

凛冬已至，19 年化工投资方向在哪里？



报告起因

- 展望明年，我们判断受困于需求不振，化工大多数行业盈利都将下滑，很难有系统性机会。相应我们最为看好有需求增长的 LNG 行业，受益原料下跌具备定价权的下游企业，以及需求较为独立且景气尚处底部的部分农化行业，具体逻辑如下：

核心观点

- **中游盈利下滑空间巨大：**目前中游盈利处于历史高位，明年需求又不乐观，景气大概率下滑，很难有整体性的大机会。但好在本轮股价调整远早于基本面，当前 PE 也处于历史最低水平，即使以历史均值 ROE 测算，PE 也不高估。因此长期看，我们并不悲观，只不过市场对周期股还是以趋势投资为主，所以短期跌过头的概率很大。
- **最为看好 LNG 板块：**由于我国煤改气带来量的持续增长，对于进口 LNG 来说，未来几年还有望维持 30% 以上的增速，是能化板块中极为罕见的还有需求逻辑的子行业。而且海外供给比较过剩，因此 LNG 进口接收站瓶颈效应会很强，有该类资产的企业值得重点配置。
- **下游有定价权的企业：**明年在产能大幅扩张和近期油价暴跌的综合作用下，乙烯和 PX 价格都不乐观，这也会大幅降低下游企业成本，对有定价权企业来说，就有望锁住这部分利润，推动盈利增长。例如涤纶长丝在前期 PTA 暴涨中已经体现出很强的定价能力，未来其与 PX 的价差有望显著扩大，桐昆股份无疑会很受益。另外环氧乙烷龙头企业奥克股份，在减水剂市场占有率已经接近 50%，同样具备很强定价能力，也将受益上游原料乙烯成本下降。
- **农化存在周期性机会：**目前化工行业中 ROE 和 PE 都远低于历史均值的主要都在化肥板块，而其下游农产品也已经历了多年熊市，目前无论是库存比还是价格都在好转趋势，明年农化景气预计仍将提升。从供给格局看，我们认为买肥不如买矿，最为看好有资源属性，且 PB 已经接近 1 的兴发集团。

投资建议

- 展望明年，我们最为看好 LNG 板块、下游龙头桐昆股份(601233，买入)、奥克股份(300082，买入)、农化资源龙头兴发集团(600141，买入)和受益制造业升级的技术服务隐形冠军三联虹普(300384，买入)。

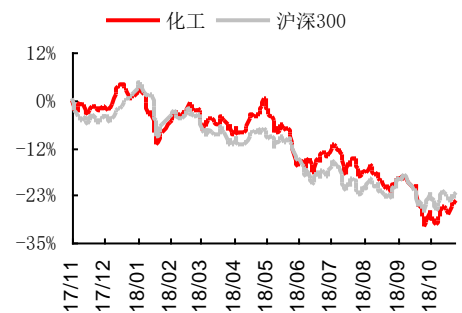
风险提示

- 油价波动风险；PTA-长丝景气下滑风险；炼化投产不及预期。

行业评级 **看好** 中性 看淡 (维持)

国家/地区 中国/A 股
行业 化工
报告发布日期 2018 年 11 月 28 日

行业表现



资料来源：WIND

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

倪吉
021-63325888-7504
niji@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860517120003

联系人 **万里扬**
021-63325888-2504
wanliyang@orientsec.com.cn

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

相关报告

东方证券化工周报-11 月第 3 周 2018-11-19
东方证券化工周报-11 月第 2 周 2018-11-11
东方证券化工周报-11 月第 1 周 2018-11-04

目 录

1. 凛冬已至，春天不远！	3
1.1 明年最大风险在于需求	3
1.2 长期我们并不悲观.....	4
1.3 龙头企业正迎来黄金时代！	5
1.4 产业升级带来的投资机会	6
2. 明年最看好天然气板块	6
2.1 气价正进入长期上涨周期.....	7
3. 寻找下游有定价权的企业	9
3.1 反逻辑典型案例——三力士	9
3.2 石化大周期正迎来拐点	10
4. 依然看好农化板块	12
4.1 农化最为看好磷矿石.....	13
5. 投资建议	14
5.1 桐昆股份	14
5.2 奥克股份	14
5.3 三联虹普	14
5.4 兴发集团	15
6. 风险提示	15

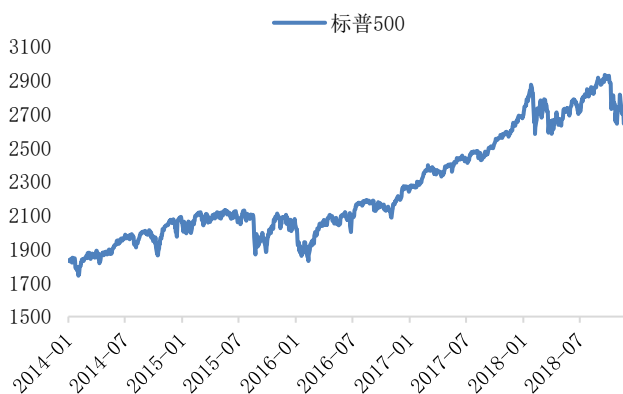
1. 凛冬已至，春天不远！

每到岁末，都免不了要展望一下明年的投资机会。如果说 16 年随着供给侧改革，行业冬去春来，17 年进入量价齐升的盛夏，那么 18 年初则是秋天最后收获的季节，2 季度开始股价就急转直下，行业一夜入冬。展望明年，对于大多数中游行业来说，景气还都处于高位，未来需求又大概率下滑，因此盈利还远未见底，从趋势看确实没有太好的投资机会。但选择变少也会凸显出还能逆周期增长公司的价值，其中我们最为看好三个方向：1. 天然气行业，尤其是拥有进口 LNG 接收站的企业；2. 中下游拥有定价权的企业，能够受益原料价格下跌带来的盈利增长，如桐昆股份和奥克股份等。3. 景气和估值都处底部的农化板块，如 1 倍 PB 左右的兴发集团。

