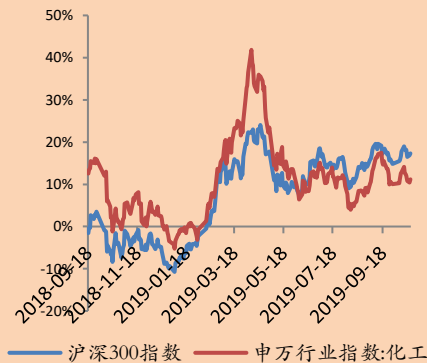




基础化工

投资评级：增持

报告日期：2019-12-6



华安证券基础化工组

研究员：李超齐

0551-65161591

lichaoqi.2008@163.com

S0010518070002

不畏浮云遮望眼

——基础化工行业 2020 年度策略报告

主要观点：

□ 化工产品价格回落，景气度下滑

2019 年以来化工产品价格指数呈现回落态势。自 2015 年起我国启动供给侧改革以来，化解过剩和淘汰落后产能持续进行，其中化工行业小企业数量众多、污染严重，成为供给侧改革的主攻领域之一，叠加环保督查，供给在短时间内持续收缩，而需求相对稳定，供需错配，使得化工产品价格指数稳步上涨，上市公司业绩显著改善，但 2018 年 12 月以来化工产品价格持续下降，主要是由于下游需求疲弱，未来影响化工产品价格最大的变量就是需求。

□ 周期策略：精选优质公司

基础化工涵盖 31 个子行业，上市公司多达 342 家（申万分类），因下游需求持续疲软，行业景气周期持续下滑，难从行业角度发现趋势性的投资机会，但从上市公司角度看，其在历经供给侧改革、环保督查以及安全生产检查等一系列的政策调整后，大公司的盈利能力、业绩稳定性方面有显著提升，呈现强者恒大的局面，未来这种竞争格局将持续。同时国内经济已转入高质量发展阶段，科技创新对企业提高竞争力更加重要，大企业拥有较强的科研实力，同时稳定的盈利能力也为持续研发投入提供了坚强保障。对于企业来说，未来核心竞争力一定的研发，是技术创新，是产品创新，所以我们更多的选择优质公司。

□ 投资建议

对于化工行业具体投资策略，我们坚持三个方向，一是：行业优质资产，具有产业链、规模、研发、技术、产品等综合优势，在行业中具有举足轻重的话语权，我们建议关注万华化学（聚氨酯行业全球龙头，产业链不断向上下游扩展，现已涵盖聚氨酯、石化、新材料三大板块，持续不断的研发投入为新材料发展提供支撑，奠定未来成长空间）、新和成（维生素行业龙头，产品种类不断丰富，新产能持续释放）；二是：我们看好大炼化板块，打造全产业链，实现利益最大化，业绩或将超预期，我们建议关注恒力石化（公司 2000 万吨炼化项目已于 2019Q1 投产，最先建成，率先受益。乙二醇项目处于试车阶段，降低成本可期）；三是：关注未来业绩确定性强，产品价格处于低位，但公司业绩较为稳定，若未来产品价格反弹，业绩向上确定性强。建议关注华鲁恒升（国内煤化工龙头，公司主营产品价格基本处于低位，但公司毛利率基本稳定，彰显优秀成本管控能力）。

□ 风险提示

下游需求持续疲软，原油价格下行

目 录

1 行业回顾	5
1.1 景气度：化工产品价格回落，景气周期下滑	5
1.2 需求：整体不乐观	7
1.3 供给：增速回落，未来供给趋紧	9
1.4 价格：以下跌为主	10
1.5 业绩：营收和净利润增速回落	11
2 基础化工投资策略：精选优质公司	12
2.1 方向一：把握优质资产	12
2.1.1 万华化学：全球聚氨酯行业龙头	12
2.1.2 新和成：持续创新的实践者	15
2.2 方向二：关注大炼化板块	18
2.2.1 恒力石化：行业黑马，成长可期	18
2.3 方向三：未来业绩确定性高	20
2.3.1 华鲁恒升：煤化工龙头	21
3 重点上市公司推荐	24

图表目录

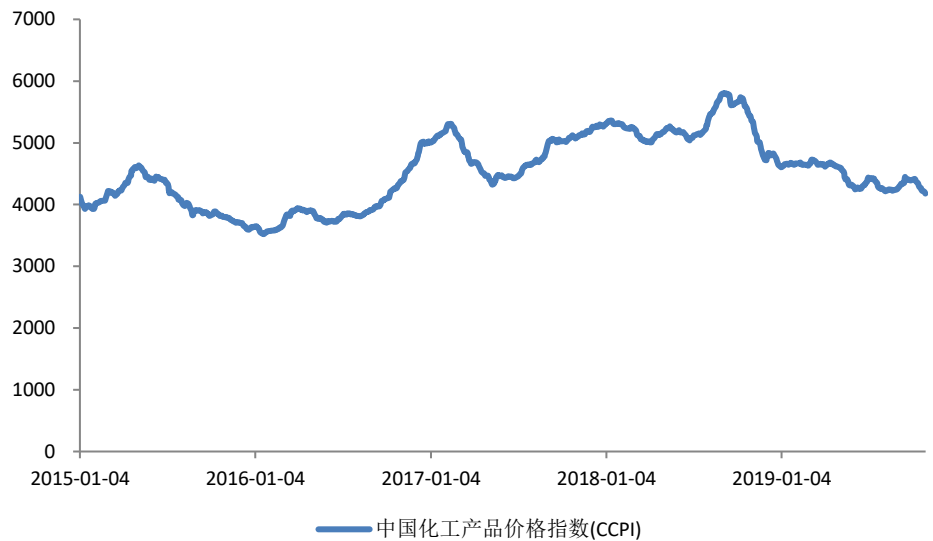
图表 1 2015—2019.10.30 中国化工产品价格指数走势	5
图表 2 2019.1.1—2019.10.31 申万一级行业涨跌幅情况	6
图表 3 化工行业估值	6
图表 4 基础化工行业涨幅排行前十五个股	7
图表 5 房屋新开工面积和商品房销售面积同比增长率 (%)	7
图表 6 汽车产销累计同比 (%)	8
图表 7 家用电器销量累计同比 (%)	8
图表 8 布和纱产销累计同比 (%)	9
图表 9 国内化工行业在建工程增速 (剔除石油加工)	10
图表 10 基础化工产品中价格涨幅排名 (前二十)	10
图表 11 化工行业营业收入增速 (剔除石油加工)	11
图表 12 化工行业净利润增速 (剔除石油加工)	11
图表 13 2000—2019 年万华聚氨酯产能扩张	13
图表 14 2019 年全球聚氨酯行业产能占比情况	13
图表 15 2011—2019Q2 年万华研发支出 (亿元)	13
图表 16 万华申请的专利数量	13
图表 17 万华产业链	14
图表 18 2008—2019Q2 万华产品综合毛利率 (%)	14
图表 19 2000—2019 年万华在建工程	14
图表 20 2001—2018 万华股利支付率情况	15
图表 21 新和成发展主要历程	15
图表 22 新和成主要产能情况	16
图表 23 2009-2019Q3 新和成营业及增速	17
图表 24 2009-2019Q3 新和成净利润及增速	17
图表 25 2007—2019Q2 新和成研发投入	17
图表 26 2000—2019Q2 新和成综合毛利率	17
图表 27 国内大炼化进展情况	18
图表 28 大炼化产业链	19
图表 29 2017—2019Q3 恒力营收及增速	19
图表 30 2017—2019Q3 恒力净利润及增速	19
图表 31 2017—2019.10.18 乙烯价格走势	20
图表 32 PET 成本构成	20
图表 33 恒力新增产能情况	20
图表 34 华鲁产业链	21
图表 35 华鲁主要产能情况	21
图表 36 2015—2019.11.4 山东尿素价格	22
图表 37 2015—2019.11.4 广东乙二醇价格	22
图表 38 2015—2019.11.4 华东醋酸价格	22
图表 39 2015—2019.11.4 华东 DMF 价格	22
图表 40 2015—2019.11.4 山东三聚氰胺价格	23
图表 41 2011—2019Q3 华鲁产品毛利率 (%)	23
图表 42 2011—2019Q3 华鲁经营活动净现金流	23

1 行业回顾

1.1 景气度：化工产品价格回落，景气周期下滑

2019 年以来化工产品价格指数呈现回落态势。自 2015 年起我国启动供给侧改革以来，化解过剩和淘汰落后产能持续进行，其中化工行业小企业数量众多、污染严重，成为供给侧改革的主攻领域之一，叠加环保督查，供给在短期内持续收缩，同时需求相对稳定，供需错配，使得化工产品价格指数稳步上涨，上市公司业绩显著改善。但 2018.12 以来化工产品价格指数持续回落，主要原因是由于下游需求疲弱。

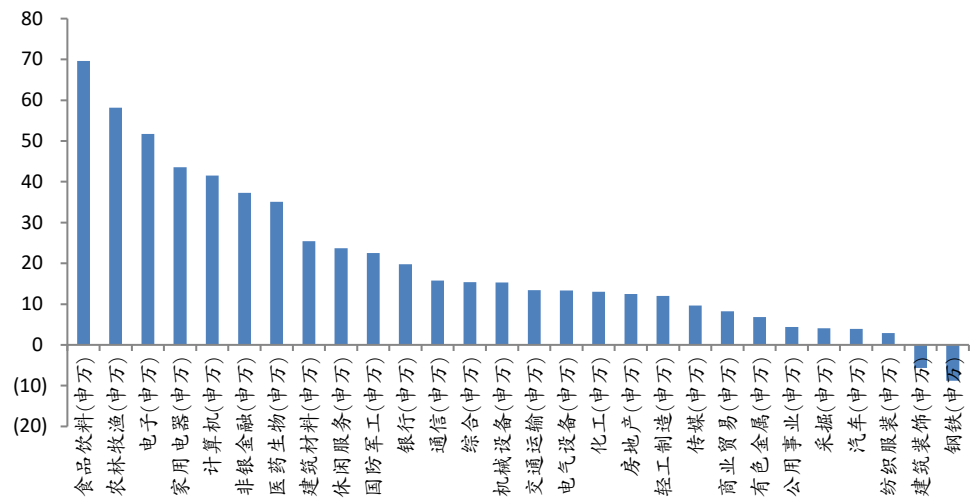
图表 12015—2019.10.30 中国化工产品价格指数走势



资料来源：wind、华安证券研究所

2019.1.1—2019.10.31 化工板块涨幅为 13.04%，排名第 17 位。2019.1—10 申万一级行业涨幅较高的有食品饮料（69.62%）、农林牧渔（58.18%）、电子（51.74%）、家用电器（43.56%）、计算机（41.54%），整体涨幅都在 40% 以上。在 28 个一级行业中只有建筑装饰、钢铁板块为跌幅，其余板块均有不同程度涨幅。

