

# 2020 年化工品价格展望：不再悲观！



## 报告起因

- 过去两年，我们对化工景气一直都比较悲观，但展望明年我们判断景气大概率会好于今年，我们觉得明年化工最大的机会来自于周期，具体如下：

## 核心观点

- 化工景气不再悲观：**19 年化工品价格低迷主要在于需求而非供给。展望明年，我们判断地产竣工将同比改善，其他行业也不太会延续今年大幅下滑态势，另外库存端看也有望进入上行周期，整体需求会好于今年。产能端除炼化外的大多数行业仍在萎缩，因此我们预计上半年价格有望企稳，下半年将迎来主动补库存带来的主升浪。
- 买点就在当下：**目前产品价格处于底部，企业盈利从趋势上已经企稳，另外化工估值在 A 股各行业中处于较低水平，因此向下风险不大，相当于赔率有限、胜率不确定的看涨期权，具备了博弈的价值。但本轮库存周期叠加了产能周期启动，因此很难复制 16-17 年的强度，整体属于弱周期复苏，不适合右侧追涨，现在大概率就是比较好的左侧买点，出业绩时就是卖点了。
- 看好农产品及农化：**今年因为贸易战和北美强降雨导致大豆种植进度达到了近年来的最低水平，明年又是玉米乙醇推广元年，也有望带来巨大增量需求。现在无论是玉米还是大豆，库存都处于历史底部，因此明年价格上涨概率很大，这也带来农化需求改善。从供给端看，经历了长达多年的景气低迷后，主要农化产品的供给增长都已陷入停滞。因此在供需共同作用下，我们判断农化明年有望迎来全产业链的景气复苏。
- 石化依然悲观：**虽然我们看好明年化工整体景气复苏，但对石化我们依然悲观。核心原因就在于本轮石化行业是产能周期启动最明显的行业，以未来三年供给增速看，无论库存周期带来的需求改善达到何种程度，都不足以扭转供过于求的大趋势，价格端很难看到向上的弹性。未来唯一相对可靠的价格支撑就是现金停产点，以这个标准衡量，虽然今年价格跌幅很大，但后续依然有很大下跌空间。因此未来几年我们都找不到看好石化景气的理由。

## 投资建议

- 综上，我们基于周期的逻辑重点推荐万华化学(600309, 买入)、云天化(600096, 增持)、扬农化工(600486, 增持)，并建议关注滨化股份(601678, 未评级)。另外成长股今年虽然表现很好，但只要符合产业升级方向、明年业绩仍能维持增长、且动态估值没有过分高估的个股，明年肯定还是有机会的，我们在其中相对看好皇马科技(603181, 买入)、三联虹普(300384, 买入)。

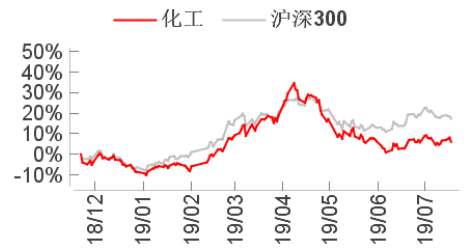
## 风险提示

- 油价波动风险；需求下滑风险。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国  
行业 化工行业  
报告发布日期 2019 年 11 月 21 日

## 行业表现



资料来源：WIND、东方证券研究所

**证券分析师** 赵辰  
021-63325888-5101  
zhaochen1@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860511120005

**证券分析师** 倪吉  
021-63325888-7504  
niji@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860517120003

**证券分析师** 万里扬  
021-63325888-2504  
wanliyang@orientsec.com.cn  
执业证书编号：S0860519090003

**联系人** 杨奇  
021-63325888-7540  
yangqi@orientsec.com.cn

## 目 录

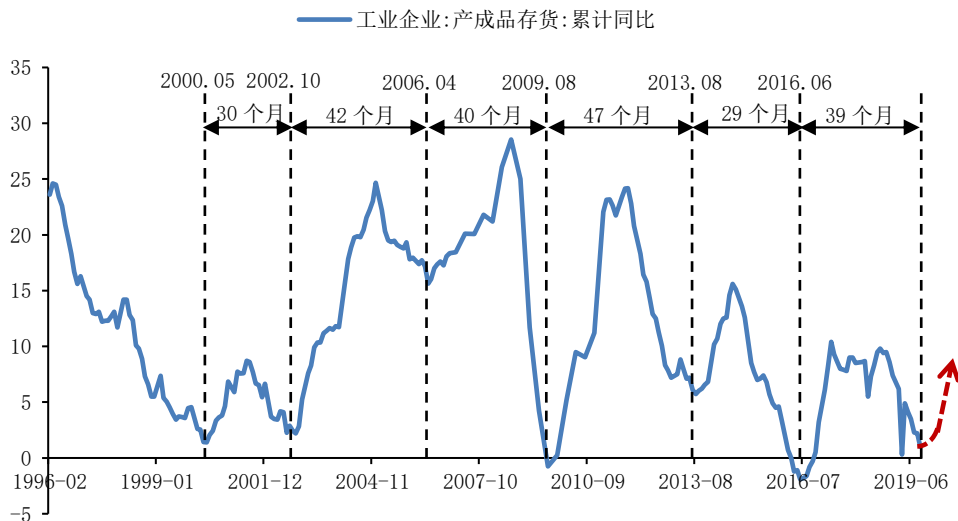
1. 化工股买点就在当下！ .....	3
1.1 2020 年化工周期不再悲观！ .....	4
1.2 2020 年最为看好农化！ .....	6
1.3 2020 年石化依然悲观！ .....	7
2. 2020 年化工品价格展望 .....	7
2.1 C1 产业链 .....	9
2.2 C2 产业链 .....	12
2.3 C3 产业链 .....	14
2.4 农化产业链 .....	17
2.5 聚氨酯产业链 .....	20
2.6 化纤产业链 .....	22
3. 投资建议 .....	24
3.1 万华化学 .....	24
3.2 扬农化工 .....	25
3.3 皇马科技 .....	25
3.4 三联虹普 .....	25
3.5 云天化 .....	26
3.6 滨化股份 .....	26
4. 风险提示 .....	26

## 1. 化工股买点就在当下！

每到岁末，都免不了要展望一下明年的投资机会。19年化工策略报告我们几个核心判断为：1. 2019年最大的风险在于需求；2. 从估值和景气分位看化工股大幅下跌的风险不大；3. 产业升级将成为19年化工股的投资主线。那么站在19年底回望我们上述三点预测，应该说整体上还是比较准确。19年化工品价格疲弱的核心驱动确实来自于需求不振，而非供给放量。虽然景气不佳，但化工股表现并不差，大多数股票19年底价格都高于18年底；而今年表现较好的个股如万华化学、新和成等也主要是靠产业升级逻辑，并伴随了明显的估值提升。那么展望即将到来的2020，我们觉得最大的机会还是在于周期，整体而言我们判断明年化工产品景气会好于今年（炼化除外），这也将带来基于业绩改善的股价上涨，具体逻辑如下：

目前化工上市企业景气分位处于历史底部，但估值已修复至历史中位数附近，再大幅向上难度较大。后续最大的机会还是来自于目前极低的景气能否向历史均值回归，从而带动业绩增长，在不拔估值的情况下实现股价上涨。其背后的周期本质就是需求端的库存周期与供给侧的产能周期期间的较量。今年需求之所以如此之差，除了真实需求中枢下滑以外，更重要原因还在于主动去库存阶段带来的商品量价齐跌，这既是库存周期自然演进的结果也叠加了部分贸易战的影响。展望明年，我国经济应该正在进入一个补库存周期，对化工影响最大的地产竣工也有望同比改善，只要当前货币政策能维持，明年经济大概率会有企稳回升。另外我们统计的199个主要化工品价格和105个价差数据绝大部分都远低于历史均值，上市化工企业季度加权ROE在去年底暴跌后，今年2、3季度也已企稳，另外化工股估值在全市场各行业中也处于相对偏低位置。即使我们对景气的乐观预测没有兑现，股价下跌空间也不是很大，可以认为是向下赔率有限并具有一定向上胜率的看涨期权，已经具备博弈价值。需要指出的是这轮库存周期适逢产能周期启动，强度肯定会弱于上一轮16-17年库存周期，从经验看这种弱周期复苏并不是很适合右侧追涨，看到业绩再动手，高位被套的概率其实挺大的。最好还是在左侧低位介入，右侧卖出，现在大概率就是一个比较好的左侧买点了。

图 1：工业企业产成品存货累计同比（%）

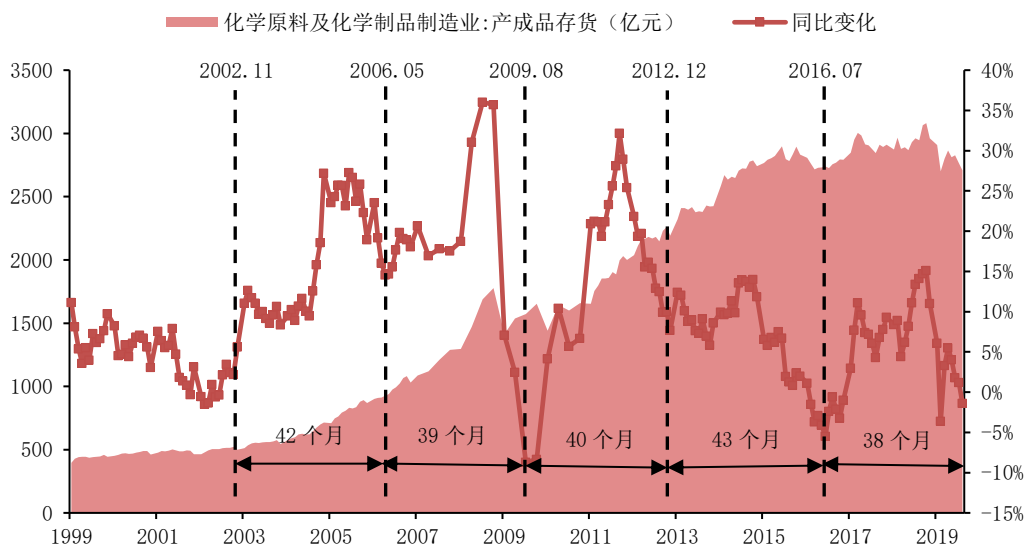


资料来源：Wind，东方证券研究所

## 1.1 2020 年化工周期不再悲观！

18 年我们发表报告《化工行业高景气已近尾声》并看空整个行业，至今已近 2 年。虽然长期看对化工行业的需求我们依然不乐观，但仅就明年而言，我们却并不悲观。我们不乐观是因为结构，不悲观则是因为周期。从我国经济结构看，传统产业还是占比太高，转型升级远未完成；相应今年 6% 的 GDP 增速后期可能还将继续承压。但从周期看，19 年化工需求萎缩幅度太大，应该并不完全来自于真实终端需求下滑，很大程度上还是受下游去库存的影响。从历次化工库存周期看，基本都是在 40 个月左右，本轮始自 16 年中的库存周期至今已有 38 个月，价格趋势也走完了最危险的量价齐跌主动去库存阶段。明年大概率将进入补库存周期，并伴随需求改善。对于供给可控的行业来说，就可能会出现价格向上弹性。我们对未来整体判断为：明年上半年化工品价格企稳，下半年则将迎来主动补库存周期和价格的主升浪，之后再进入一个持续 2-3 年甚至更长的低迷期。