1.1 明年最大风险在于需求

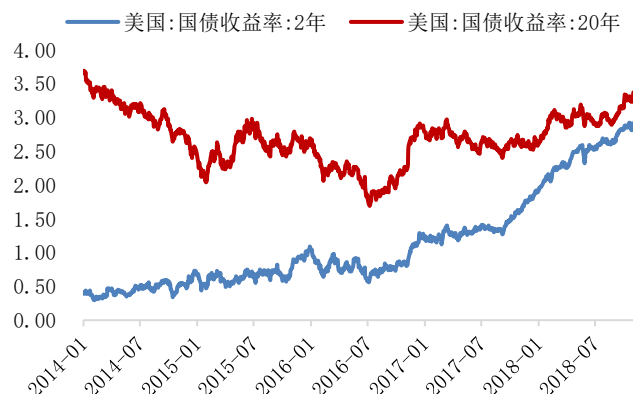
前期我们就已经发表报告《化工行业高景气已近尾声》看空整个行业，当时基于的逻辑是中游盈利处于非正常的历史高位，对下游的盘剥过于严重，即使有供给侧逻辑的支持，最终还是破坏整个产业链的生态，难以持久。更何况当时在诸如大炼化等领域已经看到了明显的资本开支扩张，供给收缩逻辑也在边际弱化。但展望明年，我们判断整个周期性行业最大的风险已经不再是供给，而是需求。10 月份最新统计数据中地产、汽车、发电量和社融等主要经济指标同比增速都大幅下滑，唯一还在高位的出口，明年 1 月份也面临美国关税大幅提升的压力，届时也难有太好表现。如果说这些负面因素都还在市场预期之内，那么明年美国经济一旦见顶回落，需求端仅存的逻辑也被破坏，全球经济整体向下就难以避免了。而这个概率，我们判断其实是很大的。长期看中美经济就如同两条正弦波，波形相似只是节奏不同，如果中国经济见顶回落，美国也很难独善其身，近来其长短期国债利率差、美股和油价走势都体现了极为不好的征兆。由于大宗品价格体系中尚未充分包含这种预期，其一旦兑现杀伤力就会很大，因此需求见顶是明年大宗商品价格面临最大的宏观风险。

图 1：美国标普 500 走势



资料来源：Wind、东方证券研究所

图 2：美债期限利差缩窄

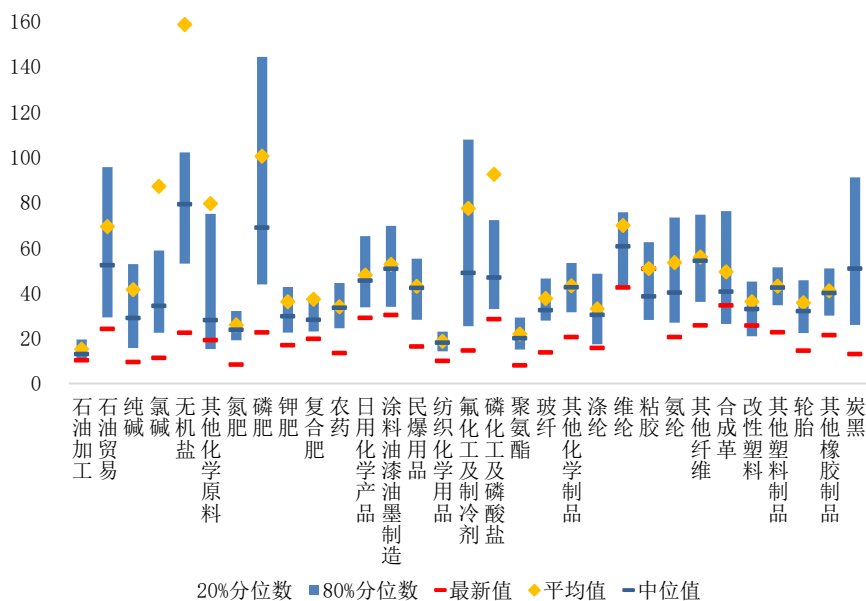


资料来源：Wind、东方证券研究所

1.2 长期我们并不悲观

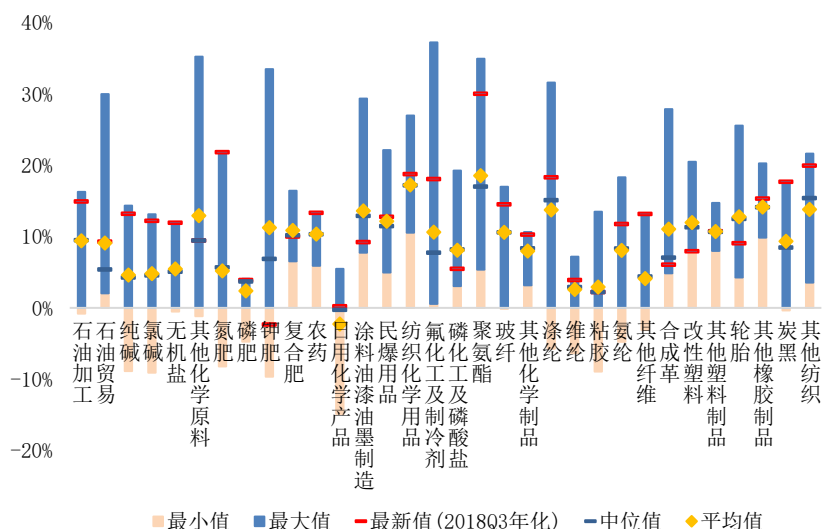
今年以来化工行业宏观和微观上的最大撕裂在于，整体性的盈利恶化其实是从下半年才初见端倪，上半年大多数公司业绩还在上升趋势之中，但股价却从2月底就开始下跌，盈利和股价完全背离，相应目前估值水平也降至历史低位，大幅释放了潜在风险。虽然周期高点 PE 参考性不大，但即使以过去 10 年行业均值 ROE 测算，当下化工行业也和过去 10 年平均 PE 相差不大。而且在环保约束不可逆提升的大背景下，未来化工行业的壁垒和应享有的合理 ROE 水平理应更高，对应当下的估值水平应该还要低于过去 10 年的历史均值 PE，至少从估值看没有明显高估，不具备再大幅杀估值的风险。对于明年美国经济放缓的隐患来说，由于前期贸易摩擦后 A 股大幅调整，也提前透支了外需下滑的负面预期，因此真正兑现后，对股票的杀伤恐怕会远小于商品。其实就商品和股市的走势看，前者的隐含预期无疑对中国经济和国家未来都更为乐观，反应在盘面就是期货还在结构性牛市，至少是多空交错，股市则经历了大幅调整。就我个人而言，我对化工品不乐观，对化工股不悲观。如果各行业的龙头白马股价出现大幅下跌，我会很乐观！