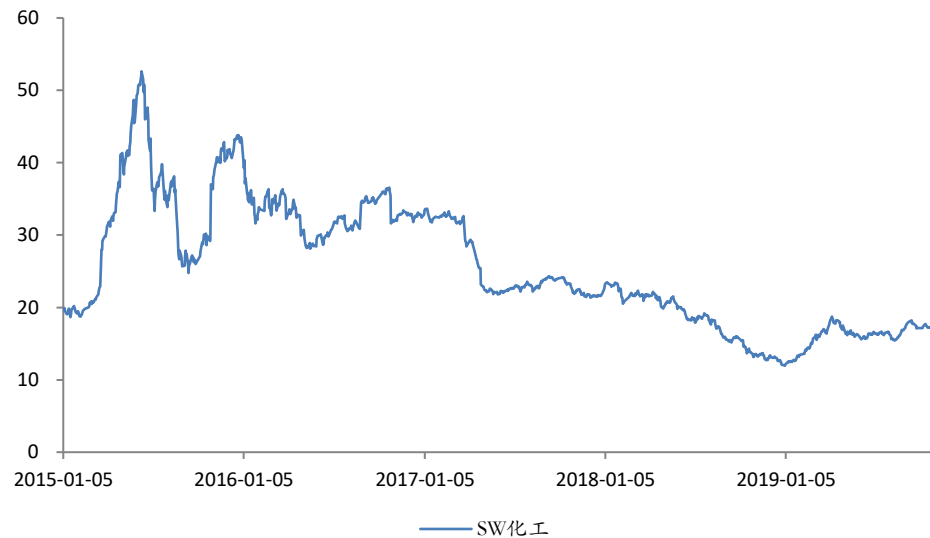
图表 2 2019.1.1—2019.10.31 申万一级行业涨跌幅情况



资料来源：wind、华安证券研究所

化工行业估值水平有提升。目前化工行业估值在 20 倍上下,处于历史的低位,安全边际相对较高,具有投资价值。

图表 3 化工行业估值



资料来源：wind、华安证券研究所

个股方面：化工板块 293 家上市公司（剔除 2017 年 6 月以后上市的新股，共计 44 家），2019.1.1—2019.10.25 股价涨幅为正的有 218 家，74 家个股涨幅为负。2019 年部分个股受子行业回暖、业绩超预期、进口替代效应等因素影响，股价涨幅显著。

图表 4 基础化工行业涨幅排行前十五个股

序号	证券代码	证券简称	2019.1.1-10.25 年涨跌幅 (%)
1	002201.SZ	九鼎新材	227.1722
2	603737.SH	三棵树	180.1963
3	603360.SH	百傲化学	176.5024
4	002395.SZ	双象股份	127.1058
5	300537.SZ	广信材料	108.8929
6	002274.SZ	华昌化工	108.3718
7	600378.SH	昊华科技	89.1034
8	300285.SZ	国瓷材料	85.9575
9	300538.SZ	同益股份	83.7129
10	603026.SH	石大胜华	83.1602
11	300214.SZ	日科化学	82.5513
12	601058.SH	赛轮轮胎	77.3663
13	600346.SH	恒力石化	74.4714
14	002783.SZ	凯龙股份	73.3254
15	300387.SZ	富邦股份	72.9786

资料来源: wind、华安证券研究所

1.2 需求: 整体不乐观

化工产品下游应用较为广泛, 主要包括建筑、汽车、纺织、电子等领域, 涵盖了住、行、衣等方面, 和日常生产、生活息息相关。从整体上看, 2019 年 1-10 月国内房地产市场表现较好, 同时汽车、家电、纺织领域的需求均有不同程度回落, 整体看需求端承压。

我们判断未来供给端将基本保持稳定, 需求端将是影响化工行业最大的变量, 其下整体需求将对行业景气度、企业业绩、个股等方面产生影响。

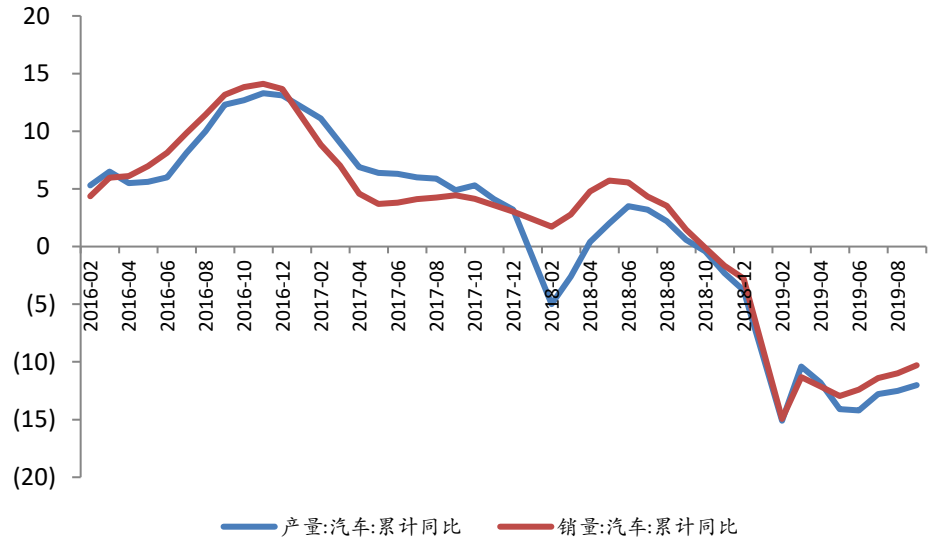
建筑领域: 2019 年以来房地产市场显著改善。商品房销售面积增速由负转正, 房屋新开工面积增速显著提升, 利好化工产品需求。

图表 5 房屋新开工面积和商品房销售面积同比增长率 (%)


资料来源：wind、华安证券研究所

汽车领域：2019 年以来汽车行业持续低迷。2019.1—10 汽车销量和产量增速全为负值，创近年来的低点。

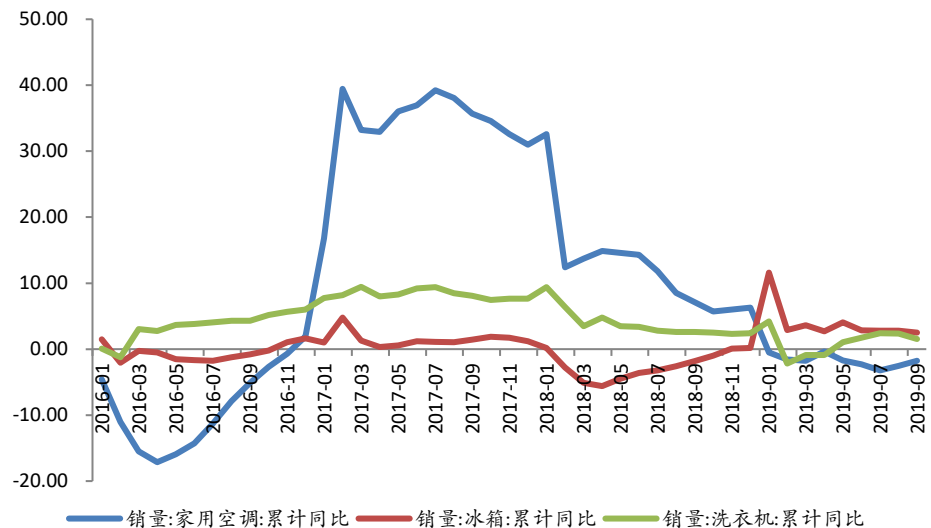
图表 6 汽车产销累计同比 (%)



资料来源：wind、华安证券研究所

家电领域：2019 年以来家用电器销量增速回落。家用空调销量增速回落最为显著，由正增长变为负增长，洗衣机销量增速整体维持低增长，冰箱销量增速由负转正，整体看三种产品销量增速维持低水平。

图表 7 家用电器销量累计同比 (%)

