

【太平洋化工】2020年度投资策略报告

行业评级：看好

迎接化工大级别反弹

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

证券分析师：刘和勇

电话：010-88321949

E-MAIL: liuhy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518090003

分析师助理：翟绪丽

电话：010-88695269

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

太平洋证券研究院

2019年11月9日

- **一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工结构性行情**
- **化工行业盈利下滑：**上一轮化工景气周期始于2008年全球经济危机后国内财政刺激，本轮受益于2016H2以来供给侧改革、环保攻坚战、落后产能退出，化工营收及盈利大幅提升，ROE从2015年的5.92%持续修复至2018年的9.9%，但增速下滑。2018年6月后全球经济复苏明显放缓，外部中美贸易冲突一波三折，国内经济增速下滑，内部需求疲软，零售、汽车、空调等消费数据下滑，唯一亮点为房地产投资持续强劲，新动能不足，化工盈利下滑。我们认为化工全面景气周期接近尾声，迎接结构性行情。
- **估值十年低位水平：**化工行业估值从2017年Q2开始持续下降（业绩增长驱动），2018年Q4加速下滑（戴维斯双杀），行业PE和PB达到十年来最低位。2019年Q1快速修复（EPS环比改善，叠加3.21响水事件催化），但目前外围不稳，内部CPI和PPI剪刀差扩大，传统周期信心不足。机构对于化工行业低配。
- **全球宽松抵御经济下滑，国内逆周期调控，十三五收官之年保胜利果实。**为实现全面建成小康社会，2020年GDP比2010年翻一番目标，测算2019-2020年GDP累计增长12.75%，年均增长目标6.18%，未来不悲观。
- **补库存周期有望启动：**目前行业处于被动去库存阶段，未来随着宏观经济调控，有望在2020年Q2迎来补库存周期。
- **五条投资主线：**（1）**优质核心资产，淡化短期，中长期跑赢。**重点推荐万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成。（2）**景气周期子行业。**受惠于原材料价格下滑、减税降费、行业集中度提升，我们预计轮胎、聚酯、塑料加工、减水剂、抗老化剂、光引发剂等中游制造子行业依然处于景气周期。同时，国家能源安全，七年行动计划背书，油服产业链景气复苏。重点推荐恒力石化、恒逸石化、桐昆股份、赛轮轮胎、玲珑轮胎、苏博特、利安隆、海油工程。（3）**硬科技及成长股。**重点推荐昊华科技、万润股份。（4）**低估值优质资产。**目前或缺乏催化，但公司资产优良，估值低位。重点推荐龙蟒佰利、卫星石化、中国化学。（5）**资产重组。**重点关注新奥股份、华峰氨纶、江苏索普。



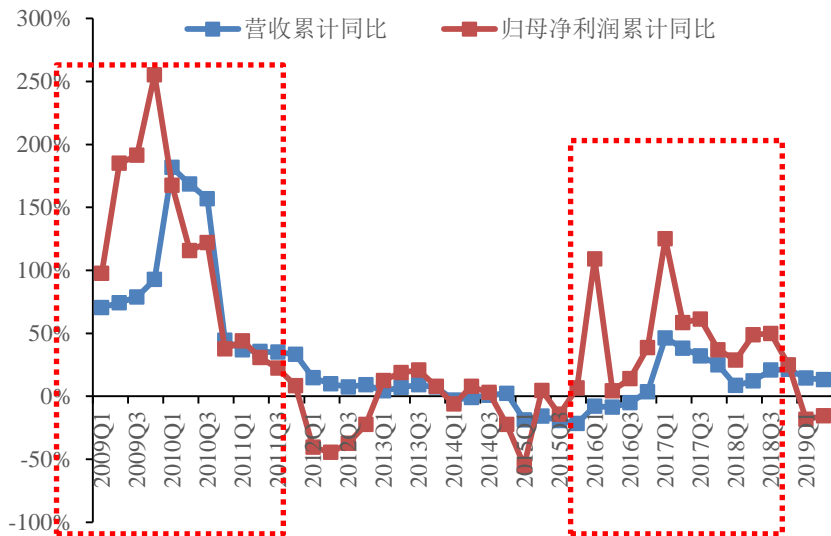
- **二、国际油价：“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场**
- **全球供需弱平衡，美沙俄三足鼎立，供给端波动轻易改变油价走向：OPEC及OPEC+自2016年11月以来达成的减产协议本身即已说明全球原油供应能力充足，但特定条件下供需弱平衡，美沙俄三足鼎立左右全球市场。**
- **国际油价“上有顶下有底”：从消费国角度出发，过高油价导致通胀，压缩货币宽松空间，不利于经济发展，希望压制油价在合理水平。但是，低油价不符合产油国利益，特别是财政严重依赖油气出口的中东国家。对于寡头市场，其具有一定的调节能力，如在执行的联合减产协议。同时，页岩油成本支撑，中东局势隐忧仍在。预计国际油价“上有顶下有底”，2019年Brent油价中枢在64美元/桶，2019年Q4在58-65美元/桶附近。2020年维持区间波动震荡格局，除非新的打破即有平衡因素出现。需警惕美国能源独立之后的诉求变化。**
- **风险提示：宏观经济持续下滑，需求下降，油价大幅波动，化工品价格下跌，在建项目投产进度不及预期，汇率波动**



- **一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工行情**
- **二、油价：全球弱平衡，当前“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场**
- **三、投资主线之优质核心资产**
- **四、投资主线之景气周期子行业**
- **五、投资主线之硬科技及成长股**
- **六、投资主线之低估值优质资产**
- **七、投资主线之资产重组**
- **八、风险提示**

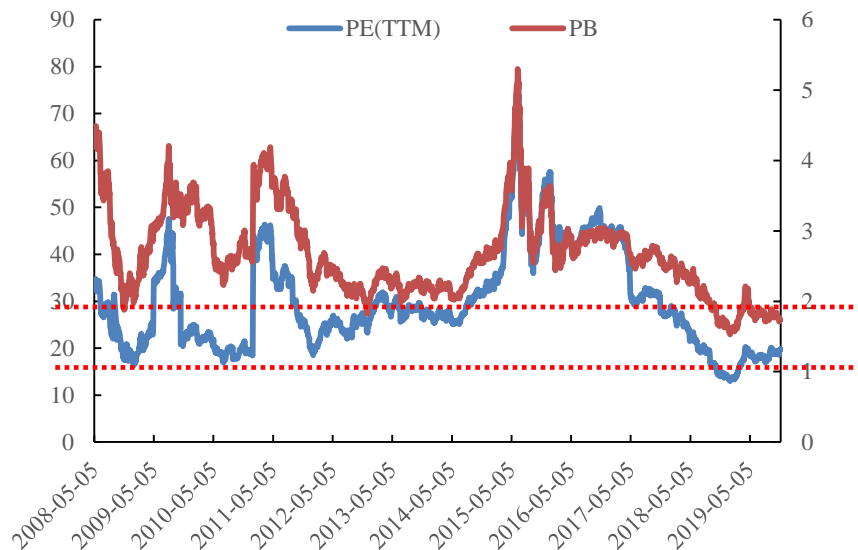
- 上一轮化工景气周期始于2008年全球经济危机后国内财政刺激，四万亿投资计划；本轮受益于2016H2以来供给侧改革、环保攻坚战、落后产能退出，化工营收及盈利大幅提升，ROE从2015年的5.92%持续修复至2018年的9.9%，但增速下滑。2018年6月后全球经济复苏明显放缓，外部中美贸易冲突一波三折，国内经济增速下滑，内部需求疲软，零售、汽车、空调等消费数据下滑，唯一亮点为房地产投资持续强劲，新动能不足，化工盈利下滑。
- 化工行业估值从2017年Q2开始持续下降（业绩增长驱动），2018年Q4加速下滑（戴维斯双杀），行业PE和PB达到十年来最低位。2019年Q1快速修复（EPS环比改善，叠加3.21响水事件催化），但目前外围不稳，内部CPI和PPI剪刀差扩大，传统周期信心不足，化工维持结构性行情。

图表：化工行业全面景气周期接近尾声，开启结构性行情



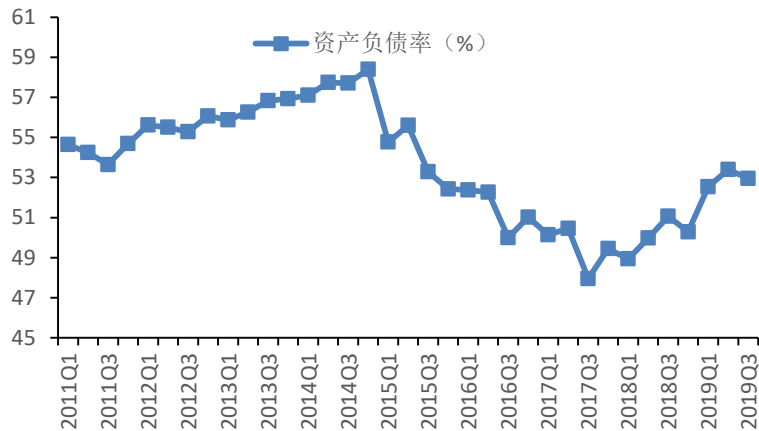
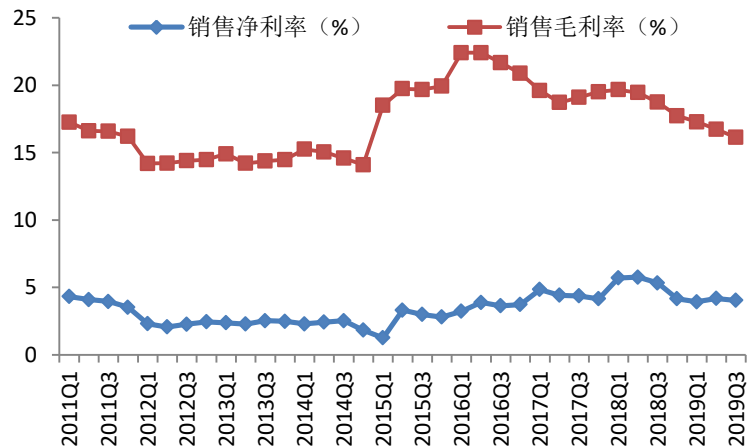
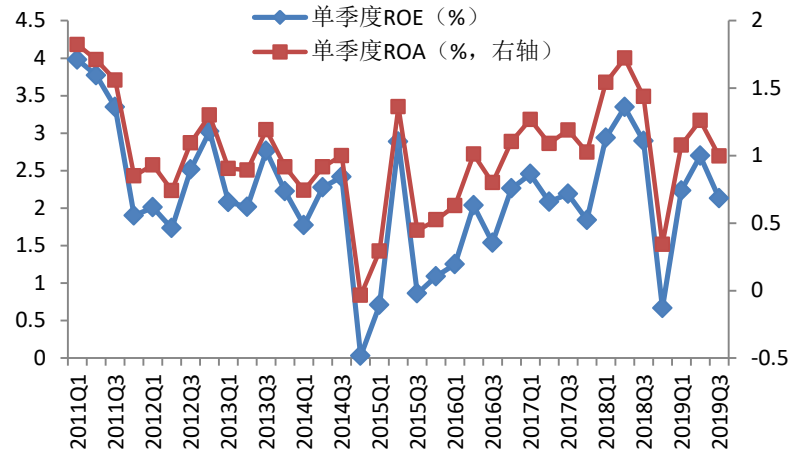
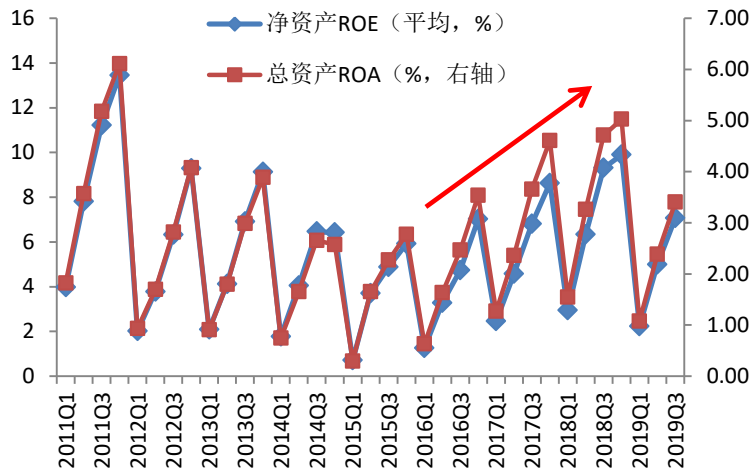
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：化工行业估值处于十年低位水平



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- **化工全面景气周期接近尾声，迎接结构性行情：**在申万28个一级行业中，11个归母净利润同比下降（占比39%），18个归母净利润环比下滑（占比64%），其中化工行业同比下滑21.97%（第五差）和环比下滑19.17%（第六差）。
- **(1) 营收增加，毛利率下滑，盈利下滑：**化工行业前三季度实现营业收入3.75万亿元，同比+5.88%；归母净利润1358亿元，同比-21.97%。营收增加主要由于产能增加，增值税率下调等影响。销售毛利率16.13%，同比下滑2.61个百分点。ROA和ROE分别为3.40%和7.07%，同比分别下滑1.31和2.24个百分点。资产负债率52.95%，同比上升1.89个百分点。
- **(2) 三季度环比下降，四季度压力较大，但同比不悲观：**化工行业第三季度单季度ROA和ROE分别为1%和2.13%，分别环比下滑0.26和0.57个百分点。营业收入环比下滑3.88%；归母净利润同比下滑21.69%，环比下滑19.17%，而一季度和二季度分别环比增长241.91%和21.96%。主要由于全球经济增速放缓，外部中美贸易摩擦，内部经济新动能不足，下游需求一般。展望四季度，由于为大部分化工品需求淡季，预计四季度压力较大，但由于去年基数低，同比不悲观。
- **(3) 结构性行情：**三级子行业中，粘胶、炭黑表现亏损，上游原材料表现一般。中游制造行业表现可圈可点，表现较好主要是轮胎、改性塑料、维纶、民爆用品、涂料油漆、农药、涤纶等。
- **(4) 强者恒强，龙头持续扩产，集中度提升：**化工行业前三季度资本开支4472亿元，同比+23.9%。且主要集中在龙头公司，TOP 2即两桶油占比58.37%，TOP 10占比82.06%，TOP 20占比86.44%。剔除两桶油后，TOP 5占比51.41%，TOP 10占比59.87%，TOP 20占比68.70%。

