

地产竣工复苏，化工股买什么？

前期我们发表 2020 年化工策略报告表示对明年非常乐观，其中一个重要逻辑就是看好明年地产竣工复苏带来的需求弹性。今年以建筑用钢为代表地产早周期需求已经接近 15%，如果明年能传导至化工产业链，大概率整体景气会远好于今年，个股机会也会很多，具体如下：

核心观点

- **化工和黑色为何走势背离：**19 年大宗商品领域黑色系和化工系价格走势严重背离，地产早周期链的钢铁水泥走势显著强化化工，其背后的根本原因还在于地产开工和竣工的背离。展望明年市场主流预期为地产竣工同比增速接近 10%。以此测算，大多数没有明显供给增长的化工品都会呈现供需紧张，价格也存在很大的向上弹性。
- **竣工复苏化工买什么：**纵观历次地产周期复苏带来的化工行情其实有很清晰的产业链传导顺序。以距离本轮最近的 16-17 年为例：整体而言，PVC 和纯碱作为管材和玻璃的材料最为靠近地产前端因此最先启动，PVC 作为型材还可用于装修，因此板块景气持续时间还要更长于纯碱。另外其后启动的是涂料行业等装修相关行业，代表产品为钛白粉、丙烯酸等，再后面就是家电、家具行业对应的氟化工、MDI 和 TDI 等，这时需求已接近入住。最后就是床上用品、窗帘等对应的涤纶行业和买房带动的购车需求。我们判断，本轮地产竣工周期复苏带动的化工行情大体上也还会延续上述规律。
- **化工行情有望扩散：**前期我们年度策略报告中重点推荐了万华，主要还是认为在自上而下逻辑中其最容易得到配置型资金的共识。但仅就弹性而言，如果周期复苏逻辑兑现，万华大概率并不是弹性最大的标的。展望未来，我们判断随着万华市值接近 1700 亿元，对应其他化工标的的比价效应开始凸显，行情具备了扩散的条件。

投资建议与投资标的

- 目前时点我们最看好市值弹性大、且博弈价值比较高的卫星石化(002648，买入)。另外三友化工(600409，未评级)PB 再次接近 1 倍，也有较好的配置价值。此外，滨化股份(601678，未评级)兼具卫星的空间和三友的低 PB，只是公司市场认知度不高，相对不容易形成共识，但也是值得长期关注的标的。

风险提示

- 需求复苏不及预期；新项目投产不及预期

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测，每股收益使用最新股本全面摊薄计算，（上表中预测结论均取自最新发布上市公司研究报告，可能未完全反映该上市公司研究报告发布之后发生的股本变化等因素，敬请注意，如有需要可参阅对应上市公司研究报告）

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格，据此开展发布证券研究报告业务。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

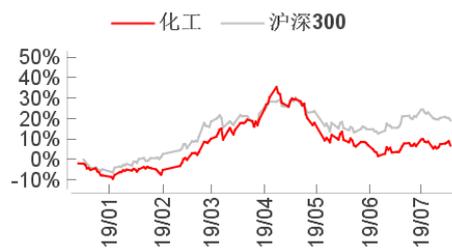


东方证券
ORIENT SECURITIES

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 12 月 16 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

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

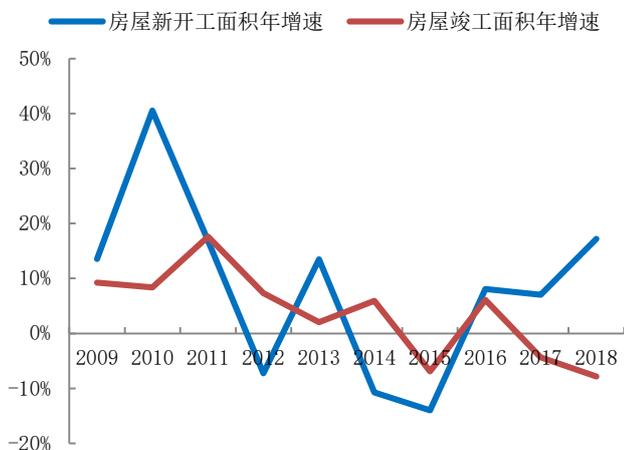
目 录

1. 化工和黑色为何走势背离？	3
2. 竣工复苏化工买什么？	3
3. 相关标的分析	4
3.1 卫星石化.....	4
3.2 三友化工.....	5
3.3 滨化股份.....	5
4. 风险提示	5

