

2018年12月04日

基础化工

化工行业 2019 年度策略报告：景气下行周期，布局农化、炼化及新材料板块

■整体结论：化工行业 2019 年景气预计将震荡下行，主要下游增速放缓，供给端新增产能提速。2018 年里，我国经济形势震荡，中国化工产品价格指数自 2018 年 9 月一路下滑，结束两年来的上涨，开始进入下行周期。化工行业主要下游需求放缓，尤其是地产行业较为低迷，房屋竣工面积累计同比在 2017 年 11 月开始转负，2018 年大幅下滑，商品房销售速度放缓；我国汽车月销量当月同比在 2018 年 7 月转负，出现下降；空调月销量自 2018 年 7 月起下滑，纺织服装零售额低速增长，并未形成明显需求拉动。供给端来看，化工行业固定资产投资开始加速，增速达到近三年中高位，盈利较好的子行业开始布局新产能建设，投资热度较高，2019 年新增供给压力显现。虽然环保趋严大方向未变，但禁止“一刀切”的差别化错峰生产要求加大了存量产能出现边际放松的可能性。

■农化板块：需求底部回暖，中长期景气度有望上行，关注氮肥、磷肥和农药行业。主要农产品价格处于历史较低位置，板块有一定防御属性。除大豆外，全球主要农产品库存消费比持续下降，供应整体偏紧。

尿素行业预计 2018 年起产能增长低于消费增速，气头尿素仍是全球供应主力，而我国主要用煤，煤头固定床工艺是全球尿素的边际成本，水煤浆工艺降低了成本，而且目前天然气价格上行推升海外气头尿素成本，气煤比持续扩大提升我国尿素全球竞争力。建议关注**华鲁恒升**。

磷肥行业未来供需增速理论上保持平衡，但海外新建产能达产进度大概率低于预期，同时因原料磷矿石产能收缩，以及环保催化磷肥产能和产量收缩，开工率有望上行，景气持续。建议关注**司尔特、新洋丰、兴发集团**。

农药行业景气处于高位，长期需求稳定略增，国内环保监管持续高压，供需共振推高景气，目前巨头补库存周期结束，行业景气高位时寻找增量优势企业，建议关注**中旗股份、广信股份、利尔化学**。

■炼化板块：看好民营炼化投产后盈利。下游需求稳定增长，产业链纵向一体化深入，PX 进口依赖度较高，单环节竞争风险加大，上游原材料自供能力决定盈利水平，聚酯产业链利润集中在 PX 环节。聚酯产业链高景气，主营炼厂盈利水平较高，PX 新产能投产加快进口替代，PX/PTA/聚酯产业链纵向联合，催生新一轮炼化扩产，民营企业从单环节走向全产业链。我们认为炼化项目投产后弹性较大，看好**桐昆股份、恒力股份、荣盛石化、恒逸石化**。

■成长板块：布局新材料板块，把握优势行业中的龙头与业务扩张。化工新材料由于下游需求不断增长，企业注重技术实力的研发与创新，是 2019 年值得重点关注的领域。我们的选股逻辑：第一，大行业小公司，上游材料进口替代有望加速，推荐高分子材料抗老化助剂龙头**利安隆**，建议关注**微玻纤龙头再升科技**；第二，主业基石稳固、新业务拓展确定性高的企业，推荐**万润股份、国恩股份**。

■风险提示：原油价格大幅波动、贸易摩擦升级、下游需求不及预期等。

行业深度分析

证券研究报告

投资评级 **领先大市-A**
维持评级

首选股票 目标价 评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-4.27	-6.95	10.23
绝对收益	-5.16	-10.01	-8.63

张汪强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450517070003
zhangwq1@essence.com.cn
010-83321072

乔璐

分析师

SAC 执业证书编号: S1450518100001
qiaolu@essence.com.cn

李水云

报告联系人

lis5@essence.com.cn

相关报告

VA 快速上涨，磷矿石、纯碱价格上涨
2018-12-02

布油跌破 60 美元，萤石、维生素、复合肥价格上涨
2018-11-25

氟化工继续上涨，磷酸二铵市场走高
2018-11-18

原油连续下跌，无机氟、炭黑市场走高
2018-11-11

化工行业 2018 年三季报总结：盈利水平保持稳健，资产负债率降低至近十年历史最低，新产能建设开始加速
2018-11-08

内容目录

1. 化工行业 2019 年景气预计将震荡下行	5
1.1. 下游需求增速放缓，部分行业开始下滑.....	6
1.2. 供给端新增产能提速.....	8
1.2.1. 化工行业固定资产投资开始加速，增速达到近三年中高位.....	8
1.2.2. 存货 2018 年变化不大.....	9
1.3. 环保趋严大方向未改，从“一刀切”转向“因地制宜”.....	10
1.4. 油价回归基本面.....	11
1.4.1. 原油供应依旧可控，单边油价风险降低.....	11
1.4.2. 全球原油需求稳定增长，2019 年需求增速或小幅下降.....	13
2. 农化板块：需求底部回暖，中长期景气度有望上行	14
2.1. 氮肥：供应端产能增速降低，气煤比持续扩大提升我国尿素全球竞争力.....	14
2.2. 磷肥：原料磷矿石产能收缩，磷肥景气步入底部上行通道.....	18
2.3. 农药：环保达标确保成长空间，绿色创新强者恒强.....	24
3. 石油石化：大炼化投产前景可期，LNG 和页岩气加速上产	26
3.1. 大炼化板块：PX 打通产业链最后一环，炼化投产提升化纤综合实力.....	26
3.2. 天然气：进口成本推升气价，LNG 和页岩气加速上产.....	30
4. 关注成长，布局新材料板块	35
4.1. 优势行业中的龙头与业务扩张.....	35
4.2. 重点成长板块个股推荐.....	35
利安隆：抗老化助剂龙头，产能持续扩张动能强劲.....	35
再升科技：微玻纤龙头，望受益于行业市场的高增速发展.....	36
国恩股份：改性塑料主业保持高速增长，新业务多点开花.....	37
万润股份：液晶龙头为基石，沸石分子筛受益于环保政策产能逐步上马.....	37
5. 风险提示	38

图表目录

图 1：全国 PMI 指数 (%).....	5
图 2：广东省 PMI 指数 (%).....	5
图 3：中国化工产品价格指数 (CCPI).....	5
图 4：我国房屋竣工面积及累计同比.....	6
图 5：我国商品房销售面积及累计同比.....	6
图 6：家电零售额及当月同比.....	6
图 7：空调、冰箱、洗衣机销量当月同比.....	6
图 8：纺织服装零售额及累计同比.....	7
图 9：纺织品 RPI 累计同比.....	7
图 10：汽车销量及当月同比.....	7
图 11：汽车零售额及当月同比.....	7
图 12：固定资产投资完成额同比增速.....	8
图 13：基础化工行业在建工程 (亿元) 及环比增速.....	8
图 14：基础化工行业存货 (亿元).....	9
图 15：国际原油价格走势.....	11
图 16：OPEC 原油产量及同比.....	12

图 17: 伊朗原油产量及同比.....	12
图 18: 美国原油产量及同比.....	12
图 19: 俄罗斯原油产量及同比.....	12
图 20: 美国原油库存.....	13
图 21: 全球主要农产品库存消费比.....	14
图 22: 全球主要农产品价格.....	14
图 23: 除中国外的尿素产能增长在 2015-2017 年达到高峰.....	14
图 24: 全球煤头气头尿素比例.....	15
图 25: 国内不同工艺尿素产能比例.....	15
图 26: 全球尿素成本曲线.....	15
图 27: 气煤比决定尿素成本对比.....	16
图 28: 气煤比 (NYMEX 天然气/动力煤 Q5500)	16
图 29: 尿素开工率 (%)	17
图 30: 我国尿素产量与预测 (万吨)	17
图 31: 我国尿素出口情况 (万吨)	17
图 32: 尿素价格走势 (元/吨)	18
图 33: 尿素毛利变化.....	18
图 34: 2010-2016 年全球不同区域磷肥消费年化增长率.....	19
图 35: 2017-2022 年预测不同区域消费年化增长率.....	19
图 36: 全球磷肥需求预测.....	19
图 37: 几个不同情景的磷肥需求预测.....	19
图 38: Mosaic 预测全球未来 5 年产能增量	20
图 39: CRU 预测全球未来 5 年产能增量.....	20
图 40: 未来 5 年全球磷肥开工率将从 83% 上升至 91%.....	20
图 41: 我国磷标矿产量变动情况 (万吨)	21
图 42: 沿江分布磷化工企业较多.....	21
图 43: 我国磷酸一铵供需情况 (万吨)	22
图 44: 我国磷酸二铵供需情况 (万吨)	22
图 45: 磷酸一铵价格价差 (元/吨)	23
图 46: 磷酸二铵价格价差 (元/吨)	23
图 47: 农药出口均价高位.....	24
图 48: 全球作物保护及非作物农药市场规模稳定.....	24
图 49: 部分农药开工率维持偏低位.....	25
图 50: 全球农化巨头库存.....	25
图 51: PX-PTA-聚酯产业链核心环节.....	26
图 52: 聚酯产业链利润集中在 PX 环节	27
图 53: PX 进口量逐年增大.....	27
图 54: PX 进口依赖度较高.....	27
图 55: PX 和炼油厂开工率.....	28
图 56: 聚酯产业链负荷率.....	28
图 57: 上海石化炼化单吨 EBIT	29
图 58: 上海石化 ROIC 和毛利率水平.....	29
图 59: 全球天然气日产销量.....	30
图 60: 我国天然气产量及表观消费量.....	31
图 61: 天然气进口依赖度.....	32

图 62: 天然气进口量及同比.....	32
图 63: 我国天然气供给结构.....	32
图 64: 我国天然气进口结构.....	32
图 65: 美国 LNG 主要出口地区占比.....	33
图 66: 主要 LNG 进口国占全球 LNG 贸易量比例.....	33
图 67: 我国页岩气产量及同比.....	33
图 68: 我国页岩气资源分布.....	33
表 1: 基础化工子行业截至 2018Q3 在建工程 (亿元)	8
表 2: 基础化工子行业截至 2018Q3 存货 (亿元)	9
表 3: OPEC 预测的全球原油供需平衡表 (单位: 百万桶/天)	13
表 4: 磷肥历史与预计供需情况表.....	19
表 5: 部分原药企业 在建工程弹性排序.....	25
表 6: 2018 年聚酯新增重启产能	26

1. 化工行业 2019 年景气预计将震荡下行

PMI 指数自 2018 年 5 月开始走低，10 月已接近荣枯线。据国家统计局，全国 PMI 指数从 2018 年 5 月开始走低，直到 2018 年 10 月降为 50.2，接近荣枯线。

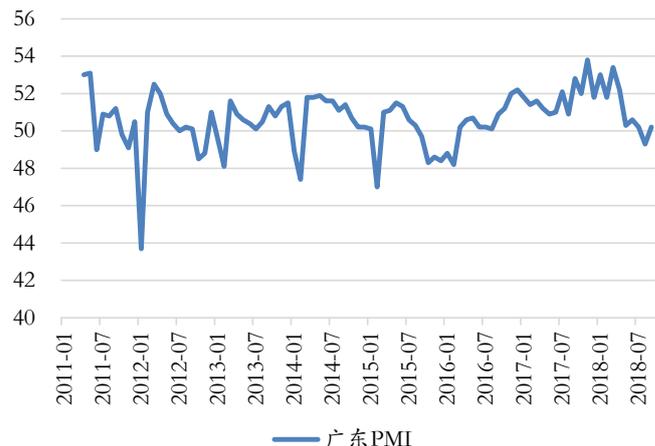
作为外贸第一大省，广东省 PMI 指数从 2018 年 3 月开始下降趋势明显，至 2018 年 8 月降至 49.3。出口制造商遭受贸易摩擦的打击，减少了对原材料的采购。

图 1：全国 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

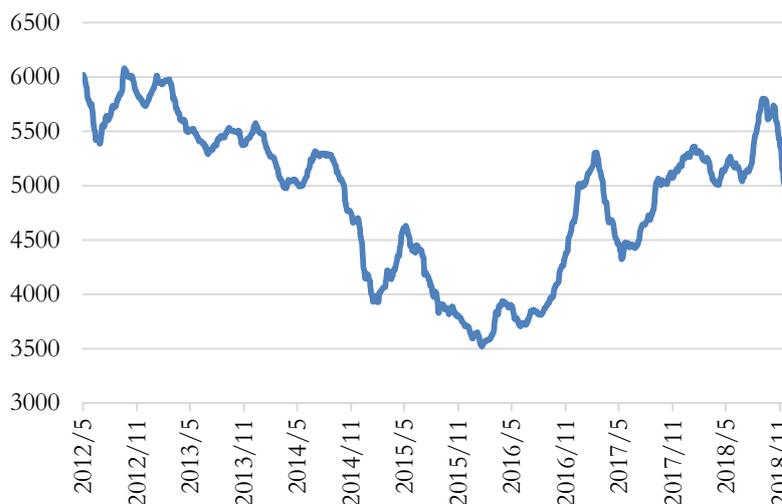
图 2：广东省 PMI 指数 (%)



资料来源：Wind，安信证券研究中心

中国化工产品价格指数自 2018 年 9 月开始一路下滑。据化工在线，中国化工产品价格指数自 2016 年初低位开始波动向上，直到 2018 年 9 月达到近六年来高点 5802 点。但 2018 年 9 月过后指数开始一路快速下滑，结束两年来的上涨，开始进入下行周期。截至 2018 年 12 月 3 日，指数为 4719 点，比高位下降 18.7%。

图 3：中国化工产品价格指数 (CCPI)



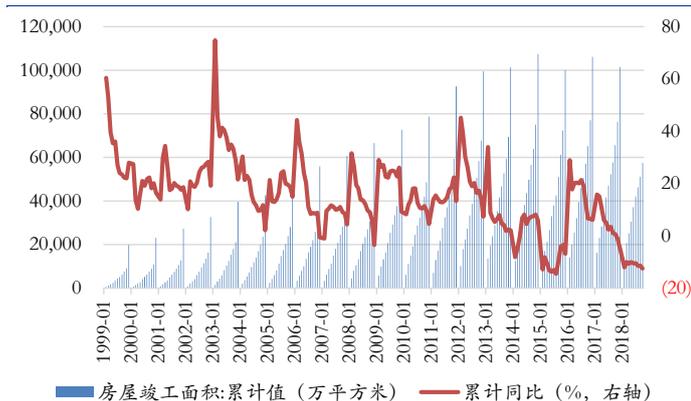
资料来源：化工在线，安信证券研究中心

1.1. 下游需求增速放缓，部分行业开始下滑

化工品下游主要是地产、家电、纺织服装、汽车等行业，内需在2018年内出现放缓迹象。

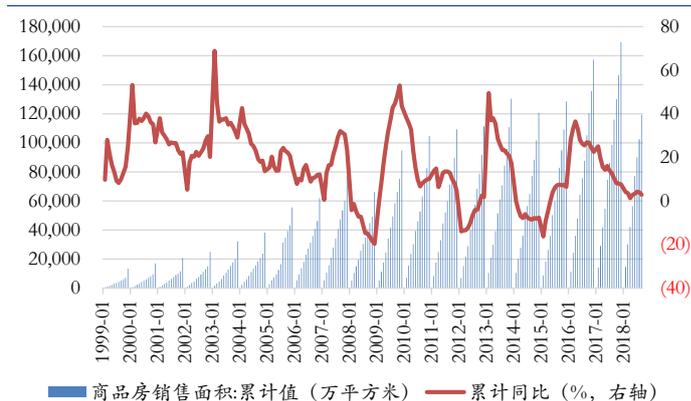
地产：地产行业相关的化工品有钛白粉、纯碱、PVC、有机硅等。据国家统计局数据，我国房屋竣工面积累计同比自2016年2月开始下降，2017年11月开始转负，2018年始终保持-10%以上的同比数值，房屋竣工面积大幅下滑。我国商品房销售面积累计同比自2016年4月开始走低，2018年维持低于5%的增速，商品房销售速度大幅放缓。

图4：我国房屋竣工面积及累计同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

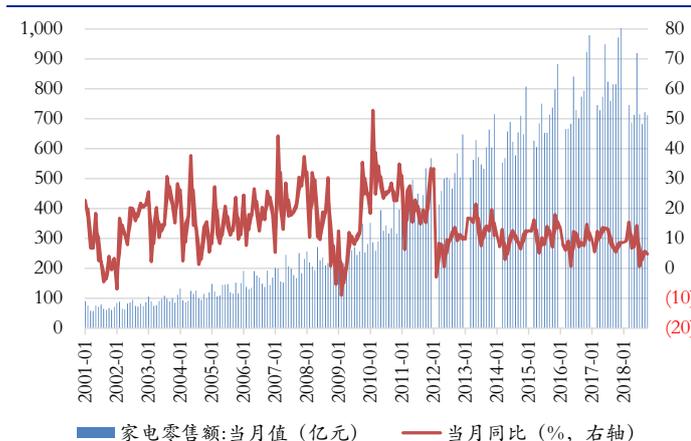
图5：我国商品房销售面积及累计同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

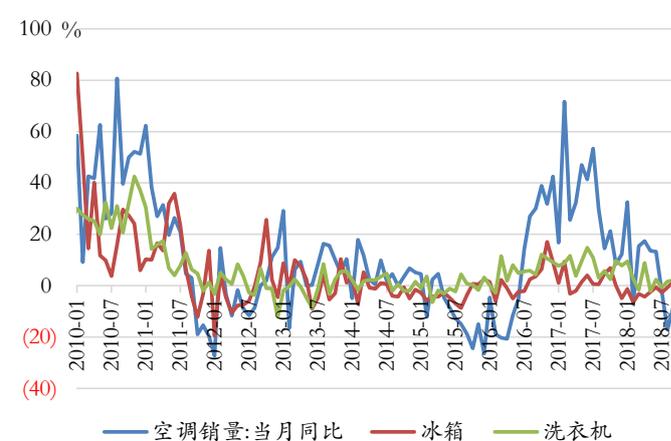
家电：家电行业相关的化工品有MDI、环氧丙烷、氟化工等。我国家电零售额当月同比增速在2018年下半年开始明显下降，由6月14.30%降至7月0.6%后缓慢回升至5%的月增速水平。家电的最大三类产品，空调月销量自2018年7月开始同比较大幅度的下滑，冰箱月销量自2017年11月开始同比缓慢下降，洗衣机销量较为稳定，保持在当月同比约2%左右的增速水平。