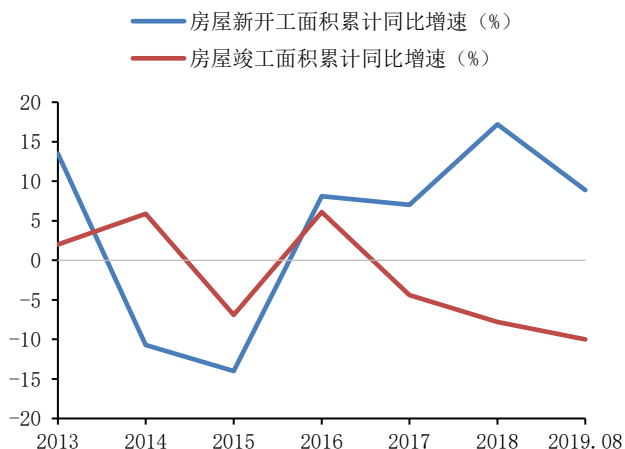
图 2：化工原料与制品行业产成品库存图



资料来源：Wind，东方证券研究所

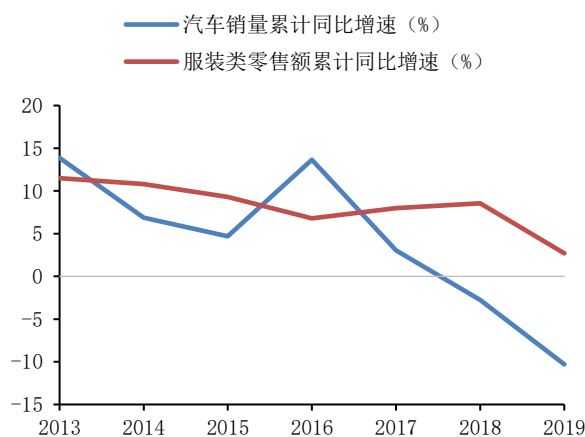
19 年整体宏观经济可以用“百业萧条、地产一枝独秀”来形容。衣食住行等几大化工下游行业中，只有地产数据尚可，汽车、纺服、家电都呈现雪崩式的下滑。除非我们认为中国经济失速将常态化，否则明年不太可能再延续今年如此之快的下滑速度，至少边际上会有所改善。而地产明年虽然可能会弱于今年，但与化工需求更直接相关的竣工数据已连续 3 年和新开工大幅背离，这也造成今年化工景气远远逊色于黑色和水泥等早周期行业。但从长期看，竣工和开工数据不可能永远背离，回归只是时间问题，明年大概率会好于今年。而长期地产需求我们也倾向于认为能够维持高位震荡，所以明年我们对化工行业需求端还是比较乐观，只要供给端可控的行业都应该是有机遇的。除了炼化以外，我们基本看好整个化工行业。

图 3：房屋新开工面积及竣工面积累计同比增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4：汽车销量及服装零售额累计同比增速



资料来源：Wind，东方证券研究所

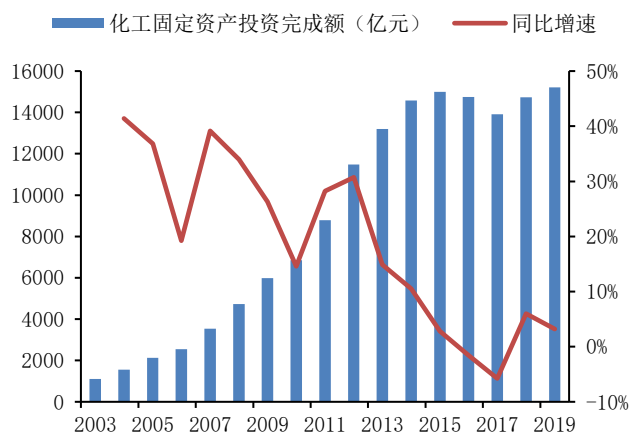
从供给端看，18 年上市化工企业加权固定资产净增速进入正增长，说明产能周期已经开始启动，总量上并不乐观。但从结构看，资本开支主要集中于炼化行业，剔除炼化后 18 年仍呈现负增长，全社会化工固定资产投资完成额增速还要更低。另外上述数据还没有包括规模以下企业，目前我国化工园区内企业收入占比只有 60%左右，以目前的安全环保高压态势，未进园区产能大概率将很难长期生存，这部分企业有主要集中于未统计的规模以下企业，所以整体上除炼化外的供给端压力并不是很大。只是目前还处于被动去库存阶段，到底哪个品种会成为其后主动补库存阶段价格上涨最强的品种在目前时点还很难前瞻判断。相对而言我们最看好聚氨酯行业，首先价格都处于底部，行业内大多数企业盈利已降至较低水平，周期风险不大；其次，聚氨酯下游主要为汽车、家电等行业，明年我们判断都有望出现需求改善；最后聚氨酯行业本轮整体扩产幅度有限且行业格局较好，如 MDI 未来两年新增产能几乎全部来自于万华，供给集中度持续提升。考虑到今年价格下跌主要还是下游需求过于羸弱，明年只要需求能有所改善，价格大概率会好于今年。在其中我们最为看好万华化学，并建议关注滨化股份。

图 5：化工行业供给端冰火两重天



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 6：化工固定资产投资完成额和同比增速图



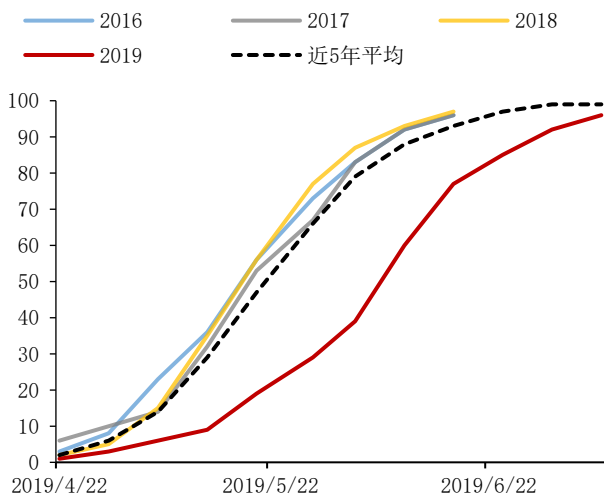
资料来源：Wind，东方证券研究所

## 1.2 2020 年最为看好农化！

相比对工业属性化工品的不悲观，我们对农化产品就更为乐观，核心在于我们看好明年农产品价格。今年由于中美贸易摩擦，降低了美国农民大豆种植意愿，其中西部遭遇的罕见强降水天气使得种植面积进一步低于预期水平。上半年美国中西部大部分地区的降水量达到了正常值的 130%，密西西比河沿岸八个州经历了 90 年来最长的汛期。5-6 月潮湿天气和频繁降雨导致今年美国大豆和玉米种植进度达到了近年来的最低水平，且极大偏离近 5 年均值。据 USDA 预测，美国 19/20 种植季大豆和玉米将分别同比减产 20% 和 4%。这也导致全球大豆库销比持续回落，达到了 30% 左右的历史极低水平，只不过需求端因为猪瘟原因导致豆粕疲弱抑制了价格上涨。但展望明年，我们认为目前的供需平衡其实非常脆弱，因为供给减少是确定的，需求却很难长期减少，毕竟不吃猪肉还会有其他蛋白替代，而且高企的猪价以及由此推升的 CPI 已经严重影响了必要的货币宽松，不排除未来政府会出重手从诸如增加进口等各种层面抑制猪价上涨，这也会带来需求的边际改善。

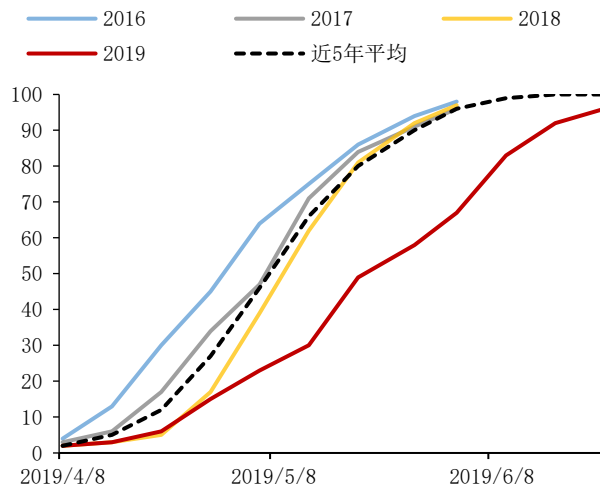
另外随着近年来种植结构调减的推进，我国玉米库存去化也取得明显成效，玉米库存已降至 1 亿吨左右，较 16 年峰值降低约 60%，库销比降至 40% 以内。且依据国家粮油信息中心 11 月发布的最新预测，今年玉米产需缺口依旧将达到 1300 万吨。而且明年还是燃料乙醇推广的元年，当前 1.3 亿吨汽油消费量 10% 的掺和比例将带来 1300 万吨的燃料乙醇需求和约 3000 万吨的玉米需求。而从供给端看，经历了长达多年的景气低迷后，主要农化产品的供给增长都已陷入停滞。不但氮磷钾等单质肥增速很慢，农药在我国各地不断关停未进园区化工企业、甚至江苏响水事件后很多原有化工园区都开始整改关停的背景下，预计也难有太快增长。因此在供需共同作用下，我们判断农化明年有望迎来全产业链的景气复苏。在其中我们最为看好云天化（真实 PB 不到 0.7 倍）、扬农化工（标准龙头、农化行情难以跳过的标的）。

图 7：美国大豆种植进度（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 8：美国玉米种植进度（%）



资料来源：Wind，东方证券研究所

### 1.3 2020 年石化依然悲观！

虽然我们对明年整体化工行情较为乐观，但前文也反复提示了对石化行业依然悲观。其核心原因就在于本轮石化行业是产能周期启动最明显的行业，以未来三年供给增速看，无论库存周期带来的需求改善达到何种程度，都不足以扭转供过于求的大趋势，价格端很难看到向上的弹性。从供需看，未来唯一相对可靠的价格支撑就是现金停产点。如果以这个标准衡量，虽然今年价格跌幅很大，但后续依然有很大下跌空间。而且本轮石化周期下行除了周期以外，结构性的问题也很突出。首先在炼化端，本轮投产的装置都是全球最先进的产能，这会显著拉低成本曲线。其次美国还有近千万吨价格极低的乙烷可用于生产乙烯，投产只是时间问题，另外我国丙烷脱氢也有近千万吨规划产能，短期虽处于建设期，但 2021 年后供给冲击极大。最后就是我们今年多次撰文提到的煤化工，介于其较油头更低的完全成本，尤其是极低的现金成本，不但生存能力毋庸置疑，而且原料端毫无资源限制，潜在扩产空间极大，这些都将进一步拉低成本曲线。因此未来几年我们实在找不到看好石化景气的理由。其实近期乙烯已暴跌至 6000 元/吨以下，不但创下 10 余年的新低，甚至还击穿了油价 30 美元/桶时的价格。乙烯作为石化之母，其破位下跌无疑标志性极强，值得提起高度重视。

## 2. 2020 年化工品价格展望

在前文投资策略之外，今年开始我们将在年度策略报告中新开辟一个环节，即对主要化工品下一年价格的判断。本篇报告我们将重点分析 C1、C2、C3、化纤、聚氨酯和农化六大产业链。各部分作者为：倪吉（C3、聚氨酯）、万里扬（C1、农化）和杨奇（C2、化纤）。上述各个产品未来供给增速和景气趋势展望如下表所示，具体分析请见下文：