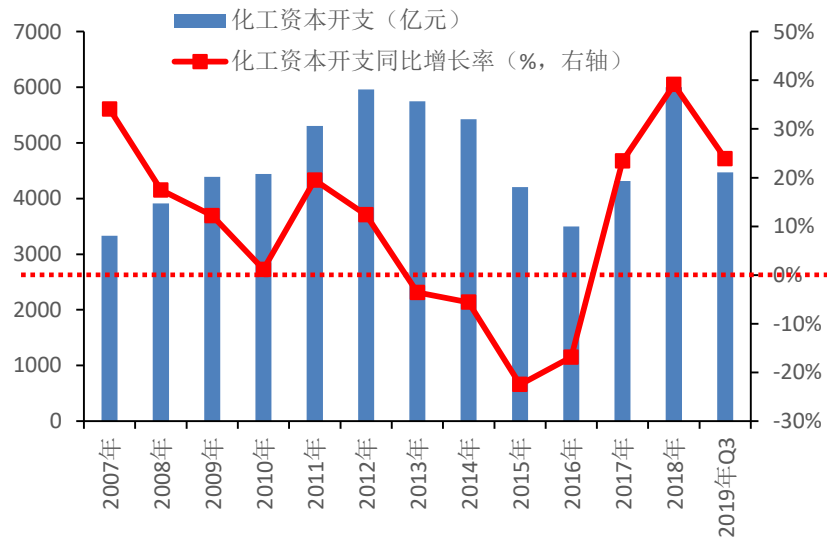


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院



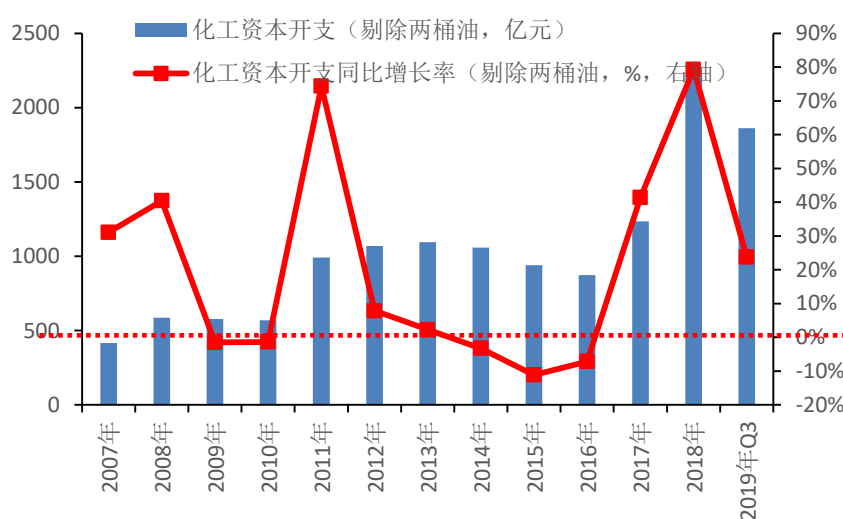
- **行业投资再扩张：**据统计，2015、2016、2017年中国石油和化学工业固定资产投资完成额分别达2.23万亿元、2.15亿元、2.06亿元，同比下降4.29%、3.59%、4.19%，占全国工业投资总额的10.2%、9.4%、8.8%，持续下滑，2018年以后随着企业利润的提升，逐渐修复。
- **龙头持续扩产，集中度提升：**投资、消费和净出口是宏观经济发展“三驾马车”，对于企业发展，持续的投资能力也是公司不断发展壮大不可或缺的部分，特别是“三降一去一补”、环保高压常态化，已从“量的去化”走向“量的优化”背景下，投资能力反映了公司资金实力、环保护城河，龙头公司持续扩产。

图表：A股化工行业资本开支走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：A股化工行业资本开支走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院



■ 化工全面景气周期接近尾声，迎接结构性行情

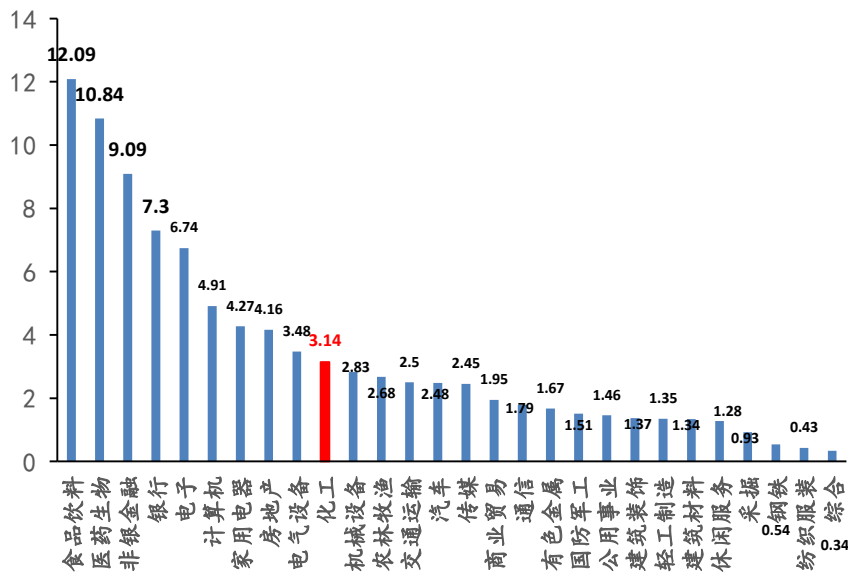
图表：申万二级子行业归母净利润同比增速（%）

申万三级子行业	2018一季报	2018半年报	2018三季报	2018年报	2019一季报	2019半年报	2019三季报	趋势
石油加工(申万)	12.80	116.76	48.97	-73.04	-23.73	-30.01	-34.21	
石油贸易(申万)	91.58	3581.73	1331.07	-61.36	-68.90	134.16	-33.52	
纯碱(申万)	-26.69	158.03	-26.15	151.63	-23.09	-62.93	-30.01	
氯碱(申万)	5.09	36.45	73.29	185.44	10.79	-37.91	-47.48	
无机盐(申万)	48.30	136.76	31.21	40.60	14.49	-14.48	-7.29	
其他化学原料(申万)	-47.05	10.89	18.56	16.26	48.49	28.32	10.08	
氮肥(申万)	151.61	301.48	123.16	4559.84	-36.97	-44.27	-62.36	
磷肥(申万)	120.94	95.91	-81.54	-318.71	78.55	112.03	-70.29	
农药(申万)	160.47	53.08	17.46	-93.90	-44.25	-17.11	25.04	
日用化学产品(申万)	134.29	306.79	216.49	904.04	59.92	54.51	-43.13	
涂料油漆油墨制造(申万)	88.42	51.31	37.61	-123.36	-65.34	-1.20	30.95	
钾肥(申万)	-3.35	-251.23	89.85	32.33	3.20	82.45	-87.78	
民爆用品(申万)	20.52	27.02	264.45	376.85	1004.00	156.47	30.08	
纺织化学用品(申万)	39.31	74.10	44.69	22.98	35.75	12.07	-14.62	
其他化学制品(申万)	25.34	6.14	14.25	-36.25	-10.57	13.13	1.92	
涤纶(申万)	27.37	45.06	111.16	-174.76	-16.74	93.89	14.82	
维纶(申万)	-20.46	44.15	33.32	68.89	116.69	94.72	149.51	
粘胶(申万)	-90.31	-39.66	-35.53	125.52	-196.73	-184.74	-185.34	
其他纤维(申万)	26.92	1262.19	239.04	123.23	91.47	-43.27	-39.57	
氨纶(申万)	58.57	30.06	58.18	-25.08	4.16	-11.57	16.72	
其他塑料制品(申万)	2.79	14.66	23.73	-270.06	-113.61	-96.94	-90.80	
合成革(申万)	186.60	71.07	-15.02	-1.73	-4.55	-104.38	6.59	
改性塑料(申万)	24.03	-0.13	6.62	-338.10	44.72	10.90	40.71	
轮胎(申万)	27.54	238.97	134.10	113.67	27.22	2.67	48.74	
其他橡胶制品(申万)	74.62	31.46	38.39	-27.04	16.07	-8.43	14.81	
炭黑(申万)	126.63	19.78	29.25	-81.12	-120.44	-101.23	-91.60	
聚氨酯(申万)	61.92	38.85	-22.84	-57.38	-26.47	-23.98	0.83	
玻纤(申万)	22.26	18.11	31.51	-7.29	-2.36	13.42	-13.49	
复合肥(申万)	8.24	15.02	45.83	-434.32	-17.14	-8.00	-40.35	
氟化工及制冷剂(申万)	43.88	107.34	135.17	2465.79	-19.80	-64.24	-42.61	
磷化工及磷酸盐(申万)	62.96	33.54	22.08	-51.52	-16.26	2.98	25.11	

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

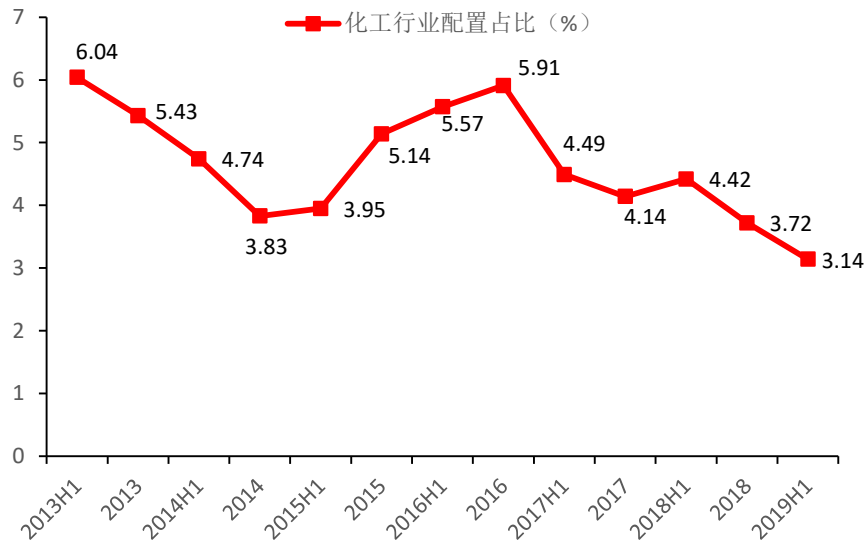
- 化工行业配置处于低位水平：目前申万化工行业占A股市值比例在4.56%，而2017年以来，公募基金股票端化工行业配置占比持续下降。
- 预计主要由于两桶油影响较大，减配较多。

图表：2019年中报公募基金申万各行业持股水平



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

图表：2013H1-2019H1公募基金申万化工行业股票配置占比 (%)

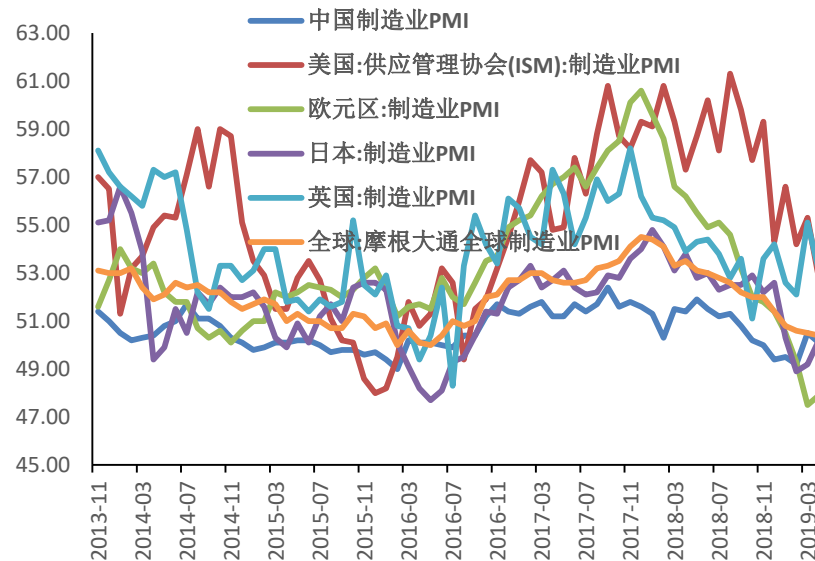
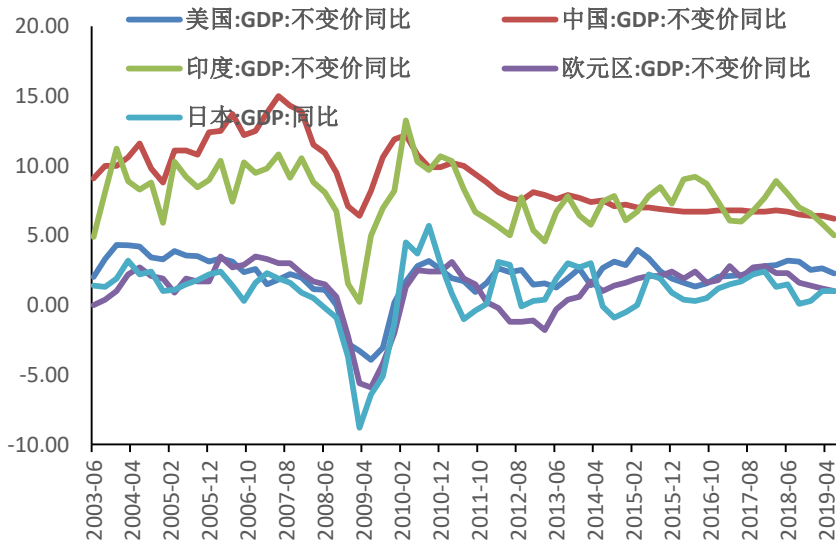


资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

- **全球两大经济体美国(2018年GDP占比24%)和中国(2018年GDP占比16%)贸易冲突一波三折, 对抗长期存在, 不利经济增长, 全球经济增速下滑。2019年10月18日, IMF再次下调全球经济增长预期至3.01% (前值3.1%)。**
 - “美国优先”战略下, 民族主义、贸易保护主义抬头: 美国威胁或已从多个国际协议和组织中退出, 已退出《巴黎协定》、《跨太平洋伙伴关系协定》、《伊朗核协议》、联合国人权理事会、联合国教科文组织; 威胁退出WTO、《中导条约》; 重新谈判《美韩自贸协定》、《北美自贸协定》。
 - **中国GDP: 2019Q1-Q3单季度GDP分别为6.4%、6.2%、6%, 增速进一步下滑压力较大。**
- **全球主要经济体制造业PMI指数下滑, 需求压力增加。中国制造业PMI, 2019年5月-10月处于荣枯线以下。**

图表: 全球主要经济体增速下滑

图表: 全球主要经济体制造业PMI走势图

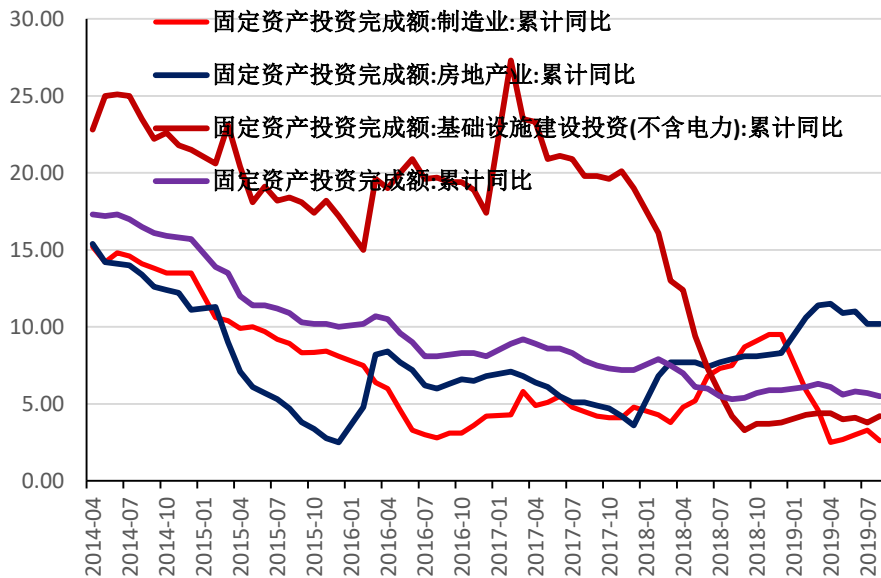


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

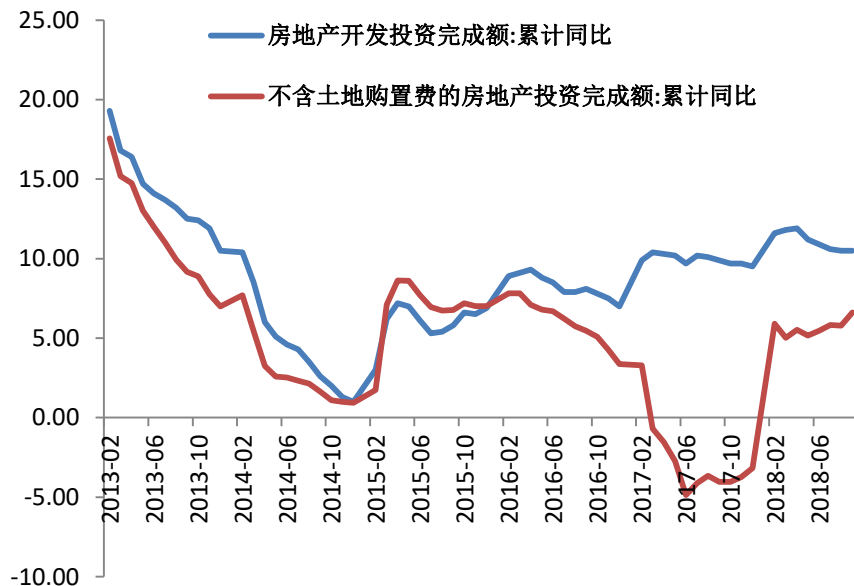
- **投资：2019年1-9月，固定资产投资完成额同比+5.4%，增速同比持平，环比下滑；基建投资（不含电力）同比+4.5%，稳基建有所成效；制造业同比+2.5%，增速持续下滑。**
- **房地产当期投资依然强劲，但前瞻指标下滑：2018年全年，房地产开发投资完成额同比增长9.5%，增速同比增长2.5个百分点，但剔除土地购置费用后，房地产开发投资完成额同比-3.2%，增速同比下降6.5个百分点。2019年1-9月，房地产投资同比+10.5%；剔除土地购置费用后，同比+6.6%，环比持续增长。房屋新开工面积累计同比+8.6%；购置土地面积累计同比-20.2%。**