图6：家电零售额及当月同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

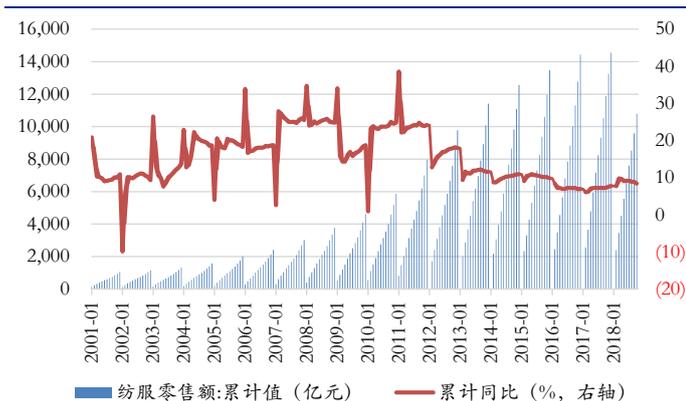
图7：空调、冰箱、洗衣机销量当月同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

纺织服装：纺织服装相关的化工品有聚酯、粘胶、染料等。我国纺服零售额累计同比增速自2016年始终保持在6%-10%的范围内，平稳低速增长。2018年的纺织品零售物价指数(RPI指数)表现优于2017年，维持约0.8的平台水平。

图 8：纺织服装零售额及累计同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

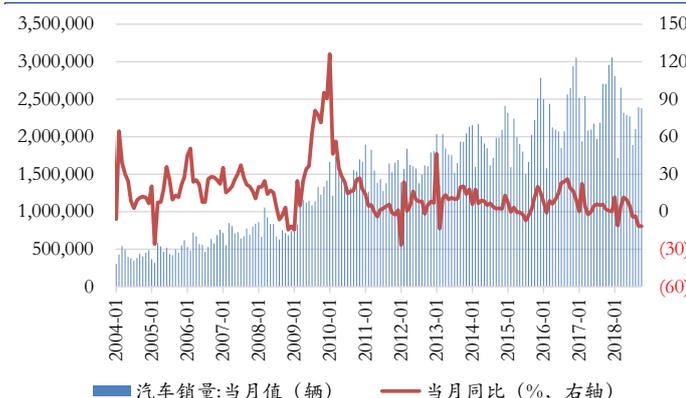
图 9：纺织品 RPI 累计同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

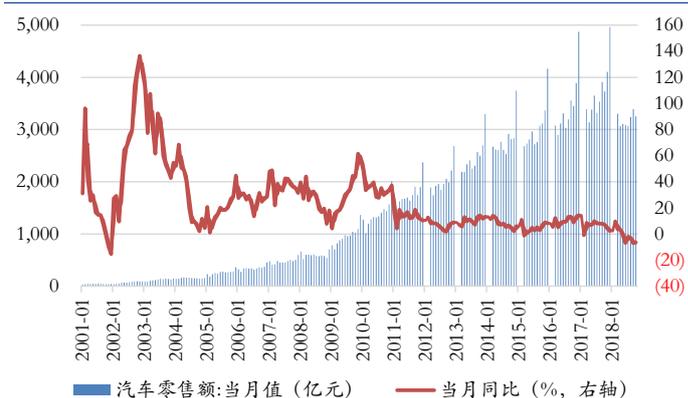
汽车：汽车行业相关的化工品有轮胎、炭黑、橡胶助剂、改性塑料等。我国汽车销量当月同比在 2018 年 7 月转负，汽车月销量出现下降。汽车零售额在 2018 年 5 月就出现了同比下降，汽车行业开始下滑。

图 10：汽车销量及当月同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 11：汽车零售额及当月同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

中美贸易摩擦升级，加大海外需求不确定性，或将持续影响 2019 年的出口市场。

2018 年 7 月份，美国对价值 340 亿美元的中国商品加征 25% 的关税，涉及的化工品主要为轮胎橡胶制品、维生素；

8 月份，对价值 160 亿美元中国进口商品加征 25% 的关税，涉及的化工品主要为通用塑料(PE、PP、PVC、ABS 等)、工程塑料 (PA、PC)、聚氨酯 (TPU)、润滑油；

9 月份，又对价值 2000 亿美元的中国商品加征 10% 的关税，并可能在明年 1 月 1 日升至 25%，涉及的化工品主要为基础化工品 (烧碱、硫酸、磷酸、烃类)、无机盐、农药及中间体、化肥、染料、助剂、聚氨酯 (MDI)、塑料、橡胶。

此举将削减美国对中国产品的购买力，或将对我国化工品出口造成打击。

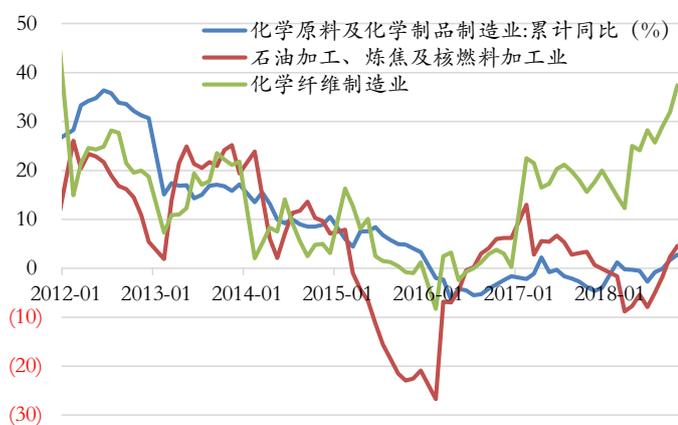
1.2. 供给端新增产能提速

1.2.1. 化工行业固定资产投资开始加速，增速达到近三年中高位

化工行业的固定资产投资增速自 2018 年 9 月转为正增长，2018 年 10 月同比增速为 2.8%，达到近三年中的高位水平。化学纤维业的固定资产投资增速始终较高，在 2018 年 4 月开始保持高于 25% 的同比增速。

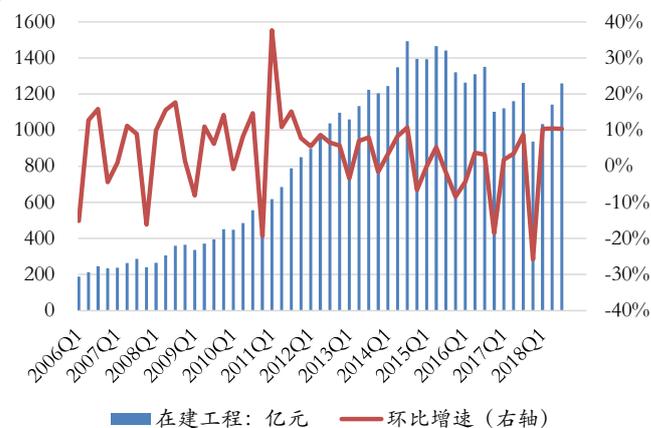
截至 2018 年三季度末，化工行业的在建工程总额为 1259 亿元（计算标的已剔除炼化干扰项），2018Q1、Q2、Q3 末的在建工程总额环比增速分别为 10.37%、10.41%、10.34%，在建工程开始加速。

图 12：固定资产投资完成额同比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 13：基础化工行业在建工程（亿元）及环比增速



资料来源：Wind，安信证券研究中心

截至 2018 年第三季度末，在建工程超过 100 亿元的子行业为：其他化学原料（162 亿元）、氯碱（145 亿元）、聚氨酯（134 亿元）、氮肥（129 亿元）、钾肥（123 亿元）、农药（107 亿元）。

截至 2018 年第三季度末，在建工程比去年同时期增长前五为：聚氨酯（47 亿元）、氯碱（45 亿元）、其他化学原料（39 亿元）、农药（25 亿元）、橡胶制品（24 亿元），显著下降的是钾肥（-196 亿元）和氮肥（-50 亿元）。

表 1：基础化工子行业截至 2018Q3 在建工程（亿元）

在建工程（合计）	2018Q1 末	2018Q2 末	2018Q3 末	同比变动
CS 其他化学原料	144	159	162	39
CS 氯碱	111	129	145	45
CS 聚氨酯	105	116	134	47
CS 氮肥	116	118	129	-50
CS 钾肥	113	117	123	-196
CS 农药	90	105	107	25
CS 纯碱	35	46	55	22
CS 其他化学制品	38	47	50	11
CS 橡胶制品	27	38	43	24
CS 磷化工	31	32	38	-5
CS 塑料制品	30	32	36	-1
CS 印染化学品	27	30	36	-4

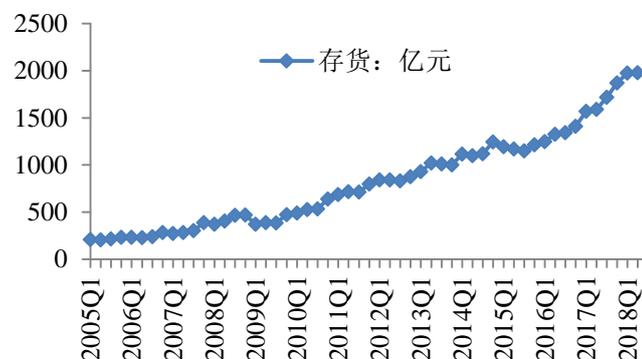
CS 涂料油漆	27	30	36	12
CS 粘胶	27	20	26	4
CS 复合肥	19	21	24	2
CS 日用化学品	23	21	24	7
CS 氟化工	13	17	22	1
CS 民爆用品	12	16	19	10
CS 无机盐	8	10	12	1
CS 树脂	15	10	12	-5
CS 磷肥	7	8	9	2
CS 锦纶	7	8	6	0
CS 涤纶	4	5	5	3
CS 氨纶	3	4	4	2
CS 有机硅	1	1	1	-1
CS 维纶	0	0	0	0

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.2.2. 存货 2018 年变化不大

化工行业存货金额呈现逐渐上升趋势,但自 2018 年存货水平变化幅度并不大。截至 2018 年第三季度末,化工行业存货总额为 1976 亿元。2018Q2、Q3 末的存货分别环比变动 0.16%、-0.17%,基本没有增长,但整体处于偏高的位置。

图 14: 基础化工行业存货 (亿元)



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

截至 2018 年第三季度末,存货超过 100 亿元的子行业为: 印染化学品 (286.1 亿元)、农药 (235.9 亿元)、聚氨酯 (209.4 亿元)、橡胶制品 (134.0 亿元)、其他化学制品 (130.4 亿元)、塑料制品 (119.4 亿元)、磷化工 (113.8 亿元)。

截至 2018 年第三季度末,存货比去年同时期增长前三为: 聚氨酯 (116.2 亿元)、印染化学品 (53.1 亿元)、农药 (46.3 亿元),显著下降的是粘胶 (-65.5 亿元) 和氮肥 (-35.5 亿元)。

表 2: 基础化工子行业截至 2018Q3 存货 (亿元)

存货 (合计)	2018Q1 末	2018Q2 末	2018Q3 末	同比变动
CS 印染化学品	272.7	278.9	286.1	53.1
CS 农药	230.9	228.5	235.9	46.3
CS 聚氨酯	178.2	190.4	209.4	116.2

CS 橡胶制品	134.7	130.7	134.0	29.1
CS 其他化学制品	131.0	122.6	130.4	40.7
CS 塑料制品	133.3	112.1	119.4	-6.6
CS 磷化工	120.6	118.8	113.8	-6.5
CS 氮肥	131.7	95.3	98.9	-35.5
CS 氯碱	89.8	90.8	92.9	14.9
CS 其他化学原料	87.2	85.9	89.0	9.1
CS 日用化学品	46.2	65.9	70.2	38.0
CS 复合肥	75.9	77.1	68.2	7.2
CS 民爆用品	29.9	32.0	47.0	16.2
CS 纯碱	62.3	49.6	46.3	-19.4
CS 涂料油漆	38.8	41.3	41.7	6.4
CS 钾肥	36.9	36.8	36.5	5.6
CS 树脂	26.9	27.3	31.2	6.5
CS 磷肥	33.4	29.2	30.6	4.4
CS 氟化工	22.0	21.3	22.5	-0.8
CS 粘胶	22.3	18.8	18.8	-65.5
CS 无机盐	16.7	16.9	16.1	1.4
CS 涤纶	25.7	84.1	12.8	-6.4
CS 锦纶	13.1	12.6	12.8	6.0
CS 氨纶	11.2	7.7	6.8	-4.0
CS 有机硅	5.3	5.0	4.7	0.4
CS 维纶	0.0	0.0	0.0	0.0

资料来源: Wind, 安信证券研究中心

1.3. 环保趋严大方向未改，从“一刀切”转向“因地制宜”

2017 年，环保治理风暴和随后的停业，8 万家工厂被控违反排放目标。

在环保限产背景下，利润集中于上游。上中下游企业出现利润分配不均，上游的利润无法传导至下游，只能压缩制造业利润空间或逼迫下游企业停产，上游利润大幅增长，市场的滞胀风险会大幅度上升。

环保主管部门 2018 年 5 月底就下发了环保禁止“一刀切”的文件，并反复告诫禁止“一刀切”。今年的秋冬季攻坚行动方案，不再“一刀切”式停工停产，要求各地方根据实际情况实行差别化错峰生产。把权力下放给地方，因地制宜。

《京津冀及周边地区 2018—2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》的出台，明确规定 2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日，6 个月的时间内，京津冀及周边地区细颗粒物(PM2.5)平均浓度同比下降 3%左右，重度及以上污染天数同比减少 3%左右。这比 8 月初步计划中提出的 5%减少幅度要低，且远远低于去年计划中“至少 15%”的下降幅度目标。同时，也远低于国务院在 2018 年 3 月提出的目标：2018 年关键地区 PM2.5 平均浓度整体下降 30%。

方案明确指出，对钢铁、建材、铸造、有色、化工、焦化等高污染和高耗能行业，**不再进行统一的停工限产比例**。而是由各个地方根据当地的实际情况，制定停工限产的范围和时间。且并未要求建筑工地要停工，仅第 9 条要求各地加强扬尘综合治理。而在去年的秋冬季污染防治攻坚战中，钢铁、建材、焦化、铸造等行业，都设定了具体数额的限产比例，譬如限产

30%，甚至 50%。

2018 年 10 月，江苏环保部门表示将发布环境整治“豁免名单”政策，在 11 月底已公布第一批豁免名单，共 200 家企业。也就是说，在今后的环保督查中，对于长期环保达标、表现出色的企业将能手握“免死金牌”，无需限产停产。

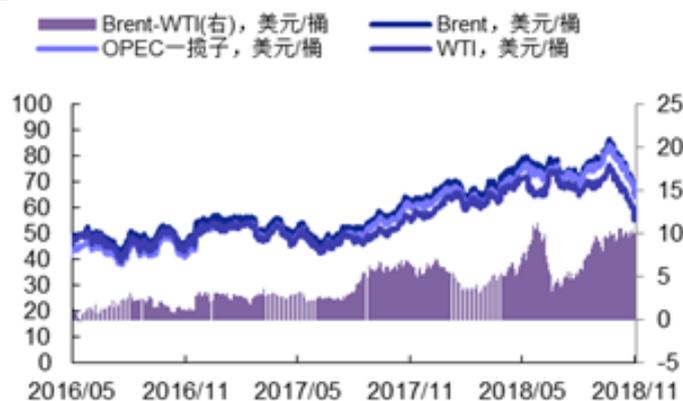
环保措施趋严的大方向并未改变，行业整合仍在继续。对于化工企业来说，这可能意味着较老、小规模、低效率、污染更严重的工厂将继续因经济原因被迫关停，但存量产能有边际放松的可能性。

1.4. 油价回归基本面

1.4.1. 原油供应依旧可控，单边油价风险降低

美国 4 月份宣布计划重启伊朗制裁以来，市场担心美国制裁伊朗导致供应紧缺，国际油价持续上涨，并在 10 月初涨至近四年来最高。10 月份沙特阿拉伯和俄罗斯增产，美国原油库存持续增加。美国 11 月 4 日正式重启对伊朗石油和银行业的制裁，并公布了对一共 8 个国家和地区继续购买伊朗石油的豁免名单，含中国大陆、印度、日本、韩国、意大利、土耳其、希腊和台湾地区，豁免期限为 180 天。布伦特原油期货从 10 月初高点持续下跌。