**表 1：未来主要产品价格展望（均为含税价格）**

	产品	19 年均价	现价	预计 2020 年 价格	未来三年 供给增速	历史 最高价	历史 最低价	价格趋势
C1	尿素	1861	1645	1750	2%	2420	1180	↘
	甲醇	2020	1943	1950	2%	4480	1487	↘
	醋酸	2988	2767	3000	10%	5450	1680	↔
	DMF	4816	5158	5200	0%	7400	3783	↗
C2	乙烯	7221	5930	6500	5%	11330	5414	↘
	聚乙烯	7921	7180	7100	11%	12166	7075	↘
	乙二醇	4743	4580	4400	25%	15000	3550	↘
	EO	7793	8000	7596	5%	13000	6900	↘
	苯乙烯	8516	7667	7000	24%	13700	6700	↘
	PVC	6503	6397	6300	7%	9050	4685	↘
C3	丙烯	7348	7130	6803	14.0%	13520	4399	↘
	聚丙烯	9186	8995	7368	14.0%	13300	6846	↘
	丙烯酸	7614	6500	7368	3.8%	25500	4400	↘
	丁醇	6722	6250	6441	0.0%	14000	3650	↘
	丙烯酸腈	12722	11233	10283	13.7%	21500	7000	↘
农化	磷酸二铵	2562	2380	2500	-5%	4700	2220	↔
	麦草畏	92767	87500	90000	4%	142500	86500	↔
	草铵膦	126616	104000	95000	16%	320000	102000	↘
	草甘膦	24401	23799	25000	0%	45500	16834	↔
	联苯菊酯	360116	315000	300000	0%	420000	180000	↘
聚氨酯	纯 MDI	20077	17500	17515	5.3%	49000	14367	↘
	聚合 MDI	13618	12039	12656	5.3%	43594	9175	↘
	TDI	13077	11475	12750	13.1%	54500	11233	↘
	PC	17098	15570	15000	36.0%	32125	15570	↘
	PO	9953	9475	9402	13.9%	18000	6000	↘
化纤	涤纶 POY	8153	7950	7000	5%	16300	5900	↘
	PTA	5934	4775	4800	10%	11770	4100	↘
	PX	7575	6620	6455	27%	12600	5700	↘
	锦纶 POY	16599	15250	14000	4%	34500	13300	↘
	粘胶短纤	11941	10600	12000	5%	30800	10600	↔
	氨纶	31337	30000	30000	11%	62000	29000	↔

资料来源：百川资讯，东方证券研究所



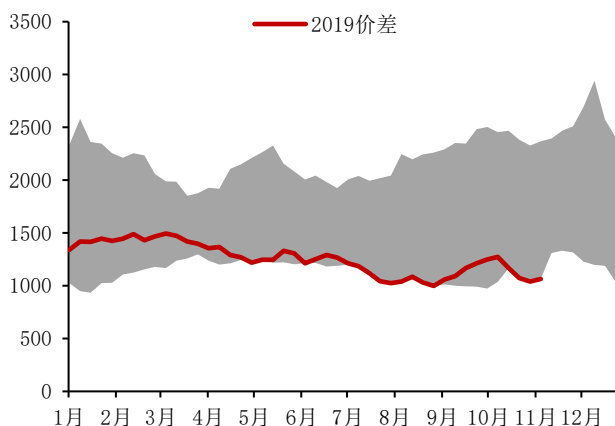
## 2.1 C1 产业链

C1 产业链最主要的产品为氨醇联产制尿素、甲醇，还有甲醇下游羟基合成的醋酸以及甲醇与合成氨共同的下游 DMF。尿素我们归入农化板块讨论，在此着重分析甲醇和醋酸。受到油价暴跌和进口货源冲击，甲醇自 18 年四季度起呈现出单边下跌的趋势，而今明两年国内外仍有大量甲醇装置投产，供需关系依旧不容乐观。醋酸走势与甲醇类似，今年由于国内新产能投放和需求低迷，价格持续下跌，虽然三季度因国内装置事故和国庆阅兵等因素价格有所反弹，但持续性不佳，价格再次进入下跌通道。整体而言，我们认为 C1 产业链景气基本见底，继续向下的空间有限。作为甲醇最大的下游，MTO 装置的盈利和开工情况是影响甲醇价格的核心因素。从价差看，当前外采甲醇 MTO 已处于盈亏临界点。而随着未来几年乙烯海量扩产，大周期景气下行，MTO 的盈利能力恐将持续受到挑战并压制甲醇价格。从甲醇与原料煤的价差看，当前甲醇价格已经到历史底部，继续往下的空间有限。但近两年国内外甲醇供给持续放量 and 国内下游 MTO 的青黄不接冲突明显，使得价格也难有回暖动力。据统计，19-20 年国内外新增甲醇供给达到 1575 万吨，且海外新增产能也将大概率流向中国，而同期新增 MTO 带来的甲醇需求不到 1200 万吨，过剩量近 400 万吨，在乙烯大周期向下的压制下，我们判断甲醇价格相对今年将有所下行，预计将维持 1950 元/吨的中枢震荡。

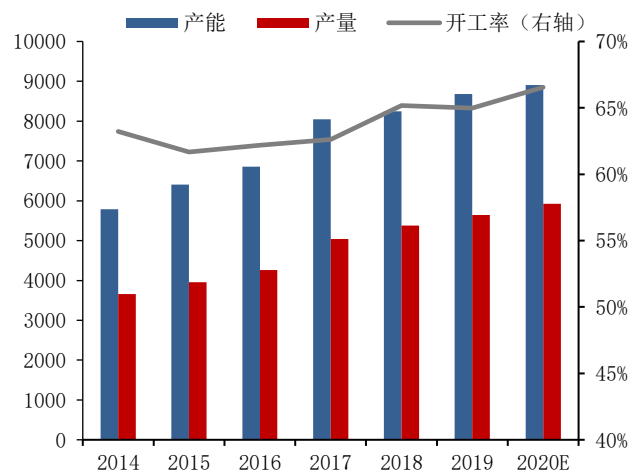
图 9：外采甲醇 MTO 价差（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 10：甲醇价差及 12-19 年历史区间（元/吨，气流床工艺）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 11：甲醇产能产量（万吨）及开工率**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**表 2：19-20 年全球新增甲醇产能及我国新增 MTO 甲醇需求**

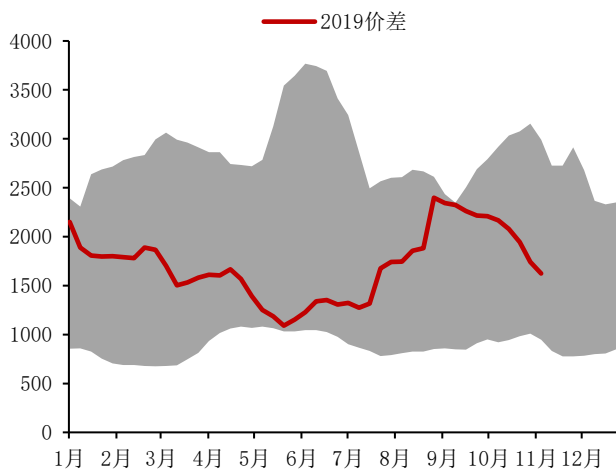
新增甲醇装置	国家	甲醇产能（万吨）	投产计划
宝泰隆	中国	60	2019 年 2 月投产
恒力石化	中国	50	2019 年 2 月投产
Marjan	伊朗	165	2019 年 3 月重启
Kaveh	伊朗	230	2019 年 3 月运行
建滔潞宝	中国	20	2019 年 6 月投产
湖北盈德	中国	50	2019 年 8 月投产
中安联合	中国	180	2019 年 8 月投产
兖矿榆林能化二期	中国	80	预计 2019 年底
内蒙古荣信二期	中国	90	预计 2019 年底
宁夏宝丰二期	中国	220	预计 2020 年初
CGCL	特立尼达和多巴哥	100	预计 2020 年上半年
Busher	伊朗	165	预计 2020 年上半年
Kimial	伊朗	165	预计 2020 年 Q2
<b>合计</b>		<b>1575</b>	
新增 MTO 装置	地区	甲醇需求（万吨）	投产计划
久泰能源	内蒙古	180	2019 年 3 月投产
诚志二期	南京	180	2019 年 6 月底试车
中安联合	安徽	180	2019 年 8 月投产
宝丰二期	宁夏	180	2019 年 9 月投产
大唐多伦	内蒙古	168	2019 年 9-10 月复产
天津渤化一期	天津	180	预计 2020 年 Q4

鲁西化工	山东	100	待定
<b>合计</b>		<b>1168</b>	

资料来源：百川资讯、互联网、东方证券研究所

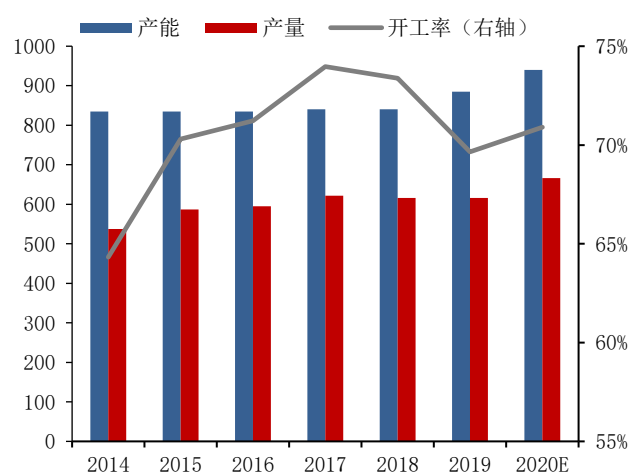
17年以来国外醋酸装置意外故障停车较多，导致我国醋酸出口量激增，叠加国内多套装置陆续检修使得供给收紧，需求端存量PTA产能的复产也拉动了醋酸需求，因此短期市场供需失衡，价格大幅上涨。但其后随着海外产能的复产，价格大幅回调。今年恒力石化35万吨装置投产后，全国醋酸产能达到约875万吨，价格在供需再次宽松的背景下继续下行。而后受到义马爆炸事件及国庆期间环保压力的短期刺激，价格有所回暖，然而随着停车检修装置复产，价格再次进入底部区间。明年主要的新增产能为广西华谊50万吨，预计下半年投产，而21年暂无新增产能，更为远期的则是内蒙古两套共计160万吨和最近浙石化与BP规划的100万吨产能，但投产时间存在较大不确定性。同时，明后两年新增PTA产能将带来48万吨以上的醋酸需求增量，近两年的整体供需相对平衡。随着明年需求回暖，价格中枢有望维持在3000元/吨的水平。

图 12：醋酸-烟煤价差及 12-19 年历史区间（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 13：醋酸产能产量（万吨）及开工率



资料来源：百川资讯，Wind，东方证券研究所

表 3：我国醋酸未来新增产能（万吨）及预期投放年份

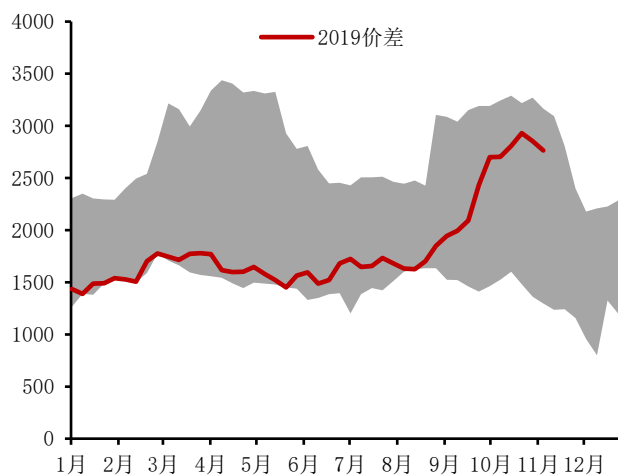
公司	2019	2020E	2021E	2022E
恒力石化	35（已投产）			
广西华谊		50		
广西昆达		50（未见更新，暂不计入）		
扬子江乙酰		5		
山东嘉驰		30（未见更新）		
内蒙古信耐				60
内蒙古卓正				100
浙石化 BP				100