1. 化工和黑色为何走势背离？

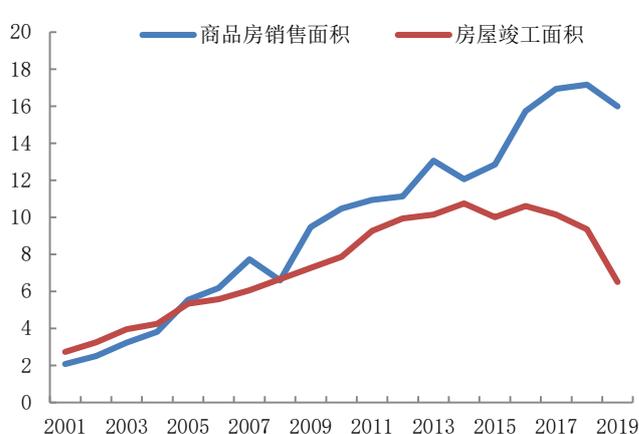
19 年大宗商品领域最有趣的现象就是黑色系和化工系价格走势的背离。年初至今钢价基本维持稳定，铁矿石价格甚至还上涨了接近 30%。而化工品种如甲醇、乙烯等都普跌 30% 以上，乙二醇价格更是被腰斩，可谓是冰火两重天。任何商品价格本质上取决于供需关系，钢价能够显著强于化工的根本原因就在于需求好。今年虽然市场对周期品普遍悲观，但和地产新开工相关的行业需求其实非常强劲，建筑用钢需求增速我们测算已经达到了 15% 以上，水泥今年消费增速也达到了 6%。而化工中最为地产链早周期的 PVC、纯碱等在供给端近几年都只有 3% 左右增速的情况下，供需都没有出现明显紧张，可见地产需求基本没有传导至化工产业链。这在宏观数据上体现出来的就是地产开工和竣工的背离。虽然说竣工一般都滞后于开工，但本轮滞后的时间之长还是创下了历次周期之最。只不过长期看竣工和开工差别应该只是节奏而非方向（毕竟目前并没有看到大规模烂尾楼的迹象），竣工增速向开工靠拢只是时间问题，而且近期竣工数据已经有明显的好转。目前市场主流卖方对明年地产竣工也普遍乐观，例如广发预测在今年前 7 月竣工负增长 12% 的情况下，全年竣工增速为 0.2%，明年修正后竣工增速为 10.4%，中信则预测明年同比改善幅度为 9.5%。如果把上述约 10% 的需求改善幅度加在化工供需平衡表上，可以说当前看似过剩的绝大多数产品供需都会变得比较紧张，价格也存在很大的向上弹性。

