

周期钝化，科技为锋

——化工行业 2020 年年度投资策略报告

同步大市（维持）

日期：2019 年 12 月 12 日

行业核心观点：

从周期来看，我们认为本轮化工周期的谷底在 2019Q4-2020Q2 之间，行业目前大部分标的处于历史低位，往下的空间有限。然而我们复盘过往历史，发现化工行业的周期性在不断钝化，还是依靠过往周期上行导致整个行业集体攀升的情况可能性越来越小，市场对标的估值和营收增速越来越看重。因此，我们推荐三条投资主线：1. 业绩增长确定、有壁垒的周期大白马。如万华化学、华鲁恒升；2. 有确定增量的子行业，如即将投产大炼化项目的化纤板块龙头恒逸石化等；3. 新材料板块，建议着重关注涉及 5G 通信材料的 LCP、半导体以及面板 LCD、OLED 相关子行业的龙头。

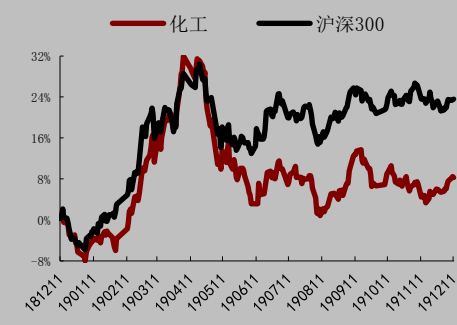
投资要点：

- **磷化工：“三磷整治”加快行业集中化进程，利好相应行业细分龙头。**今年生态环境部、发展改革委陆续出台了《长江保护修复攻坚战行动计划》、《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》等一系列“三磷”治理政策。我们认为，“三磷”治理是 2020 年化工环保整治的重心之一，目前地方“自查”阶段已经结束，正式进入“定方案”阶段，后续随着“三磷治理”的推动，磷化工行业龙头企业的环保和竞争优势将凸显，产品价格也将上升，建议关注相关细分行业龙头。
- **化纤板块：民营大炼化项目陆续投产，PX-PTA 产业链供需优化。**上半年部分民营大炼化项目相继投产，导致以往化纤板块的利润核心 PX 价格暴跌，PX 逐步实现进口替代，产业链利润将逐步从 PX 流向 PTA。此外，民营大炼化项目具有配套设施齐全，成本低廉的特点，综合竞争力较强，建成投产以后或将具有较好的盈利能力。看好民营大炼化项目投产的企业，推荐关注恒逸石化。
- **新材料板块：需求快速增长，发展潜力巨大。**首先，在中美贸易摩擦不可确定的情况下，国产关键新材料进口替代的进程不可避免的加速；其次，新材料板块下游需求非常旺盛，并且有相应的政策托底，未来受益的确定性相对较大。我们建议关注两个方向：1. LCD、OLED 面板进口替代的混晶材料；2. 受益于 5G 建设浪潮的相关材料，如 LCP 材料。
- **风险提示：**原油价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧、大炼化项目投产不达预期、下游需求大幅减弱。

盈利预测和投资评级

股票简称	18A	19E	20E	评级
扬农化工	2.89	3.68	4.42	增持
万华化学	3.88	4.25	4.80	买入
恒逸石化	0.79	1.56	1.95	增持
华鲁恒升	1.86	1.81	2.00	买入

化工行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 12 月 11 日

相关研究

万联证券研究所 20191209_行业周观点_AAA_2% 生物素价格持续高涨，液氯高价回落
万联证券研究所 20191202_行业周观点_AAA_生 物素、丙酮价格趋势不改，三氯甲烷领涨
万联证券研究所 20191125_行业周观点_AAA_丙 酮、生物素价格持续上涨，液氯跌幅居前

分析师：陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理：黄侃

电话：18818400628

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

目录

1、2019 市场行情回顾.....	4
1.1 市场表现.....	4
1.2 2019Q3 基础化工经营情况回顾.....	7
2、2019 市场展望.....	9
2.1 需求面：经济下行，下游市场需求承压.....	10
2.2 供给面：环保安全政策加码，供给收紧.....	12
2.2.1 响水工业园区关闭，江苏化工安全整治力度提升.....	12
2.2.2 全国范围多省市进行化工安全整治排查.....	14
2.3 原料面：原油价格中枢下行，利好下游细分行业.....	14
3、重点子行业推荐.....	17
3.1 磷化工：“三磷整治”加快行业集中度进程，利好相应行业细分龙头.....	17
3.2 化纤板块：民营大炼化项目陆续投产，改善 PX-PTA 产业链供需结构.....	18
3.3 混晶材料：产能逐步向国内转移，进口替代提速.....	20
3.4 LCP 材料：受益 5G 建设浪潮.....	22
4、重点公司分析.....	25
5、风险提示.....	27
图表 1. 2019 年以来化工板块跑输沪深 300 指数.....	4
图表 2. 中信化工二级行业涨跌幅 (%).....	4
图表 3. 化工行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中第 10 位.....	4
图表 4. CS 化工行业三级子行业涨跌幅 (%).....	5
图表 5: 中信基础化工行业排名前 10 和后 10 个股涨跌情况 (截止 2019-12-1) ..	5
图表 6. 2012-2019 年 CS 基础化工 PE 变化趋势.....	6
图表 7. 中信基础化工二级行业 PE 值 (截止至 2019-12-1).....	6
图表 8. 2012-2019 年 CS 基础化工 PB 变化趋势.....	6
图表 9. 中信基础化工二级行业 PB 值 (截止至 2019-12-1).....	6
图表 10. CS 基础化工行业前三季度营收及其增速.....	7
图表 11. CS 基础化工行业前三季度归母净利润及其增速.....	7
图表 12: 2019Q3CS 基础化工二级、三级子行业经营情况 (截止 2019-12-1)	8
图表 13: 2012-2019Q3 CS 基础化工资产负债率走势图.....	9
图表 14: 基础化工销售毛利率.....	9
图表 15. 日本、欧盟、美国以及中国 GDP 增速走势图.....	10
图表 16. 美国 PMI 环比增速.....	10
图表 17. 中国 PMI 走势图.....	10
图表 18. 中国化工产品价格指数 (CCPI).....	10
图表 19. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速.....	11
图表 20. 商品房销售面积及其同比增速.....	11
图表 21. 2011-2019 汽车销量及其同比增速.....	11
图表 22. 2012-2019 服装鞋帽针纺织品零售额当月同比.....	11
图表 23. RPI: 家用电器及音像器材当月同比.....	12
图表 24. 2010-2018 各类农产品价格指数累计同比走势.....	12
图表 25: 响水“321”事件爆炸影响产能及受益企业.....	13
图表 26: 响水 321 后各省市化工安全政策.....	14

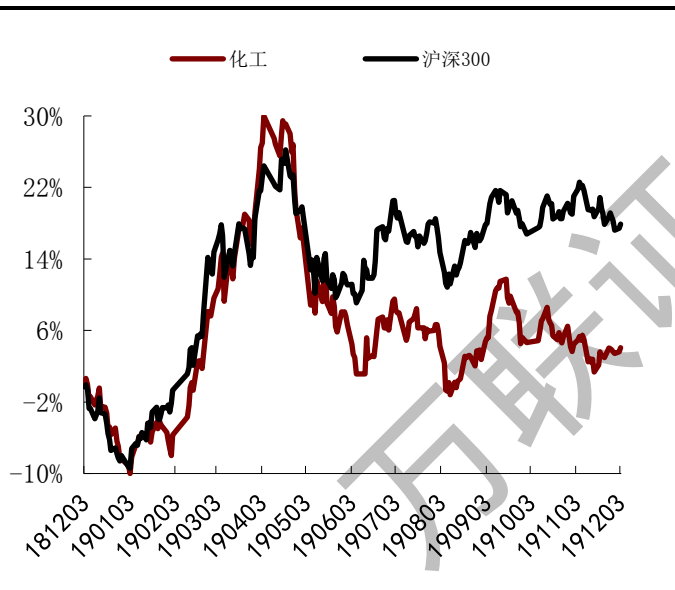
图表 27. 布油和 WTI 油价格走势.....	15
图表 28. 美国原油产量.....	15
图表 29. 美国页岩油田分布.....	15
图表 31: Bloomberg Estimated.....	16
图表 32. 全国磷矿储量分布.....	17
图表 33. 磷矿石主产地产量/万吨.....	17
图表 34. “三磷”整治五个阶段.....	18
图表 35. 2017 以来磷矿政策.....	18
图表 36. 中国 PX 产量及表观消费量 (万吨/年).....	19
图表 37. 中国 PX 进口数量及进口依赖度.....	19
图表 38. 未来 PTA 产能投放情况.....	19
图表 39. 2018 聚酯产能投放情况.....	19
图表 40. 主要民营炼化项目及其投产时间.....	19
图表 41: 面板行业转移过程.....	20
图表 42: 全球 TFT-LCD 面板需求面积及其增速.....	21
图表 43: 全球 TFT 液晶材料需求量及其同比增速.....	21
图表 44: 中国大陆地区 TFT 液晶材料需求量及其同比增速.....	21
图表 45: 大陆已投产的 TFT-LCD 面板生产线及其混晶用量.....	22
图表 46: TLCP 三大类性能比较.....	22
图表 47: 中国大陆地区 TFT 液晶材料需求量及其同比增速.....	23
图表 48: LCP 各领域应用占比.....	23
图表 49: iFixit 拆机.....	24
图表 50: MPI、LCP 性能对比.....	25

1、2019 市场行情回顾

1.1 市场表现

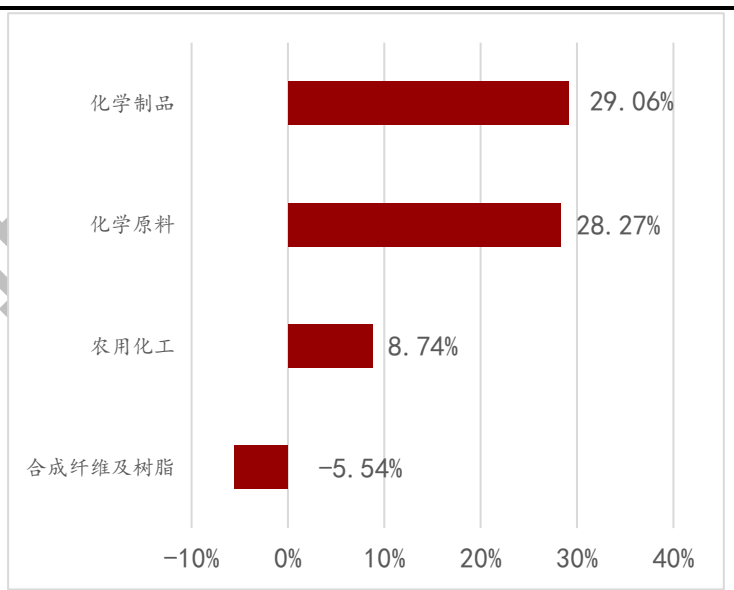
截止到2019年12月1日,按总市值加权平均计算,中信基础化工指数上涨了22.21%,跑输沪深300指数11.99个百分点,绝对收益位列中信29个一级行业中第14位。二级板块中只有CS合成纤维及树脂下跌5.54%,而CS化学制品涨幅29.06%、CS化学原料28.27%、CS农用化工8.74%,行业整体表现尚可。

