比 7 月 1 日上涨了-4.66%和-3.37%。目前行业的平均 PE 仍处于历史的平均水平之下, 仍有修复的空间。

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

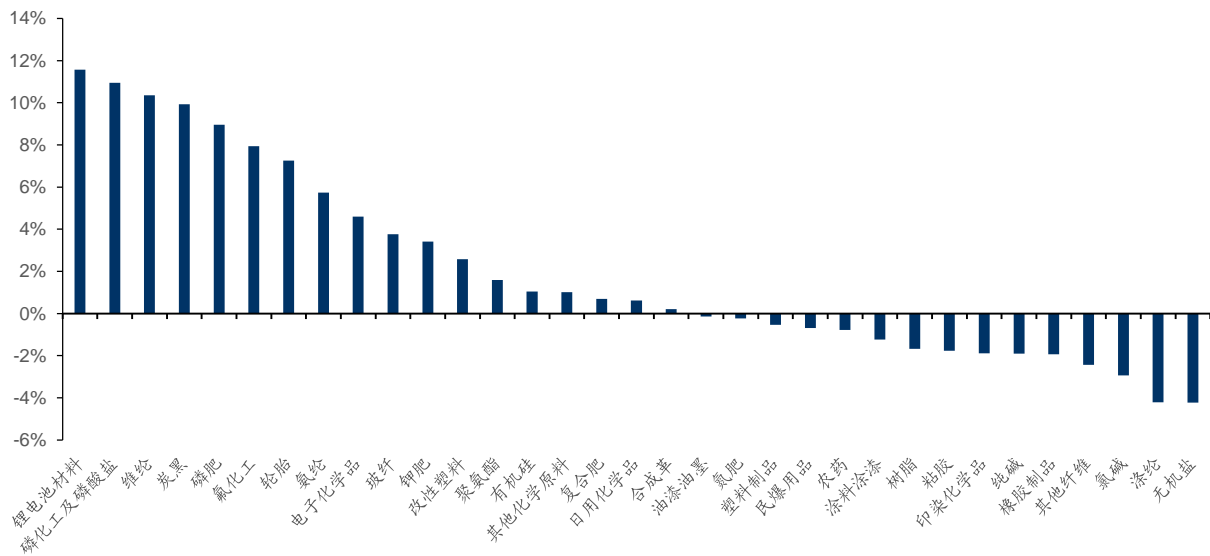


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

锂电池、磷化工板块反弹明显、无机盐涤纶板块大幅下滑

上个区间 (2019.7.1-2019.7.31) 锂电池材料、磷化工及磷酸盐、涤纶板块大幅上涨, 涨幅均超过 10%。炭黑、磷肥、氟化工、轮胎、氨纶等板块涨幅也超过了 5%。上个区间一共有 15 个子版块出现了下跌, 其中无机盐和涤纶板块下滑较多, 跌幅超过 4%。

图 24: 国信基础化工子行业区间涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.7.1-2019.7.31, 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。我们预计下半年无机化工、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 2019.7.26)

	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	0.13%	-7.60%	-16.07%	-12.26%
无机化工	7.16%	60.26%	9.65%	-1.82%
有机化工	-4.38%	-23.67%	-19.55%	-21.89%
聚氨酯	-6.33%	-33.18%	-21.09%	-22.44%
化肥农药	-4.66%	-2.85%	-4.20%	-0.55%
塑料	-4.25%	-11.52%	-12.85%	-9.45%
橡胶	-7.12%	-13.16%	-7.71%	-4.03%
化纤	-8.71%	-16.40%	-18.08%	-11.52%
全部产品	-2.12%	0.89%	-10.01%	-9.98%

资料来源: 百川盈孚, 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。

磷化工、氟化工、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 2019.7.26)