图 1：房屋新开工及竣工面积年增速情况



资料来源：百川资讯，卓创资讯，中国知网，东方证券研究所

图 2：商品房销售面积及房屋竣工面积对比（亿平方米）



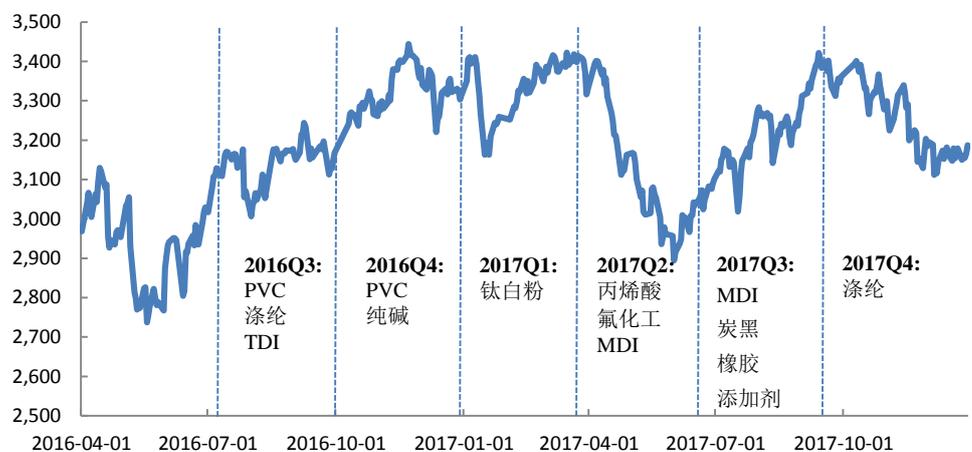
资料来源：伍德麦肯兹，东方证券研究所

2. 竣工复苏化工买什么？

纵观历次地产周期复苏带来的化工行情其实有很清晰的产业链传导顺序。以距离本轮最近的 16-17 年为例：整体行情启动于 16 年 3Q，涨幅最大的板块为 PVC、涤纶和 TDI（主要因海外爆炸，有很大偶然性）；4 季度在 PVC 板块之外，纯碱板块也开始启动；17 年 1Q 涂料行业的原料钛白粉表现最好；2Q 传导至涂料行业的丙烯酸，另外氟化工和 MDI 等家电产业链相关的行业开始表现；3Q 时 MDI 继续保持强势，鲁西和华鲁等综合性大型化工企业股价也获得较好表现，另外就是汽车产业链的炭黑和各类橡胶添加剂类企业股价表现很好；4Q 则主要是涤纶龙头为代表的大炼化企业

最为突出。整体而言，PVC 和纯碱作为管材和玻璃的材料最为靠近地产前端因此最先启动，PVC 作为型材还可用于装修，因此板块景气持续时间还要更长于纯碱。另外其后启动的是涂料行业等装修相关行业，代表产品为钛白粉、丙烯酸等，再后面就是家电、家具行业对应的氟化工、MDI 和 TDI 等，这时需求已接近入住。最后就是床上用品、窗帘等对应的涤纶行业和买房带动的购车需求。本轮地产竣工周期复苏带动的化工行情我们判断大体上也还会延续上述规律，结合估值我们认为值得重点关注的品种为三友化工、卫星石化和滨化股份，逻辑如下：

图 3：2016-2017 年申万化工行业指数变化



资料来源：Wind、Bloomberg、东方证券研究所

3. 相关标的分析

前期我们年度化工策略报告《2020 年化工行业不在悲观》中，重点推荐的是万华化学和扬农化工。应该说万华从周期位置看底部，但股价和估值都不在底部了，如果景气如我们预期般复苏，大概率不是本轮行情弹性最大的选择。之所以开始只推荐万华，根本原因还在于当时市场对于景气复苏逻辑认同度并不高，自上而下的行业配置型资金增加化工持仓最容易形成共识的标的还是万华。而扬农则在于我们看好今年农产品价格上涨带来的农化行情（预计在 2-3 季度启动，目前时点略早），而扬农同属于农化行情无法跳过的标的。站在目前时点往后看，今年 4 季度传统化工淡季，PVC 和纯碱等产品已经体现出淡季不淡、价格偏强，并且万华市值也迈上了 1600 亿的新台阶，PB 也超过了 4 倍，对应其他化工标的的比价效应开始凸显，行情具备了扩散的条件。目前我们认为市值弹性最大、且博弈价值较高的标的为卫星石化，值得重点推荐。另外三友化工 PB 再次接近 1 倍，也有较好的配置价值，还有就是滨化股份，兼具卫星的空间和三友的低 PB，只是公司市场认知度不高，相对不容易形成共识，但也是长期值得关注的标的，具体如下：