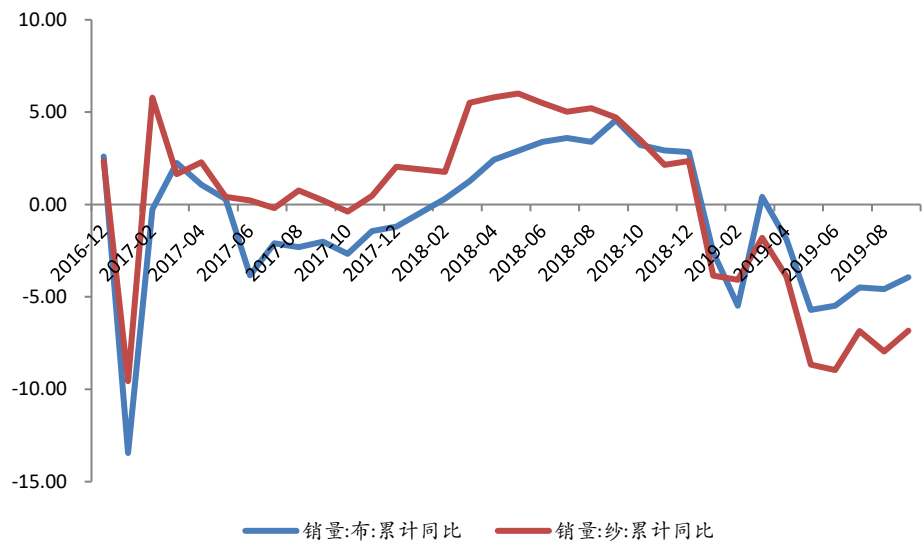


资料来源：wind、华安证券研究所

纺织领域：2019 年以来国内布和纱产量增速从高位回落，增速由正变负，整体

降幅较大。

图表 8 布和纱产销累计同比 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

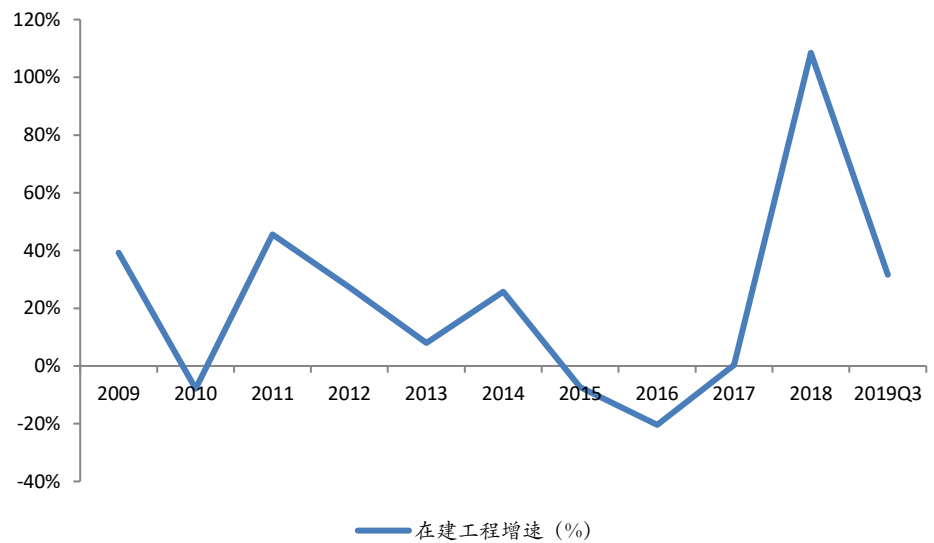
1.3 供给：增速回落，未来供给趋紧

在建工程增速回落，未来新产能或将收缩。自 2015 年供给侧改革启动以来，国内化工行业在建工程增速显著下滑，2015、2016 年已降为负增长，2017 降幅收窄。在国内供给侧和环保督查等作用下，产品价格大幅上涨，龙头企业业绩显著提升，为产能扩产积累了大量资金，使得 2018 年行业在建工程增速显著回暖，此轮扩产主要集中在大企业、龙头企业的扩产，小产能在此轮的竞争中处于劣势，我们判断未来将呈现强者恒强的格局。

国内环保监管日常化、全面化。从 2016 年启动的环保督查，到 2017 年开展的四轮环保督查，覆盖国内所有省份，2018 年国内排污许可证、环保税开征等一系列的制度安排和实施，2019 年环保部开展的专项巡视工作等事宜。国内环保已由点到面，逐渐常态化，持续推动生态文明建设。

监管从环保向环保和安全并重转变。2019 年 3 月 21 发生的响水化工园区的特大安全事故，给国内化工企业再次敲响了警钟，安全生产永远是第一位的，没有安全，其他无从谈起，其后制定江苏省化工行业整治提升方案，主要是压减化工园区的数量、以及化工企业数量。目前国内化工企业较多的省份如山东、浙江、四川明确要求化工企业进入园区，压减高污染的化工企业数量。

图表 9 国内化工行业在建工程增速 (剔除石油加工)



资料来源: wind、华安证券研究所

1.4 价格：以下跌为主

2019 年 1—11 月, 我们跟踪的 146 种化工产品中, 价格上涨品种有 33 个, 持平的有 7 个, 下跌的有 106 个, 即使是上涨的产品涨幅也不高, 我们罗列了价格涨幅排名前二十的化工产品, 主要集中在原油、磷化工、聚氨酯。

从 2016 年第四季度开始, 化工产品价格由部分上涨变成普遍上涨, 价格涨幅之高、涨幅之快均创历史新高。虽然部分化工品在 2017 年一季度有所调整, 但调整后迎来的却是新一轮的上涨, 目前相当部分化工产品价格已创历史新高, 2018 年以来部分化工产品价格开始从高位回落, 2019 年以来大部分化工产品以下跌为主。

图表 10 基础化工产品中价格涨幅排名 (前二十)

序号	产品	地区	10.25 价格	1.1 价格	涨幅
1	苯胺	华北地区 (元/吨)	7960	5340	49.06%
2	丁酮 (甲乙酮)	华东地区 (元/吨)	8675	6525	32.95%
3	国际汽油	95#新加坡 (美元/桶)	72.75	55.29	31.58%
4	纯苯	亚洲国际价格 (美元/吨)	638.83	510.5	25.14%
5	黄磷	贵州息烽磷矿 (元/吨)	18100	14600	23.97%
6	原油	WTI (美元/桶)	56.23	45.41	23.83%
7	国际柴油	新加坡 (美元/桶)	76.38	62.61	21.99%
8	二甲基甲酸铵				
	DMF	华东地区 (元/吨)	5550	4575	21.31%
9	甲苯	华东地区 (元/吨)	5750	4800	19.79%
10	国际石脑油	新加坡 (美元/桶)	57.94	49.28	17.57%
11	硝酸	四川泸天化 98% (元/吨)	2200	1880	17.02%
12	磷酸 (元/吨)	贵州瓮福 85%工业	5150	4500	14.44%
13	二甲苯	华东地区 (元/吨)	5900	5300	11.32%

14	聚合 MDI	烟台万华 (元/吨)	12700	11550	9.96%
15	丁二烯	上海石化 (元/吨)	10500	9900	6.06%
16	电石	华东地区 (元/吨)	3259	3076	5.95%
17	聚合 MDI	华东亨斯迈 (元/吨)	11950	11350	5.29%
18	氯基复合肥	司尔特 (元/吨)	2100	2000	5.00%
19	甘氨酸	浙江 (元/吨)	12000	11500	4.35%
20	乙醇	华东无水 (元/吨)	6150	5900	4.24%

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

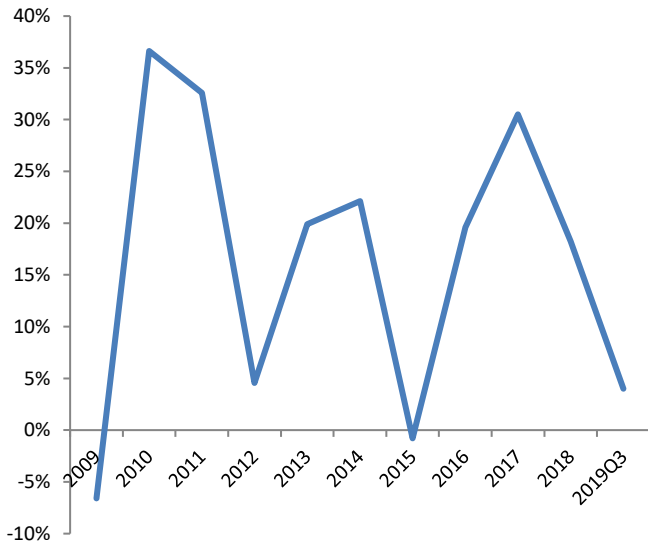
目前国内化工行业供给端在供给侧改革、环保、去杠杆等因素的共同作用下，产能快速、大幅增长的时代已经结束，未来产能将基本保持稳定，即使有新增产能，也主要来自于大企业扩产，在下游需求基本走弱的情况下，我们判断未来产品价格走势也将走弱或下跌的可能性较高。

在我们跟踪的产品价格中，有部分产品价格已回落至近年来的低点，价格基本接近现金成本线，若未来产品价格进一步下滑，我们判断部分企业会退出，产能进一步出清。在此情况下，为下一轮价格上涨埋下伏笔，对此类产品我们将保持密切跟踪。

1.5 业绩：营收和净利润增速回落

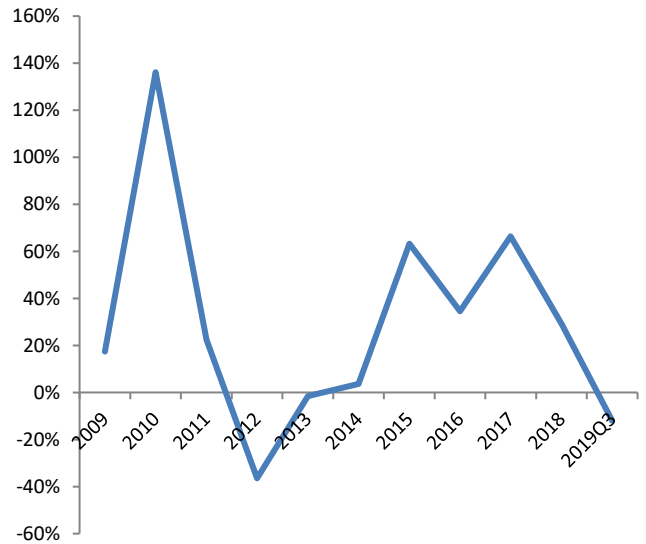
2019Q1—Q3 营收和净利润增速显著下滑，业绩承压。2019 前三季度因化工产品价格回落，下游需求疲弱等多种因素影响，行业营收增速只有 4%，勉强维持正增长，而同期净利润增速为-12.08%，是 2014 年首次降为负增长。行业最大变量在需求端，未来下游需求能否企稳回暖是关键。

图表 11 化工行业营业收入增速（剔除石油加工）



资料来源:wind、华安证券研究所

图表 12 化工行业净利润增速（剔除石油加工）



资料来源:wind、华安证券研究所

2 基础化工投资策略：精选优质公司

化工行业按申万化工分类共有 342 家上市公司，市值超 500 亿元（截止到 2019.10.30）有 4 家公司（中国石化、万华化学、恒力石化、荣盛石化），占比 1.17%；市值（100 亿元<市值<500 亿元）有 57 家，占比 16.67%，市值在 100 亿元以下 281 家，占比为 82.16%。

化工行业子行业（按申万分类）有 31 个三级子行业，种类众多，其中我们按总市值看有 6 个子行业市值超过 1000 亿元，石油加工、涤纶、聚氨酯、农药、氯碱、其他化学制品。

综合看化工行业子行业多，公司多，我们坚持三条主线：一是精选核心资产（综合竞争优势、业绩稳定、发展前景看好、持续研发投入）；二是关注大炼化板块，业绩超预期（构建全产业链、弱化周期、规模效应）；三是未来业绩确定性强（产品丰富种类多、产业链较为完备）