图表 1. 2019 年以来化工板块跑输沪深 300 指数



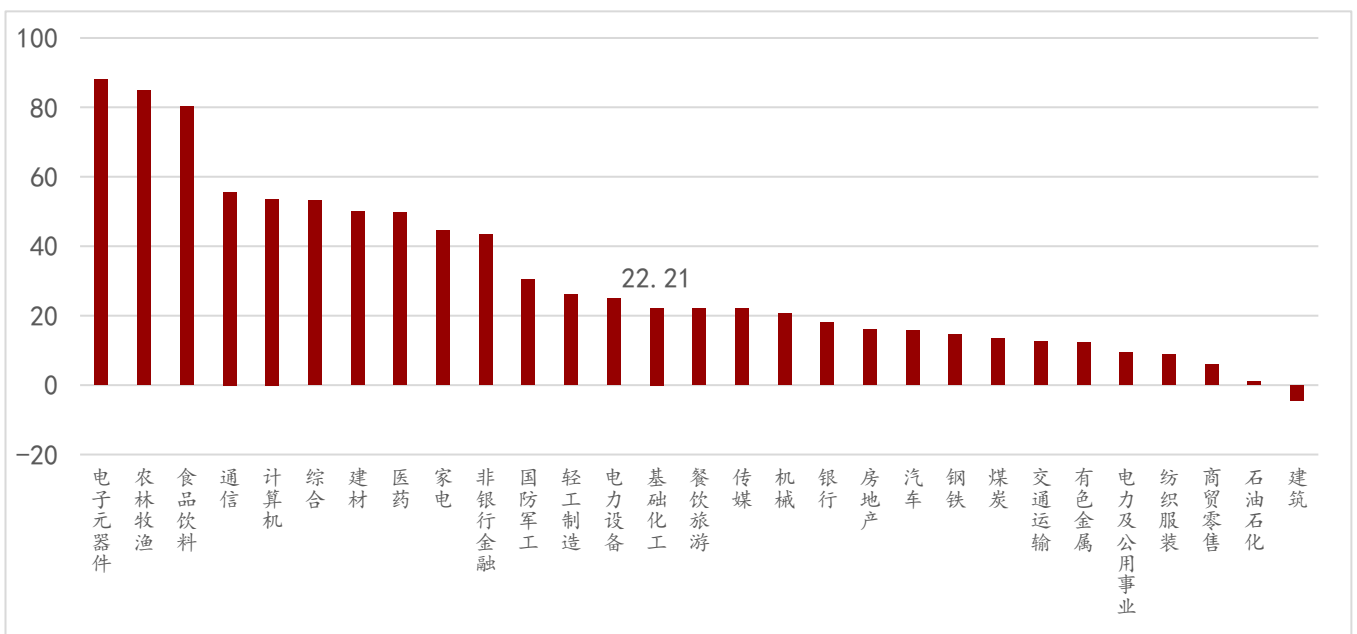
数据来源: WIND, 万联证券研究所

图表 2. 中信化工二级行业涨跌幅 (%)



数据来源: WIND, 万联证券研究所

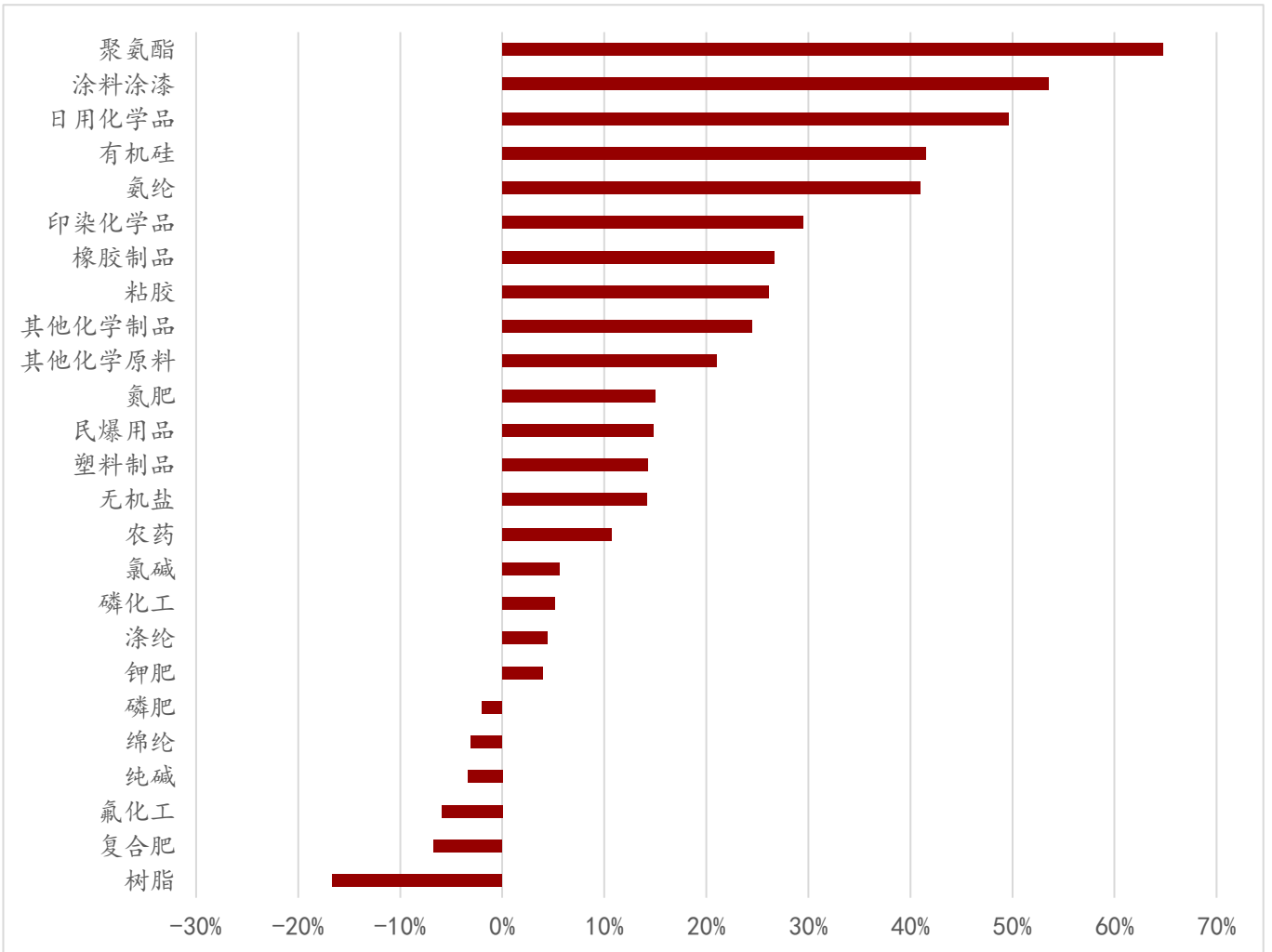
图表 3. 化工行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中第 14 位



数据来源: WIND, 万联证券研究所

从三级行业来看，2019 年大部分三级板块上涨，其中涨幅居前的五个板块是聚氨酯（64.77%）、涂料涂漆（53.58%）、日用化学品（49.571%）、有机硅（41.50%）和氨纶（40.94%）。跌幅较大的五个板块分别是树脂（-16.64%）、复合肥（-6.74%）、氟化工（-5.940%）、纯碱（-3.38%）以及绵纶（-3.06%）。

图表 4. CS 化工行业三级子行业涨跌幅 (%)



数据来源：WIND，万联证券研究所

个股方面，除了今年刚上市的次新股外，我们统计了中信化工行业个股涨跌幅情况，其中涨幅居前的个股基本涨了 80% 以上，涨幅前五分别为三棵树（217.93%）、百傲化学（138.32%）、双象股份（133.27%）、晶瑞股份（102.52%）和国瓷材料（96.80%），而跌幅前 5 的个股分别为金正大（-60.60%）、*ST 康得（-53.93%）、乐通股份（-50.29%）、浙江交科（-44.42%）、沧州大化（-41.79%）。

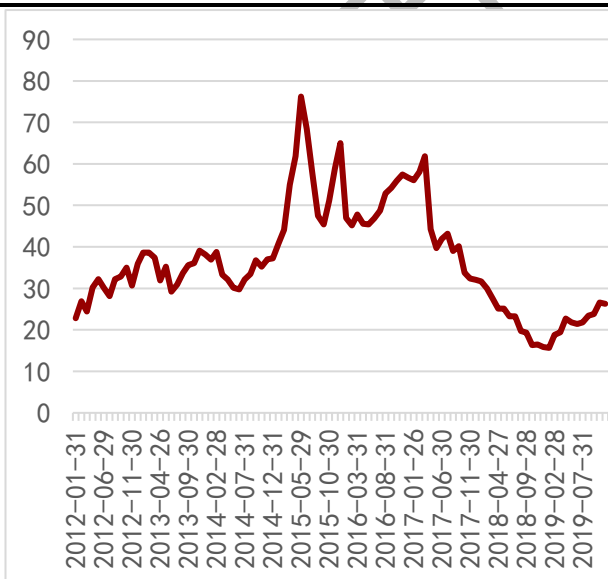
图表 5: 中信基础化工行业排名前 10 和后 10 个股涨跌情况 (截止 2019-12-1)

涨幅前10的个股			跌幅前10的个股		
代码	简称	涨跌幅 (%)	代码	简称	涨跌幅 (%)
603737.SH	三棵树	217.93	002470.SZ	金正大	(60.60)
603360.SH	百傲化学	138.32	002450.SZ	*ST康得	(53.93)
002395.SZ	双象股份	133.27	002319.SZ	乐通股份	(50.29)
300655.SZ	晶瑞股份	102.52	002061.SZ	浙江文科	(44.42)
300285.SZ	国瓷材料	96.80	600230.SH	沧州大化	(41.79)
300537.SZ	广信材料	94.47	000525.SZ	红太阳	(41.08)
000859.SZ	国风塑业	93.70	300072.SZ	三聚环保	(39.62)
603605.SH	珀莱雅	91.89	002427.SZ	*ST尤夫	(37.74)
603026.SH	石大胜华	86.64	300740.SZ	御家汇	(35.52)
600309.SH	万华化学	82.02	002442.SZ	龙星化工	(34.82)

数据来源：WIND，万联证券研究所

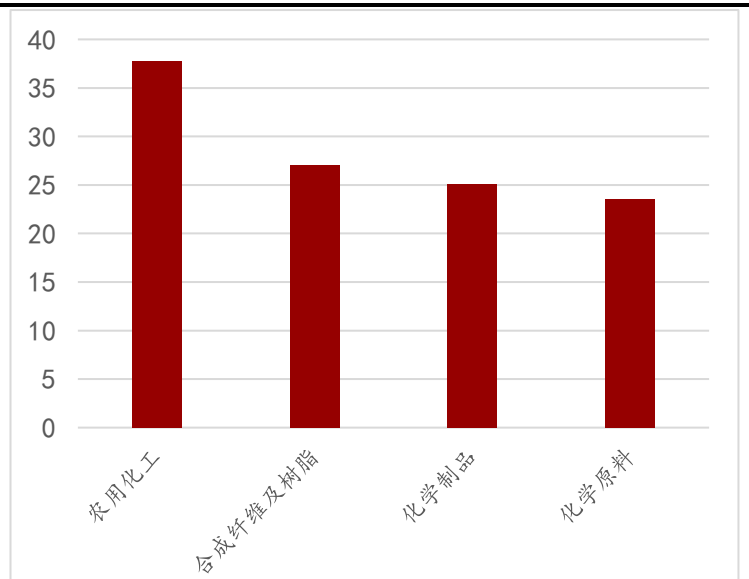
从PE估值方面来看，CS基础化工PE自2015年以来不断下滑，在2018年底PE跌至近6年来的最低点15.83，2019年实现触底反弹，截止至2019年12月，CS基础化工PE回升至26.25，同比增加了10.42。二级子行业中，PE估值(TTM，整体法)从上往下分别为农用化工37.79、合成纤维及树脂27.05、化学制品25.09以及化学原料23.52。

图表 6. 2012-2019年CS基础化工PE变化趋势



数据来源：WIND，万联证券研究所

图表 7. 中信基础化工二级行业PE值(截止至2019-12-1)