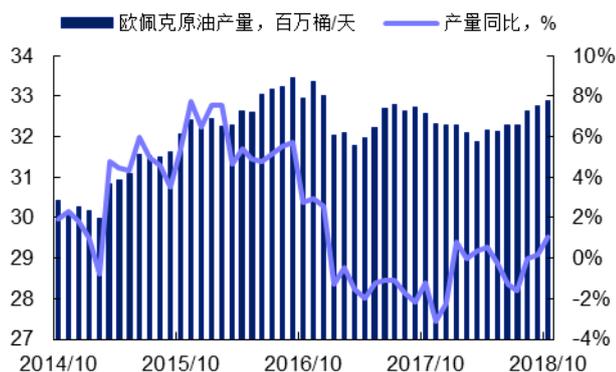
图 15：国际原油价格走势



资料来源：Wind，安信证券研究中心

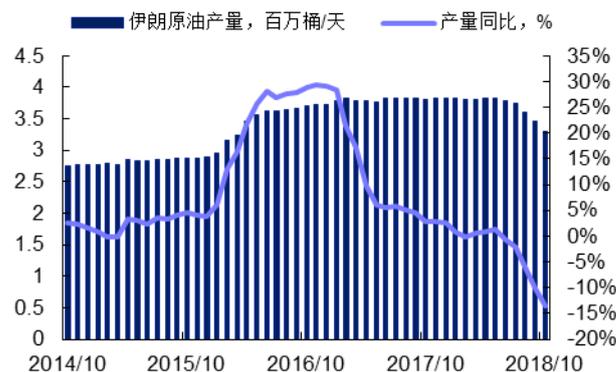
OPEC 成员短期增供潜力尤在，强势弥补伊朗供给缺口。由于担心 11 月份美国制裁伊朗引起供应收缩，10 月份 OPEC 成员普遍增产。《石油市场月度报告》援引二手资料数据显示，2018 年 10 月份 15 个成员国原油日产量 3290.0 万桶，环比增加 12.7 万桶/天，同比微幅增长 30 万桶/天。其中沙特阿拉伯原油日产量 1063 万桶，环比增加 12.7 万桶；伊朗原油日产量 329.6 万桶，比修正过的 9 月份原油日产量减少 15.6 万桶；伊拉克原油日产量 465.3 万桶持平；尼日利亚原油日产量 175.1 万桶，比修正过的 9 月份原油日产量减少 1.7 万桶，委内瑞拉原油日产量 117.1 万桶，环比减少 4 万桶；利比亚原油日产量 111.4 万桶，环比增加 6 万桶；阿联酋原油日产量 316 万桶，环比增加 14.2 万桶；卡塔尔原油日产量 60.9 万桶，环比增加 1.4 桶；安哥拉原油日产量 153.3 万桶，环比增加 2.2 万桶；厄瓜多尔原油日产量稳定在 52.5 万桶；阿尔及利亚原油日产量 105.4 万桶，减少 4000 桶；加蓬原油日产量 18.4 万桶，增加 3000 桶。赤道几内亚 10 月份原油日产量 13.1 万桶，增加 800 桶；刚果原油 10 月份日产量 32.4 万桶，增加 5000 桶。

图 16: OPEC 原油产量及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 17: 伊朗原油产量及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

美国和俄罗斯产量快速增长。EIA 数据，截止 11 月初，美国原油日均产量 1160 万桶，比去年同期日均产量增加 198.0 万桶；四周原油日均产量 1115 万桶，比去年同期日均产量高 188 万桶。根据俄罗斯能源部 CDU-TEK 部门公布的数据，其原油和凝析油产量 10 月平均为 1141.2 万桶/日。接近苏联解体以来俄罗斯最高产量。

图 18: 美国原油产量及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

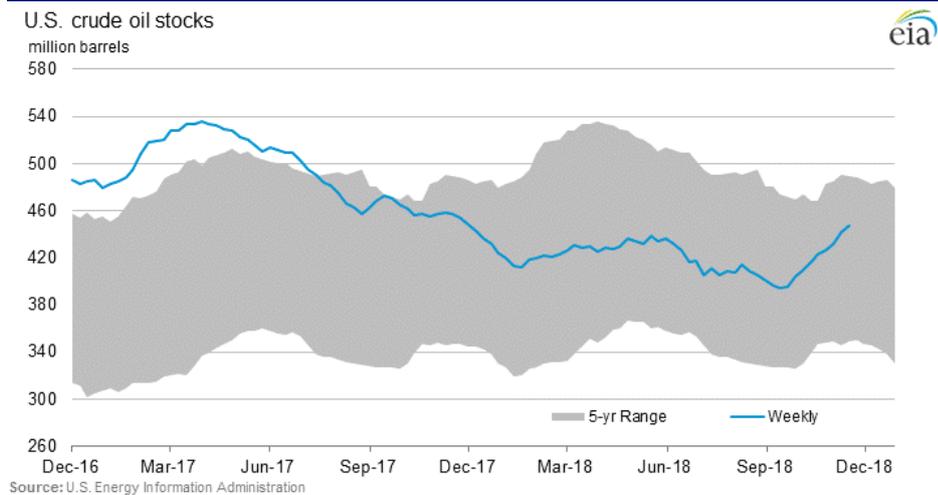
图 19: 俄罗斯原油产量及同比



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

全球原油库存阶段性增长，整体处于合理水平。EIA 数据，截止 2018 年 11 月 2 日当周，美国原油库存量 4.3 亿桶，环比上周增长 578 万桶，比去年同期低 5.5%，比过去五年同期高 3%。OPEC 数据显示 9 月份经合组织商业石油库存 28.58 亿桶，环比增加 550 万桶，同比减少 1.11 亿桶，比过去五年平均低 2530 万桶。其中原油库存比五年同期低 2960 万桶，成品油库存比五年同期高 430 万桶。此外，由于全球原油总体过剩，美国石油战略储备在高油价区间减少明显，截止 2018 年 11 月 2 日当周，美国石油战略储备减少了 23.5 万桶，四周累计减少 507.6 万桶。

图 20: 美国原油库存



资料来源: EIA, 安信证券研究中心

未来半年美国豁免的 8 国仍存在清零伊朗原油进口的可能。12 月 6-7 日 OPEC 将在维也纳举行会议, 预计沙特和俄罗斯继续推行新的减产协议, 届时伊朗的态度或将决定油价走势。我们对新的减产协议达成持乐观态度。

1.4.2. 全球原油需求稳定增长, 2019 年需求增速或小幅下降

EIA 11 月数据, 预测 2018 年全球原油需求同比增速 152 万桶/日, 2019 年全球原油需求同比增长 144 万桶/日, 较之前预测下调 5 万桶/天。预测 2018 年美国原油需求将增长 51 万桶/日 (此前料增 45 万桶/日), 预计 2019 年将增长 22 万桶/日 (此前料增 23 万桶/日)。

OPEC 10 月报告预计 2018 年全球石油日均需求 9879 万桶, 比 2017 年全球日均需求高 150 万桶, 比上次预测下调了 4 万桶, 主要反映了中东地区石油需求数据低于预期。预计 2019 年全球石油日均需求 1.0008 亿桶, 比 2018 年全球石油日均增长 129 万桶, 比上个月预测下调 7 万桶。预计 2019 年经合组织国家石油日均需求增长 25 万桶, 经合组织国家石油需求日均增长 104 万桶。

表 3: OPEC 预测的全球原油供需平衡表 (单位: 百万桶/天)

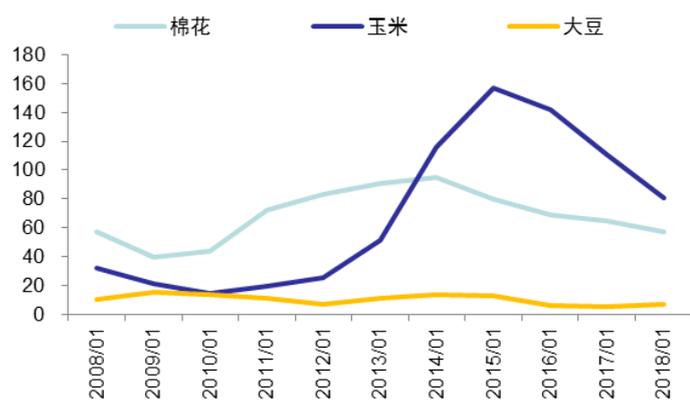
	2017	1Q18	2Q18	3Q18	4Q18	2018	1Q19	2Q19	3Q19	4Q19	2019
OECD	47.4	47.7	47.2	48.1	48.4	47.9	48	47.4	48.4	48.6	48.1
Non-OECD	49.9	50.1	50.8	51.2	51.6	50.9	51.1	51.8	52.2	52.7	52
	97.3	97.8	98	99.3	100	98.8	99.1	99.3	100.6	101.3	100.1
-OPEC Supply&OPEC NGLs	63.8	65.4	65.8	66.7	66.9	66.2	67.9	67.7	68.8	69.8	68.5
OPEC Crude Oil Production	32.6	32.4	32.2	32.6							
	96.4	97.8	98	99.2							
Balance (Stock Change and Misc.)	-0.9	0	0	-0.1							
Closing Stock Level (Outside F.CPEs) (mb)											
OECD Onland Commercial	2853	2816	2817	2858							
OECD SPR	1568	1575	1570	1569							
	4421	4391	4387	4427							
Oil on Water	1025	1036	1014	1041							
	6496	6478	6452	6519							
(a)-(b)	33.5	32.4	32.2	32.6	33	32.6	31.2	31.6	31.8	31.5	31.5

资料来源: OPEC, 安信证券研究中心

2. 农化板块：需求底部回暖，中长期景气度有望上行

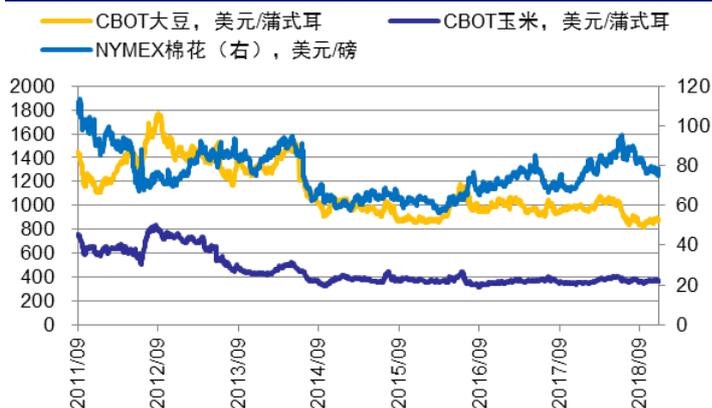
除大豆外，全球主要农产品库存消费比持续下降。美国农业部将 11 月报告，剔除中国的全
球大豆库存消费比继续增长，供应进一步宽松。玉米、棉花、小麦库存消费比小幅下降，供
应整体偏紧。主要农产品价格处于历史较低位置，板块有一定防御属性。

图 21：全球主要农产品库存消费比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 22：全球主要农产品价格



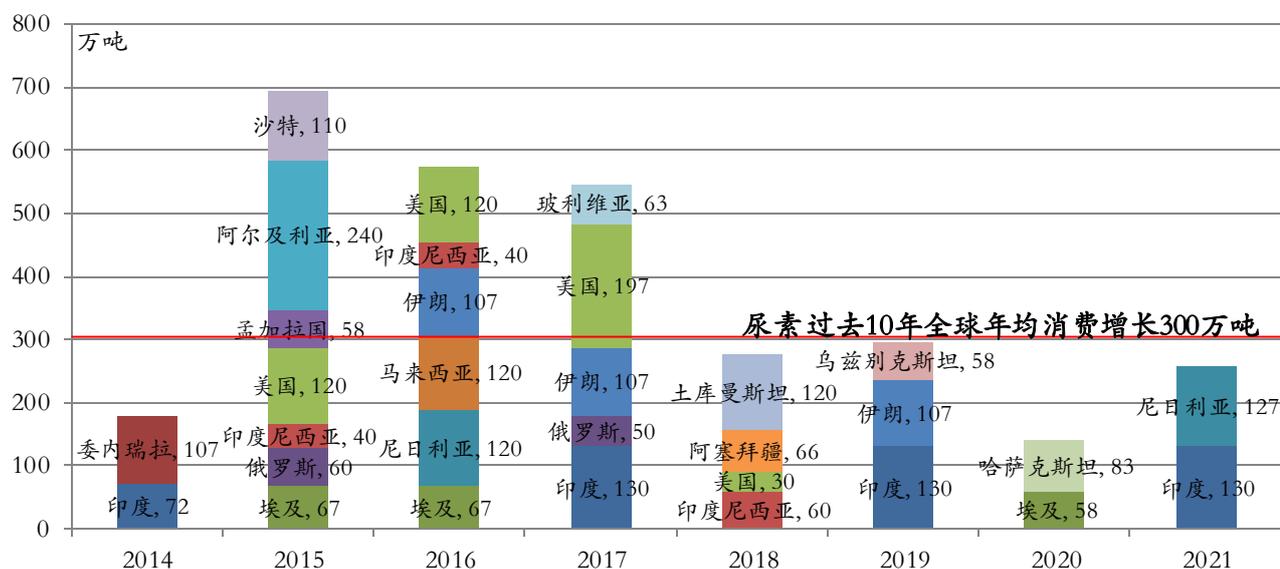
资料来源：Wind，安信证券研究中心

2.1. 氮肥：供应端产能增速降低，气煤比持续扩大提升我国尿素全球竞争力

尿素全球供需好转，预计 2018 年后全球供给增长低于需求增长。

根据 IFA 及 CRU 消息，2015 年至 2017 年，全球除中国外产能增长年均近 600 万吨，预期
2018 年至 2020 年年均 200 万吨左右。根据 YARA 信息，过去十年尿素全球消费增速 300
万吨/年，预计 2018 年起产能增长已经低于消费增速，供需格局有望不断好转。

图 23：除中国外的尿素产能增长在 2015-2017 年达到高峰

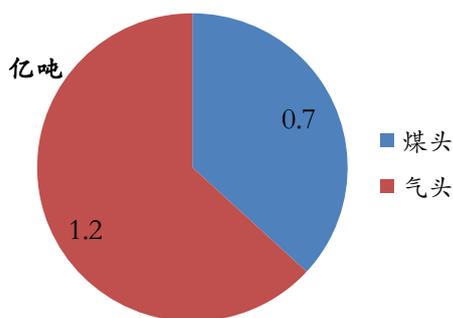


资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

尿素全球定价机制是边际成本产能定价。

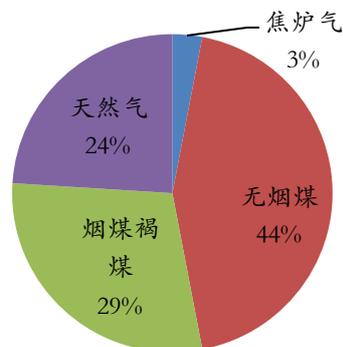
根据彭博社信息，目前全球大约 2 亿吨尿素产能，煤头尿素大约 7000 万吨，主要在我国。煤头尿素工艺分为固定床和水煤浆，固定床工艺成本较高，根据心连心报告，目前我国固定床工艺尿素占比保持在 44% 大约 3000 万吨以上的水平。

图 24：全球煤头气头尿素比例



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 25：国内不同工艺尿素产能比例



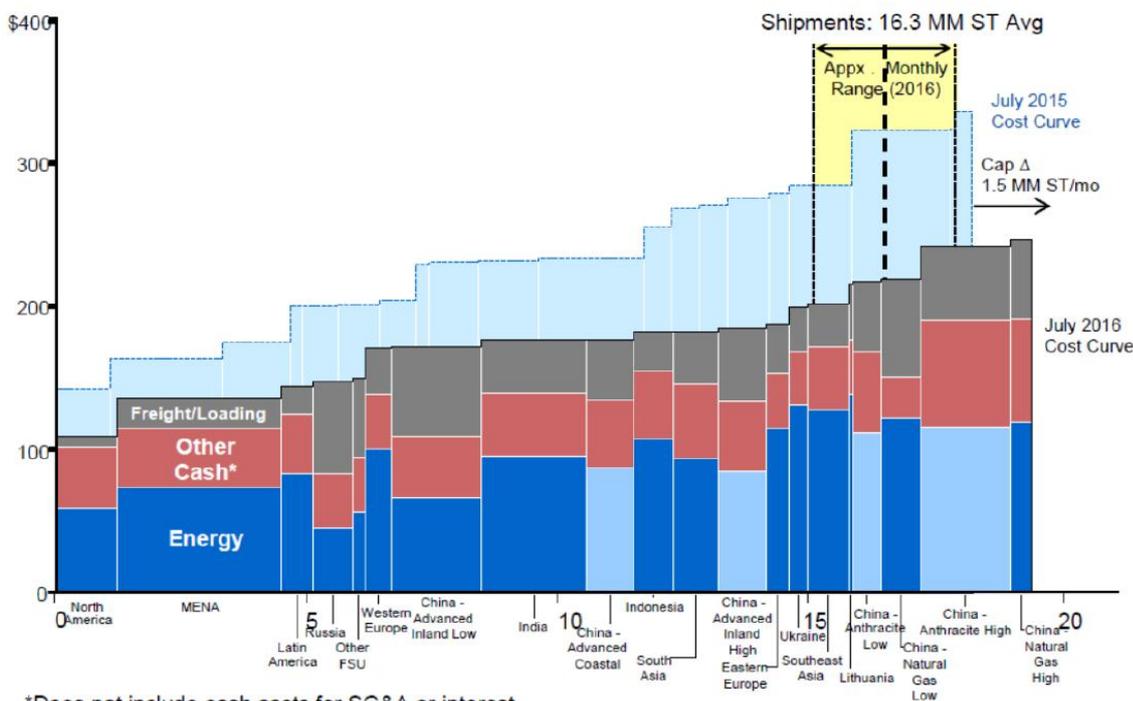
资料来源：心连心公司报告，安信证券研究中心

从全球产能成本来看，煤头固定床相对较高。中国传统煤气化装置为固定床，需要昂贵的无烟煤，并且吨耗电量近 800 度，远高于煤粉水煤浆新工艺 350 度吨耗。中国前期固定床装置产能一般较小，在 30 万吨以下，成本控制能力参差不齐，这部分国内小产能构成全球尿素的边际成本。

图 26：全球尿素成本曲线

2016 vs. 2015 Monthly Delivered U.S. Gulf Urea Cost Curve

(Y-axis: USD/short ton, X-axis: Monthly Production Capacity at 95% Operating Rate, million short tons)

