

## 周期钝化，科技为锋

### ——化工行业 2020 年下半年投资策略报告

## 同步大市（维持）

日期：2020 年 06 月 11 日

#### 行业核心观点：

复盘历史，我们发现化工行业的周期性在不断钝化，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。如万华化学等；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、碳纤维等相关子行业的龙头。

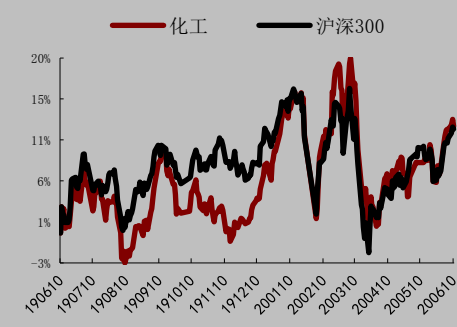
#### 投资要点：

- **传统行业：**1. “三磷整治”加快行业集中化进程，利好相应行业细分龙头。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，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。2. 化纤板块：民营大炼化项目陆续投产，PX-PTA 产业链供需优化。上半年受低油价影响，整体行业表现承压，但我们认为下半年油价会有所复苏，叠加民营大炼化项目具有配套设施齐全，成本低廉，综合竞争力较强的特点，看好民营大炼化项目投产的企业，推荐关注相应炼化龙头。
- **新材料板块：**需求快速增长，发展潜力巨大。下半年我们认为新材料板块是整个行业重点配置方向，主要原因：一方面是随着美国先制裁华为，随后又将中国 33 家企业列入黑名单，中美关系趋于紧张，而国内高端新材料市场又大部分被外国企业占据，新材料行业进口替代加速是确定的；另一方面，2020 年随着 5G 建设带来的 VR、AR 等下游的一系列应用，科技将是全年的主旋律，而新材料作为高端前沿材料，与科技的发展密切相关，未来会受益明显，因此我们建议关注三个方向：1. LCD、OLED 面板进口替代的液晶材料；2. 受益于 5G 建设浪潮的相关材料，如 LCP 材料；3. 碳纤维材料。
- **风险提示：**原油价格大幅下跌、中美贸易摩擦加剧、政策力度大幅减弱、民营大炼化投产不达预期。

#### 盈利预测和投资评级

股票简称	19A	20E	21E	评级
扬农化工	3.78	4.42	5.54	增持
万华化学	0.00	3.38	4.31	买入
恒逸石化	1.13	1.56	1.95	增持
光威复材	1.01	1.28	1.63	增持

#### 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：2020 年 06 月 11 日

#### 相关研究

万联证券研究所 20200608\_燃料电池行业周观点\_AAA\_入选广东重点专项，氢能政策推动加速  
万联证券研究所 20200608\_化工行业周观点\_AAA\_原油需求复苏，价格持续上涨  
万联证券研究所 20200601\_燃料电池行业周观点\_AAA\_氢能写入国民发展计划，广州氢能公交发车

分析师：王思敏

执业证书编号：S0270518060001

电话：01056508508

邮箱：wangsm@wlzq.com.cn

研究助理：黄侃

电话：18818400628

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

## 目录

1、市场行情回顾.....	4
1.1 市场表现.....	4
1.2 2020Q1 基础化工经营情况回顾.....	7
2、2020 年下半年市场展望.....	9
2.1 需求面：疫情逐步缓解，需求较上半年有所修复.....	9
2.2 供给面：环保安全仍是主线，供给逐步往龙头聚集.....	12
2.3 原料面：需求逐步复苏，下半年震荡为主.....	13
3、重点子行业推荐.....	15
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.....	15
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.....	17
3.3 新材料.....	19
3.3.1 混晶材料：产能逐步向国内转移，进口替代提速.....	19
3.3.2 LCP 材料：受益 5G 建设浪潮.....	20
3.3.3 碳纤维：下游需求刚性，高端产品国产替代加速.....	23
4、重点公司分析.....	27
5、风险提示.....	29
图表 1. 2020 年以来化工板块跑赢沪深 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 2020-5-24) ..	5
图表 6. 2015-2020 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 (截止至 2020-5-24) .....	6
图表 8. 2015-2020 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 2020-5-24) .....	6
图表 10. 2012Q1-2020Q1 化工行业总营收及同比增速.....	7
图表 11. 2012Q1-2020Q1 基础化工归母净利润及同比增速.....	7
图表 12: 2012Q1-2020Q1 化工行业 ROE 及同比增速.....	7
图表 13: 2012Q1-2020Q1 化工资产负债率及同比增速.....	7
图表 14: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块营收 (亿元) .....	8
图表 15: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块营收增速 (%).....	8
图表 16: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块归母净利润 (亿元) .....	8
图表 17: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块归母净利润增速 (%).....	8
图表 18: 中国化工产品价格指数 (CCPI) .....	9
图表 19: 全球疫情形势 .....	10
图表 20: 中国 PMI 指数 .....	10
图表 21. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速 .....	11
图表 22. 商品房销售面积及其同比增速 .....	11
图表 23. 2010-2020 各类农产品价格指数当月同比走势.....	11
图表 24. 2012-2020 服装鞋帽针纺织品零售额当月同比.....	11
图表 25: 响水“321”事件爆炸影响产能及受益企业 .....	12
图表 26: 响水 321 后各省市化工安全政策 .....	13

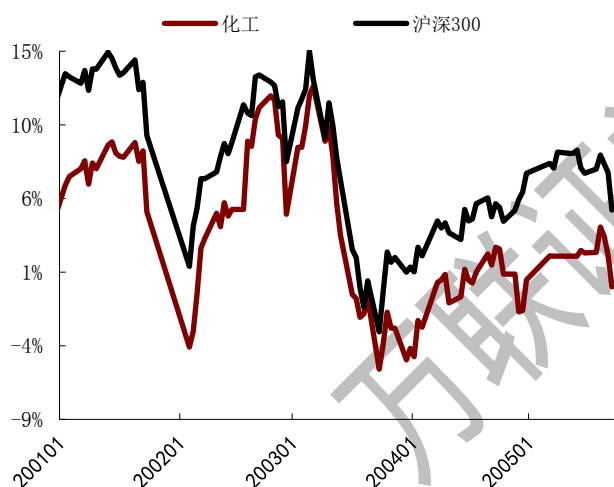
图表 27: WTI 和布伦特油价走势.....	14
图表 28: Bloomberg Estimated .....	14
图表 29: 磷矿石分布 .....	15
图表 30: “三磷”整治五个阶段 .....	16
图表 31: 2017 以来磷矿政策.....	16
图表 32: 中国 PX 产量及表观消费量 (万吨/年) .....	17
图表 33: 中国 PX 进口数量及进口依赖度 .....	17
图表 34: 未来 PTA 产能投放情况 .....	17
图表 35: 2018 聚酯产能投放情况.....	17
图表 36: 主要民营炼化项目及其投产时间 .....	18
图表 37: 面板行业转移过程 .....	19
图表 38: 中国大陆地区 TFT 液晶材料需求量及其同比增速 .....	19
图表 39: 大陆已投产的 TFT-LCD 面板生产线及其混晶用量 .....	20
图表 40: TLCP 三大类性能比较.....	21
图表 41: 中国大陆地区 TFT 液晶材料需求量及其同比增速 .....	21
图表 42: LCP 各领域应用占比.....	22
图表 43: iFixit 拆机.....	22
图表 44: MPI、LCP 性能对比.....	23
图表 45: 碳纤维和其他材料性能对比 .....	23
图表 46: 碳纤维产业链 .....	24
图表 47: 全球碳纤维市场需求(千吨) .....	24
图表 48: 2018 全球碳纤维应用分市场需求情况.....	24
图表 49: 中国碳纤维市场需求(千吨) .....	25
图表 50: 2018 年中国碳纤维应用分市场需求情况.....	25

## 1、市场行情回顾

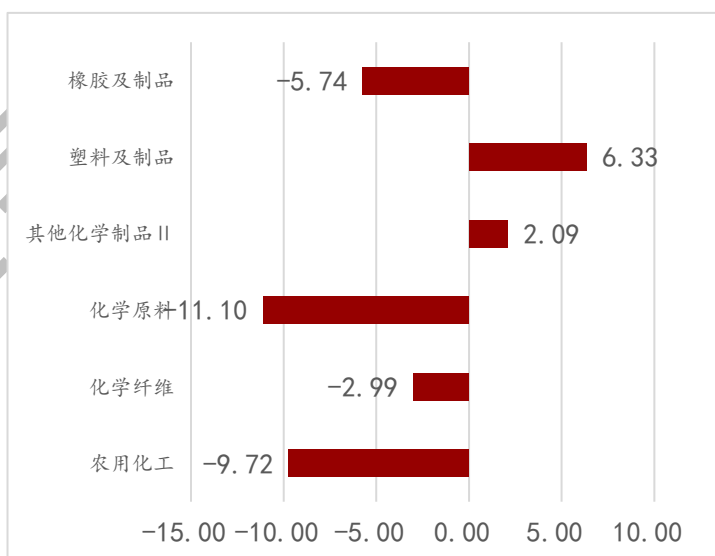
### 1.1 市场表现

截止到 2020 年 5 月 24 日,按总市值加权平均计算,中信基础化工指数下跌了 1.99%,跑赢沪深 300 指数 6.34 个百分点,绝对收益位列中信 29 个一级行业中第 10 位。二级板块中 CS 塑料及制品、CS 其他化学制品 II 分别上涨 6.33%、2.09%,其他耳机板块均下跌,CS 化学原料跌幅 11.10%、CS 农用化工下跌 9.72%、CS 橡胶及制品下跌 5.74%,CS 化学纤维下跌 2.99%,行业整体表现较为不错。