合计 35 55 0 260

资料来源：互联网、百川资讯、东方证券研究所

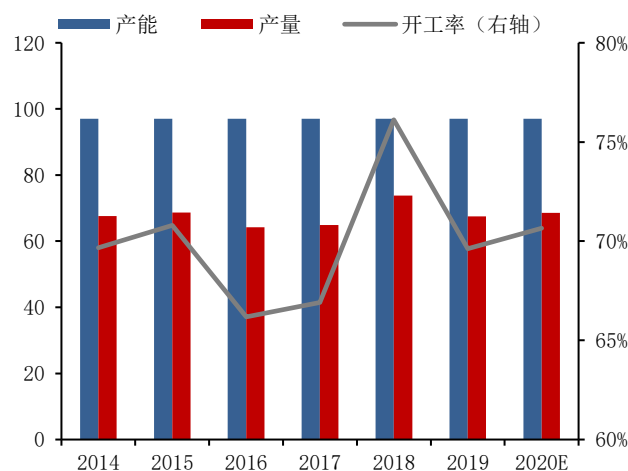
此外，相对于甲醇和醋酸，DMF 由于体量小，供需格局也更好。目前国内 DMF 有效产能为 97 万吨，主要的生产企业仅 9 家，行业集中度很高，且未来没有新增产能，行业开工率能维持在 70% 左右。今年化工品整体下跌的过程中，行业通过检修降负挺价，DMF 还出现了短暂的上涨并维持在相对高位，我们预计 DMF 未来景气还将稳中上行，未来价格中枢将维持在 5200 元/吨的水平。

图 14: DMF 价差及 12-19 年历史区间 (元/吨)



资料来源：Wind，东方证券研究所

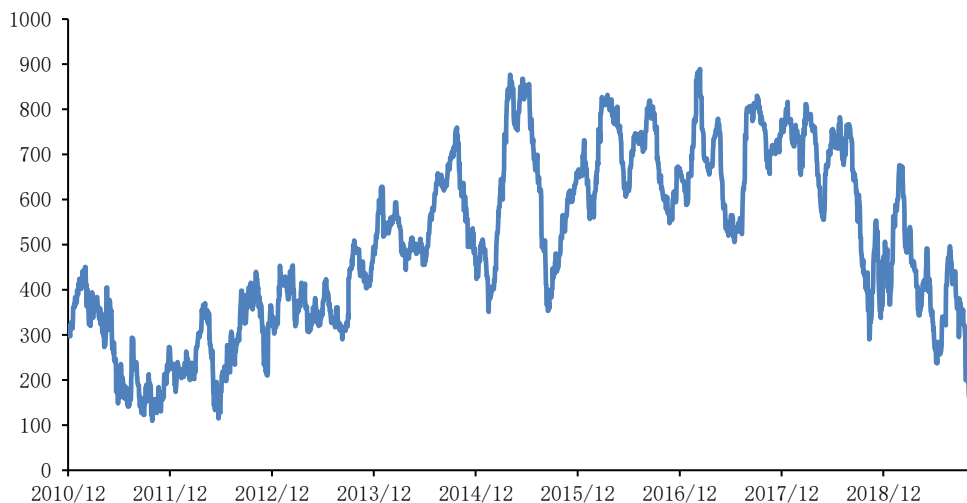
图 15: DMF 产能产量 (万吨) 及开工率



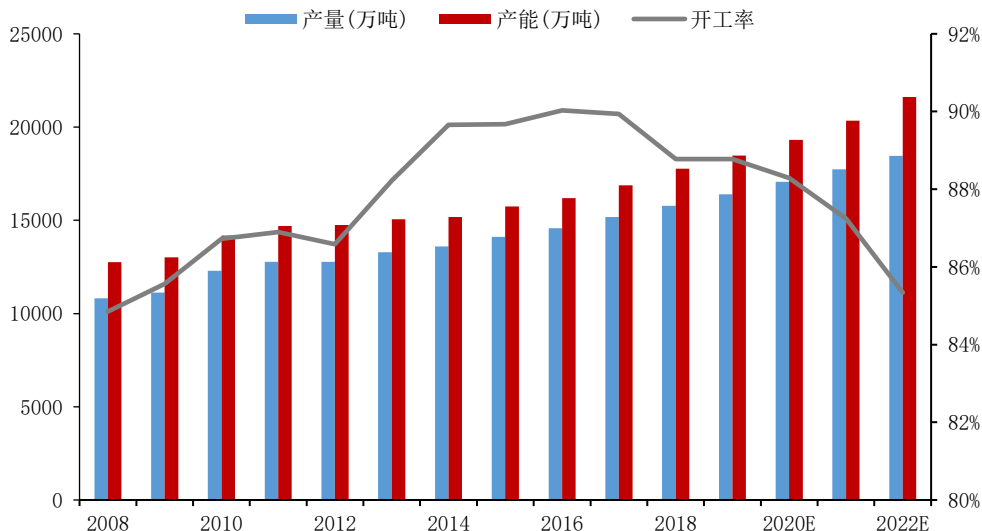
资料来源：百川资讯，Wind，东方证券研究所

## 2.2 C2 产业链

乙烯作为石化之母，由于极度重资产，其景气周期也呈现典型的朱格拉产能周期的特征。基本以十年为一轮，其中高位 2-3 年，底部则往往持续 7-8 年。从周期所处的位置看，本轮乙烯景气高位为 15-17 年，去年是由盛转衰的拐点，今年则是下杀最为惨烈的主跌浪，而明年大概率是筑底的第一年。随着今年乙烯价格暴跌，目前的乙烯-石脑油价差仅 180 美元/吨，已经逼近上一轮景气底部，因此整体而言明年继续下行空间不大。但问题在于从供需看，未来全球油煤气三条工艺路线均有大幅扩能，我们预计 19-22 年全球乙烯产能增速分别为 4.0%、4.6%、5.3%和 6.3%，需求增速即使按照较高的 4% 测算，开工率也会面临持续下滑，恐怕很难有太好的周期性机会。60 美金油价水平下，我们预计明年价格中枢 6500 元/吨，远期将在 5600-6200 元/吨区间低位震荡。

**图 16: 历史至今东北亚乙烯-石脑油价差 (美元/吨)**


资料来源: wind, 东方证券研究所

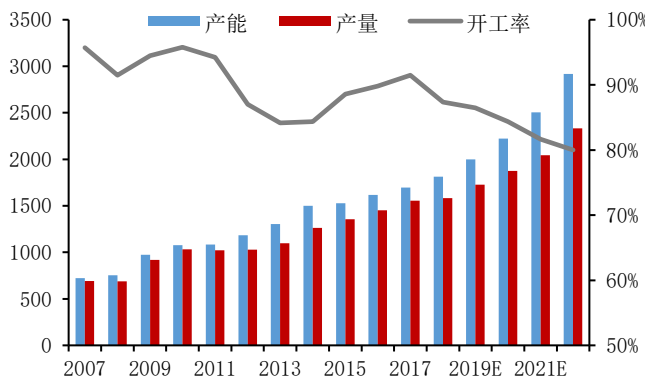
**图 17: 08-22 年全球乙烯产能、产量 (万吨, 左轴) 及增速 (% , 右轴)**


资料来源: 百川资讯, 卓创资讯, 中国知网, 东方证券研究所

具体到下游各产品, 从供需看聚乙烯景气会有所走弱, 但下滑相对可控, 预计明年价格还能维持 7000 元/吨以上, 远期跌至 6700 元左右的强成本支撑。乙二醇本轮受供给冲击最大, 于年中最先见底, 目前 4400 元/吨左右的价格已经接近绝大部分装置的现金成本线, 但由于供给端仍然有大量新产能, 未来还将面临长时间的持续洗牌。苯乙烯目前仍然处于景气高位, 但未来供需很不乐观, 景气预计将大幅下滑, 行业回归成本定价, 中枢约 7000 元/吨。PVC 由于油头产能占比低, 煤头供给又受到限制, 下滑预计最为缓和。且受益于乙烯更大的跌幅, 外购乙烯法装置盈利还存在一定

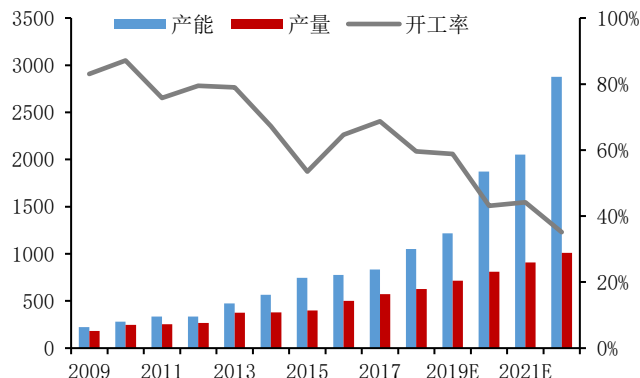
改善的机会。另外我们判断未来行业很重要的一个趋势是乙二醇供给过剩外溢效应，这点去年至今在EO价格上已经反映的非常明显。长期看如各产品间盈利差距过大，新规划或存量的油头乙二醇很可能通过新增装置的方式转产其他产品，尤其是扩产难度较低的聚乙烯，这也会加速其他产品的景气下行。

图 18: 聚乙烯产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）



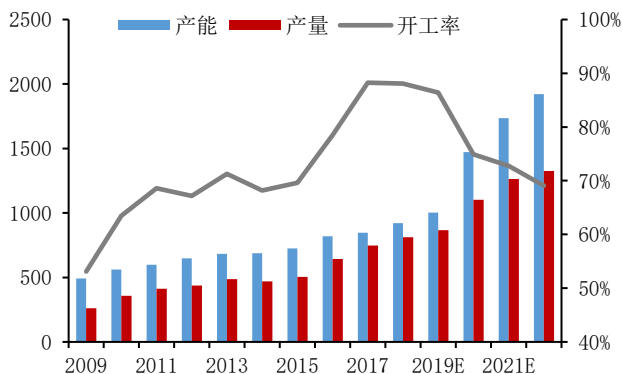
资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 19: 乙二醇产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）



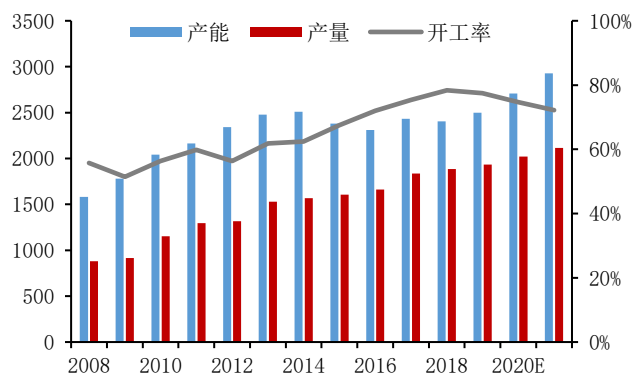
资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 20: 苯乙烯产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）



资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 21: PVC 产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）



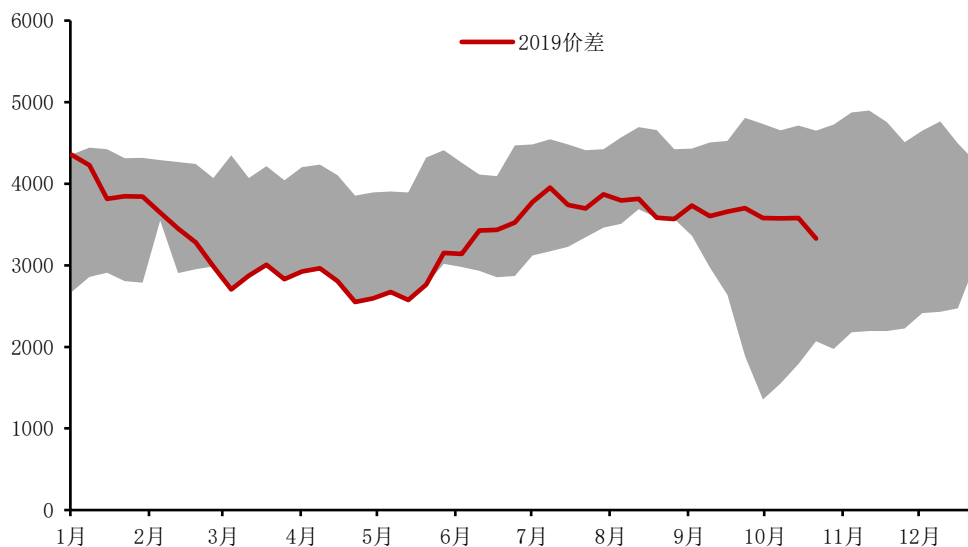
资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