图 3：申万三级子行业最新 PE 分布



资料来源：Wind，东方证券研究所

图 4：申万三级子行业最新 ROE 分布



资料来源：Wind，东方证券研究所

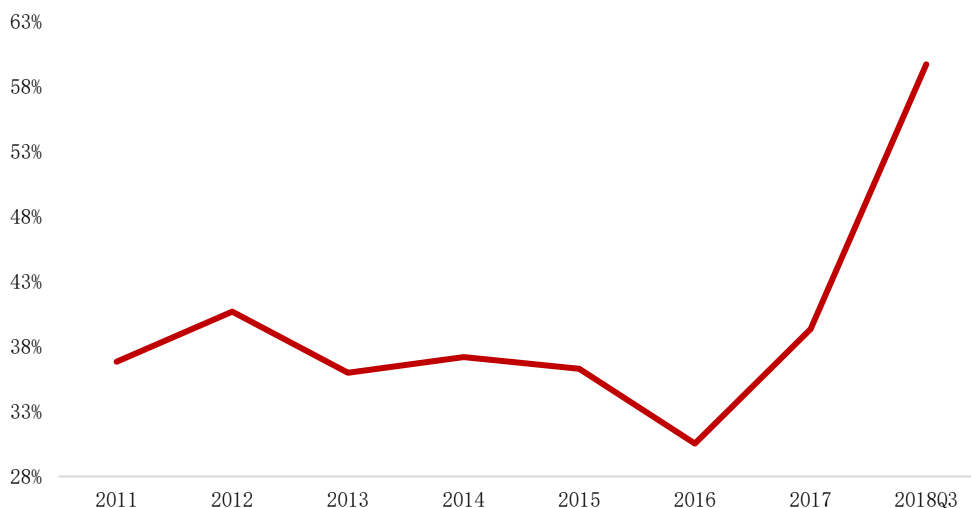
1.3 龙头企业正迎来黄金时代！

这是最好的时代、也是最坏的时代，既是失望之冬、也是希望之春。

——双城记

明年就周期而言，无疑是大空之年，但就格局而言，却堪称我入行 10 年最好的时代，龙头第一次像龙头了。此前化工行业一直是一荣俱荣、一损俱损，09-11 年周期高点时，很多中流水平的企业也可以大手笔扩张；13-14 年，只要涉足转型的企业就能得到资本市场的青睐，使还在坚守主业的龙头反而显得暮气沉沉、跟不上时代。可以说这两轮资本的盛宴都将资源主要配置给了并不优秀的企业，对行业发展与其说是促进还不如说是破坏，因此繁华落后留下的是一地鸡毛和严重的产能过剩。以至于 15 年连行业龙头都出现了普遍亏损，甚至不少也到了生死边缘，先进产能居然被落后产能拖垮，可见行业资源配置已经无效到了何等程度。但经历了供给侧改革后，龙头环保优势开始凸显，并且税收和社保的严格监管，也提升了不合规企业的制度成本，使得所有企业真正站在同一起跑线上公平竞争，成本端的差距迅速拉大。龙头优势地位越发稳固，对未来也更有信心，集中了绝大部分新增资本开支，未来化工行业走向寡头垄断格局已经愈发明显。如果龙头企业股价因为周期因素而大幅调整，长期看反而会带来比较好的买点。

虽然本轮供给侧改革初衷可能是为了帮助部分僵尸行业解决资产负债表问题，但客观上也加速了落后产能的淘汰。我国工业化到了目前阶段，行业集中度大幅提升是经济规律使然，这个过程必然会伴随着极度两极化和小企业大规模退出。多数人不愿面对的一个事实就是任何进化本身都是黑暗且残酷的，意味着大量的物竞天择和适者生存，龙头都是踩着无数竞争对手的尸体才站到了行业的巅峰。决定我国化工产业全球地位的也是这些 1% 的优胜者能否与 BASF、陶氏等海外巨头一较短长，而与其他 99% 的企业无关。天地不仁以万物为刍狗，只有倒逼落后产能退出，释放其占有的土地、人才和资金等各种要素禀赋，并将其再分配给优秀企业，实现全社会资源配置效率的最大化，长期看才是真正能实现产业升级、普惠众生的大仁。

图 5：前十大企业资本开支集中度比较


资料来源：Wind、东方证券研究所

1.4 产业升级带来的投资机会

投资界的古老格言：“如果大家都去淘金，那就投资给那个卖镐人。”

在未来化工产业升级大潮中，除了升级企业自身，服务于产业升级和智能化改造的企业也会受益。对比中美高科技产业，我国在 to C 领域毫不逊色，BAT、京东等都已经是世界级企业。但在 To B 领域，我国企业规模却远小于 Oracle、IBM 等巨头。这背后原因就在于美国经济高度成熟，早已进入市场红利枯竭状态。企业为了在竞争中占优，必须武装到牙齿，在内部挖潜遇到瓶颈后，往往依靠外力来帮助其降本增效，这也给了 To B 企业巨大的市场空间。而我国经济过去一直处于高速增长期，企业都忙于跑马圈地，对于新工具、新方法的采用意愿自然就很低。但现在行业格局已经趋于稳定，未来都是巨头与巨头间的竞争，相比粗放发展时代的扩量，精细化的提质变得更为关键。如果说硬件升级是长身体，研发升级就是补大脑，而后者对我国仍以成本竞争为主的龙头企业来说更为欠缺，大企业既有能力也有意愿为此付费，其中蕴含了巨大的商业机会，因此我们非常看好在锦纶行业中掌握了核心自主可控技术，并通过外延收购不断扩充工艺包品类的隐形冠军三联虹普。