图表：2014年至今固定资产投资完成额累计同比走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

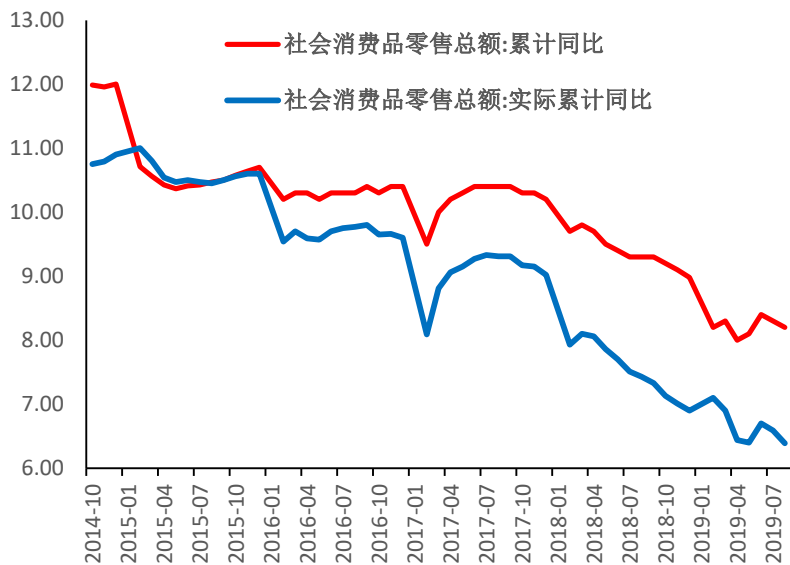
图表：2013年至今房地产开发投资完成额累计同比走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

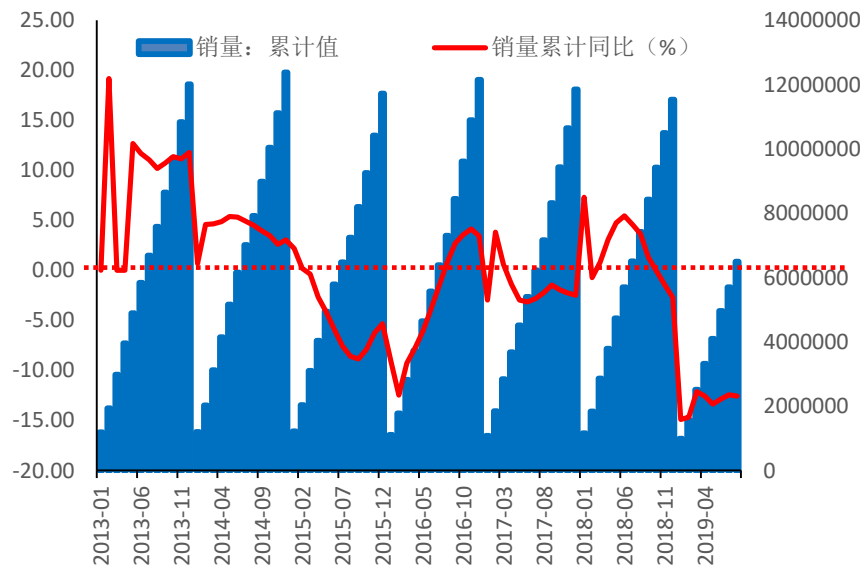
- **消费品零售增速下滑**：2019年1-9月，社会消费品零售总额累计同比由9.3%下降至8.2%，实际累计同比由7.33%下降至6.4%，增速持续下滑。
- **汽车消费下滑**：2019年1-9月，基本型轿车销量累计同比由+1.29%下降至-11.99%；乘用车SUV销量累计同比由+0.3%下降至-5.8%，**均连续12个月负增长**。部分受国五、国六标准切换影响，目前下降速度有所减缓。
- **空调消费下滑**：2019年1-9月，家用空调销量累计同比由+7.1%下降至-1.78%，连续9个月负增长。

图表：2014年至今社会消费品零售总额累计同比走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

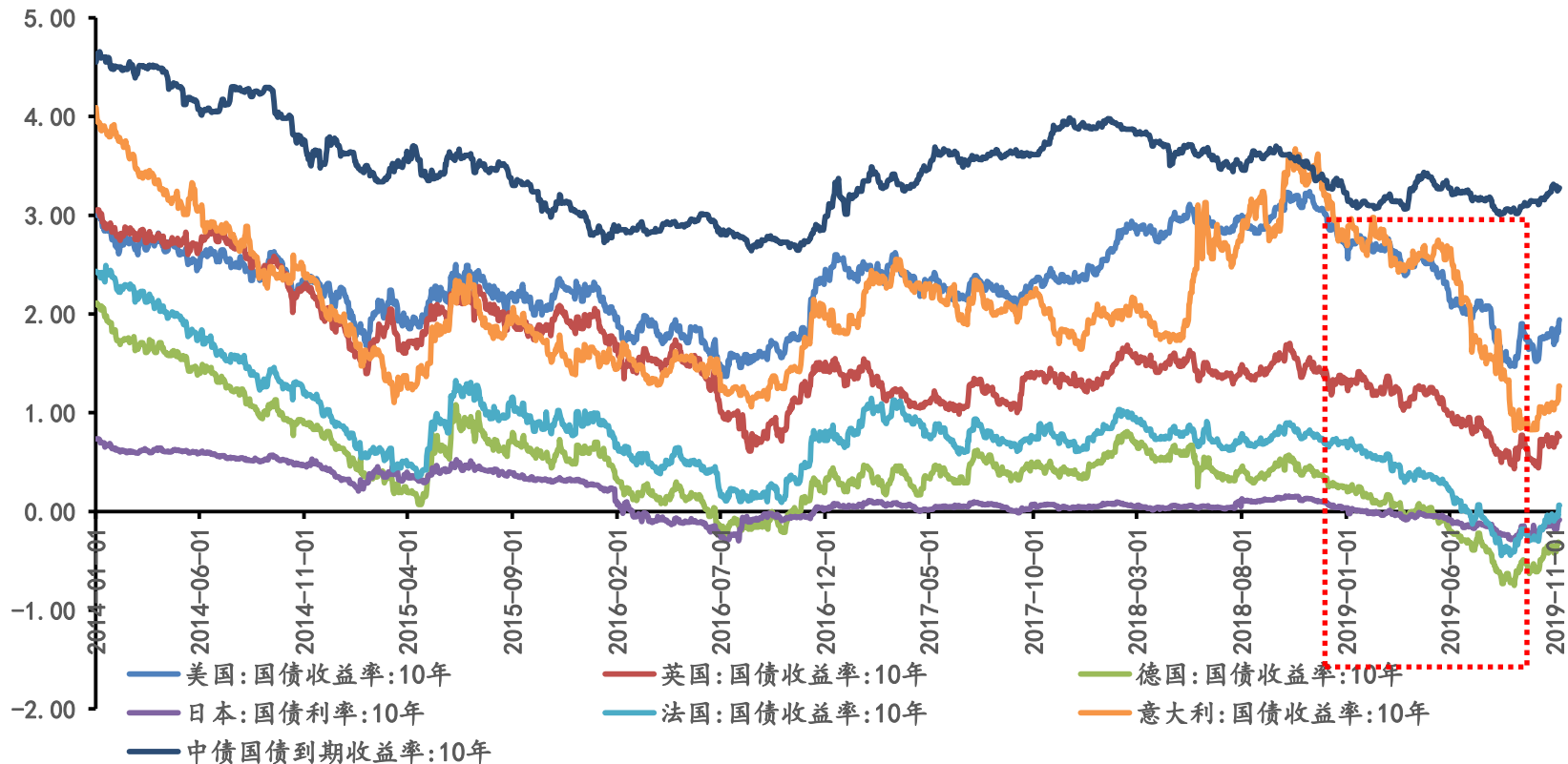
图表：2013年至今基本型轿车累计销量走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- **全球宽松抵御经济下滑：**随着全球经济下滑压力加大，不少经济体加大货币及财政政策刺激，一度出现“负利率”。不少国际机构预测2020年全球经济有望环比改善。

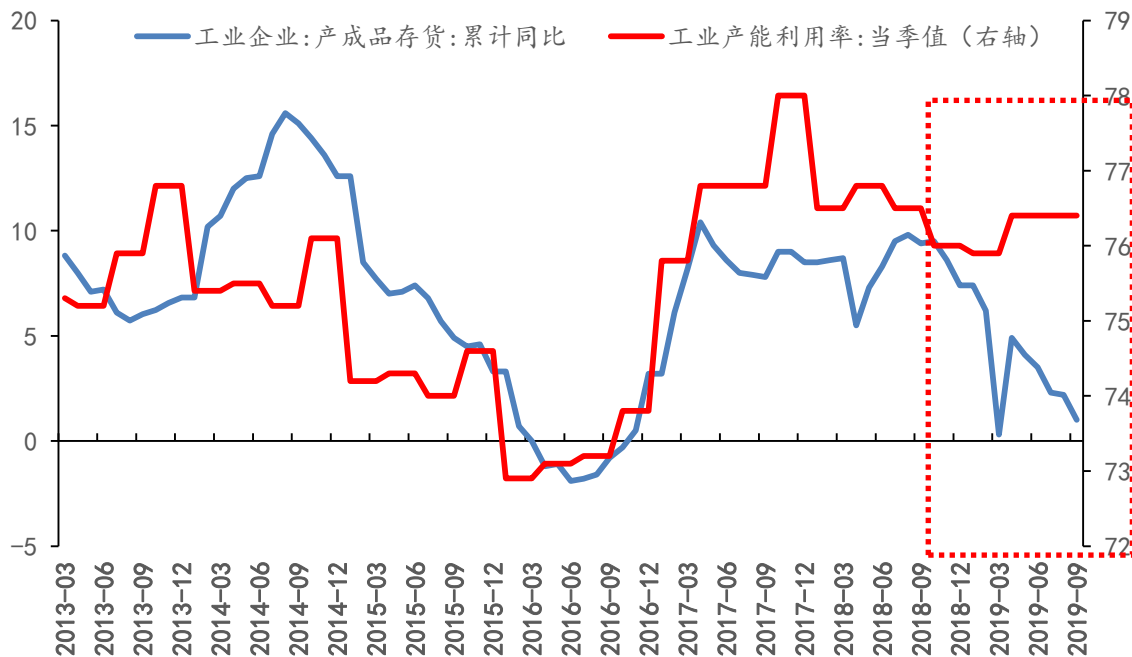
图表：主要经济体国债收益率下滑，甚至负利率



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

- **逆周期调控，中国十三五收官之年保胜利果实：**2020年是十三五收官之年，也是实现全面建成小康社会，2020年GDP比2010年翻一番目标的关键年。2019年前三季度GDP（不变价）增长6.178%，测算2019-2020年GDP累计增长12.75%，年均增长目标6.18%。
- **补库存周期有望启动：**目前行业处于被动去库存阶段，未来随着宏观经济调控，有望在2020年Q2迎来补库存周期。

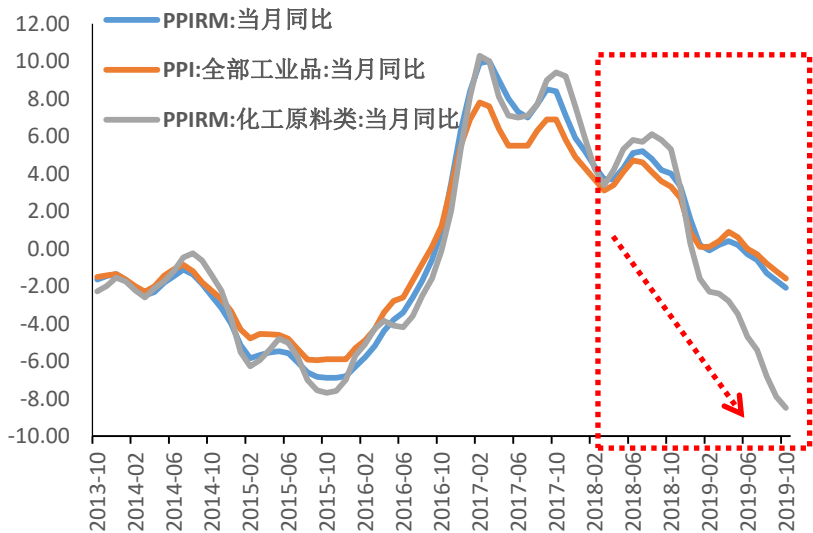
图表：2013年至今社会消费品零售总额累计同比走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

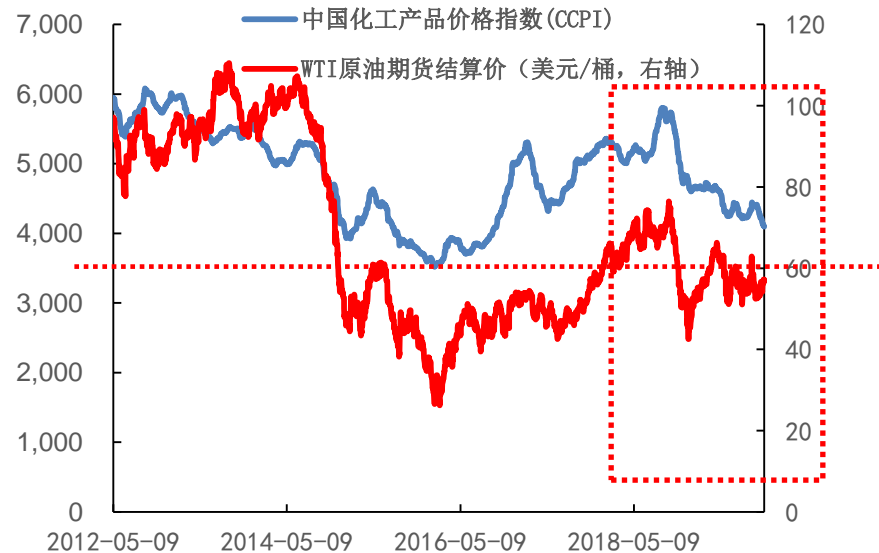
- **化工品价格领跌：**由于需求下滑，工业品PPI指数下滑，其中化工原料由于2017年涨幅较大，目前领跌。
- **化工品价格指数与原油价格相关性较高，但并不完全相同。**
- **预计进一步下滑磨底，但下降空间不大：**目前大部分化工品价格处于中低位水平，部分接近2016年低油价水平，未来进一步领跌空间不大。

