

基础化工

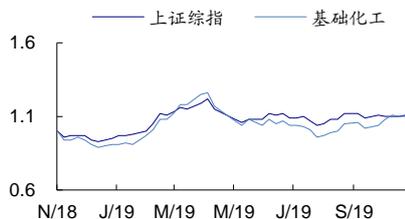
基础化工行业三季报总结&11月份投资策略

超配

(维持评级)

2019年11月15日

一年该行业与上证综指走势比较



相关研究报告:

《基础化工行业三季报业绩前瞻&10月份投资策略:三季报预期环比略有改善,“科技+成长”仍有机会》——2019-10-15
 《基础化工行业2019半年报总结&9月份投资策略:上半年行业盈利能力企稳,民营炼化项目及化工新材料关注度持续提升》——2019-09-16
 《行业点评:涤纶长丝需求复苏,带动大炼化项目盈利预期修复》——2019-09-05
 《基础化工行业8月份投资策略:等待库存周期探底,优秀龙头盈利仍保持稳定》——2019-08-20
 《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

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

证券分析师: 商艾华

E-MAIL: shangaihua@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980519090001

行业投资策略

景气继续下滑, 产业链下游环节业绩相对表现更好

● 3季报总结和11月份投资观点: 产业链下游环节景气度趋势性好转

基础化工行业前三季度增收不增利, 但盈利能力整体好于上轮景气低点。基础化工行业前三季度增收不增利, 盈利能力整体好于上轮景气低点。全板块营收同比+4.49%, 归母净利润同比-18.62%, 其中Q3单季度营收同比+2.69%, 归母净利润同比-21.70%, 略低于我们之前的业绩前瞻。全行业前三季度整体的销售毛利率和净利率分别为19.17%和6.70%, 仍明显好于上一轮的景气低点, 经过供给侧改革之后, 全行业的盈利中枢逐渐上行。从四大化工板块的利润增速看, 化工产业链利润结构正逐步从上游原材料向下游橡胶及塑料制品转移, 建议关注化工产业链下游环节, 特别是与科技产业链相关的化工新材料、电子化学品、锂电池材料、精细化工品等板块。建议重点关注金发科技(新材料领域研发实力强, 新增产品逐步打开市场)、蓝晓科技(离子吸附技术取得突破, 下游盐湖提锂快速增长)、东旭光电(受益于石墨烯产业化进程加快)。

11月投资组合: 华鲁恒升(油价上涨, 化肥景气度较好)、金发科技(主营业务盈利逐步恢复, 新材料业务增速有望加快)、蓝晓科技(离子吸附技术取得突破, 下游盐湖提锂快速增长)。

● 行业近况: 主动去库存阶段仍在持续

工业企业开工率持续降低, 但需求低迷导致库存水平并未有明显下降, PPI下行的压力仍在, 当前仍处于主动去库存阶段。根据国家统计局最新数据, 化学工业PPI同比进一步下滑到-3.7%(上月-3.0%), 其中橡胶和塑料制造业的PPI表现相对较好(-1.2%), 化纤制造业PPI同比大幅下滑至-13.0%(上月-8.9%)。行业新增产能释放速度有所放缓, 固定资产投资完成额同比已经下降至+5.50%, 其中化纤制造业下降幅度最为明显。下游需求表现低迷但有改善的迹象, 房屋竣工面积同比已经出现向上拐点, 施工面积同比(8.6%)仍保持较好的增长, 汽车和纺织品产量仍为负增长但有趋势性改善的迹象, 家电行业的主要产品的产量增速持续下行。需求的低迷是化工品PPI继续向下的主要风险因素。

● 近期产品价格及价差分析: 一铵、DMF、尿素、硝酸铵和涤纶短纤等产品价差在Q3持续扩大

根据我们重点跟踪产品的价格及价差的表现看, 2019Q4期间磷化工、有机化学品、化肥(磷肥、氮肥、钾肥等)、塑料、橡胶等板块的相关产品整体涨幅表现较好, 另外一铵、二铵、DMF、硝酸铵和PTA等产品价差在Q4持续扩大。我们根据相关产品盈利能力的表现情况, 推荐重点关注华鲁恒升(煤化工、尿素龙头)和恒力石化(PTA龙头、民营炼化项目率先投产)。

● 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	46.87	147,160	3.94	4.69	11.9	10.0
002601	龙鳞佰利	买入	12.37	25,136	1.50	1.81	8.2	6.8
600346	恒力石化	买入	14.53	102,278	1.22	1.63	11.9	8.9
600426	华鲁恒升	买入	15.73	25,587	1.57	1.76	10.0	8.9

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

基础化工行业 2019 年三季度总结	4
板块整体盈利增速在三季度继续下滑.....	4
从子行业看，产业链下游环节盈利表现相对突出.....	7
11 月份投资策略:	9
本期观点：行业景气继续下滑，产业链下游环节业绩相对表现更好.....	9
上期投资建议回顾（2019.10.1-2019.10.31）.....	9
行业去库存持续，继续等待周期探底.....	10
全行业近期经营状况回顾	13
基础化工行业 PPI 同比增速继续下行.....	13
行业新增供给暂时有所放缓.....	13
需求面有下滑趋势，主要支撑仍来自房地产.....	15
近期市场走势分析	16
10 月份市场上涨后回落.....	16
改性塑料、钾肥反弹明显，磷肥板块大幅下滑.....	18
2019Q4 产品价格和价差分析.....	18
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	20
关键结论与投资建议.....	20
核心假设或逻辑.....	21
附表一：国信化工重点关注产品价格及同比涨幅	23
附表二：重点公司盈利预测及估值	26
国信证券投资评级	27
分析师承诺	27
风险提示	27
证券投资咨询业务的说明	27

图表目录

图 1: 基础化工板块的营收和净利润同比变化情况 (单位: %)	5
图 2: 化工板块近年整体毛利率和净利率变化情况 (单位: %)	5
图 3: 化工行业各板块的累计利润总额同比增速 (单位: %)	6
图 4: 化工产业链各板块利润占比变化趋势 (单位: %)	6
图 5: 化工板块各子行业的三季报营收增速 (单位: %)	7
图 6: 化工板块各子行业的三季报归母净利润增速 (单位: %)	7
图 7: 化工板块各子行业的三季报毛利率排序 (单位: %)	8
图 8: 工业企业目前处于主动去库存阶段	10
图 9: 纯碱和烧碱的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	11
图 10: 钛白粉和 R22 制冷剂的工厂库存变化情况 (万吨)	11
图 11: 尿素和磷酸一铵的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	11
图 12: 草甘膦和草铵膦的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	11
图 13: DMC、三氯氢硅和醋酸的工厂库存变化情况 (万吨)	11
图 14: 环氧丙烷和 DMF 的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	11
图 15: PVC、PE 和 PP 的社会库存变化情况 (万吨)	11
图 16: SBS 的社会总库存变化情况 (单位: 万吨)	11
图 17: 氨纶和锦纶切片的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	12
图 18: 涤纶长丝和腈纶的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)	12
图 19: PX、PTA 和 MEG 的工厂及市场库存变化情况 (单位: 万吨)	12
图 20: 化工行业及主要板块的 PPI 走势情况 (单位: %)	13
图 21: 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、%)	14
图 22: 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: %)	14
图 23: 房屋新开工、施工和竣工面积同比 (单位: %)	15
图 24: 汽车月累计产量及同比 (单位: %)	15
图 25: 国内布产量月累计值及同比 (单位: 亿米、%)	16
图 26: 主要家电产量累计同比 (单位: %)	16
图 27: 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 2019.10.31)	17
图 28: 中信分级一级行业涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.10.1-2019.10.31, 市值加权平均)	17
图 29: 2010 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化	18
图 30: 2018 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化	18
图 31: 国信基础化工子行业区间涨跌幅排行 (单位: %, 区间: 2019.10.1-2019.10.31, 市值加权平均)	18
表 1: 国信基础化工板块整体利润表关键数据整理 (单位: 亿元、%)	4
表 2: 上期策略报告推荐公司表现情况 (2019.10.1-2019.10.31)	9
表 3: 各类产品的平均年涨幅及均价同比涨幅均值 (单位: %, 截至 2019.10.31)	19
表 4: 重点关注产品的均价及同比变化 (单位: 元/吨、%, 截至 2019.10.31)	19
表 5: 重点产品价格差同比变化 (单位: %, 截至 2019.10.31)	20
表 6: 国信化工重点关注产品价格及同比涨幅 (截至 2019.10.31)	23

基础化工行业 2019 年三季度报总结

板块整体盈利增速在三季度继续下滑

按照惯例，我们整理了基础化工全板块（按照国信分级）的整体利润表的关键数据。从单季度的情况来看，Q3 全板块的营收继续增长，但是毛利率和净利率却明显下滑。即便期间费用率有所改善，但是板块整体的净利润环比和同比都有所下滑，整体上低于我们之前的三季度业绩预期（我们之前预计三季报的归母净利润增速区间在-17%~-15%，实际增速为-18.62%）。

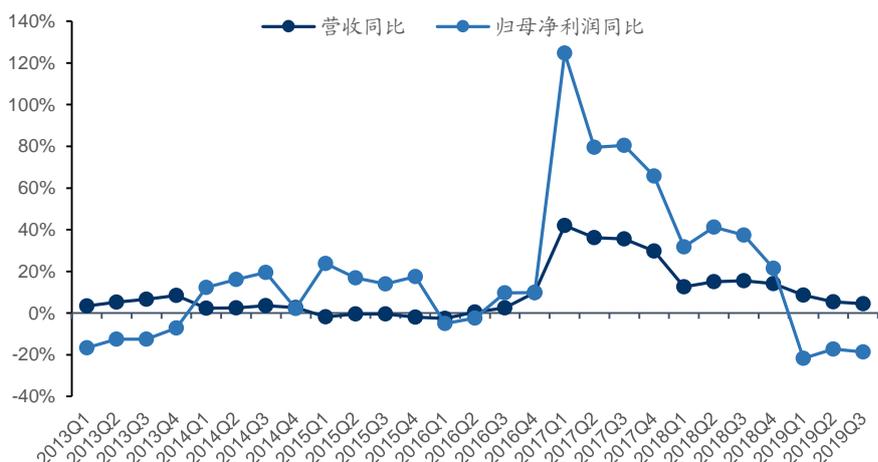
表 1：国信基础化工板块整体利润表关键数据整理（单位：亿元、%）

	单季度 2019Q1	单季度 2019Q2	单季度 2019Q3	2019 年三季报 2019Q1-Q3
营业总收入	3969.69	4573.23	4604.07	13146.99
同比	8.67%	2.69%	2.78%	4.49%
营业收入	3968.21	4573.61	4603.40	13145.22
同比	8.66%	2.71%	2.78%	4.49%
营业总成本	3717.27	4226.86	4310.78	12254.91
营业成本	3219.52	3675.54	3730.78	10625.85
毛利	748.69	898.06	872.62	2519.37
毛利率	18.87%	19.64%	18.96%	19.17%
期间费用	455.68	511.12	512.08	1478.88
期间费用率	11.48%	11.18%	11.12%	11.25%
-销售费用	157.51	175.64	177.65	510.79
-管理费用	140.53	154.10	168.53	463.16
-研发费用	73.00	99.15	83.91	256.06
-财务费用	84.64	82.23	81.99	248.87
资产减值损失	14.00	8.12	23.40	45.51
税金及附加	25.76	27.98	33.19	86.93
汇兑净收益	-0.07	0.05	0.04	0.03
投资净收益	16.76	40.99	29.09	86.84
公允价值变动净收益	22.31	-3.74	1.15	19.72
营业利润	317.46	413.89	348.18	1079.53
同比	-22.17%	-12.77%	-20.39%	-18.11%
营业外收入	4.81	8.14	6.55	19.50
营业外支出	2.23	4.27	6.75	13.26
利润总额	320.04	417.75	347.97	1085.76
同比	-16.46%	-5.77%	-19.80%	-18.02%
减-所得税	59.47	77.48	68.59	205.54
所得税率	18.58%	18.55%	19.71%	18.93%
净利润	260.57	340.27	279.39	880.22
同比	-16.28%	-6.31%	-20.13%	-14.74%
净利率	6.57%	7.44%	6.07%	6.70%
归母净利润	248.60	320.21	263.96	832.77
同比	-21.66%	-13.48%	-21.70%	-18.62%