2. 明年最看好天然气板块

对于周期性行业而言，最重要的无疑还是需求。而明年的问题是大多数行业都看不到需求的增长，这个背景下天然气确定性的高增长就显得非常的珍贵。受益于煤改气带来的巨大增量，我国天然气去年消费增速达到了 17.1%，预计未来两年也将保持在 10% 以上。无论是自产气还是进口管网气，增量都比较有限，过去两年消费增量主要都靠海上进口 LNG 来填补，去年进口增速高达 46.4%，今年前三季度仍超过 47%。如果假设明年需求增速为 10%，进口管网气增长 50 亿方，自产气增长 94 亿方，则进口 LNG 需要增长 135 亿方，增速达到 18%。对应明年的有效产能 1046 亿方，开工率将达到 90%，仍然维持在高水平。而从海外 LNG 供给看，未来两年新增量还有 9270 万吨，远大于我国增量需求，因此大的格局是海外不缺供给，国内不缺需求，瓶颈就在于我国进口接收站不足。按照我们统计的 LNG 产能，19 年开工率还将维持在接近 90% 的高水平，供需依旧紧张。

而且与下游管网不同，LNG 接收站并不直接面对最终端的民用市场，相应受政策性限价影响不大。尤其是民营接收站一般不承担强制性保供职责，往往会选择利润率更高的液来液走或工业直供方式。对于 300 万吨标准接收站，如果以今年液来液走和工业直供单吨利润中枢 600 元和 550 元，前者占 30%、后者占 70%测算，则总利润在 16.95 亿元左右。

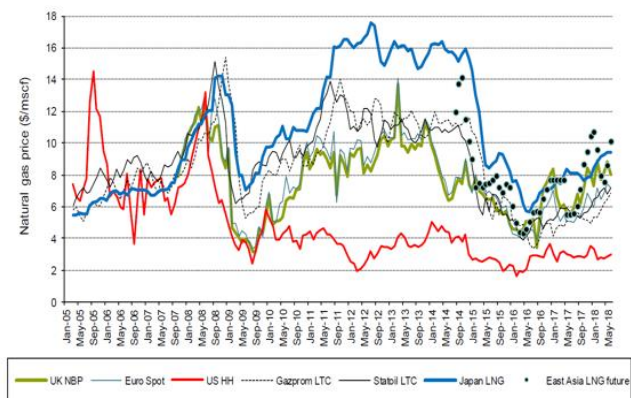
表 1：中国中长期 LNG 供需分析（亿方）

需求	2016	2017	2018E	2019E
总计	2058	2386	2792	3071
供给	2016	2017	2018E	2019E
自产气	1368	1480	1569	1663
陆上管道气	370	420	470	520
进口 LNG 产能	745	781	951	1046
需要进口 LNG	319	526	753	888
LNG 工厂开工率	43%	67%	82%	90%

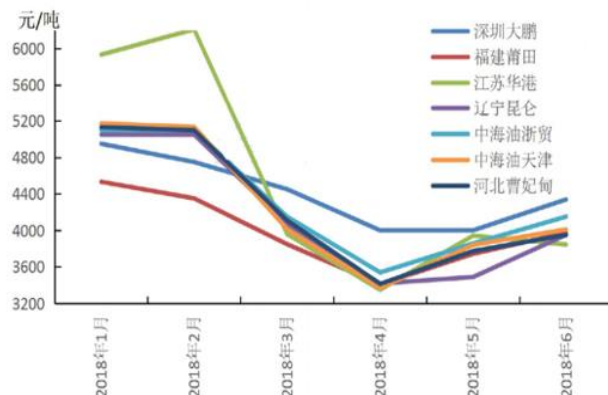
资料来源：公司公告、海关总署，东方证券研究所

2.1 气价正进入长期上涨周期

近期大宗商品中的明星品种无疑就是北美天然气，其价格在 2 个月内大幅暴涨 40%。而我国气价在国家强力调控下，虽未重现去年失控式的暴涨，但价格中枢相比去年还是有显著提升，今年淡季 LNG 价格同比增长了 850 元/吨，即使后续价格不创新高，均价预计同比去年还是会提升 30%。长期看，随着我国需求的旺盛增长，无论是海外还是国内气价都有望进入长期上涨周期，我们预计未来两者的价格中枢将分别达到 5 美元/MMBtu 和 4500 元/吨，这对于资源型企业无疑是最直接的利好，我国煤头尿素产能也会受益。过去两年由于海外低成本气头大量扩产，我国出口量从顶峰期的 1400 万吨降至 100 万吨出头，占产量比重也下滑了 15%。所幸国内去产能幅度也很大，所以盈利并未受太大影响。如果海外气价上涨幅度如我们预测，将提升其气头尿素产能成本约 360 元/吨，而现在两者价差基本就是运费，因此海外价格上涨应该可以顺利传导至我国，无疑是实质性利好。