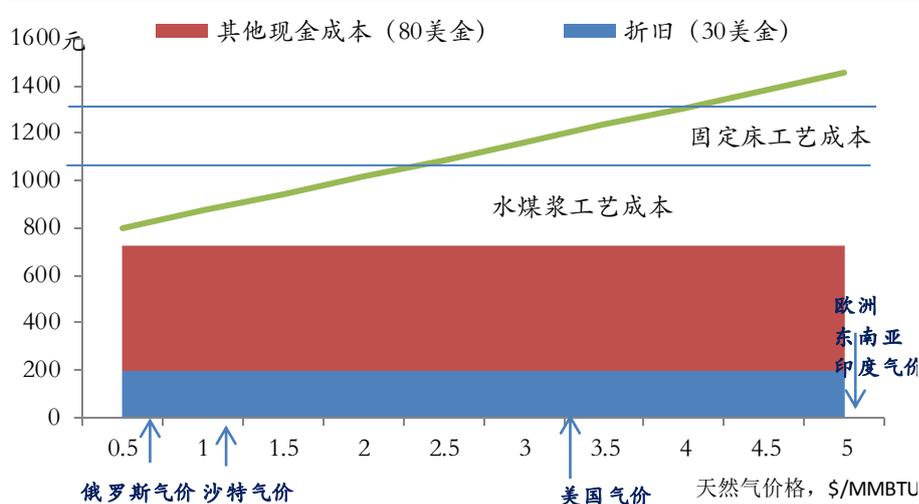


资料来源：CF，安信证券研究中心

气头尿素仍是全球供应主力，全球尿素成本对比核心在于气煤价格之比，我国尿素成本因海外天然气价上涨具备优势。

海外气头尿素装置成本主要分为三块，天然气原料成本、其他现金成本、折旧。根据 CF 公告，单吨尿素消耗天然气 22 百万英热单位，装置折旧 30 美元/吨。其他原料成本一般在 80 美元左右。煤头装置分为水煤浆和干煤粉新工艺，消耗烟煤 1 吨左右，固定床消耗无烟煤 0.6 吨，燃料煤 0.17 吨左右。固定床其他成本 500 元/吨，新工艺其他成本在 400 元/吨。因此，在无烟煤（7000 卡）1150 元/吨、烟煤 650 元/吨成本情况下，固定床工艺毛毛成本在 1300 元，新工艺成本在 1050 元/吨，若按照 6.6 汇率测算，固定床工艺相当于气头装置 3.95 美元/mmBtu 气价，水煤浆工艺相当于相当于 2.23 美元/mmBtu，目前美国气价已经超过 3 美元，CF 用气价格接近 3.5 美元。从市场价格角度，中国水煤浆工艺尿素成本具备优势，但沙特，俄罗斯等国政府控制天然气价格，工业供气价格较低，俄罗斯 2016 年供气 0.75 美元/百万英热单位，沙特工业用气 1.25 美元/百万英热单位，因此成本依然较低。

图 27：气煤比决定尿素成本对比



资料来源：Bloomberg，安信证券研究中心

气煤比持续扩大提升我国尿素全球竞争力。目前气煤比已处于近三年来新高水平，天然气价格上行推升海外气头尿素成本，截至目前 NYMEX 天然气价格约 4.5 美元/mmBtu，在目前汇率和烟煤价格水平下，我国煤气化尿素已具备一定的生产成本优势。

图 28：气煤比（NYMEX 天然气/动力煤 Q5500）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

我国尿素产能收缩，开工率下滑，产量下滑，出口下滑，供应端进一步收紧。

2016 年开始，中国尿素行业随着产能的严重过剩，价格持续下滑，亏损企业退出步伐明显加大。据百川，2017 年中国尿素产能为 7972 万吨，2018 年继续减少至 7500 万吨左右，同时，仍有 600 万吨左右的产能处于长期停车或预计即将退出的状态，因此，目前国内有效尿素产能实际应在 6800 万吨，甚至更低。开工率自 2016 年 80% 高位下滑至 2017、2018 年的 50%-60% 左右。

图 29：尿素开工率 (%)

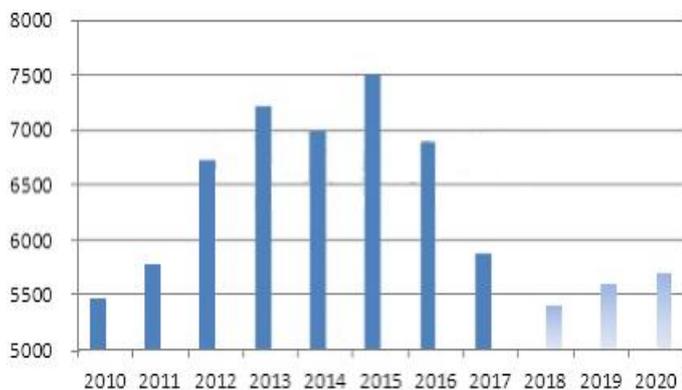


资料来源：Wind，安信证券研究中心

2017 年开始，我国尿素产量出现大幅下滑，行业产能的加速退出、日益严格的环保形势以及出口需求的减少，倒逼国内尿素企业开工持续低位，2018 年国内尿素产量仍较为低迷。

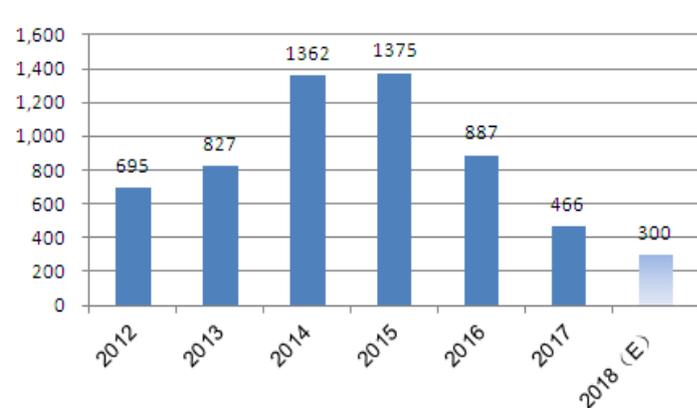
我国尿素出口自 2014 年起开始下滑，直到 2018 年国内市场供需处于产销紧平衡下预计今年出口量难破 300 万吨。

图 30：我国尿素产量与预测 (万吨)



资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

图 31：我国尿素出口情况 (万吨)



资料来源：百川资讯，安信证券研究中心

2018 年以来，国内尿素市场走势良好，行业盈利大增，市场供需稳健，持续看好。

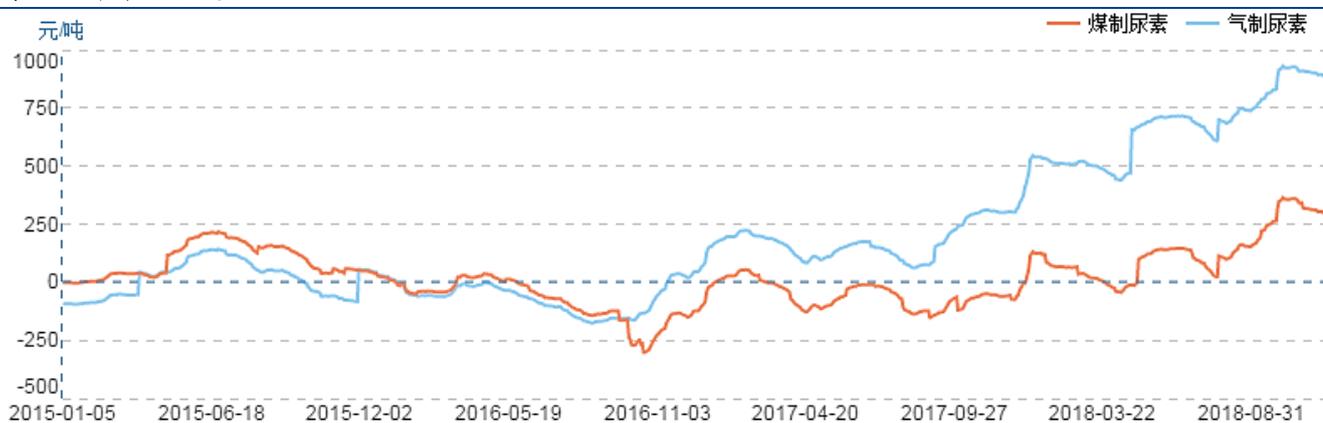
据百川，尿素 2018 年主产区价格在 1800-2200 元/吨区间高位运行，同比 2017 年 1450-1700 元/吨的价格高出 400 元/吨以上。截止到 2018 年 9 月，全行业平均盈利高达 400 元/吨以上，同比去年高出 300 多元。

图 32: 尿素价格走势 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

图 33: 尿素毛利变化



资料来源: 卓创资讯, 安信证券研究中心

建议关注华鲁恒升 (200 万吨水煤浆)。

华鲁恒升 (600426.SH)

公司是多业联产的新型煤化工企业, 具备尿素 200 万吨、醋酸 50 万吨、甲醇 170 万吨、DMF 25 万吨、己二酸 16 万吨、乙二醇 55 万吨产能。公司 2018 年 10 月公告 50 万吨/年乙二醇项目投产, 若以乙二醇 7500 元/吨价格计算, 单吨净利超 2000 元, 公司一头三尾项目部分甲醇改产乙二醇后测算单吨净利增量超千元, 整个项目有望带来 5-6 亿利润增量。据山东经济和信息化委员会公示的山东第二批拟认定的 17 家化工园区名单, 公司恒升产业园在列。公司成功打造高度一体化化工园区, “一头多线” 循环经济发展模式具备较强的成本优势、环保优势。预计 2018-2020 年 EPS 分别为 2.02、2.48、2.59 元。

风险提示: 国内产能复工增多、印度等国补贴政策变更等。

2.2. 磷肥: 原料磷矿石产能收缩, 磷肥景气步入底部上行通道

全球磷肥的供需理论上可维持较为平衡的状态。

将磷肥实物量、磷酸产量等数据统一折算为 P_2O_5 万吨计数,可统计出供需平衡差值如下表:

表 4: 磷肥历史与预计供需情况表

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
磷的产能	5742.2	5838.5	6095.5	6199.5	6303.6	6467.7
磷的实际产能	4742.4	4839.4	4955.8	5119	5236.1	5307.8
可供作为肥料的磷的产能	4174	4235.6	4334.9	4466.2	4567	4627.5
磷肥需求	3763.5	3837.2	3957.9	4046.9	4132	4213.3
磷肥供需平衡差	410.5	398.4	376.9	419.3	434.9	414.2

资料来源: FAO, 安信证券研究中心

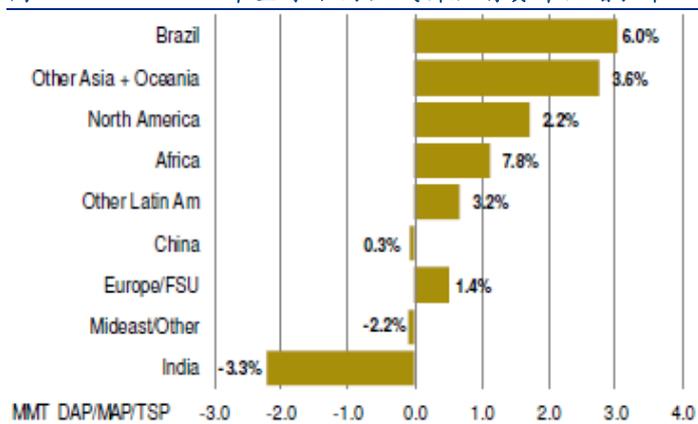
可见未来两年中,磷肥供需平衡差将基本稳定在 400 万吨出头的水平,供需可达到较好的紧平衡状态。

新增产能达产或不及预期,供给增速将较大概率低于需求增速。

需求端: 有望保持 2%-3%的增速

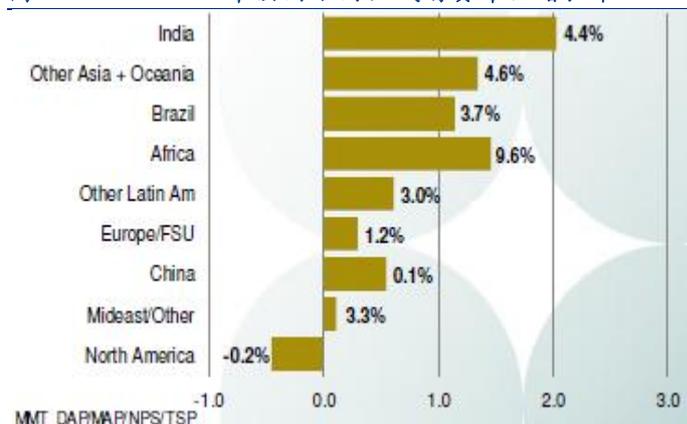
2010 年-2016 年,根据 CRU 及 Mosaic 数据,全球磷肥消费年度复合增长率为 1.9%,实物量增长 830 万吨。2017-2022 年,根据 Mosaic 预测,复合增速大概率保持 2%-3%左右,实物增量 710 万吨,其中主要增长来源是印度 (200 万吨, 4.4%), 亚太 (140 万吨, 4.6%), 非洲 (150 万吨, 9.6%), 巴西 (120 万吨, 3.7%)。

图 34: 2010-2016 年全球不同区域磷肥消费年化增长率



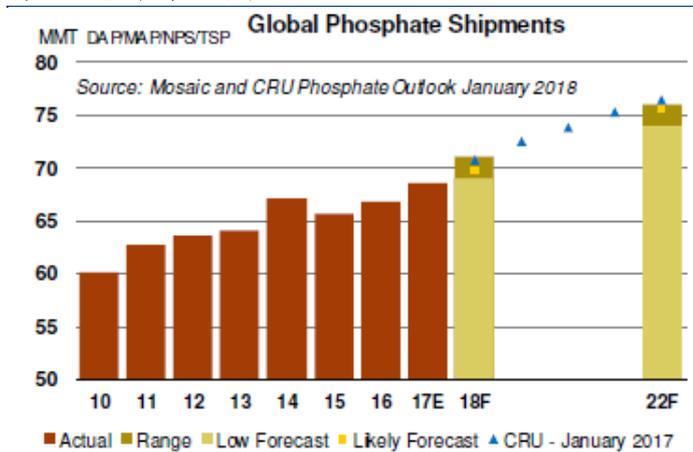
资料来源: Mosaic and CRU

图 35: 2017-2022 年预测不同区域消费年化增长率



资料来源: Mosaic and CRU

图 36: 全球磷肥需求预测



资料来源: Mosaic and CRU

图 37: 几个不同情景的磷肥需求预测

Mil Tonnes DAP/MAP/NPS/TSP	Mosaic Scenario			CRU Jan 2017
	Low	Likely	High	
2010 Shipments		60.2		61.0
2017 Shipments		68.5		71.5
Change 2010-17		8.3		10.5
CAGR 2010-17		1.9%		2.3%
2022 Forecast	74.5	75.6	77.0	76.5
Change 2017-22	6.0	7.1	8.5	5.0
CAGR 2017-22	1.7%	2.0%	2.4%	1.1%

资料来源: Mosaic and CRU

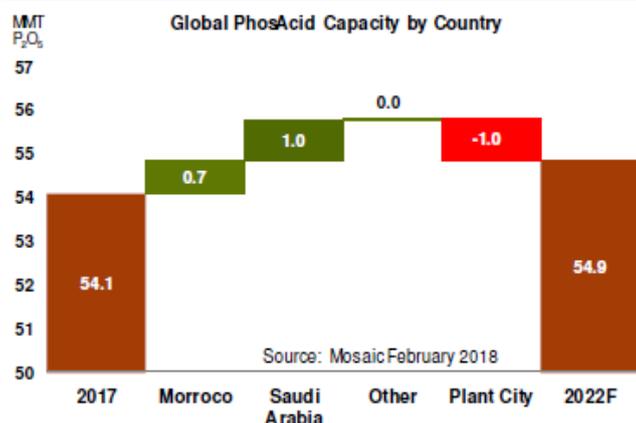
供给端：预计保持 1%-2%的增长率

2017-2020 年，据 FAO 预测数据，磷酸产能将以 3.7%的年复合增长率增长，实际产能将维持约 1.7%的增速。

沙特和摩洛哥是未来磷肥新增产能的主要区域。Mosaic 和沙特的项目 2017 年已经投产，当年实物产量 40 万吨，18 年有望 100-150 万吨，19 年有望 200 万吨。放量幅度低于预期，同时 Mosaic 已经停掉 Plant City 150 万吨实物产能，用以抵消实际的产量。OCP 项目 JL-3 项目投产后有望增长 100-150 万吨产量，原定于 18 年中投产的 OCP JL-4 项目将推迟至 19 年二季度。

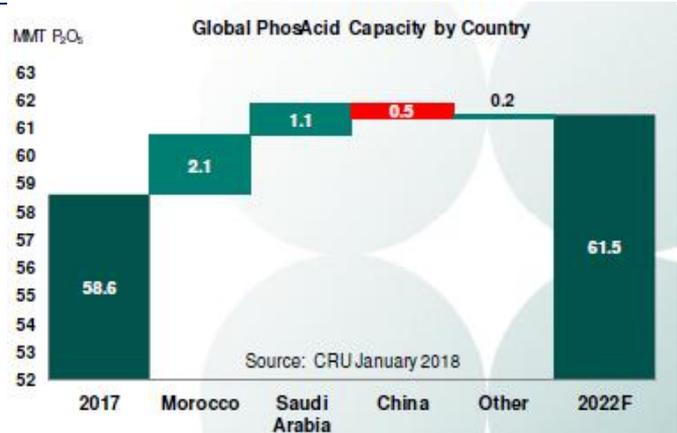
未来五年实际新增产能增速可能低于预测增速。CRU 根据规划投产量测算未来 5 年磷酸折算 P_2O_5 产能 290 万吨，而 Mosaic 认为考虑到实际的产能退出以及未来摩洛哥实际产能将会远低于预期，未来 5 年新增产能折 P_2O_5 仅为 80 万吨。以 CRU 测算数据计算年化增长率的话仅有 1.0%左右。