资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

全行业前三季度增收不增利，盈利能力略有反弹后继续向下。营收继续保持增长，2019 年前三季度营收同比+4.49%，其中 Q3 单季度营收同比+2.69%，环比+0.67%。但是行业盈利能力在 2 季度略有改善之后，整体继续下行。2019 年前三季度全行业整体毛利率为 19.17%，比半年报同比增速略有下滑。受毛利率下降影响，Q3 全行业盈利增速继续下行。2019 年前三季度归母净利润同比-18.62%，其中 Q3 单季度净利润同比-21.70%，环比-17.57%。全行业整体利润增速在半年报略有反弹后，三季报增速继续下滑。

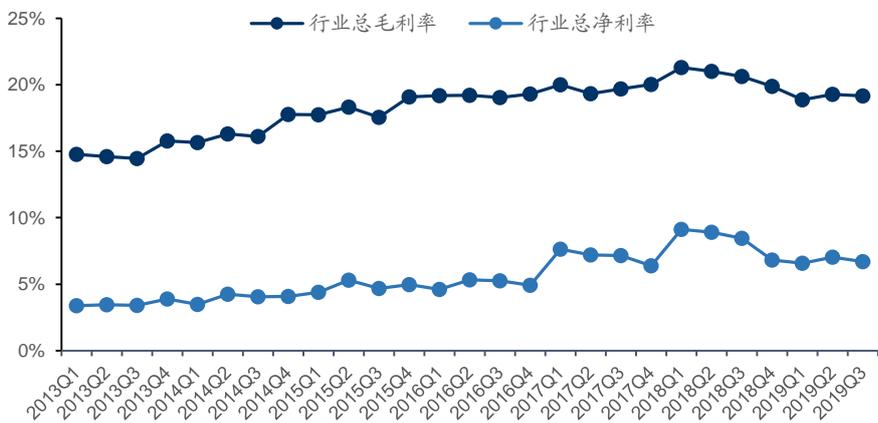
图 1: 基础化工板块的营收和净利润同比变化情况 (单位: %)



资料来源:国家统计局、国信证券经济研究所整理

全行业在本轮景气低点盈利能力明显高于上轮低点。2019 年前三季度全行业整体销售毛利率为 19.17%，基本接近上一轮行业景气周期在 2016 年 Q1 开始启动时水平，明显高于之前的行业低迷期（2012-2015 年）。而且，与上一轮行业景气周期不同的是，经过供给侧改革之后，新旧产能的替换，行业整体的运营效率有明显的提升。2019 年前三季度全行业整体销售净利率为 6.70%，虽然逊色于 2017-2018 年行业景气高点时的净利率水平（基本在 7-9% 之间），但也远高于 2016 年之前上一轮库存周期阶段的盈利水平（2013-2016 年期间行业整体销售净利率基本在 3-5% 之间，2017 年景气回升之后才有明显的改善）。

图 2: 化工板块近年整体毛利率和净利率变化情况 (单位: %)

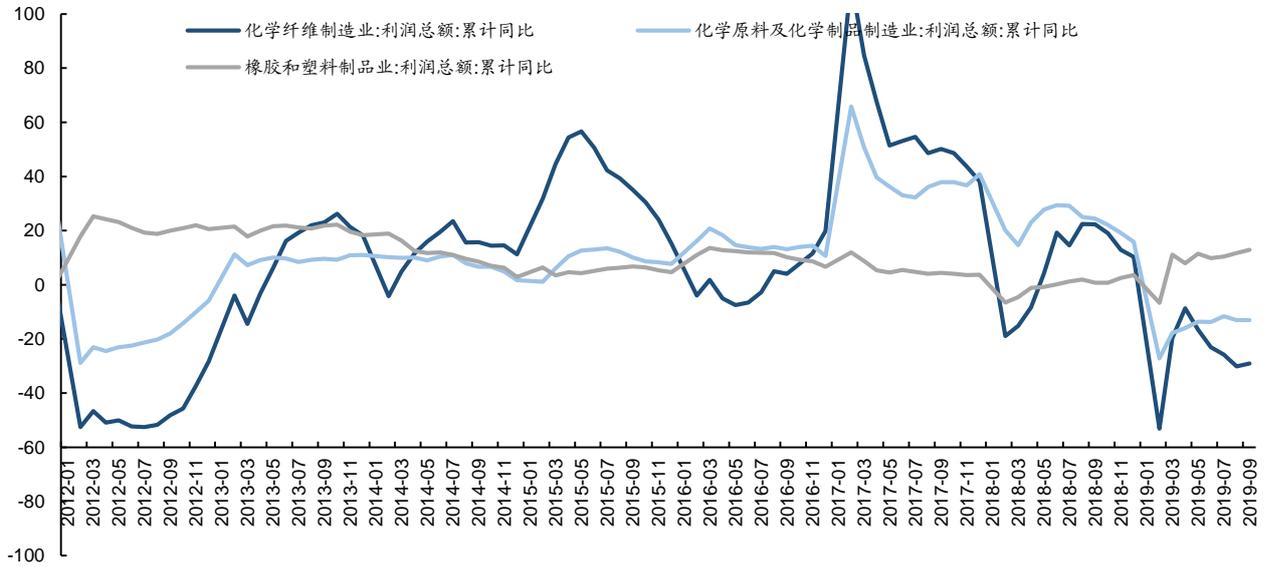


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

三季度行业上市公司整体业绩略低于预期，主因是产业链利润内部向下游环节转移。我们在 10 月份的三季报业绩前瞻中，预计 A 股上市公司化工板块的三季报净利润同比区间为 (-15%~-17%)，季度环比会稍有改善。我们之前分析的根据，主要是看到截至 2019 年 8 月份，橡胶和塑料制品行业的利润增速继续保持增长，化学原料及制品行业的利润增速稍有改善，而化学纤维行业及上游石油加工行业的利润增速保持大幅下跌，考虑到前两个行业的利润占比较大，因此我们预计化工行业三季报整体情况相对于半年报应该略有改善。化工行业上市公司三季报的整体情况与我们之前预计的略有差异，我们认为主要是因为化工行业上市公司中，利润占比

比较大的公司主要集中在上游原材料、中游化学原料环节，在下游橡胶和塑料制品行业里面，相关公司的经营规模整体偏小，其总的营收和利润占比也相对偏小。

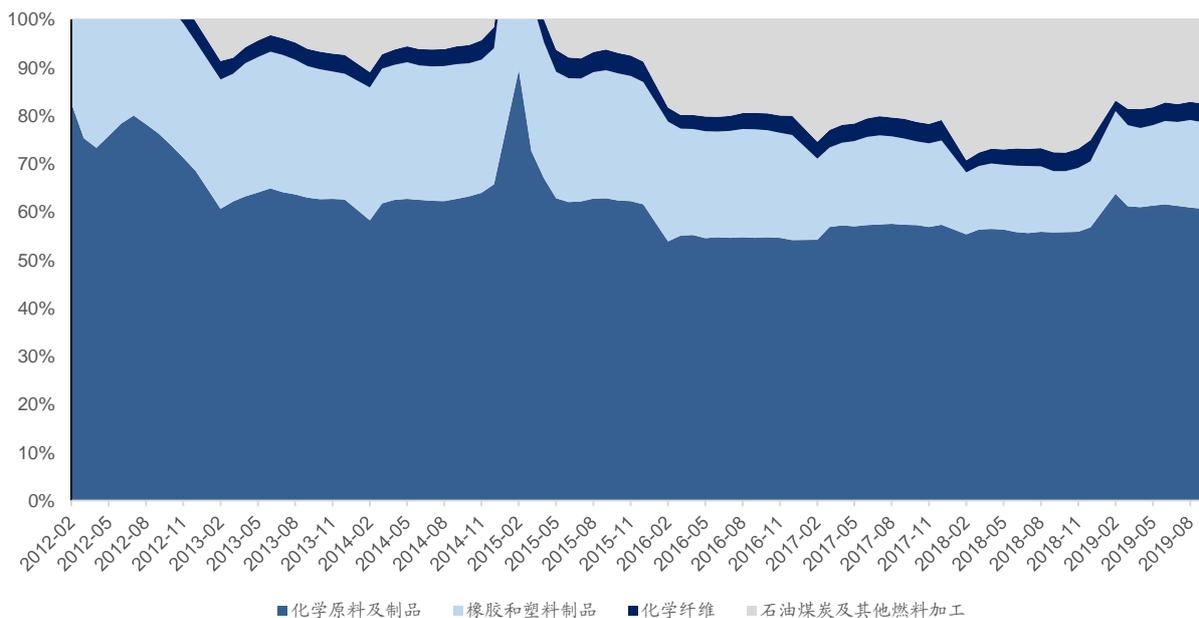
图 3：化工行业各板块的累计利润总额同比增速（单位：%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

化工产业链内部利润向下游制品环节转移的趋势不变。截至 2019 年 9 月份，国家统计局公布的数据显示，化工产业链下游环节的橡胶和塑料制品行业的利润增速保持连续增长的态势（前 9 月累计同比+12.9%），其他环节的利润增速仍保持负增长，特别是产业链上游环节的石油加工、炼焦及核燃料加工业的利润增速仍大幅下滑。因此我们认为化工产业链下游环节（主要是橡胶和塑料制品行业）里面的相关上市公司中会有一批竞争力较强的公司受益于这个趋势，业绩持续改善。