图 6：全球主要市场天然气价格


资料来源：Bloomberg、Bernstein Analysis、东方证券研究所

图 7：中国 LNG 进口码头批发挂牌价月均值走势图


资料来源：Bloomberg、Bernstein Analysis、东方证券研究所

图 6：LNG 接收站产能投放情况

经营者	地址	起始年	产能		产能(百万吨/年)												
			百万吨/年	状态	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E	2021E				
中国海油	深圳大鹏	2006	6.8	运行	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	6.8	
中国海油	莆田秀屿	2008	6.3	运行	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	6.3	
中能集团	上海五号沟	2008	0.5	运行	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	0.5	
中国海油	上海洋山1	2009	3.0	运行	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国海油	浙江宁波1	2012	3.0	运行	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国海油	浙江宁波2	2012	3.0	运行	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国石油	辽宁大连1	2012	3.0	运行	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国海油	天津浮式	2013	2.2	运行	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	2.2	
中国海油	广东珠海	2013	3.5	运行	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	
中国石油	江苏如东1	2013	3.5	运行	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	3.5	
中国石油	河北唐山	2013	6.5	运行	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	6.5	
九丰能源	广东东莞	2013	1.0	运行	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
中国海油	海南洋浦	2014	3.0	运行		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国石化	山东青岛	2014	3.0	运行		3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国石油	辽宁大连2	2015	3.0	运行			3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国石油	江苏如东2	2015	3.0	运行			3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国石化	广西北海	2016	3.0	运行				3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国海油	广东粤东	2017	2.0	运行						2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	2.0	
新疆广汇	江苏启东	2017	0.6	运行						0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	0.6	
中国海油	深圳迭福	2018	4.0	运行							4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	4.0	
中国石化	天津滨海	2018	3.0	运行							3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
新奥集团	浙江舟山	2018	3.0	运行							3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	3.0	
中国海油	广西防城港	2019	6.0	运行								6.0	6.0	6.0	6.0	6.0	
潮州华丰	广东潮州	2019	1.0	在建								1.0	1.0	1.0	1.0	1.0	
中国海油	上海洋山2	2020	3.0	在建									3.0	3.0	3.0	3.0	
中国海油	浙江舟山	2020	3.0	在建									3.0	3.0	3.0	3.0	
中国石化	浙江温州	2020	3.0	在建										3.0	3.0	3.0	
中国海油	江苏盐城	2021	3.0	在建											3.0	3.0	
中国海油	烟台浮式	2021	3.0	在建												3.0	
中国石油					13.0	13.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	19.0	
中国石化					0.0	3.0	3.0	6.0	6.0	9.0	9.0	12.0	12.0	12.0	12.0	12.0	
中国海油					27.8	30.8	30.8	30.8	32.8	36.8	42.8	48.8	48.8	54.8	54.8	54.8	
其他					1.5	1.5	1.5	1.5	2.1	5.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	6.1	
总计(百万吨/年)					42.3	48.3	54.3	57.3	59.9	69.9	76.9	85.9	91.9	91.9	91.9	91.9	
总计(十亿方/年)					57.5	65.7	73.8	77.9	81.5	95.1	104.6	116.8	125.0	125.0	125.0	125.0	

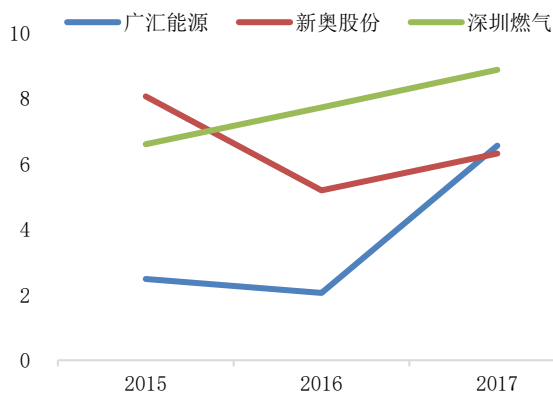
资料来源：公司公告、东方证券研究所

表 2：天然气标的产能及估值弹性比较

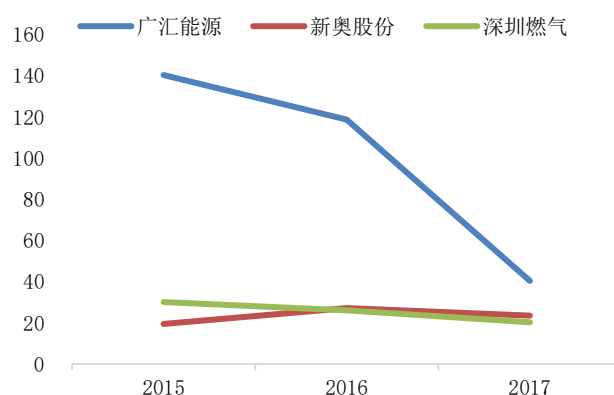
公司名称	LNG 转运能力 (万吨)	单位市值转运能力 (万吨/亿元)	LNG 自产能力 (万吨)	单位市值自产能力 (万吨/亿元)
广汇能源	300	0.90	80	0.24
新奥股份			50	0.29
深圳燃气	80	0.46		

注：广汇能源产能包括启东现有转运能力一期 60 万吨，18 年底二期投产形成总规模 150 万吨，20 年三期投产形成共计 300 万吨。自产能力 80 万吨；新奥股份产能包括现有沁水 10 万吨，新能 14 万吨即将达产，中海油北海 4.4 万吨 45% 股权，Santos 年化约 240 万吨 10.07% 股权；深圳燃气 80 万吨调峰库 18 年下半年投入运营