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)	6450	32.99%	4684	6409	6407	46.83%
萤石粉 (元/吨)	3200	20.75%	2739	2914	2947	26.67%
环氧氯丙烷 (元/吨)	17500	41.13%	12564	12790	13508	22.66%
盐酸 (元/吨)	180	260.00%	79	92	110	22.17%
氯化铵 (元/吨)	580	16.00%	489	566	573	19.44%
硫酸 (元/吨)	670	13.56%	595	670	670	19.27%
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	8.16%	247	246	249	13.75%
黄磷 (元/吨)	20000	40.85%	14952	15581	15997	9.27%
PTA (元/吨)	5660	-9.29%	6489	6339	6217	9.22%
三聚磷酸钠工业级 95% (元/吨)	6500	8.33%	6172	6500	6500	8.33%
国内燃料油 (元/吨)	4930	-2.57%	5059	5002	4949	6.61%
硝酸 (元/吨)	1700	24.14%	1714	1734	1724	4.86%
氯化钾 95% (元/吨)	2350	2.17%	2291	2371	2350	3.76%
硫酸钾 50%粉 (元/吨)	3100	3.33%	3006	3100	3100	3.33%
磷矿石 (元/吨)	410	-8.89%	462	477	459	2.03%
无水氢氟酸 (元/吨)	11500	4.55%	12083	10656	10369	1.62%
复合肥 45%[S] (元/吨)	2400	0.00%	2387	2431	2400	1.28%
国内 0#柴油 (元/吨)	6700	-1.47%	6648	6280	6454	0.74%
国际天然橡胶 (美元/吨)	1420	3.27%	1432	1466	1490	0.68%
PVC (电石法) (元/吨)	6805	-1.66%	6743	6683	6832	0.58%
磷酸二铵 (六国)	2450	0.00%	2437	2450	2450	0.18%
磷酸二铵 (宜化)	2500	-7.41%	2709	2707	2636	0.13%
硝酸铵 (元/吨)	1980	1.54%	1985	1996	1982	0.13%
粘胶长丝 (元/吨)	37800	0.13%	37775	37776	37800	0.02%

资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

PTA、二铵、一铵、尿素、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、一铵、尿素、PVC 等产品价差扩大趋势最为明显, 对应的相关企业在今年 3 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 2019.7.26)

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	-12.01%	0.17%	23.60%
钛白粉-钛精矿价差	-10.38%	-6.71%	-7.12%
BDO-电石法价差	-31.39%	-25.50%	-17.44%
BDO-顺酐法价差	-24.48%	-11.16%	25.34%
PVA-电石价差	0.14%	3.64%	5.66%
双酚 A-苯酚-丙酮价差	-22.86%	-5.05%	17.43%
聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	-24.31%	-17.46%	-39.17%
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	-5.62%	3.91%	5.37%
TDI-甲苯-硝酸价差	-62.22%	-63.45%	-75.83%
纯 MDI-苯胺-甲醛价差	-21.34%	-20.03%	-28.22%
己二酸-纯苯-硝酸价差	-18.54%	-24.48%	-49.99%
环氧丙烷-丙烯价差	-24.81%	-22.55%	-30.60%
DMF-甲醇价差	-7.97%	-8.17%	-30.00%
尿素-无烟煤价差	11.59%	8.44%	23.35%
一铵-磷矿石-液氨-硫酸价差	21.42%	-5.77%	-42.83%
二铵-磷矿石-液氨-硫酸价差	22.45%	16.26%	-0.62%
硝酸铵-液氨价差	3.67%	7.79%	-9.74%
电石法 PVC 价差	4.16%	10.38%	9.19%
PTA-PX 价差	62.14%	9.65%	-14.79%
乙二醇-乙烯价差	-49.37%	-44.95%	-44.52%
粘胶短纤-棉短绒-烧碱价差	-27.02%	-21.75%	-7.97%
腈纶短纤-丙烯腈价差	3.18%	7.96%	68.96%
涤纶短纤-PTA-乙二醇价差	-2.94%	2.93%	2.36%
涤纶长丝-PTA-乙二醇价差	-14.73%	-12.76%	-7.09%
氨纶-纯 MDI-PTMEG 价差	-1.46%	2.20%	-4.44%
PA6-己内酰胺价差	-55.05%	-25.93%	0.75%
PA66-己二酸价差	-13.29%	-8.51%	31.97%
涤纶 FDY-PTA-乙二醇价差	-19.46%	0.22%	17.03%