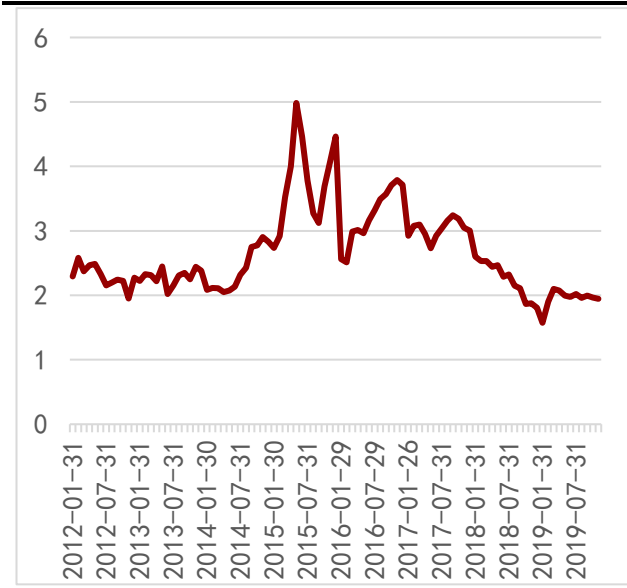


数据来源：WIND，万联证券研究所

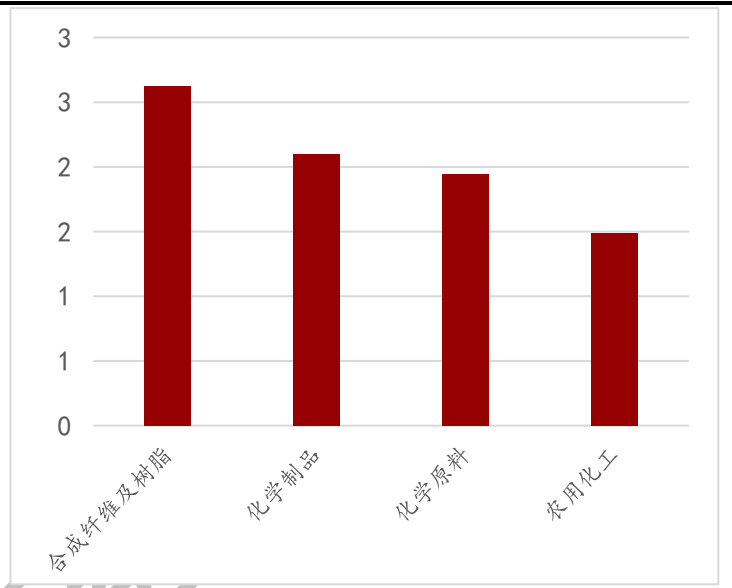
从PB估值情况来看，2019年初PB值达到过去6年的最低点1.57倍后实现反弹，截止2019年12月CS基础化工的PB为1.94倍，行业整体估值在中信29个行业中排第15，同比下降0.07倍。二级子行业中，PB估值从上往下分别为合成纤维及树脂2.63、化学制品2.10、化学原料1.95以及农用化工1.49。

图表 8. 2012-2019年CS基础化工PB变化趋势

图表 9. 中信基础化工二级行业PB值(截止至2019-12-1)



数据来源: WIND, 万联证券研究所

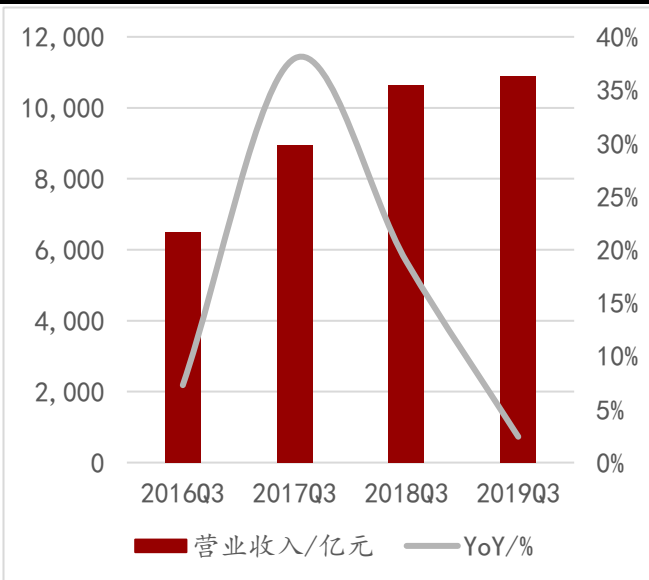


数据来源: WIND, 万联证券研究所

1.2 2019Q3基础化工经营情况回顾

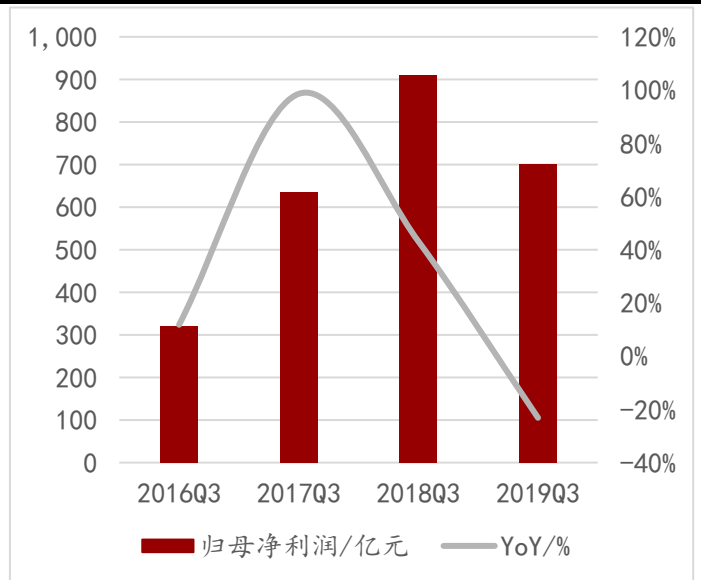
2019 年 CS 基础化工行业前三季度实现营收 10907.29 亿元, 同比增长 2.43%, 营收增速创近 4 年来新低; 归母净利润负增长, 由 2018 年的 910.89 亿元下滑至 700.00 亿元, 同比下降 23.15%。19 年三季度 CS 基础化工销售毛利率为 18.30%, 同比下降 19.10%, 主要原因是受宏观经济影响, 市场景气度下降, 产品价格持续下跌导致的利润空间收紧。

图表 10. CS 基础化工行业前三季度营收及其增速



数据来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 11. CS 基础化工行业前三季度归母净利润及其增速



数据来源: iFinD, 万联证券研究所

此外, 从子板块来看, CS 基础化工四个二级行业中合成纤维与树脂和化学原料板块实现了正的营收增长, 且涨幅维持在一个较高的水平, 而农用化工和化学制品板块营收负增长。除了合成纤维及树脂板块归母净利润增速维持较高水平以外, 其他三个二级板块归母净利润增速同比均下滑严重。25 个三级子行业中有 15 个行业营收保持同

比增长，其中排名前五的分别为涤纶（88.96%）、无机盐（18.28%）、氯碱（17.83%）、钾肥（15.03%）、涂料涂漆（12.51%）。

图表 12：2019Q3CS 基础化工二级、三级子行业经营情况（截止 2019-12-1）

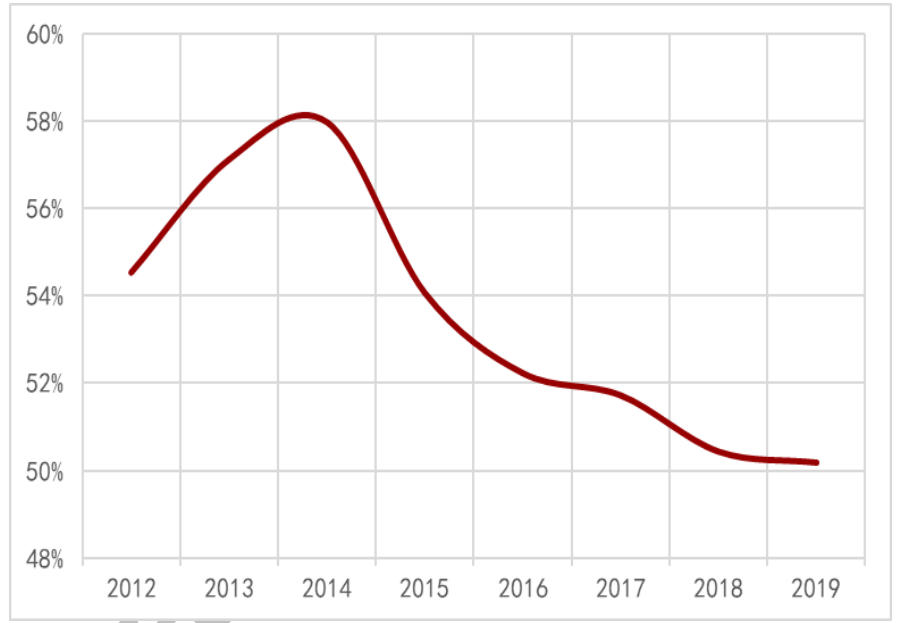
板块	营业总收入/亿元	YOY	营业利润/亿元	YOY	归母净利润/亿元	YOY
农用化工	2436.02	-1.14%	147.29	-47.08%	110.32	-47.95%
氮肥	769.41	-5.34%	19.80	-78.54%	12.13	-83.20%
钾肥	166.38	15.03%	4.38	4439.23%	-1.52	-67.05%
磷肥	130.58	5.22%	10.80	1.04%	8.53	-5.46%
复合肥	275.91	-24.27%	14.87	-32.87%	12.56	-27.57%
农药	1093.74	7.43%	97.44	-36.37%	78.62	-33.36%
合成纤维及树脂	634.61	14.53%	80.66	23.29%	65.08	28.75%
涤纶	155.67	88.96%	17.22	159.75%	10.65	118.55%
氨纶	40.12	-2.83%	5.93	15.29%	4.97	16.80%
粘胶	66.39	1.37%	1.76	2.09%	1.63	21.22%
绵纶	120.69	4.09%	4.50	-52.64%	3.47	-42.50%
树脂	251.74	1.10%	51.25	20.81%	44.37	30.32%
化学原料	3823.61	7.85%	314.63	-28.40%	245.99	-24.36%
纯碱	253.76	-2.56%	15.71	-49.74%	12.23	-52.60%
氯碱	1348.24	17.83%	71.64	-29.16%	58.96	-28.53%
无机盐	92.49	18.28%	11.90	15.72%	7.79	21.07%
氟化工	187.34	-4.98%	21.04	-50.98%	16.54	-49.22%
有机硅	27.14	-1.63%	2.70	64.59%	2.30	58.27%
磷化工	592.43	9.18%	10.34	-31.94%	6.37	16.95%
聚氨酯	791.60	4.69%	117.12	-28.91%	92.22	-18.22%
其他化学原料	530.62	-1.52%	64.17	-11.18%	49.58	-14.85%
化学制品	4018.01	-1.76%	355.54	-13.06%	278.61	-13.80%
日用化学品	350.71	5.25%	28.68	31.71%	22.83	31.98%
民爆用品	671.16	6.31%	53.70	9.25%	42.33	17.63%
涂料涂漆	237.52	12.51%	42.22	8.50%	35.47	8.43%
印染化学品	301.57	5.40%	74.23	6.12%	60.14	9.14%
橡胶制品	667.91	-5.06%	51.21	8.49%	32.58	9.41%
塑料制品	473.80	-8.34%	20.43	-60.61%	15.86	-64.75%
其他化学制品	1315.35	-6.58%	85.07	-34.61%	69.40	-35.34%

数据来源：iFind，万联证券研究所

从资产负债率来看，基础化工整体资产负债率从 15 年开始逐步呈现下降趋势，主要原因是 15 年国家进行了供给侧改革，导致中上游的基础化工行业景气度不断向上，上游行业的景气导致盈利能力提升，资产负债率不断下降，2019Q3 季度资产负债率

为 50.17%，同比下降 1.36%。

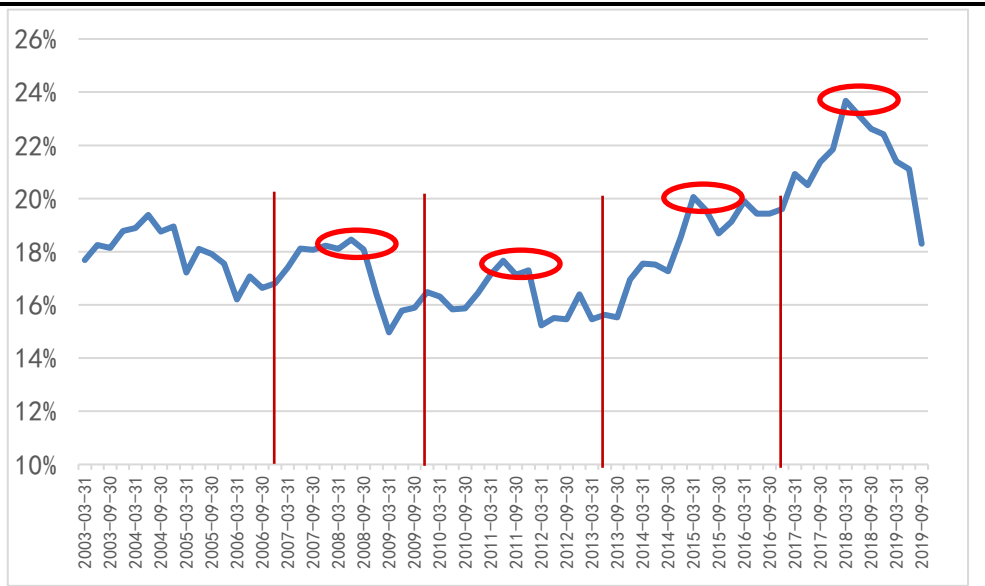
图表 13：2012-2019Q3 CS 基础化工资产负债率走势图



数据来源：iFind，万联证券研究所

从周期来看，历史上化工企业产能扩张周期大约为 3-4 年，而一般利润的高点出现在扩产后的 1-1.5 年，并于第 3 年-第 4 年之间跌至谷底，而本轮周期上市化企周期启动于 2016Q3，利润高点位于 2018Q1，最高销售毛利率达到了 23.68%；2019 年销售毛利率持续下行，目前已达到近三年来的最低点，2019Q3 销售毛利率为 18.30%，同比下降 19.10%，环比下降 13.31%。因此我们预计，这轮周期的谷底应该在 2019Q3-2020Q2 之间，2020 年可能会是新一轮周期的起点，实现利润水平的企稳回升。