2.1 方向一：把握优质资产

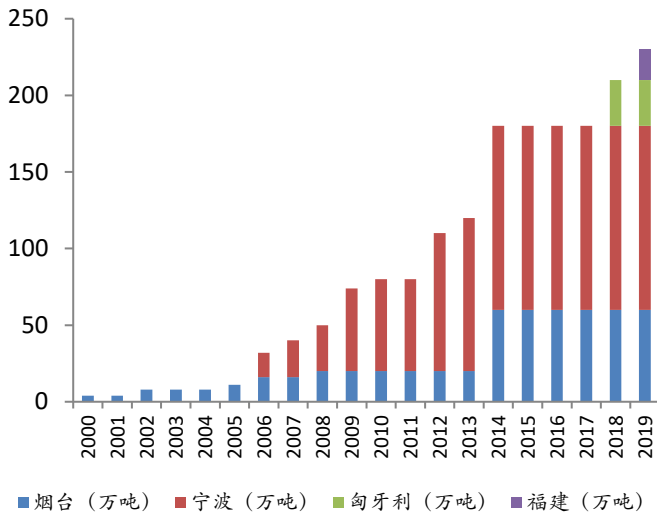
国内化工行业经历 70 年的快速发展，从无到有，从小到大，从弱到强，目前已成为全球重要的基础化工供应基地，涌现出一批具有核心竞争力的优质企业，正朝着国际化、综合化、规模化的方向发展，未来有具备成长为全球领军的企业潜质。我们从研发、规模、技术等多个维度进行了梳理，精选化工行业优质核心资产。

目前国内经济发展由速度向质量转变，企业是重要的推动力。对于化工企业来说，未来是创新的竞争，其建立在持续的研发投入基础之上，谁能持续不断的投放新产品满足市场需求，谁就能在激烈的市场竞争中取胜，谁拥有完整产业链，谁就可以管控成本，不断抢占市场份额，提高市占率。

2.1.1 万华化学：全球聚氨酯行业龙头

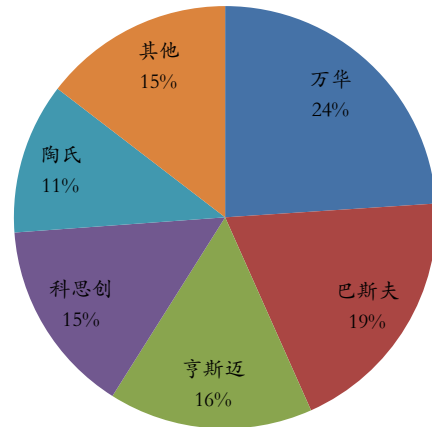
万华化学在聚氨酯行业异军突起，成长为全球龙头。公司刚成立初期，从日本引进一套装置，但因国外技术封锁，并未掌握核心技术，产能只有 1 万吨，1993 年经过自主研发并扩产，产能达到 1.5 万吨。历经 20 多载的努力，走引进—消化—吸收—再创新，通过不断的技术积累和创新，万华完成了一次又一次的跨越，目前已拥有聚合 MDI 产能 230 万吨（烟台 60、宁波 120、福建 20、匈牙利 30），稳居全球第一，占据全产能比重达到 22%，在全球产业链供应体系中具有举足轻重的地位，拥有话语权。

图表 13 2000—2019 年万华聚氨酯产能扩张



资料来源: wind、华安证券研究所

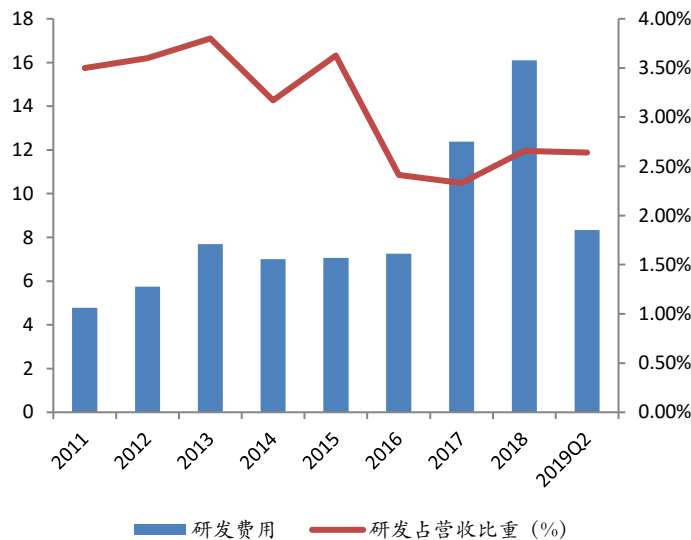
图表 14 2019 年全球聚氨酯行业产能占比情况



资料来源: wind、华安证券研究所

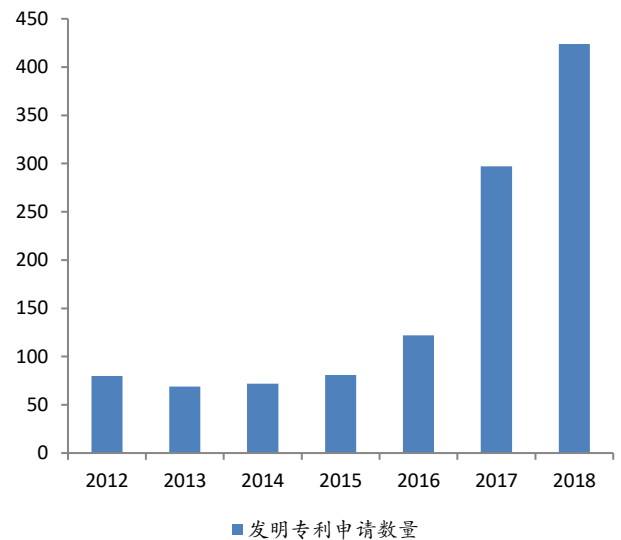
持续不断的研发投入。2011—2018 年公司研发投入年均复合增长率为 18.94%，2019Q2 达到 8.33 亿元，持续不断的研发投入为公司创新发展奠定了基础，同时近年来公司的专利申请数量明显增加，都是公司研发投入的直接反映，为公司未来发展积蓄了力量。

图表 15 2011—2019Q2 年万华研发支出 (亿元)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 16 万华申请的专利数量

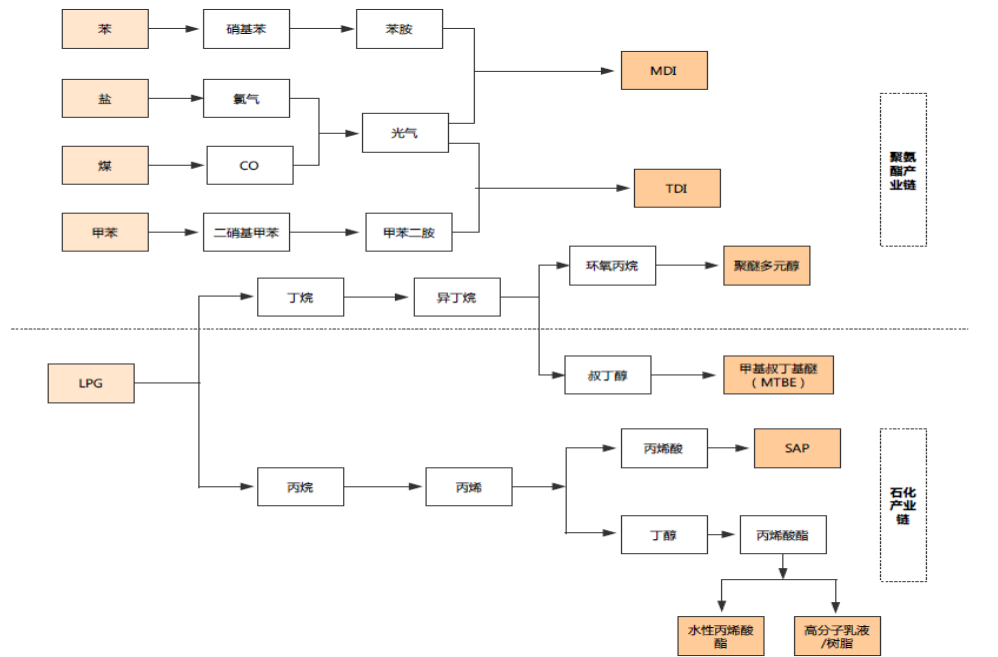


资料来源: wind、华安证券研究所

构建全产业链,降低风险。目前公司以形成聚氨酯、新材料和石化三大板块,其中石化板块可以为聚氨酯和新材料板块提供稳定的上游原材料,降低材料外购的成本和风险,延伸产业链和价值链。

因目前产品价格低迷,公司产品大类多,种类丰富,在一定程度上降低了对产品价格的敏感性,进一步降低公司业绩大幅波动。

图表 17 万华产业链

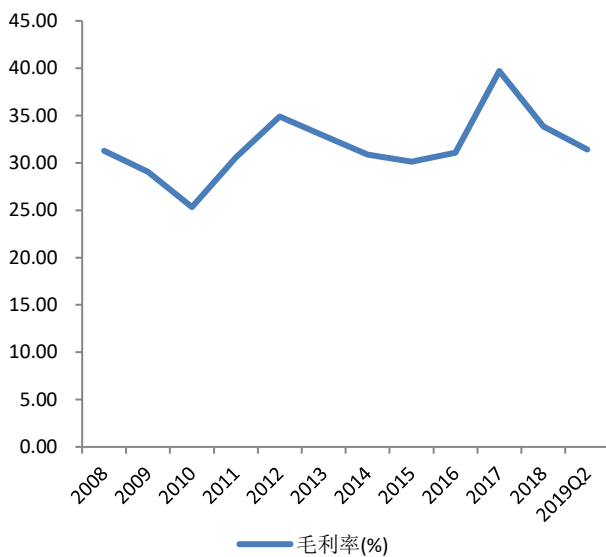


资料来源：wind、华安证券研究所

公司综合毛利率维持在 30% 左右。对于万华来说，整体毛利率水平会受到聚合 MDI 价格影响，有一定起伏，但因公司在产能、成本等方面具有综合竞争优势，使得公司产品毛利率保持在较高水平，尤其是公司在石化板块和新材料板块的拓展，对于提升毛利率水平起到重要支撑作用。