图 38: Mosaic 预测全球未来 5 年产能增量



资料来源: Mosaic and CRU

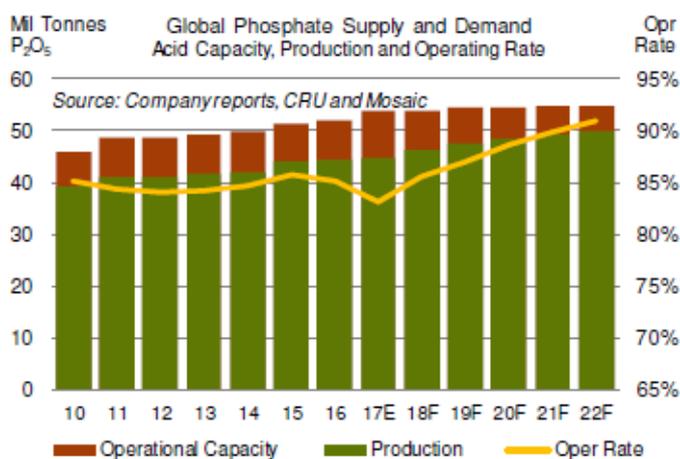
图 39: CRU 预测全球未来 5 年产能增量



资料来源: Mosaic and CRU

据 CRU 预测，未来 5 年全球开工率将从 83%提高到 91%，届时磷肥/磷化工景气度将有大幅度提升。

图 40: 未来 5 年全球磷肥开工率将从 83%上升至 91%



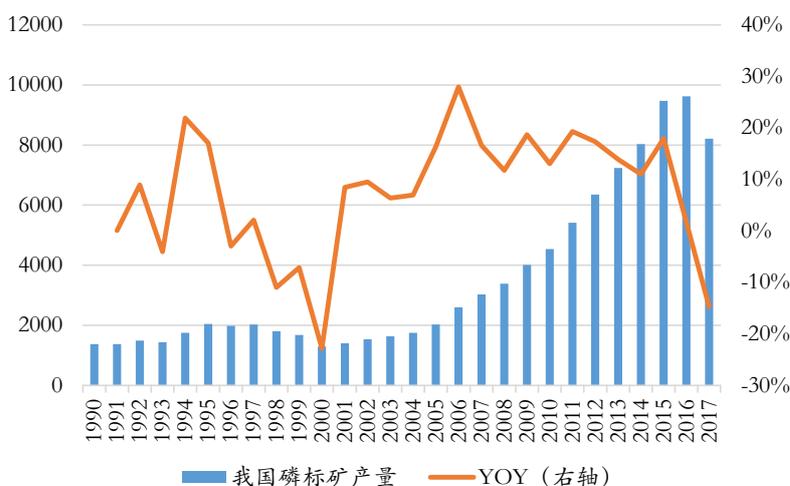
资料来源: CRU, 安信证券研究中心

磷肥占磷矿下游需求近9成，原料磷矿石我国新产能上升空间有限，环保等一系列事件导致磷矿减产，价格走高。

根据2016年发布的全国矿产资源规划，磷矿已经和石油、天然气、稀土等矿产一样，被列入了战略性矿产目录，成为矿产资源宏观调控和监督管理的重点对象。

同时环保政策正逐步收紧导致磷矿石的产能产量上升空间十分有限。在环保政策不断影响下，我国磷矿产量自2017年开始出现下滑。据Wind，2017年我国磷标矿产量8209万吨，同比下降14.73%；2018年1-9月产量5328万吨，同比下降30.07%。

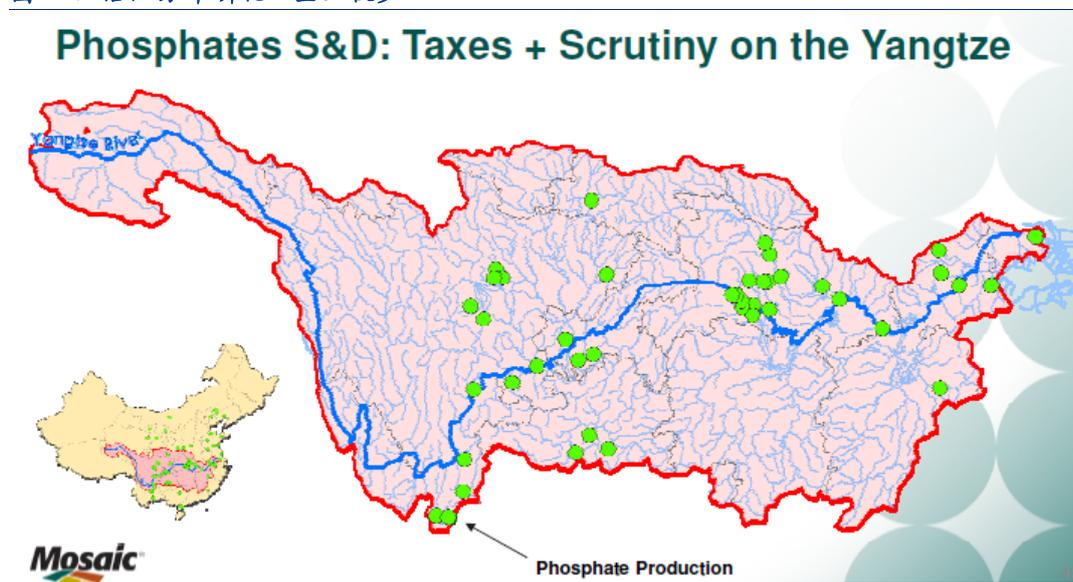
图 41：我国磷标矿产量变动情况（万吨）



资料来源：Wind，安信证券研究中心

国内环保日益趋严背景下，沿江环保趋严是大趋势，而由于磷矿的分布，以及长江水利运输条件，沿江分布有大量磷矿和磷肥企业。环保部出台沿江一公里内化工园区搬迁计划，未来或会成为中国磷矿产量收缩的催化剂。

图 42：沿江分布磷化工企业较多



资料来源：Mosaic

湖北受环保政策影响较大，据百川，去年在湖北进行的环保监察限产磷矿石导致涨价 25%。长江一公里环保政策影响，今年宜昌地区产量折损严重，宜昌 2018 年仅开出 1000 万吨的矿票，和 2017 年相比折损量为 500 万吨。

除了环保政策外，贵州进入 2018 年后地区限载，导致原矿下山阻碍重重，企业为降库，产出下滑；四川什邡地区 2017 年 8 月份后，由于大熊猫保护基地和环境走廊建设，磷矿石暂停开采，截止目前环保区域仍未划出，什邡地区磷矿石仍在停采当中。

磷肥供应端收紧，需求季节性向好，供需紧张将推高磷化工景气。

磷酸一铵：

据国家统计局数据，2017 年产量出现近 7 年来首次下降，产量 2259 万吨，下降幅度 3.27%。2018 年 1-9 月产量 1244 万吨，同比下降 29.86%，磷酸一铵产量下降幅度加大。

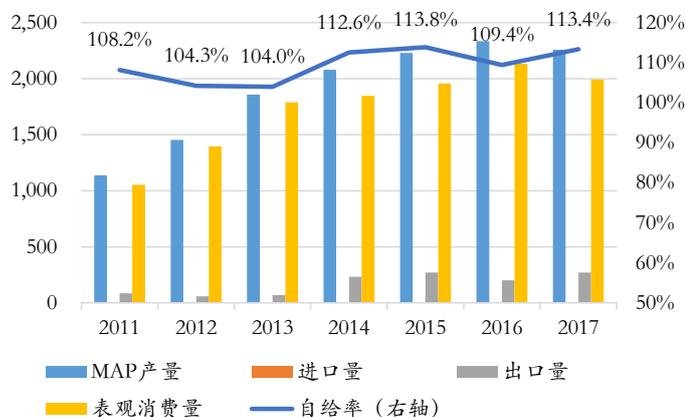
磷酸一铵自给率始终大于 100%，我国是 MAP 净出口国，2017 年出口 271 万吨，同比增长 33.95%，致使自给率较 2016 年进一步升高。

磷酸二铵：

自 2015 年后产量连续下滑两年，2016 年、2017 年下降幅度分别为 4.35%、3.25%。2018 年 1-9 月产量 1133 万吨，同比下降 15.68%，磷酸二铵产量下降幅度也在加大。

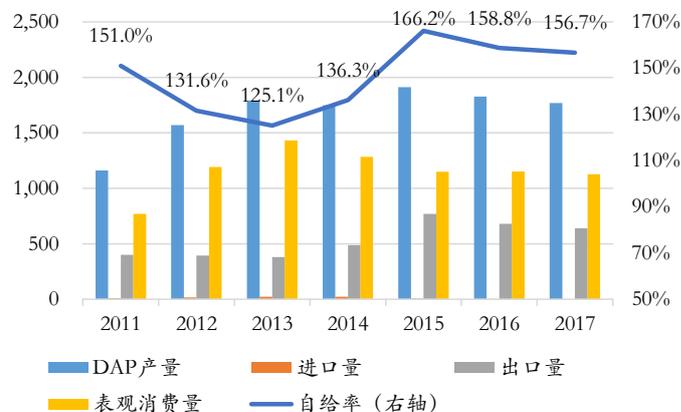
磷酸二铵自给率在近 3 年中始终保持 150% 以上，产能过剩较严重。

图 43：我国磷酸一铵供需情况（万吨）



资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

图 44：我国磷酸二铵供需情况（万吨）



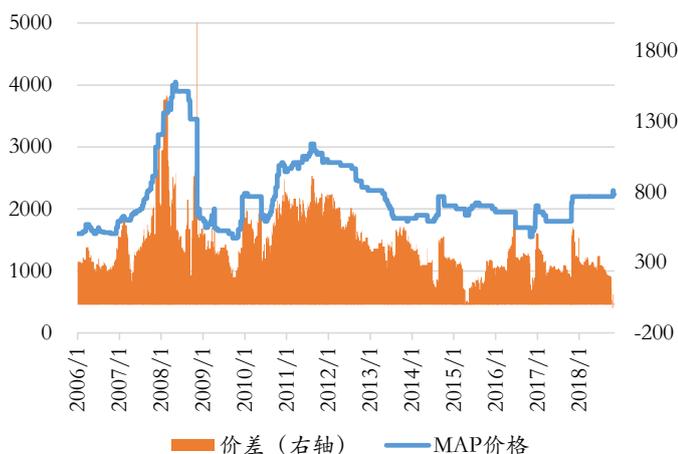
资料来源：国家统计局，安信证券研究中心

中国磷矿石品位较低一般在 20% 以下，开采成本较高，且磷肥生产污染较重，磷石膏处理困难，在这种背景下每年大量出口磷肥一方面是在消耗中国本就稀缺的磷矿资源，另一方面把大量污染留在国内，已经不符合国内未来环保和产业升级的发展战略。因此，**未来环保驱动下磷肥行业去产能整合是趋势**，磷肥行业产量和出口均大概率稳中有降。

磷肥价格在 2016-2017 年上半年中处于历史底部位置，自 2017 年年末至 2018 年随着磷矿石价格上涨开始复苏。

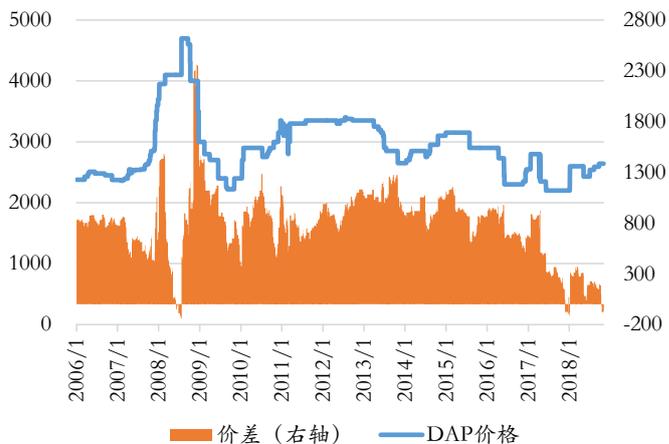
受原料价格上涨的影响，磷肥价差迅速缩小，作为下游产业的磷肥企业希望产品涨价盈利的诉求较为强烈。冬储行情到来，有望助推磷肥价格上涨。

图 45: 磷酸一铵价格价差 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 安信证券研究中心

图 46: 磷酸二铵价格价差 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 安信证券研究中心

建议关注受益于磷肥景气复苏的**司尔特**（75 万吨磷酸一铵、30 万吨磷矿），**新洋丰**（180 万吨磷酸一铵），**兴发集团**（60 万吨磷铵、650 万吨磷矿）。

司尔特 (002538.SZ)

公司充分依托宣州马尾山硫铁矿、贵州开阳磷矿山储量丰富的优质原料资源优势，形成从硫铁矿制酸至磷复肥产品生产、销售较为完整的一体化产业链。据公告，现有磷矿产能 30 万吨、磷酸一铵 75 万吨、复合肥 150 万吨，同时具备硫铁矿制酸产能 115 万吨，38 万吨硫铁矿已具备开采条件，原材料优势使其磷肥毛利率业内领先。目前正在推进发行可转债事宜，拟募集 8 个亿建设年产 65 万吨新型肥料和 40 万吨土壤调理剂项目，转型升级发展绿色农业。

新洋丰 (000902.SZ)

公司具备 180 万吨磷酸一铵产能，全国占比超 10%，是全国最大一铵企业。公司拥有 320 万吨低品位矿石选矿装置，同时配备硫酸 280 万吨、合成氨 15 万吨产能，较好的控制了成本。据公告，公司磷矿资源有注入预期，产业链有望进一步完善。同时公司加入苹果推广联盟，开拓脐橙、蓝莓全国市场，在越南设立越南火龙果加工基地，参与终端，以农促肥。预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.65 元，0.82 元，0.88 元。

兴发集团 (600141.SH)

公司是国内少数几家拥有“矿电化一体”产业链的磷化工行业龙头企业。目前，公司拥有采矿权的磷矿石储量 2.47 亿吨，拥有处于探矿阶段的磷矿石储量 2.33 亿吨，设计矿石年产能 650 万吨。公司拥有磷酸盐产能 18.25 万吨、电子级磷酸产能 3 万吨、磷铵产能 60 万吨。预计 2018-2020 年公司 EPS 为 0.74，0.94，1.26 元。

风险提示：下游需求不及预期、海外产能投放加速等。

2.3. 农药：环保达标确保成长空间，绿色创新强者恒强

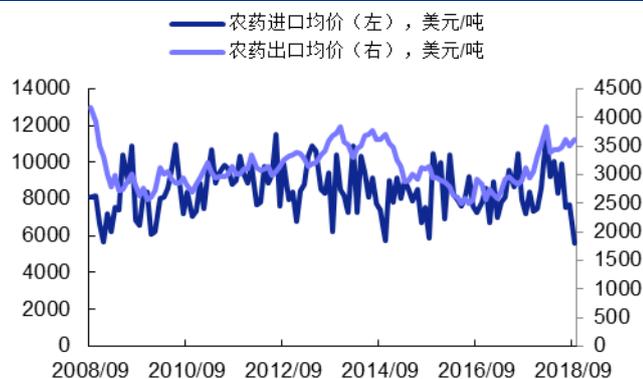
我国农药行业规模增长较快，但行业集中度仍有待提升。据农药工业协会统计数据，2017年全国累计生产农药294.1万吨，农药行业利润总额达到259.6亿元。2017年中国农药出口金额达到67.6亿美元，出口量达到146.76万吨，成为全球农药出口数量第一大国。农药生产企业2200多家，其中规模以上企业800多家。2017年我国年销售额在5亿元以上的农药企业79家，10亿元以上的农药企业50家，30亿元以上的企业有10家。

农药景气处于高位，长期需求稳定略增。

据海关数据统计，1-9月我国有机磷衍生物除双甘膦进口量287.2吨，同比增长10.6%；进口均价10.4美元/kg，同比上升4.9%；出口量51038吨，同比增长50.3%；出口均价3.9美元/kg，同比上升41.3%。双甘膦出口量5511.6吨，同比增长131%；出口均价2.41美元/kg，同比上升36.4%。

参考《2019年全球植保化学品市场趋势与展望》，2014年至2019年，全球作物保护化学品市场将以5.5%的复合年增长率增至696.143亿美元，2014年至2019年活性成分市场将以4.2%的复合年增长率进行增长。虽然三季度国际农化巨头库存季节性高位，但四季度备货季，出口需求依旧强劲，制剂方面预计需要一定时间来消化库存。国内受国际形势影响，需求结构有所调整，大豆、水果和花卉需求增长较快，玉米、水稻和蔬菜类需求预计持平。

图 47：农药出口均价高位



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 48：全球作物保护及非作物农药市场规模稳定

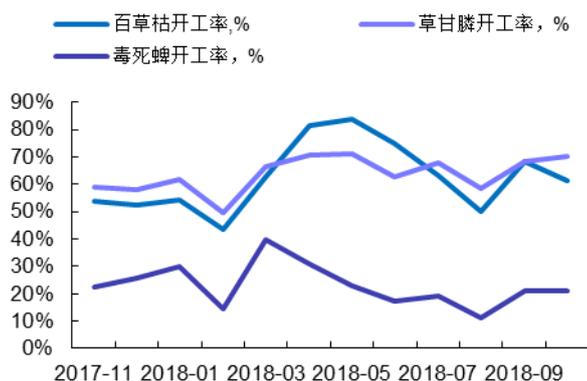


资料来源：Wind，安信证券研究中心

国内环保监管持续高压，开工率维持偏低，农药价格高位震荡。我国农药企业面临着搬迁、整改、停工、成本上升等压力，环保方面“2+26”城市的取暖季停限产、长江沿岸的生态整治、化工大省环保督查回头看维持高压，农药企业环保投入大幅提升，产能增长继续受限，预计价格高位震荡。