图表 14：基础化工销售毛利率



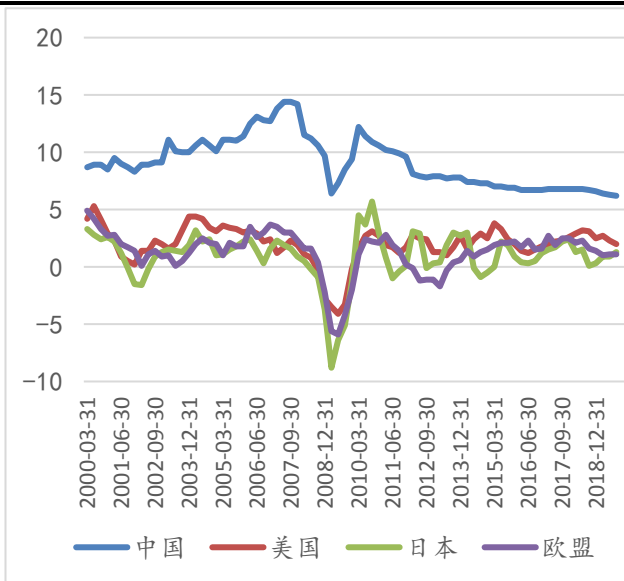
数据来源：iFind，万联证券研究所

2、2019 市场展望

2.1 需求面：经济下行，下游市场需求承压

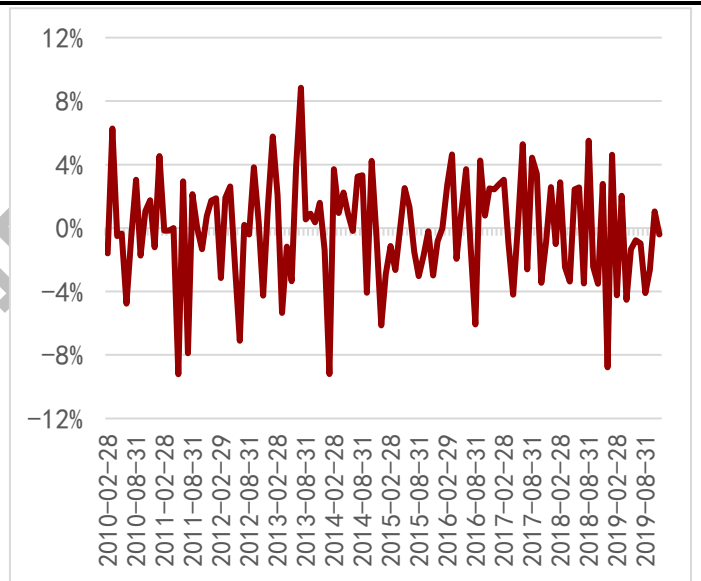
从全球市场来看，2014 年全球经济回落，于 15 年初达到底部，然后随着中国经济的发展，油价慢慢回升，发达国家经济慢慢复苏，直到 17 年全球经济达到一个较为繁荣的态势，17-18 年全球 PMI 指数达到了峰值，2018 年前三季度美国经济持续走强，而日本以及欧盟等发达国家 GDP 开始下滑。19 年美国的经济走弱，而欧盟和日本经济回升态势明显。截止至 12 月，美国 PMI 指数已处于近 3 年来的最低水平，我们认为 2020 年美国的经济弱势态势将逐步回暖，欧盟和日本经济将企稳并进一步走强。

图表 15. 日本、欧盟、美国以及中国GDP增速走势图



数据来源：iFind，万联证券研究所

图表 16. 美国PMI环比增速



数据来源：iFind，万联证券研究所

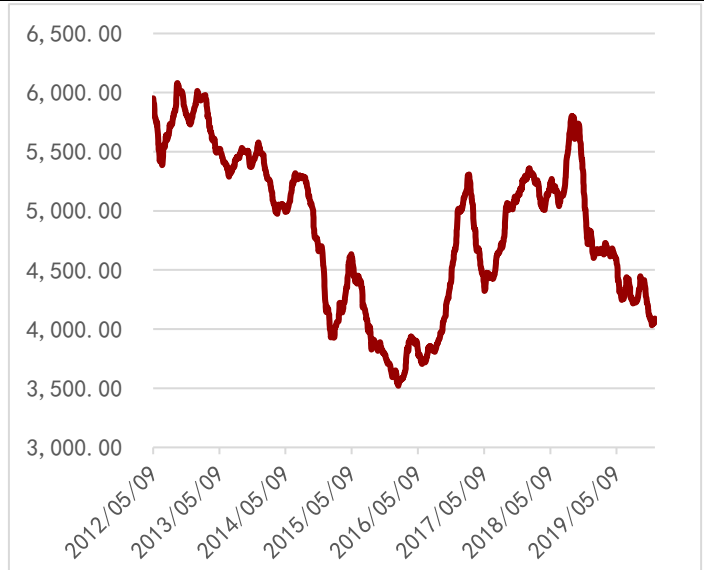
从国内市场看，我国 PMI 指数自 18 年中旬开始不断下滑，截止 2019 年 10 月降为 49.8，同比下降 1.00。中国化工产品价格指数从 16 年以来不断上涨，于 18 年 9 月达到了 6 年以来的峰值 5800 点，然后快速滑落，截止 2019 年 12 月，指数下降到约 4050 点，降幅达到了 30.17%。

图表 17. 中国PMI走势图

图表 18. 中国化工产品价格指数 (CCPI)



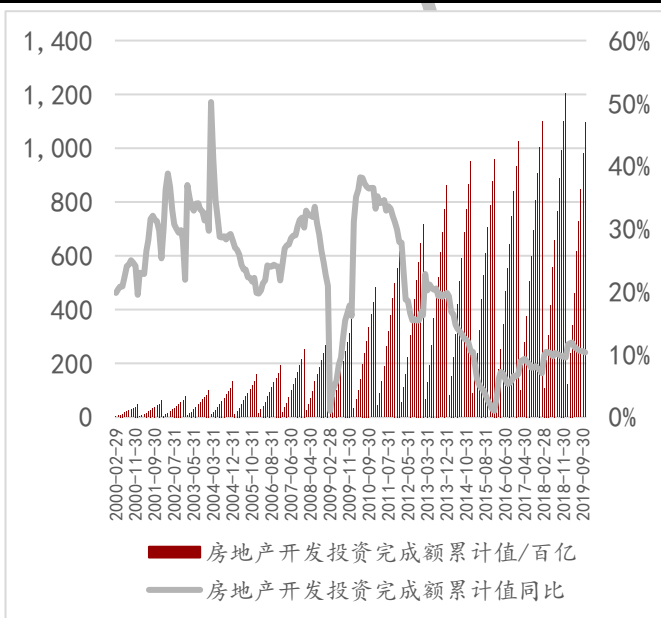
数据来源: iFind, 万联证券研究所



数据来源: wind, 万联证券研究所

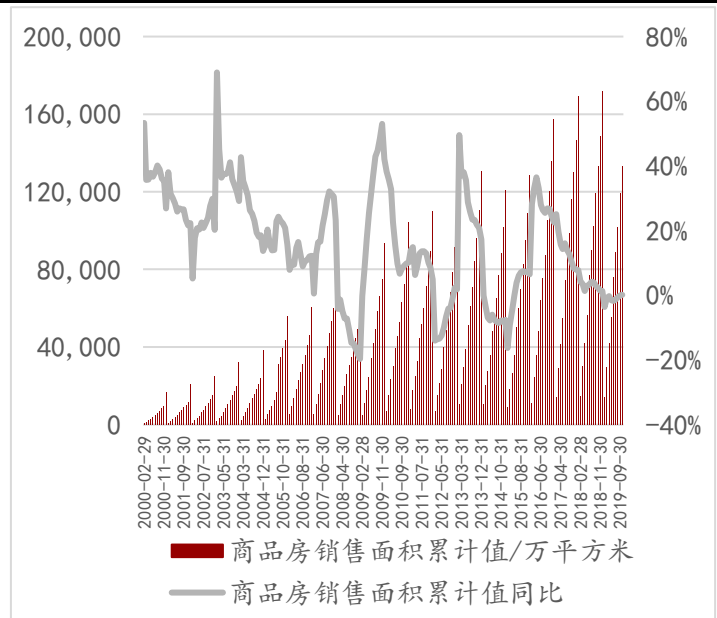
全球经济回暖必然会对化工行业造成影响, 这些影响主要体现在化工行业下游的房地产、汽车、农业、家电、服装等方面, 2019年下游这些行业以及化工品的增速均处于区间低位, 预计2020年将逐渐企稳回升。与此同时中美贸易摩擦形势好转, 也将改善下游房地产、汽车、家电、纺织服装行业的需求。