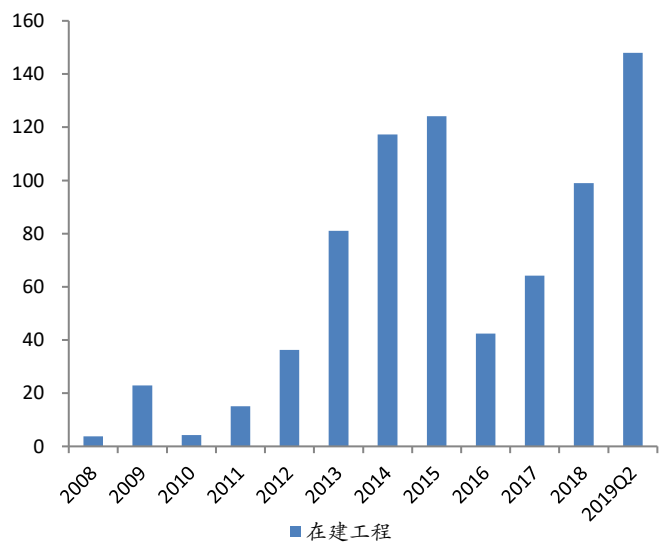
产能持续扩张。2008—2019Q2 公司有两次产能增加的高峰，一是 2014-2015 二是 2018 和 2019 年，持续不断的产能扩张支撑规模效应。

图表 18 2008—2019Q2 万华产品综合毛利率 (%)



资料来源：wind、华安证券研究所

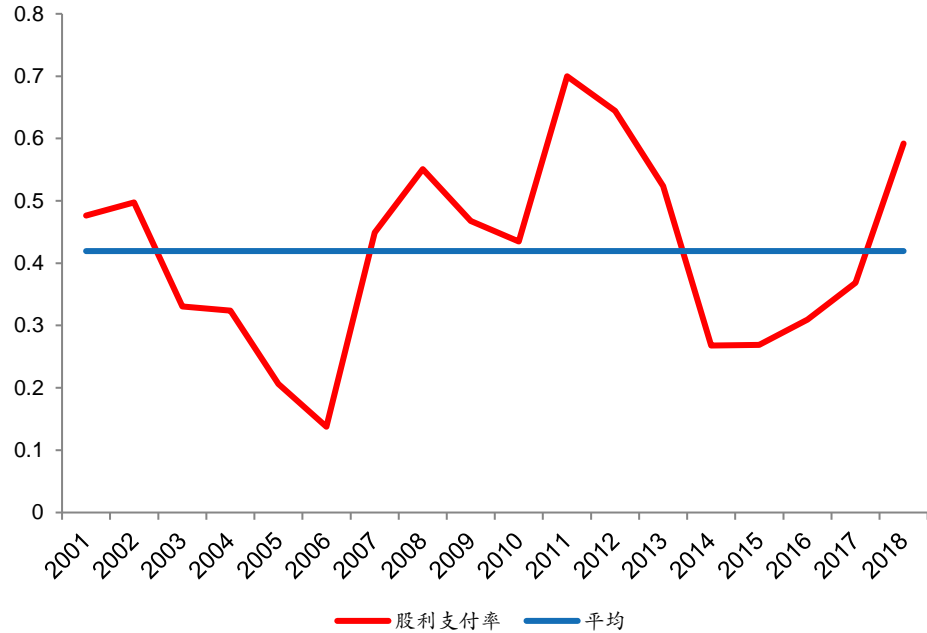
图表 19 2000—2019 年万华在建工程



资料来源：wind、华安证券研究所

上市以来公司保持稳定的现金分红。2001 年上市以来，公司每年都有分红，平均分红率达到 40% 左右，每年都可以获得投资收益。

图表 20 2001—2018 万华股利支付率情况



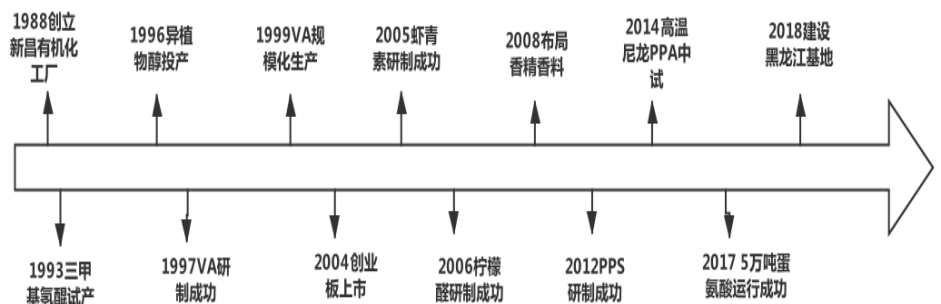
资料来源：wind、华安证券研究所

2.1.2 新和成：持续创新的实践者

公司创立于 1988 年，以 VA 起家，从主要原材料三甲基氢醌做起，再到异植物醇，实现 VA 一体化，其后逐步扩展到虾青素、柠檬醛等新产品。从维生素拓展到香精香料、新材料、生物发酵、医药等领域，实现不同板块的协同发展。目前公司为 100 多个国家和地区的客户的产品和服务，实现了下游客户的多元化，可以说公司是国内精细化工行业的优秀代表。

公司围绕精细化工产业链做深做细。现有产品都是围绕精细化工来扩展，按照“前景好、利润高、壁垒高”来选择发展精细化工产品，这种发展战略也支撑了公司产品的高毛利。

图表 21 新和成发展主要历程



资料来源：wind、华安证券研究所

公司产品种类丰富，产能处于持续扩张阶段，支撑未来成长。营养品板块是公司发展的基石，在产能和产业链上具有较大优势；香精香料板块公司产品种类丰富；生物发酵和新材料是公司新布局的板块，是未来利润的增长点，尤其是在建的蛋氨酸产能，完全是公司通过自主创新实现的。

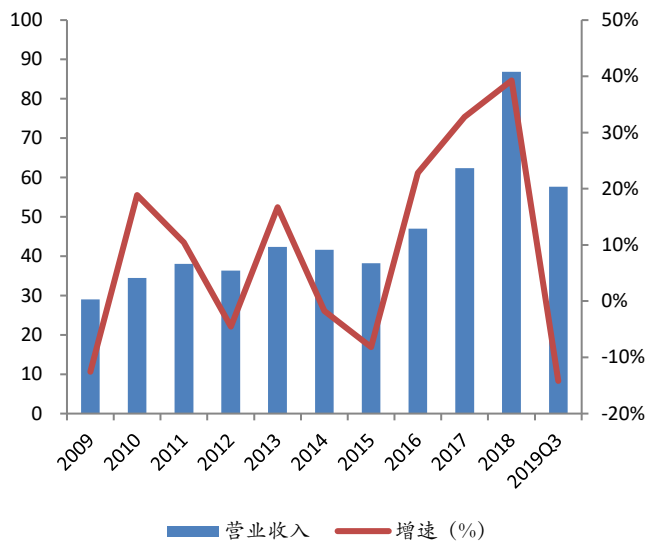
图表 22 新和成主要产能情况

	产品	现有产能 (万吨)	未来新增 (万吨)	备注
营养品	维生素 A	1		
	维生素 E	2		
	维生素 D3	0.2		
	蛋氨酸	5	10+15 (液体)	19 年投产 10 万吨，21 年投产 15
	三氯蔗糖		0.2+0.4	规划
香精香料	芳樟醇系列	1		
	柠檬醛系列	0.8		
	麦芽酚	0.3	0.6	2019 年 0.3 已投产
	二氢茉莉酮酸甲酯	0.3		
	叶醇	0.09		
	覆盆子酮	0.06		
生物发酵	维生素 C	3		
	山梨醇	6		
	葡萄糖	15.51		
	麦芽糖浆	0.51	0.43	
新材料	PPS (复合)	0.4	1.6	
	PPS (纤维)	1.5	1.5	
	PPA	0.1		

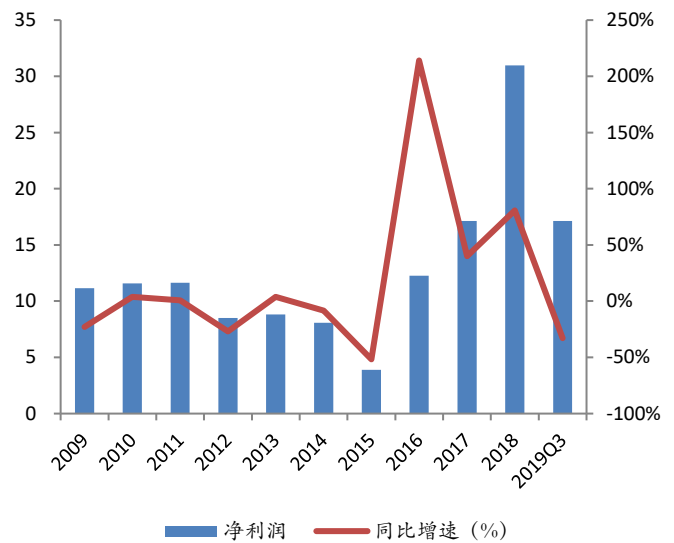
资料来源：华安证券研究所

2009—2019Q3 公司营收和净利润整体向上，但波动较大。从营收增速看个别年份为负增长，但 2009、2019Q3 两个时间点增速下滑显著，2009 年主要是由于产品价格下降，2019Q3 也主要是由于产品价格下滑造成。净利润从总量上看，较为可观，但增速波动比较大，主要还是受到产品价格和销量影响。