图表 1. 2020 年以来化工板块跑赢沪深 300 指数



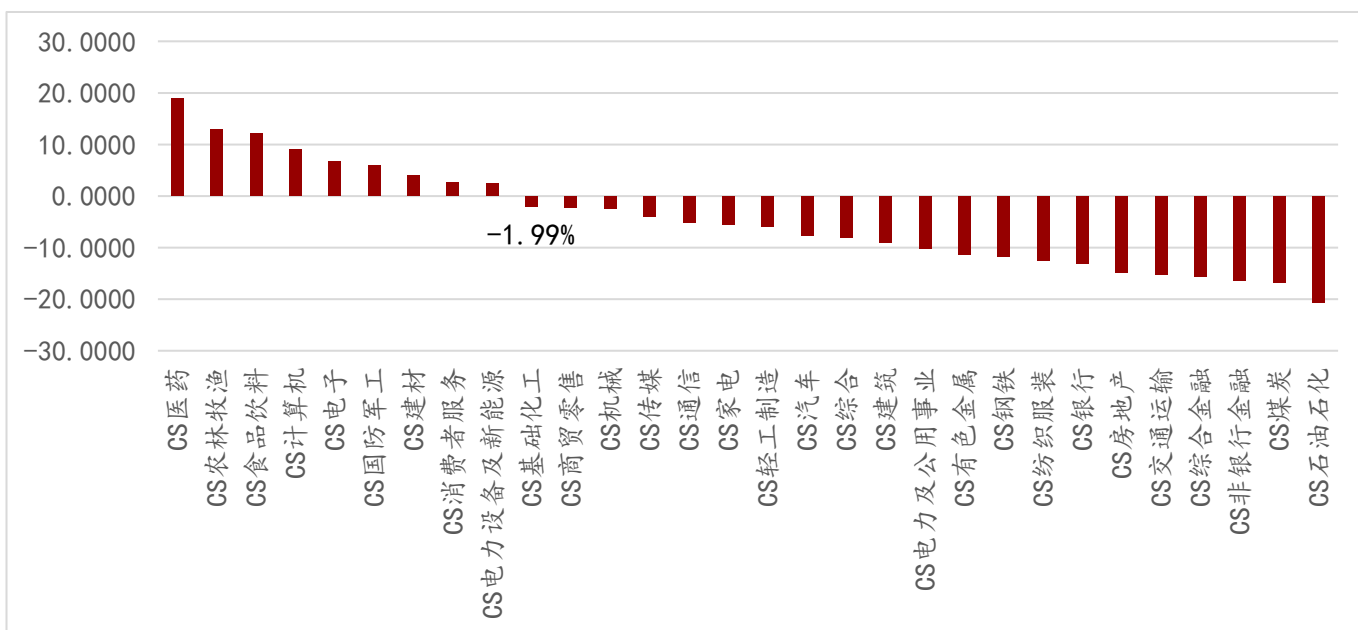
图表 2. 中信化工二级行业涨跌幅 (%)



数据来源: WIND, 万联证券研究所

数据来源: WIND, 万联证券研究所

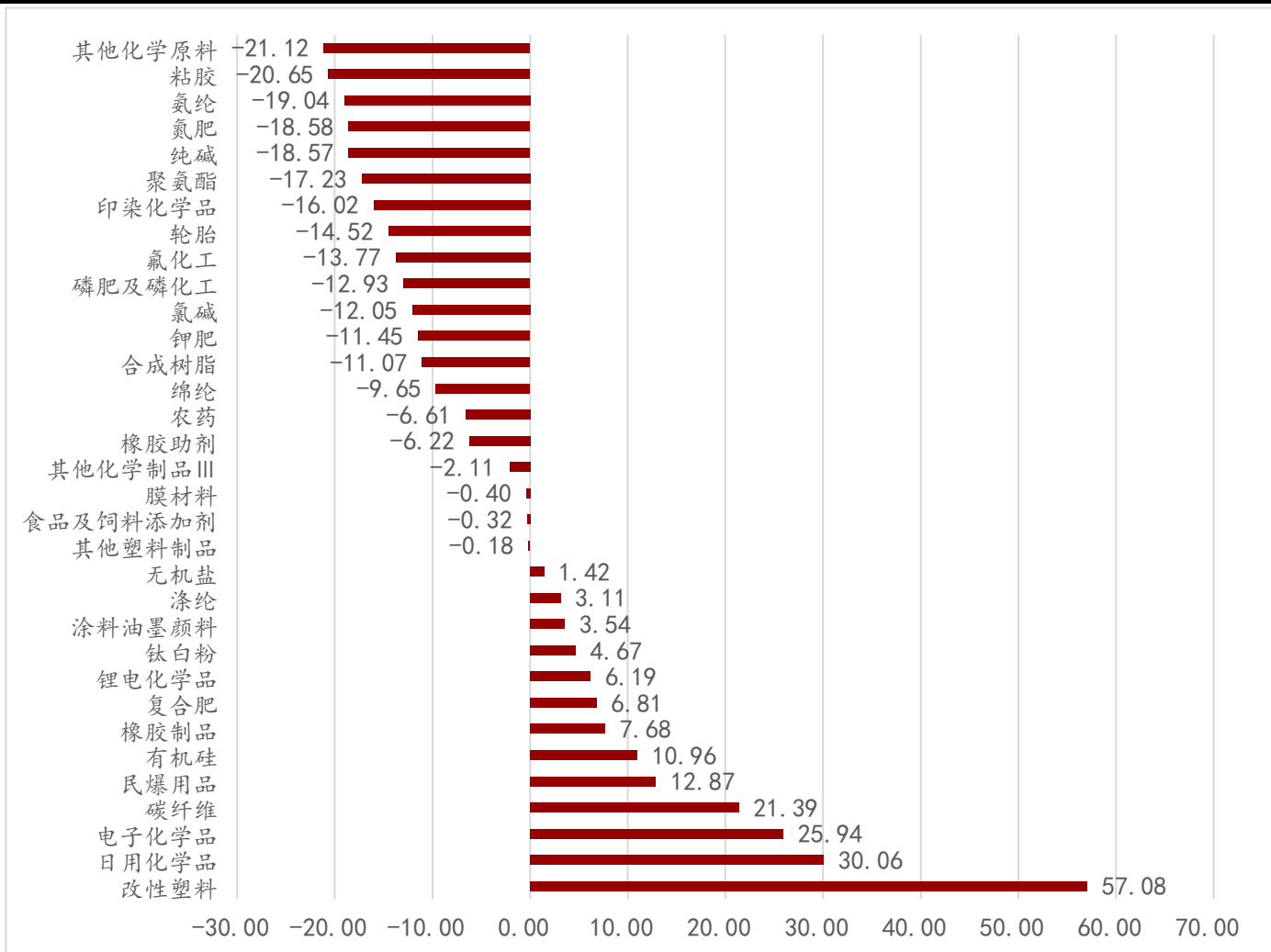
图表 3. 化工行业指数绝对收益位列中信 29 个行业中第 10 位



数据来源: WIND, 万联证券研究所

从三级行业来看，2020 年大部分三级板块跌多涨少，其中涨幅居前的五个板块是改性塑料 (57.08%)、日用化学品 (30.06%)、电子化学品 (25.94%)、碳纤维 (21.39%) 和民爆用品 (12.87%)。跌幅前五分别是其他化学原料 (-21.12%)、粘胶 (-20.65%)、氨纶 (-19.04%)、氮肥 (-18.58%)、纯碱 (-18.57%)，改性塑料板块涨幅巨大的主要原因在于基本该板块的公司都涉及到口罩概念，在新冠疫情情况下受益较为明显。

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 70% 以上，涨幅前五分别为容大感光 (185.26%)、道恩股份 (164.73%)、雅克科技 (116.81%)、安集科技 (116.81%) 和华特气体 (90.47%)，而跌幅前 5 的个股分别为 \*ST 兆新 (-70.27%)、延安必康 (-54.38%)、\*ST 蓝丰 (-49.65%)、丹科 B 股 (-45.07%)、\*ST 乐通 (-44.20%)。

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 2020-5-24）

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/%
300576.SZ	容大感光	185.26	002256.SZ	*ST兆新	-70.27
002838.SZ	道恩股份	164.73	002411.SZ	延安必康	-54.38
002409.SZ	雅克科技	116.81	002513.SZ	*ST蓝丰	-49.65
688019.SH	安集科技	116.81	900921.SH	丹科B股	-45.07
688268.SH	华特气体	90.47	002319.SZ	*ST乐通	-44.20
600143.SH	金发科技	87.36	600470.SH	*ST六化	-42.06
300236.SZ	上海新阳	80.09	300072.SZ	三聚环保	-40.35
603879.SH	永悦科技	72.21	300446.SZ	乐凯新材	-39.08
002683.SZ	宏大爆破	72.04	688398.SH	赛特新材	-37.65
603605.SH	珀莱雅	71.28	900909.SH	华谊B股	-34.43

数据来源：WIND，万联证券研究所

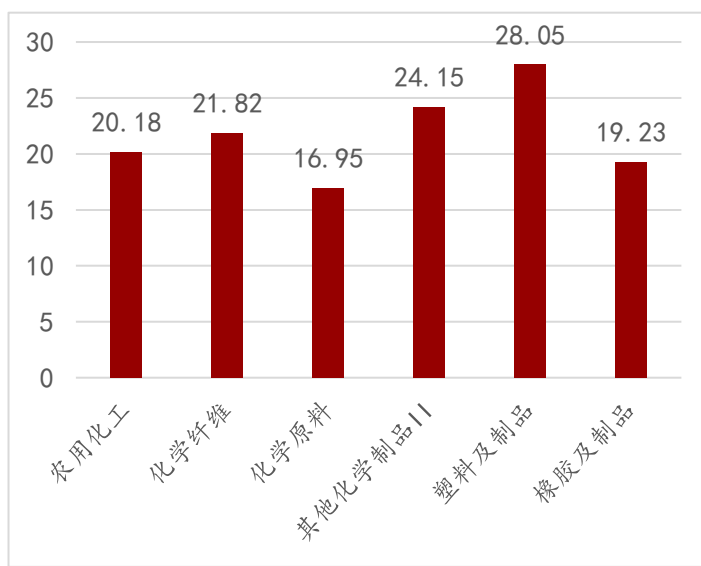
从 PE 估值方面来看，CS 基础化工 PE 自 2015 年以来不断下滑，在 2018 年底 PE 跌至近 6 年来的最低点 15.83，后开始逐渐反弹，截止至 2020 年 5 月，CS 基础化工 PE (TTM) 回升至 34.72，同比增加了 18.89。二级子行业中，PE 估值 (TTM，整体法) 从上往下分别为农用化工 37.79、合成纤维及树脂 27.05、化学制品 25.09 以及化学原料 23.52。

图表 6. 2015-2020 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 (截止至 2020-5-24)



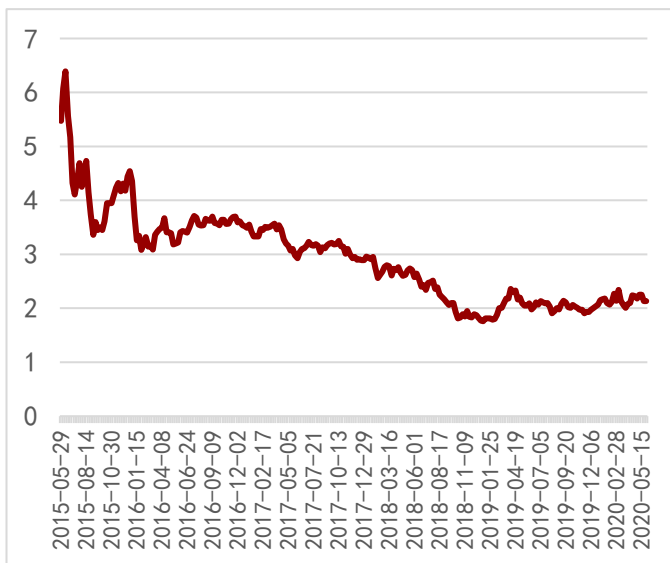
数据来源：WIND，万联证券研究所

从 PB 估值情况来看，2019 年初 PB 值达到过去 6 年的最低点 1.91 倍后开始震荡，截止 2020 年 5 月 CS 基础化工的 PB 为 2.13 倍，行业整体估值从历史上来看仍处于相对低位。二级子行业中，PB 估值从上往下分别为其他化学制品 II 2.87、化学纤维 2.30、塑料及制品 2.16、农用化工 1.81、橡胶及制品 1.64 以及化学原料 1.43。