图表 19. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速



数据来源: iFind, 万联证券研究所

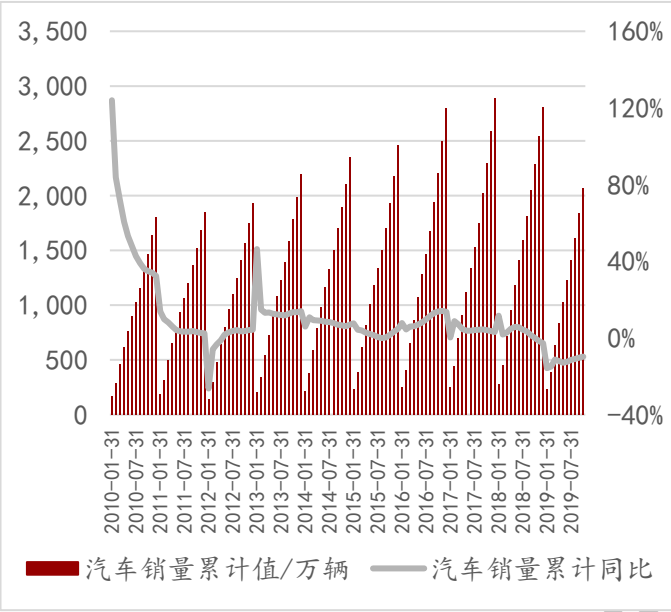
图表 20. 商品房销售面积及其同比增速



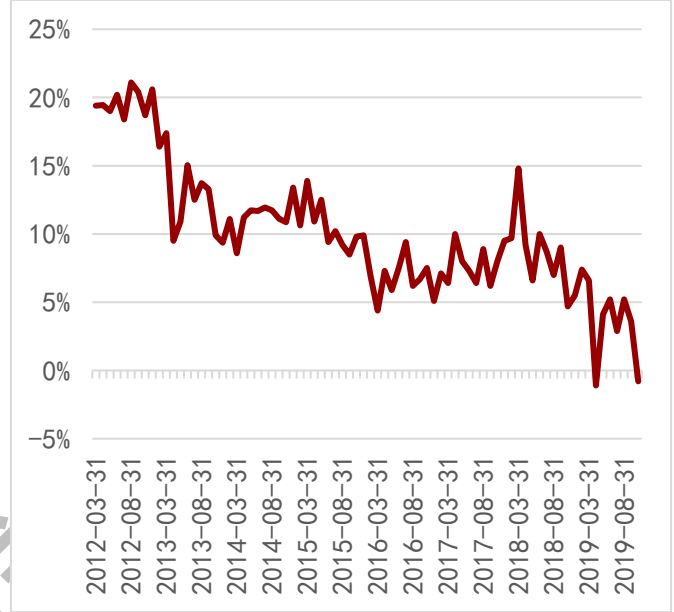
数据来源: iFind, 万联证券研究所

图表 21. 2011-2019汽车销量及其同比增速

图表22. 2012-2019服装鞋帽针纺织品零售额当月同比



数据来源: iFind, 万联证券研究所



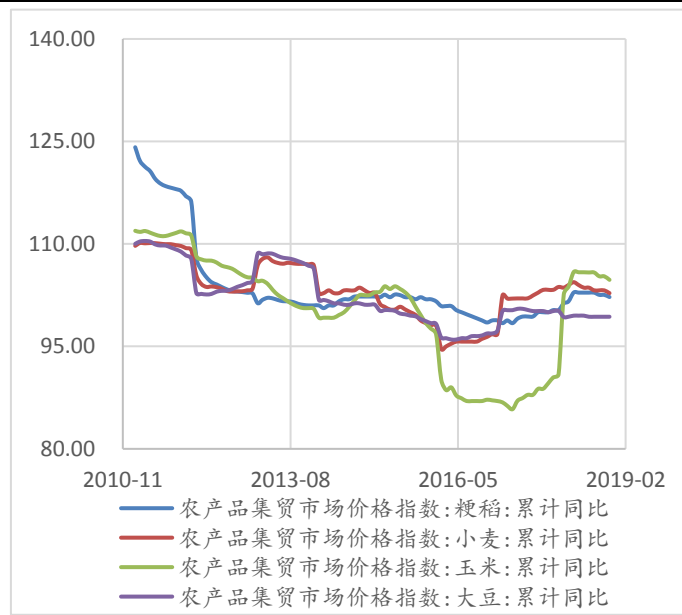
数据来源: iFind, 万联证券研究所

图表 23. RPI: 家用电器及音像器材当月同比



数据来源: WIND, 万联证券研究所

图表 24. 2010-2018 各类农产品价格指数累计同比走势



数据来源: WIND, 万联证券研究所

2.2 供给面: 环保安全政策加码, 供给缩紧

2.2.1 响水工业园区关闭, 江苏化工安全整治力度提升

3月21日, 响水“321”特大爆炸事故造成78人死亡, 超过600人受伤。此次事件拉动了环保安全政策加码力度, 4月4日, 盐城市政府宣布彻底关闭响水化工园区, 园区内有56家企业, 主要涉及农药、医药、染料、颜料及中间体等行业。随后4月27日江苏省委、省政府办公厅正式通知《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》(以下简称“《方案》”)会议审议通过。

根据《方案》内容，江苏省安全生产整治提升主要在下面三方面：1. 本质安全提升，以更坚决、有力、科学的举措，开展从产品到技术、工艺、设备、从业人员、内外部监管的全方位、全过程整治；2. 优化区域布局，坚决贯彻长江经济带“共抓大保护、不高大开发”要求，大幅雅间沿长江干支流两侧1公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外和规模以下化工生产企业；3. 大幅淘汰落后产能，关闭安全和环保不达标、风险隐患突出的化工生产企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录内的工艺技术落后的化工企业或生产装置，加速退出或转型产能过剩和市场低迷的一般化工品生产加工能力。取消安全环保基础设施差和管理不到位的化工园区。

根据《方案》，江苏省政府从3个方面着手：1. 减少现存规模企业数量，目标明确：沿长江1公里企业将面临巨大关停风险。截止18年底，江苏全省化企约4200家，其中规模以上的为2600家，其中大部分江苏化企仍分布在沿江地区。设定硬性指标1公里，将更加有针对性和实施性；2. 通过再评价减少现有园区数量。《方案》提出将全面开展对全省化工园区的再评价，将严格按照标准，针对规模小、基础设施不完善、安全环境问题突出和周边敏感目标分布密集的化工园区进行定位，被取消化工定位的园区严禁新建化工项目；3. 提高准入门槛，控制新增产能。《方案》提高了江苏化工产业准入门槛，新建化工项目原则上投资额不得低于10亿元（列入国家《战略新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）》的项目除外）。

图表 25：响水“321”事件爆炸影响产能及受益企业

主要品种	影响产能/万吨	相关标的
间苯二胺	1.7	浙江龙盛
分散染料（中间体）	3.0+3.2（中间体）	浙江龙盛
		闰土股份
		安诺其
活性染料	2.1+1.0（中间体）	浙江龙盛
		闰土股份
		安诺其
颜料及中间体	2.5	百合花
CCMP（吡虫啉中间体）	0.18	海利尔
		长青股份
功夫菊酯	0.05	扬农化工
联苯菊酯	0.05	扬农化工
烯草酮	0.12	长青股份
丙烯酸	16	卫星石化
三氯化磷	1.5	雅克科技
异噁草松	0.15	先达股份
硝磺草酮	0.9	利民股份

乙草胺	1	江山股份
-----	---	------

数据来源：公司公告，万联证券研究所

2.2.2 全国范围多省市进行化工安全整治排查

江苏作为中国化工两大重省之一，随着响水321爆炸事件的发酵，国务院应急管理部于4月24日召开防风险保稳定工作视频会议。全国各省市纷纷出台一系列相关政策，对省事内部的化工企业安全整治进行排查。

图表 26：响水321后各省市化工安全政策

省	政策
国务院应急管理部	4月24日召开防风险保稳定工作视频会议
河北	《河北省化工行业安全生产整治攻坚行动方案》，对全省化工园区及企业安全生产进行提升改造。《方案》提出，对不符合产业政策、手续不全、安全生产条件不合格、环保不达标、风险突出且不能有效管控的化工企业，依法依规关闭、取缔。
山东	山东化工产业安全生产转型升级攻坚活动
河南	4月29日实行“四个一律”
江苏	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》
湖北	4月15日湖北推进危化品生产企业搬迁改造攻坚指挥部办公室，下发了《关于加强全省沿江化工和危险化学品生产企业安全管理工作的紧急通知》
福建	福建省生态环境厅要求对沿江沿河、居民聚集区周边的企业进行强化0督查，确保不留死角和盲点
天津市	天津市办公室决定自4月12日起，在全市开展为期1个月的危险化学品检查

数据来源：政府网站，万联证券研究所

全国范围内的化学品排查，必然加速落后中小产能的退出，优化产业结构，利好没有环保黑天鹅事件的各细分行业龙头。

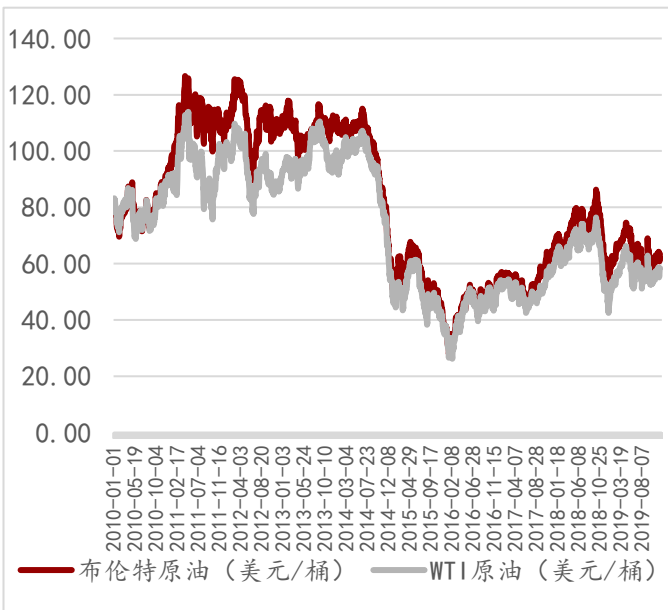
2.3 原料面：原油价格中枢下行，利好下游细分行业

基础化工作为一个中游行业，它的上游基本都是石油、煤炭、天然气等能源资源。在这些能源资源中，石油作为众多化工产品的最初始原料，其价格的波动影响着整条化工产业链，而原油价格波动受到政治、金融、供需关系等各方面因素的影响。

2019年以来，OPEC、俄罗斯和其他产油国一直在执行一项减产120万桶/日直至2020

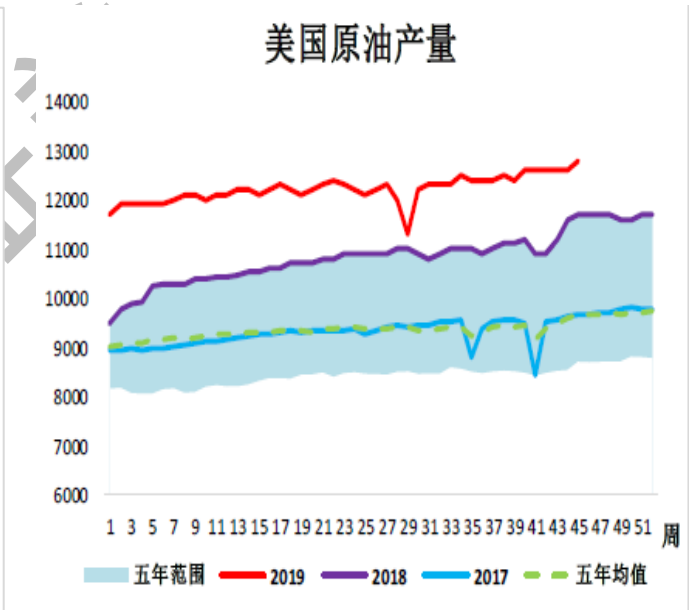
年 3 月的协议，以支撑市场。同时出于对 2020 年需求增长疲弱的担忧，OPEC 及其盟友将在 12 月的下次会议上考虑是否进一步削减原油供应。我们从两方面对明年油价进行一个简单的判断：**1. 确定性：美国页岩油管道运输能力提高，增量基本可以确定。**管道运输不足一直是困扰美国页岩油增量的关键因素，供给方面，美国米德至休斯顿、科铂斯克斯斯蒂仍有多条原油管道将于 2020 年初投产，美国原油出口管输瓶颈将继续缓解；需求方面，除中美贸易摩擦以外，全球宏观经济低迷，原油需求或将承压，OPEC 对全球原油需求增量预测由年初的 129 万桶/日下调至 98 万桶/日；**2. 不确定性：OPEC 减产**，从目前来看，OPEC 减产量对比美国原油增幅相对较小，未来随着页岩油管道的陆续建成，不排除后续加大减产力度。

图表 27. 布油和WTI油价格走势



数据来源：WIND，万联证券研究所

图表 28. 美国原油产量

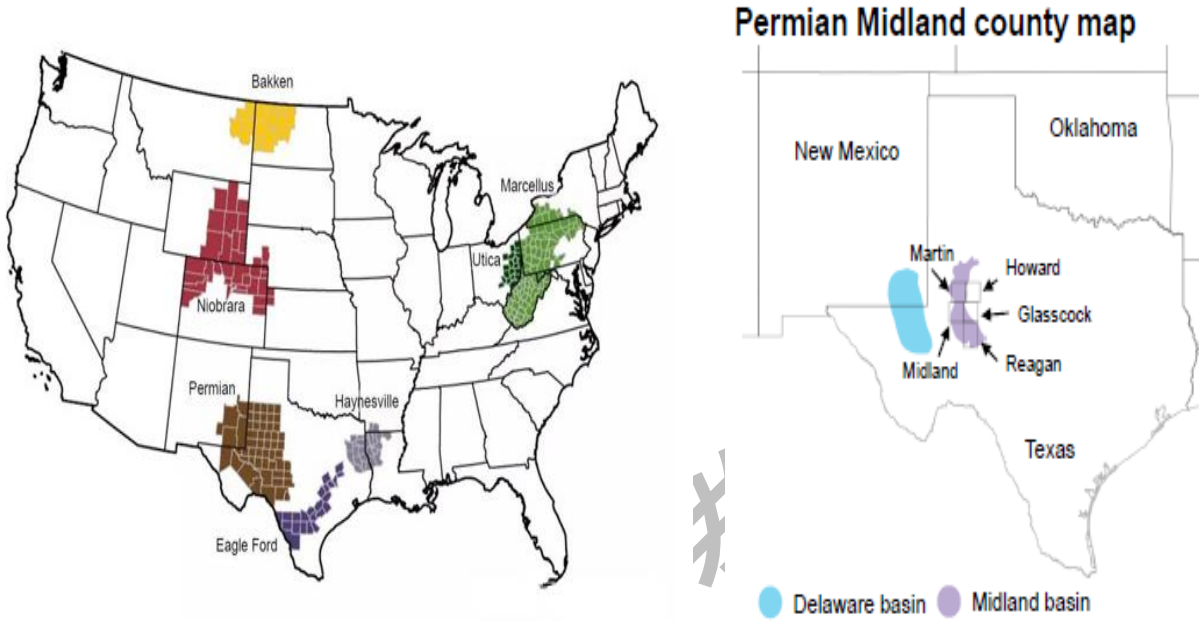


数据来源：WIND，万联证券研究所

2019 年受油价下行影响，主要中上游化工品普遍出现回落现象，主要包括从石油中提炼出来的“三烯、三苯”及延伸产品包括苯乙烯、MDI、TDI、甲醇等。经济下行导致的需求疲软，以及原油价格下跌导致的中上游原材料价格下跌是利空化工中上游企业的盈利的主要原因。预计 2020 年市场有所缓和，需求疲软的情况有望改善，受油价上涨预期的影响，化工品价格实现触底反弹。而偏下游的需求较刚需的农化、纺织服装等板块以及精细化工新材料板块，因为其下游客户整体需求度相对较高，需求决定定价权，未来受原油价格变化影响较小。