未来我们判断随着公司产品的持续丰富，以及新产品的释放，以及产品高毛利的共同作用，业绩或将更加稳定。

图表 23 2009-2019Q3 新和成营业及增速


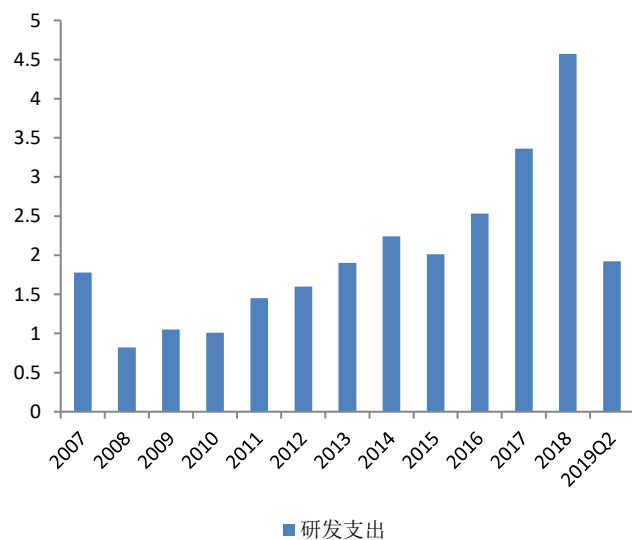
资料来源: wind、华安证券研究所

图表 24 2009-2019Q3 新和成净利润及增速


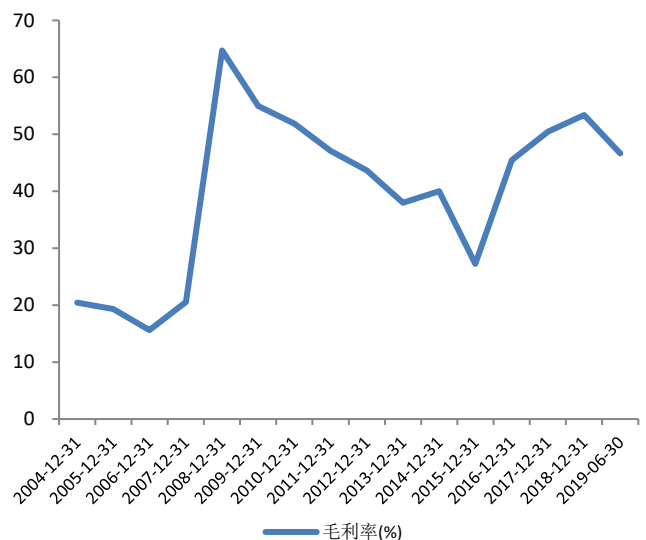
资料来源: wind、华安证券研究所

持续研发投入, 为公司产品创新、技术积累、工艺改进奠定基础。公司一直把研发放在重要位置, 每年研发支出占营收比重在 4%-5%, 2018 年达到 4.57 亿元, 是公司上市以来的新高, 2019Q2 投入达到 1.92 亿元。

公司产品综合毛利率高。上市以来公司产品平均综合毛利率为 40%, 在化工行业属于高水平, 主要是因为公司专注精细化工产品, 产品价格高, 下游需求稳定, 同时公司不断整合产业链和优化工艺, 使得毛利率维持在高水平, 未来随着公司产能的提升以及新产品的投放, 我们判断毛利率还有一定提升空间。

图表 25 2007—2019Q2 新和成研发投入


资料来源: wind、华安证券研究所

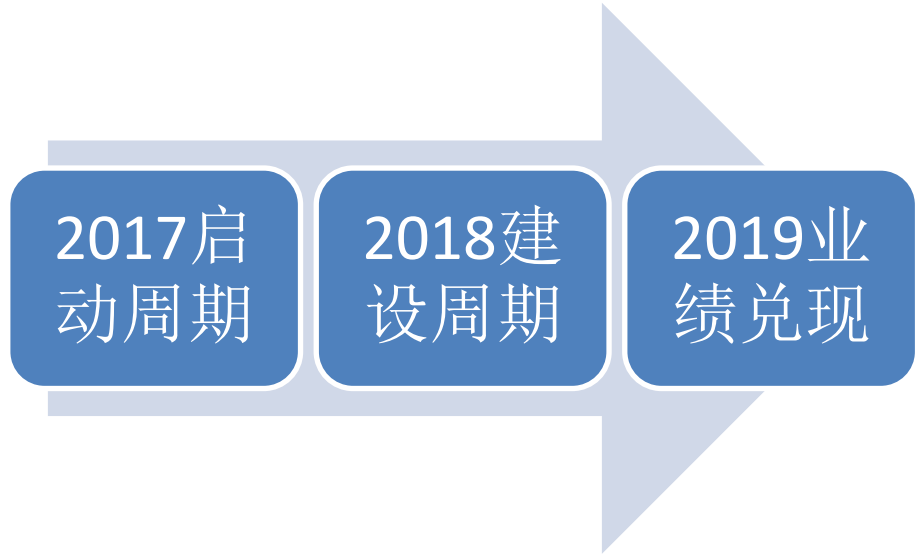
图表 26 2000—2019Q2 新和成综合毛利率


资料来源: wind、华安证券研究所

2.2 方向二：关注大炼化板块

2020 年大炼化板块值得重点关注。大炼化板块从 2017 年启动到 2018 年建设再到 2019 年建成投产，2017 年国内启动炼化项目，国内相关标的股价均有不同程度涨幅，目前市场关注点已转移到炼化项目能否贡献超预期的业绩。因炼化企业构建了一体化产业链竞争格局，对公司提升业绩，降低周期波动影响大，业绩放量值得期待。

图表 27 国内大炼化进展情况

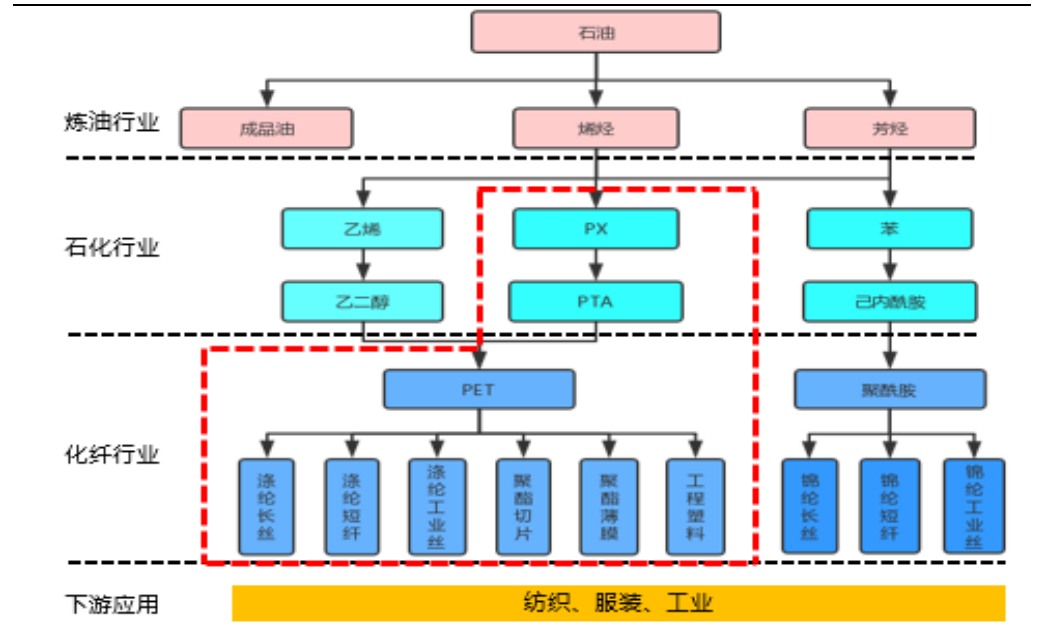


资料来源：华安证券研究所

2.2.1 恒力石化：行业黑马，成长可期

产业链向上游延伸，打造核心竞争力。之前国内的聚酯企业主要在 PTA、PET、以及涤纶长丝、短丝等偏下游领域竞争，产品同质化，竞争激烈，较为符合红海战略。在“十三五”期间，国内允许民营企业进入上游炼化领域，民营聚酯有实力的企业先后涉足上游领域，为聚酯行业发展打开新领域，为聚酯企业一体化发展奠定基础。

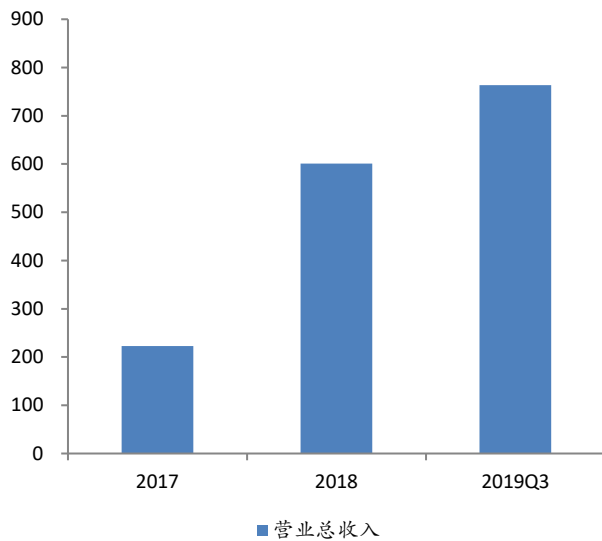
图表 28 大炼化产业链



资料来源：华安证券研究所

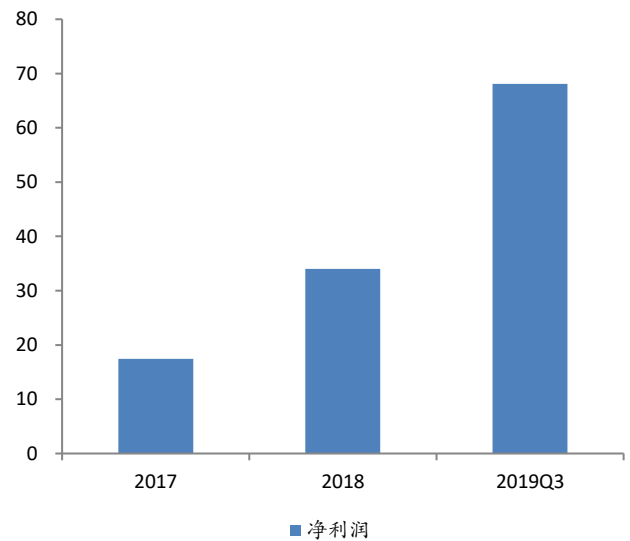
恒力石化率先建成，最先受益。2016 年上市以来，公司通过兼并或优质资产注入的方式，产品从下游的涤纶长丝，扩展到中游的 PTA，再到上游的 PX，产能规模实现快速扩张，业绩也大幅增长，尤其是 2019Q1 公司 2000 万吨炼化项目建成投产，使得公司营业收入和净利润均创历史新高，我们判断随着公司炼化项目的持续稳定运营，以及新产能的投放等利好因素，公司业绩将保持稳定增长势头。