图表：工业品PPI指数下滑，化工原料类领跌



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：化工品产品价格指数走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- **主线一：优质核心资产，淡化短期，关注中长期。**前期判断部分核心资产三季度业绩缺乏亮点得到验证，但不改“龙头N型震荡向上”趋势，“国内经济有多差，逆周期调控就有多强”，龙头公司抗风险能力强，中长期投资价值突出，大幅回调即迎来买点。**重点推荐万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成。**
- **主线二：景气周期子行业。**受惠于原材料价格下滑、减税降费、行业集中度提升，我们预计轮胎、聚酯、塑料加工、减水剂、抗老化剂、光引发剂等中游制造子行业依然处于景气周期。同时，国家能源安全，七年行动计划背书，油服产业链景气复苏。**重点推荐恒力石化、恒逸石化、桐昆股份、赛轮轮胎、玲珑轮胎、苏博特、利安隆、海油工程。**
- **主线三：硬科技及成长股。**硬科技具有重要战略意义及重大价值，半导体、5G产业链等相关产业链新材料国产化迎快速发展机遇，市场风险偏好提升。**重点推荐昊华科技、万润股份。**
- **主线四：低估值优质资产。**目前或缺乏催化，但公司资产优良，估值低位。**重点推荐龙蟒佰利、卫星石化、中国化学。**
- **主线五：资产重组。重点关注：新奥股份、华峰氨纶、江苏索普。**

- 一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工行情
- 二、油价：全球弱平衡，当前“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场
- 三、投资主线之优质核心资产
- 四、投资主线之景气周期子行业
- 五、投资主线之硬科技及成长股
- 六、投资主线之低估值优质资产
- 七、投资主线之资产重组
- 八、风险提示

- **全球供需弱平衡，美沙俄三足鼎立，供给端波动轻易改变油价走向：OPEC及OPEC+自2016年11月以来达成的减产协议本身即已说明全球原油供应能力充足，但特定条件下供需弱平衡，美沙俄三足鼎立左右全球市场。**
- **国际油价“上有顶下有底”：从消费国角度出发，过高油价导致通胀，压缩货币宽松空间，不利于经济发展，希望压制油价在合理水平。但是，低油价不符合产油国利益，特别是财政严重依赖油气出口的中东国家。对于寡头市场，其具有一定的调节能力，如在执行的联合减产协议。同时，页岩油成本支撑，中东局势隐忧仍在。预计国际油价“上有顶下有底”，2019年Brent油价中枢在64美元/桶，2019年Q4在58-65美元/桶附近。2020年维持区间波动震荡格局，除非新的打破即有平衡因素出现。需警惕美国能源独立之后的诉求变化。**

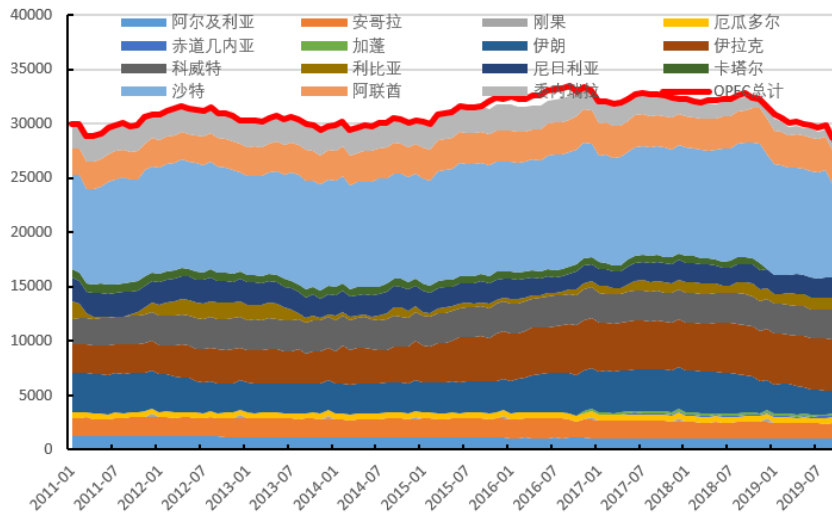
图表：国际油价区间震荡



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

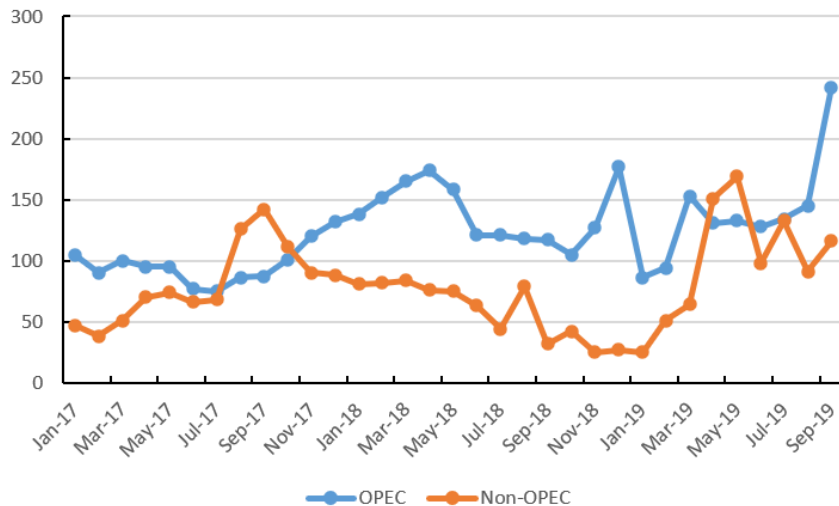
- **OPEC影响力逐渐弱化**：2019年9月沙特原油产量8564千桶/日，环比下滑13%；OPEC原油产量28491千桶/日，环比下滑4.4%。主要受沙特石油设施遇袭影响，沙特及OPEC 9月份原油产量显著下滑。
- **OPEC+减产执行情况良好**：2019年以来OPEC+减产执行情况良好，9月份受沙特石油设施遇袭影响，OPEC减产执行率达到242%，前三季度平均为138%，非OPEC国家前三季度减产执行率平均为99.8%。

图表：OPEC各成员国原油产量



资料来源：OPEC，太平洋证券研究院

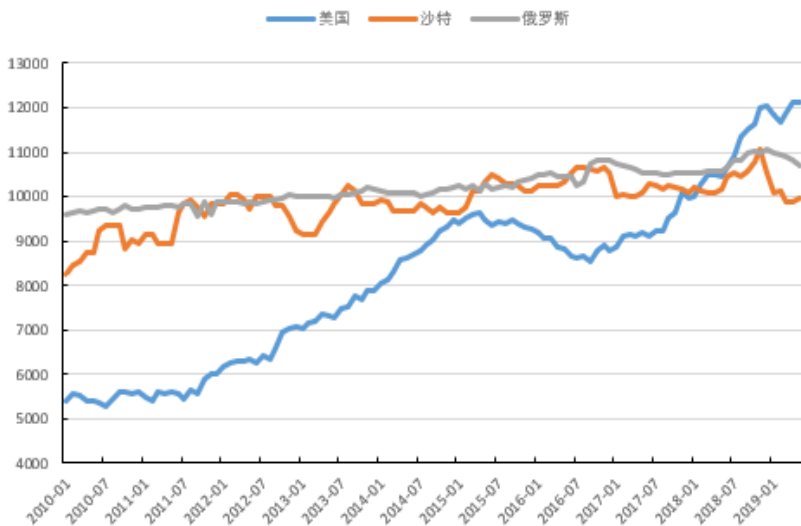
图表：OPEC+减产执行情况良好



资料来源：IEA，太平洋证券研究院

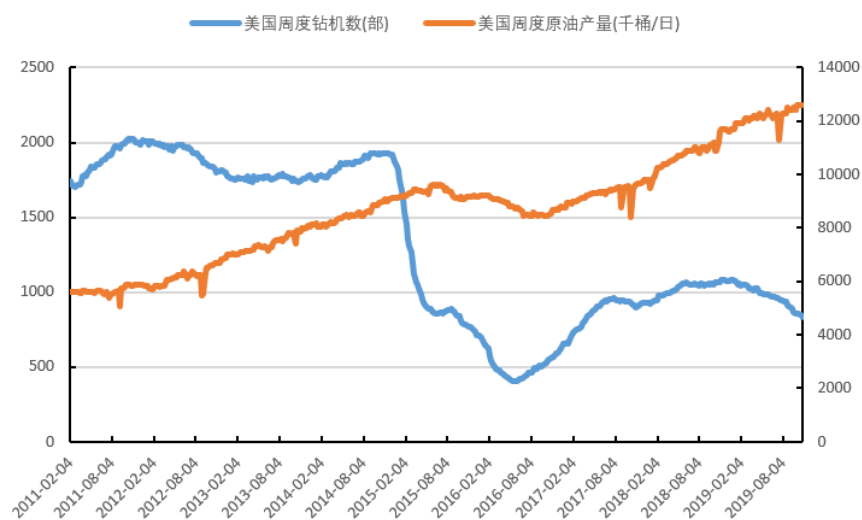
- 自2018年6月开始，美国成为最大产油国，之后产量持续攀升，一骑绝尘。
- 2019年11月1日当周，美国钻机数822，继续回落，原油产量1260万桶/日，屡创历史新高。
- 随着产量的增加，出口量大幅增加，IMF预计美国将在今年第四季度平均净进口量4万桶/日，距离真正的能源独立只差一步之遥。

图表：美沙俄三巨头原油产量走势图



资料来源：EIA，太平洋证券研究院

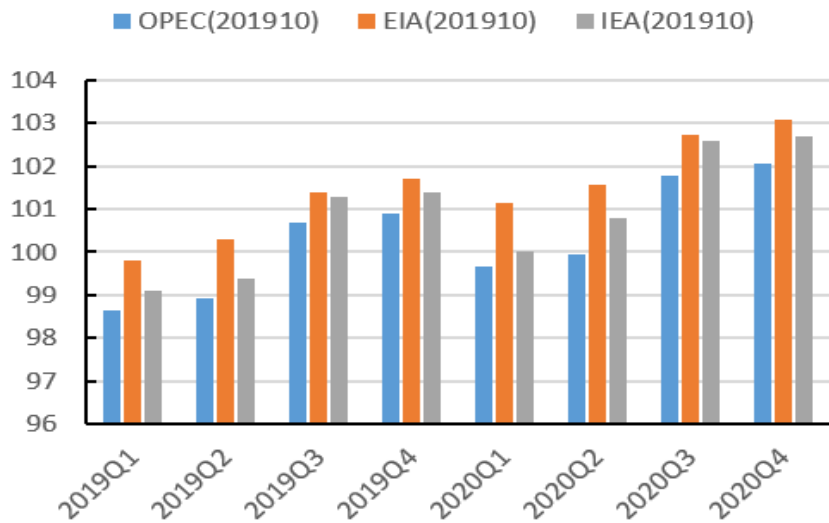
图表：美国周度钻机数及原油产量



资料来源：EIA，太平洋证券研究院

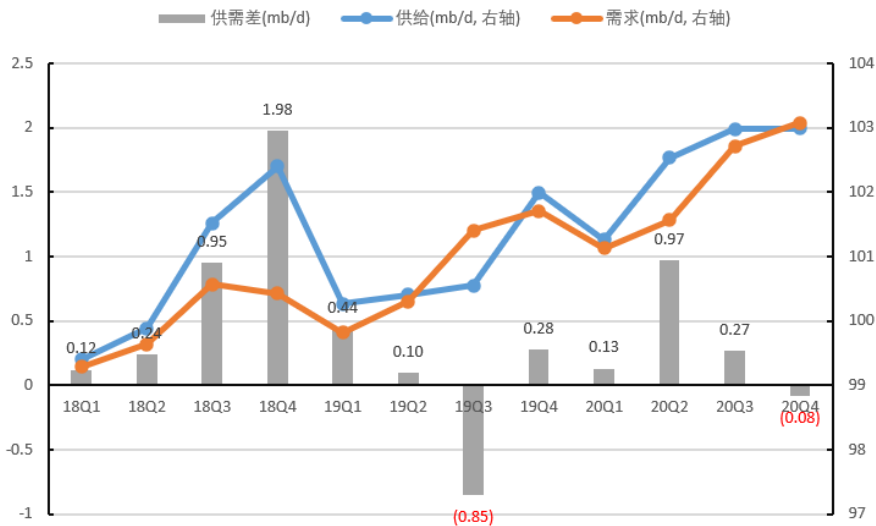
- 三大机构不断下调需求预测：2019年平均增量0.94mb/d，2020年平均增量1.19mb/d，总体供过于求。但供需差仅占全球消费量1%左右。

图表：各机构不断下调需求预测



资料来源：各大机构月报，太平洋证券研究院

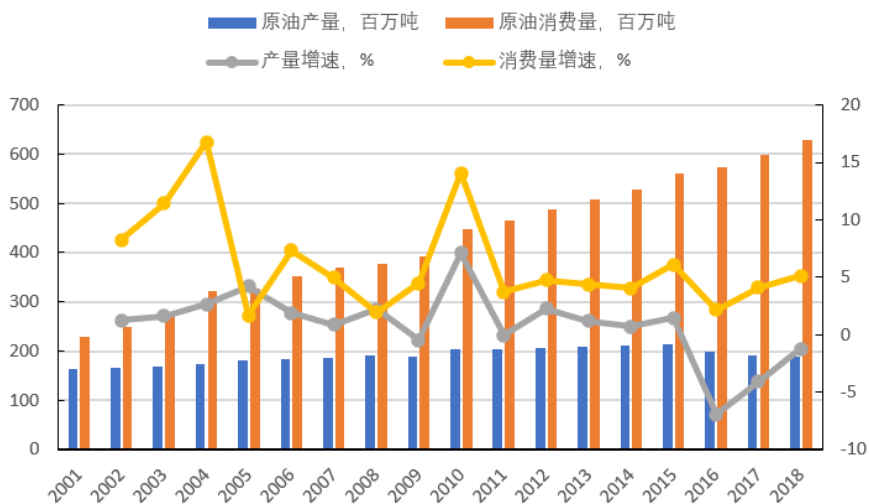
图表：EIA全球季度供需平衡预测（201910）



资料来源：EIA，太平洋证券研究院

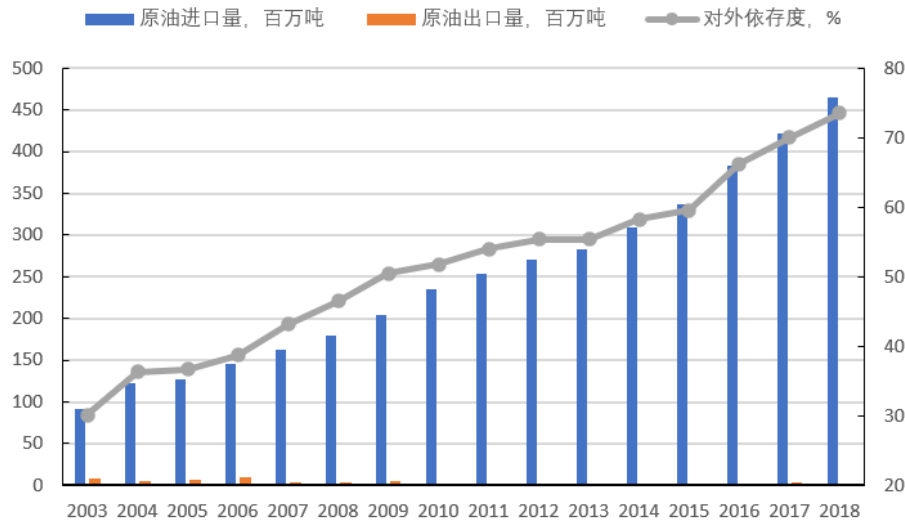
- **对外依存度超72%:** 国内原油消费量持续稳步攀升, 2018年达到6.28亿吨, 同比+5.1%, 但原油产量自2016以来却连续三年下滑, 2018年仅为1.89亿吨, 同比-1.25%。
- **世界最大原油进口国:** 根据BP数据, 2018年中国原油进口量达到4.645亿吨, 同比+10.04%, 对外依存度随之不断攀升, 继续保持世界最大原油进口国地位。

