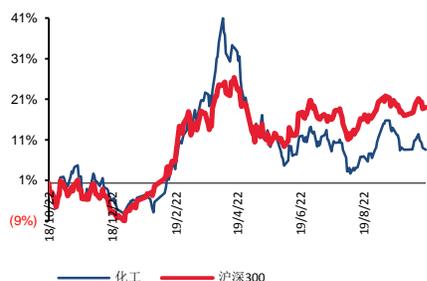


材料 材料 II

那些持续景气的中游加工化工子行业

■ 走势比较



■ 子行业评级

相关研究报告:

《【太平洋化工周报】继续关注景气向上子行业及业绩增长公司》
--2019/10/20

《预计文莱项目四季度全面投产，业绩中枢上新台阶》--2019/10/18

《【太平洋化工】利安隆：前三季度预增 45%-50%，凯亚超预期，维持“买入”》--2019/10/15

证券分析师：柳强

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

事件：全球经济增速放缓，国内经济新动能不足，原油“上有顶下有底”，上游大宗化工品价格普遍低位，国家大力降税减费，中游制造业有望受益。

主要观点：

1. 原料价格下滑，降税减费，毛利率提升，中游加工子行业受益

原材料价格下滑：受益 2016 年 H2 以来的环保供给侧改革、落后产能退出，叠加油价底部回升，制造业 PMI 指数在 2018 年 5 月前还保持较高位置，不少大宗周期品价格暴涨，催化化工行业营收及盈利水平大幅提升。但 2018 年下半年以来，PMI 呈下降趋势，内部需求疲软，零售、汽车、空调等消费数据下滑，叠加外部中美贸易摩擦扰动，我国面临经济周期和金融周期双下行挑战，新动能不足。大宗化工品价格震荡下行，处于低位。比如乙烯、MDI、TDI、PC、PX、乙二醇、橡胶等产品价格较高点下滑 30%-50%。同时，全球原油供应能力充足，特定条件下供需弱平衡，预计国际油价“上有顶下有底”。2015-2017 年我国石油和化学工业固定资产投资完成额分别同比下降 4.29%、3.59%、4.19%，从 2018 年逐渐修复，2019-2020 年行业新增产能较多，主要是上游几个大炼化项目全面投产，相关化工品产能增加。

降税减费：2019 年 4 月 1 日起，制造业等行业现行 16% 的增值税税率降至 13%。2019 年 5 月 1 日起，降低社会保险费率。

持续景气中游加工子行业：在此背景之下，化工投资逻辑之一是寻找中游景气加工子行业。我们认为轮胎、聚酯、抗老化剂、减水剂、塑料加工、光引发剂等中游制造子行业依然处于景气周期，三季报及全年业绩有支撑。对于中游制造子行业，市场最大的担心是其对上游及下游议价能力的缺省，抑制了估值。但不少中游制造子行业或正实施一体化全产业链发展，或扩大产能提高下游市占率，或丰富产品类型等，以提高抗风险能力，实现业绩持续增长。

2. 投资建议

重点推荐赛轮轮胎、利安隆、苏博特、聚酯产业链（恒力石化、恒逸石化、桐昆股份）。

赛轮轮胎：主要逻辑（1）海外轮胎工厂直接受益中美贸易摩擦，公司越南工厂 1000 万条半钢胎、120 万条全钢胎、3.5 万吨非公路轮胎。（2）国内

增值税下调，轮胎出口退税增加。(3) 原材料橡胶、炭黑等价格低位，炭黑企业黑猫股份前三季度亏损。(4) 新增产能，2019 年内东营基地增加 700 万条半钢胎，越南增加 1.5 万吨非公路轮胎；越南 240 万套/年全钢胎项目预计 2020 年 H1 投产。(5) 尽管乘用车销售数据下滑，但乘用车保有量持续增长，换胎需求增加。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 0.4 元、0.46 元、0.51 元，对应 PE 估值 10.2 倍、9 倍、8 倍，维持“买入”。

利安隆：主要逻辑 (1) 公司为抗老化剂龙头，产品应用广泛，具有一定抗周期性。(2) 2019 年 7 月并表的凯亚化工超预期，产品系列协同能力提升。

(3) 依然处于产能扩张期，业绩增长期。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.52 元、2.15 元、2.55 元，对应 PE 估值 23.7 倍、16.7 倍、14.1 倍，维持“买入”。

苏博特：主要逻辑 (1) 公司订单充足，原料价格下滑，毛利率提升。(2) 公司为外加剂行业龙头 (2018 年市占率 5.6%)，受益环保标准提高，行业集中度提升。(3) 新增产能，年底或明年初还将投放新产能 52 万吨高性能减水剂及原材料。预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.10 元、1.36 元、1.75 元，对应 PE 估值 12.3 倍、10 倍、7.7 倍，维持“买入”。

聚酯产业链：目前市场对于下游需求过于悲观，但据我们测算，2019 年 1-8 月我国涤纶长丝累计产量 1996 万吨，同比+13.5%；累计出口 179.74 万吨，同比+15.3%；累计净出口 172.66 万，同比+17.03%；表观消费量 1824 万吨，同比增长 13.2%。我们认为，受益“PX 大量投产、乙二醇中长期过剩”，前期行业利润分配头重脚轻，向下游转移的趋势明显，PTA、涤纶端受益。而且，随着各家龙头公司上游大炼化相继投产，补齐上游产业链后的炼化聚酯一体化发展，抗风险能力增强，我国炼化聚酯产业链具有全球竞争力。重点推荐恒力石化、恒逸石化、桐昆股份，维持“买入”。

风险提示：宏观经济下滑，原料及产品价格大幅波动，扩产项目不及预期。

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	股价 (元/股)	EPS (元)				PE			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
601058.SH	赛轮轮胎	110.98	4.11	0.25	0.40	0.46	0.51	16.61	10.24	9.02	8.07
300596.SZ	利安隆	73.80	36.00	0.94	1.52	2.15	2.55	38.23	23.66	16.74	14.11
603916.SH	苏博特	41.87	13.48	0.86	1.10	1.36	1.75	15.60	12.28	9.95	7.70
600346.SH	恒力石化	1,174.83	16.69	0.47	1.29	1.67	2.11	35.36	12.96	9.97	7.90
000703.SZ	恒逸石化	396.99	13.97	0.69	1.10	1.77	1.97	20.23	12.74	7.87	7.10
601233.SH	桐昆股份	234.32	12.68	1.15	1.48	1.81	2.47	11.05	8.59	7.00	5.14

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；备注：市值及股价基础为 2019 年 10 月 22 日

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhafll@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610)88321761

传真：(8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，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。任何人使用本报告，视为同意以上声明。