图 4：化工产业链各板块利润占比变化趋势（单位：%）

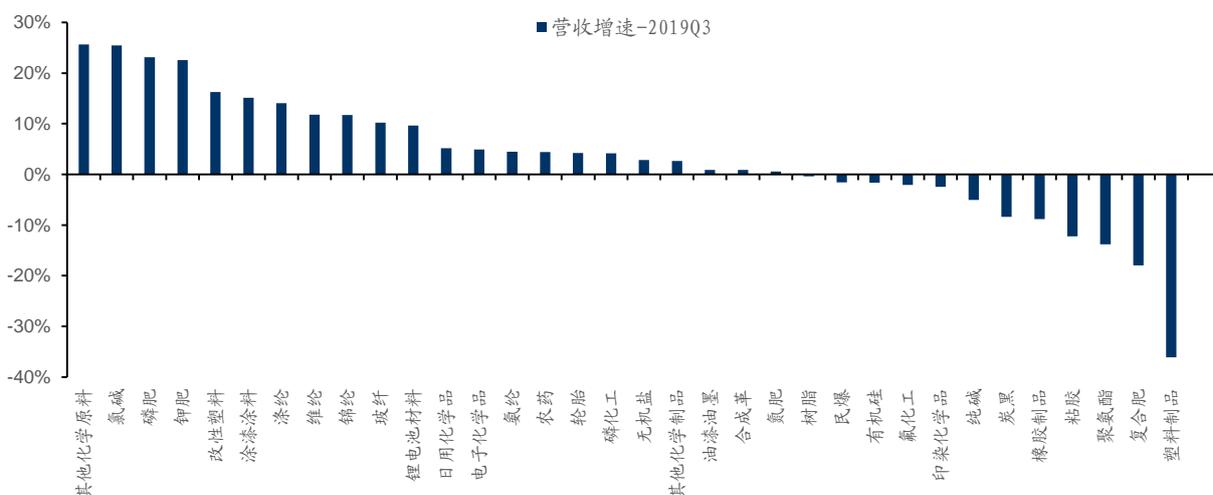


资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理
注：2012、2015 年度石油煤炭及其他燃料加工板块出现整体亏损的状况。

从子行业看，产业链下游环节盈利表现相对突出

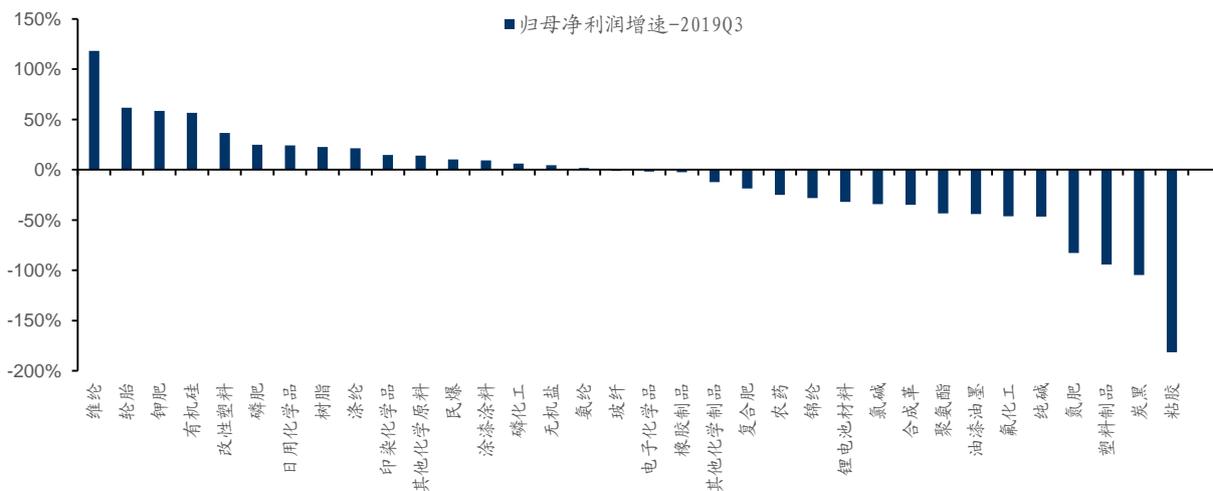
019 年前三季度营收保持较好增长的主要有氯碱、磷肥、钾肥、改性塑料、油漆涂料、化纤、玻纤、锂电池材料等子行业，主要是因为行业需求较好、景气度有明显改善，或者市场集中度较高导致；营收增速恶化比较明显的子行业有聚氨酯、粘胶、橡胶制品、炭黑等子行业，主要是因为这些子行业相关的产品价格下跌幅度较大导致。前三季度净利润增速保持较好的有维纶、轮胎、钾肥、有机硅、改性塑料、磷肥等子行业，这些子行业在今年迎来景气反转，盈利能力有明显的改善；恶化较为明显的有粘胶、炭黑、氮肥、纯碱、氟化工，主要是因为行业景气度相比去年同期有明显的下降。

图 5：化工板块各子行业的三季度报营收增速（单位：%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

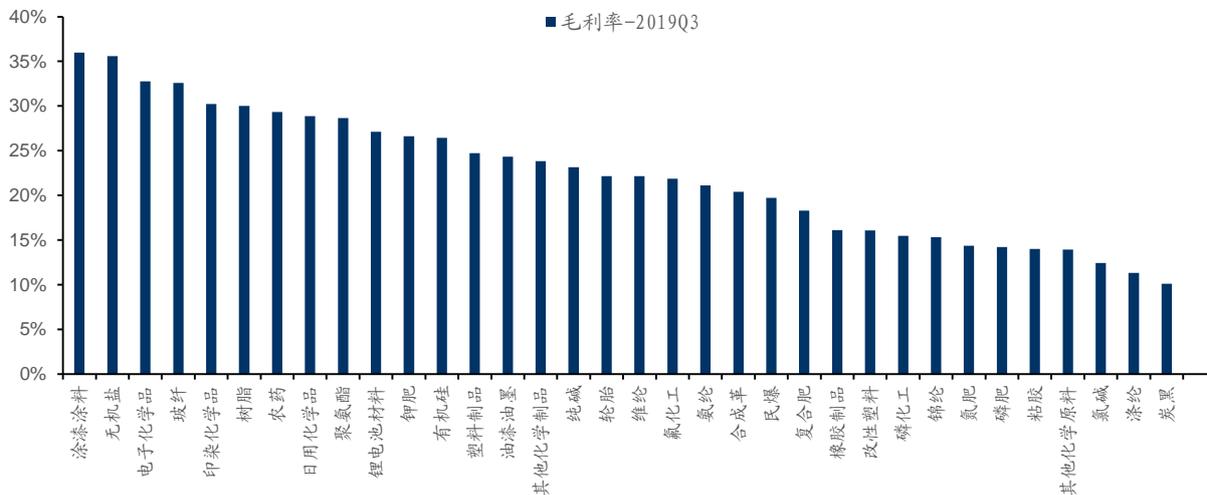
图 6：化工板块各子行业的三季度报归母净利润增速（单位：%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面表现较好的子行业当中，涂漆涂料、无机盐、玻纤、印染化学品、聚氨酯等子行业是因为行业格局较好，市场集中度相较过去有明显的集中；锂电池材料、电子化学品、树脂、农药、日用化学品、氟化工、有机硅等子行业是因为产品本身的技术附加值较为明显，毛利率一般能维持在较高的水平。

图 7：化工板块各子行业的三季度报毛利率排序（单位：%）



资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

总的来看，这基本符合我们对国内化工产业未来发展方向的判断，在传统化工品领域，优秀企业通过规模加强成本优势，持续扩大市场份额；在技术附加值较高的精细化工品以及化工新材料领域，在国产替代以及产业升级的趋势中，行业迎来整体性机会，有潜力的公司将在新一轮竞争中脱颖而出。

11 月份投资策略:

本期观点: 行业景气继续下滑, 产业链下游环节业绩相对表现更好

从最新的国家统计局 9 月份的数据来看, 我们主要关注的化工行业四大板块中橡胶和塑料制品行业保持较好的利润增长 (同比+12.9%), 化学原料及化学制品制造业 (同比-13.0%) 的利润增速相比于上半年略有改善, 而化学纤维行业 (-29.1%) 和石油煤炭及其他燃料加工业 (-53.5%) 的利润增速继续较大幅度的下滑。我们认为, 化工产业链内部的利润正逐步从上游原材料环节向下游橡胶及塑料制品环节转移。

从库存周期的角度, 从我们最新观察到的 2019 年 9 月份数据来看, 工业整体开工率在持续降低, 但是需求整体较为低迷, 工业品库存水平并没有明显下降, 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 下行趋势依旧明显。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, 我们认为化工行业同样处于主动去库存阶段, 需要耐心等待确认主动去库存向被动去库存阶段的转变。

从产品价格价差的变化来看, 2019Q4 期间磷化工、有机化学品、化肥 (磷肥、氮肥、钾肥等)、塑料、橡胶等板块的相关产品整体涨幅表现较好, 另外一铵、二铵、DMF、硝酸铵和 PTA 等产品价差在 Q4 持续扩大。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)、新洋丰 (磷复合肥、磷酸一铵国内龙头之一)。

在当前化工产业链内部利润向下游环节转移的趋势之下, 我们认为应该多关注下游制品类的生产企业, 特别是与科技产业链紧密相关的化工新材料、电子化学品、锂电池材料、精细化工品等板块。在中美开展长期全球竞争的背景之下, 发展科技将是未来国内产业升级的重要方向, 市场对科技产业链的国产化进程仍保持较高的关注, 建议重点关注金发科技 (新材料领域研发实力强, 新增产品逐步打开市场)、蓝晓科技 (离子吸附技术取得突破, 下游盐湖提锂快速增长)、东旭光电 (受益于石墨烯产业化进程加快)。

11 月份我们推荐的投资组合: 华鲁恒升 (油价上涨、化肥景气度较好)、金发科技 (主营业务盈利逐步恢复, 新材料业务增速有望加快)、蓝晓科技 (离子吸附技术取得突破, 下游盐湖提锂快速增长)。

上期投资建议回顾 (2019.10.1-2019.10.31)

上期策略报告中我们认为市场对化工产业链中“科技+成长”类的企业关注度较高, 发展科技将是未来国内产业升级的重要方向。我们上期的投资组合是恒力石化、华鲁恒升、金发科技、东旭光电, 在上期取得了 1.29% 的组合收益率。该组合上期跑赢上证指数 (同期上涨+0.82%) 以及基础化工行业指数 (中信分级, 同期下跌-1.22%), 组合的年度收益累计达到 60.45%。从具体个股的表现来看, 上期恒力石化和金发科技表现较为突出, 主要是随着下游聚酯长丝的需求转好, 炼化-长丝产业链盈利中枢上行, 市场对民营炼化项目的盈利预期提升。金发科技则主要是因为政府加大塑料污染的治理力度, 市场对生物可降解塑料的关注度提升, 且公司上半年业绩增幅较大, 公司估值明显修复。东旭光电表现价差, 股价回调幅度较大 (上期下跌-16.02%), 石墨烯目前仅作为市场热点受到较多关注, 但是对公司现阶段业绩贡献有限, 近期市场情绪波动较大, 影响到公司的估值水平。

表 2: 上期策略报告推荐公司表现情况 (2019.10.1 -2019.10.31)