图表: 国内原油消费量上涨产量却下跌



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

图表: 中国原油进口量持续攀升

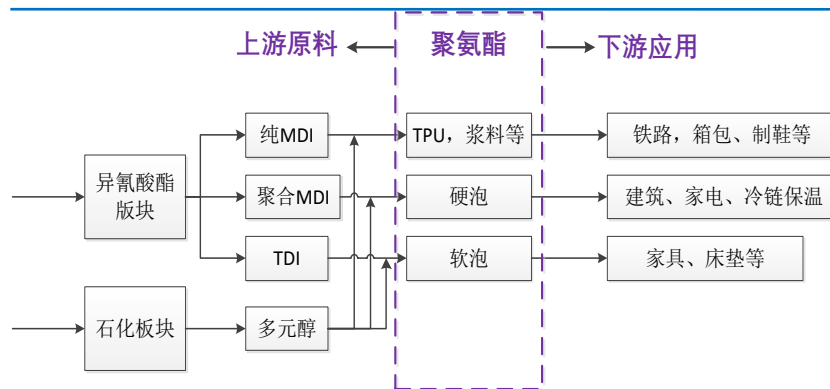


资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

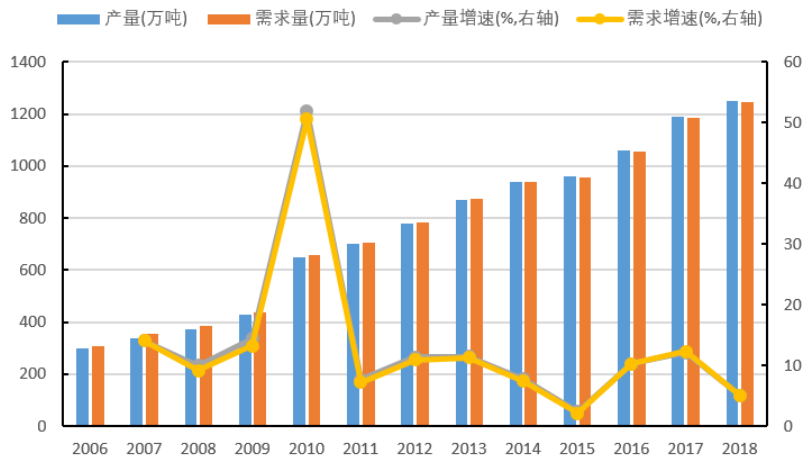
- 一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工行情
- 二、油价：全球弱平衡，当前“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场
- **三、投资主线之优质核心资产**
- 四、投资主线之景气周期子行业
- 五、投资主线之硬科技及成长股
- 六、投资主线之低估值优质资产
- 七、投资主线之资产重组
- 八、风险提示

聚氨酯产业链：由于MDI具备高技术壁垒、高资金壁垒，因此限制了行业新进入者，当前MDI全球供应呈寡头垄断格局。2018年世界产能871万吨，万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯曼、陶氏分别位列前五名，CR5=90%。据统计，2011-2017年，全球MDI需求量从480万吨增加到668万吨，每年需求增量约为31万吨，年均增长率约5.6%。我国MDI需求从2009年的96万吨增加至2018年的168万吨，平均每年新增需求8万吨，约占全球需求增量的1/4，年均增长率6.4%。

图表：聚氨酯产业链

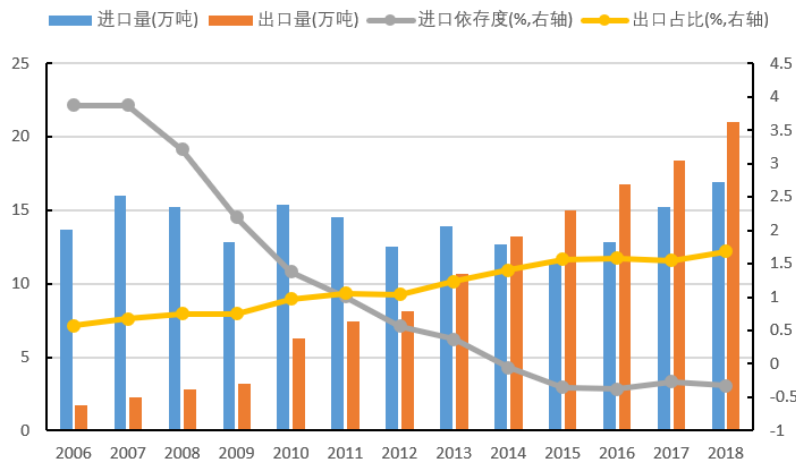


图表：我国聚氨酯产能和消费高增速



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

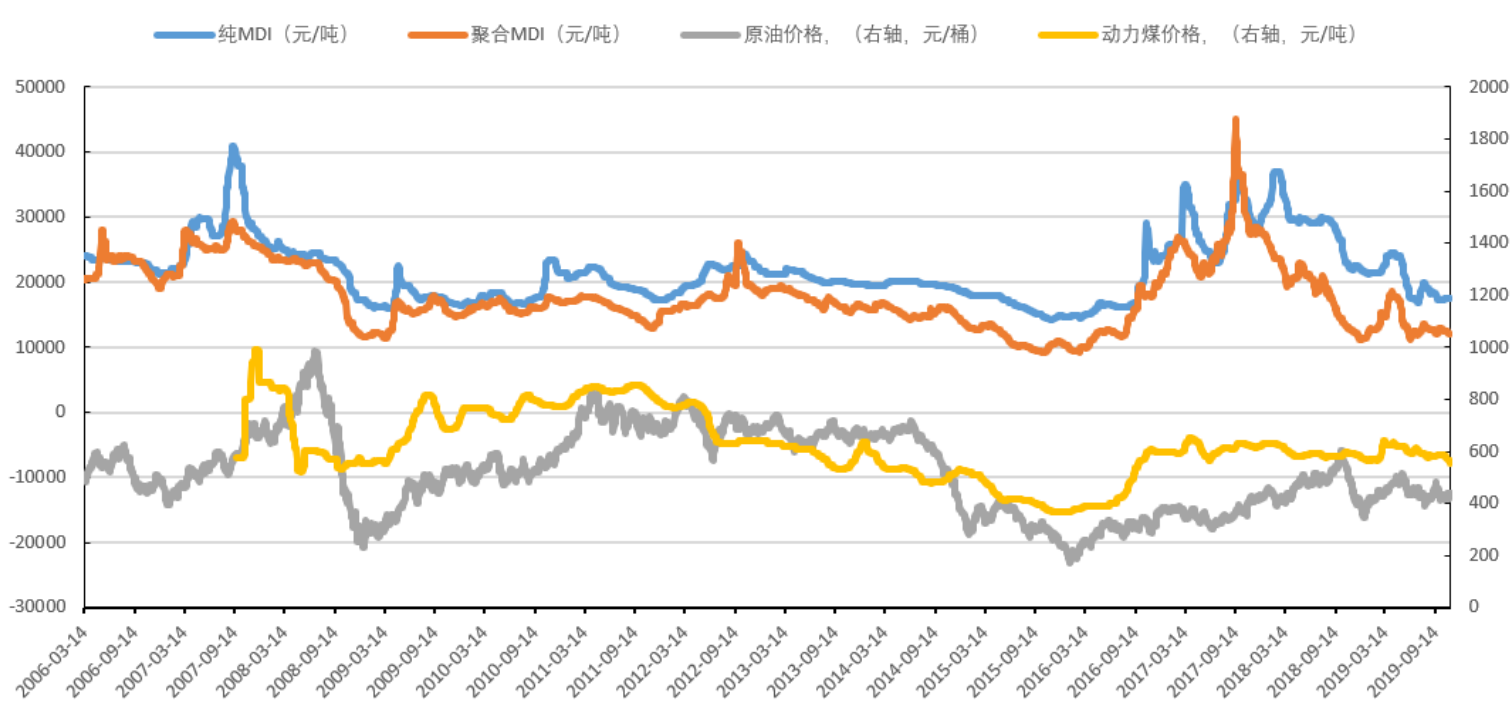
图表：我国已转变为聚氨酯纯出口国



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

- **MDI价格底部：**原油价格和供需关系同为影响MDI价格的重要因素，供需偏松时，原油价格影响增强；供需偏紧时，原油价格影响弱化。当前，**MDI价格处于历史低位区间，继续下跌空间有限。**

图表：MDI价格处于历史底部区域



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

■ 自我造血，优质资产，购买长期持有

■ 聚氨酯龙头，构建高护城河

- 公司现有MDI产能210万吨，全球占比24%（国内技改再新增80万吨）；TDI产能55万吨，全球占比17%，并拓展至HDI、ADI、聚醚多元醇、TPU等一系列产品。2019年8月，公司完成收购康乃尔化学持有的福建康乃尔51%股权，最终实现万华化学持有80%，康乃尔持有20%，其聚氨酯龙头地位进一步稳固。**MDI是少有的超千亿市场产品，我国企业具有龙头地位的行业。尽管目前下游需求一般，但考虑聚氨酯产品价格基本回调接近2016年上涨前水平，叠加行业护城河较高，龙头公司控价及成本优势，盈利依然较好。**

■ 百万吨乙烯项目2020年下半年投产，值得期待

- 公司自我造血能力强，截至2019年三季度，在建工程201亿元，研发费用12亿元，2015年-2019Q3，累计构建长期资产开支389.12亿元，A股同行中名列前茅。公司在建百万吨乙烯项目，总投资168亿元，拓展至C2产业链，是第一个落地山东省的百万吨级乙烯项目，预计2020年下半年建成投产，公司产业链布局有望引领二次成长，长期配置价值凸显。
- 我们以历史价格回测，该项目2015-2019H1年化税后净利润分别为28.53亿元、37.74亿元、32.74亿元、33.88亿元、24.94亿元，营收中枢182亿元，相当于再造一个现有石化板块，盈利中枢32亿元，净利润率17.4%，ROA 19%。
- **盈利预测及评级：**预计公司2019-2021年分别实现归母净利润102.56亿元、124.16亿元、160.22亿元，对应EPS 3.27元、3.95元、5.10元，PE 14.2X、11.8X、9.1X。**考虑公司为聚氨酯龙头，具有核心竞争力，百万吨乙烯项目投产后，将助力公司利润中枢再上新台阶，目前估值低位，维持“买入”。**

- **一头多线，柔性生产，拥核心竞争力**
- 公司多年来持续推动技改升级，依托水煤浆气化技术，不断增强洁净煤气化平台成本优势，从而使得**所有与煤气化平台有关联的产品均具备突出盈利优势**。同时，公司产品结构进一步丰富，多元化的业务结构有助于公司通过产品结构调整，熨平盈利的周期波动。**公司“一头多线”柔性多联产的煤气化平台竞争优势将进一步凸显，成为核心竞争力。**

图表：公司现有产能一览表

板块	产品	现有产能, 万吨/年	备注
氨醇	合成氨	140	满足自用, 少量外售
	甲醇	170	满足自用, 少量外售
	合成气	10	中间产品, 根据生产需要灵活调节
肥料	尿素	220	2018年5月新增100万吨, 淘汰80万吨
	复合肥	30	肥料功能化项目中50万吨/年尿基复合肥装置暂缓
	三聚氰胺	10	一期5万吨/年于2014年4月投产, 二期5万吨/年于2018年12月投产。
有机胺	混甲胺	20	包括作为DMF原料的二甲胺
	DMF	25	
己二酸及中间品	己二酸	16	2012年投产
	环己酮	10	2014年投产
	硝酸	45	15万吨/年硝酸项目于2012年5月投产; 60万吨/年硝酸项目(一期30万吨/年)生产线于2015年1月投产
醋酸及衍生品	醋酸	50	
	醋酐	5	
多元醇	正丁醇	8	2013年7月投产, 根据市场调节生产
	异辛醇	12	
	乙二醇	55	先期5万吨/年乙二醇项目于2012年投产, 50万吨/年于2018年10月投产

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

■ 主营产品大多依然处于周期底部，公司成本优势明显

- 2019年1-9月份，公司主营产品尿素（1911元/吨，-1.74%）、甲醇（2313元/吨，-21.42%）、醋酸（2960元/吨，-35.77%）、己二酸（8371元/吨，-23.91%）、DMF（4743元/吨，-21.59%）、乙二醇（4720元/吨，-37.67%）、正丁醇（6777元/吨，-13.35%）、异辛醇（7637元/吨，-11.84%）等均价大部分同比下滑明显，公司销售毛利率从32.92%下滑至28.68%。分季度看，三季度表现有所改善的为醋酸和乙二醇。2019年Q1-Q3，公司单季度分别实现扣非后归母净利润6.36亿元、6.56亿元、5.86亿元，总计18.79亿元，同比-25.91%。**相比同行，公司成本优势明显，在周期底部证明自己。**

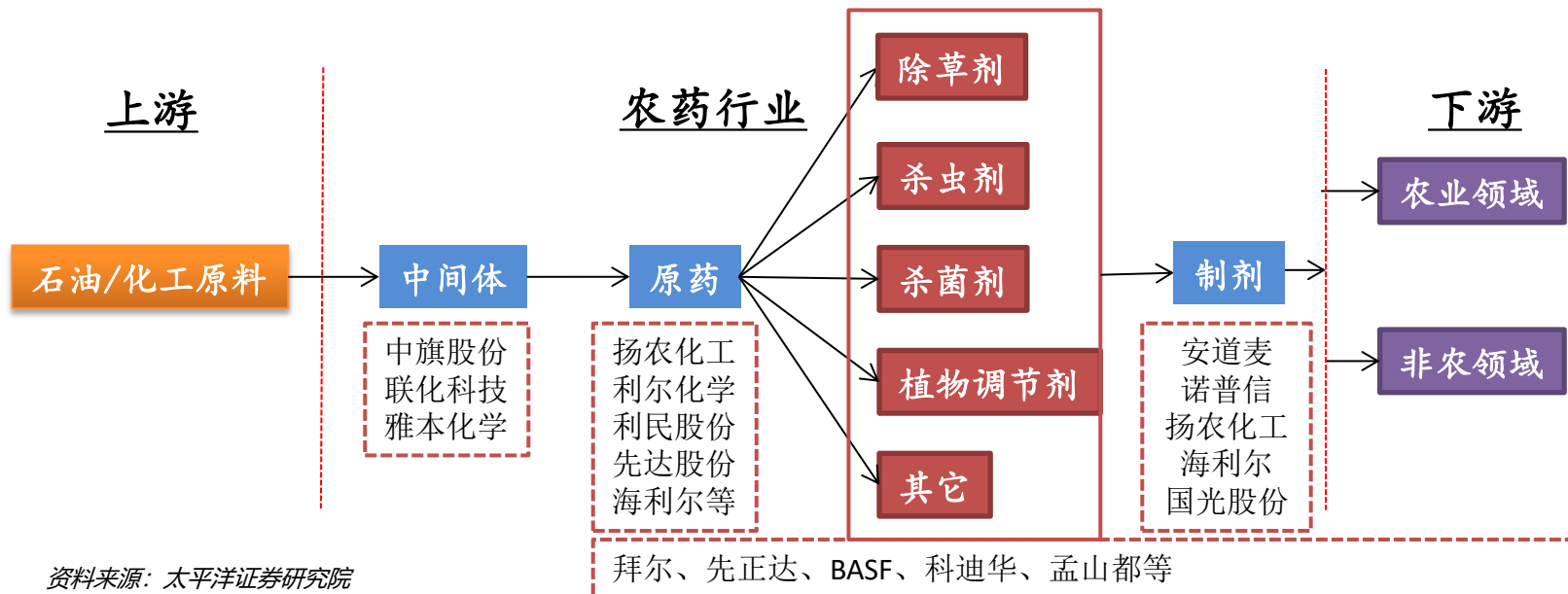
■ 继续推进新项目建设

- 公司150万吨绿色化工新材料项目（投资额共计100亿元）已被列入山东新旧动能转换重大项目库第一批450个优选项目名单，其中包括**精己二酸品质提升项目，酰胺及尼龙新材料项目**，公司将打造环己酮-己内酰胺-尼龙6（聚酰胺）切片产业链、一体化新材料产业基地。2019年Q3单季度，公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为4.49亿元，环比增加2.14亿元。

- **盈利预测及评级：**我们预计公司2019-2021年归母净利分别为25.68亿元、27.72亿元和31.11亿元，对应EPS 1.58元、1.70元和1.91元，PE 10.3X、9.6X和8.5X，**考虑公司为优质煤化工龙头，成本优势明显，且有序推进新项目建设，维持“买入”。**