图表 29. 美国页岩油田分布

图表 30. Permian盆地

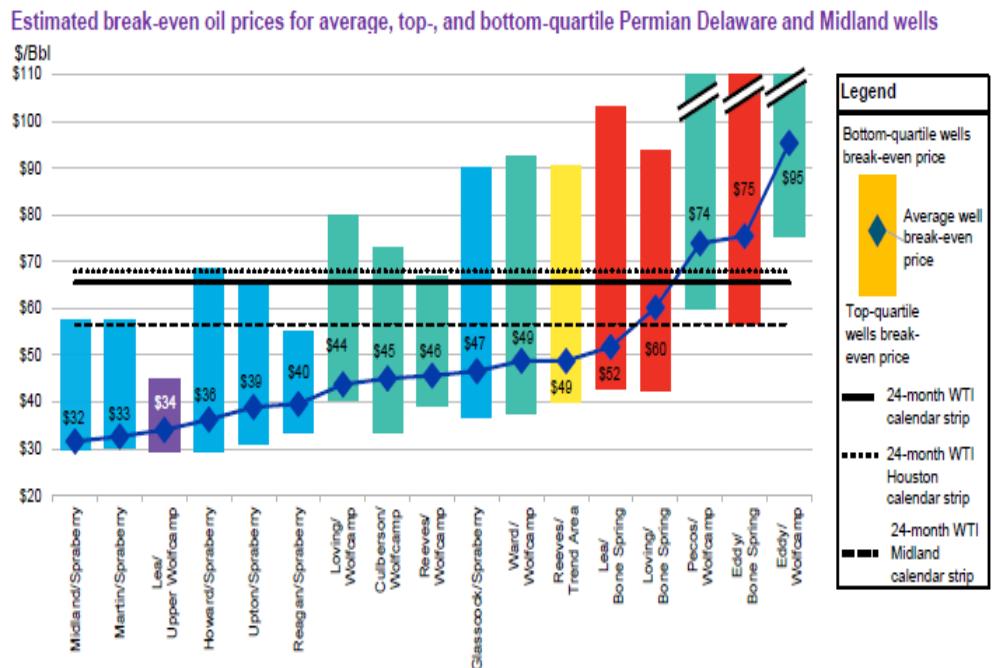


数据来源: Bloomberg, 万联证券研究所

数据来源: Bloomberg, 万联证券研究所

根据bloomberg测算, 美国Permian盆地页岩油边际完全生产成本为49美元/桶, 当油价低于该价格时, 将限制页岩油企业的生产积极性, 对油价形成支撑。因此, 我们认为, 目前油价往下的空间已经相对有限, 但向上的动力又相对不足, 大概率会在区域内震荡。

图表 30: Bloomberg Estimated



数据来源: Bloomberg, 万联证券研究所

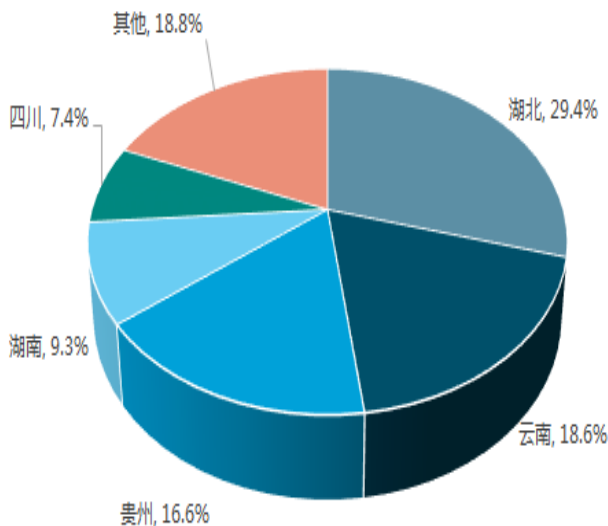
3、重点子行业推荐

3.1 磷化工：“三磷整治”加快行业集中度进程，利好相应行业细分龙头

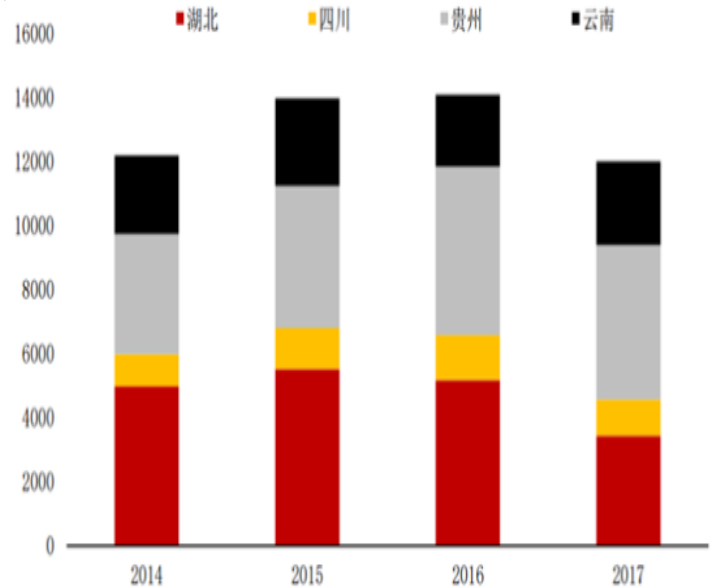
磷肥的上游基本来源于磷矿石，据统计，全球70%的磷矿石用于生产磷肥，2017年全球磷矿石储量约700亿吨，主要集中于摩洛哥，我国磷矿石总储量为33亿吨，约占全球比例的5%，主要分布在湖南、湖北、四川、贵州以及云南五省。

自2017年开始，云贵川鄂等磷矿石主产区由于环保高压政策相继限产，在环保限产政策下，17年磷矿石产量快速下降，截止18年10月，我国磷矿石累计产量下降25%，磷矿石价格也从2017年Q4季度开始反弹，同期磷肥价格也随之上扬，加之16年我国发布全国矿产资源规划，磷矿也被列入了战略性矿产目录，这也将进一步限制磷矿石的出口供应。整体来看，考虑到磷矿石由于其战略资源的特性以及下游磷肥导致的磷石膏污染严重问题，未来我国继续坚持环保大旗，去除中小落后产能，整合资源是必然趋势。

图表 31. 全国磷矿储量分布



图表 32. 磷矿石主产地产量/万吨



数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

数据来源：中国产业信息网，万联证券研究所

2019年1月26日，生态环境部、发展改革委联合印发《长江保护修复攻坚战行动计划》，其中提出，组织湖北、四川、贵州、云南、湖南、重庆等省市开展“三磷”专项排查整治行动。2019年5月生态环境部办公印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》，提出争取利用两年左右时间，以7省市为重点对“三磷”企业达标排放治理、初期雨水收集处理、物料遗撒等问题开展排查整治，2019年7月8日，湖北省环境监察总队公布，湖北省已完成“三磷”专项排查，并即将进入整治阶段，计划到2020年基本完成“三磷”整治任务。经排查发现，湖北省共有“三磷”企业210家，其中存在突出环保问题的企业有74家，占比达35.24%。我们认为，“三磷”治理是2020年化工环保整治的重心之一，目前地方“自查”阶段已经结束，正式进入“定方案”阶段，后续随着“三磷治理”的推动，磷化工行业龙头企业的环保和竞争优势将凸显，产品价格也将上升。

图表 33. “三磷”整治五个阶段

阶段	工作内容
查问题	组织开展“三磷”问题排查，掌握问题清单
定方案	制定整改方案，分类整治
校清单	开展强化督查，校核问题清单及整改方案，查漏补缺
督进展	核实整改情况，督促整改进度
核成效	持续推动重点磷石膏库整改，解决突出问题

数据来源：wind，万联证券研究所

图表 34. 2017以来磷矿政策

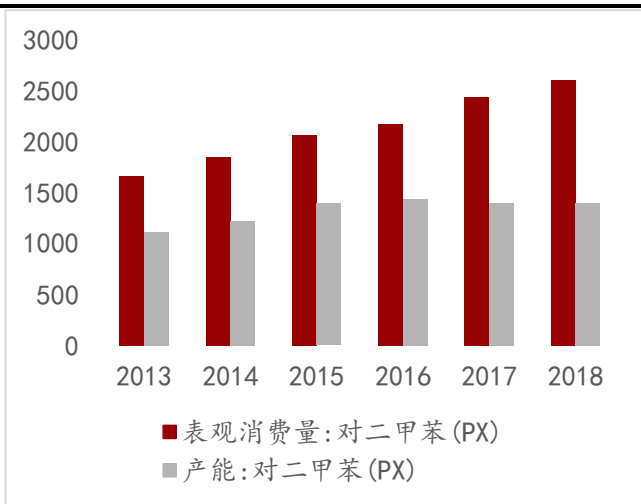
地点	时间	事件
湖北	2017	关闭生产能力 15 万吨/年以下企业，不得新建 50 万吨/年以下磷矿企业
云南	2018-2020	《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案》
四川	2017	《关于加强九顶山自然保护区生态环境保护的决议》
贵州	2017	实施“以渣定产、严控排污总量”政策

数据来源：中国化肥网，万联证券研究所

3.2 化纤板块：民营大炼化项目陆续投产，改善PX-PTA产业链供需结构

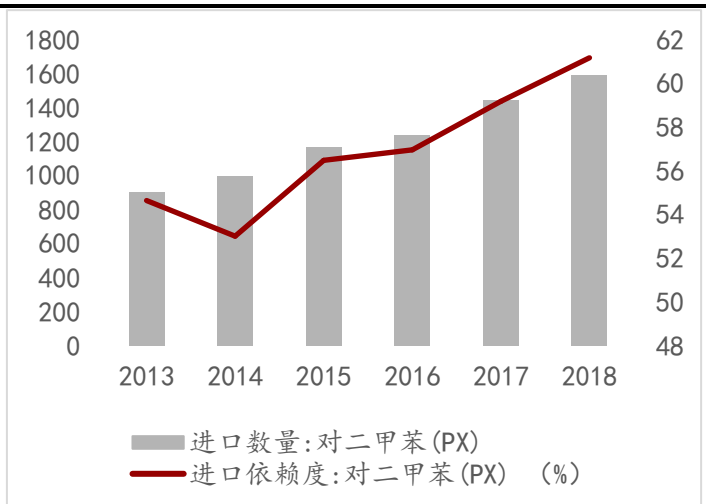
我国PTA产能由2013年的3293.5万吨/年到2018年的5129万吨/年，5年内增加1835.5万吨/年产能，年复合增长率为9.26%。但产能主要增长来自2014年，增加1042万吨/年产能，占近五年增长率的57%。PTA去产能效果明显，产能在近四年内增长缓慢，而PTA消费量由2015年的2901万吨/年增加到2018年的4034万吨/年，从而PTA的供需关系得到不断的改善。PTA净出口数量基本为零，所以国内PTA基本属于自产自销。近三年的PTA生产设备开工率保持在80%左右，主要原因为产能增速较缓慢，国内供需缺口不断缩小。

图表 35. 中国PX产量及表观消费量 (万吨/年)