推荐原因	相关产品	公司	期末股价(元/股,截至 2019.10.31)	本期涨幅(10.1-10.31)	区间相对收益(相对上证指数)	年初至今涨幅
民营炼化扩产龙头	原油炼化: PX、PTA、聚酯	恒力石化	16.11	7.90%	7.08%	72.02%
石墨烯产业化持续推进、“科技+成长”	石墨烯、液晶玻璃	东旭光电	4.77	-16.02%	-16.84%	7.49%
传统改性塑料龙头、多项化工新材料产品快速发展	改性塑料、生物可降解材料、特种工程塑料等	金发科技	6.68	1.06%	0.24%	37.69%
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	15.60	-5.05%	-5.87%	31.10%
本期组合收益率(市值加权平均)				1.29%		

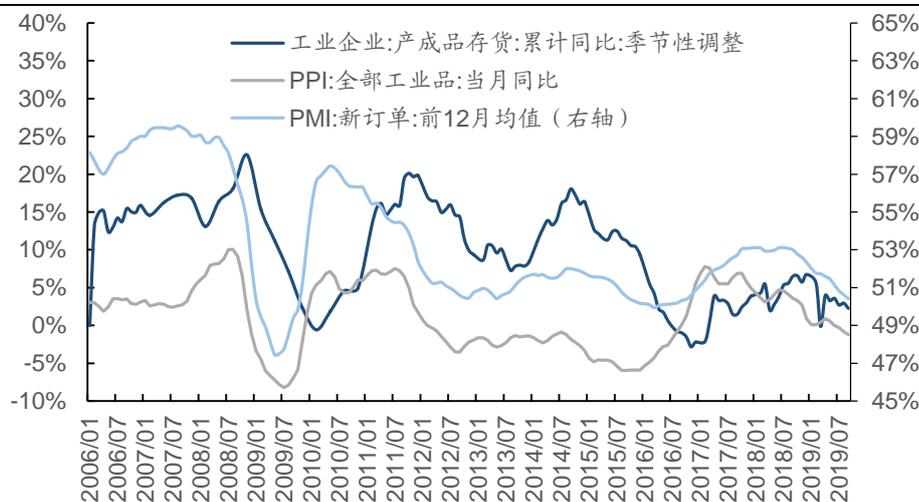
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

行业去库存持续，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 2019 年 9 月份数据来看，工业整体开工率在持续降低，工业品库存水平却没有明显下降，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 下行趋势依旧明显。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 8：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、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

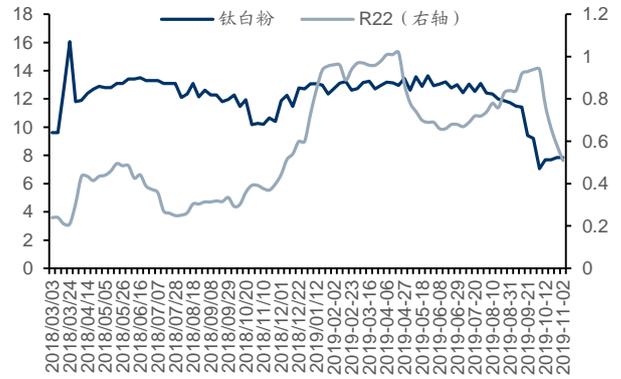
转，产品的价格也会持续出现大幅上涨的情况，2016年上半年开始各类化工品陆续大幅涨价的情况很有可能会在2020年再次上演。

图 9: 纯碱和烧碱的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



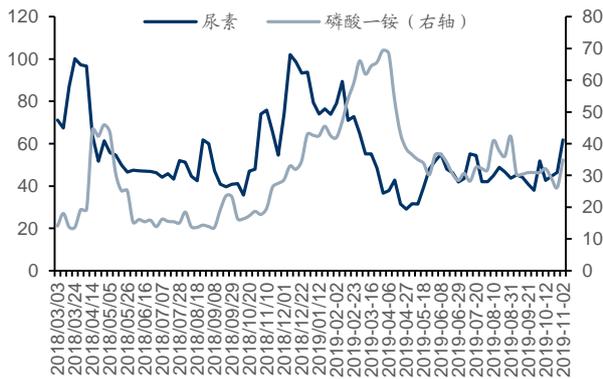
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 10: 钛白粉和 R22 制冷剂的工厂库存变化情况 (万吨)



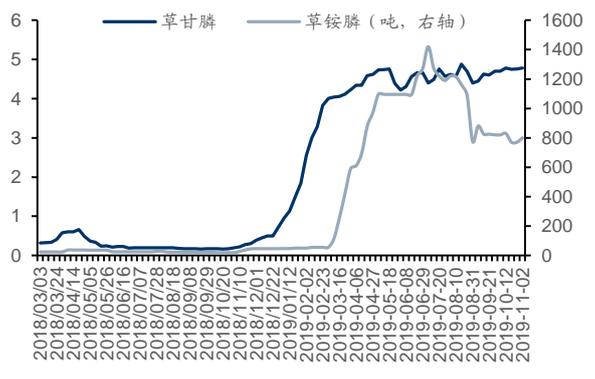
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 11: 尿素和磷酸一铵的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



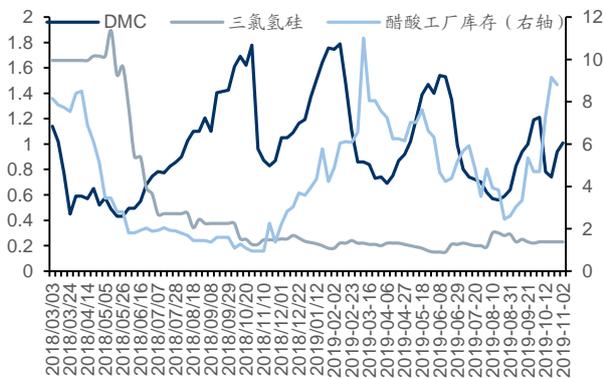
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 12: 草甘膦和草铵膦的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



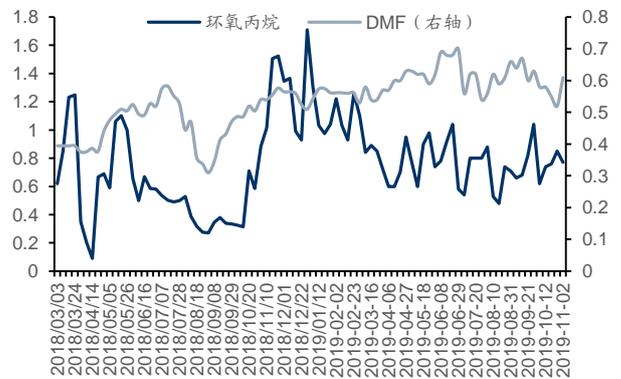
资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 13: DMC、三氯氢硅和醋酸的工厂库存变化情况 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

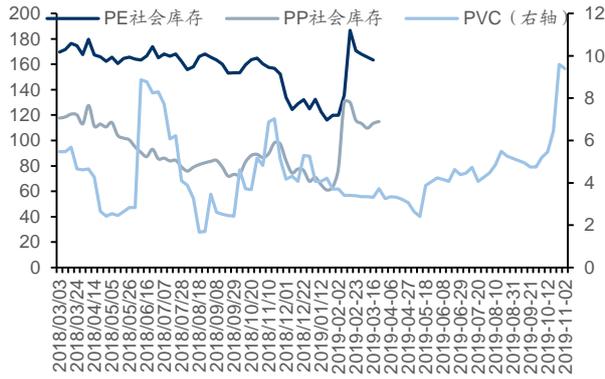
图 14: 环氧丙烷和 DMF 的工厂库存变化情况 (单位: 万吨)



资料来源: 百川盈孚, 国信证券经济研究所整理

图 15: PVC、PE 和 PP 的社会库存变化情况 (万吨)

图 16: SBS 的社会总库存变化情况 (单位: 万吨)

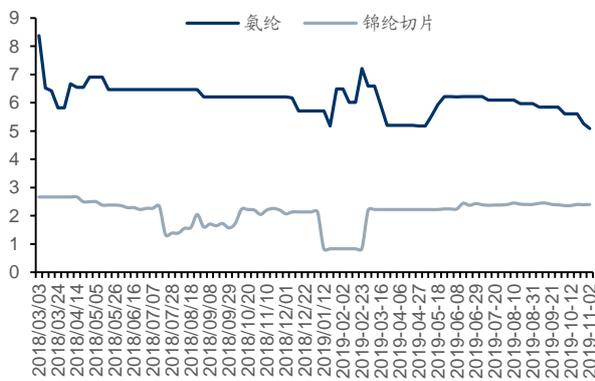


资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理



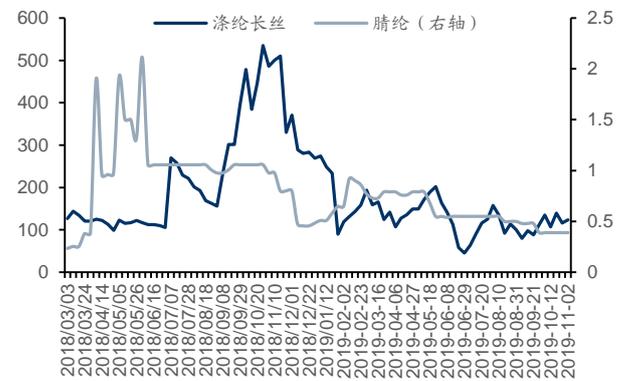
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 17：氨纶和锦纶切片的工厂库存变化情况（单位：万吨）



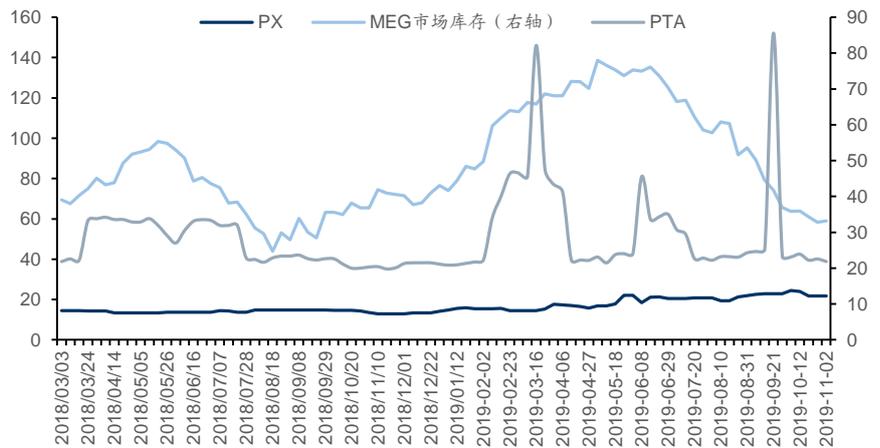
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

图 18：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 19：PX、PTA 和 MEG 的工厂及市场库存变化情况（单位：万吨）