- **“民以食为天”，全球农药市场稳定增长，强者恒强：**2018年全球农药市场规模575.6亿美元(+6%)，其中除草剂246.1亿美元(增长5.9%，占比42.7%)、杀菌剂163.2亿美元(增长4.7%，占比28.4%)、杀虫剂145.5亿美元(增长7.6%，占比25.3%，但过去五年增速为0.2%)，亚太(增长7.2%，占比30.4%)、拉丁美洲(增长11.1%，占比24.7%)、欧洲(下降3%，占比20.8%)占据主要市场，巴西、美国、中国、日本、印度占据TOP5，**预计2023将达667亿美元，五年CAGR达3%。**
- **我国农药大而不强，突围在路上：**我国农药行业起步晚，但已成为全球第一大农药生产国，对外出口比例70%以上，第三大消费国。2019年3.21响水特别重大事故，农药大省江苏出台《江苏省化工行业整治提升方案》，**催化行业产业升级加速。**

图表：农药产业链



资料来源：太平洋证券研究院

■ 研发实力雄厚，中国农药行业领军企业

- 公司多年来深耕农药行业，坚持仿创结合的技术创新战略，研发实力雄厚，主营杀虫剂(拟除虫菊酯)、除草剂(草甘膦、麦草畏)和杀菌剂(氟啶胺)生产销售，拥有年产能麦草畏2.5万吨、草甘膦3万吨、卫生菊酯2600吨、农用菊酯5500吨、氟啶胺600吨、抗倒酯600吨等。其中麦草畏、菊酯双龙头，市占率全球第一(57%和34%)。受益环保高压常态化，落后产能淘汰，行业集中度提高，叠加农药需求偏刚性，行业景气提升，公司2018年实现归母净利润8.95亿元，同比+55.73%；2019年前三季度实现归母净利润3.27亿元，同比+19.43%。

■ 新项目稳步推进，做大做强

- 内生方面：(1) 公司优嘉二期剩余项目已陆续投产，优嘉三期顺利推进。该项目计划投资20.22亿元，拟建11475吨/年杀虫剂(含拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、氟啶脲)、1000吨/年除草剂、3000吨/年杀菌剂、2500吨/年吨氯代苯乙酮和37384吨/年其他副产品。项目建成投产后，预计年均营业收入为15.41亿元，总投资收益率18.40%，项目投资财务内部收益率(所得税后)18.08%。(2) 优嘉公司计划投资4.3亿元，建设3,800吨/年联苯菊酯、1,000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯和200吨/年轻啶酯农药。项目建成投产后，预计年均营业收入为10.23亿元，总投资收益率29.75%，项目投资财务内部收益率(所得税后)21.63%。(3) 优嘉公司计划投资2.02亿元建设32,600吨/年农药制剂项目，投资0.51亿元建设码头及仓储工程项目。农药制剂项目建成投产后，预计可实现年均营业收入6.25亿元，项目总投资收益率为36%。
- 外延方面：公司完成现金购买中化作物100%股权和农研公司100%股权。
- 盈利预测与评级：预计公司2019-2021年归母净利分别为11.85亿元、12.82亿元、14.77亿元，对应EPS 3.82元、4.14元、4.77元，PE 14.6X、13.5X、11.7X。考虑公司为优质农药龙头，环保、园区、技术优势明显，打造国内农化标杆企业，维持“买入”。

- **业绩企稳向好，Q4维生素景气度有望回升**
- 公司主要从事营养品、香精香料、高分子新材料和原料药生产和销售，全球四大维生素生产企业之一。拥有年产能VA1万吨、VE4万吨。因17年巴斯夫装置停产，VA价格暴涨，18年Q1为公司业绩高点，导致业绩同比下滑。1-9月，VA、VE 均价373元/kg、45元/kg，同比下滑56%、34%。但Q3 VA、VE价格环比基本维持稳定。我们认为VA价格目前已在合理区间，VE价格处于近年来低点，后续价格有上涨空间。
- **需求好转叠加VE格局向好，盈利中枢上移**
- Q3为行业景气度年内低点，主要原因为三季度为维生素需求淡季，叠加今年非洲猪瘟导致需求下滑。Q4景气度有望回升。Q4随着生猪存栏量的触底回升和出口回升，需求将逐步恢复。供给端，VA巴斯夫装置检修，供给边际下滑。VE 随着帝斯曼对能特整合，竞争格局中长期将得到优化。未来VA、VE价格上涨将带来公司盈利中枢的上移。
- **蛋氨酸、新材料事业部发展迅速，再造一个新和成**
- 公司现有蛋氨酸产能5万吨，在建产能25万吨，投产后将成为全球蛋氨酸巨头，实现进口替代。新材料业务为公司未来增长点。公司目前拥有1.5万吨PPS（后续扩产至3万吨）、1000吨PPA生产线。公司坚持一体化、系列化发展思路，重点发展大产品，构建化工聚合、特种纤维、应用加工等技术平台。
- **盈利预测及评级：预计公司2019-2021年实现归母净利润分别为24亿元、32亿元、36亿元，对应EPS1.12元、1.49元、1.68元 PE 18.9X、14.2X、12.6X。考虑公司作为维生素龙头将充分受益于行业景气度回升，新材料业务后续将不断提供业绩增量，弹性高、成长性强，给予“买入”评级。**

- 一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工行情
- 二、油价：全球弱平衡，当前“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场
- 三、投资主线之优质核心资产
- **四、投资主线之景气周期子行业**
- 五、投资主线之硬科技及成长股
- 六、投资主线之低估值优质资产
- 七、投资主线之资产重组
- 八、风险提示

- **民营大炼化全面投产对产业链的重塑：**
- 投产企业收入、利润规模迅速增长，带来公司市值的大幅提升。恒力石化已经率先突破千亿市值。行业强者恒强的局面将进一步巩固。
- 随着PX进入大规模投放期，PX供给宽松，当前产业链利润分配“头重脚轻”的局面将发生改变，PX端利润向下游PTA、长丝端端让利。
- PTA2020年开始新一轮大规模扩建，后续新建3480万吨，但头部企业扩产占比较大，大厂话语权和定价权增加。
- 长丝扩产较为温和且集中度提升。随着功能化、差异化产品的出现，长丝需求增加。长丝有望享受产业链利润转移。
- 相对来说，产业链各环节20年盈利能力，长丝>PTA>PX。
- **重点公司：恒力石化、恒逸股份、桐昆股份、荣盛石化**
- **警惕大宗商品价格下跌，炼化利润兑现不及预期**

- **民营炼厂建设进度：**
- **恒力石化：**炼油已打通全流程；乙烯项目预计近期投料。
- **恒逸石化：**2019年11月初全面投入商业化运营。
- **荣盛石化/桐昆股份：**重整和芳烃近期进料；乙烯装置11月底进料；年底打通全流程。三期总规划6000万吨。
- **盛虹石化：**2018年底取得环评开建，计划在2021年投产。

图表：民营大炼化项目一览表

项目	浙江石化		恒力石化	恒逸文莱项目		盛虹炼化
	一期	二期		一期	二期 (备忘录)	
地区	浙江舟山	浙江舟山	大连长兴岛	文莱	文莱	江苏连云港
投资金额 (亿元)	902	829	562+210	206	-	714
原料来源	伊朗轻质：沙特中质：伊朗重油：巴西高酸 =5:5:7:3	沙特轻质沙特重质=1:1	沙重：沙中：马林 =6:3:1	卡塔尔原油、文莱轻油、凝析油 =3.3:3:1.7	-	沙重：沙轻=1:1
原油加工能力 (万吨/年)	2000	2000	2000	800	1400	1600
加氢规模 (万吨/年)	2200	2200	2300	570		1920
PX产能 (万吨/年)	400	400	450	150	200	280
乙烯产能 (万吨/年)	140	140	150	-	150	110
成品油产能 (万吨/年)	836 (国VI)	824 (国VI)	993 (国V)	609	-	767 (国VI)

资料来源：太平洋证券研究院

- **PX环节：投产爆发，盈利回归**
- 2018年PX为“快预期，慢现实”，几无新增产能，PX端保持高利润。
- 2019年随着恒力、恒逸等产能的投放，有望新增1100万吨PX产能，替代日韩产能，PX供不应求局面将改变，预计PX盈利中枢下滑。
- 2020年后，PX走向宽松，PX高利润时代一去不返，供需决定盈利水平，或走向剧烈波动。

图表：PX供需平衡表（单位：万吨）

年份	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
PX产能	1118	1270	1440	1440	1463	1463	2394	2916
产能增长率	23.40%	13.60%	13.39%	0.00%	1.60%	0.00%	65.70%	21.70%
PX产量	827	945	934	991	1015	1109	1260	1550
产量增长率	7.40%	14.27%	-1.16%	6.10%	2.42%	9.26%	15.00%	23.00%
PX进口量	905	997	1164	1236	1443	1570	1680	1550
PX出口量	18	10	12	6	4	0	5	10
PX表观消费量	1714	1932	2086	2221	2454	2679	2870	3100
表消增速	24.20%	12.72%	7.97%	6.47%	10.49%	9.17%	7.10%	8.00%

资料来源：CCF，太平洋证券研究院

- **PTA环节：新一轮扩建开始，大厂话语权加重**
- 截止2019年年底，PTA产能5363万吨，但从2020年开始PTA将迎来新一轮大规模扩建，根据CCF统计数据，目前在建及规划项目3480万吨，占目前产能65%。
- PTA后续新增产能虽然较大，但头部企业扩产占比较大，后续大厂话语权和定价权增加。PTA盈利和头部生厂商的市场策略紧密相关。
- 整体认为PTA长期供应偏宽松，盈利趋于下滑

图表：PTA供需平衡表（单位：万吨）

年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
PTA产能	3298	3328	4348	4693	4613	4703	4923	5363	6573
产能增速		0.91%	30.65%	7.93%	-1.70%	1.95%	4.68%	8.94%	22.56%
PTA产量	2035	2605	2818	3104	3310	3586	4080	4504.92	5126.94
PTA进口量	537	274	116	75	50	54	80	116	130
PTA出口量	1	13	46	62	70	52	90	90	92
表观消费量	2571	2866	2888	3117	3290	3588	4070	4530.92	5164.94
表消增速	8.5%	11.5%	0.8%	7.9%	5.6%	9.1%	13.4%	11.3%	14.0%

资料来源：CCF，太平洋证券研究院

- **涤纶环节：扩张有序，龙头强者恒强**
- 涤纶长丝2019年新扩产能388万吨，目前产能4202万吨，产能增速10.17%。新建产能主要集中在桐昆、恒力、新凤鸣、恒逸等头部企业。
- 长丝下游需求相对稳定，随着功能化、差异化产品的出现，长丝需求还将进一步扩大。
- 相对于整个产业链扩产速度看，长丝环节扩张相对有序，有望承接产业链利润的转移。

图表：涤纶长丝供需平衡表（单位：万吨）

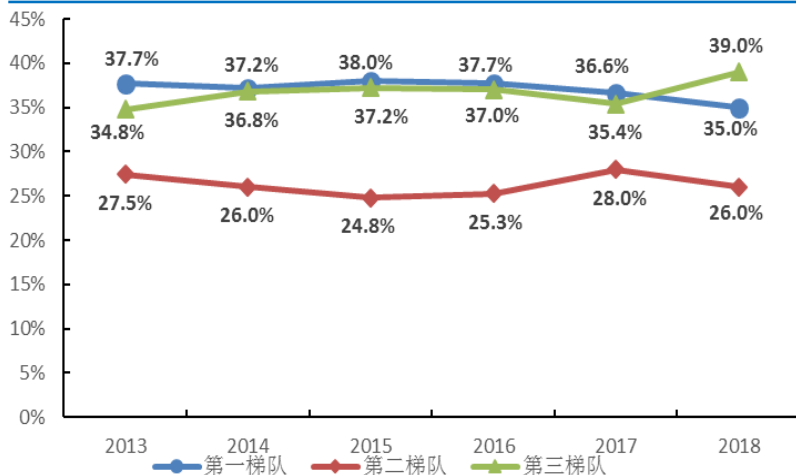
年份	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E
产能	2641	3015	3163	3230	3307	3358	3814	4202	4502
产能增速		14.16%	4.91%	2.12%	2.38%	1.54%	13.58%	10.17%	7.14%
产量	1957	2100	2118	2234	2330	2630	2883	3277.56	3601.6
进口量	12	11	11	11	12	13	12	11	11
出口量	108	129	160	169	198	204	225	263.25	308.0025
表观消费量	1861	1982	1969	2076	2144	2439	2670	3025.31	3304.598
表消增速		6.50%	-0.66%	5.43%	3.28%	13.76%	9.47%	13.31%	9.23%

资料来源：CCF，太平洋证券研究院

- **恒力石化：**公司上下游并重，打造“炼油-PX-PTA-聚酯”产业链，建有大连长兴岛2000万吨炼油，150万吨乙烯，采用分步建分步投产，最早投产，最早释放利润。2019年5月17日，公司长兴岛2000万吨/年大炼化项目正式全面投产。以2019年第三季度总产品量378万吨测算（不含自用的PX和醋酸），该项目为满负荷运行，现金流继续改善。新增250万吨PTA-4及乙烯项目有望19年底20年初投产。135万吨多功能高品质纺织新材料项目正在建设中。公司未来成长空间大，维持“买入”评级。
- **恒逸石化：**文莱炼油项目全面投产，聚酯板块差异化规模化发展。文莱炼化项目一期11月全面投产，该项目公司股权占比70%，炼能800万吨，配备150万吨PX、50万吨苯、56万吨LPG、554万吨成品油（263万吨汽油、174万吨柴油、117万吨煤油），芳烃产品主要出口国内，油品当地销售30%，剩余出口东南亚。该项目苯及PX均可自用，公司形成“炼油-PX-PTA-聚酯”和“炼油-苯-己内酰胺-锦纶”双产业链布局。公司通过收购和改建，拥有聚酯产能742万吨，权益产能622.5万吨，聚酯产能已经进入行业头部梯队。文莱项目投产后，一体化优势及竞争力进一步加强，维持“买入”评级。
- **桐昆股份：**公司目前长丝产能600万吨，四季度还将新增60万吨/年产能，19年年底长丝产能将达到660万吨。PTA目前产能370万吨。同时，公司规划投资160亿元，在江苏东洋口港建设500万吨PTA、90万吨FDY、150万吨POY，有望再造一个桐昆。公司坚持打造炼化聚酯宝塔型企业，PTA-涤纶双弹性，入股的浙石化项目即将步入收获期，维持“买入”评级。
- **荣盛石化：**浙石化一期投产在即，二期按规划顺利推进。公司2000万吨/年炼化一体化项目（一期）预计年底全流程打通，包括2000万吨/年炼油、400万吨/年PX、140万吨/年乙烯、26万吨PC、国六标准油品等。投产后，公司营收及利润规模将上新的台阶。
- **风险提示：**下游需求下滑、投产高峰竞争加剧、油价大幅波动、新建项目投产不及预期

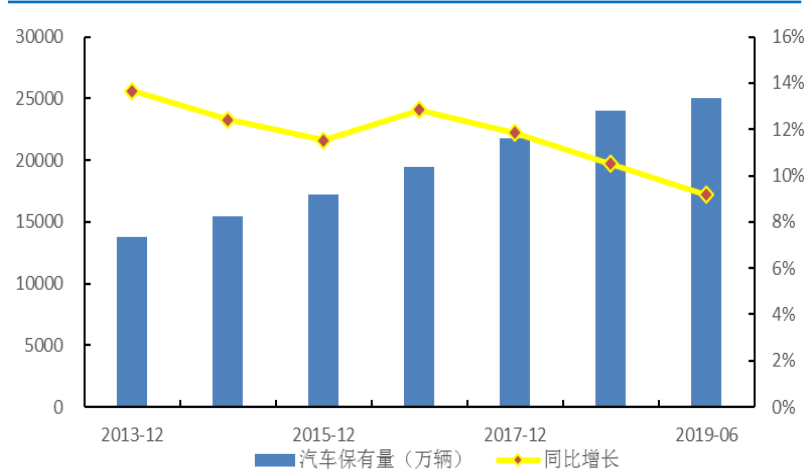
- 海外工厂直接受益中美贸易摩擦，不受双反及新增关税影响。
- 国内增值税下调，出口退税增加：我国轮胎增值税16%降至13%；出口退税9%上调至13%。
- 原材料价格低位，炭黑企业亏损
- 汽车保有量持续增长：配套需求与替代需求二者一增一减，且配套需求有望底部改善。替代需求方面，我国汽车保有量仍保持逐年增长的态势，尽管增速趋缓，扩大了轮胎的替换市场需求。
- 新增产能：龙头公司持续扩产。
- 第三梯队的销售额占比呈增长趋势