资料来源：公司公告、海关总署，东方证券研究所

图 8：天然气主要标的净利润(亿元)变化


资料来源：Wind，东方证券研究所

图 9：天然气主要标的 PE(静态)变化


资料来源：Wind，东方证券研究所

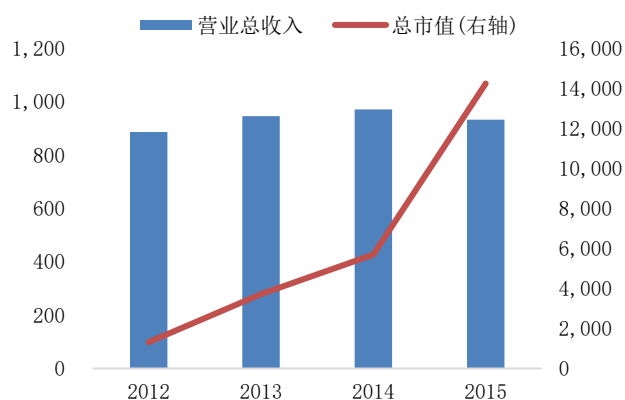
3. 寻找下游有定价权的企业

周期在不同位置有不同的投资逻辑，过去两年化工行业主要投资方向还是集中于中游制造业龙头。在供给侧改革的大背景下，其业绩普遍大幅增长。只要布局在这个方向，最终都会获得较好收益。可是同期下游即使同为最优秀的企业也很少有太好的表现。但周期的本质就是不断的轮回，过去两年中游享有了过高的利润，未来必然要向下游让利，来维持整个共生体系。能够凭借较好供需格局锁住这部分利润的下游企业，就能率先实现盈利增长。当然这种反逻辑成立依托于企业要在产业链上具备极强的定价权，而这恰恰又是我国高度同质化制造业最为欠缺的素质，因此很少能够兑现。因此市场相对更喜欢需求拉动涨价这种简单粗暴逻辑，对于跌价逻辑，即使带来同样的盈利改善，股价反应也比较滞后。并且由于没有需求支撑，也很难提升估值，所以逻辑强度上要弱于天然气。

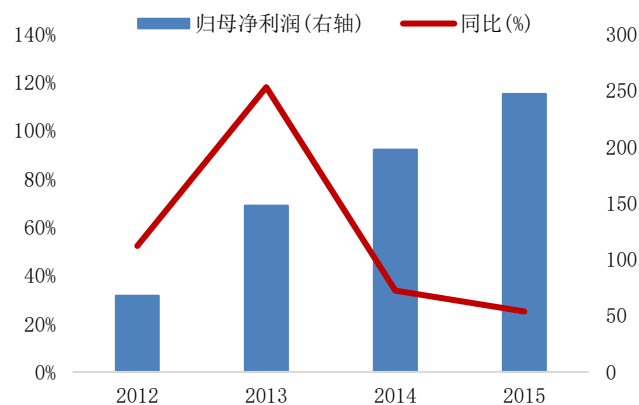
3.1 反逻辑典型案例——三力士

周期反逻辑最典型的案例就是我们在 13-14 年推荐过的三力士，该公司主要原料是天然胶，占成本比重接近 80%。但对其下游发动机来说，公司产品传动带占成本极低，对机器稳定运行影响又很大，且市场规模很小，大公司也没有兴趣进入，因此议价能力极强。当胶价从 40000 元/吨跌至

10000 元/吨时，公司基本维持了终端价格的稳定，相应毛利率也从 22% 提升至 42%，业绩在几乎没有任何产量增长的情况下翻了 4 倍，股价涨了 6 倍。因此对反逻辑来说，根本还是要看是否有定价权。就像同为天胶下游的轮胎行业在上一轮胶价暴跌中不但没有受益，还承受了巨大的库存损失，核心就在于竞争格局不好，无法锁住原料下跌的红利。

图 7：三力士 2012-2015 年营业总收入和总市值(百万元)


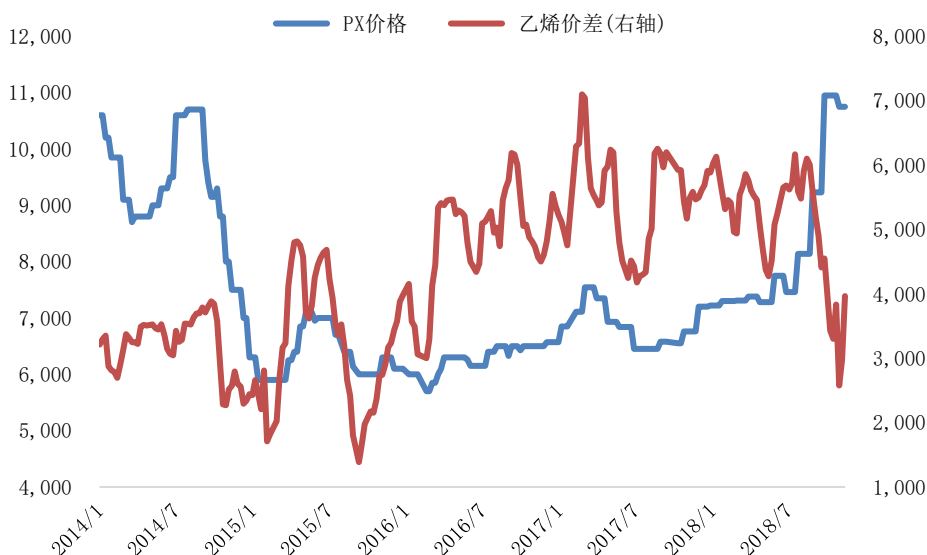
资料来源：Wind、东方证券研究所

图 8：三力士 2012-2015 年归母净利润(百万元)和同比(%)


资料来源：Wind、东方证券研究所

3.2 石化大周期正迎来拐点

14 年我们曾发表报告《十年等一回，乙烯有望迎来大周期景气拐点》，15 年以乙烯为代表的炼化景气也确实大幅提升，上石化 14 年亏损还高达 7 亿，15 年、16 年盈利就恢复至 30 亿和 60 亿，并且高景气持续至今。而本轮化工整体性景气复苏始于 16 年中，比石化整整晚了一年以上。因此从周期角度看，石化在化工中最早启动，大概率也最早结束，我们判断拐点应该就在明年，尤其是 PX、乙烯价格都有很大下跌空间，这也将向下游释放巨大的红利。

图 9：PX 价格和乙烯价差走势图(元/吨)


资料来源：Wind、东方证券研究所

从 PX 看，目前单吨盈利高达 1000 元，处于史无前例的水平，明年新增产能预计接近 1600 万吨，增速超过 100%，产能严重过剩已是不可避免。而其下游的 PTA 近期被 PX 挤占到全行业亏损，明年又完全没有产能投放，是全产业链供给最为紧张的环节，盈利修复是大概率事件。而更为下游的涤纶长丝今年在 PTA 价格暴涨期间都基本维持了价差的稳定，体现出很强的议价能力，这也是我们看好桐昆这类实现了 PTA-涤纶全产业链覆盖企业的根本理由，其本质就是做多涤纶-PX 价差，换言之就是做多涤纶 vsPX 的相对强度，具体请见我们前期报告《再论为何看好涤纶+PTA》