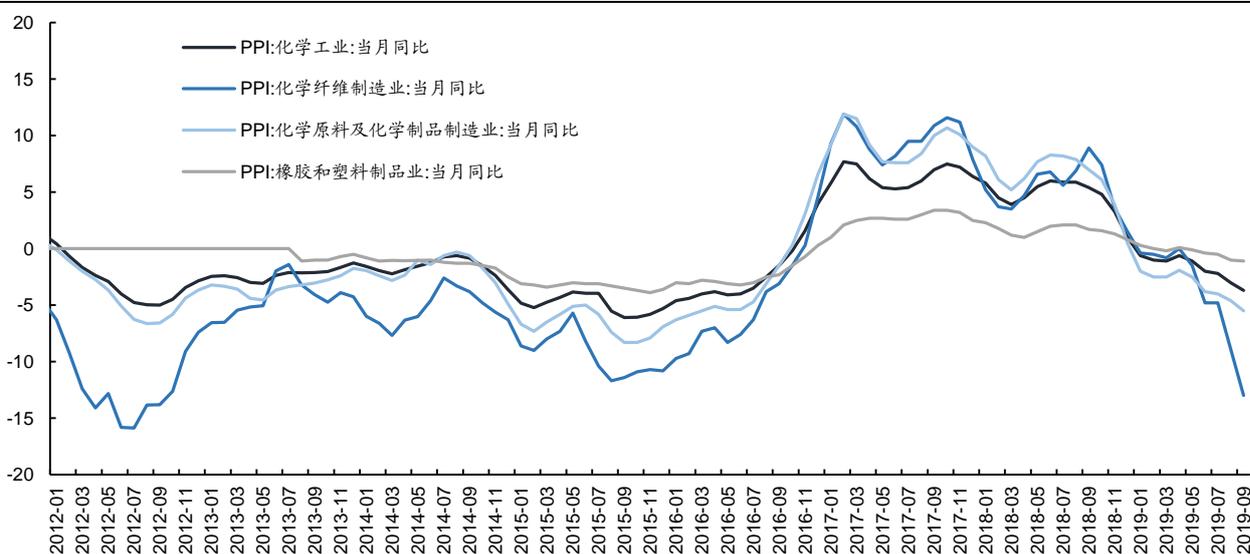
资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

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

化工行业 PPI 同比增速下行趋势扩大，行业景气度整体低迷。从已经公布的 9 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 9 月份化学工业整体的 PPI 同比为 -3.70%，化纤制造业、化学原料及制品制造业、橡胶和塑料制品制造业的 PPI 同比则分别为 -13.0%、-5.5%、-1.2%，其中化学纤维制造业的 PPI 同比相比上月显著下滑。根据我们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，行业整体经营状况在 4 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 20: 化工行业及主要板块的 PPI 走势情况 (单位: %)

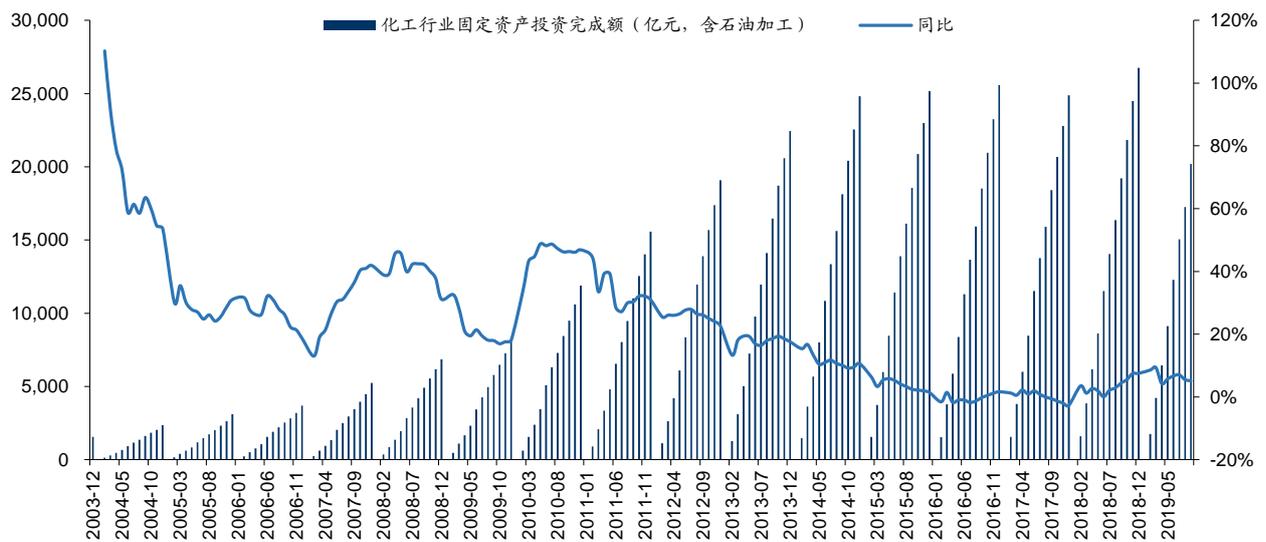


资料来源: WIND、国信证券经济研究所整理

行业新增供给暂时有所放缓

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 9 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 17258 亿元，同比增长 5.50%，相比 7 月份的同比增速 7.05%暂时有所放缓，新产能的投放速度回到了 4 月份的水平。

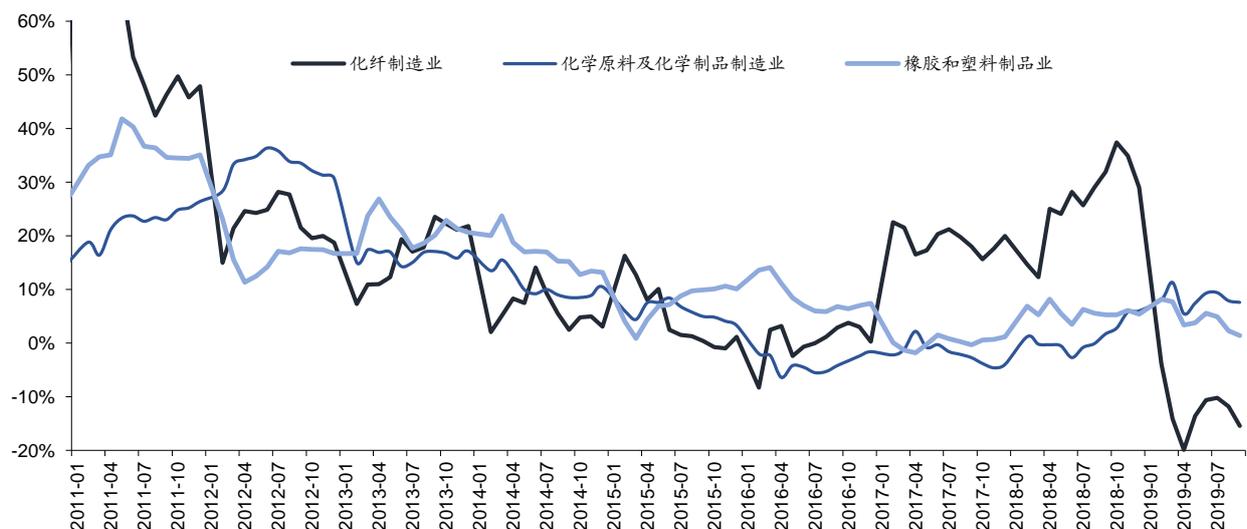
图 21: 基础化工行业的固定资产投资完成额及同比变化 (单位: 亿元、%)



资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

化纤行业景气度持续回落，上半年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，2019 年 5 月至 9 月，化纤行业固定资产增速保持在 -10% 左右，9 月更是下跌至 -15.4%，化纤行业开始逐步消化之前投放的新产能。

图 22: 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

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，2019 年 3 月以来增速有所放缓，截止 9 月份固定资产投资增速降至 7.6%。

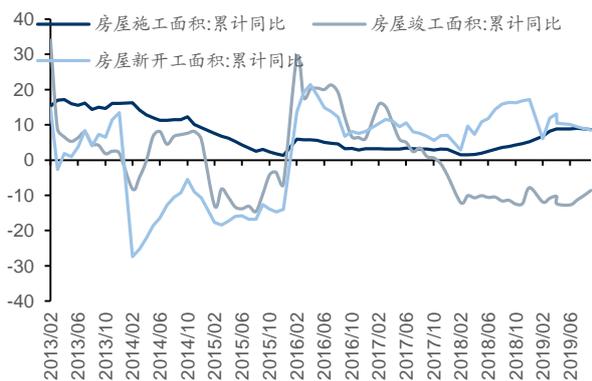
需要特别指出的是，2019 年前 9 个月固定资产投资完成额增速增长最快的是石油加工炼焦及核燃料加工行业，这表明化工行业的上游环节正在加快投放产能供给。这一现象与我们之前在年度策略报告中的分析吻合，根据我们对化工行业内上中下游环节的利润占比变化情况来分析，过去 3 年中上游环节的利润占比明显增加，说明在供给侧改革和环保督察政策的共同作用下，化工品 PPI 持续上升，上游原材料生产环节最为受益。在这一背景之下，行业内优质龙头企业开始扩大生产规模，在产业链一体化和平台化的趋势下完善自身的产业布局，因此上游环节的投资有明显的增加。根据我们的观察，化工行业上游环节的投资主要集中在民营炼化（包括原油、轻烃等炼化项目）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，汽车产量同比增速底部略有好转，化工品下游需求支撑仍整体偏弱。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 9 月国内房屋新开工面积的增长速度有所回升，从年初 2 月份的 6.0% 增长到 9 月份的 8.6%，但是竣工面积的增长速度仍然为负（-8.6%），负增长有所放缓，而施工面积仍保持了 8.6% 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 4 季度房地产相关的化工品需求整体偏弱。

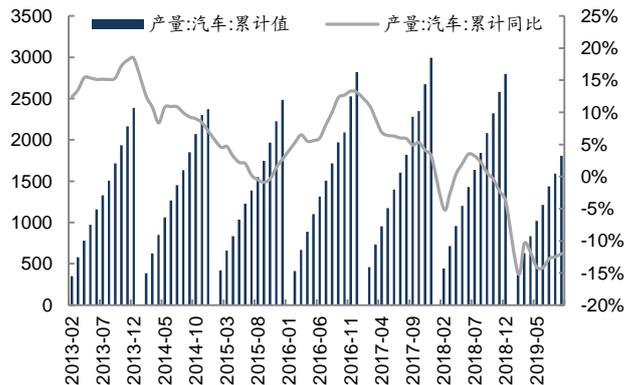
化工品的另一大下游需求支撑行业——汽车今年的产量情况下滑趋势更为严峻。虽然 2018 年前 6 个月汽车产量的同比增速持续向上，但是 7 月份之后汽车产量同比增速掉头向下，2018 年全年全国汽车产量累计 2084 万辆，同比-3.8%，十多年来首次年度产量下滑。2019 年汽车行业仍延续了低迷，前 9 月汽车产量的下滑趋势也并没有得到缓解，产量仅为 1809 万辆，同比下滑-12%。

图 23: 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 24: 汽车月累计产量及同比 (单位: %)