### 2.3 C3 产业链

C3 产业链的核心是丙烯，我们以丙烯-原油价差作为丙烯景气度指标，19 年除了年初较好以外，二季度起就已经进入近几年的最低水平。景气较差一方面是需求疲软，另一方面是连续有大型丙烯产能投产，我们统计 19 年截止目前投产的丙烯产能已经达到 175 万吨，相比 18 年产能增速为

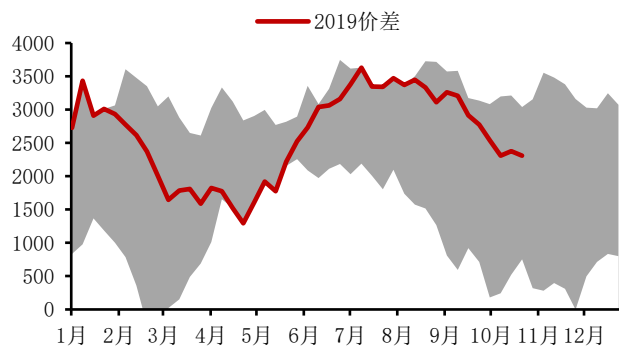
4.9%，超过了18年增速。而20年预计将有海量丙烯产能投产，我们统计油煤气三条路线合计新增可能达到约580万吨，增速将提升到15.5%。但是除开15年底的极端情况，丙烯-原油价差实际已经处于12年以来的最低水平，而且丙烯的价格也处于比较低的水平，因此我们预计丙烯价差虽有可能进一步下滑，但空间也有限。我们预测20年丙烯-原油价差均值为3000元/吨，按照60美元/桶的油价基准，则丙烯均价为6803元/吨，对应聚丙烯均价为7368元/吨。

图 22：丙烯-原油价差及 12-19 年历史区间（元/吨，山东丙烯，OPEC 一揽子油价）

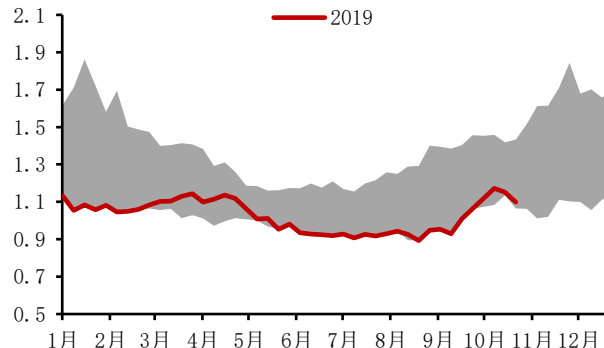


资料来源：Wind，东方证券研究所

丙烯生产路线中我们相对看好 PDH 的盈利情况，主要由于我们认为丙烷还将保持弱势。2019 年 PDH 价差走势前低后高，二季度价差很低（2188 元/吨），但三季度则维持在历史最高水平（3276 元/吨）。在丙烯景气度不佳的情况下，PDH 三季度仍能获得如此高的利润，很重要的原因是丙烷价格非常弱势。我们以丙烷/原油作为丙烷价格强弱的指标，可以看出今年 6 月份以来丙烷/原油比价就持续创出历史新低，使得 PDH 价差大幅提升。丙烷弱势主要是由于今年天然气价格大幅下跌，丙烷以单位热值定价，天然气下跌必然导致丙烷价格走弱。展望 20 年，我们还未发现扭转天然气价格的动力，因此，我们预计丙烷价格还将保持弱势。按照丙烷/原油 1.02 的比价，我们预测 20 年 PDH 价差为 2323 元/吨，虽然相比今年将有所下滑，但是单吨丙烯仍有望获得约 650 元/吨净利（25%所得税）。

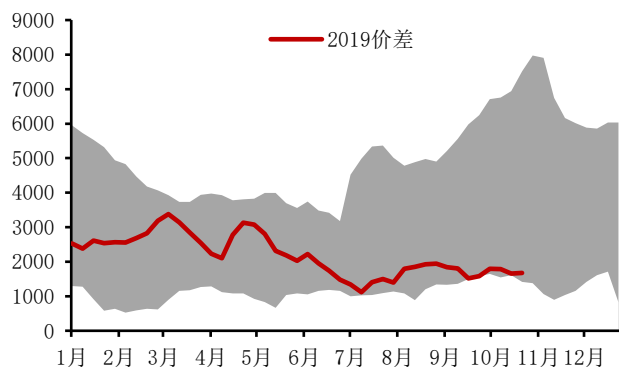
**图 23: PDH 价差及 12-19 年历史区间 (元/吨)**


资料来源: Wind, 东方证券研究所

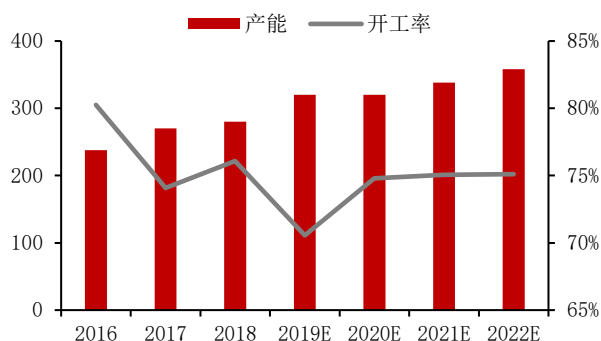
**图 24: 丙烷/原油比价及 12-19 年历史区间**


资料来源: Wind, 东方证券研究所

丙烯下游中主要产品是环氧丙烷、丙烯酸、丁辛醇与丙烯腈等，环氧丙烷按终端产品归入聚氨酯产业链讨论。丙烯酸价差 19Q1 还处于较好水平，Q2 开始持续下行，到 Q3 基本达到历史底部。新增产能主要包括上海华谊 16 万吨、江苏三木 16 万吨，和山东诺尔 8 万吨，产能增速比前几年明显提升。未来三年扩产的企业主要是卫星石化（平湖 18 万吨）与华谊集团（广西 40 万吨），两家企业新增产能基本都要 21 年之后才会陆续投产，因此 20 年的行业开工率预计会有所回升。但是 19 年新增产能较多，所以平均开工率水平仍偏低，我们预计 20 年丙烯酸价差比 19 年有所回升，中枢为 2300 元/吨，对应丙烯酸价格中枢单价为 7368 元/吨。

**图 25: 丙烯酸价差及 12-19 年历史区间 (元/吨)**


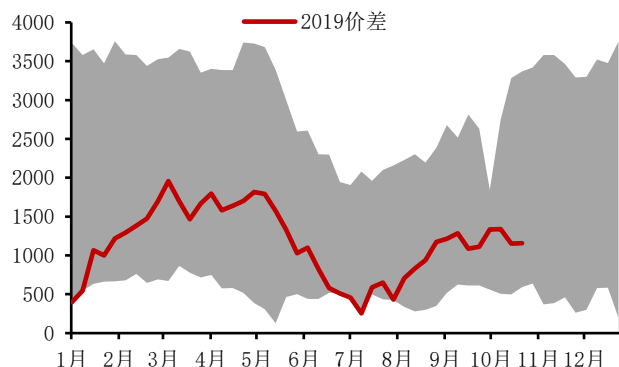
资料来源: Wind, 东方证券研究所

**图 26: 丙烯酸产能与开工率情况 (万吨)**


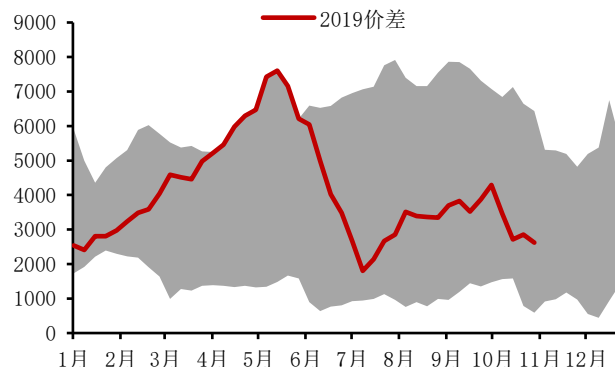
资料来源: 百川咨询, 东方证券研究所

丁辛醇与丙烯腈今年行情相比其他大宗化工品相对较好，但我们认为两者的周期位置略有不同。丁辛醇已经经历了 14 年以来多年低迷，所以今年延安能源 21 万吨装置投产之后，未来基本没有丁辛醇新装置规划。而丙烯腈从 17 年下半年开始景气大幅提升，已经连续两年获得高盈利，因此去年开始就有不少新增产能规划披露。如果全部按时投产，未来三年国内丙烯腈产能将增加 106 万吨，相当于 19 年产能的近 50%。因此我们预测 20 年丁辛醇价差将好于今年，丙烯腈则将有所下滑。我们预测丁辛醇价差为 1300 元/吨，对应单价 6441 元/吨；丙烯腈价差 2600 元/吨，对应单价 10283 元/吨。



**图 27：丁辛醇价差及 12-19 年历史区间（元/吨）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

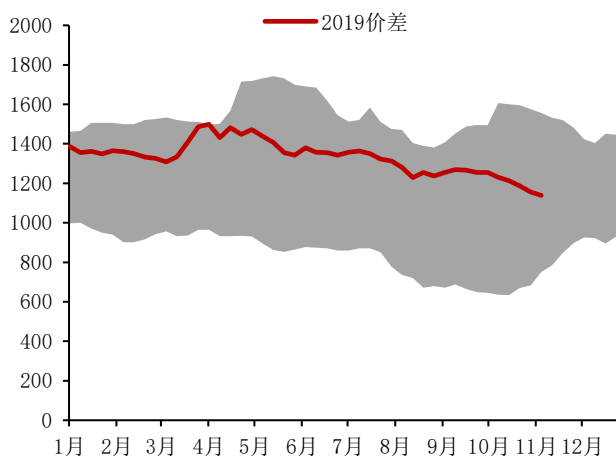
**图 28：丙烯酸价差及 12-19 年历史区间（元/吨）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

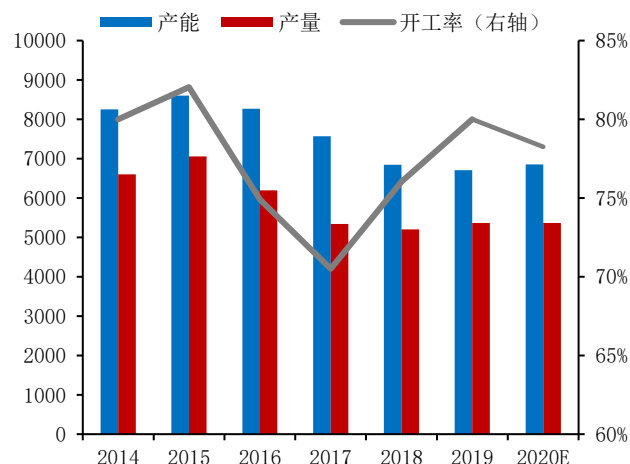
## 2.4 农化产业链

今年整体农化需求亦弱于去年，加上较高的库存压力，化肥与农药价格较去年景气高位均呈现不同程度的下跌。展望明年，在化肥板块，我们最为看好磷肥在“三磷整治”的供给侧改革元年之后的景气上行；而在农药板块，我们最看好麦草畏需求的恢复性增长，具体如下：