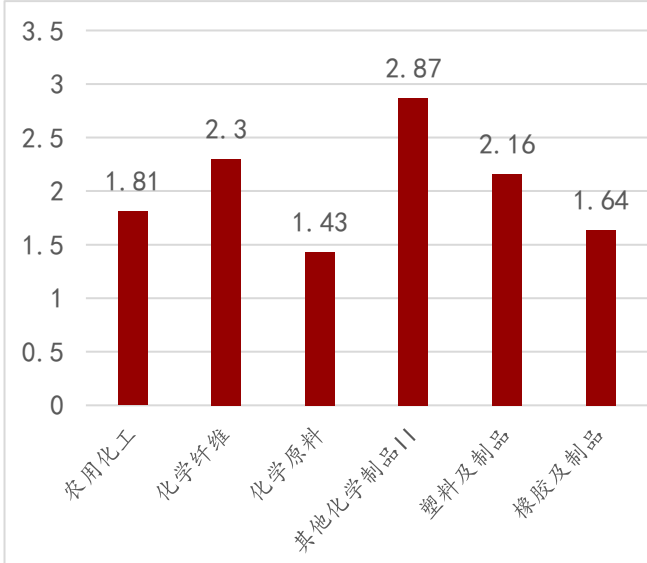
图表 8. 2015-2020 年 CS 基础化工 PB 变化趋势

图表 9. 中信基础化工二级行业 PB 值 (截止至 2020-5-24)





数据来源: WIND, 万联证券研究所

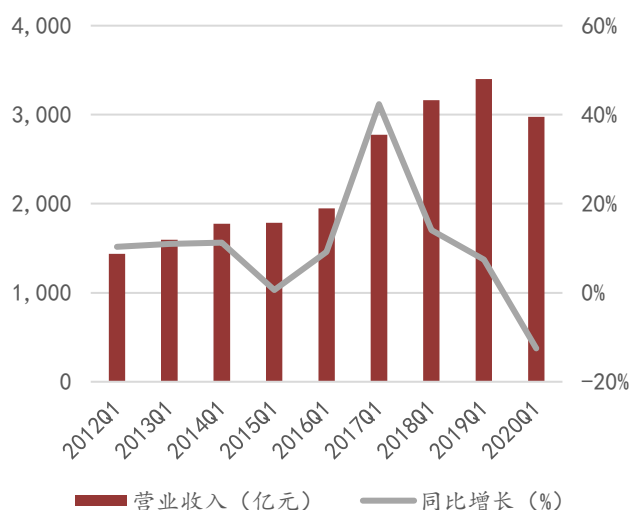


数据来源: WIND, 万联证券研究所

## 1.2 2020Q1基础化工经营情况回顾

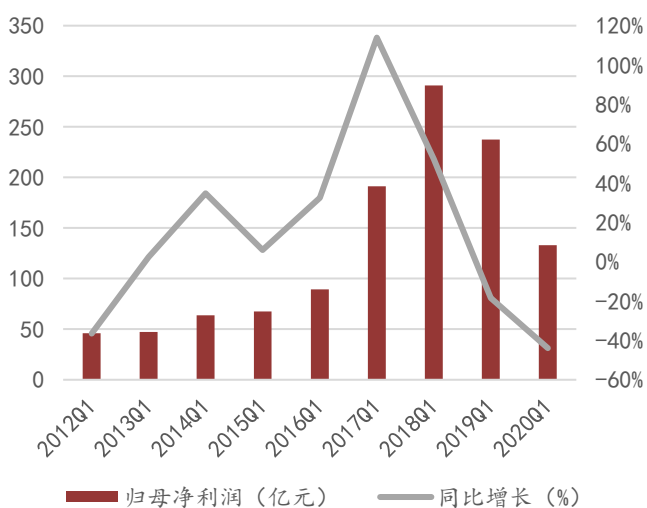
2020 年 Q1 中信基础化工行业实现营收 2975.09 亿元, 同比下滑 12.50%, 营收增速 8 年来首次出现负增长; 实现归母净利润 133.08 亿, 同比下滑 44%; ROE 为 1.27%, 同比下滑 46%, 资产负债率为 50.20%, 同比增加 0.45%, 基本保持稳定。营收以及净利润同比大幅下滑的主要原因有两块, 一方面是受新冠疫情影响, 基础化工行业复工率较低; 另一方面, 新冠疫情影响带动油价出现大幅下滑, 而化工行业产品的价格往往与油价呈现正相关关系, 产品价格下滑导致盈利能力下降。

图表 10. 2012Q1-2020Q1 化工行业总营收及同比增速



数据来源: wind, 万联证券研究所

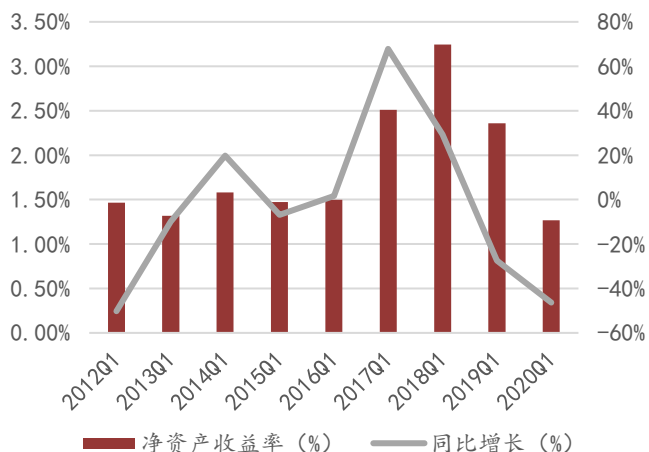
图表 11. 2012Q1-2020Q1 基础化工归母净利润及同比增速



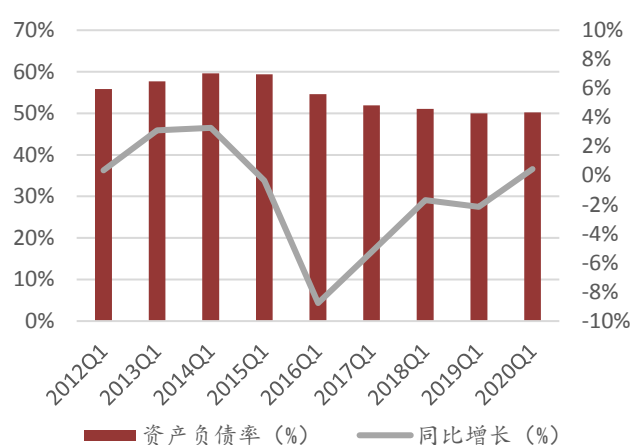
数据来源: wind, 万联证券研究所

图表 12: 2012Q1-2020Q1 化工行业 ROE 及同比增速

图表 13: 2012Q1-2020Q1 化工资产负债率及同比增速



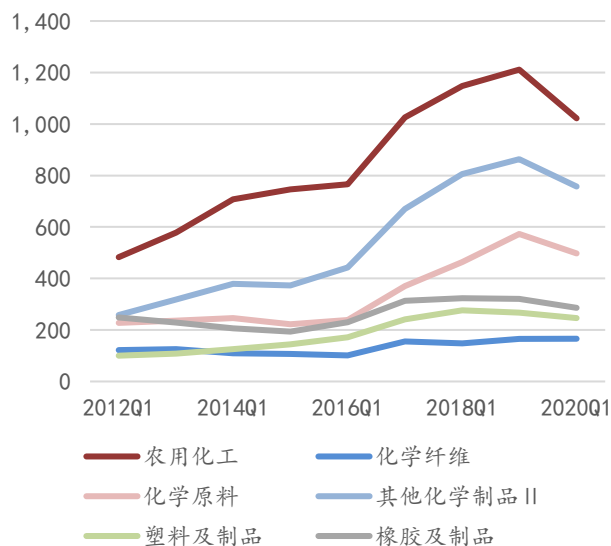
资料来源: Wind, 万联证券研究所



资料来源: Wind, 万联证券研究所

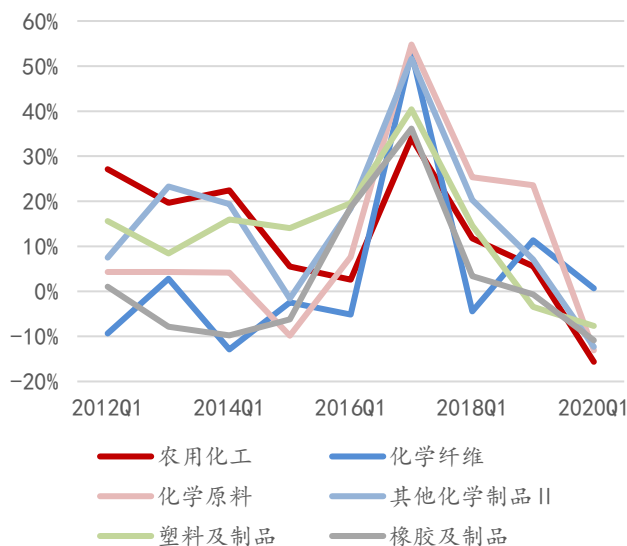
从子版块来看, 农用化工、化学纤维、化学原料、其他化学制品 II、塑料及制品、橡胶及制品 2020 年 Q1 营业收入分别为 1,021.77 亿元、165.92 亿元、497.89 亿元、756.87 亿元、246.32 亿元、286.32 亿元, 同比变动 -15.64%、0.67%、-13.09%、-12.33%、-7.67%、-10.87%。净利润方面, 六大二级板块分别为 26.49 亿元、-0.06 亿元、22.13 亿元、63.11 亿元、11.39 亿元、10.01 亿元, 同比变动 -51.79%、-100.55%、-42.31%、-36.91%、-43.73%、-23.93%。

图表 14: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块营收 (亿元)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 15: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块营收增速 (%)

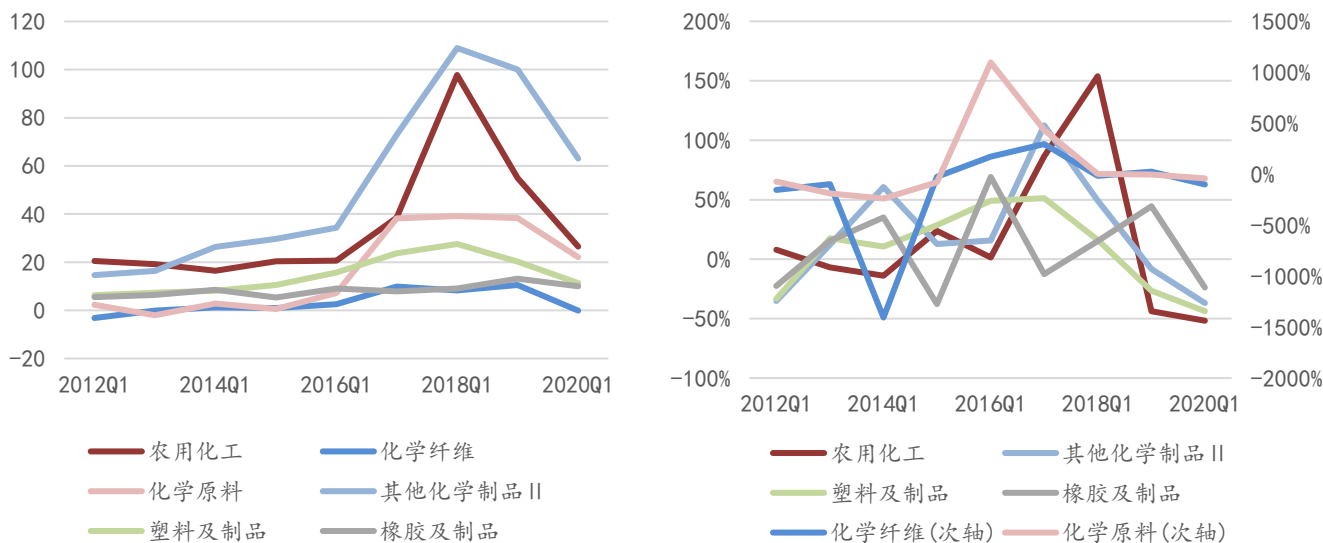


资料来源: Wind, 万联证券研究所

图表 16: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块归母净利润 (亿元)