表 3：18-20 年国内及全球新增及复产 PX 产能（万吨）

厂家名称	产能	预计投产时间	地点	进度
腾龙芳烃	160	2018Q4	漳州	复产
恒力石化	450	2018 年底	大连	在建
浙石化一期	400	2018 年底	舟山	在建
海南炼化	60	2019 年	海南	在建
宁波中金二期	160	2019 年	宁波	在建
盛虹石化	280	2019 年	连云港	在建
合计	1570			

资料来源：百川资讯，隆众资讯，东方证券研究所。

另外近期石化最大变化无疑就是坚挺了 2 年多的乙烯价格大幅跳水，跌幅高达 30%。展望未来，美国还有大量新增乙烷裂解制乙烯供给等待出口到亚洲市场，未来乙烯价格仍不乐观。目前看乙烯下游供给格局最好的无疑还是环氧乙烷，一方面油头新增产能都是大炼化企业，产品以乙二醇为主，很少配套 EO；另一方面，煤头乙二醇也不副产 EO，综合新增产能很少，所以近期乙烯暴跌中 EO 价差也在持续扩大，这也将显著利好 EO 及下游的龙头企业奥克股份。当然长期看，更为持续的逻辑

辑还是公司在减水剂市场占有率已经接近 50%，毛利率又仅为 12%，显著低于合理水平，长期看具备不断提升毛利率的能力，而这在原料下跌周期中会进一步得到强化，具体请见我们前期报告《看好奥克股份的两点逻辑》。

表 4：美国乙烷裂解投产规划

公司	地点	产能（万吨/年）	投产时间
Indorama	Lake Charles, LA	42	Q4 2018
Sasol	Lake Charles, LA	150	Q1 2019
Shintech	Plaquemine, LA	50	1H 2019
Formosa Plastics	Point Comfort, TX	120	Q2 2019
Westlake/Lotte JV	Lake Charles, LA	100	Q2 2019
Dow	Freeport, TX	50	Q4 2019
Bayport Polymers JV	Port Arthur, TX	100	Q1 2021
Shell Chemical	Monaca, PA	160	Q3 2021
合计		772	

资料来源：公开资料，东方证券研究所

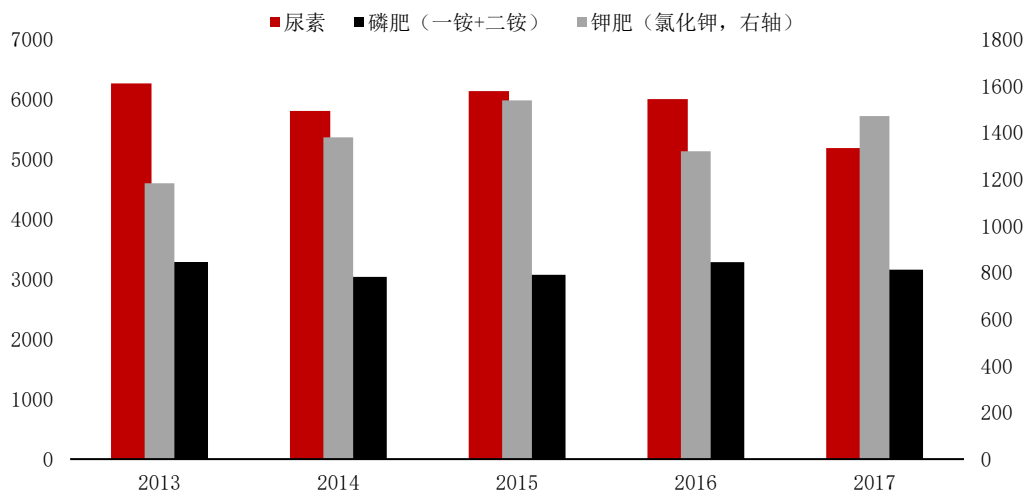
表 5：国内油头 EO/EG 新增产能情况（万吨）

企业名称	EO 产能	EG 产能	预计投产时间
恒力石化		90	2019
浙江石化（一期）		80	2019
万华化学	15		2020H2
中化泉州	20	50	2020H2
福建古雷	10	70	2020H2
海南炼化		80	2020
盛虹石化		60	2021