近几年在供给侧改革的推动下，我国尿素产能由巅峰时期的 8600 万吨下滑至目前的 6700 万吨，尿素行业盈利也大幅改善，单吨价差从 700 元扩张至 1000 元，今年初尿素价格也延续了供给侧改革以来的强势。然而今年国内 1-10 月累计产量同比增加 150 万吨，国内供给同比去年更加宽松，同时全球农业需求疲软，加之工业需求受贸易战冲击，尿素价格自年中开始持续下跌，目前价格已回到 17 年同期水平 1600 元/吨。且由于煤改气的推进更为理性，今年冬季气头产能限产压力弱于往年，尿素价格短期依旧承压。但我们认为当前价格下跌空间已经不大。从供需上看，尿素改善的供需格局并未被明显破坏。虽然据我们统计未来国内有 400 多万吨的新增产能，但投产时间仍具有较大不确定性。而需求方面，随着内外部因素改善带来的明年需求的修复，尿素的供需格局依旧具有良好的支撑。从价差上看，尿素已从前期高景气分位回落至历史中枢偏下的水平，且当前价格已接近固定床工艺的成本线，向下空间非常有限。综上，我们判断明年需求的恢复将支撑尿素价格回暖，虽然弱于今年平均值，但还是有望回升到 1750 元/吨的中枢水平。

**图 29：尿素价差及 12-19 年历史区间（元/吨，气流床工艺）**


资料来源：Wind，东方证券研究所

**图 30：国内尿素产能产量（万吨）及开工率**


资料来源：百川资讯，Wind，东方证券研究所

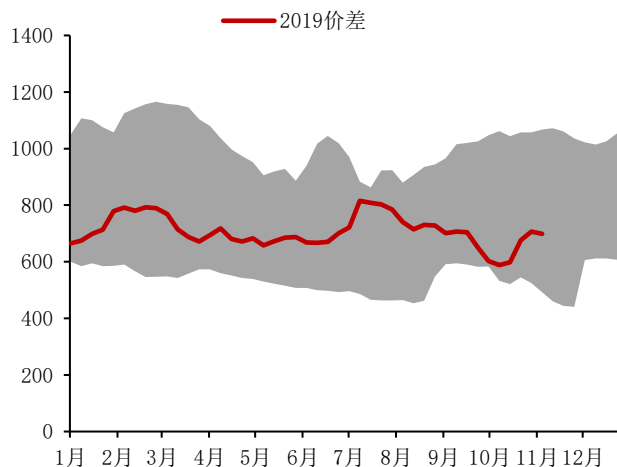
**表 4：我国尿素未来新增产能（万吨）及预期投放年份（不含替代性产能）**

公司	原料	2019	2020E	2021E	2022E
内蒙古乌兰	烟煤	120			
河南心连心	烟煤			80	
孝义农美	焦炉气				30
瑞星集团	烟煤			100	
山西润锦	焦炉气		30		
沧州正元	烟煤				52
合计		120	30	180	82

资料来源：互联网、CF、东方证券研究所

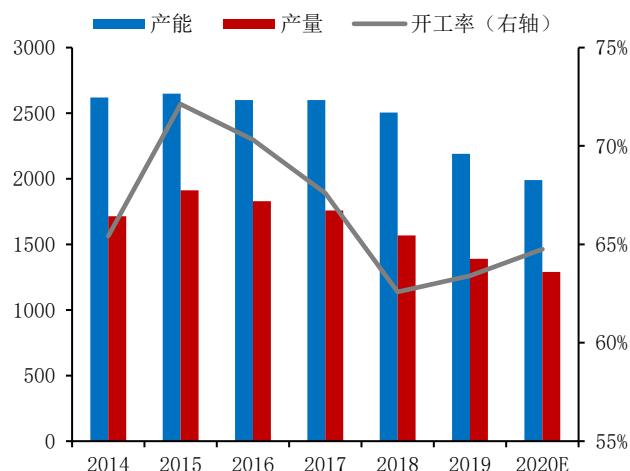
虽然近两年磷肥价格自底部有所回暖，但行业景气提升并不明显，尤其是 19 年由于需求受短期冲击萎缩严重，磷肥价格出现明显下跌，盈利水平也跌至历史低位。但我们认为磷肥还有非常大的改善潜力，其根本原因是与产能削减 20% 之后景气大幅复苏的尿素相比，磷肥还未经真正意义上的供给侧改革。前期磷肥价格上涨更多地是上游磷矿石、合成氨等成本上涨引发的被动上涨和市场化出清所致，并非是供需格局改善。而今年正是由国家生态环境部牵头的磷化工治理的元年，随着“三磷”整治行动有力推进，磷肥供给有望迎来真正意义上的主动出清和压缩。且磷肥国内已基本没有新增产能，近年海外的新增供给也充分释放。而明年需求大概率呈现恢复性增长，磷肥已经迎来景气的拐点并具有很大的提升空间，我们预计磷酸二铵价格恢复至 2500 元/吨的中枢，磷酸一铵达到 2100 元/吨。

图 31：磷酸二铵价差及 12-19 年历史区间（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

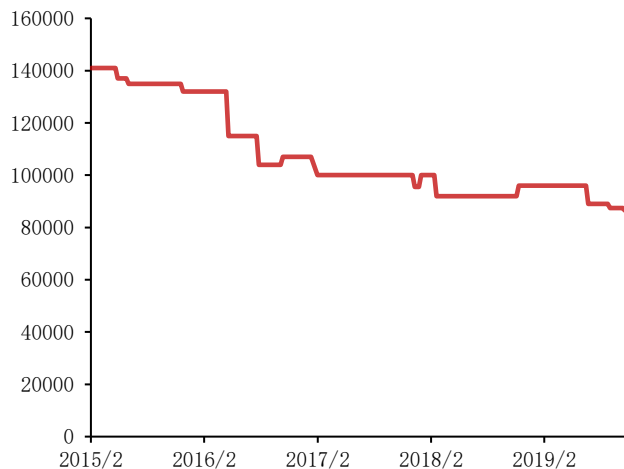
图 32：磷酸二铵产能产量（万吨）及开工率



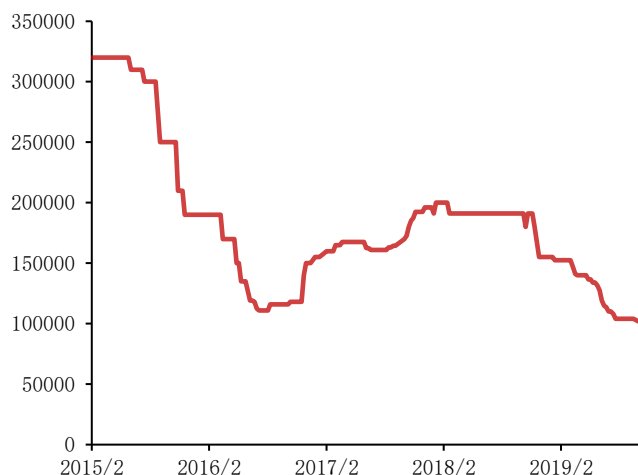
资料来源：Wind，东方证券研究所

在农药板块，今年主要大吨位除草剂草甘膦、麦草畏及草铵膦价格出现下滑。除共同的需求低迷因素之外，各品类变化的内在逻辑和我们对其未来的判断也略有不同，其中我们最为看好明年麦草畏量价复苏，其次是草铵膦的需求大量释放。首先，由扬农除草剂销量大幅下滑可以看出，今年麦草畏需求大幅萎缩，我们判断主要原因在于孟山都南美双抗转基因种子的推广不及预期，以及中美贸易战和北美潮湿天气原因导致的种植进度延后所致，渠道由于前期高预期被打破而存在着大量去库存需求，从而导致采购量崩塌，但价格较为稳定，出现小幅下滑。草铵膦价格今年呈现明显的单边下跌趋势，且短期由于新增产能投产的预期，价格难以有明显的反转。但我们认为价格的低位有利于下游需求的释放，尤其是当 18 年原药价格涨至 19 万时，母液销量出现了大幅增长，说明需求已经具备良好的基础，只要价格处于合理区间，伴随百草枯替代、复配和转基因种植的推动，需求增长的趋势在长期有更强的确定性。而价格回落至底部也有助于成本领先的企业抢占更大的市场空间，并抑制新进入者的参与。草甘膦的需求则非常成熟，基本不存在预期差，从出口数据来看 1-9 月累计出口同比下滑 6%（2.5 万吨），需求走弱但减量幅度不大。草甘膦格局相对稳定，存量企业经历过前期供给侧改革的洗礼，进一步大幅出清的概率已经不大。今年也仅仅受到三磷整治下黄磷短期停产暴涨的推动出现阶段性提价，后期由于缺乏强劲需求支撑而回落至中枢区间，但因为黄磷价格中枢的抬升，草甘膦价格有更高的底部支撑。

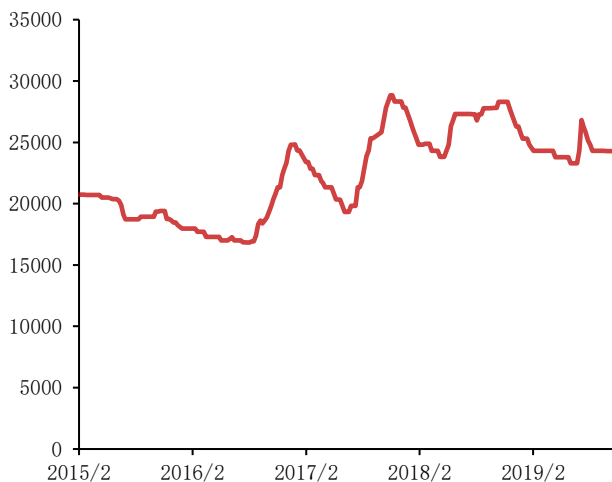
其他品类的农药在此不再一一详述，但我们整体的判断是经历了苏北化工园区 18、19 年两次重大环保和安全事件，企业已经历较为充分的洗牌，未来产能剧烈压缩的空间不大，随着前期停产企业的陆续复产的预期加强，涨至高位原药价格仍有下跌的可能。但由于企业安全环保要求和投入的提升，且复产节奏的不确定性，价格即使回落也会有更高的底部支撑。总而言之，对于农药板块，若供需不出现明显反转或改善，行业景气将维持或震荡。

**图 33：麦草畏价格（元/吨）**


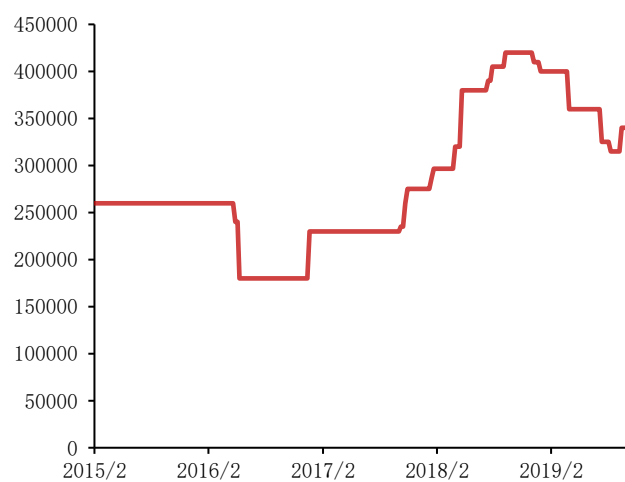
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

**图 34：草铵膦价格（万吨）**


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

**图 35：草甘膦价格（元/吨）**


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

**图 36：联苯菊酯价格（元/吨）**


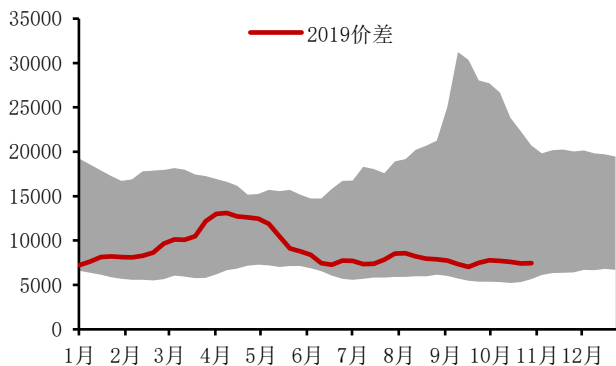
资料来源：百川资讯，东方证券研究所

## 2.5 聚氨酯产业链

MDI 今年上半年有一波较大的上涨行情，但二季度开始下跌，到年中价格基本跌回原点。三季度以来，MDI 价差一直都在历史较低区间运行。我们统计 20-21 年 MDI 产能增量为 105 万吨，后续万华、巴斯夫与科思创的新建工厂项目何时投产还待观察。虽然 20-21 年名义产能增速不低，但是绝大部分都由万华贡献，因此我们认为新投产能冲击价格的情况不会发生，但是 MDI 发生类似 17-18 年大幅暴涨的可能性也非常低。需求端看，19 年是需求很差的年份，我们预计 20 年随着下游同比回暖，MDI 需求增速也将有所回升，行业平均开工率还将维持在 80-85% 的合理区间。我们预