图表：全球轮胎行业销售集中度（%）



资料来源：《橡胶与塑料新闻》、《轮胎商业》，太平洋证券研究院

图表：我国汽车保有量及其同比增长趋势图

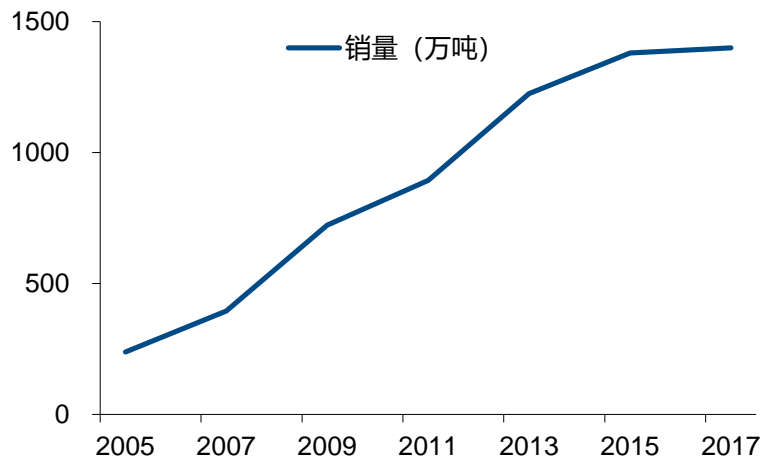


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- **赛轮轮胎：**公司拥有4000万条半钢胎、560万条全钢胎、6.4万吨非公路轮胎的年生产能力。2019年Q2，公司与美国固铂合资的越南240万套/年全钢胎项目开工建设，预计2020年H1投产。同时，2019年内国内东营基地还将增加700万条半钢胎产能、在越南增加1.5万吨非公路轮胎产能。2019年前三季度公司业绩超预期，主要由于：（1）量价齐升，三季度轮胎销量1033.52万条，同比+13.31%，环比+8.62%；轮胎单价354元/条，同比+5.64%，环比+2.24%。前三季度累计产量2860.98万条，同比+6.7%；累计销量2921.84万条，同比+7.04%；轮胎单价343元/条，同比+10.95%。（2）销售毛利率提升，第三季度原料价格同比下降6.9%，毛利率同比提升5.76个百分点至26%，环比基本持平，略降0.51个百分点。（3）中美贸易摩擦，国内产能出口加征关税，海外产能持续受益。公司在越南的工厂已经具备1000万条半钢胎、120万条全钢胎、3.5万吨非公路轮胎等多种产品的年生产能力。（4）我国轮胎增值税16%降至13%；出口退税9%上调至13%。（5）公司三费控制稳定，其中第三季度财务费用环比减少0.4亿元。**公司估值低位，维持“买入”评级。**
- **玲珑轮胎：**公司海外轮胎生产基地竞争优势突出，“5+3”战略稳步实施，品牌优势逐渐提升。2019年前三季度，公司轮胎产量（4480.4万条，同比+10.94%）和销量（4228.3万条，同比+8.74%）均表现增长。其中第三季度轮胎产量（1574.22万条，同比+16.60%，环比+7.74%）和销量（1470.50万条，同比+10.85%，环比+6.82%）环比增长。公司单胎均价293.03元，同比+4.24%。其中第三季度单胎均价282.81元，同比基本持平，环比-8%。除了招远、德州、柳州三个生产基地外，公司第四个工厂已于2018年7月在荆门奠基。公司稳步推进荆门项目，预计一期的100万套全钢胎、350万套半钢胎将于2019年11月可陆续投产。2019年3月，公司第二个海外生产基地塞尔维亚项目举行奠基仪式。该项目总设计年产能各类高性能轮胎1362万套，其中1200万套半钢胎、160万套全钢胎、2万套工程胎及农用车子午胎，预计一期项目将于2020年底投产。**维持“买入”评级。**

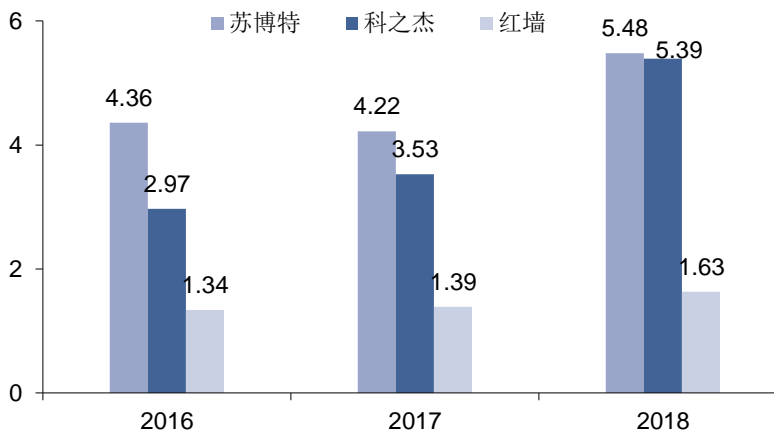
- 外加剂行业需求和下游的基建房地产密切相关。根据《我国混凝土外加剂产量统计分析及未来市场发展预测》，2017年我国混凝土外加剂总产量为1399万吨，折合人民币478亿元。
- 根据中国混凝土网显示，2018年行业龙头公司苏博特市场占有率仅5.49%，行业CR3为12.5%。随着环保要求的提升，小企业退出竞争是大势所趋，行业集中度将进一步提升。

图表：外加剂市场规模（单位：万吨）



资料来源：中国建筑材料联合会，太平洋证券研究院

图表：外加剂行业前三市占率（单位：%）



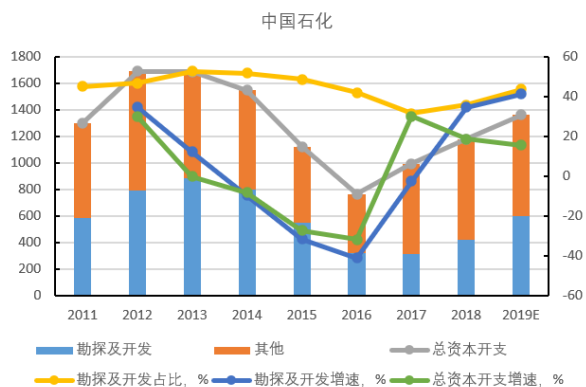
资料来源：中国混凝土网，太平洋证券研究院

- **苏博特：减水剂龙头，受益行业集中度提升**
- **外加剂细分行业龙头，受益行业集中度提升**
- 外加剂行业集中度较低，需求和下游的基建房地产密切相关。根据《我国混凝土外加剂产量统计分析 & 未来市场发展预测》，2017年我国混凝土外加剂总产量为1399万吨，较2015年增长1.4%。根据中国混凝土网显示，2018年行业龙头公司苏博特市场占有率仅5.6%，行业CR3为12.5%。随着环保要求的提升，小企业退出竞争是大势所趋，苏博特将受益于行业集中度提升。目前公司减水剂成品的总产能（高性能减水剂与高效减水剂）约135万吨，20、21年还将在江苏及四川投放高性能52、10万吨新产能。
- **原材料跌价，毛利率提升**
- 受益于原材料环氧乙烷和聚醚价格下降，公司产品毛利率提升近10PCT。19年三季度扣非净利润快速增长主要原因是：1) 公司加大市场开拓力度，销量增长；2) 调整产品结构，原材料价格下降，提升产品竞争力和毛利率。3) 2019年4月完成对检测中心的收购，检测中心并入本期合并报表。
- **公司研发优势突出，持续推出新产品**
- 公司拥有行业内唯一的“高性能土木工程材料国家重点实验室”。公司创始人为中国工程院院士，并拥有由100多名博士及硕士组成的研发团队，持续研发能力强大。公司采用“顾问式营销”，产品在桥梁、核电、国防和大坝等重大工程具有绝对竞争优势。2018年下半年开始，公司内部迭代更新的聚羧酸减水剂逐渐推广，市场需求旺盛。新产品持续推出，保证公司盈利水平高于同行。
- **盈利预测及评级：预计公司2019-2021年实现归母净利润分别为3.42亿元、4.21亿元、5.44亿元，对应EPS1.10元、1.36元、1.75元 PE 14.2X、11.5X、8.9X，维持“买入”评级。**

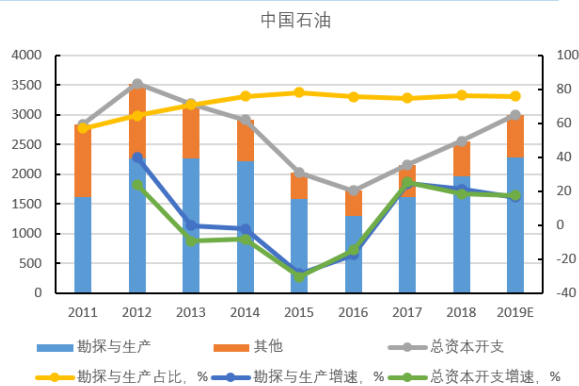
- **利安隆：抗氧化剂龙头，成长逻辑持续兑现**
- **细分行业小而美，公司依然处于成长期**
- **公司深耕高分子材料抗氧化领域，技术领先，形成抗氧化剂、光稳定剂和为客户提供一站式解决材料抗氧化问题的U-PACK产品。现有四大生产基地，分别位于天津汉沽、宁夏中卫、浙江常山、广东珠海，并在欧洲、美国、新加坡、泰国、日本等设立物流仓库，覆盖全球市场。产品广泛应用于塑料、涂料、橡胶、化学纤维、胶黏剂等所有种类的高分子材料，并与巴斯夫、艾仕得、朗盛、科思创、汉高、DSM、PPG、杜邦、LG化学等全球知名制造商形成良好合作关系。2019年公司将新增常山科润“7000吨/年高分子材料抗氧化助剂项目一期”、天津中卫716装置、726装置、凯亚光稳定剂等多个项目产能投放；2020年还将新增凯亚光稳定剂项目、珠海抗氧化剂项目部分产能等。可见公司依然处于产能投放期，业绩增长期。**
- **凯亚并表，协同能力提升，成长逻辑持续兑现**
- **凯亚超预期：2018年凯亚拥有受阻胺类光稳定剂HALS先进产能1.21万吨，产量8603吨，同比+8.89%；阻聚剂产能2500吨，产量1423吨，同比+32.54%。2018年，凯亚化工实现营业收入3.47亿元，同比+19.52%；净利润5027万元，同比+26.71%。根据业绩承诺，凯亚化工2019年、2020年、2021年扣非后归属母公司净利润不低于0.5、0.6、0.7亿元。我们预计凯亚业绩大概率超预期，主要由于2018年以来，浙江、江苏等传统产地环保高压常态化，部分行业产能受影响，HALS盈利良好。同时，凯亚处于产能扩张期，销量提升。**
- **盈利预测及评级：预计公司2019-2021年归母净利润分别为3.12亿元、4.41亿元、5.23亿元，对应EPS 1.52元、2.15元、2.55元，PE 23.5X、16.6X、14X。考虑公司为高分子抗氧化剂细分领域龙头，全系列产品布局，处于产能扩张期，业绩高增长，预计2019-2021年三年CAGR达39%，维持“买入”评级。**

- **国家能源安全，七年行动计划背书：**
- **国家层面：**2018年8月，习近平主席提出要站在保障国家能源安全的高度上，加大国内油气开发力度。
- **企业层面：**三桶油将“增储上产”放在重要的位置，纷纷加大上游勘探开发力度。
- **中海油：**“七年行动计划”提出到2025年，公司勘探工作量和探明储量要翻一番，全面建成南海西部油田2000万方，南海东部油田2000万吨的上产目标。

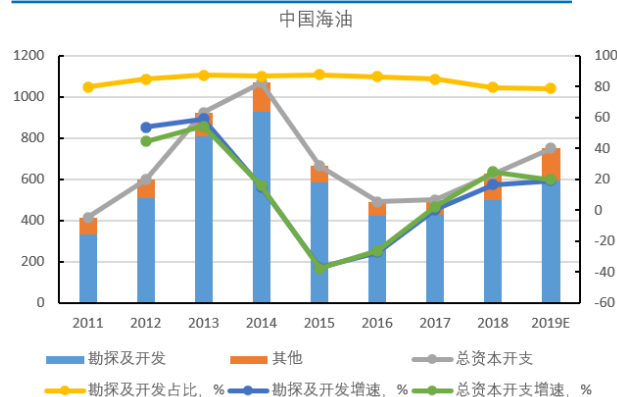
图表：中国石化资本开支增加



图表：中国石油资本开支增加



图表：中国海油资本开支增加



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

- **先勘探后开发，中海油服先于海油工程复苏。**
- **中海油服：**钻井服务可用天使用率已从2018的72.5%提升至84%，特别是营收占比49%的轻资产的油田技术服务板块贡献了大部分利润增量。公司2019年Q2、Q3单季度归母净利润达9.4、11.5亿元，预计Q4成本翘尾现象，环比下滑，未来中枢向上。
- **海油工程：**公司订单充足，在手未完287亿，新签约183亿，同比+76.4%。目前制约海油工程业绩释放的是毛利率，随着2018年前低毛利率订单的消化、工作负荷的提升等边际变化，公司将迎来拐点。

图表：油气开发产业链

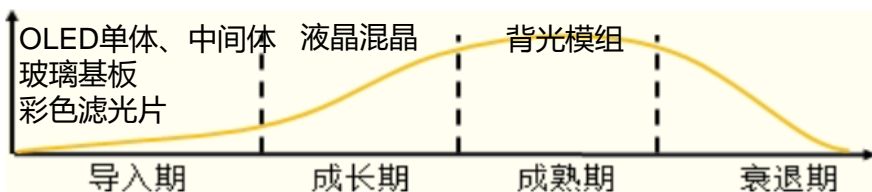


资料来源：太平洋证券研究院

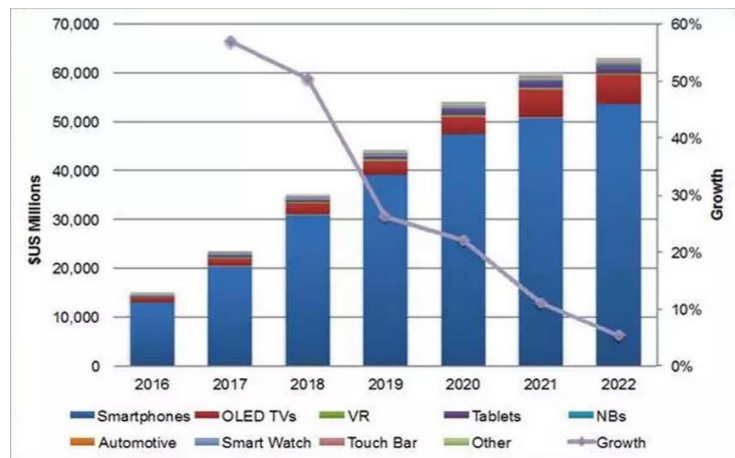
- 一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工行情
- 二、油价：全球弱平衡，当前“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场
- 三、投资主线之优质核心资产
- 四、投资主线之景气周期子行业
- 五、投资主线之硬科技及成长股
- 六、投资主线之低估值优质资产
- 七、投资主线之资产重组
- 八、风险提示