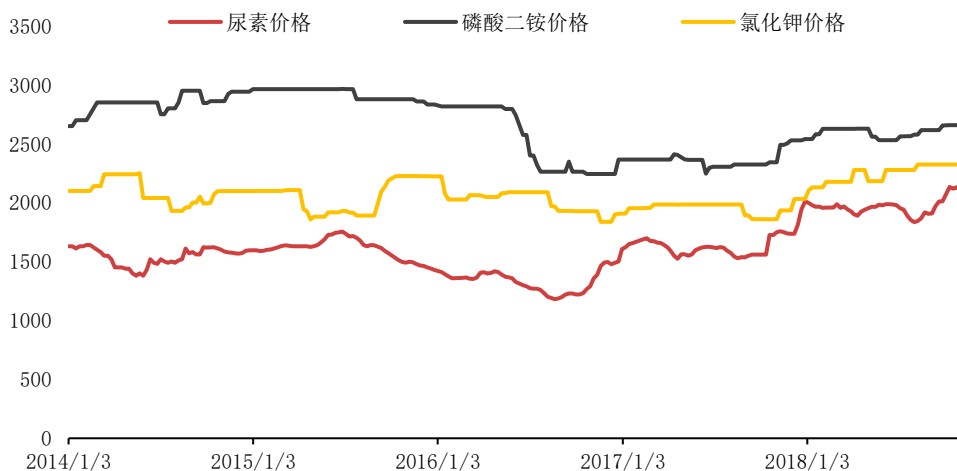
资料来源：百川咨询，卓创咨询，东方证券研究所

4. 依然看好农化板块

就如前文图 3 和图 4 所示，化肥是目前为数不多的 PE 和 ROE 还都远低于历史均值的化工子行业。而且近两年主要农产品价格也处于历史低位，且玉米收储改为直补后也导致播种面积下滑和用肥需求萎缩。17 年尿素表观消费量较 15 年下滑 15%，出口更是跌至峰值水平的 27%，磷肥需求小幅增长 3%，钾肥需求下滑 4%。但即使如此，近两年氮磷钾的盈利却都在改善，也侧面说明供给收缩相比需求萎缩更为明显。展望明年，我们判断氮磷钾供给收缩逻辑仍会延续，而且农产品目前无论是库存比还是价格趋势都在改善，明年大概率价格中枢会好于今年，这也将提高明年化肥需求和农民的价格承受能力。如果出现极端天气导致粮价大幅上涨，那么整个农化板块就有望迎来大行情。

图 10：氮磷钾单质肥表观消费量变化（实物量，万吨）


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

图 11：氮磷钾单质肥价格（元/吨）


资料来源：百川资讯，东方证券研究所

4.1 农化最为看好磷矿石

从供给格局看，在严格环保的大背景下，复合肥不如单质肥，单质肥又不如其上游如无烟煤、磷矿、钾肥等资源品，因此原则上还是买肥不如买矿。例如虽然磷酸二铵价格不断上涨，但由于17年底磷矿石严重减产限产，对没有配套磷矿石自给的企业而言，上游强势将导致终端产品价差缩窄。如果终端需求改善，肥价上涨一定会推动上游提价，并拿走产业链的大部分利润，其中弹性最大的为磷、钾。钾肥虽然供需更好，但盐湖钾肥体内还有大量不良化工资产，在没有剥离以前，投资价值很难评估，因此目前阶段首选磷矿，结合估值水平，最为推荐兴发集团。

图 12：磷酸二铵价差与磷矿石均价（元/吨）



资料来源：百川资讯，东方证券研究所

5. 投资建议

展望明年，我们最为看好 LNG 板块、下游龙头桐昆股份、奥克股份、农化资源龙头兴发集团和受益制造业升级的技术服务隐形冠军三联虹普。

5.1 桐昆股份

桐昆股份是我们明年依然看好的标的，核心逻辑在于两点：1. 短期看公司是最好的做多涤纶-PX 价差的标的，明年大方向 PX 盈利会有显著收窄，而涤纶过去两年又体现出对于更为下游织造极强的议价能力，并且公司自身还配套了 PTA 产能，可以最大限度受益于 PX 价格的下跌。2. 公司目前市值仅为 200 亿左右，其在浙江大炼化项目的净投资还有 50 亿元，即使以 1 倍 PB 测算，对应涤纶+PTA 的市值只有 150 亿元左右，如果以该产业链较为合理的吨利润，即涤纶为 400 元、PTA 为 200 元测算，其年化盈利为 30 亿以上，对应估值仅为 5 倍，而公司未来每年在涤纶长丝领域还有 20%左右的扩产，目前股价无疑处于明显低估状态。

5.2 奥克股份

奥克股份同样是我们明年非常看好的标的，核心逻辑在于两点：1. 由于供给大幅增长，10 月以来乙烯价格已大幅下跌 30%以上，而公司生产的 EO 供给增速很少，因此价格还较为坚挺，相应与原料乙烯价差大幅扩大，这预计会从 4 季度开始显著改善公司盈利；2. 公司主要产品聚醚减水剂经历了过去 10 年毛利率仅为 10%左右的惨烈价格战，行业格局正趋于稳定，过去两年毛利率持续提升，我们判断以公司接近 50%的市占率，应该有能力将目前极低的毛利率水平最终提升至 15%左右的合理水平，对应公司远期盈利预计在 5-7 亿元，对应目前 40 亿市场还是明显低估。

5.3 三联虹普

三联虹普也是我们明年非常看好的品种，但客观的说，公司投资逻辑在整个周期性为主的化工行业非常另类，目前也几乎没有任何可比公司，因此即使今年股价持续上涨，市场关注度也一直不高。可是我们对公司未来却非常看好，核心就在于公司代表了制造业升级的两大方向：1. 公司顺应了锦纶行业智能制造的大趋势，作为劳动力密集型行业，在用工成本逐年提升的大背景下，通过智能改造实现最大限度的生产无人化已是锦纶行业的大势所趋，而公司通过和全球最大锦纶设备企业 TMT 的合资，这方面实现了很前瞻的布局，未来如果示范性项目能够落地，就有望打开这个蓝海市场；2. 公司作为服务于实体企业的技术服务公司，顺应了从 to C 转向 to B 服务的另一大趋势，公司目前是我国唯一掌握锦纶自主可控核心技术的企业，还通过对瑞士 Polymetrix 的收购走出了工艺包外延式收购的第一步，掌握了全球顶级的瓶片生产技术。如果后续在并购上还有新的进展，将有望不断提升我国化纤行业的整体技术水平，对产业的贡献极大。

5.4 兴发集团

我们今年以来一直推荐兴发集团的核心逻辑在于公司主要产品磷矿、磷肥、磷化工和草甘膦等都处于周期底部，且公司 PB 长期维持在 1 左右的水平，从周期角度看，向上弹性很大，向下风险很小。而近期随着有机硅价格大跌，公司唯一处于景气高位的产品，风险也在大幅释放，那么明年核心变化就是农产品需求能否出现预期中的上涨，如果兑现则在我们“炒矿不炒肥”的判断下，公司以矿为主、兼有磷肥的产业布局无疑会最为受益。另外在近期甘氨酸价格大涨中，公司也拉开了和其他原料不能自给的草甘膦企业在成本端的差距，在整体价差收窄的背景，公司全产业链价差还在扩大，这也是看好公司的一个重要理由。

6. 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。

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

本研究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。

本研究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备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，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

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn