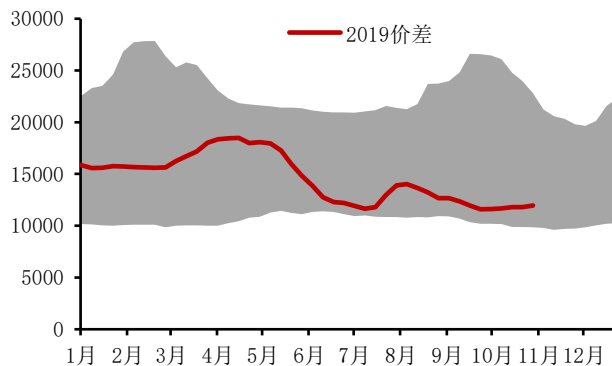
测 20 年聚合 MDI 价差略好于 19 年下半年，中枢在 8000 元/吨，对应单价 12656 元/吨；纯 MDI 价差与 19 年下半年相当，中枢在 12300 元/吨，对应单价 17515 元/吨。

图 37：聚合 MDI 价差及 12-19 年历史区间（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

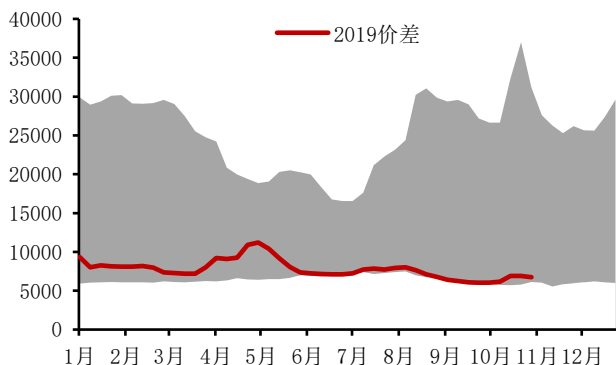
图 38：纯 MDI 价差及 12-19 年历史区间（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

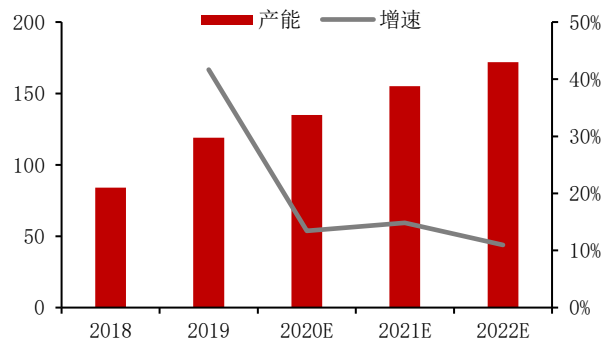
19 年全年 TDI 价差基本都在底部，除了需求端的汽车产销量低迷之外，最主要的原因是产能增速过高，仅万华的新装置就有 30 万吨，导致 19 年产能同比 18 年增长 40% 以上。未来三年可能还有和山巨力、东南电化、沧州大化合计 53 万吨的规划，如果全部按期投产，TDI 产能增速还将在 10-15%，远高于需求增长水平。但是按目前市场情况，我们认为规划项目都存在较大不确定性，现有老厂也可能在激烈竞争下退出市场，所以实际情况有望好于规划的展望。然而目前 TDI 行业开工率也只有 70% 左右，即使新装置不投产，过剩产能也需要几年时间才能消化，所以我们认为 TDI 价差未来还将维持在底部。我们预测 20 年 TDI 价差与今年接近，在 6900 元/吨，对应 TDI 单价 12750 元/吨。

图 39：TDI 价差及 12-19 年历史区间（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 40：2019-2022 年 TDI 产能情况（万吨）

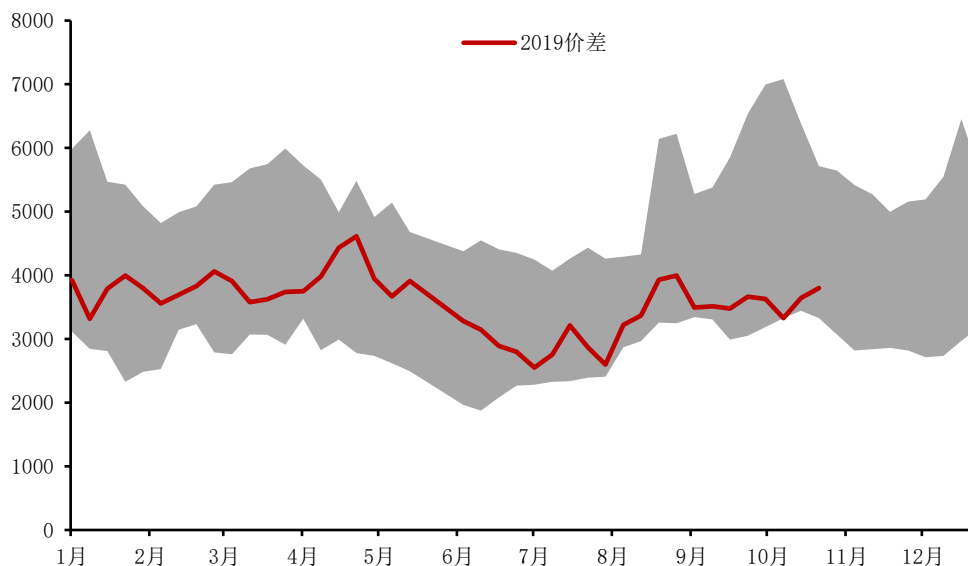


资料来源：天天化工网，东方证券研究所

PO 今年上半年价差走势情况一般，年中开始趋弱。今年新增的产能是红宝丽泰兴 12 万吨装置，虽然新增产能较少，但是整体需求不佳，导致价差弱于历史平均水平。按照规划情况，未来三年名义产能增速较高，复合增速可能超过 15%。但是根据我们 19 年深度报告《从产业格局看化工系列之四：PO》中分析，PO 新增供给中的 HPPO 法对价差几乎没有影响。而 20 年新增产能主要是万

华、古雷炼化与中化泉州，其中万华与古雷基本要年底投产，中化泉州 20 万吨预期在年中，三套装置都是大型石化项目得配套产能，还有产能爬坡过程。因此预计明年 PO 供给的净增量比较有限，结合明年整体需求同比将有所好转，且 PO 本身环保问题与价格弹性较大，我们认为 20 年 PO 价格与盈利有阶段性上涨的机会。如果不考虑短期弹性，我们预计 PO 价差也与今年相当，中枢在 3500 元/吨，对应 PO 价格为 9402 元/吨。

图 41：PO 价差及 12-19 年历史区间（元/吨）



资料来源：Wind，东方证券研究所

## 2.6 化纤产业链

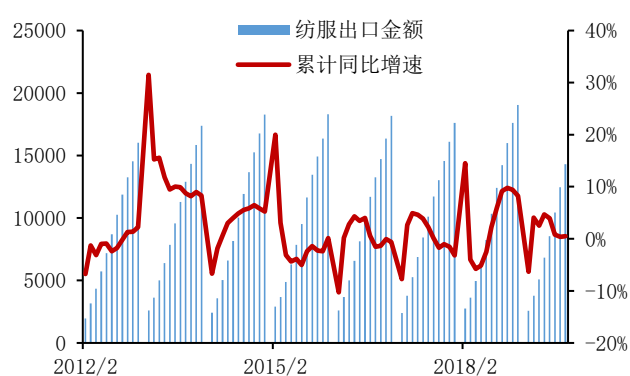
化纤产业链上承化工下启纺服，涉及子行业众多，就几大主要品种涤纶、锦纶、氨纶、粘胶来看，今年不论是价格还是价差，整体都处于下行通道。我们认为背后核心原因在于需求偏弱，今年外需受贸易战影响增速归零，而国内服装零售增速大幅腰斩，年中甚至一度跌至 2%，创下了近 20 年新低。展望明年，供给端大多数品种有一定新产能释放，但整体还比较可控。需求侧我们预计内外需均将出现一定复苏，终端需求有望回归至正常的 4-6% 左右。但对化纤来说，目前最大风险是织造和服装环节库存仍然较高，如果明年下游步入去库存周期，对化纤需求是潜在的利空。因此虽然从供需看有一定景气复苏基础，但受制于纺服的高库存，恐怕弹性有限。其中我们相对最为看好格局优良、龙头凭借产能释放盈利还能稳步提升的涤纶行业。具体分析如下：

图 42: 国内终端需求 (亿元, 左轴) 及增速 (右轴, %)



资料来源: wind, 东方证券研究所

图 43: 出口金额 (亿元, 左轴) 及增速 (右轴, %)



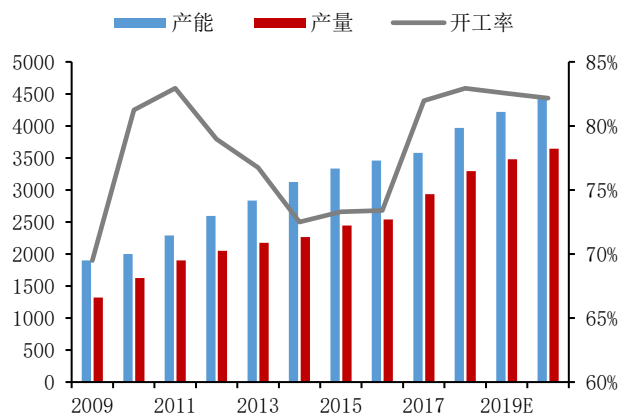
资料来源: wind, 东方证券研究所

**涤纶产业链:** 随着民营炼化投产和 PTA 新一轮产能周期开启, 明年我们对 PX 和 PTA 的景气都不太乐观, 相比今年预计价格和盈利均将大幅下滑。涤纶由于自身供需尚可, 开工率应该还能维持 80% 以上, 同时受益于原料跌价, 在旺季存在盈利阶段性改善的机会。但整体上来看, PX-PTA-涤纶全产业链盈利将很难维持过去两年近千元每吨的水平, 目前 800 美金/吨的 PX, 4800 元/吨的 PTA, 7000 元/吨的 POY 恐怕会成为未来的常态。

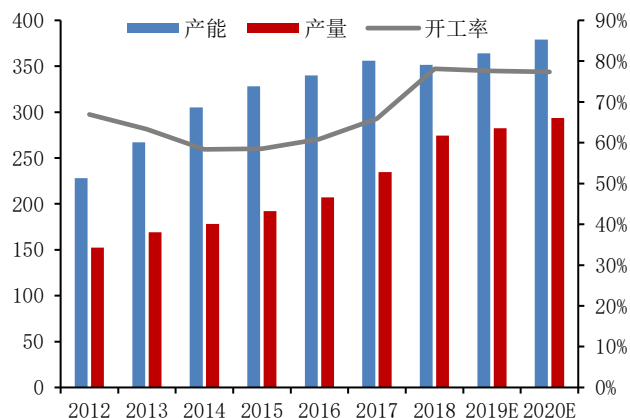
**锦纶产业链:** 今年己内酰胺随着新产能释放, 价格持续下行, 目前已经跌至边际产能的盈亏平衡线附近, 预计未来价格维持 1 万元/吨左右。锦纶供给端今年新增产能并不多, 但受制于疲弱的需求, 并未如我们预期出现强复苏。明年从供需上看锦纶开工率相比今年基本持平, 预计景气也将维持低位震荡, 相应价格中枢约 14000 元/吨。