图表 29 2017—2019Q3 恒力营收及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

图表 30 2017—2019Q3 恒力净利润及增速



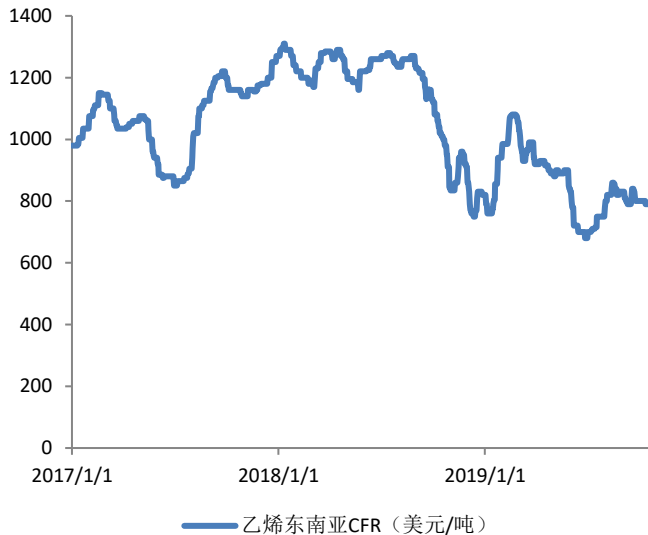
资料来源：wind、华安证券研究所

乙烯建成达产，降低成本可期。为充分利用 2000 万吨炼化项目副产品，最大

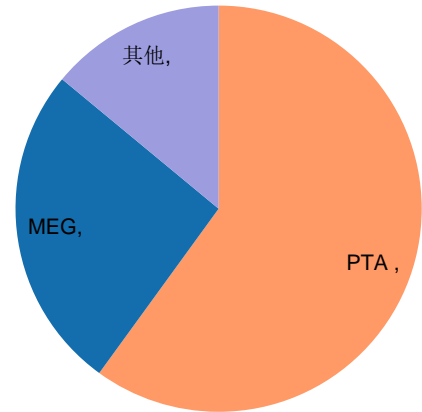
限度发挥一体化优势，公司在工业园内投资 210 亿元配套建设 150 万吨/年乙烯项目，原料全部来自上游炼化装置，可以使现有资源充分利用，降低成本，增加企业盈利能力。

目前乙烯装置已基本建成，预计在 11 月份试车，对于公司 2020Q1 业绩提升，起到重要作用。

图表 31 2017—2019.10.18 乙烯价格走势



图表 32 PET 成本构成



资料来源：wind、华安证券研究所

资料来源：wind、华安证券研究所

新产能陆续投放，支撑未来增长。2019 年 10 月公司乙烯产能建成，预计年底会有产品产出，为其他化工产品的生产奠定基础，化工产品将不断丰富，为业绩增长提供支撑。

图表 33 恒力新增产能情况

产品	产能	预计投产时间
高密度聚乙烯	40	2019Q4
聚丙烯 (PP)	20+20	2019Q4
苯乙烯 (SM)	72	2019Q4
丁二烯	14	2019Q4
乙二醇	90+90	2019Q4
纺织新材料	135 (FDY 60、POY 30、DTY 45)	2020
乙烯	150	2019Q4

资料来源：华安证券研究所

2.3 方向三：未来业绩确定性高

目前化工产品价格处于回落状态，对化工企业的盈利能力造成较大影响。但也有企业通过成工艺升级、技术更新等方式，合理控制成本端，即使在产品价格下跌的情况下，产品的毛利率仍然处于较高水平。我们判断未来只要产品价格略有提高，

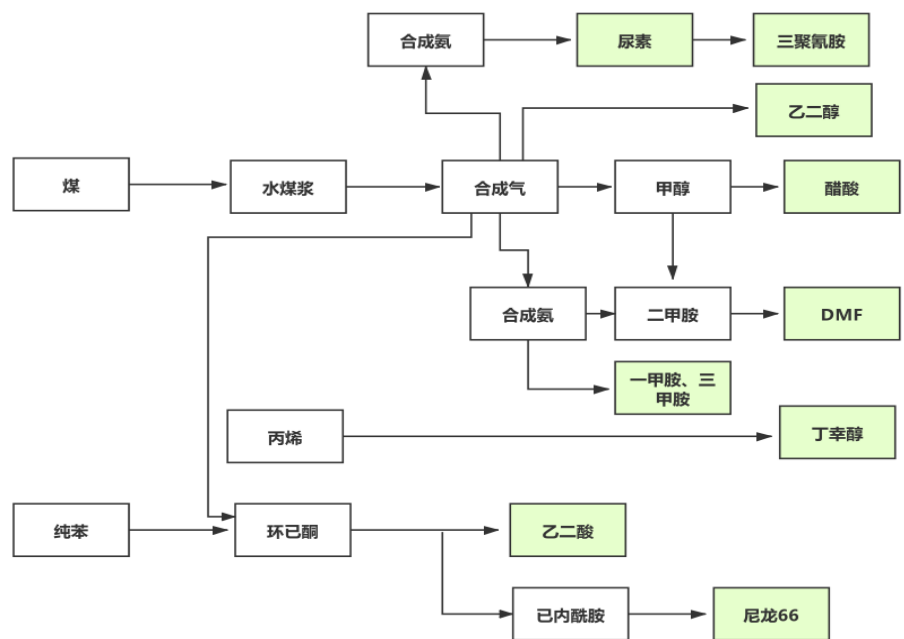
公司的盈利能力将显著增强，未来业绩确定性高。

2.3.1 华鲁恒升：煤化工龙头

公司成立于 2000 年 4 月，2002 年 6 月在上交所上市，是国内重要的基础化工原料制造商和全球最大的 DMF 供应商。

公司是国内煤化工行业龙头。公司依托 320 万吨水煤浆气化综合平台，衍生出“一线多头”柔性煤化工产品，主要有尿素、乙二醇、三聚氰胺、醋酸、DMF。目前正在积极推进的新材料板块，从整体上看公司产品丰富，在很大程度上弱化因单一产品价格变动对公司业绩带来影响，提升抗周期能力。

图表 34 华鲁产业链



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

公司产品以煤化工为主，主要销售产品有尿素、醋酸、乙二醇、三聚氰胺、DMF 等产品。公司 2019Q3 产销情况看，除肥料产品外，其余主要产品实现满产满销。

图表 35 华鲁主要产能情况

产品	产能
化肥	尿素 180 万吨、复合肥 60 万吨
化工	三聚氰胺 10 万吨
	醋酸 50 万吨
	乙二醇 55 万吨、丁醇 8 万吨、
	DMF 25 万吨
	乙二酸 16 万吨
	一甲胺 5 万吨、三甲胺 8 万吨

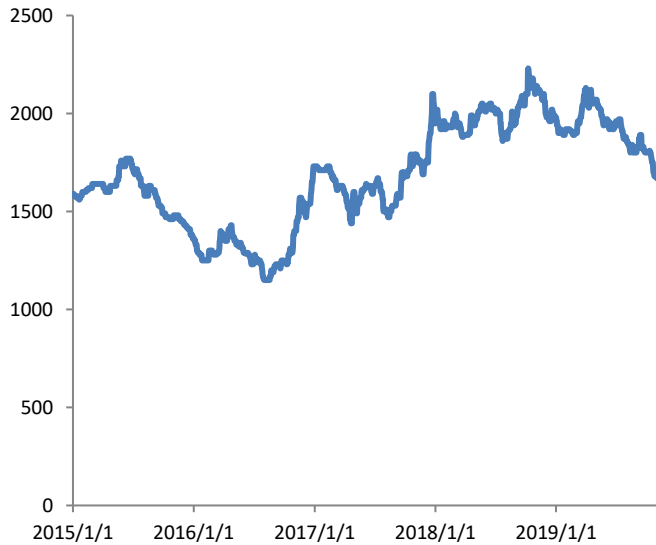
资料来源：华安证券研究所

目前公司主营产品乙二醇、醋酸、DMF、三聚氰胺价格均处于底部，产品价格已接近成本线，尿素价格相对高位，但 2019 价格已开始下滑。

2019.1—11 山东地区尿素均价为 1914 元/吨，但价格从年初的 1980 元/吨，下降至 11 月初的 1680，降幅为 15.15%。

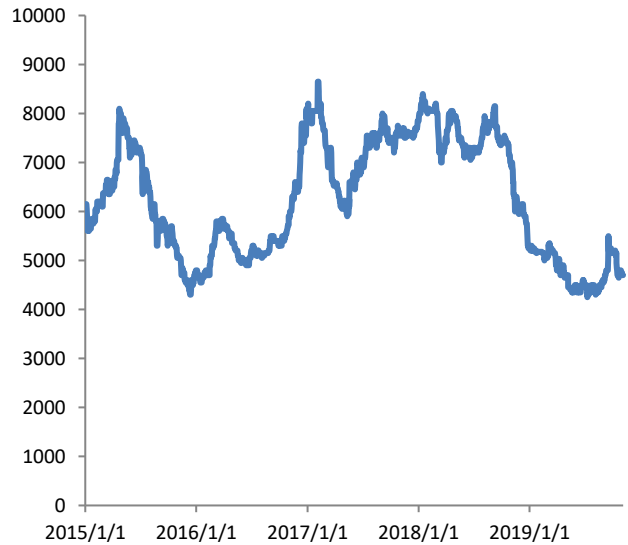
2019.1—11 月广东乙二醇均价为 4786 元/吨，2019 年以来乙二醇价格出现大幅下滑，主要是由于国内大炼化企业乙二醇产能将逐步投产，供给将大幅增加的预期。但我们判断国内乙二醇产能投放是渐进的过程，存在不达预期的可能，价格有上涨的动力。

图表 36 2015—2019.11.4 山东尿素价格



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

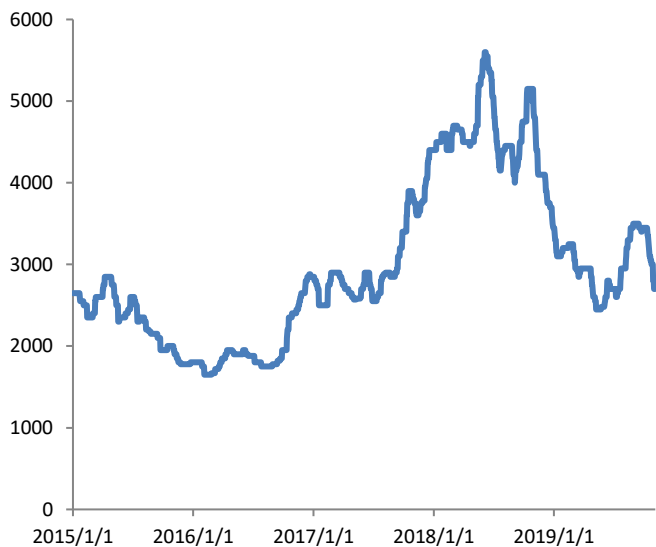
图表 37 2015—2019.11.4 广东乙二醇价格



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

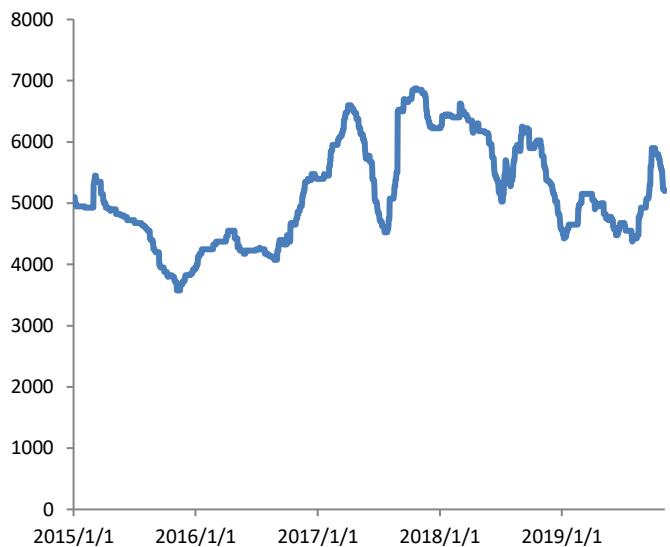
2019.1—11 月华东醋酸均价为 3005 元/吨，价格走势呈现先涨后跌。2019.1—11 月华东 DMF 均价为 4906 元/吨，价格呈现震荡走势。