图表 17: 2012Q1-2020Q1 化工二级板块归母净利润增速 (%)





资料来源: Wind, 万联证券研究所

资料来源: Wind, 万联证券研究所

化工产品价格目前已处于历史底部位置。中国化工产品价格指数 (CCPI) 自 2018 年 8 月以来持续下跌, 并从 2020 年 1 月开始随着国际重大公共卫生事件的蔓延而加速下跌, 目前已跌至历史底部位置。近期随着国际油价反弹, 化工价格指数较 4 月初低位有企稳回升迹象。然而, 考虑到疫情带来的全球经济压力仍然存在, 后续需警惕因库存压力及需求疲软使得化工品价格持续承压。

图表18: 中国化工产品价格指数 (CCPI)



资料来源: Wind, 万联证券研究所

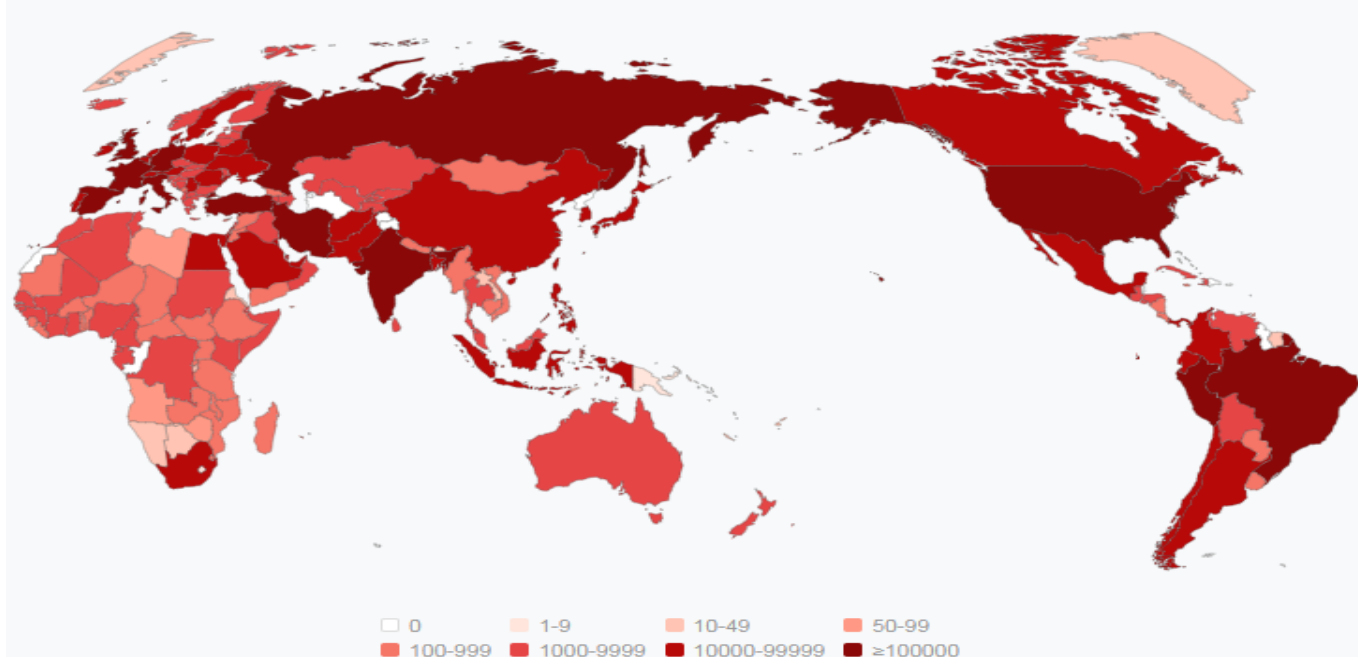
## 2、2020 年下半年市场展望

### 2.1 需求面: 疫情逐步缓解, 需求较上半年有所修复

从全球市场来看, 2020 年上半年新冠疫情迅速蔓延, 截止 5 月 24 日, 全球累计确诊 550 万人, 累计死亡 34 万人, 基本覆盖全球所有区域, 对全球经济造成巨大影响, 尤其是对制造业、旅游、房地产、餐饮等行业的冲击更为巨大。且就目前来看, 全球

范围内的疫情想要在今年解决基本不太可能。

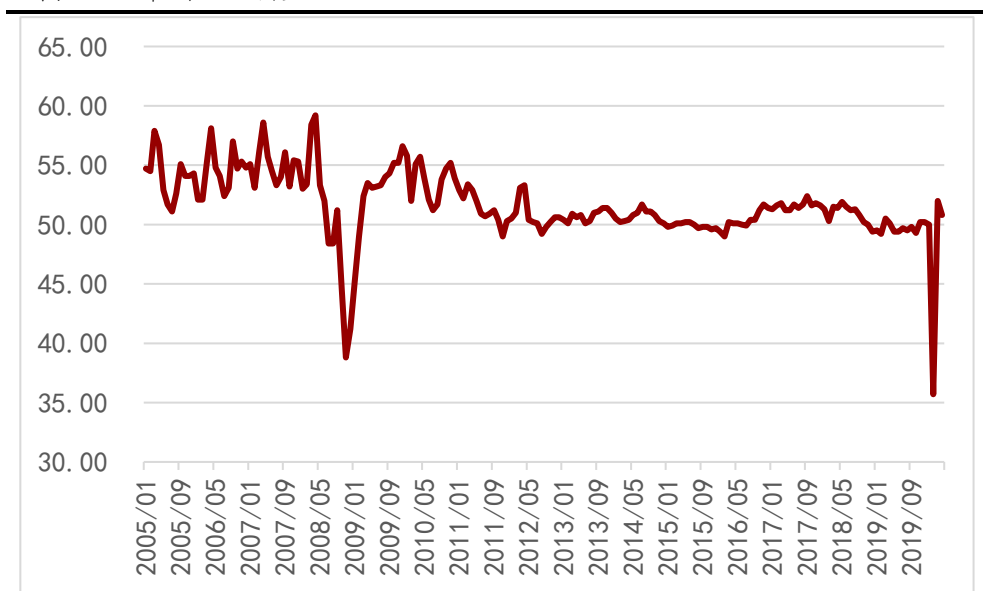
图表19：全球疫情形势



资料来源：公开信息整理，万联证券研究所

从国内市场看，上半年我国经济也受到了疫情影响，2020年2月国内PMI一度下滑至35.7，随后由于国内疫情防控较为及时，疫情扩散得到遏制，企业陆续复工，在3-4月，PMI逐步恢复至50左右。

图表 20：中国 PMI 指数

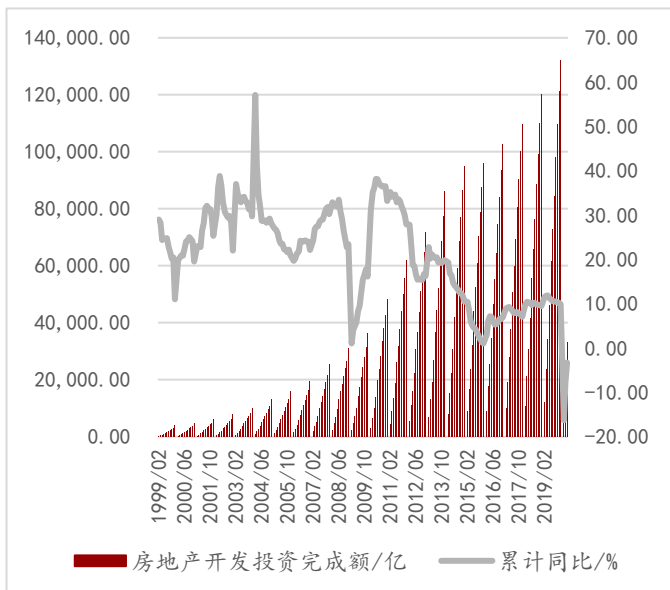


数据来源：WIND，万联证券研究所

基础化工其实为一个中游行业，它与全球经济的景气度挂钩，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，下游行业的景气度会对化工行业的需求产生较大影响。2020下半年从大逻辑来看压制国内需求的原因可以归结

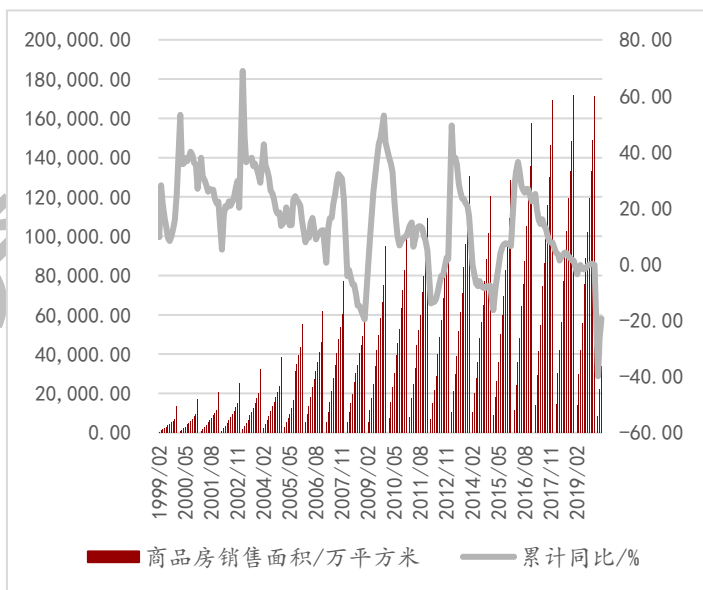
为两块：1. 国际疫情的反复蔓延，尽管目前国内疫情控制较为良好，但是像农业、服装等行业的出口占比都较大，国际疫情的蔓延会压制相关行业的下游需求；2. 中美关系的日益紧张。近期，由于新冠疫情对美国经济造成较大影响，美国试图将疫情责任归咎于中国并“索赔”。美国从4月开始宣称新冠病毒为“中国病毒”，5月15日开始全面封锁华为芯片采购，5月23日宣布对共计33家中国公司及机构列入“实体清单”，随后5月27日孟晚舟无法引渡回国等一系列事件来看，中美关系下半年关系趋紧的可能性偏大。中美关系的日趋紧张可能会带动贸易摩擦的加剧，从而压制需求。