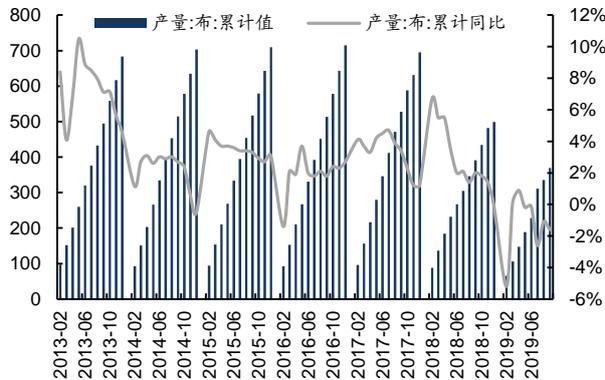
资料来源: 国家统计局、国信证券经济研究所整理

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，8 月份纺织行业需求延续了年初的下滑趋势，今年前 9 月布的产量同比为-1.6%。家电行业中空

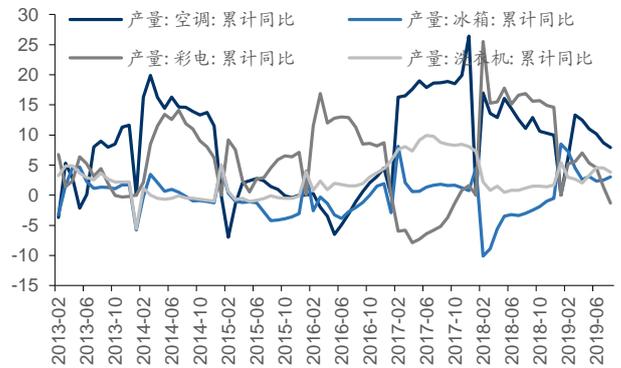
调、洗衣机和彩电保持了较好的同比增长，累计同比增长分别为 6.4%、2.99% 和 3.29%，而彩电增速表现较弱。

图 25: 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 26: 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

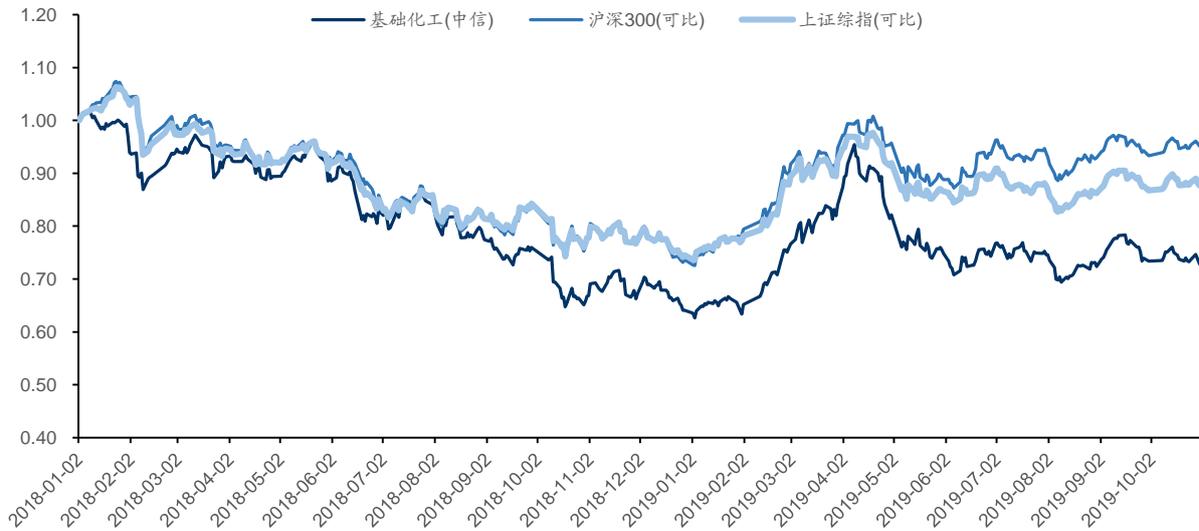
近期市场走势分析

10 月份市场上涨后回落

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，10 月份市场经历了一波上涨后下跌，10 月上旬市场指数迎来持续上涨，10 月下旬又迅速回落。在本次区间内（2019.10.1-2019.10.31）上证指数涨幅为 1.04%，基础化工（中信）行业指数涨幅为-1.36%。

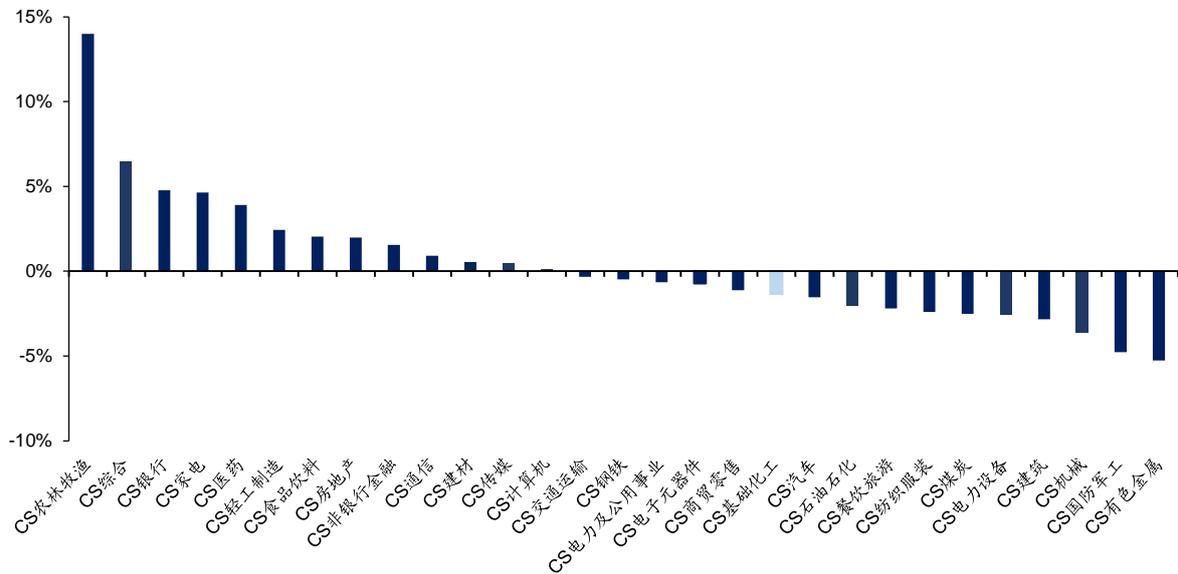
图 27: 2018 年 1 月以来基础化工板块(中信分级)与上证综指、沪深 300 的相对走势对比(截至 2019.10.31)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019.10.1-2019.10.31 期间, 农林牧渔、综合、银行和家电板块涨幅超过 4%, 其中农林牧渔板块涨幅超过 10%。有色金属、国防军工和机械板块跌幅较大, 跌幅超过 3%。其中基础化工行业涨跌幅-1.36% (所有行业平均涨幅为 0.32%), 同期上证综指的涨幅为 1.04%。

图 28: 中信分级一级行业涨跌幅排行(单位: %, 区间: 2019.10.1-2019.10.31, 市值加权平均)

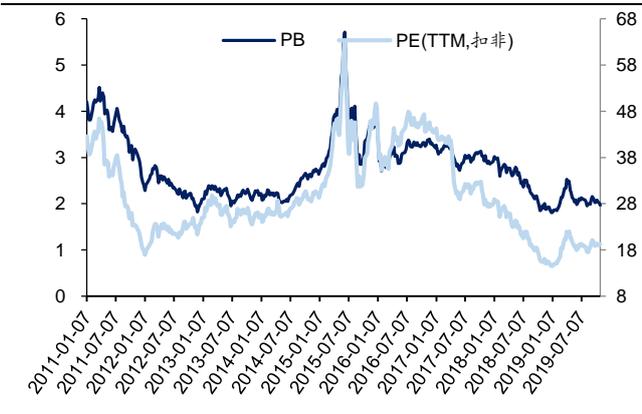


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

行业整体估值仍有待修复。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。截止 2019 年 10 月 31 日行业静态 PE (TTM) 整体在 19.22 倍, PB 整体在 1.97 倍, 整体与 10

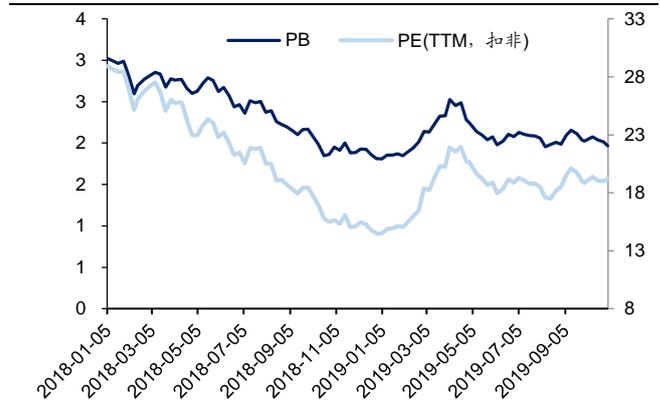
月 1 日基本持平。目前行业的平均 PE 仍处于历史的平均水平之下，仍有较大修复的空间。

图 29: 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 30: 2018 年以来基础化工行业 PE 和 PB 变化

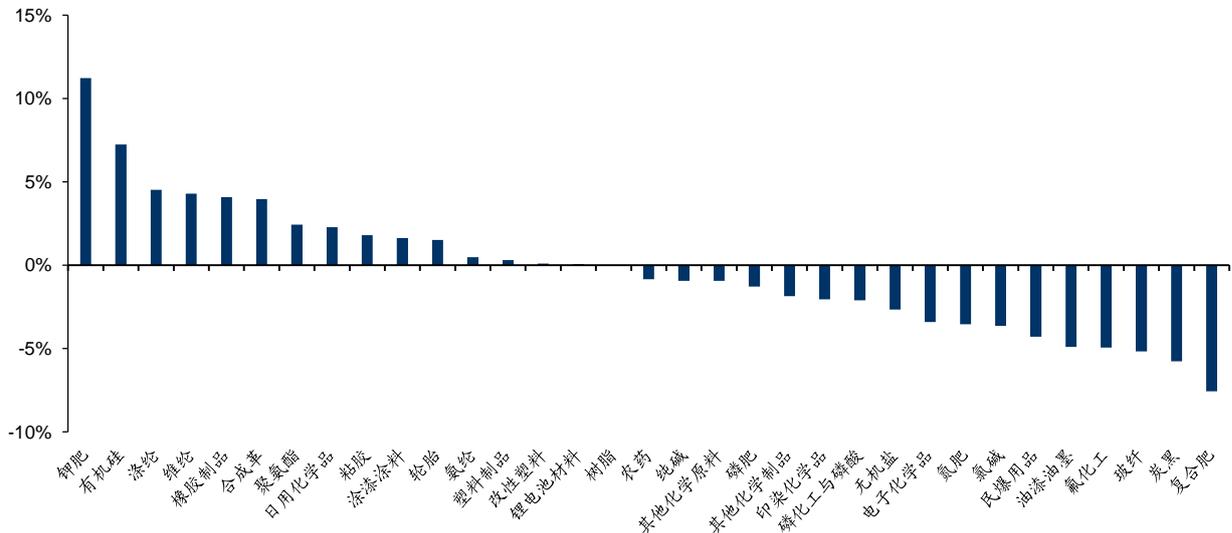


资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

改性塑料、钾肥反弹明显，磷肥板块大幅下滑

上个区间（2019.10.1-2019.10.31）钾肥、有机硅、维纶、涤纶和橡胶制品大幅上涨，涨幅均超过 4%。复合肥、玻纤和炭黑跌幅较大，超过了 5%。上个区间一共有 15 个子版块出现上涨，18 个子版块出现了下跌，其中复合肥板块下滑较多，涨跌幅达到-7.56%。