图表 38 2015—2019.11.4 华东醋酸价格



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

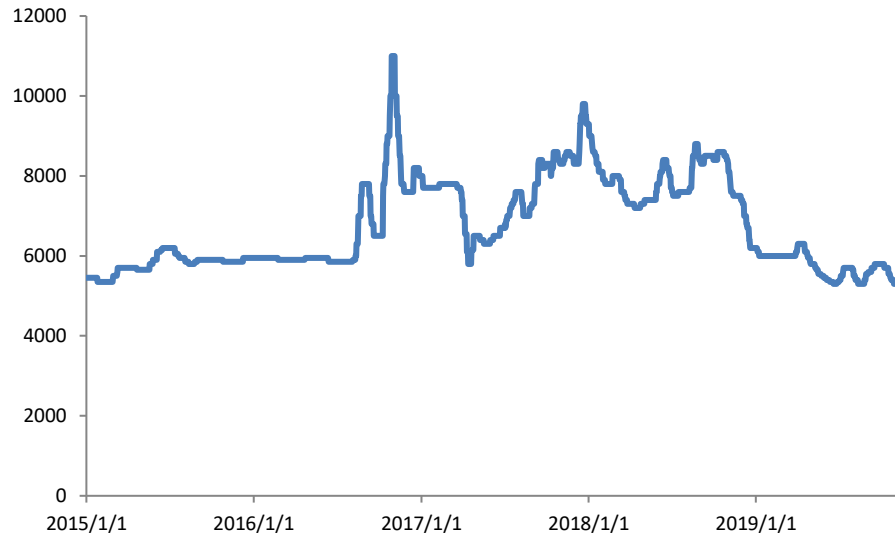
图表 39 2015—2019.11.4 华东 DMF 价格



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

2019.1—11月山东三聚氰胺均价为5742元/吨，11月4价格为5300元/吨，今年以来价格呈现下滑态势，创近5年新低。

图表 40 2015—2019.11.4 山东三聚氰胺价格

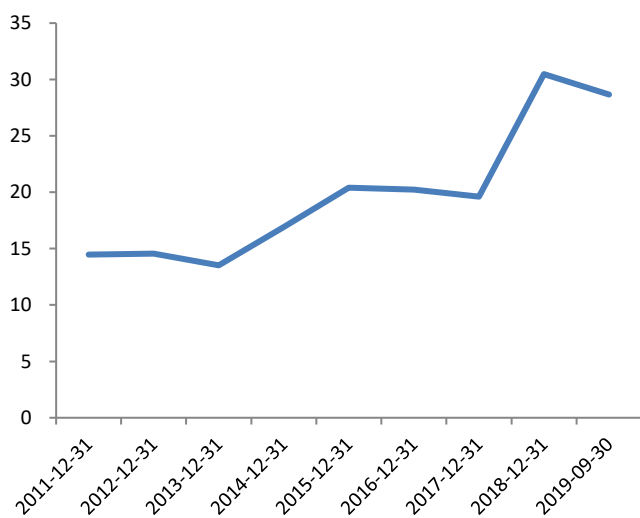


资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2011—2019Q3 公司产品综合毛利率持续提升。2019Q3 毛利率为 28.68%，和 2018 相比，略微下滑。2019 以来，公司大部分产品价格都在下滑，但公司仍然能够保持价高的毛利水平，显示了公司超强的成本管控能力，可以说大宗化工产品拼到最后的的就是成本。

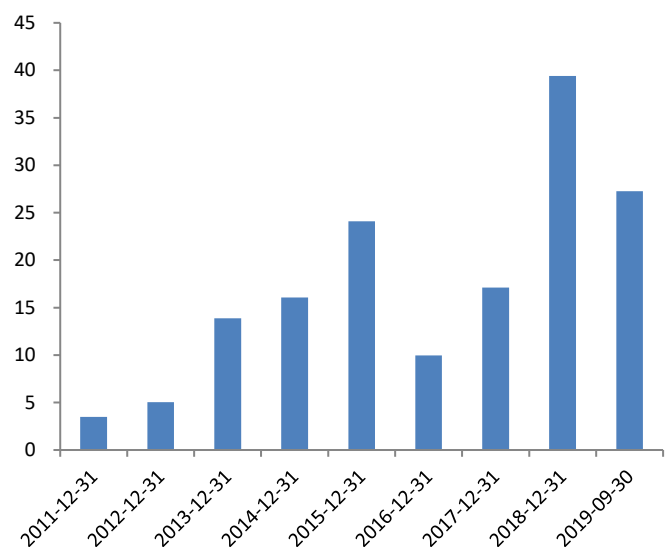
公司保持了稳定的经营活动现金流。2011—2019Q3 公司始终保持正的经营现金流，说明公司在商品销售和回款方面的能力好，保持了公司经营现金流的稳定。

图表 41 2011—2019Q3 华鲁产品毛利率 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

图表 42 2011—2019Q3 华鲁经营活动净现金流



资料来源: wind、华安证券研究所

3 重点上市公司推荐

(1) 万华化学 (600309)

全球 MDI 最大供应商，受益价格高位。公司现拥有 MDI 产能 170 万吨，位居全球第一，因 MDI 行业较高的技术壁垒新增产能主要是全球龙头扩产或者新建，没有新进入者，形成寡头垄断竞争格局。

石化板块是公司战略转型的重要载体。公司现已建成异氰酸酯一体化和环氧丙烷及丙烯酸酯 (PO/AE) 两大项目，其中石化板块以 LPG 为核心，形成多个石化产品链，实现上下游产业链一体化发展，竞争力显著提高，实现了营收多元化。

精细化工和新材料是公司未来增长的新引擎。公司现已构建聚醚、万华北京、新材料、表面材料、功能化学品五大事业部，现已推出 SAP、TPU、PC 等产品，市占率稳步提升。

我们预计公司 2019-2020 年的 EPS 分别为 3.42 元、3.99 元、4.79 元，给予“增持”评级。

(2) 恒力石化 (600346)

构建全产业链，弱化周期波动。2019Q1 公司 2000 万吨大炼化项目正式投产，实现了从一滴油到一根丝的蝶变，也是国内民营炼化项目中率先建成达产，公司可以获得全产业链的价差，进一步降低产品价格波动对公司业绩的影响。

乙二醇建成，降低成本可期。公司一期 90 万吨乙二醇项目已基本建成，处于试车阶段，实现了 PTA 两大重要原材料乙二醇和 PX 的自给，乙二醇约占成本的 20%，对于进一步降低成本，提高毛利起到重要作用。

优质高效的管理团队。2019Q3 公司四费用占营收比重为 5%，上市以来呈现下滑趋势，显示了公司强大的费用管控能力。同时公司建设产能都按照前期规划时间点投产，团队具有超强的执行力，保障后续产能的逐步投产，对于公司提升业绩起到重要作用。

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.27 元、1.65 元、1.91 元，给予“增持”评级。

(3) 新和成 (002001)

新产能陆续释放，贡献增量业绩。黑龙江生物发酵一期项目、山东工业园一期项目、10 万吨蛋氨酸项目、3000 吨麦芽酚计划于 2019 年底至 2020 上半年陆续建成投产，贡献业绩增量。

持续研发投入，打造核心竞争力。公司每年研发投入占营业收入比重在 5% 左右，主要用于新产品研发、工艺提升以及技改，使得成本和行业相比具有显著优势，叠加公司产品附加值高，公司产品综合毛利率在 40% 左右，在行业中处于绝对的高水平。

维生素行业龙头。公司是全球重要的维生素供应商，具有完整产业链，拥有关键中间体，生产和供应较为稳定和连续。

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.15 元、1.49 元、1.77 元，给予“增持”评级。

(4) 华鲁恒升 (600426)

国内煤化工龙头，竞争优势显著。公司依托 320 万吨水煤浆气化综合平台，形成一线多头，可以动态调整产品比例，业绩周期性弱于单一化工企业，同时公司强化生产管控，实现装置稳定高效运行，合理管控资本开支以及规模优势，在一定程度上可以抵消产品价格下降对公司业绩的不利影响。

产品价格处于底部，盈利能力略微波动。公司主要产品（除尿素外）乙二醇、醋酸、三聚氰胺、DMF 价格都处于底部，但公司仍然保持较高毛利水平，彰显了公司极强的成本管控以及优秀的工艺和技术水平。

新材料板块持续推进。继煤制乙二醇和三聚氰胺后，公司正在打造精品乙二酸品质提升项目，以及酰胺和尼龙新项目，未来随着新项目的建成投产，将成为公司新的利润增长点。

我们预计公司 2019-2021 年的 EPS 分别为 1.57 元、1.73 元、1.94 元，给予“增持”评级（一致预期）。

图表 43 推荐标的一览

	EPS			PE			投资评级
	19	20	21	19	20	21	
万华化学	3.42	3.99	4.79	13.59	11.64	9.71	增持
新和成	1.27	1.65	1.91	12.12	9.36	8.07	增持
恒力石化	1.15	1.49	1.77	18.33	14.15	11.98	增持
华鲁恒升	1.57	1.73	1.94	10.39	9.4	8.04	增持

资料来源：wind、华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。