图表21. 房地产开发投资完成额累计情况及其增速



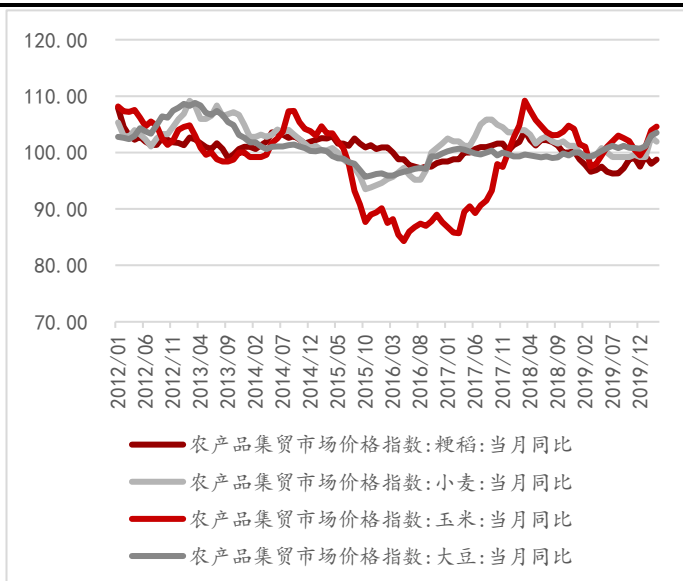
数据来源：wind, 万联证券研究所

图表22. 商品房销售面积及其同比增速



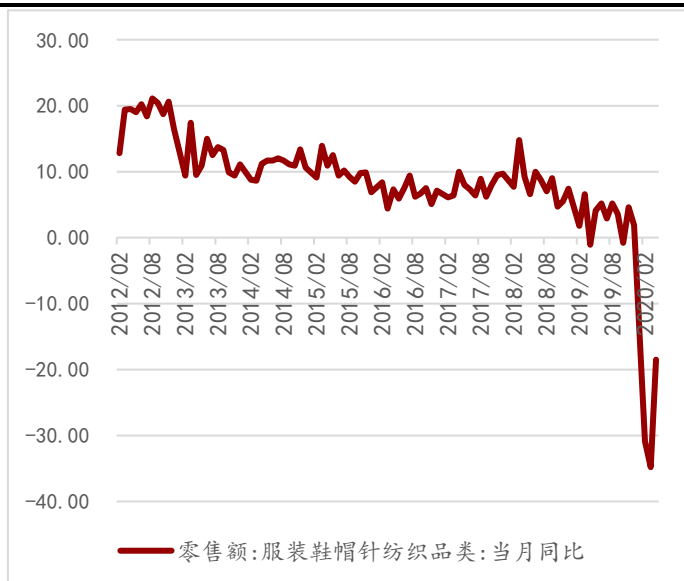
数据来源：wind, 万联证券研究所

图表23. 2010-2020各类农产品价格指数当月同比走势



数据来源：wind, 万联证券研究所

图表24. 2012-2020服装鞋帽针纺织品类零售额当月同比



数据来源：wind, 万联证券研究所

## 2.2 供给面：环保安全仍是主线，供给逐步往龙头聚集

2019年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、不搞大开发”要求，大幅压减沿长江干支流两侧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。

江苏省拥有52个化工园区/集中区，根据9月发布的《2019年江苏省化工产业安全环保整治提升目标任务汇总表》，全省共排查出列入整治范围的化工生产企业4022家，计划关闭退出1431家，停产整改267家、限期整改1302家、异地迁建77家、整治提升945家。其中2019年全省计划关闭退出579家，计划关闭和取消化工定位的化工园区（集中区）9个。

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

随着响水321爆炸事件的发酵，国务院应急管理部同样于2019年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

因此，我们认为环保安全仍是核心，国内化工行业的供给侧结构将逐步改善，落后的“小、散、乱”行业现状将逐步被集中化、安全化、一体化的化工园区取代，因此规范、安全、环保的一体化龙头有望受益。

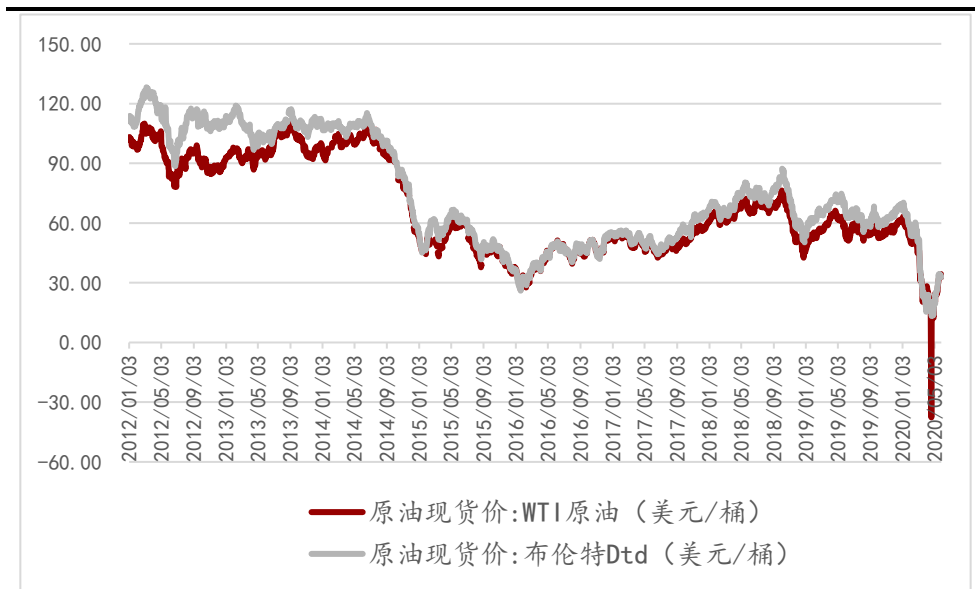
### 2.3 原料面：需求逐步复苏，下半年震荡为主

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。

2020 年上半年，油价出现大幅下跌，4 月普遍价格跌到了 10-20 美元/桶之间，甚至 WTI 在 4 月 20 日出现了从未有过的负油价，为-37.63 美元/桶。造成这种现象的主要原因是原油需求大幅下跌，而供给端未缩紧，市场供给严重大于需求。受新冠疫情影响，全球原油需求大幅下滑，预计需求下滑量在 1500-2000 万桶/日之间，而 OPEC+ 减产协议在 4 月 10 日才达成，协议内容为：OPEC+ 确认自 2020 年 5 月 1 日起减产 970 万桶/日，为首轮减产，为期 2 个月；自 2020 年 7 月起减产 800 万桶/日至 12 月；自 2021 年 1 月起减产 600 万桶/日至 2022 年 4 月。这个减产力度其实并不小，但协议时间确定太晚，且供应端的缩减也小于需求端，减产时期各国库存高企，导致油价闪崩。

我们从两个方面对下半年全球油价进行一个简单的判断：**1. 确定性：供需结构改善是确定的。**从需求端看，目前形全球疫情正在逐步缓解，每日新增、死亡人数均呈现下滑趋势，像英国、日本等国家也在陆续解除紧急状态，企业相继复工复产，我们认为**下半年原油的需求相比上半年增长是确定的**；从供给来看，我们认为**供给减少的大趋势是确定的**，主要原因在于两块：一方面 OPEC+ 减产协议的实施效果较为良好，且沙特有意在该减产基础上在进行额外减产；另一方面，受低油价影响，美国页岩油产业受到严重打击，上半年陆续有页岩油企业破产，而根据彭博的数据，美国开产页岩油的成本大概在 46-60 美元/桶，低油价会抑制页岩油的开产，从而减少原油供给；**2. 不确定性：全球复工复产的恢复速率。**尽管目前全球逐步复工，但也有部分国家如美国、巴西等仍处于恶化过程，此外，新冠疫情会否二次爆发尚未可知，这些不确定性可能会对需求端造成压制。综上，我们认为下半年油价可能还是偏强震荡为主，油价较上半年会有所上涨，但上涨空间有限。

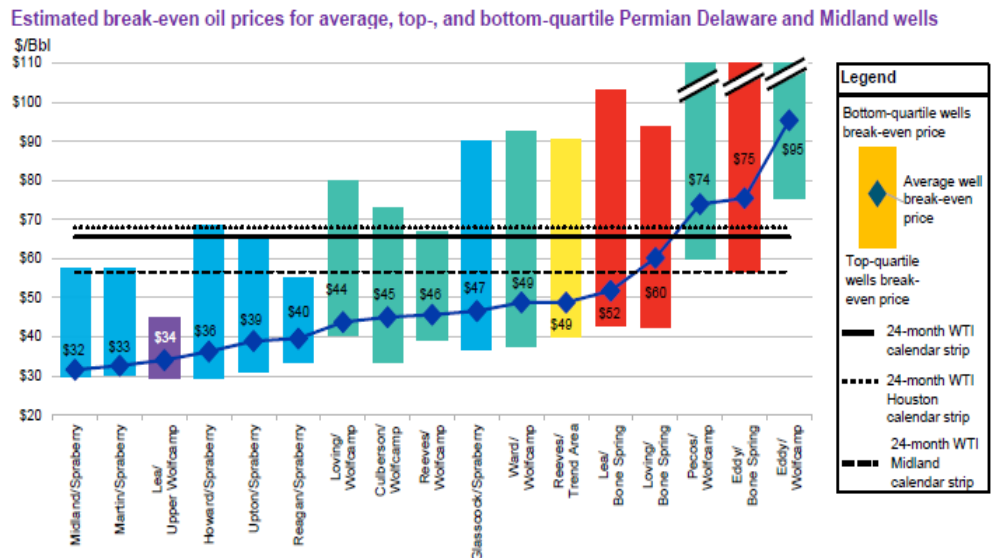
图表27：WTI和布伦特油价走势



数据来源：wind，万联证券研究所

图表28：Bloomberg Estimated





数据来源：Bloomberg，万联证券研究所

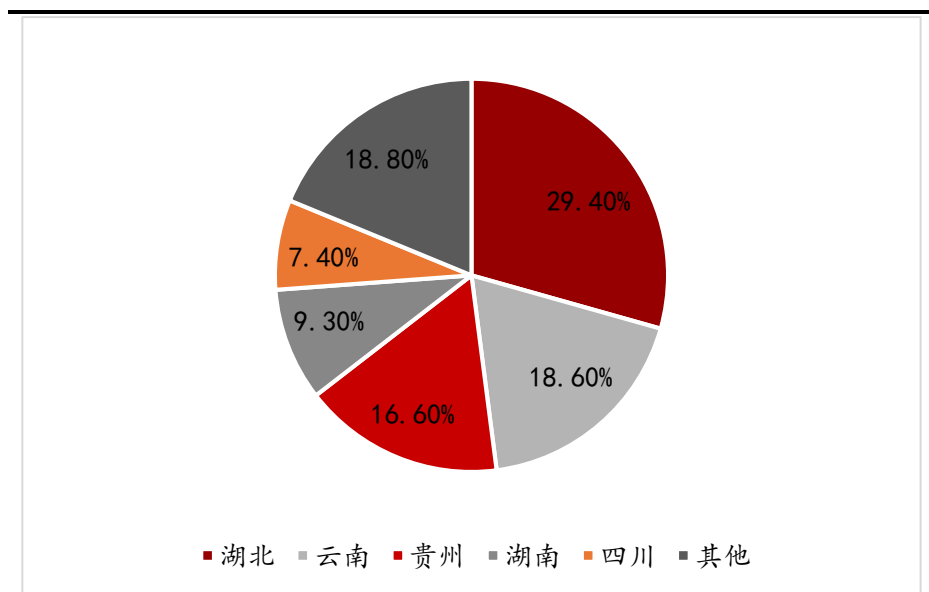
### 3、重点子行业推荐

#### 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，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29：磷矿石分布



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30. “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31. 2017以来磷矿政策