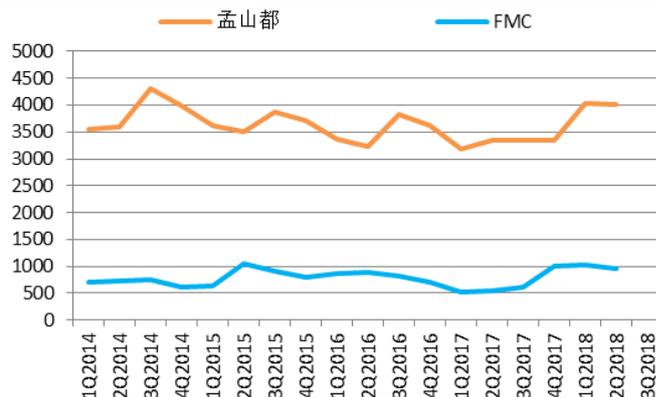
全球农药巨头 16 年底和 17 年处于补库存阶段，2018 年补库存周期结束。短期海外需求维持相对稳定，但 2018 年 9 月份美国宣布将对约 2000 亿美元中国产品追加关税，年底前设定税率为 10%，涉及多种除草剂、杀虫剂和助剂产品。若两国政府不能在后期达成一致，关税将从 2019 年 1 月起上升到 25%，加大农药出口下滑风险。

图 49：部分农药开工率维持偏低位



资料来源：安信证券研究中心

图 50：全球农化巨头库存



资料来源：Wind，安信证券研究中心

供需共振推高景气，未来进入深度博弈期。农药行业达到景气高位，此时应当寻找具备增量优势的企业。参考全国农技中心数据，2018 年国内农药使用总量折百约 30 万吨，略有下降。但农药出口和绿色环保型农药需求稳定增长，考虑化工原料、原药价格高位，绿色创新型企业优先完成产能释放，成长确定性较高。

表 5：部分原药企业在建工程弹性排序

	a 在建工程化	b 固定资产，亿	a/b
中旗股份	4.55	4.12	1.10
广信股份	5.42	10.51	0.52
利尔化学	9.87	20.59	0.48
湖南海利	2.08	5.41	0.39
先达股份	0.58	1.69	0.34
海利尔	1.00	3.30	0.30
联化科技	6.98	32.19	0.22
雅本化学	1.69	9.48	0.18
红太阳	6.53	38.24	0.17
利民股份	1.02	7.16	0.14

资料来源：Wind，安信证券研究中心

建议关注实现绿色创新发展，能够持续上产的农药企业：广信股份、中旗股份、利尔化学。

中旗股份 (300575.SZ)

公司积极进行新产品产能储备，目前在建有：1) 年产 400 吨 HPPA 及 600 吨 HPPA-ET 项目；2) 年产 300 吨 98% 氟酰胺原药及年产 300 吨 96% 螺甲螨酯原药项目；3) 年产 500 吨 97% 甲氧咪草烟原药及年产 500 吨 97% 甲咪唑烟酸原药项目。上述产能有望在 2019 年 4 月前逐步放量。

广信股份 (603599.SH)

公司是国内少数具有较为完整农药生产体系的专业厂商之一，以光气为原料，涵盖农药中间体、原药及制剂的各生产环节。光气为剧毒气体，生产资质准入门槛高，依托光气资源生产多菌灵、甲基硫菌灵、敌草隆等及重要中间体氯甲酸甲酯、3, 4-二氯苯基异氰酸酯等。公司的杀菌剂、除草剂均为国际大吨位用量的优良农药品种。

利尔化学 (002258.SZ)

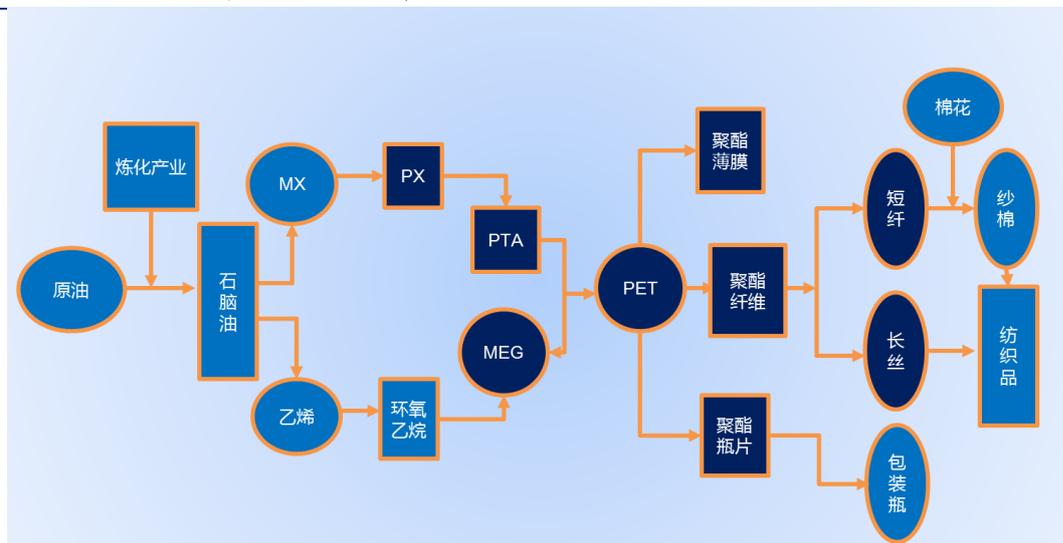
公司草胺膦于 2017 年通过技提升产能到 8000 吨以上，募投项目广安利尔年产 1000 吨丙炔氟草胺原药生产线及配套设施建设项目已投产。目前丙炔氟草胺市场报价 60 万元以上，为公司带来利润增量。同时 7000 吨/年草铵膦项目有望年底试产，规划明年 2 月份开始投产，1000 吨/年氟环唑项目规划 2019 年中投产。新投草铵膦项成本下降空间大，盈利水平预计持续较高。

风险提示：产能释放不及预期、需求下滑等。

3. 石油石化：大炼化投产前景可期，LNG 和页岩气加速上产

3.1. 大炼化板块：PX 打通产业链最后一环，炼化投产提升化纤综合实力

图 51：PX-PTA-聚酯产业链核心环节



资料来源：CNKI，安信证券研究中心

聚酯需求稳定增长，是引领产业整合的主要动力。据卓创统计，2017 年聚酯产能约 5015 万吨，需求量约 4000 万吨，行业平均开工率 80% 以上。国内废旧聚酯禁止进口、瓶片出口增长等因素，2017 年以来聚酯行业需求增长较快。聚酯行业产能过剩的局面得到一定程度的缓解，随着行业盈利改善和需求持续增长，2018 年前三季度聚酯行业产销两旺。据华瑞资讯统计，2018 年上半年新增聚酯产能 354 万吨，重启 141 万吨，产能同比增长 9.9%。

表 6：2018 年聚酯新增重启产能

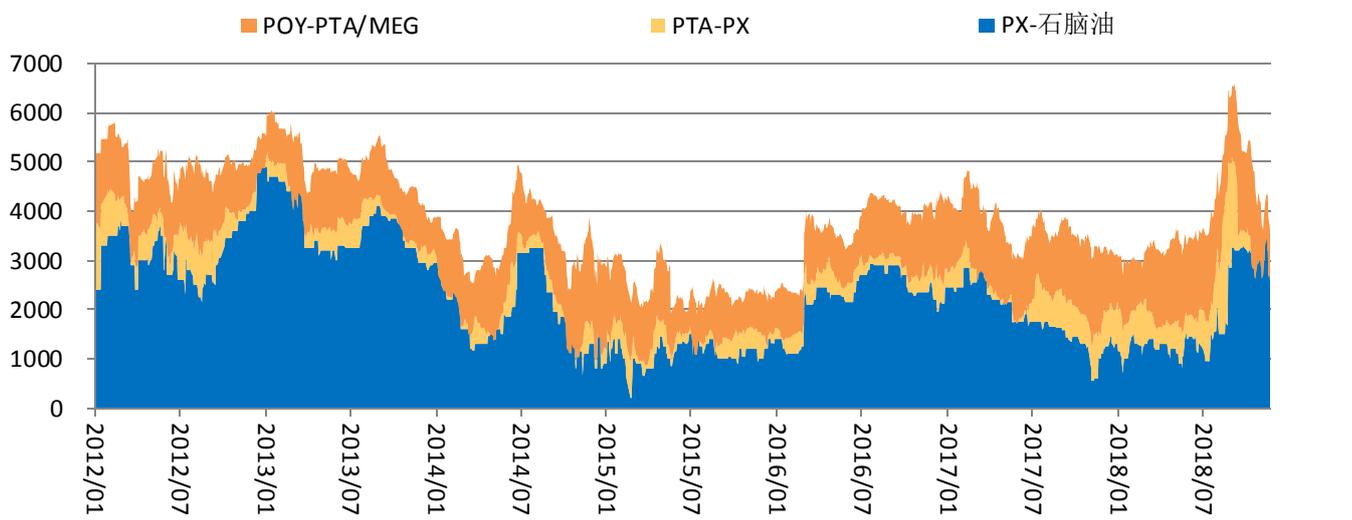
工厂	产能，万吨	时间
桐昆嘉兴	30	2 月
赛胜新材料	30	2 月重启
桐昆恒邦	20	3 月
新凤鸣中石	30	3 月
宿迁海欣	25	3 月
山东万杰	20	4 月重启
绿宇环保	10	5 月
新凤鸣中石	30	5 月

桐昆恒腾	60	5月
物产宏聚	36	6月重启
福建山力	20	6月
上海远纺	15	6月转产
浙江聚兴	30	7月重启
福建百宏	20	9月
仪征化纤	15	9月转产
涉及总产能	391	

资料来源：卓创资讯，安信证券研究中心

聚酯产量增速新高，产业链一体化深入，聚酯产业链利润集中在PX环节。2012年之前聚酯纤维产量保持10%以上的高速增长，仅2008年受全球金融危机影响增速下滑，2012年以来受国内宏观经济增速放缓和国际原油价格大幅下降影响，聚酯纤维产量转向5%以下的中低速增长，聚酯行业经历了近5年的去库存，2017年开启补库存周期行情，2018上半年聚酯产量达2218万吨，同比增加261万吨，增幅13.5%。

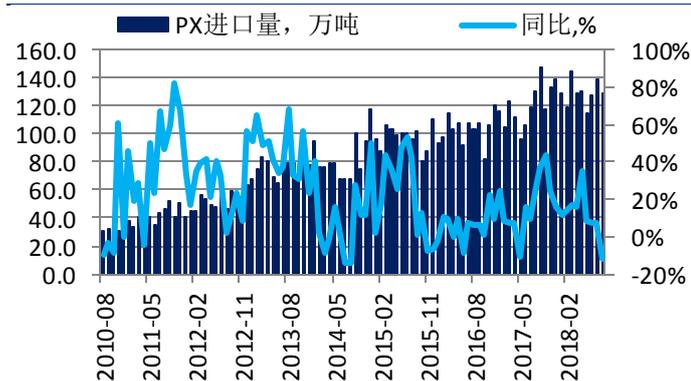
图 52：聚酯产业链利润集中在PX环节



资料来源：Wind，安信证券研究中心

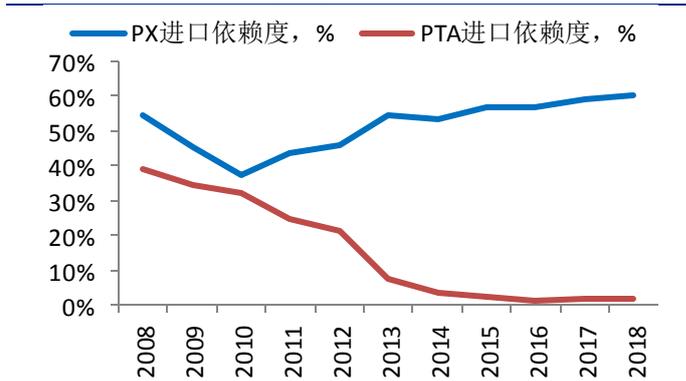
PX供给明显不足，进口依赖度较高。截止到三季度，我国PX进口依赖度上升至60%，进口PX下游需求领域拥有较高的话语权，国内PTA和聚酯单环节竞争风险加大，上游原材料自供能力决定下游的盈利水平。

图 53：PX进口量逐年增大



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 54：PX进口依赖度较高



资料来源：Wind，安信证券研究中心

PX/PTA/聚酯产业链一体化是催生新一轮炼化扩产的主要因素，民营企业从单环节走向全产业链，化纤行业从做大到做强。产业链发展朝着纵向一体化深入，单环节竞争风险加大，尤其是本轮景气周期即将迎来原材料PX的国产化替代，在当前PX进口依赖度60%左右的背景下，上游原材料自供能力决定下游的盈利水平，单环节增产风险较高。因此，龙头企业下游通过储备项目快速投产或向下并购抢占市场先机，上游向大炼化业务延伸，大幅提升市场占有率和行业的进入门槛。

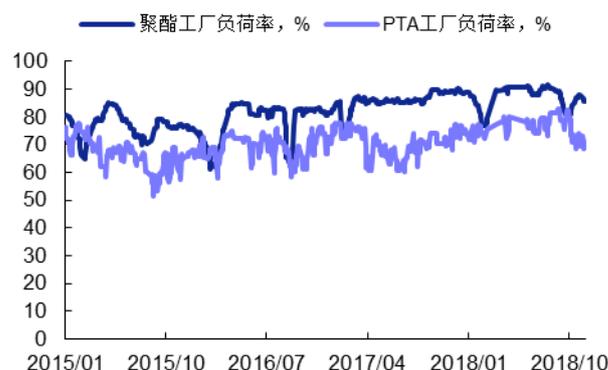
聚酯产业链高景气，PX新产能投产加快进口替代。2017年国内PX产量为943.73万吨，进口量为1443.82万吨，出口量为3.5万吨，进口依存度高达60.6%。目前全球PX产能为5678万吨，近十年产能平均增速6%左右，2017年印度一套产能225万吨的PX新装置投产，产能增速4.1%，2018年越南NghiSon 70万吨和沙特Aramco Jizan 134万吨投产，产能增速3.6%。2015~2017年芳烃产能增速小于下游聚酯产能增速，全球供给相对紧缺。而我国PX缺口近1440万吨，在今年美元汇率快速上升的催化下，PX价格暴涨，国内PX单吨净利润冲高至2000元以上。2019年预计新增腾龙芳烃、恒力石化、浙江石化和恒逸文莱PX共1160万吨产能，其中腾龙芳烃计划年底重启，考虑项目投产进度预计明年实际新增PX产能650万吨左右，可大大降低PX进口依赖度，PX盈利区间有望回归到500元/吨左右的行业合理水平。

图 55: PX 和炼油厂开工率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

图 56: 聚酯产业链负荷率



资料来源: Wind, 安信证券研究中心

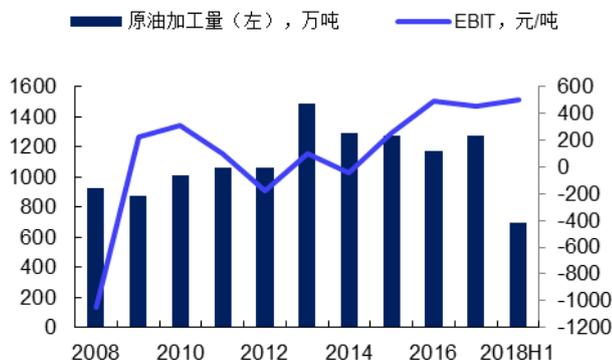
下游库存低位，贸易战缓和，补库存周期预计仍可持续。由于受到短期原材料冲高回落影响，下游原料采购谨慎，库存转移至聚酯工厂，部分聚酯厂库存已超过20天的历史较高水平，随着PTA价格企稳回升，加之中美两国元首达成共识，贸易战再升级可能性下降，下游出口需求有望恢复增长，预计年底下游纺织行业需求能够按期回暖。而对于2017年刚开始进入补库存周期的纺织服装行业，预计景气周期维持2-3年时间。聚酯行业在2017-2018年上半年这段时间内，产能扩张相对有序。即便在库存压力较大背景下，恶性竞争情况并未出现，龙头企业带头降负，盈利空间有望长期维持合理水平。

成品油需求稳定增长，地炼去产能力度加大。据中国石化公告，前三季度国内成品油表观消费量同比增长5.4%，其中汽油同比增长6.4%、煤油同比增长9.2%、柴油同比增长3.7%。山东省人民政府11月5日发布《山东省人民政府印发关于加快七大高耗能行业高质量发展的实施方案的通知》，重拳推进包括地炼在内的当地七大高耗能行业实施新旧动能转换高质量发展的具体实施方案。要求地炼行业在未来4-7年中将加速转型升级，推进全省500万吨及以下地炼企业炼油产能减量整合，到2025年全省地炼原油加工能力将由目前的1.3亿吨/年压减到9000万吨/年左右，压缩约4000万吨。地炼去产能为大炼化投产留足空间，国内

成品油进入新一轮升级换代周期，新投大炼化项目受益。

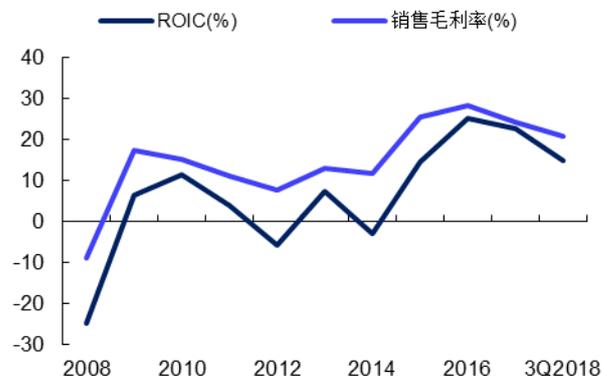
参考主营炼厂盈利水平，上海石化上半年一共加工原油 734.4 万吨，含来料 38.7 万吨，息税前利润 36.9 亿，单吨 EBIT 500 元以上；ROIC 和毛利水平均处在历史较高景气水平。如前所述，我们认为 2019 年油价维持震荡格局，炼化项目投产盈利可期。