图 31: 国信基础化工子行业区间涨跌幅排行（单位：% ，区间：2019.10.1-2019.10.31，市值加权平均）



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

2019Q4 产品价格和价差分析

化工板块整体 Q4 景气度都不高。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 **2019Q4 的均价同比涨幅、2019 年均价同比涨幅、2019Q3 均价同比涨幅**。从这三个指标截止到 10 月 31 日的表现情况来看，无机化工板块相关产品在近 1 年的景气度平均较高，而聚氨酯、化纤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。进入四季度以来各类产品价格都不同程度下降，我们预计下半年无机化工、化肥农药、塑料、橡胶板块的上市公司业绩表现相对较好。

表 3：各类产品的平均年涨幅及均价同比涨幅均值（单位：% ，截至 2019.10.31）

	平均年涨幅	2019Q4 均价同比增长幅均值	2019 年均价同比增长幅均值	2019Q3 均价同比增长幅均值
石油化工	-15.00%	-8.26%	-12.15%	-17.85%
无机化工	-12.57%	-9.28%	-3.26%	4.11%
有机化工	-17.96%	-12.43%	-19.72%	-20.65%
聚氨酯	-15.69%	-10.71%	-21.78%	-22.12%
化肥农药	-12.55%	-11.58%	-3.47%	-6.12%
塑料	-11.82%	-8.96%	-9.61%	-13.69%
橡胶	-2.89%	-3.13%	-5.05%	-8.71%
化纤	-23.54%	-20.08%	-14.61%	-21.91%
全部产品	-15.29%	-11.38%	-10.82%	-12.59%

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、有机化学、化肥、橡胶等行业相关产品 2019Q4 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 2019Q3 的业绩同比状况，我们列出来 2019 年 4 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，主要集中在磷化工、有机化学、化肥等行业，特别是黄磷、磷酸盐等板块的预计相关公司在 2019Q4 的业绩会有改善。

表 4：重点关注产品的均价及同比变化（单位：元/吨、%，截至 2019.10.31）

类型	最新价格	年涨幅	2018 均价	2019 均价	2019Q4 均价	2019Q4 均价同比增长
环氧氯丙烷 (元/吨)	18300	36.57%	12564	13450	16878	44.36%
国内石脑油 (元/吨)	6400	17.43%	4684	6454	6543	25.55%
黄磷 (元/吨)	18300	17.31%	14952	16223	18519	21.36%
丁酮 (元/吨)	8525	0.89%	8207	7435	9091	18.40%
国内丁二烯 (元/吨)	9300	-8.82%	11020	9665	11341	10.83%
硝酸铵 (元/吨)	2300	15.00%	1985	2023	2206	10.79%
硝酸 (元/吨)	1650	-25.00%	1714	1774	2125	7.24%
原盐 (元/吨)	195	11.43%	164	165	194	7.21%
苯胺 (元/吨)	8700	2.35%	9827	6461	8084	6.92%
东南亚丁二烯 CFR (美元/吨)	1050	4.48%	1395	1085	1152	5.36%
磷酸工业 85% (元/吨)	5150	7.29%	4925	4742	5002	4.89%
丙酮 (元/吨)	4375	-2.23%	5161	3630	4547	4.89%
棉短绒 (元/吨)	3800	5.56%	3788	3741	3800	4.84%
国内天然橡胶 (元/吨)	11200	8.74%	10798	11069	10956	3.98%
DMF (元/吨)	5225	-9.52%	5901	4902	5695	3.98%
新加坡汽油 (美元/吨)	69.85	-8.33%	80	72	74	2.53%
硫酸钾 50% 粉 (元/吨)	3100	3.33%	3006	3100	3100	1.49%
钛精矿 (元/吨)	1300	1.56%	1319	1257	1300	1.12%
国际天然橡胶 (美元/吨)	1345	2.67%	1432	1426	1333	0.67%
PVC (乙烯法) (元/吨)	7100	1.43%	7097	7025	7100	0.40%
粘胶长丝 (元/吨)	37800	0.00%	37775	37784	37800	0.13%
PVC (电石法) (元/吨)	6590	1.38%	6743	6682	6629	0.08%
磷酸二铵 (六国)	2450	0.00%	2437	2450	2450	0.00%

资料来源：百川盈孚，国信证券经济研究所整理

一铵、二铵、甲醇、硝酸铵和 PTA 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 2019Q4 的价差均价同比来看，一铵、二铵、硝酸铵、DMF 和 PTA 等产品价差扩大趋势最为明显，对应的相关企业在今年

4 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 5: 重点产品价格同比变化 (单位: %, 截至 2019.10.31)

重点产品价格	2019Q4 均价同比增长	2019 年均价同比增长	2019Q3 均价同比增长
纯碱-原盐-动力煤价差	-25.22%	-5.47%	-33.36%
钛白粉-钛精矿价差	-4.25%	-8.02%	5.55%
BDO-电石法价差	-17.44%	-23.49%	-68.86%
BDO-顺酐法价差	-13.53%	-7.75%	-39.15%
PVA-电石价差	-2.78%	2.39%	-25.72%
双酚 A-苯酚-丙酮价差	-22.10%	-20.63%	-26.66%
聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	-1.19%	-23.11%	45.01%
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	-3.12%	0.90%	20.26%
TDI-甲苯-硝酸价差	-50.41%	-65.67%	60.87%
纯 MDI-苯胺-甲醛价差	-32.34%	-25.86%	7.16%
己二酸-纯苯-硝酸价差	-26.36%	-29.26%	13.37%
环氧丙烷-丙烯价差	-11.57%	-22.26%	-7.44%
DMF-甲醇价差	71.70%	5.26%	-45.08%
尿素-无烟煤价差	-8.76%	10.47%	-44.79%
一铵-磷矿石-液氨-硫酸价差	56.29%	6.15%	-39.53%
二铵-磷矿石-液氨-硫酸价差	31.84%	14.25%	1.71%
硝酸铵-液氨价差	44.87%	8.23%	8.73%
电石法 PVC 价差	5.40%	5.98%	-5.31%
PTA-PX 价差	242.10%	-1.85%	4.83%
乙二醇-乙烯价差	-29.17%	-43.86%	-56.73%
粘胶短纤-棉短绒-烧碱价差	-48.94%	-28.29%	-36.77%
腈纶短纤-丙烯腈价差	-27.88%	5.06%	-4.32%
涤纶短纤-PTA-乙二醇价差	-21.89%	-1.61%	-33.36%
涤纶长丝-PTA-乙二醇价差	-4.94%	-7.52%	5.55%
氨纶-纯 MDI-PTMEG 价差	10.50%	1.84%	-68.86%
PA6-己内酰胺价差	-29.70%	-34.82%	-39.15%
PA66-己二酸价差	-43.85%	-16.42%	-25.72%
涤纶 FDY-PTA-乙二醇价差	-21.54%	-3.88%	-26.66%

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 6：国信化工重点关注产品价格及同比涨幅（截至 2019.10.31）

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)	54.18	-4.38%	2.59%	-2.66%	-12.53%	-14.19%
	布伦特 (美元/桶)	60.23	-2.89%	3.19%	-2.68%	-14.99%	-17.30%
	NYMEX 天然气 (期货)	2.633	14.48%	7.78%	19.57%	2.57%	-19.82%
	新加坡汽油 (美元/吨)	69.85	-3.77%	-7.09%	1.07%	-11.43%	-8.33%
	新加坡柴油 (美元/吨)	75.55	-2.59%	1.14%	-0.53%	-8.91%	-15.11%
	新加坡石脑油 (美元/吨)	58.31	0.90%	7.19%	9.34%	-4.50%	-8.95%
	新加坡燃料油 (美元/吨)	305.42	-0.71%	-2.53%	-22.94%	-28.23%	-36.70%
	国内 0#柴油 (元/吨)	6800	0.00%	-2.86%	1.49%	3.03%	-9.33%
	国内 93#汽油 (元/吨)	6750	0.00%	-10.24%	3.85%	-2.88%	-19.16%
	国内燃料油 (元/吨)	4930	0.00%	-0.60%	-0.40%	-1.99%	-19.84%
	国内石脑油 (元/吨)	6400	0.00%	-3.32%	-0.78%	-3.47%	17.43%
	东南亚乙烯 CFR (美元/吨)	770	0.00%	-3.75%	-3.75%	-12.50%	-7.78%
	韩国丙烯 FOB (美元/吨)	880	-2.22%	-3.30%	-4.86%	3.53%	-13.73%
	国内丙烯 (元/吨)	7300	-1.35%	-2.67%	-9.88%	4.29%	-21.51%
	东南亚丁二烯 CFR (美元/吨)	1050	0.00%	-12.50%	-7.08%	16.02%	4.48%
	国内丁二烯 (元/吨)	9300	-11.43%	-25.60%	-4.12%	14.81%	-8.82%
	华东纯苯 (元/吨)	5350	-4.89%	-6.47%	4.09%	20.90%	-13.36%
	韩国纯苯 FOB (美元/吨)	623.33	-2.50%	-7.15%	-4.30%	0.65%	-13.79%
	华东甲苯 (元/吨)	5600	-2.61%	-15.79%	1.82%	5.07%	-24.83%
	韩国甲苯 FOB (美元/吨)	623	-1.11%	-6.46%	-4.74%	-8.25%	-22.03%
	华东二甲苯 (元/吨)	5950	0.85%	-10.53%	1.71%	4.75%	-23.23%
	韩国二甲苯 FOB (美元/吨)	679.5	1.27%	-0.66%	-4.97%	-2.51%	-22.25%
	华东苯乙烯华东地区 (元/吨)	7460	-3.62%	-13.56%	611.49%	-9.58%	-21.47%
	苯乙烯韩国 FOB (美元/吨)	861.5	-2.21%	-10.31%	-14.58%	-16.96%	-22.07%
	国内液化气 (元/吨)	3940	-2.72%	-0.25%	14.87%	-16.17%	-13.41%
	重质纯碱 (元/吨)	1875	0.00%	0.00%	4.17%	-3.85%	-9.64%
	轻质纯碱 (元/吨)	1600	-3.03%	-4.48%	0.00%	-15.79%	-21.95%
	烧碱离子膜 32% (元/吨)	875	-8.38%	-10.90%	21.53%	4.79%	-17.30%
	液氯 (元/吨)	450	28.57%	-10.00%	200.00%	-10.00%	12.50%
	盐酸 (元/吨)	180	0.00%	0.00%	0.00%	125.00%	80.00%
	电石 (元/吨)	3204	-1.69%	-4.27%	-6.43%	-4.87%	-7.24%
	原盐 (元/吨)	195	0.00%	2.63%	34.48%	39.29%	11.43%
硝酸 (元/吨)	1650	-8.33%	-34.00%	-2.94%	-2.94%	-25.00%	
硫磺 CFR (美元/吨)	57	0.00%	26.67%	-28.75%	-41.84%	-57.78%	
国内硫磺 (元/吨)	640	0.00%	6.67%	-11.11%	-32.63%	-51.52%	
硫酸 (元/吨)	450	0.00%	0.00%	-32.84%	-32.84%	-32.84%	
钛精矿 (元/吨)	1300	0.00%	0.00%	5.69%	4.00%	1.56%	
无机化工	二氯甲烷 (元/吨)	3000	5.26%	6.67%	-4.76%	-3.23%	-26.83%
	三氯乙烷 (元/吨)	2850	1.05%	-1.53%	-3.50%	2.66%	-12.27%
	R22 (元/吨)	13000	0.00%	4.00%	-23.53%	-25.71%	-39.81%
	氟化铝 (元/吨)	9200	-2.65%	-9.80%	-11.11%	1.10%	-20.35%
	萤石粉 (元/吨)	2850	0.00%	1.79%	-8.06%	1.79%	-14.29%
	无水氢氟酸 (元/吨)	8400	0.00%	-5.62%	-20.00%	-11.58%	-37.78%
	金属硅 3303 (元/吨)	11500	0.00%	0.88%	7.48%	-4.96%	-12.21%
	黄磷 (元/吨)	18300	0.00%	-3.68%	7.65%	25.34%	17.31%
	磷矿石 (元/吨)	400	0.00%	-2.44%	-2.44%	-20.00%	-20.00%
	磷矿石印度 CFR(70-73BPL) (美元/吨)	125	0.00%	0.00%	-9.09%	-8.76%	-4.94%
	磷酸工业 85% (元/吨)	5150	3.00%	5.10%	-7.21%	11.96%	7.29%
	三聚磷酸钠工业级 95% (元/吨)	6300	0.00%	-3.08%	-3.08%	-3.08%	0.00%
	钛白粉 (元/吨)	15800	0.00%	0.00%	0.00%	-5.95%	-7.60%
	BDO	9800	0.00%	0.00%	2.08%	6.52%	-19.67%
	甲醇 (元/吨)	2030	-0.49%	-11.55%	-3.33%	-10.96%	-33.88%
	有机化工	丙酮 (元/吨)	4375	4.17%	-8.85%	16.67%	44.63%
醋酸 (元/吨)		2800	-8.20%	-18.84%	-5.08%	7.69%	-41.67%
苯酚华东地区 (元/吨)		7625	1.67%	-10.29%	4.10%	-1.29%	-37.76%
醋酐 (元/吨)		4850	-10.19%	-19.17%	-34.46%	-11.82%	-38.99%
苯胺 (元/吨)		8700	8.75%	8.75%	45.00%	41.46%	2.35%