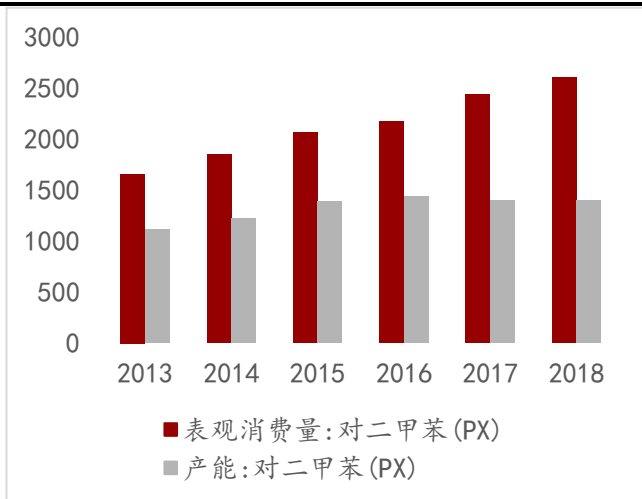
地点	时间	事件
湖北	2017	关闭生产能力 15 万吨/年以下企业，不得新建 50 万吨/年以下磷矿企业
云南	2018-2020	《滇池保护治理三年攻坚行动实施方案》
四川	2017	《关于加强九顶山自然保护区生态环境保护的决议》
贵州	2017	实施“以渣定产、严控排污总量”政策

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

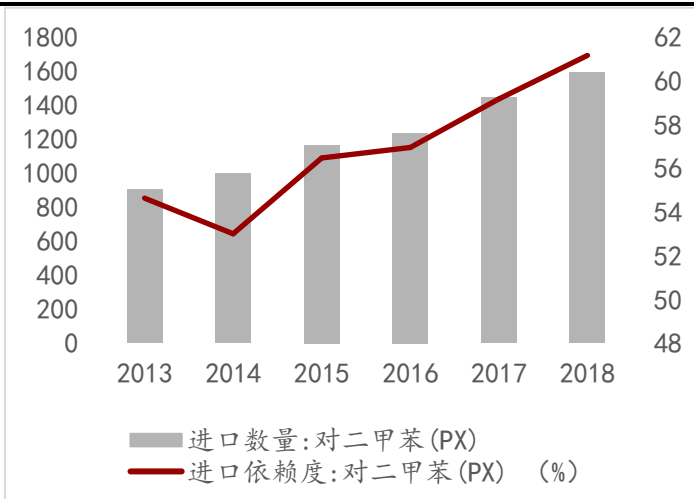
我国PTA产能由2013年的3293.5万吨/年到2018年的5129万吨/年，5年内增加1835.5万吨/年产能，年复合增长率为9.26%。但产能主要增长来自2014年，增加1042万吨/年产能，占近五年增长率的57%。PTA去产能效果明显，产能在近四年内增长缓慢，而PTA消费量由2015年的2901万吨/年增加到2018年的4034万吨/年，从而PTA的供需关系得到不断的改善。PTA净出口数量基本为零，所以国内PTA基本属于自产自销。近三年的PTA生产设备开工率保持在80%左右，主要原因为产能增速较缓慢，国内供需缺口不断缩小。

图表32. 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33. 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34. 未来PTA产能投放情况

图表35. 2018聚酯产能投放情况

名称	产能	投产时间	名称	产能	投产时间
新凤鸣一期	220	已投产	新凤鸣	90	2018Q1-Q3
中泰化学	120	2020	桐昆恒邦	210	2018Q1-Q4
恒力石化	500	2020	福建百宏	25	2018Q1
福建百宏	240	2020 以后	福建经纬	25	2018Q1
中金石化	600	2020 以后	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

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36. 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	已投产
恒逸石化	800 万/吨年文莱 PMB 炼化项目	已投产
东方盛虹	1600 万吨/年盛虹炼化一体化	2021 投产

数据来源：各公司公告，万联证券研究所

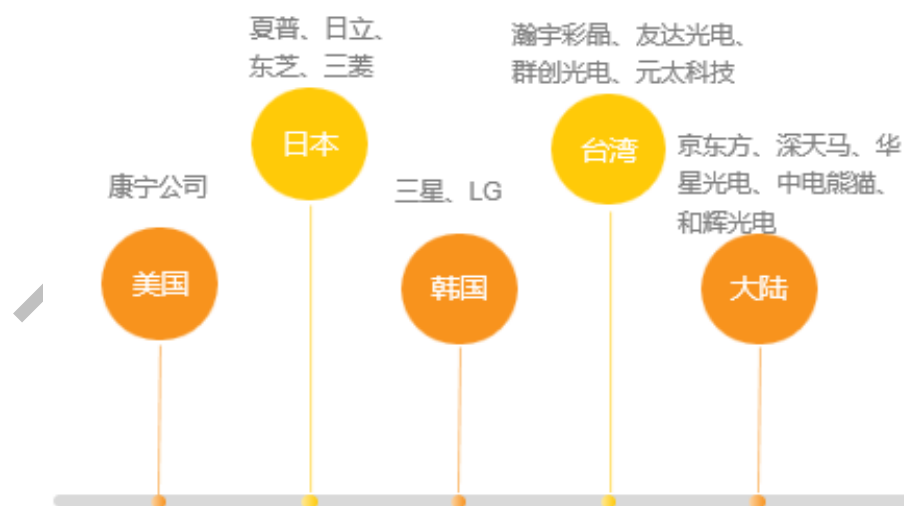
与传统炼化装置相比，民营炼化具有以下优势：1. 产业链一体化优势，原油炼化的下游产品PX与原油的PTA-聚酯产业链紧紧相连，投产以后，公司一方面能减少对原料PX进口依存度高的问题，另一方面炼化项目中的产生的乙烯可以制备MEG，从而实现涤纶全产业链一体化，有效降低成本，增强自身盈利能力；2. 地方政府支持的优势，四大民营企业投产炼化项目，对当地就业等都有较强的促进作用，地方政府为其出台了一些相关的政策红利；3. 装置体量较大保持高效产能的同时能减少装置运行成本，恒力、浙江石化项目均为国内单套装置原油加工能力全国最大。

### 3.3 新材料

#### 3.3.1 液晶材料：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。

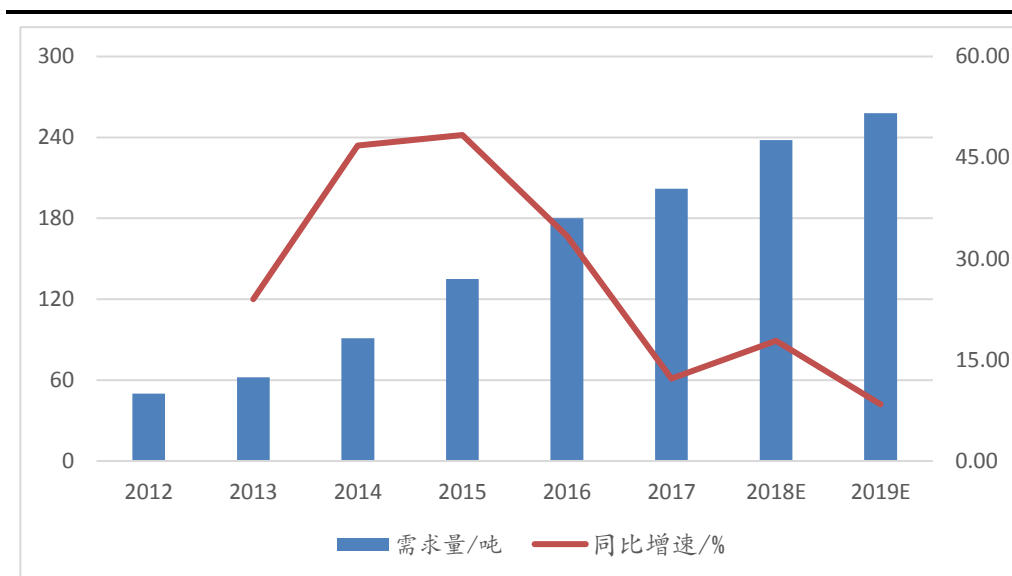
图表37： 面板行业转移过程



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38： 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39: 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。

### 3.3.2 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40：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	CB0、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

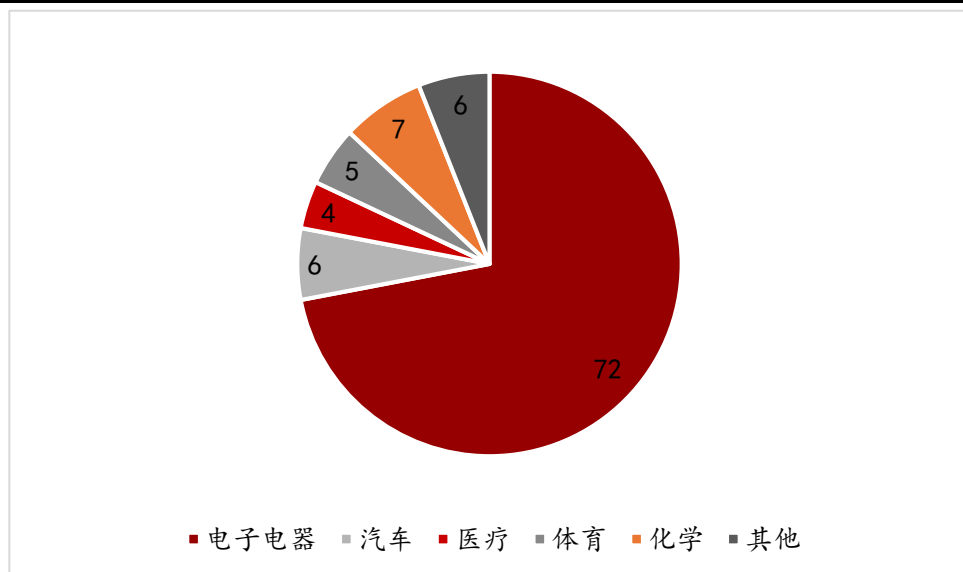
LCP由于其优异的性能，被广泛应用于电子电器、化学装置、汽车、航空航天、医疗器材、体育器材以及消费材料等领域，其中电子电器使用占比高达70%。