图 57：上海石化炼化单吨 EBIT



资料来源：Wind，安信证券研究中心

图 58：上海石化 ROIC 和毛利率水平



资料来源：Wind，安信证券研究中心

PX/PTA/聚酯产业链 2019 年最大的机遇是炼化项目投产。恒力炼化 2000 万吨一期项目常减压和轻烃装置 11 月底投料试车，浙江石化计划年底投料。届时，芳烃产业链实现高度一体化、成品油需求稳定增长将为大炼化盈利提供保障。

推荐产业链一体化进程较快的民营化纤巨头：**桐昆股份、恒力股份、荣盛石化和恒逸石化。**

桐昆股份 (601233.SH)

公司 PTA 总年产能约 400 万吨，基本实现自供。由于下游聚酯开工率提升，PTA 整体供应偏紧，未来一年全国 PTA 产能无新投产产能，PTA 平均加工价差有望维持 800 元以上。PX 投产之后，中长期 PTA+聚酯是产业链盈利的重要引擎。公司聚酯聚合产能达 520 万吨，涤纶长丝产能 2018 年底将达到 570 万吨，19 年规划仍有 100 万吨产能投放，涤纶长丝盈利稳健，将成为公司未来业绩增长的动力。此外，公司拥有浙石化 4000 万吨项目的 20% 股权，集团公司布局煤制乙二醇，相关项目加快投产仍将提升公司在聚酯纤维领域的竞争实力。

风险提示：原材料 PX 持续快速上涨、长丝需求增长不及预期等。

恒力股份 (600346.SH)

公司现有民用长丝 140 万吨、工业丝 20 万吨、切片 70 万吨、薄膜 20 万吨，另工程塑料 16 万吨。PTA 产能 660 万吨，在建民用长丝 90 万吨、工业丝 20 万吨、PTA 250 万吨。年底公司 2000 万吨恒力炼化一期投产在即，实现“芳烃/PTA/聚酯”一体化。此外，公司拟投资 209.8 亿建 150 万吨/年乙烯项目，旨在打通乙二醇原料同时补全炼化产业链，相关项目达产后公司有望成为全球领先的炼油、化纤一体化巨头。

风险提示：炼化项目投产不及预期，PTA 盈利波动较大等

荣盛石化 (002493.SZ)

公司年报拥有芳烃产能 200 万吨，单线产能全球最大，约占全国总产能的 11.5%，满产产量 160 万吨 PX+50 万吨纯苯；权益 PTA 产能 595 万吨；聚酯产能为 110 万吨/年，其中 FDY 55

万吨，DTY 45 万吨；权益聚酯瓶片约 56 万吨。公司持有浙江石化 51% 股权，一期 2000 万吨/年炼油、400 万吨/年 PX、140 万吨/年乙烯及下游化工装置全面进入安装阶段，计划 2018 年底建成。炼化项目一体化程度较高，配套化工完整，加上公司在芳烃领域多年的积累，项目路建成后或将成为国内炼化标杆。

风险提示：国际油价大幅波动，PX 盈利持续下滑等。

恒逸石化 (000703.SZ)

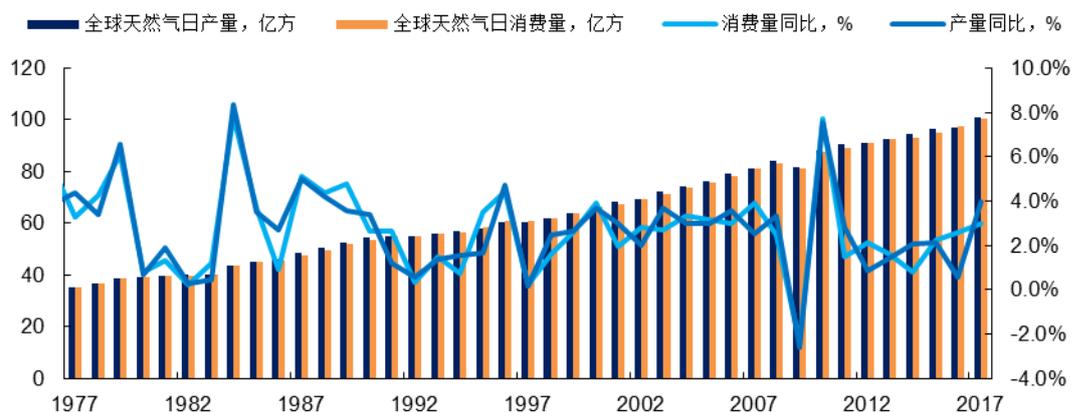
公司参控股 PTA 产能 1350 万吨，长丝 210 万吨，短纤 30 万吨，瓶片 150 万吨。PTA 权益 612 万吨、聚酯纤维权益 165 万吨、切片权益 5 万吨、瓶片权益 56 万吨，己内酰胺权益产能 15 万吨，参股浙商银行 4.17%。拟作价 44.95 亿（发行 3.21 亿股+配套融资 30 亿）收购逸鹏、逸枫和双兔 100% 股权，方案已获得证监会核准。成功完成收购有望新增长丝产能 144.5 万吨，2018 年以来 PTA+聚酯维持较高盈利区间，中长期看，18-19 年 PTA 难有新增产能，下游聚酯需求相对稳定。公司文莱 800 万吨炼化项目成品油享当地税收优惠，芳烃自供，炼化项目将大幅提升公司盈利水平，对公司打通“原油-PX-PTA-涤纶”和“原油-苯-CPL-锦纶”的双产业链意义重大。

风险提示：资产收购和配套融资审批风险，PTA 价格波动较大等。

3.2. 天然气：进口成本推升气价，LNG 和页岩气加速上产

天然气作为当前人类社会最重要的一次能源之一，在世界能源消费结构中占据重要地位。据《BP 世界能源统计年鉴》，2012-2017 年，全球天然气产销量从 2011 年的高增长转向低速增长，全球天然气产量从 91.2 亿方/日增加至 100.8 亿方/日，年复合增长率为 1.7%；全球消费量从 90.9 亿方/日上升到 100.6 亿方/日，年复合增长率为 1.7%，产量增长和消费增长基本匹配。

图 59：全球天然气日产销量



资料来源：BP，安信证券研究中心

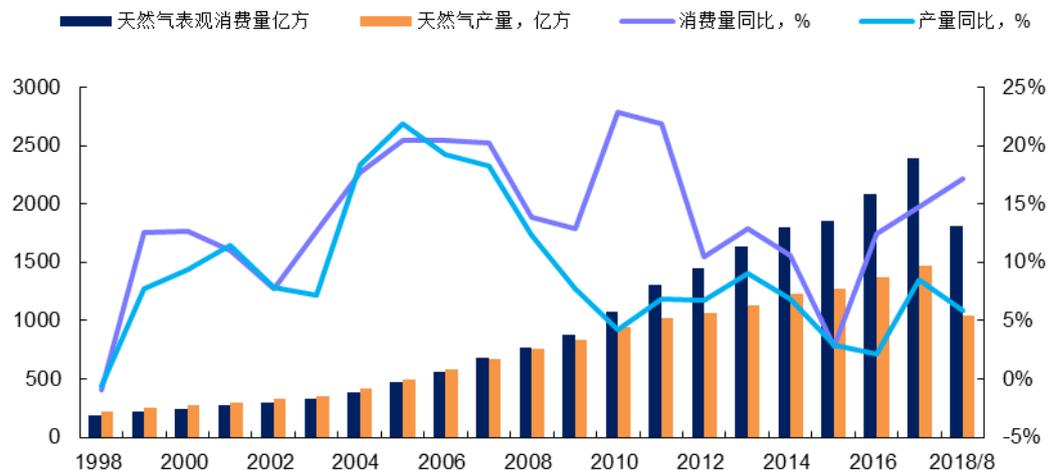
全球天然气的需求高度集中。2017 年天然气消费量排名前 15 位的国家一共消费了全球 70% 的天然气，其中美国、俄罗斯和中国分别占比 20%、12% 和 7%，排名全球天然气消费量的前三。从消费增速来看，过去十年中东地区平均增速最快为 5.2%，其次为亚太地区 4.9% 和非洲地区 4.1%，均高于十年全球的年均复合增速 2.1%。此外，南美地区接近全球增速，独联体国家和欧洲为负增长。

中国引领天然气需求新增长。BP 数据显示，2017 年全球天然气消费量增长 960 亿方（或 3.0%），其中我国全年天然气消费量增长 310 亿方（或 15.1%）。《中国天然气发展（2018）》显示，2017 年我国天然气消费增量占世界天然气消费总增量的 30% 以上，成为推动世界天然气发展的主要驱动力。

与全球天然气格局相比，我国天然气维持供应偏紧格局。从 10 月 24 日国家发改委宏观经济运行情况发布会数据来看，2018 年全国天然气已落实可供资源量 2635 亿方，比上一年增加 249 亿方，增长 10.44%。2018 年前三季度我国天然气产量 1156 亿方，同比增长 6.3%。天然气进口量 886 亿方，同比增长 37.6%。天然气表观消费量 2017 亿方，同比增长 18.2%。

根据国家能源局年初发布的《2018 年能源工作指导意见》提出的目标：2018 年全国能源消费总量控制在 45.5 亿吨标准煤左右。非化石能源消费比重提高到 14.3% 左右，天然气消费比重提高到 7.5% 左右。按天然气资源热值估算全年需求量在 2550~2810 亿方附近，相当于 3.41 亿吨标准煤。从 1-8 月份的表观数据来看，全年需求量有望达到 2800 亿方以上，需求增量预计超 400 亿方，全年供应缺口或近 50 亿方。但参考发改委发布会数据：全年新开工储气项目近 100 个，预计可形成储气能力约 160 亿方，比上年增加约 35 亿方以上。再考虑今年以来全面实施的互联互通工程基本实现南气北运，预计高峰时期可运量 3000 万方/天，排除进口管道气供气不足等突发因素影响，迎峰度冬期间有望实现天然气供需增长紧平衡。

图 60：我国天然气产量及表观消费量



资料来源：wind，安信证券研究中心

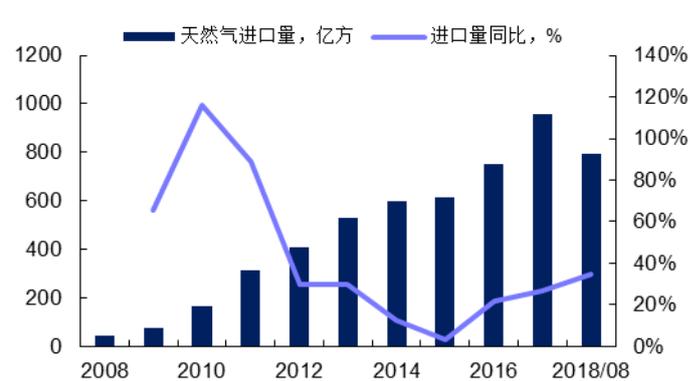
从 2016 年开始，我国天然气需求增速和产量增速差距快速拉开，2017 年底供需矛盾集中爆发。参考此前发布的报告《天然气发展“新时代”：供需矛盾集中爆发，看好非常规气和 LNG 高速增长》，增量缺口主要依靠进口 LNG 填补。《中国天然气发展报告（2018）》显示，2017 年我国天然气消费量 2386 亿方（不含港澳），同比增长 14.8%。天然气产量 1480.3 亿方，同比增长 8.2%；天然气进口量 946 亿方，同比增长 26.9%，其中，进口 LNG 526 亿方，同比增长 46.3%。与此同时，进口依赖度持续快速上升。2017 年天然气进口依赖度上升至 40%，截止 2018 年 8 月份，已经达 44%。根据海关数据，1-8 月份我国天然气进口量达 795.1 亿方，同比增长 34%，其中，LNG 进口量约 517.7 亿方，同比增长 44.9%。据国际能源署预测，我国将于 2019 年成为世界上最大的天然气进口国，天然气对外依存度或将攀升至 50%。

图 61：天然气进口依赖度



资料来源：Wind，安信证券研究中心

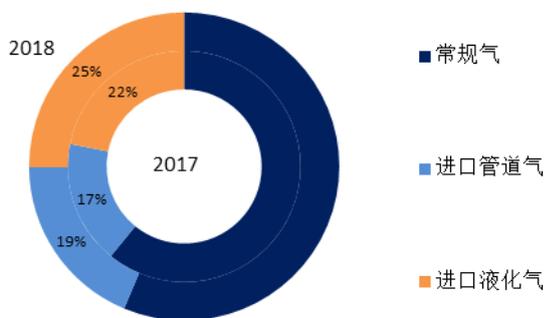
图 62：天然气进口量及同比



资料来源：Wind，安信证券研究中心

2010~2016 年我国 LNG 和管道气进口并驾齐驱，2017 年开始 LNG 进口比重大幅上升。海关数据显示，2017 年中国进口 LNG 3813.4 万吨，占进口量比例 55.6%。2018 年 1-9 月份 LNG 占天然气进口比例已上升至 57%。究其原因，管道气进口集中在中亚国家，照付不议长协为主，加上长距离运输成本较高，低油价时期价格倒挂严重。相比之下，LNG 全球供应充足，贸易方式灵活，尤其美国 LNG 出口加快市场化定价方式的发展。而且随着沿海地区大量 LNG 项目投产，未来两年进口 LNG 占国内供应比例预计达到 30%以上，占天然气进口比例预计达 60%以上，LNG 已发展成为国内天然气市场重要力量。

图 63：我国天然气供给结构



资料来源：统计局、海关总署，安信证券研究中心

图 64：我国天然气进口结构

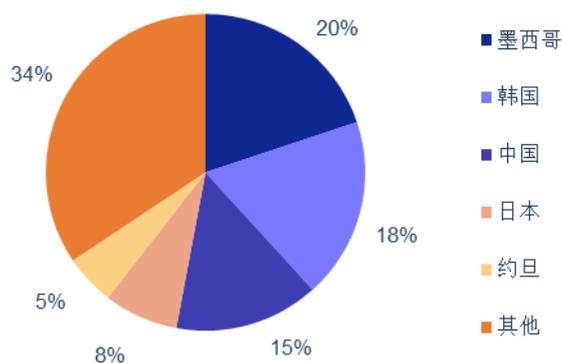


资料来源：海关总署，安信证券研究中心

受到中美贸易摩擦影响，今年以来中国对美国 LNG 进口量下滑明显。9 月 24 日起美国特朗普政府启动第三轮对华贸易战，对 300 多种中国商品增收 25%关税。作为回应，中国对 600 亿美元的美国进口产品加征反制关税，其中包括对 LNG 加征 10%关税。与此同时，9 月份国内油气公司基本停止采购美国 LNG，10 月没有美国 LNG 船货到岸中国。

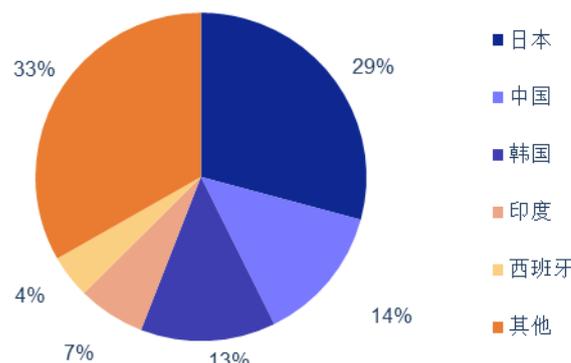
对美国来说，贸易摩擦对其 LNG 出口短期影响较大。目前中国是美国第 3 大 LNG 出口目的地，仅次于墨西哥和韩国。2017 年中国超越韩国成为全球 LNG 第二大进口国，今年上半年超越日本成为全球第一大 LNG 进口国。中国作为美国 LNG 出口为数不多的快速增长地区，2016 年美国对华出口占其 LNG 出口量比例仅 9.4%，2017 年快速上升至 14.6%。意味着美国可能失去全球最具潜力的天然气消费市场。

图 65: 美国 LNG 主要出口地区占比



资料来源: EIA, 安信证券研究中心

图 66: 主要 LNG 进口国占全球 LNG 贸易量比例

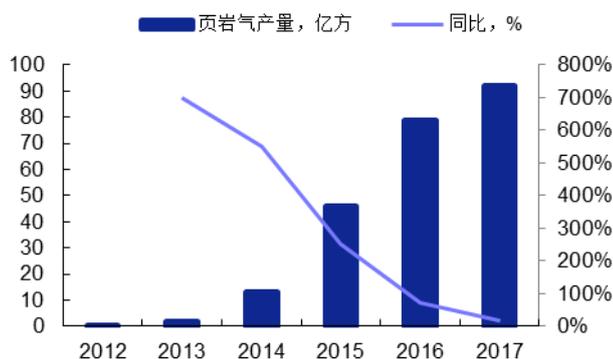


资料来源: BP, 安信证券研究中心

对中国来说, 停采美国 LNG 对天然气供应影响较小。美国向中国出口 LNG 自 2016 年 9 月开始, 2016、2017 年中国从美国进口 LNG 分别为 4.9 亿方和 29.2 亿方, 占全年进口总量分别为 0.7%和 3%, 比例较小。此外, 中国寻求俄罗斯、澳大利亚和卡塔尔等资源替代并不难。例如 9 月份中石油与卡塔尔天然气公司签署为期 22 年的 LNG 贸易协议, 合约量 340 万吨/年, 足以替代美国 LNG 进口量。

自产气源增产方面, 页岩气上产明显提速。2017 年国内累计生产页岩气 90.6 亿方, 其中中石化 60 亿方, 中石油 30.6 亿方。按照《能源发展战略行动计划(2014-2020 年)》, 2020 年页岩气产能力争达到 120 亿方的目标, 则每年产量需要增长近 60%。据中国石油新闻报道, 中石油制订了 2020 年前新增 100 亿方页岩气产能的计划, 三年翻三倍。据隆众资讯报道, 截至 10 月 30 日, 中石油页岩气开发投产井 337 口, 日产量达到 1280 万立方米, 估算年产量约 46.7 亿立方米。中石油年底前仍有 52 口新井投产计划, 估算年产量可达 65.7 亿立方米, 同比增长约 115%。中石化方面今年已建成页岩气产能 100 亿方, 据中国石化新闻报道, 截止 11 月 6 日, 涪陵页岩气田累计投产新井 71 口, 新井产能补充区块衰减, 充分实施涪陵页岩气田 60 亿立方米以上稳产保效, 预计中石化全年页岩气增产 10 亿方以上。