资料来源: 百川盈孚、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 2019.8.16）

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)	54.47	-0.06%	-2.09%	-13.21%	0.11%	-17.36%
	布伦特 (美元/桶)	58.23	-0.51%	-6.79%	-19.36%	-9.82%	-18.93%
	NYMEX 天然气 (期货)	2.232	4.89%	-0.84%	-15.17%	-13.25%	-24.31%
	新加坡汽油 (美元/吨)	70.6	2.65%	-4.50%	-10.67%	7.87%	-15.45%
	新加坡柴油 (美元/吨)	75.95	5.69%	-1.26%	-11.20%	-2.25%	-11.73%
	新加坡石脑油 (美元/吨)	50	3.39%	-7.60%	-20.10%	-10.54%	-27.87%
	新加坡燃料油 (美元/吨)	314.3	-3.29%	-27.67%	-27.59%	-28.12%	-28.36%
	国内 0#柴油 (元/吨)	6550	-0.76%	-1.50%	2.34%	11.97%	-10.88%
	国内 93#汽油 (元/吨)	6400	0.00%	0.00%	-5.88%	-7.25%	-23.35%
	国内燃料油 (元/吨)	4880	0.00%	-1.01%	-1.81%	-3.37%	-9.63%
	国内石脑油 (元/吨)	6330	0.00%	0.48%	-3.65%	-1.09%	30.52%
	东南亚乙烯 CFR (美元/吨)	860	4.88%	14.67%	-3.37%	-19.63%	-31.75%
	韩国丙烯 FOB (美元/吨)	915	0.00%	1.10%	7.65%	-0.54%	-16.82%
	国内丙烯 (元/吨)	7800	2.63%	0.65%	10.64%	4.00%	-19.17%
	东南亚丁二烯 CFR (美元/吨)	1150	0.00%	1.77%	21.05%	9.52%	-31.14%
	国内丁二烯 (元/吨)	10200	2.00%	18.60%	25.93%	2.00%	-21.54%
	华东纯苯 (元/吨)	5175	4.55%	-3.63%	15.38%	5.61%	-27.37%
	韩国纯苯 FOB (美元/吨)	642.33	2.39%	-4.60%	4.27%	7.77%	-27.04%
	华东甲苯 (元/吨)	5490	1.67%	1.67%	4.67%	8.71%	-14.62%
	韩国甲苯 FOB (美元/吨)	646	1.10%	-0.54%	-0.15%	9.31%	-16.86%
	华东二甲苯 (元/吨)	5925	2.69%	6.76%	6.28%	9.12%	-11.57%
	韩国二甲苯 FOB (美元/吨)	699	3.40%	-2.24%	-1.06%	1.45%	-24.35%
	华东苯乙烯华东地区 (元/吨)	1016.5	1.30%	-3.37%	-87.75%	-87.83%	-91.42%
	苯乙烯韩国 FOB (美元/吨)	976.5	1.35%	-3.51%	-1.76%	-4.78%	-30.94%
	国内液化气 (元/吨)	3350	0.00%	-5.10%	-22.09%	-20.24%	-33.66%
	重质纯碱 (元/吨)	1800	0.00%	0.00%	-7.69%	-2.70%	0.00%
	轻质纯碱 (元/吨)	1600	0.00%	1.59%	-14.67%	-22.89%	-8.57%
	烧碱离子膜 32% (元/吨)	715	-0.69%	-0.69%	-13.86%	-15.88%	-25.13%
	液氯 (元/吨)	200	100.00%	-74.19%	-42.86%	300.00%	19900.00%
	盐酸 (元/吨)	160	-11.11%	-20.00%	39.13%	166.67%	220.00%
电石 (元/吨)	3301	-2.28%	-2.71%	3.09%	5.56%	-3.62%	
原盐 (元/吨)	145	0.00%	-2.03%	3.57%	-18.54%	-6.45%	
硝酸 (元/吨)	1700	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	
硫磺 CFR (美元/吨)	70	0.00%	-17.65%	-28.57%	-36.36%	-30.00%	
国内硫磺 (元/吨)	720	0.00%	-12.20%	-20.00%	-31.43%	-38.98%	
硫酸 (元/吨)	670	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	13.56%	
钛精矿 (元/吨)	1230	0.00%	0.00%	-1.60%	-1.60%	-1.60%	
无机化工	二氯甲烷 (元/吨)	3210	1.90%	-5.31%	-8.29%	-1.23%	-23.21%
	三氯乙烯 (元/吨)	4850	0.00%	3.19%	3.19%	-11.82%	-16.38%
	R22 (元/吨)	16000	0.00%	-5.88%	-11.11%	-11.11%	-17.95%
	氟化铝 (元/吨)	10450	0.00%	3.47%	10.58%	-18.36%	7.18%
	萤石粉 (元/吨)	3050	0.00%	-4.69%	8.93%	10.91%	20.79%
	无水氢氟酸 (元/吨)	10500	0.00%	-8.70%	5.00%	-4.55%	0.00%
	金属硅 3303 (元/吨)	10950	2.34%	-1.35%	-8.75%	-14.45%	-16.41%
	黄磷 (元/吨)	15000	-3.23%	-36.17%	-2.60%	-0.66%	8.70%
	磷矿石 (元/吨)	410	0.00%	0.00%	-18.00%	-18.00%	-8.89%
	磷矿石印度 CFR(70-73BPL) (美元/吨)	125	-9.09%	-8.76%	-8.76%	-8.76%	-4.94%
	磷酸工业 85% (元/吨)	4950	-10.81%	-5.71%	7.61%	7.61%	7.61%
	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)	15800	0.00%	0.00%	-5.95%	-5.95%	-7.60%
	BDO	9600	0.00%	1.05%	4.35%	-1.03%	-21.31%
	有机化工	甲醇 (元/吨)	2070	-0.48%	-4.61%	-11.73%	-16.87%
丙酮 (元/吨)		3775	2.72%	9.42%	23.77%	-3.21%	-29.77%
醋酸 (元/吨)		3300	3.13%	22.22%	34.69%	1.54%	-25.84%
苯酚华东地区 (元/吨)		3300	3.13%	22.22%	-56.86%	-61.52%	-67.57%