**氨纶:** 氨纶行业整体产能过剩已有两年时间, 从供需上看如明年华峰等装置如期投产, 开工率还要继续下滑。但好在目前 30000 元/吨的价格已经是很多小企业的现金成本线, 价格继续下跌就会引发退出, 预计产能出清仍将持续。

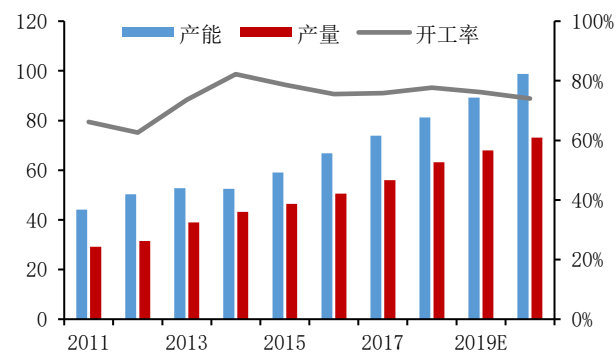
**粘胶短纤:** 粘胶短纤上一轮高景气在 16-17 年, 之后随着 18 年海量的产能释放, 开工率和价格均大幅下滑。由于审批限制, 未来粘短的新增供给很少, 而且目前全行业亏损的情况下, 投放时间可能也会延后。其需求主要还是取决于棉价, 明年预计难有大幅上涨的可能。未来与氨纶较为类似, 也将面临一个持续洗牌和筑底的过程, 对应吨价格将在 12000 元左右波动。

**图 44：涤纶产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）**


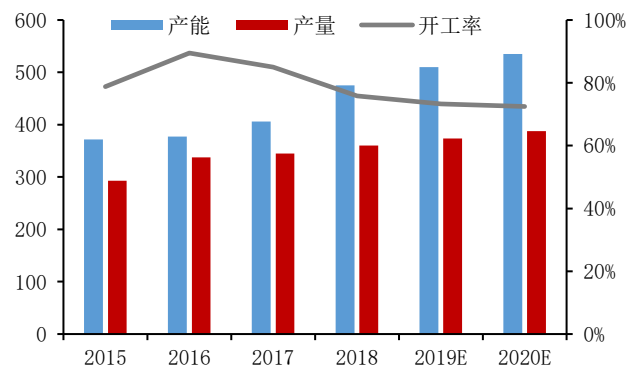
资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

**图 45：锦纶产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）**


资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

**图 46：氨纶产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）**


资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

**图 47：粘短产能、产量（左轴，万吨）和开工率（右轴，%）**


资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

### 3. 投资建议

综上，我们基于周期的逻辑重点推荐万华化学、云天化、扬农化工，并建议关注滨化股份。另外成长股今年虽然表现很好，但只要符合产业升级方向、明年业绩仍能维持增长、且动态估值没有过分高估的个股，明年肯定还是有机会的，我们在其中相对看好皇马科技、三联虹普。

#### 3.1 万华化学



万华化学是化工板块最优质的上市公司，受益 MDI 极高的行业壁垒，企业自身巨大的一体化优势以及良好的公司治理，使万华相比竞争对手具有明显的超额受益。19 年 MDI 与各石化产品的景气度均比较低，特别是三季度中绝大部分产品都处于历史底部。在行业如此恶劣的情况下，万华三季度的年化 ROE 仍高达 23%，具有非常强的安全边际。展望 2020 年，我们认为 MDI 良好的行业格局还将维持，随着下游需求增速回暖，价格有向上机会。而且万华投资 175 亿元的乙烯一体化项目有望于年底投产，聚氨酯产业链项目中预计也有 80 亿新增投资，这些项目将推动万华业绩持续增长。我们预测 20、21 年万华 EPS 为 3.60、4.24 元（按照 25% 的所得税率保守测算），对应 20 年 PE 为 13 倍左右，从周期角度与成长角度都被低估，建议买入。

### 3.2 扬农化工

扬农化工是我国平台化发展的农药龙头，以打破国外垄断的拟除虫菊酯为核心优势产品，同时也是全球麦草畏龙头，已形成杀虫剂、除草剂、杀菌剂和制剂等的产业链配置，公司研发和产业化能力突出。今年由于美国大豆种植进度受天气和中美贸易摩擦的影响严重推迟，且孟山都在南美双抗种子推广不顺，麦草畏需求大幅下滑，导致公司麦草畏销量明显萎缩。而随着明年大豆价格因减产带来的大概率回暖，同时在中美贸易摩擦逐渐缓和的大背景下，麦草畏需求有望实现修复性反弹，支撑公司除草剂板块利润的大幅修复，并对冲菊酯价格潜在的高位回归风险。而公司中长期项目储备还将保证其持续的成长性。投资 20.2 亿的如东优嘉三期项目包括 11475 吨杀虫剂（拟除虫菊酯、噁虫酮、氟啶脲）、1000 吨除草剂（苯磺隆、噻苯隆、高效盖草能）及 3000 吨杀菌剂（丙环唑、苯醚甲环唑），目前处于环评公示后等待审批阶段，有望在明年建成投产，部分将置换仪征优士大连路厂区带拆迁的产能，实现产能无缝切换。公司还规划了投资 4.3 亿的优嘉四期项目，包括 3800 吨联苯菊酯、1000 吨氟啶脲、120 吨卫生菊酯和 200 吨羟吡酯，未来将进一步扩大优势产能。此外，公司今年由收购的中化作物及农研公司盈利能力大幅提升，并且农研公司作为创制农药的重点研发机构，将与中化作物下的沈阳科创（试验工厂）形成研发-孵化协同，并通过公司强大的工程能力形成产业化的闭环，创制产品的推出有望成为公司未来新的增长点。

### 3.3 皇马科技

皇马科技是国内特种聚醚行业的领先企业。特种聚醚产品差异化程度很大，应用领域非常广泛，涵盖衣食住行等各方面，且在下游中成本占比较小。特种聚醚产品特色是产品利润率较好，但单个品种收入利润体量较小，只有掌握的品种足够多，才能具备持续投入开发新品驱动增长的能力。皇马相对国内同行，在规模与品类上已经具备明显优势，且研发投入一直较大，是最有潜力持续成长的企业。公司上市募投的绿科安子公司 8.5 万吨产能项目在 19 年中开始陆续投放，19 前三季度销量同比增长 27%，三季度单季度销量同比增长 39%。后续募投项目还将持续投放，且皇马新材料子公司的 10 万吨项目也已开始建设，预计 20 年底投产（替换老厂 6 万吨产能）。未来三年公司产能有明确的增长计划，预计将驱动销量与利润维持 30% 左右的增速。我们预测 20、21 年公司 EPS 分别为 1.11 与 1.45 元，对应 20 年 PE 为 15 倍，建议买入。

### 3.4 三联虹普

三联虹普是我们去年覆盖的标的，推荐之初其实是基于锦纶行业巨变、公司盈利大幅改善的周期性逻辑。但随着我们这两年的跟踪和研究，我们发现公司商业模式及投资逻辑与一般工程类公司完全不同，其核心竞争力并不在建造，而在于锦纶工艺和大容量工艺的 know how。只不过公司

没有以建设工厂的形式变现，而选择了轻资产的技术输出，这种商业模式在 A 股甚至整个化工行业都非常稀缺，也赋予了公司在新领域横向拓展的巨大潜力。公司去年收购瑞士宝丽，以及今年成功进军天丝，本质上其实都基于这种对技术和集成 know how 的深刻理解。另外公司在智能制造领域的布局也十分契合我国产业升级的大方向。毕竟我国化纤产能已经占到全球 7 成以上，未来精细化生产要远比粗放式的规模扩张更为重要。而且作为劳动力密集型行业，在用工成本逐年提升的大背景下，生产无人化也是大势所趋，公司通过与华为和 TMT 的合作，已经实现了自动化机械臂和数字化控制柜的研发和预售，明年如果示范性项目顺利推进，就有望打开这个蓝海市场。展望未来，我们认为公司正在由单一的锦纶技术服务商向化纤产业升级引领者转变，未来智能制造、大容量天丝和大容量己内酰胺等领域布局一旦落地，不仅将显著增厚公司盈利，对整个化纤产业也会有很大的贡献和帮助。

### 3.5 云天化

云天化我国磷化工巨头，公司现拥有磷矿石原矿产能 1450 万吨，一铵产能 67 万吨、二铵产能 445 万吨，具有磷矿石自给的产业链优势。公司是磷肥景气复苏弹性最大的标的，仅考虑磷酸二铵价格上升到历史 70% 的景气分位至 2900 元/吨，公司向上业绩弹性为 17 亿，总归母净利润达到 20 亿左右，对应 PE 不到 4 倍，最重要的是公司资产低估幅度在化工企业中较为突出。虽然公司目前 PB 为 1.5 倍，但 12 年公司通过发行股份注入集团的磷化工资产时，由于是同一控制下，注入溢价 60 亿并未形成商誉，故公司当前账面净资产有所低估。若以公司当前 70 亿市值以及加上 60 亿溢价后的约 100 亿净资产看，实际 PB 仅 0.7 倍。另外公司历史上几次巨亏，累计亏损金额高达 65 亿元，这种资产端的减少其实并没有影响公司生产性资产的价值。公司全部化肥、化工品生产装置当年投资额合计在 200 亿以上，远大于当期市值。尤其是公司磷矿保有储量超过 6 亿吨，以 17 年天宁矿业采矿权估值测算其价值至少在 70 亿以上，也与目前市值相当了。

### 3.6 滨化股份

滨化股份是国内 PO 行业龙头企业，是 PO 与烧碱弹性非常大的标的。19 年 PO 与烧碱景气度大部分时间都处于历史极低位置，而公司前三季度仍有年化 7.4% 的 ROE，足以证明公司在行业中很强的竞争优势。目前 PB 仅 1.18 倍，处于历史底部位置。展望 20 年，我们认为 PO 价格具有阶段性上涨机会，公司业绩有较大弹性；且滨华新材料项目（60 万吨 PDH+30 万吨 PO/TBA 等）也将进入建设阶段，为公司长期成长打开空间，有望扭转公司上市多年没有实质增长的情况。

## 4. 风险提示

- 1) 油价波动风险：如油价短期大幅上涨或暴跌，将对相关产业链盈利产生较大影响；
- 2) 需求下滑风险：如受宏观经济恶化或贸易摩擦加剧等不可控因素影响，经济需求大幅下滑，将影响行业整体盈利水平。

## 信息披露

---

依据《发布证券研究报告暂行规定》以下条款：

发布对具体股票作出明确估值和投资评级的证券研究报告时，公司持有该股票达到相关上市公司已发行股份1%以上的，应当在证券研究报告中向客户披露本公司持有该股票的情况，

就本证券研究报告中涉及符合上述条件的股票，向客户披露本公司持有该股票的情况如下：

截止本报告发布之日，东证资管仍持有扬农化工(600486.SH)股票达到相关上市公司已发行股份1%以上。

提请客户在阅读和使用本研究报告时充分考虑以上披露信息。

## 分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

## 投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

### 公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

### 行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5% ~ +5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

## 免责声明

本证券研究报告（以下简称“本报告”）由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告的全体接收人应当采取必要措施防止本报告被转发给他人。

本报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的证券研究报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的证券研究报告之外，绝大多数证券研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面协议授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容。不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

经本公司事先书面协议授权刊载或转发的，被授权机构承担相关刊载或者转发责任。不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

提示客户及公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告，慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

---

## 东方证券研究所

地址： 上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人： 王骏飞

电话： 021-63325888\*1131

传真： 021-63326786

网址： [www.dfzq.com.cn](http://www.dfzq.com.cn)

Email: [wangjunfei@orientsec.com.cn](mailto:wangjunfei@orientsec.com.cn)