图 67: 我国页岩气产量及同比



资料来源: 天然气发展白皮书, 安信证券研究中心

图 68: 我国页岩气资源分布



资料来源: 产业信息网, 安信证券研究中心

推荐进口 LNG 和甲醇弹性较大, 推荐民营能化平台广汇能源和布局 LNG 气源和新型煤化工业务的新奥股份; 页岩气增产潜力较大, 推荐一体化经营业绩稳健向上的中国石化; 油气田和炼化同迎增产周期, 推荐工程板块低估值标的中油工程。

广汇能源 (600256.SH)

公司具备 LNG 生产贸易、煤炭开采、煤化工、油气勘探开发四大业务板块。启东一期项目是第一家由民营企业独立运营的 LNG 接收站，受益于公司下游灵活的贸易方式，启东 LNG 接收站稳居国内 LNG 接收站周转效率第一。启东接收站一期设计接卸能力 60 万吨，预计全年可实现 80 万吨左右的接卸量。二期 60 万吨已于 2018 年 11 月已投入试运行，三期 60 万吨预计 2019 年投产。下游配套工程方面，启东 LNG 接收站已经通过江苏省口岸对外开放验收，公司在终端市场开发方面计划 2018 年底启动配套管道项目，为接收站项目未来保持高开工率打下坚实基础。公司抓住 LNG 景气大周期，快速上产，盈利水平有望持续快速增长。

风险提示：油价大幅下行，天然气进口成本上升过快等。

新奥股份 (600803.SH)

公司持有澳大利亚石油和天然气第二大液化出口商 Santos 10.07% 股权。Santos 目前运营 DLNG 项目、PNG-LNG 项目、GLNG 项目等，LNG 储量丰富，且具有领先的开发生产技术，未来业务将扩展到全球范围。国内气源方面，全资子公司沁水新奥 10 万吨 LNG，原料是长协煤层气；投资中海油北海 45% 股权，约 4.4 万吨产能，原料为海上石油伴生气，主销珠三角地区。拟通过其全资子公司收购 Toshiba America, Inc. 持有的 TAL 100% 已发行股份，TAL 享有约 220 万吨/年的天然气液化能力，使用期限为 20 年，相关收购提升公司气源领域的增长能力。

75% 控股子公司新能能源一期甲醇 60 万吨/年，近三年平均产量 76 万吨；持股 40% 的新能凤凰具备甲醇产能 70 万吨。公司 2017 年底募投 20 万吨/年稳定轻烃联产 2 亿 m³ LNG 项目，其中新能能源二期轻烃主装置甲醇 60 万吨已于 6 月底投产，煤催化气化+加氢气化制 LNG 装置调试中，项目投产将助力公司成长。

中国石化 (600028.SH)

公司业务涵盖石油天然气勘探开发、炼油、化工及销售四大板块，全年原油产量维持在 3 亿桶左右。成品油调价顺畅，汽柴煤油价差相对稳定，化工品总体盈利水平高位。2017 年底建成涪陵页岩气二期，产能合计 100 亿方，实现页岩气产量约 60 亿方。2018 年继续加大钻井稳增产，预计产量增长 10 亿方以上。公司 2016、2017 年分别完成广西 LNG 接收站一期 300 万吨和天津 LNG 接收站 300 万吨投建。10 月份青岛 LNG 接收站项目二期工程在董家口港区正式启动，该工程计划于 2020 年 12 月 31 日建成投产，接卸能力将由 300 万吨/年提高至 700 万吨/年。此外，三期项目前期筹备工作已启动，全部建成后接收站周转能力有望提升至 1100 万吨。天津 LNG 接收站二期工程已获天津市发改委核准，该项目计划于 2019 年 3 月开工建设，2021 年 12 月完工，建成后规模将扩至 1000 万吨/年。

风险提示：油价波动加剧，地缘政治风险等。

中油工程 (600339.SH)

公司在石油石化工程领域影响力较大，入选美国《工程新闻纪录 (ENR)》杂志 2018 年度国际承包商和全球承包商 250 强，分别位列第 33 名和第 42 名。工程业务包括油气田开发、油气储运、炼油化工、环境、纺织化纤领域，可执行 EPC、EP、PC、E、C 和 PMC 多种承包模式。公司整合中石油集团工程板块业务，背靠集团面向全球。随着油气勘探开发和炼化进入扩产周期，公司业务规模和盈利水平同步向上。公司掌握 LNG 单线 350 万吨/年多

级单组分液化和 550 万吨/年双循环混合冷剂液化成套技术，拥有 15 万方原油储罐、20 万方 LNG 储罐和 1 万方球罐设计施工技术，承建唐山 650 万吨 LNG 接收站等重大项目；拥有国际先进的地下水封洞库、地下储气库设计技术；管道工程方面承担中俄东线、陕京四线等重大天然气进口工程设计、施工和建设，相关工程业务预计逐步贡献业绩。

风险提示：汇率持续性下跌；重大工程进度不及预期等。

4. 关注成长，布局新材料板块

4.1. 优势行业中的龙头与业务扩张

在传统化工市场供需不断恶化的预期之下，我们建议把眼光着重放在新兴成长股上。化工新材料由于下游需求不断增长，企业注重技术实力的研发与创新，是 2019 年值得重点关注的领域。

我们精选化工新材料个股的逻辑主要基于两点：

第一，大行业小公司，上游材料进口替代有望加速。目前许多新材料制品实现进口替代的进程依然较为缓慢，所以需要寻找靠近产业链上游的，国内企业有一定成本优势，技术已经达到国外水准的行业。这类行业要兼具市场空间大，且下游扩张速度较快的特点。国内相关龙头企业将依靠自身的研发实力，充分受益于行业的高增速，率先抢占良机并扩大份额。例如高分子材料抗老化助剂龙头利安隆、微玻纤龙头再升科技等。

第二，主业基石稳固、新业务拓展确定性高的企业。这类企业基于原有的可持续盈利的业务，多点开花拓展新业务，新业务依靠下游行业巨头或协议型订单，保障了较高的开发成功率，可缩短跨越行业壁垒的时间。例如万润股份、国恩股份等。

4.2. 重点成长板块个股推荐

利安隆：抗老化助剂龙头，产能持续扩张动能强劲

抗老化助剂领先企业，打入全球知名客户群，营销网络响应速度快。利安隆是国内领先的高分子材料抗老化剂企业，抗老化剂工艺技术壁垒高，公司具备领先技术的自主知识产权优势，产品品质已达到巴斯夫等国际同行的质量标准。抗老化助剂添加比例小且品种繁多，进入下游客户体系难度高，凭借高性价比的产品和服务，公司建立了国内外核心客户群营销网络，涵盖了巴斯夫、DSM、朗盛、英威达、LG 化学、PPG 等国际知名高分子材料制造企业以及中石化、中国神华、金发科技等国内高分子材料行业巨头，前十大客户销售额占总营收比例超过 40%。同时公司具备覆盖全球的营销网络，本土服务加上快速物流，基本实现了 72 小时的客户配送体系，响应速度远远快于巴斯夫等海外公司。

抗老化剂下游需求增长较快，进口替代空间广，国内龙头迎发展良机。据公告，2017 年抗老化剂行业的全球市场空间约 80 亿美元，下游主要应用于塑料、涂料、橡胶、化学纤维、胶黏剂五大产业。据国家《塑料加工业“十三五”发展规划指导意见》，五大产业年均增长

率有望保持 4%-8%，随着下游的快速发展及产品质量标准的提高，我们认为抗老化剂行业有望保持 8% 的增速。据 16 年产业信息网数据，我国高分子材料制品产量约占全球 30%，但抗老化剂份额仅占全球 10%，未来随着抗老化剂行业进口替代的加速，公司作为国内龙头将显著受益。

公司业绩大幅增长，产能放量顺畅，新产能不断布局中。据公司公告，2016 年产能 1.16 万吨，2017 年快速增长至 3.24 万吨，2018 年将有 1.55 万吨产能释放，年产 6000 吨紫外线吸收剂 715 已完成建设，同时常山科润 7000 吨/年高分子材料抗老化助剂一期正在建设中。公司计划投资 20 亿，在珠海基地建设年产 12.5 万吨高分子材料抗老化助剂项目；计划投资 8.1 亿，将在宁夏中卫再布局 6.8 万吨高分子材料功能助剂项目，市场占有率在未来有望持续提升，持续成长动力强劲。

我们预计公司 2018 -2020 年 EPS 1.11、1.44 和 1.98 元，以 2018 年 10 月 26 日股价对应 PE 22、17 和 13 倍，维持买入-A 评级。

风险提示：产能进度不及预期、需求不及预期等。

再升科技：微玻纤龙头，望受益于行业市场的高增速发展

微玻纤龙头企业，不断完善产业链。公司是拥有自己核心生产工艺的国内最大的超细微玻璃纤维棉生产的企业，客户广泛分布于国内外，包括 AAF、CAMFIL、Ahlstrom、松下、京东方、华星光电等业内知名单位。经过 2017 年公司一系列的投资并购，收购苏州悠远 100% 股权，逐步从一家原材料制造商发展为“原材料+智能制造+终端服务”的平台化企业。公司主要产品体系分为“干净空气”和“高效节能”两大系列，“干净空气”系列产品主要包括玻璃纤维空气过滤纸、复合玻璃纤维过滤纸、净化设备等。“高效节能”系列产品主要包括湿法(干法)VIP 芯材、高比表面积电池隔膜 (AGM 隔板)、玻纤微棉毡状保温材料等。

洁净与保温市场空间广阔，新装市场潜力巨大，预计呈现两位数增速。据公告，截止 2016 年，全球洁净室工程市场规模约 3500 亿元，其中中国洁净室工程市场规模超过 900 亿元，预计未来仍将保持 10-15% 的增长速度，至 2020 年市场规模将超过 1400 亿元。目前我国室内新风系统普及率不到 5%，而欧美发达国家的普及率近 97%，几乎成为住宅标配，随着中产阶级崛起和消费升级，预计每年的增速在 30% 左右，到 2020 年，仅住宅新风系统市场规模就将达到 500 亿。据罗兰贝格咨询公司测算，中国冷链物流行业的市场规模已经达到 4700 亿元，过去三年保持年均 25% 的增长速度，已经进入高速增长阶段。根据《新材料产业“十三五”发展规划》，在“十三五”期间，我国新型墙体保温材料需求将超过 500 亿平方米/年，保温材料产值将达 3,200 亿元/年，力争到 2020 年，新型墙体保温材料比例达到 50%，而在国外，这个数据已经达到 75%~80%。

新产能持续布局建设中，未来利润有望大幅增长。2018 年上半年公司已完成 IPO 募投项目“新型高效空气滤料扩建项目”的投建，2018 年 6 月发行可转债专用于“年产 4.8 万台民用/商用/集体防护空气净化单元建设项目”，在大行业快速发展时很好地抓住机遇，新产能落地将持续提升公司竞争力。

国恩股份：改性塑料主业保持高速增长，新业务多点开花

销量持续增长，业绩稳定上升。公司业绩较大幅度增长，主要系经营规模扩张、销售增长和新设立子公司纳入合并报表范围所致。随着家电、汽车行业需求持续升温，公司主营改性塑料业务业绩平稳增长，较快切入创维、格力、比亚迪、现代等供应商系统认证，设立广东国恩、郑州分公司，不断扩大产能。

公司业务多点开花，不断拓展利润增长点。2018 年公司全力推进改性塑料、高分子复合材料、人造草坪、空心胶囊、光学材料等几大业务共同发展。据公告，2018 年 2 月，国恩体育草坪成为青岛市平度市中小学塑胶跑道及人造草坪采购项目中标单位，中标金额 1.68 亿元人民币；空心胶囊毛利率超过 30%，子公司益青生物在 2018 年上半年新开发规模以上客户共 14 家，国际市场销量同比增加 1.25 亿粒。公司以改性塑料粒子和制品纵向一体化发展的业务模式不断深耕，持续拓展新的利润增长点。

复合材料项目推进加速，产品向高端迈进。据公告，公司 2018 年 5 月与特锐德签订合作协议年供 4 万张箱变变压器非金属门板，目前已完成样品的制作与确认；开发长城汽车 WEY 系列新能源汽车充电桩，已批量生产；自主研发的 FRP 板材获得了世界知名微气候孵化器生产商 Hatchtech 的孵化器专用箱板的供货资质，实现批量供货；目前正在安装调试热塑性复合材料蜂窝板设备。同时公司开发了 Jayco 等世界知名房车制造商，实现了房车专用复合板材批量供货；取得了被动式房屋在住房和城乡建设部的推广资质，并形成订单。

拥有知名核心客户群，深度合作共同成长。公司拥有一批稳定的核心客户群，包括国内外知名品牌海信、海尔、LG、三星、小米、九阳等。基于原有产品和领域良好合作的基础上，利于公司与客户不断拓宽合作范围，在其他新品或项目上开展深度合作，赢得更大的市场。

预计公司 2018-2020 年 EPS 1.14、1.55 和 2.06 元，以 2018 年 10 月 28 日股价对应 PE 23、17 和 13 倍，维持买入-A 评级。

风险提示：原料价格波动、需求不及预期等。

万润股份：液晶龙头为基石，沸石分子筛受益于环保政策产能逐步上马

沸石分子筛产能稳步释放，奠定长期增长基础。我国国六法规执行时间表落地，比原定 2020 年 7 月 1 日提前一年执行，重点区域、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。沸石分子筛主要应用于柴油车 SCR 尾气处理环节，国六标准控制 NO_x 的排放，要求轻型柴油车加装 SCR，同时重型柴油车 SCR 钒基催化剂需替换为沸石分子筛。据测算，此举将带来约 1.2 万吨的沸石分子筛增量。公司是全球领先的汽车尾气净化催化生产商庄信万丰的合作伙伴，庄信万丰作为全球第一的汽车尾气净化催化剂生产商，占国内柴油车尾气催化市场据约 60% 份额，背靠庄信万丰使公司的沸石产能消化顺畅。公司一期沸石产能 850 万吨，2014 年公司投资建设二期 5000 吨沸石环保材料，其首个车间产能约 1500 吨/年于 2016 年中投入使用，第二车间约 1000 吨 2017 年 7 月底投产，2019 年计划剩余 2500 吨新的产能投放。2018 年 9 月，公司拟通过发行可转债募集资金新增沸石产能 7000 吨，产能扩张不断进行中。

液晶受益于大尺寸显示，具备稳定收入来源。公司是目前唯一同时向全球三大液晶巨头德国默克、Chisso、DIC 供应液晶单体的厂商，全球市占率约 15%，以销定产。由于 HDR、量

子点等新技术大规模应用，液晶材料在大尺寸显示器领域销量仍有增长空间。

OLED 材料有望在小尺寸产品应用上形成增量。由于寿命和良品率低等因素，OLED 材料无法在大尺寸面板上竞争，但在手机、平板等小尺寸面板上的应用空间广泛。据 IHS 预测，2017~2020 年全球 OLED 面板市场规模年均增速可达 30%，上游 OLED 材料将显著受益。年初公司子公司九目化学成功引入了烟台坤益、露笑集团、高辉科技三家战略投资者，有望在竞争激烈的 OLED 中间体行业打开局面。子公司三月光电有成品材料在下游客户进行放量认证，一旦突破收入有望快速提升。

收购 MP 公司，布局大健康领域。公司完成收购 MP 生物医疗公司从医药合成领域延伸到生命科学和体外诊断领域，整合医药业务和 MP 全球渠道优势，预计维持高速增长。

5. 风险提示

原油价格大幅波动、贸易摩擦升级、下游需求不及预期等。

■ 行业评级体系

收益评级:

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上;

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%;

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上;

风险评级:

A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;

B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

■ 分析师声明

张汪强、乔璐声明, 本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格, 勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责, 保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据, 特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)经中国证券监督管理委员会核准, 取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告, 是证券投资咨询业务的一种基本形式, 本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断, 本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期, 本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态, 本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。同时, 本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准, 如有需要, 客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下, 本公司及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或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务, 提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议, 无论是否已经明示或暗示, 本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下, 本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有, 未经事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

本报告的估值结果和分析结论是基于所预定的假设, 并采用适当的估值方法和模型得出的, 由于假设、估值方法和模型均存在一定的局限性, 估值结果和分析结论也存在局限性, 请谨慎使用。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	朱贤	021-35082852	zhuxian@essence.com.cn
	孟硕丰	021-35082788	mengsf@essence.com.cn
	李栋	021-35082821	lidong1@essence.com.cn
	侯海霞	021-35082870	houhx@essence.com.cn
	林立	021-68766209	linli1@essence.com.cn
	潘艳	021-35082957	panyan@essence.com.cn
	刘恭懿	021-35082961	liugy@essence.com.cn
北京联系人	孟昊琳	021-35082963	menghl@essence.com.cn
	温鹏	010-83321350	wenpeng@essence.com.cn
	田星汉	010-83321362	tianxh@essence.com.cn
	姜东亚	010-83321351	jiangdy@essence.com.cn
	张莹	010-83321366	zhangying1@essence.com.cn
	李倩	010-83321355	liqian1@essence.com.cn
	姜雪	010-59113596	jiangxue1@essence.com.cn
深圳联系人	王帅	010-83321351	wangshuai1@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558044	fanhq@essence.com.cn
	杨晔	0755-82558046	yangye@essence.com.cn
	巢莫雯	0755-82558183	chaomw@essence.com.cn
	王红彦	0755-82558361	wanghy8@essence.com.cn
	黎欢	0755-82558045	lihuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地址：深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海市

地址：上海市虹口区东大名路 638 号国投大厦 3 层

邮编：200080

北京市

地址：北京市西城区阜成门北大街 2 号楼国投金融大厦 15 层

邮编：100034