图表41：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42: 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43: 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，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 44：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

### 3.3.3 碳纤维：下游需求刚性，高端产品国产替代加速

碳纤维（Carbon Fiber）是一种以碳为主的具有高强度、低密度等优质特性的新型复合材料。碳纤维“外柔内刚”，它不仅具有碳材料的固有无定形特性，又兼备纺织纤维的柔软可加工性，是新一代增强纤维。碳纤维的强度高于钢铁的同时重量又轻与一般的铝合金，还拥有非氧化环境下耐超高温，耐疲劳性好，热膨胀系数小，具有各向异性，耐腐蚀性好，X 射线透过性好，良好的导电导热性能、电磁屏蔽性好等优点。目前在航天航空，风力发电，汽车零件以及体育用品等行业中已碳纤维材料已获得广泛的应用认可。

图表 45：碳纤维和其他材料性能对比

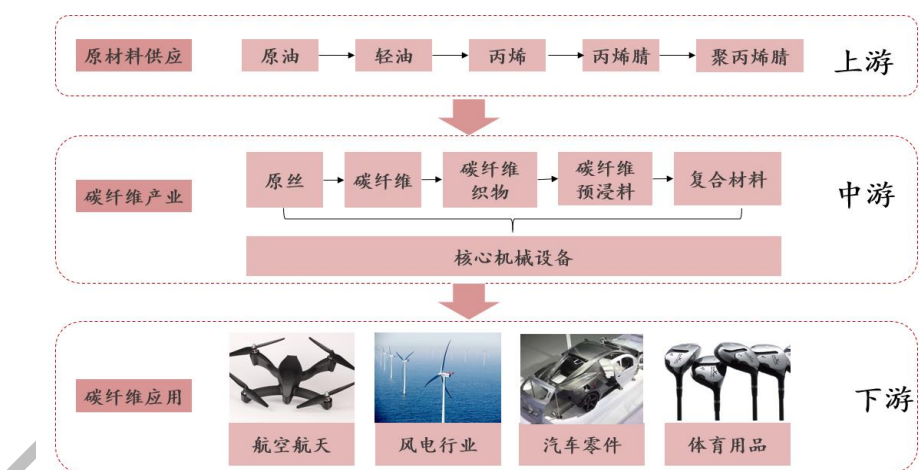
材料名称	密度 (G/CM <sup>3</sup> )	拉伸强度 (MPa)	拉伸模量 (GPa)
碳纤维	1.5-2.0	2000-7000	200-700
铝合金	2.8	400	75
钛合金	4.5	700	116.7
聚乙烯	0.97	2590	120
结构钢	7.8	1200	210
玻璃纤维	2	1500	42

资料来源：中国知网，万联证券研究所

以典型的聚丙烯腈（PAN 基）碳纤维为例，完整的碳纤维产业链包含上游的原油化工

产业，中游的原丝加工、碳纤维相关产物以及碳纤维复合材料生产加工、核心机械制造以及下游的应用市场组成。PAN基碳纤维的制备流程从PAN原丝制开始，通过丙烯腈（AN）单体聚合再通过湿法或干法纺丝制得PAN原丝；经过预氧化（200~300℃）、碳化（1000~1500℃）、石墨化（2500~3000℃）的过程，使线性的聚丙烯腈高分子产生氧化、热解、交联、环化等一系列化学反应并除去氢、氮、氧等原子形成石墨态的碳纤维；再通过气相或液相氧化等表面处理赋予纤维化学活性，施加上浆剂进行上浆处理来保护纤维并进一步提高与树脂的亲水性；最后收卷包装形成碳纤维单向带，或再通过编制形成碳纤维织物输出向下游销售。

图表 46：碳纤维产业链



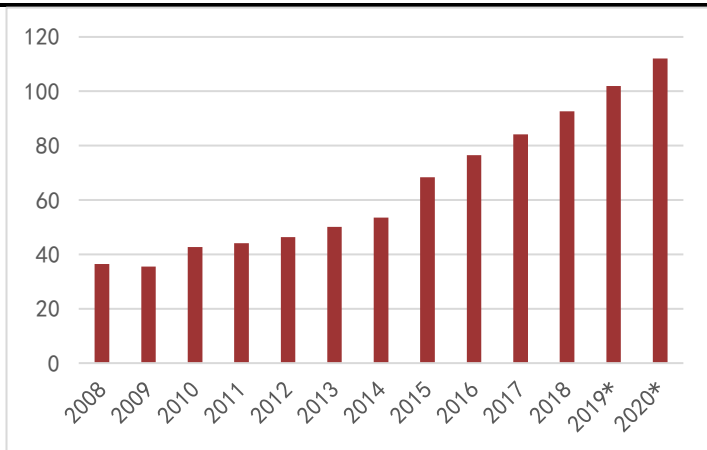
资料来源：公司公告，万联证券研究所

全产业链的碳纤维行业有壁垒高，研发周期长、投入高、粘性大、先发优势较强的特点。像光威复材这样的全产业链碳纤维制造企业影响参数众多，通常需要巨额投资，且往往运行数年也无法生产出满足用户需求的产品，在企业前期有破产风险。尤其是在碳纤维供应链的上游原丝端与中游复合材料端，技术壁垒所带来的优势更为突出。这是因为碳纤维属于技术密集型、资金密集型产业，产业链长，工艺技术复杂，产业发展涉及产、学、研、用各个环节，导致行业技术壁垒高。且碳纤维应用要求对产品性能及质量稳定性非常苛刻，在掌握了基础制造技术之后，需要花大量时间研发改进，日本东丽公司仅在研发原丝和不断完善T300碳纤维的性能上就用了五到十年的时间。这一类的企业在掌握相关核心技术之后，由于供应链完善，减少了很多不必要的交易开支，使企业的产品在市场上具有较大竞争力，从长期发展角度来看利润远高于一般的碳纤维复合材料加工倒模型企业。

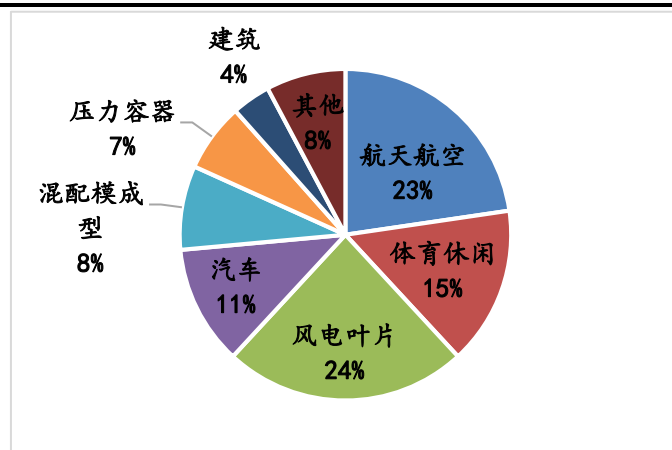
世界范围内碳纤维需求主要集中于航天航空，体育休闲与风电叶片。2018年世界碳纤维需求量为92.6千吨，比2017年增加10%，连续4年增幅稳定，按相同增速预测，2020年全球碳纤维市场总需求量将达到112.1千吨。在2018年，航天航空与风电叶片分别占全世界碳纤维总需求23%以及24%，为目前的主要市场。汽车领域的碳纤维使用量占整个市场的11%，体育休闲则占全球碳纤维市场的15%。

图表 47：全球碳纤维市场需求(千吨)

图表 48：2018 全球碳纤维应用分市场需求情况



资料来源: 2018 全球碳纤维复合材料市场报告, 万联证券研究所

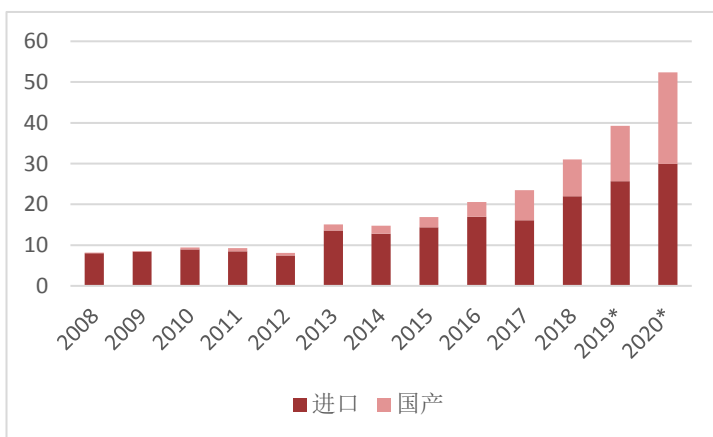


资料来源: 2018 全球碳纤维复合材料市场报告, 万联证券研究所

中国碳纤维市场目前主要依赖进口, 国产替代比例逐年增长。2013年之前, 国内90%以上的碳纤维需求都来自于日本和美国。2013年之后, 国产碳纤维在市场中的比率逐年上升。截止至2018年, 中国市场总需求约为31千吨, 国产碳纤维为9千吨, 占比29%。可以预计随着国家政策扶持与相关技术的突破, 中国碳纤维产能逐步提升。到2020年国产碳纤维在市场需求总量为39千吨, 国产碳纤维15千吨, 占比39%, 我们认为国产碳纤维生产规模具有潜在提升空间。

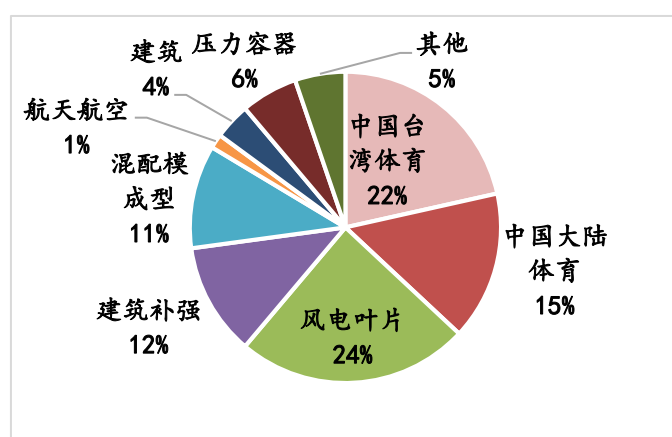
中国碳纤维市场主要集中在体育器材领域以及风电领域。中国目前碳纤维主要运用于体育器材行业, 占总市场的37%; 其次则为风电叶片的制造, 占比24%。2018年实现中国市场总需求32%增长的主要贡献者就是风电叶片用碳纤维, 2018年是8000吨(全进口), 比2017年需求增加161%, 去除该品种的贡献率, 中国市场32%的增长率将回落到12.3%的增长, 与世界增速持平。

图表 49: 中国碳纤维市场需求(千吨)