	环氧氯丙烷 (元/吨)	18300	-1.08%	26.21%	9.58%	64.86%	36.57%
	聚乙烯醇 (元/吨)	13550	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	-3.21%
	双酚 A (元/吨)	9900	1.02%	0.00%	1.02%	-13.91%	-26.94%
	甲基环硅氧烷 DMC (元/吨)	17000	0.00%	-2.86%	-17.07%	-19.05%	-15.00%
	二甲醚 (元/吨)	3400	1.49%	8.28%	11.84%	2.72%	-16.87%
	醋酸乙烯 (元/吨)	6500	-4.41%	-2.99%	1.56%	-10.96%	-20.73%
	季戊四醇 (元/吨)	10000	0.00%	0.00%	-1.96%	-9.09%	-13.04%
	甲醛 (元/吨)	1400	-6.67%	-6.67%	7.69%	-9.68%	-22.22%
	环己酮 (元/吨)	7950	-2.45%	-12.64%	-7.56%	-26.39%	-34.02%
	软泡聚醚 (元/吨)	10500	-0.94%	-2.33%	0.48%	-1.87%	-16.33%
	硬泡聚醚 (元/吨)	9800	-1.01%	0.00%	1.03%	-2.00%	-12.50%
	TDI (元/吨)	12300	-3.15%	-1.99%	-10.05%	-28.07%	-28.07%
	纯 MDI (元/吨)	17750	0.00%	2.90%	-9.67%	-26.04%	-19.32%
聚氨酯	己二酸 (元/吨)	7900	-1.86%	-5.39%	-6.23%	-3.07%	-15.05%
	环氧丙烷 (元/吨)	9700	-2.51%	-2.02%	-2.51%	-1.52%	-18.83%
	环氧乙烷 (元/吨)	7600	-5.00%	-5.00%	0.00%	-2.56%	-22.45%
	DMF (元/吨)	5225	-5.86%	-11.44%	17.42%	4.50%	-9.52%
	丁酮 (元/吨)	8525	-1.73%	-9.55%	22.22%	11.44%	0.89%
	尿素(华鲁小颗粒) (元/吨)	1670	-2.91%	-6.70%	-12.11%	-16.08%	-21.96%
	尿素(美丰小颗粒) (元/吨)	1820	0.00%	-3.19%	-4.21%	-13.33%	-17.27%
	磷酸一铵 (宜化)	1950	-3.94%	-4.88%	-9.30%	-9.30%	-20.41%
	磷酸一铵 (新洋丰)	2100	0.00%	0.00%	-6.67%	-6.67%	-17.65%
	磷酸二铵 (宜化)	2400	0.00%	0.00%	-4.00%	-9.43%	-12.73%
	磷酸二铵 (六国)	2450	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	一铵国际 (美元/吨)	293.5	0.00%	-0.51%	-8.99%	-21.21%	-31.35%
	二铵国际 (美元/吨)	307.5	0.00%	0.00%	-9.56%	-26.35%	-31.28%
化肥农药	氯化钾 95% (元/吨)	2200	0.00%	-2.22%	-6.38%	-6.38%	-6.38%
	硫酸钾 50%粉 (元/吨)	3100	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	3.33%
	草甘膦 (元/吨)	25000	0.00%	0.00%	-5.66%	0.00%	-12.28%
	复合肥 45%[S] (元/吨)	2280	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
	合成氨 (元/吨)	3100	0.00%	0.00%	6.90%	8.39%	1.64%
	氯化铵 (元/吨)	460	-8.00%	-16.36%	-20.69%	-20.69%	-8.00%
	尿素波罗的海 (美元/吨)	222	-0.89%	-2.20%	-16.23%	-4.72%	-25.00%
	磷酸二铵美国海湾 (美元/吨)	302.5	-3.20%	-3.20%	-11.03%	-20.60%	-30.62%
	纯吡啶 (元/吨)	19500	0.00%	0.00%	0.00%	-3.70%	-6.02%
	硝酸铵 (元/吨)	2300	0.00%	6.98%	16.16%	17.95%	15.00%
	PPCFR 中国 (美元/吨)	1020	-0.49%	-1.92%	-4.23%	-13.56%	-18.40%
	国内 PP (元/吨)	9200	0.00%	0.00%	-2.13%	-3.16%	-18.22%
	LDPE 东南亚 CFR (美元/吨)	940	0.00%	-2.08%	-5.05%	-11.32%	-16.81%
	国内 LDPE (元/吨)	8250	0.00%	0.00%	-1.20%	-8.33%	-14.51%
塑料	PVC 东南亚 CFR (美元/吨)	835	0.00%	-3.47%	-2.91%	0.60%	-1.76%
	PVC (电石法) (元/吨)	6590	0.08%	-1.42%	-2.23%	-5.18%	1.38%
	PVC (乙烯法) (元/吨)	7100	0.00%	0.00%	1.43%	-0.35%	1.43%
	ABS (元/吨)	12100	-0.82%	-5.02%	2.76%	-7.10%	-16.26%
	PS (元/吨)	9575	-1.54%	-6.81%	-1.79%	-10.30%	-23.25%
	国际天然橡胶 (美元/吨)	1345	0.75%	0.00%	-0.37%	-10.93%	2.67%
	国内天然橡胶 (元/吨)	11200	0.90%	2.75%	9.27%	4.67%	8.74%
橡胶	丁苯橡胶 1502 (元/吨)	10550	0.96%	-6.22%	-1.40%	-4.52%	-11.34%
	顺丁橡胶 (元/吨)	10650	-3.62%	-16.47%	-2.29%	-5.75%	-11.62%
	炭黑 N330 (元/吨)	5600	0.00%	0.00%	-6.67%	-22.22%	-23.29%
	己内酰胺 (元/吨)	11800	0.00%	-9.23%	-4.07%	-18.34%	-31.69%
	丙烯腈 (元/吨)	11800	0.00%	-3.41%	-0.49%	-16.31%	-32.02%
	PTA (元/吨)	4980	0.00%	-2.54%	-6.04%	-24.43%	-28.35%
	MEG (元/吨)	4779	0.00%	-7.44%	8.69%	1.38%	-29.38%
	PET 切片 (元/吨)	6250	0.00%	-7.75%	-10.71%	-18.83%	-29.78%
	PTMEG (元/吨)	14700	0.00%	0.00%	-5.16%	-12.50%	-26.50%
化纤	棉花 CCIIndex(328)	12791	0.00%	1.45%	-9.06%	-18.23%	-18.38%
	粘胶短纤 (元/吨)	10700	-1.83%	-1.83%	-7.76%	-13.71%	-27.70%
	粘胶长丝 (元/吨)	37800	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
	涤纶短纤 (元/吨)	15000	0.00%	0.00%	-1.32%	-10.71%	-28.32%
	涤纶短丝 (元/吨)	6925	-1.07%	-3.82%	-5.78%	-19.48%	-29.10%
	涤纶 POY (元/吨)	6950	-2.11%	-8.55%	-12.03%	-19.19%	-29.44%

锦纶 POY (元/吨)	15250	0.00%	-3.17%	-3.17%	-15.98%	-30.68%
氨纶 40D (元/吨)	30000	0.00%	0.00%	0.00%	-7.69%	-10.45%
棉短绒 (元/吨)	3800	0.00%	0.00%	2.70%	2.70%	5.56%
棉浆元/吨)	5600	0.00%	-1.75%	-6.67%	-17.65%	-22.01%
木浆国际 (美元/吨)	700	4.48%	4.48%	-10.26%	-18.60%	-25.69%
PA6 (元/吨)	12875	-1.53%	-5.68%	-3.38%	-16.40%	-29.84%

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 20191114	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600309	万华化学	买入	46.87	3.88	3.94	4.69	12.1	11.9	10.0	3.6
002601	龙蟒佰利	买入	12.37	1.12	1.50	1.81	11.0	8.2	6.8	1.8
600346	恒力股份	买入	14.53	0.66	1.22	1.63	22.0	11.9	8.9	3.2
600426	华鲁恒升	买入	15.73	1.86	1.57	1.76	8.5	10.0	8.9	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