数据来源: 中国产业信息网, 万联证券研究所

图表 36. 中国PX进口数量及进口依赖度



数据来源: 中国产业信息网, 万联证券研究所

图表 37. 未来PTA产能投放情况

名称	产能	投产时间
新凤鸣一期	220	2019
中泰化学	120	2020
恒力石化	500	2020
福建百宏	240	2020 以后
中金石化	600	2020 以后

数据来源: 中国产业信息网, 万联证券研究所

图表 38. 2018聚酯产能投放情况

名称	产能	投产时间
新凤鸣	90	2018Q1-Q3
桐昆恒邦	210	2018Q1-Q4
福建百宏	25	2018Q1
福建经纬	25	2018Q1
江阴澄高	60	2018Q4
江阴三房巷	50	2018Q4

数据来源: 中国产业信息网, 万联证券研究所

自2016年以来, 国内多个PX-PTA领域民营龙头为了完善自己的产业链, 逐步向上游延伸, 涉足炼化领域。目前民营炼化龙头主要存在于浙江以及山东两省, 分别为浙江石油集团和山东炼化能源集团。目前, 恒力石化炼化一体化项目已经于2019年5月开始投产, 项目投产后, PX价格如期下滑, PX-PTA价差扩大, 行业盈利能力有所改善, 恒逸文莱项目、荣盛和桐昆炼化项目则将在19年Q4投产, 届时将进一步加速国内PX的进口替代效应, 优化行业的产业结构。

图表 39. 主要民营炼化项目及其投产时间

公司	项目	时间

恒力股份	2000 万吨/年恒力炼化一体化	已投产
荣盛石化、桐昆股份	2000 万吨/年浙江石化一期	预计 2019Q4 投产
恒逸石化	800 万吨/年文莱 PMB 炼化项目	2019Q4 投产
东方盛虹	1600 万吨/年盛虹炼化一体化	预计 2019-2020 投产

数据来源：各公司公告，万联证券研究所

与传统炼化装置相比，民营炼化具有以下优势：1. 产业链一体化优势，原油炼化的下游产品PX与原油的PTA-聚酯产业链紧紧相连，投产以后，公司一方面能减少对原料PX进口依存度高的问题，另一方面炼化项目中的产生的乙烯可以制备MEG，从而实现涤纶全产业链一体化，有效降低成本，增强自身盈利能力；2. 地方政府支持的优势，四大民营企业投产炼化项目，对当地就业等都有较强的促进作用，地方政府为其出台了一些相关的政策红利；3. 装置体量较大保持高效产能的同时能减少装置运行成本，恒力、浙江石化项目均为国内单套装置原油加工能力全国最大。

3.3 混晶材料：产能逐步向国内转移，进口替代提速

面板行业最早兴起于美国，日本成功将LCD技术实现产业化，随后韩国和台湾企业迅速发展，成功超越日本，占据市场核心地位。在2010年以前，我国对高世代线生产的液晶面板进口需求非常大，其中32英寸以上的液晶面板几乎全部依赖进口。2010年后，一方面大陆面板厂开始加码投入，另一方面政府为了加大对液晶显示产业的扶持力度推行了一系列政策，全球液晶面板产业重心向中国大陆地区转移，据统计，2016年中国大陆地区的液晶面板产能占全球比重的约30%，中国已经成为全球LCD面板出货核心区域之一。

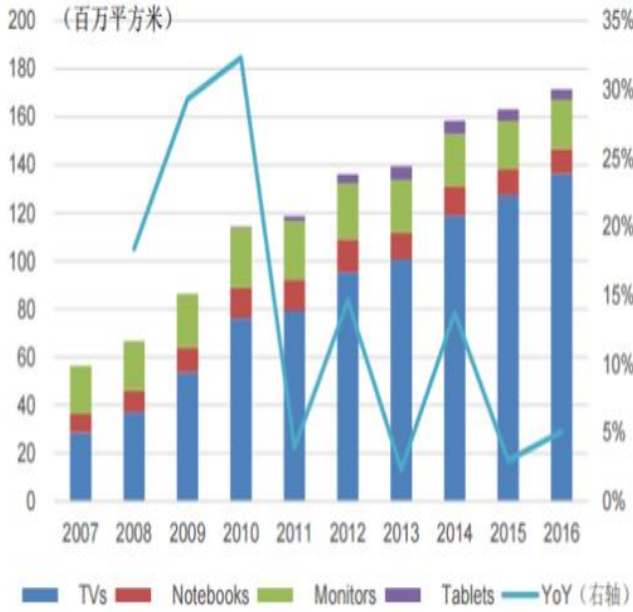
图表 40： 面板行业转移过程



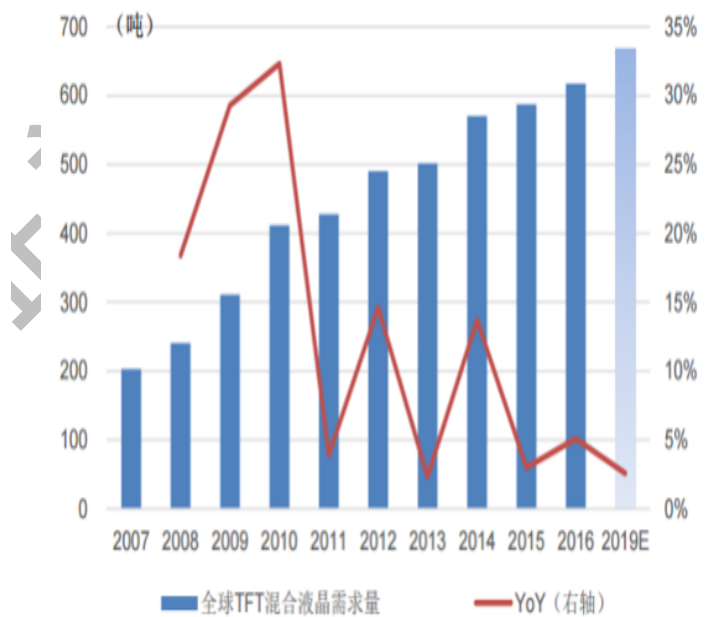
资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

从需求端来看，2016年全球液晶面板需求面积为1.67亿平方米，较2007年接近翻了3倍，平均增长大约1200万平方米，预计2019年能达到1.90亿平方米，年平均增速应该在3.7%左右，全球TFT液晶材料需求量与面板需求呈完全正相关关系。反观大陆市场，2017TFT液晶材料需求量为200吨，预计2018年需求量将达到240吨，2019年预计达到270吨，年复合增速为16.2%，远超全球的3.7%，可见大陆对液晶面板需求增速是十分巨大的。

图表 41：全球TFT-LCD面板需求面积及其增速



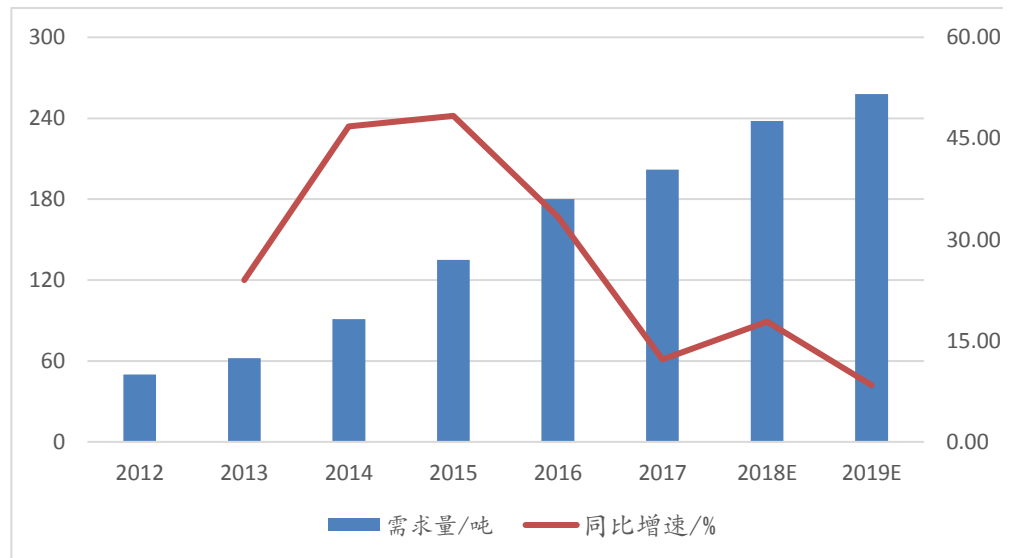
图表 42：全球TFT液晶材料需求量及其同比增速



资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

资料来源：中国产业信息网、万联证券研究所

图表 43：中国大陆地区TFT液晶材料需求量及其同比增速



资料来源：wind、中国产业信息网、万联证券研究所

从供应端来看,目前我国共有10条已建好的8.5代TFT-LCD面板生产线,4条6代TFT-LCD面板生产线和11条4-5代线;未来投产的TFT-LCD生产线有华星光电两条11代线、京东方三条10.5代线、中电熊猫一条10.5代线以及鸿海集团一条10.5代线。从现在的发展来看,大陆在政策的大力支持下,高代线的布局给了大陆赶超台湾、韩国的契机,尤其是在全球面板产业出现产能过剩,面板核心向大陆迁徙的情况下。

图表 44: 大陆已投产的TFT-LCD面板生产线及其混晶用量

厂商	条数	8.5代用量(吨/条月)	全年/吨	条数	6代用量(吨/条月)	全年/吨
京东方	4	2.35	112.8	3	0.9	32.4
中电熊猫	1	2.35	28.2	1	0.8	9.6
华星光电	2	2.35	56.4			
三星	1	2.35	28.2			
惠科集团	1	2.35	28.2			
总计	9		253.8	4		42

资料来源: wind、公司公告、万联证券研究所

目前,液晶显示技术的核心技术和专利主要被德国默克(Merck)、日本智索(Chisso/JNC)、大日本油墨(DIC)所掌握,三家公司混晶市场份额分别占到了50%、40%和6%,该三家企业依靠“苯环”和“萘环”核心结构,构建了严密的专利网,长期垄断产品高端市场。在大陆,具有混晶材料生产能力的只有合成显示、诚志永华、八亿时空等少数企业打破垄断,未来将受益于面板产能向国内转移,进口替代空间巨大。

3.4 LCP材料: 受益5G建设浪潮

LCP(liquid crystal polymer)液晶高分子聚合物是在一定条件下以液晶相态存在的高分子材料,其在液相状态下时黏度较低,在冷却固化后又可以保持稳定状态。与其他液晶化合物相比,它又有较高的分子量,并且呈现高分子化合物的特性,具备良好的机械性能、尺寸稳定性、低介电常数、低介电损耗、耐化学药品性、阻燃性、加工性良好,耐热性好,热膨胀系数较低等特征。

按照液晶形成方式划分,LCP可以分为溶致型LCP(LLCP)和热致型LCP(TLCP),用于工程塑料方向的LCP基本都是热致型,生产企业一般按照变形温度将TLCP分为三类:I型是热变形温度>300摄氏度;II型热变形温度在240-280摄氏度之间;III型热变形温度在210摄氏度以下。

图表 45: TLCP三大类性能比较

性能	类型 I	类型 II	类型 III
热变形温度	>300 摄氏度	240-280 摄氏度之间	<210 摄氏度
拉伸强度	高	高	低
拉冲强度	低	中	高
加工性能	正常	优秀	优秀
厂商	CBO、住友	塞拉尼斯、宝理塑料	伊斯曼、东丽