3.1 卫星石化

公司是我国丙烯酸行业的龙头企业，现有业务过去两年基本都可以获得 10 亿以上的利润，当前市值基本只是反映了公司的传统业务估值，而没有包含公司投资上百亿新建的乙烷裂解项目。我们前

期对新项目下游产品乙二醇和乙烯都发表过行业深度报告做过分析，虽然未来供需不佳，但在成本支撑下上述产品价格也趋近底部，继续下跌的空间不大。其利润主要来源的低成本乙烷则由于公司目前是国内唯一实质性启动乙烷裂解的企业，至少在 2-3 年内价格大涨风险不大。所以整体价差还是可以维持在每吨 1000 元以上，盈利比较有保障，对应其市值向上的弹性无疑就很大了。应该说仅就投资逻辑而言，近两年公司并没有什么太大的变化。我们之所以选择在这个时点推荐公司，最根本的原因还在于我们看好明年的化工周期，相应市场对公司的风险偏好就有很大的提升空间，更敢于去 Price in 远期的潜在利润，这也是我们看好的基本逻辑。

目前仅就股价而言，公司最大的优势就是项目预期投产期已经很近了，时间贴现成本在大幅降低。另外如果明年周期如我们预期般复苏，则新投项目的盈利不确定性也在降低。公司该项目不利之处，如原料来源单一，只有美国能够提供；该项目相对公司而言体量巨大，资金风险较大等，由于近两年市场风格对周期非常苛刻，股价对各种风险因素反应的比较充分，即使无法完全规避，至少在定价上也已经规避了很多风险。而且正因为项目体量巨大，我们也不需要担心公司在执行上的积极性。整体而言，目前位置公司估值比在化工企业中是很高的，潜在上行空间也很大，值得重点推荐。

3.2 三友化工

公司是我国老牌上市化工企业，这么多年业绩虽有波动，但过去 10 年 ROE 均值还是能维持在 8% 左右，目前 PB 已经跌至 1 倍，属于历史最低水平。从乐观方面看，公司的纯碱、PVC 和烧碱都和地产竣工逻辑强相关，业绩存在向上弹性。另一主要产品粘胶虽短期看不到改善迹象，公司做为成本最低的企业上半年都巨亏 2 个多亿，景气谷底也基本确认，复苏只是时间问题。不利之处在于公司未来没有太多产能投放，产品结构也过于传统，很难看到太多的发展空间。纯碱整体盈利不在底部，也没有经历过价格暴跌带来的主动去库存，短期库存端还不支持大涨，所以向上弹性应该不如卫星。但是至少就目前极低的 PB 水平而言，任何产品价格反弹，公司都应该有跟随向上的弹性，整体上我们认为也值得关注。

3.3 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。作为一个在 14-15 年行业最低谷都能有几个亿利润的企业，目前 PB 仅 1.2 倍，也处于历史底部位置。另外从产品价格弹性看，明年我们认为 PO 和 MDI 类似，都是价格上涨确定性比较高的品种，仅就行业格局而言还要更好于丙烯酸。远期看滨化新材料项目（60 万吨 PDH+30 万吨 PO/TBA 等）也将进入建设阶段，考虑到该项目共氧化法 PO 中具备很强的技术壁垒，长期潜在项目投资回报率其实非常可观。但该公司在股票的不利之处在于市场定位过于边缘，新项目投产预期也比卫星要晚一年以上，不确定性更强，短期很难形成共识，股价表现大概率要晚于卫星石化和三友化工，但还是值得长期关注。

4. 风险提示

1) 需求复苏不及预期：我们对明年需求改善的判断基于地产竣工复苏的逻辑，如地产新开工和竣工数据持续劈叉，则需求改善程度可能不及预期。

2) 新项目投产不及预期：卫星和滨化未来的业绩增长都比较依赖新项目的投放，如投产进度不及预期，将影响盈利改善程度。

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

电话：021-63325888

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