资料来源: 2018 全球碳纤维复合材料市场报告, 万联证券研究所

图表 50: 2018 年中国碳纤维应用分市场需求情况



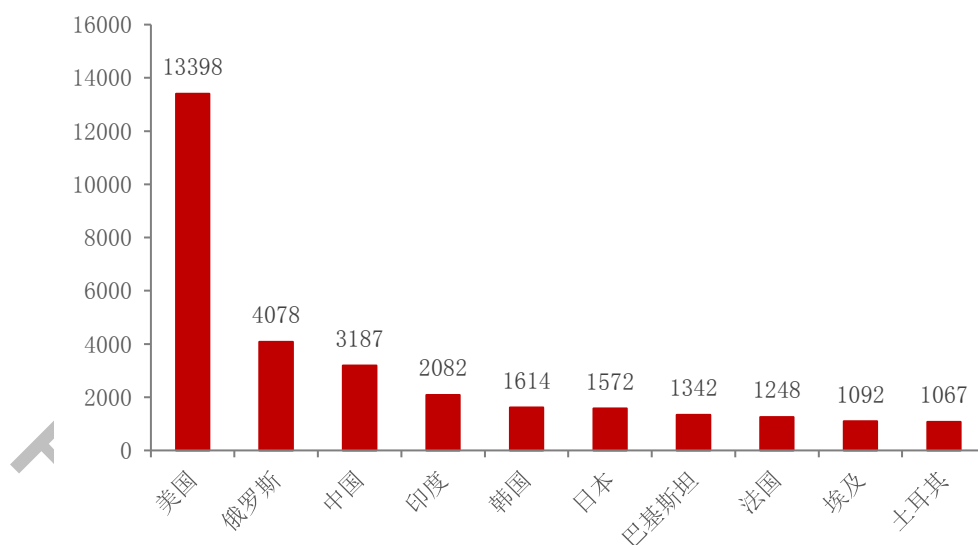
资料来源: 2018 全球碳纤维复合材料市场报告, 万联证券研究所

军用飞机更新换代将拉动高端碳纤维复合材料的需求。由于碳纤维复合材料在结构轻量化中无可替代的材料性能, 在军用航空的应用领域得到了广泛应用和快速发展, 从1969年起, 美国F14A战机碳纤维复合材料用量仅有1%, 到美国F-22和F35为代表的第四代战斗机上碳纤维复合材料用量达到24%和36%, 在美国B-2隐身战略轰炸机上,



碳纤维复合材料占比更是超过了50%，用量与日俱增。我军战斗机以二代和三代机为主，老式战机占比较高。根据飞行国际的数据，我国约60%的军用飞机面临退役，换成以三代、四代战斗机为标志的新一代空战力量，这将在很大程度上推动军用飞机的需求，为我国军用飞机制造业提供了难得的发展机遇，将拉动对高端碳纤维复合材料的需求。根据飞行国际统计，2018年中国现役战斗飞机为3187架，若按60%的比例进行更新换代约需更换1912架，以歼20作为新机参考标准，复合材料约为20%，空机的重量为17吨，则全面更新换代后需要复合材料6501.5吨。假设全部使用碳纤维复合材料，以每吨6万美元的均价计算，将带来3.9亿美元的市场

图表 51：2018 年各国军用飞机现役数量（架）

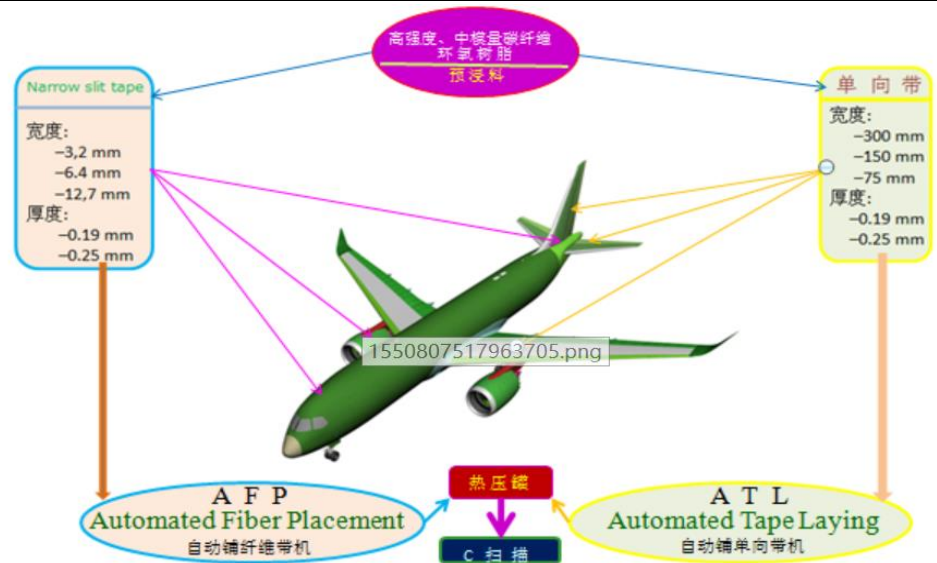


资料来源：飞行国际，万联证券研究所

以C919飞机为代表的大型客机商业化将推动碳纤维在民航领域的发展。随着国民经济持续高速增长，航空运输需求旺盛，中央和地方政府不断加大对民用机场建设的投入，民用机场建设掀起新一轮发展高潮，极大促进了国内民用航空产业的高速发展，客机需求数量激增。同时，国内民用飞机对于碳纤维复合材料的使用占比较低。目前最新的B787和A350，碳纤维复合材料的用量达到了50%以上，而中国的C919飞机复合材料约为12%。根据中国商飞官网，C919已累计有815架订单，每架空机重量为42吨，则总计需要4107.6吨复合材料。假设所需复合材料均为碳纤维复合材料，以每吨6万美元的均价计算，则C919飞机既有订单的全面交付将带来2.46亿美元的市场。未来以C919为代表的国产大型客机商业化，将为碳纤维在民用航空领域提供了更大的发展机遇。

图表 52：波音 787 和空客 A350-900 使用的复合材料示意图





资料来源：中国复合材料学会，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，菊酯行业供应仍将处于紧平衡，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。

**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）

**主营产品2019年价格大幅下滑，拖累公司业绩：**公司2019年实现归母净利润101.30亿，同比下滑34.92%，业绩符合预期。业绩有所下滑的原因：1. 公司主营产品MDI价格同比大幅下滑，2019年聚合MDI价格先涨后跌，然后低位盘整，在3-4月份需求的带动下，

价格由年初的12000元/吨攀升到18000元/吨，然后5月份受贸易摩擦等影响快速回落至13000元/吨，下半年基本在12500元/吨上下波动。整体来看平均挂牌价约为13166元/吨，同比下降35%；纯MDI平均挂牌价为20458元/吨，同比下降31.42%；2.受原油价格波动影响，公司石化产品也呈现下跌趋势，2019年度山东丙烯均价7372元/吨，同比下跌13.43%；环氧丙烷均价9853元/吨，同比下跌16.28%；丁醇均价6475元/吨，同比下跌12.78%，主营产品价格均出现下滑。分季度来看，公司2019Q4实现营收195亿，环比上升11.4%；归母净利润22.30亿，环比基本持平；销售毛利率为25.6%，环比下降5.9pct。从长维度来看，我们认为MDI价格处于低位，未来随着需求以及大环境的缓和，价格将有所上涨。

**持续并购，巩固公司核心竞争优势：**2019年，为了维护MDI行业有序良性发展，巩固和提升万华化学聚氨酯行业竞争优势，公司完成了对Chematur Technologies AB 100%股权和福建康乃尔聚氨酯有限责任公司的收购。为了推进万华福建产业园的建设，公司于2020年3月与福建石油化工集团有限公司实施了相关的股权合作和收购事宜，公司以80%持股比例成立合资公司万华化学（福建）有限公司，合资公司将建设40万吨/年MDI及苯胺配套项目，进一步巩固公司在MDI产品上的核心竞争优势。

**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。

**风险因素：**原油价格波动性较大；下游终端需求疲软。

#### 光威复材（300699）

**疫情对相关业务影响有限，持续看好公司未来发展。**报告期内，新冠肺炎疫情先后在全球不同国家爆发，给相关行业第一季度的营收带来了一定的负面影响，公司在做好疫情防控的同时，积极采取多种措施推进复工复产，合理调控资源，应对疫情情况较好。公司碳纤维业务因主要客户需求增长及民品纤维贡献增加，实现销售收入2.91亿

元，同比增长32.29%；但公司风电碳梁业务、预浸料业务、复合材料制品业务、装备制造业务受疫情影响较重，销售收入均有不同程度下降，其中风电碳梁业务实现销售收入1.54亿元，同比下降1.95%。一般而言，军品航空碳纤维的需求端刚性较强，具有国家意志，有较强的计划性和稳定性。公司的军品碳纤维业务供应订单一般至少提前一年制定，供应链上相关企业均为境内公司，在国内疫情控制较好的前提下，军品碳纤维业务受到此次疫情的负面影响较小。但公司风电碳梁业务为出口业务，终端客户Vestas拥有全球业务布局并与全球化的供应链体系。随着全球疫情的逐步恶化，可能会导致光威复材的相关客户或关联供应商的业务无法持续开展，部分发货延迟。其影响程度取决于全球相关国家的疫情蔓延情况与政府防控措施。全年来看，碳纤维军工市场中，军机的更新换代为刚性需求，军品碳纤维及织物业务受疫情影响较小，仍能保持快速增长趋势。风电业务下游短期供需或受到新冠影响，但由于全球碳纤维风电行业景气度较高，相关下游碳梁需求仍在，且光威复材大部分碳梁业务的最终客户在国内，我们认为公司的碳梁业务在2020年仍能保持增长态势。

**公司签下新订单，军品主营业务维持快速增长：**2020年4月4日，公司公告收到全资子公司威海拓展纤维有限公司与客户A签订的《武器装备配套产品订货合同》，金额总计9.98亿元，履行期限为2020年1月1日至2020年12月31日合同金额占公司最近一个会计年度经审计的营业收入的58%。根据2019年年报，公司2019年军品订单完成度为86.24%，对应金额7.99亿元，若2020年顺利完成订单，同比增速为24.9%，公司军品业务保持快速增长趋势。

**募投项目有望带来新业务增长点：**公司的募投项目是以进口替代为目标的民用市场为主，目前相关项目建设目前在按计划推进，其中军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目预计2020年底可以建成，2021年能够投产，相关项目均将扩展公司业务范围，从不同方面有效提升公司能力和竞争实力。

**风险提示：**新冠导致短期生产和交付进度降低，研发进度不及预期，公司客户集中度较高，军工企业导致信息不透明。

## 5、风险提示

原油价格大幅下跌、中美贸易摩擦加剧、政策力度大幅减弱、民营大炼化投产不达预期。

化工行业重点上市公司估值情况一览表  
(数据截止日期: 2020年06月10日)

证券代码	公司简称	每股收益			每股净资产 最新	收盘 价	市盈率			市净率 最新	投资评级
		19A	20E	21E			19A	20E	21E		
600486	扬农化工	3.77	4.42	5.54	17.80	83.67	18.04	11.54	9.22	3.79	增持
600309	万华化学	0.00	3.38	4.31	13.92	49.16	12.79	12.22	9.58	2.96	买入
000703	恒逸石化	1.13	1.56	1.95	8.50	9.49	20.07	8.02	6.46	1.47	增持
300699	光威复材	1.01	1.28	1.63	6.60	58.70	46.23	38.79	30.46	7.51	增持

万联证券

## 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