	醋酐 (元/吨)	7100	0.00%	31.48%	29.09%	14.52%	4.41%
	苯胺 (元/吨)	6200	3.33%	-4.62%	3.33%	-3.13%	-33.33%
	环氧氯丙烷 (元/吨)	12000	-17.24%	-31.43%	10.09%	-4.00%	5.73%
	聚乙烯醇 (元/吨)	13550	0.00%	0.00%	0.00%	-3.21%	-0.37%
	双酚 A (元/吨)	8800	-6.38%	-9.74%	-22.30%	-30.71%	-40.34%
	甲基环硅氧烷 DMC (元/吨)	21000	0.00%	16.67%	2.44%	16.67%	-38.24%
	二甲醚 (元/吨)	3040	0.00%	0.00%	-1.94%	-10.85%	-26.57%
	醋酸乙烯 (元/吨)	6400	0.00%	0.00%	-12.33%	-9.86%	-20.00%
	季戊四醇 (元/吨)	10200	0.00%	0.00%	-7.27%	-13.56%	-11.30%
	甲醛 (元/吨)	1400	7.69%	0.00%	-9.68%	-6.67%	-20.00%
	环己酮 (元/吨)	8375	0.90%	-8.97%	-8.97%	-19.47%	-37.03%
	软泡聚醚 (元/吨)	10950	4.29%	10.05%	8.42%	-3.10%	-16.41%
	硬泡聚醚 (元/吨)	10050	2.03%	6.91%	4.69%	-4.29%	-11.06%
	TDI (元/吨)	13050	-4.57%	-2.25%	-7.77%	-4.74%	-57.21%
	纯 MDI (元/吨)	19000	-5.00%	7.65%	-13.64%	-10.17%	-34.14%
聚氨酯	己二酸 (元/吨)	8400	-0.30%	2.44%	5.00%	-3.45%	-17.65%
	环氧丙烷 (元/吨)	10750	4.37%	13.76%	14.36%	0.94%	-16.50%
	环氧乙烷 (元/吨)	7800	0.00%	5.41%	6.85%	0.00%	-25.71%
	DMF (元/吨)	4475	1.13%	-1.65%	-5.79%	-3.76%	-24.15%
	丁酮 (元/吨)	6700	-3.25%	-0.74%	-9.76%	-2.19%	-11.26%
	尿素(华鲁小颗粒) (元/吨)	1810	-3.21%	-4.74%	-5.73%	-3.72%	-5.73%
	尿素(美丰小颗粒) (元/吨)	1900	0.00%	0.00%	-9.52%	-2.56%	-6.86%
	磷酸一铵 (宣化)	2150	0.00%	0.00%	0.00%	-10.42%	-1.96%
	磷酸一铵 (新洋丰)	2200	0.00%	-2.22%	-2.22%	-13.73%	-8.33%
	磷酸二铵 (宣化)	2500	0.00%	0.00%	-5.66%	-10.71%	-9.09%
	磷酸二铵 (六国)	2450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	一铵国际 (美元/吨)	315	-2.33%	-4.11%	-17.21%	-20.75%	-26.74%
	二铵国际 (美元/吨)	327	-3.82%	-3.82%	-21.68%	-24.22%	-26.10%
化肥农药	氯化钾 95% (元/吨)	2250	0.00%	-4.26%	-4.26%	-7.02%	-4.26%
	硫酸钾 50%粉 (元/吨)	3100	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.33%
	草甘膦 (元/吨)	25000	-5.66%	-7.41%	4.17%	2.04%	-7.41%
	复合肥 45%[S] (元/吨)	2400	0.00%	0.00%	0.00%	-4.00%	0.00%
	合成氨 (元/吨)	3200	6.67%	10.34%	11.89%	6.67%	11.11%
	氯化铵 (元/吨)	630	5.00%	8.62%	8.62%	12.50%	26.00%
	尿素波罗的海 (美元/吨)	242	-6.92%	-6.56%	-2.02%	5.22%	-5.10%
	磷酸二铵美国海湾 (美元/吨)	327	-3.82%	-3.82%	-11.02%	-22.51%	-24.57%
	纯吡啶 (元/吨)	19500	0.00%	0.00%	-3.70%	-6.02%	-9.30%
	硝酸铵 (元/吨)	2000	1.01%	1.01%	1.01%	0.00%	2.56%
	PPCFR 中国 (美元/吨)	1040	-1.42%	-2.35%	-8.77%	-4.15%	-16.47%
	国内 PP (元/吨)	9100	0.00%	-3.19%	-3.70%	-3.70%	-20.18%
	LDPE 东南亚 CFR (美元/吨)	975	-1.52%	-3.47%	-8.02%	-7.14%	-15.95%
塑料	国内 LDPE (元/吨)	8250	0.00%	-2.94%	0.61%	-9.84%	-18.32%
	PVC 东南亚 CFR (美元/吨)	865	-0.80%	-1.70%	2.98%	-3.89%	-8.95%
	PVC (电石法) (元/吨)	6755	0.93%	-1.24%	-3.15%	4.32%	-7.72%
	PVC (乙烯法) (元/吨)	6950	0.00%	-0.90%	-2.80%	-1.49%	-7.80%
	ABS (元/吨)	11650	0.33%	-3.92%	-8.27%	-10.47%	-25.56%
	PS (元/吨)	9587	-0.65%	-3.65%	-6.01%	-15.90%	-26.54%
	国际天然橡胶 (美元/吨)	1335	0.00%	-5.99%	-12.17%	-5.32%	-2.91%
	国内天然橡胶 (元/吨)	10250	-1.91%	-2.38%	-12.39%	-7.24%	2.50%
橡胶	丁苯橡胶 1502 (元/吨)	10525	-3.00%	3.44%	-6.03%	-9.66%	-16.80%
	顺丁橡胶 (元/吨)	10950	-2.23%	3.79%	-4.37%	-7.20%	-20.94%
	炭黑 N330 (元/吨)	6000	0.00%	0.00%	-16.67%	-16.67%	-17.81%
	己内酰胺 (元/吨)	12200	-0.81%	-2.40%	-2.79%	-8.27%	-26.51%
	丙烯腈 (元/吨)	11950	0.14%	0.14%	-19.03%	-1.59%	-36.10%
	PTA (元/吨)	5230	1.36%	-17.25%	-14.12%	-17.90%	-36.99%
	MEG (元/吨)	4469	2.24%	1.80%	2.81%	-12.08%	-41.19%
	PET 切片 (元/吨)	6900	2.99%	-5.48%	-6.12%	-11.82%	-30.65%
化纤	PTMEG (元/吨)	15500	0.00%	-1.27%	-7.74%	-6.06%	-22.50%
	棉花 CCIindex(328)	13576	-0.11%	-3.20%	-9.26%	-12.41%	-16.67%
	粘胶短纤 (元/吨)	11400	-0.87%	-2.98%	-3.39%	-14.93%	-20.28%
	粘胶长丝 (元/吨)	37800	0.00%	0.00%	0.00%	0.27%	0.13%
	腈纶短纤 (元/吨)	15200	0.00%	-1.94%	-12.39%	-4.70%	-27.27%