- 电子新材料国产化：**半导体制造陆续突破，三大难题已攻克两座。继2019年9月2日长江存储64层3D NAND闪存量产以后，合肥长鑫DRAM实现量产。在全球三大主流半导体制造端：LOGIC、DRAM和3D NAND，我国已经实现了两大突破。中芯国际14nm LOGIC芯片今年一季度完成PDK，上半年完成设计后目前处于NTO状态，四季度有望量产。京东方OLED持续放量，有望成为各主流手机厂商供应商。三星可折叠手机和华为可折叠手机已经开始发售，打开OLED材料的市场空间。制造企业的突破和市场的打开，为上游材料国产化提供必要条件。今年五月份以来，华为为首的下游企业纷纷主动推进上游材料国产化，长江存储等企业积极推进，国产化是大势所趋。
- 5G换机潮即将启动：**2019年10月31日，工信部宣布5G商用正式启动。中国移动、中国电信、中国联通正式发布各自的5G套餐，华为、三星已陆续推出5G机型。每一轮通讯制式升级都带来手机换机潮，预计2020年5G导入期，2021-2022年为替换高峰期。

图表：电子材料迎来快速发展



资料来源：网络资料，太平洋证券研究院

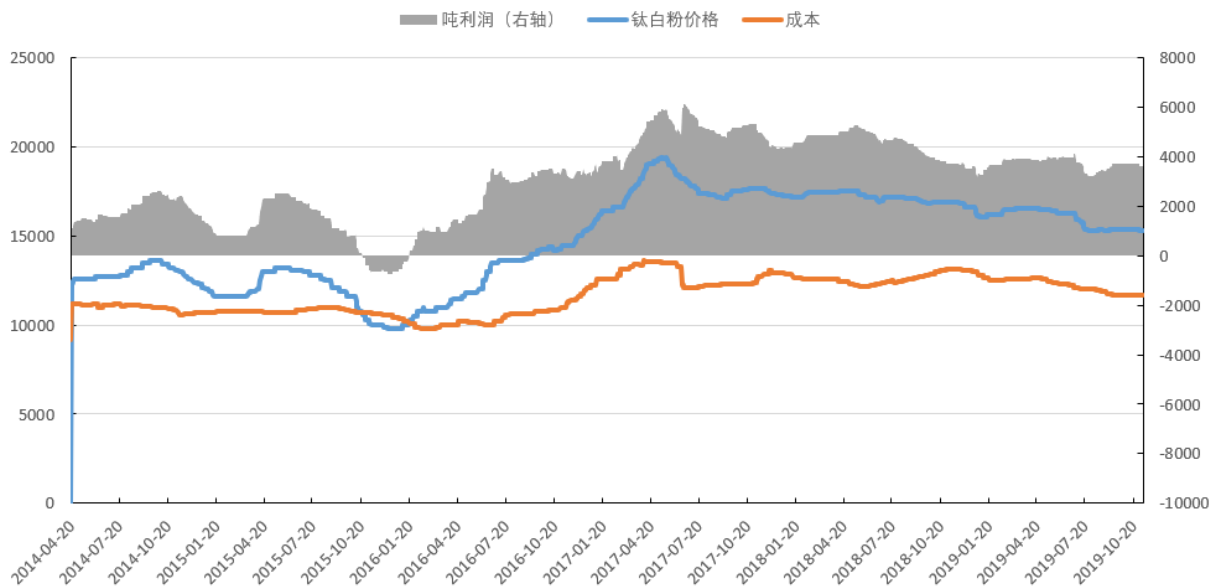


- **万润股份：**公司深耕OLED产业链，从OLED单体、中间体到成片材料均有布局。其中子公司九目化学主要生产OLED单体与OLED中间体，2019年前三季度归母净利润约4000万，业绩持续快速增长。子公司三月光电用自主知识产权的OLED成品材料正在下游厂商进行放量验证，后续有望爆发。同时，公司绑定庄信万丰，沸石不断放量，产能从850吨/年增长到目前产能5850吨/年，其中3350吨/年满产满销，今年三季度新投产的2500吨/年目前处于产能爬坡阶段。公司仍有尾气处理用ZB系列沸石4000吨/年和烟道气处理用MA系列沸石产能3000吨/年在建，有望于2020年开始逐步投产，充分受益国六带来的沸石市场。**预计公司2019-2021年归母净利分别为5.22亿元、6.55亿元和8.22亿元，EPS分别为0.57元、0.72元和0.90元，对应PE分别为22.6X、18X和14.4X，维持“买入”评级。**
- **昊华科技：被忽视的技术驱动型新材料科技企业。**公司现有氟材料、特种气体、特种橡塑制品、精细化学品及技术服务五大板块，产品服务于多个国家军、民品核心产业。公司子公司黎明院目前具有六氟化硫产能 2800吨/年，在国内工业级六氟化硫市场占有率约30%，在国内电子级六氟化硫市场占有率约70%。黎明院还具有三氟化氮产能2000吨/年，国内市场占有率约30%。公司子公司光明院是国内唯一具有4N高纯硒化氢产品研制及批量生产能力的企业。在军用航空轮胎领域，公司子公司曙光院在国内市场占有率第一，承接多项核心项目，技术实力雄厚。在航空有机玻璃领域，公司子公司锦西院是国内唯一研制和生产企业，在国内市占率90%以上，产品光学、力学与耐老化等性能突出，产品广泛应用于多型号军用飞机。**预计公司2019-2021年归母净利分别为6.23亿元、7.08亿元和7.97亿元，对应EPS 0.69元、0.79元和0.89元，PE 23.6X、20.8X和18.5X。考虑公司为技术驱动型新材料科技企业，研发实力雄厚，受益军工、5G产业链，维持“买入”评级。**

- 一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工行情
- 二、油价：全球弱平衡，当前“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场
- 三、投资主线之优质核心资产
- 四、投资主线之景气周期子行业
- 五、投资主线之硬科技及成长股
- 六、投资主线之低估值优质资产
- 七、投资主线之资产重组
- 八、风险提示

- **钛白粉产业链：**
- **行业产能结构优化，龙头扩产：硫酸法受限，氯化法技术、资金壁垒高，投产不确定性强，叠加安全环保要求日益严格；**
- **需求保持稳定：国内长期来看需求有韧性，国外需求旺盛，出口拉动。**
- **成本端有支撑：原料钛矿，尤其是高品位钛矿供给紧张，价格上涨。**

图表：钛白粉价格及吨利润稳定



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

■ 行业龙头具有贯穿全产业链的竞争优势

■ 公司2016年完成与龙蟒钛业的战略合并后，综合产能达到60万吨/年，规模居亚洲第一，世界第四。公司上游有资源（陆续收购龙蟒钛业和瑞尔鑫）、中游有技术（国内唯一一家同时具有硫酸法和氯化法工艺的公司）、下游有定价权（出口占比超过50%，2019年4次引领行业涨价节奏），**贯穿全产业链的护城河带来巨大行业领先优势。**

■ 营收和利润双增长，发展势头良好

■ 年初至今国内钛白粉市场平稳运行，下游需求韧性十足，上游钛矿供应紧张，原料价格不断攀升，具有技术、成本等核心竞争力的企业显著受益。公司在2018年高基数情况下前三季度及Q3单季度均实现了营业收入和归母净利润的双增长，Q3毛利率、净利率分别为44.8%、27.64%，同比+1.16%、+4.57%。公司先后在2月13日、3月7日、8月3日、9月3日四次上调各型号钛白粉售价，充分显示出行业龙头对市场的影响力。

■ 20万吨/年氯化法产能成功试产，扩大技术领先优势。

■ 在一期氯化法多年技术探索和积累下，公司氯化法二期20万吨/年产能其中一条生产线已经顺利投产，系统运行时间及负荷屡创新高，将逐渐贡献钛白粉增量及业绩。另一条生产线原计划10月底试车，产能投放确定性强。单线大产能氯化法的成功投产不仅助力公司业绩更上一层楼，更将引领中国钛白粉主流发展方向。

■ 新立钛业复产工作成功在即。

■ 新立钛业具备6万吨/年氯化法钛白粉产能，1万吨/年海绵钛产能及8万吨/年高钛渣产能。复产工作进展顺利，目前高钛渣及海绵钛已经复产，钛白粉预计11月复产，成为公司业绩新的增长点，经营版图进一步扩大。

■ **盈利预测及评级：**预计公司2019-2021年归母净利润分别为25.53/35.52/43.19亿元，对应EPS 1.26/1.75/2.13元，PE 9/7/6倍。**考虑到公司行业龙头地位，以及业绩和规模的稳步增长，维持“买入”评级。**

- **C3产业链龙头，业绩靓丽**
- 公司现有丙烷脱氢制丙烯90万吨/年、丙烯酸48万吨/年、丙烯酸酯45万吨/年、高分子乳液21万吨/年、SAP 9万吨/年，PP粉料45万吨/年、双氧水22万吨/年。2019年前三季度，公司实现营业收入80.23亿，同比+15.8%；归母净利润9.22亿，同比+48.0%。其中第三季度营业收入28.63亿，同比+11.4%，环比-6.2%；归母净利润3.65亿，同比+23.3%，环比+8.3%。
- 考虑原油价格水平、丙烷属性以及目前跟踪的C3产业链价差看，公司C3产业链业绩中枢可达13亿元左右。
- **C2产业链预期差大**
- 公司稳步推进125万吨/年乙烯及配套下游项目，计划2020年Q4投产。由于该项目引进美国乙烷作为原料，受中美贸易冲突影响，市场普遍担心原料可靠性及经济性，预期差极大。我们认为，扩大美国能源产品进口或是缩小中美贸易顺差的有力措施之一，双方受益。
- **盈利预测及评级：**预计公司2019-2021年归母净利润分别为13.52亿元、14.23亿元、30.37亿元，对应EPS 1.27元、1.34元、2.85元，PE 10.9X、10.4X、4.9X。**考虑公司持续产能投放，C2+C3产业链齐头并进，未来成长空间大，维持“买入”评级。**

■ 工程实力雄厚，营收及订单增长情况良好

■ 工程实力：公司具备完整产业链，实力雄厚，业绩丰富，先后承建了我国绝大多数化工、石油化工及煤化工项目和生产基地。在2018年《工程新闻记录》(ENR)发布的全球250强工程承包商排名中名列第39位。除了工程建设业务，公司具有较强的技术研发能力，确立了“聚焦实业主业，走专业化、多元化、国际化”发展道路，其实业发展业务值得期待。

■ 营业收入稳增长：2019年前三季度，公司实现营业收入629.3亿元，同比+17.36%，持续增长。2019年，公司计划完成营业收入935亿元，同比+14.8%，9月底已完成67.3%。四季度一般为工程企业结算高峰，全年目标实现有望。

■ 新签订单爆发：受益于过去三年化工行业盈利良好，企业投资需求提升，资本开支增加，同时安全环保标准严格执行，行业搬迁改造项目增多，建设任务增加。截至2019年9月底，公司累计新签合同额1149.3亿元，同比+6.73%；其中国内合同额752.26亿元，境外合同额397.04亿元。10月份公司签署俄罗斯波罗的海化工综合体项目，合同总金额不超过人民币943亿元，将该重大合同考虑在内，2019年新签合同额已超过2000亿元，远超过原计划新签合同额1616亿元。

■ 技术创新能力强，打造尼龙66产业基地

■ 公司全资下属子公司天辰公司拥有自主研发的“丁二烯直接氢氰化法合成己二腈”，天辰公司与合作伙伴设立天辰齐翔新材料有限公司，投资建设100万吨尼龙66新材料产业基地，其中一期主要包括：建设30万吨/年丙烯腈联产氢氰酸装置、5万吨/年氰化钠装置、9万吨/年氢氰酸装置、20万吨/年己二腈装置、20万吨/年加氢装置和20万吨/年尼龙66成盐及切片装置，以及配套公用工程和辅助生产设施。我们预计该项目盈利良好。

■ 盈利预测及评级：预计公司2019-2021年归母净利润分别为28.7亿、31.24亿、34.03亿元，对应EPS分别为0.58元、0.63元、0.69元，PE为10.5X、9.7X、8.9X。考虑公司为工程建设领域龙头之一，业绩持续改善，估值低位，偏防御标的，打造尼龙66产业基地值得期待，维持“买入”评级。

- 一、策略：十三五收官之年，五条主线布局化工行情
- 二、油价：全球弱平衡，当前“上有顶下有底”，美沙俄三足鼎立左右全球市场
- 三、投资主线之优质核心资产
- 四、投资主线之景气周期子行业
- 五、投资主线之硬科技及成长股
- 六、投资主线之低估值优质资产
- 七、投资主线之资产重组
- 八、风险提示

■ 7.资产重组

- 重点关注新奥股份、华峰氨纶、江苏索普。

■ 8.风险提示

- 宏观经济持续下滑，需求下降
- 油价大幅波动，化工品价格下跌
- 在建项目投产进度不及预期
- 汇率波动

公司简称	市值*亿元	股价	归母净利润 (亿元)				EPS (元)				PE			
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
万华化学	1,458.73	46.46	106.10	102.56	124.16	160.22	3.38	3.27	3.95	5.10	13.75	14.22	11.75	9.10
华鲁恒升	265.15	16.30	30.20	25.68	27.72	31.11	1.86	1.58	1.70	1.91	8.78	10.32	9.57	8.52
扬农化工	173.05	55.84	8.95	11.85	12.82	14.77	2.89	3.82	4.14	4.77	19.33	14.60	13.50	11.72
新和成	454.44	21.15	30.79	24	32	36	1.43	1.12	1.49	1.68	14.76	18.94	14.20	12.62
恒力石化	1,085.43	15.42	33.23	91.83	117.48	145.49	0.47	1.30	1.67	2.07	32.67	11.82	9.24	7.46
恒逸石化	405.51	14.27	19.62	31.15	50.43	55.91	0.69	1.10	1.77	1.97	20.67	13.02	8.04	7.25
桐昆股份	247.07	13.37	21.20	30.36	37.2	45.88	1.15	1.64	2.01	2.48	11.65	8.14	6.64	5.39
荣盛石化	717.82	11.41	16.08	23.2	51.8	83.4	0.26	0.37	0.82	1.33	44.65	30.94	13.86	8.61
赛轮轮胎	121.51	4.50	6.68	13.45	14.39	15.35	0.25	0.50	0.53	0.57	18.19	9.03	8.44	7.92
玲珑轮胎	253.56	21.13	11.81	16.46	17.56	19.29	0.98	1.37	1.46	1.61	21.47	15.40	14.44	13.14
利安隆	73.25	35.73	1.93	3.12	4.41	5.23	0.94	1.52	2.15	2.55	37.94	23.48	16.61	14.01
苏博特	48.58	15.64	2.68	3.42	4.21	5.44	0.86	1.10	1.36	1.75	18.10	14.20	11.54	8.93
万润股份	118.01	12.98	4.44	5.22	6.55	8.22	0.49	0.57	0.72	0.90	26.55	22.61	18.02	14.36
昊华科技	147.14	16.41	5.25	6.23	7.08	7.97	0.59	0.69	0.79	0.89	28.04	23.62	20.78	18.46
龙鳞佰利	252.38	12.42	22.86	25.53	35.52	43.19	1.12	1.26	1.75	2.13	11.04	9.89	7.11	5.84
卫星石化	147.94	13.88	9.41	13.52	14.23	30.37	0.88	1.27	1.34	2.85	15.73	10.94	10.39	4.87
坤彩科技	70.90	15.15	1.80	2.09	2.63	3.72	0.39	0.45	0.56	0.79	39.34	33.92	26.96	19.06
中国化学	302.39	6.13	19.32	28.7	31.24	34.03	0.39	0.58	0.63	0.69	15.65	10.54	9.68	8.89
海油工程	278.10	6.29	0.80	0.18	10.01	17.34	0.02	0.00	0.23	0.39	348.60	1545.02	27.78	16.04
新奥股份	126.38	10.28	13.21	12.77	11.84	12.72	1.07	1.04	0.96	1.03	9.57	9.90	10.67	9.94

资料来源: Wind, 太平洋证券研究院; 日期: 2019年11月8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	liyongyang@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

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。



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) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566