资料来源：公开信息整理、万联证券研究所

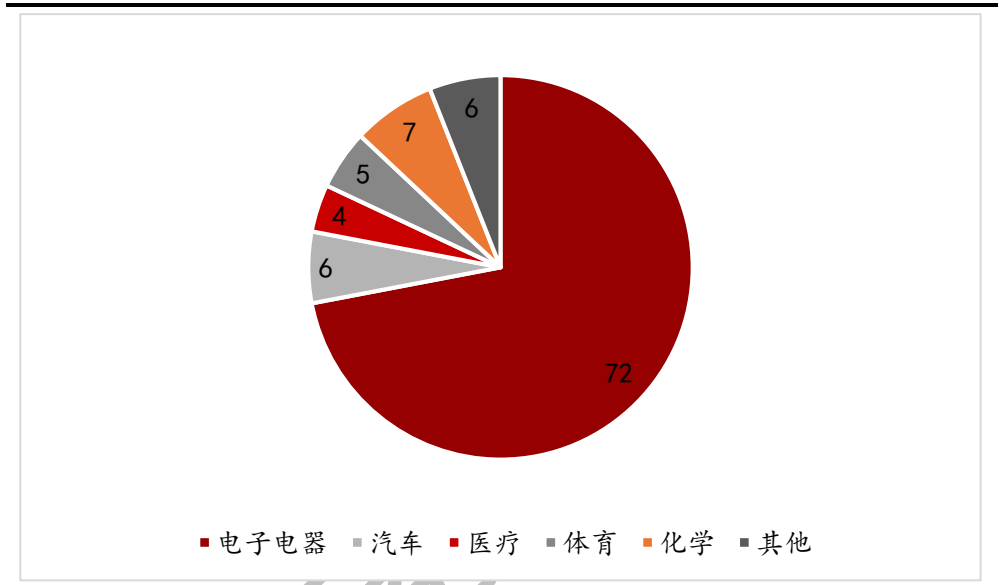
LCP 由于其优异的性能，被广泛应用于电子电器、化学装置、汽车、航空航天、医疗器材、体育器材以及消费材料等领域，其中电子电器使用占比高达70%。

图表 46：中国大陆地区TFT液晶材料需求量及其同比增速

下游应用领域	具体内容
电子电器	SMT、天线、线轴、基片载体、SIMM 插口、发光二极管外壳、晶体管类封装件
化工装置	阀门、泵、油井设备
汽车	燃烧泵、隔热部件、电子元件
航空航天	雷达屏蔽系统、耐高温壳体
医疗器材	外科设备、插管、刀具
体育器材	网球拍、滑雪器材

资料来源：公开信息整理、万联证券研究所

图表 47：LCP各领域应用占比



资料来源：公开信息整理、万联证券研究所

在电子电器领域，率先引领LCP风潮的是iphone X以及iphone11全面屏的使用，在这两款机型中，苹果均采用了LCP天线，相比于传统的PI，LCP基材具有多层层压，无需粘接剂等优点，从而可以使手机的厚度更薄；另一方面，LCP的介电损耗更低，具有更加优异的信号传输性能。尽管从目前来看，LCP天线成本偏高，但是在高端手机领域，LCP天线凭借薄机型+优异的信号传导已成为当前趋势。

根据iFixit拆机观察发现，iphone X有2根LCP天线，XS、XS Max、Xr则含有6根LCP天线。可以发现，iphone系列在不断的增加LCP天线使用量。

图表 48: iFixit拆机



资料来源：iFixit、万联证券研究所

而在 iPhone 11 的天线中，苹果用回了 MPI 薄膜，而不是 LCP 膜，主要原因是：苹果比较注重供应链的安全，全球真正能够量产柔性覆铜板用 LCP 膜的企业目前仅有两家，日本可乐丽和村田。能够生产膜级 LCP 树脂的只有日本宝理

我们认为 TLCP 材料会随着 5G 商用浪潮到来而明显受益，主要逻辑在于：5G 的频率相比于 4G 存在明显提高，而由于电磁波频率越高，波长越短，波长越短越容易在传播介质中衰减，因而对天线材料的损耗就要求越少。也许在 5G 建设初期 MPI 会有一些优势，但随着技术的改进，LCP 将是最终趋势。

图表 49：MPI、LCP 性能对比

项目	成本	传输损耗	热膨胀性	发热温度
LCP	高	损耗少	小	较小
MPI	较低	一般	小	较宽

资料来源：公开信息整理、万联证券研究所

4、重点公司分析

扬农化工（600486）

菊酯和麦草畏行业景气，促进公司业绩增长：近期受益于环保高压态势，苏北地区装置停产导致菊酯及其中间体市场供应持续偏紧，产品价格不断提高，截止10月，功夫菊酯、联苯菊酯报价分别为37、42万元，分别同比增长98%、66%。短期来看，环保高压态势仍将持续，菊酯行业供仍将处于紧平衡，产品高价有望维持，利好公司业绩增长。另一方面，麦草畏有望大量推广应用于北美，原因是孟山都披露其含麦草畏和草甘膦的双抗种子试用良好，预计19年合计种植面积将达到5000万英亩，20年达到6000万英亩后，公司作为全球麦草畏龙头企业，行业竞争优势明显。

公司完成农研公司和中化作物资产交割，助力公司成为全球农化巨头：2019年10月10日公司宣告完成中化作物和农研公司资产交割。中化作物下游销售渠道遍布范围广，在业务上与先正达、巴斯夫、拜耳等世界跨国农化公司合作近二十年，为其提供丰富、优质的原药、制剂产品和服务，与其建立了密切的战略合作关系，扬农化工收购中化作物后，将充分发挥协同效应，扩大市场份额。农研公司是我国优秀的研发基地，公司开发了多个农药新品种，其创制的新型杀菌剂氟吗啉是中国第一个获准正式登记的具有自主知识产权的农药产品。公司本次的收购一方面增加公司研发实力，另外拓宽公司生产基地和销售渠道，助力公司成为全球农化巨头。

盈利预测及投资建议：看好公司未来发展前景，预计19-21年公司归母净利润分别为

11.40、13.70、17.15亿，对应PE为13.87、11.54、9.22，维持“增持”评级。

风险提示：环保力度大幅降低，菊酯产品价格大幅降低。

万华化学（600309）

MDI价格下降，石化产品跌多涨少，销售研发费用增长拖累公司Q1业绩：我们分析公司Q1业绩有所下滑的主要原因在于两方面：1. 公司费用率有所上升，2019Q1公司销售费用同比增长22.36%至6.58亿；研发费用同比增长52.92%至4.23亿；2. 2019Q1MDI价格虽然企稳回升，但是整体来看，华东聚合MDI均价约为13800元/吨，纯MDI价格约为21300元/吨，同比下滑43%和34%，价格仍处于低位。此外，公司石化产品跌多涨少，丙烯、环氧丙烷、MTBE、正丁醇均价为7500元/吨、10400元/吨、5500元/吨、7100元/吨，同比下降分别为7.25%、16.40%、5.78%、2.23%。石化业务作为公司第二大业务，产品价格下降对公司业绩造成影响。

2019年MDI景气修复，公司二季度业绩支撑明显：2019年2月开始公司连续上调国内MDI分销市场挂牌价，据最新公告，公司5月份聚合MDI市场挂牌价为19000元/吨（环比上涨1200元/吨）；纯MDI挂牌价为27200元/吨（环比上调1200元/吨）。此外，二季度国内外MDI装置将迎来检修高峰期，上海科思创50万吨装置5月份检修，东曹7万吨MDI国内装置4月初计划检修20天，东曹日本40万吨装置5月进行检修，韩国锦湖三井35万吨装置也在5月进行检修，装置检修将给MDI价格带来明显支撑，MDI价格大概率继续上扬，助力公司二季度业绩增长。

公司完成整体上市+全球化布局，未来增长可期：公司已经全部完成整体上市，重组完成以后，公司MDI产能由自有180万吨加上BC公司产能30万吨变为210万吨，跃居全球第一，并实现了公司全球化的布局，公司从由单一的MDI寡头垄断企业，发展到拥有两大产业链和六大事业部，业务覆盖异氰酸酯、TDI、聚醚多元醇等聚氨酯领域；丙烯酸及其酯、环氧丙烷等石化领域；水性PUD、PA乳液、TPU、ADI表面材料等特种化学品及材料产业领域的全面一体化公司，未来发展可期。

盈利预测与投资建议：预计19-20年公司归母净利分别为116.24亿、131.32亿，对应EPS分别为4.25元、4.80元，对应当前股价PE分别为10.35倍、9.16倍。给与“买入”评级。

风险因素：原油价格波动性较大；下游终端需求疲软。

恒逸石化（000703）

季度盈利能力，公司三季报符合预期：2019 三季度公司累积实现归母净利润 22.14 亿，同比下降 9.28%；单季度公司实现归母净利润 9.37 亿，同比下降 15.13%，业绩符合预期。三季度公司环比出现下滑的主要原因是一方面 18 年三季度 PTA 出现了一大波暴涨，季度均价达到了 7570 元，而 2019 年 3 季度 PTA 均价仅为 5500 元，相差幅度为 2070 元，PTA 价格同比下滑了 27%；另一方面，三季度国内外形势复杂，中美贸易摩擦加剧以及人民币大幅贬值，都给公司业绩带来了一定影响。但单从过往来看，公司 2019 三季度实现归母净利润 9.37 亿，已经是公司历史单季度第二高盈利，体现

了公司在受到外部冲击的抗风险能力和盈利能力。

文莱炼化一期项目已转入全面试车，产业链一体化升级：9月6日，公司宣布文莱一期项目产出产品，我们预计大概率文莱项目会在四季度转固，会给公司带来新的业绩增量。该项目拥有三方面优势：1. 政策优势（税收减免）；2. 经营优势（进口原油方便、成品油将就近销往东南亚市场、化工品下游配套消化）；3. 技术优势（最新的灵活焦化工艺、液相柴油加氢技术、项目自产蒸汽配套燃煤发电）。预计项目投产后公司产业链一体化将实现升级。

盈利预测与投资建议：预计公司19-21年归母净利润分别为41.07/51.29/63.63亿，对应EPS为1.56/1.95/2.42，对应PE为10.01/8.02/6.46，维持“增持”评级。

风险因素：原油价格波动性较大；下游终端需求疲软。

华鲁恒升（600426）

公司煤气化技术成本优势明显，醋酸等主营产品价格维持高位：公司以水煤浆气化技术为核心，形成了尿素200万吨、醋酸50万吨、丁辛醇20万吨、己二酸16万吨、DMF25万吨以及其他产品总计约40万吨的高度一体化化工园区。公司前三季度肥料实现销量134.5万吨，同比增长17%，实现营收20.60亿；己二酸及中间体、醋酸及衍生品、多元醇销量基本同比持平，但是价格分别同比上涨10%、66%、10%，实现对应收为14.82亿、19.29亿、12.42亿，同比增长12.6%、69.8%、17.2%。

50万吨煤制乙二醇项目逐步投产，为公司业绩保驾护航：公司年产50万吨乙二醇项目于18年10月正式投产，加上公司原有的5万吨/年合成尾气制乙二醇，累计达到产量55万吨/年。公司煤制乙二醇具备较高的成本优势（<5000元/吨），目前产品已经达到下游客户供货标准，未来我们认为聚酯行业短期内需求仍较为刚性，这部分煤制乙二醇会很快被下游客户消化，为公司业绩提供稳定支撑。

公司拟投资65.52亿元建设精己二酸和酰胺及尼龙新材料项目，未来发展可期：公司于3月19日发布公告，拟在投资65.52亿建设精己二酸和酰胺及尼龙新材料项目：精己二酸项目拟投资15.72亿元，建设16.66万吨/年装置及配套设施，项目建设期为24个月；酰胺及尼龙新材料项目拟投资49.8亿元，建设30万吨/年己内酰胺、20万吨/年甲酸、20万吨尼龙6切片产能，项目建设期为30个月，我们认为，公司布局酰胺、尼龙产业，一方面可以用到公司煤气化平台带来的原料端优势，另一方面又可以进一步拓展完善公司一体化产业链，形成高度完善的一体化产业基地，公司竞争优势明显。

盈利预测及投资建议：看好公司未来发展前景，预计19-20年公司净利分别为34.73亿、35.21亿，对应EPS分别为1.81元、2.00元，对应当前股价PE分别为8.34倍、7.56倍。维持“买入”评级。

风险提示：醋酸价格大幅下跌，煤化工产品价格大幅下降。

5、风险提示

原油价格大幅波动、中美贸易摩擦加剧、大炼化项目投产不达预期、下游需求大幅减弱。

化工行业重点上市公司估值情况一览表
(数据截止日期: 2019年12月11日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产	收盘 价	市盈率			市净率	投资评级
		18A	19E	20E	最新		18A	19E	20E	最新	
600486	扬农化工	2.89	3.68	4.42	16.20	57.71	13.03	13.87	11.54	3.07	增持
600309	万华化学	3.88	4.25	4.80	12.85	51.20	7.21	10.35	9.16	3.44	买入
000703	恒逸石化	0.79	1.56	1.95	7.83	13.04	15.43	10.01	8.02	1.66	增持
600426	华鲁恒升	1.86	1.81	2.00	8.41	17.71	6.50	8.34	7.56	1.95	买入

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，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收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“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客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中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、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的版权仅为本公司所有，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、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场