涤纶短丝 (元/吨)	7200	1.41%	-10.00%	-12.20%	-18.41%	-33.74%
涤纶 POY (元/吨)	7750	1.31%	-6.06%	-3.13%	-8.82%	-31.42%
锦纶 POY (元/吨)	15500	-1.59%	-1.59%	-10.40%	-13.89%	-27.06%
氨纶 40D (元/吨)	30000	0.00%	0.00%	-6.25%	-7.69%	-11.76%
棉短绒 (元/吨)	3700	0.00%	0.00%	0.00%	-1.33%	0.00%
棉浆元/吨)	6000	0.00%	-1.64%	-9.09%	-14.89%	-15.49%
木浆国际 (美元/吨)	780	0.00%	0.00%	-7.14%	-12.36%	-17.02%
PA6 (元/吨)	13200	0.00%	-2.04%	-4.35%	-12.00%	-28.94%

资料来源: 百川盈孚, 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 20190819	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600309	万华化学	买入	43.50	3.88	3.94	4.69	11.2	11.0	9.3	3.9
002601	龙蟒佰利	买入	13.18	1.12	1.50	1.81	11.8	8.8	7.3	2.3
600346	恒力股份	买入	13.25	0.66	1.22	1.63	20.1	10.9	8.1	3.2
600426	华鲁恒升	买入	15.78	1.86	1.57	1.76	8.5	10.1	9.0	2.0

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