



基础化工

投资评级：增持

报告日期：2018-12-7

股价走势：



研究员：李超齐
0551-65161591
lichaoqi.2008@163.com
S0010518070002

大浪淘沙，拥抱农化

—基础化工 2019 年度策略

主要观点：

□ 行业景气度延续

2016—2017 年在供给侧改革的影响下，化工行业固定资产投资增速下滑，企业数量减少，产能收缩，同时叠加环保因素，化工行业迎来了一段高景气周期，在供需关系作用下，产品价格上涨，企业业绩显著提升，2018 年延续了 2016 年以来的景气周期，但有新变化，表现在固定资产投资增速回暖，需求下滑，需求端不容乐观，供需关系的变化，也使得部分化工产品价格高位回落，使得企业有了一定波动。

□ 周期策略：精选景气度持续向上的子行业

基础化工子行业多，我们从四个维度，以六个指标为依据，对 2018 年前三季度行业运行情况进行了梳理，建议关注农药、化肥、制冷剂、钛白粉四个子行业。农药行业：国内已是全球最重要的农药原药生产基地，在全球供给中起着重要作用，在供给侧改革和环保等因素作用下，农药产能收缩，下游需求稳定，农药行业将持续保持高景气，建议关注草甘膦、麦草畏、草铵膦，其中草甘膦产能收缩，上游原材料甘氨酸价格保持高位，草甘膦价格看涨；麦草畏主要是由于耐麦草畏转基因作物推广超预期，需求大幅增加；草铵膦也主要受益于其需求的快速增长。化肥行业：我们重点关注了磷肥，主要是由于其上游磷矿资源开采受到严格限制，产能削减力度大，下游需求具有刚性，有力支撑了磷肥价格。制冷剂和钛白粉行业需求端基本稳定，供给端产能削减，行业供需格局改善，景气度有望提升。

□ 投资建议

基础化工板块建议关注兴发集团（公司已构建草甘膦一体化产业链，上游具有甘氨酸资源，具有成本和产能优势，受益于产品价格上涨）；扬农化工（公司拥有 2.5 万吨麦草畏产能，处于全球第一，因耐麦草畏转基因作物的推广远超预期，需求大幅增加，公司受益）；利尔化学（国内草铵膦龙头，拥有产能 0.8 万吨，受益于需求增加）；新洋丰（国内重要的磷肥供应商，具有成本、产能等综合竞争优势）；巨化股份（国内制冷剂行业龙头，产品价格上涨，增厚业绩）；龙蟒佰利（国内钛白粉行业龙头，20 万吨氯化法产能 19 年初将投产）；金禾实业（国内甜味剂行业的龙头，产品具有弱周期性质，叠加产能扩张）；万华化学（全球聚氨酯行业龙头，新材料以及石化板块的快速发展，打造全球化工航母正在加速起航）。

□ 风险提示

原油价格持续上涨、下游需求大幅下滑、企业环保不达标

目 录

1 行业回顾	5
1.1 行业景气度延续	5
1.2 下游需求波动大	6
1.3 供给有一定回暖	8
1.4 产品价格或将高位波动	9
1.5 业绩有起伏	10
2 子行业：内部分化较大	11
2.1 成长能力：持续向好	11
2.2 盈利能力：持续改善	12
2.3 资本结构：持续优化	13
2.4 投资支出：持续下滑	13
3 重点关注的行业	15
3.1 农药：需求刚性，高景气度持续	15
3.1.1 草甘膦：全球除草剂领域的常青树	15
3.1.2 麦草畏：最具潜力的除草剂产品	17
3.1.3 草铵膦：需求快速增长	19
3.2 化肥：需求增长，开启新周期	21
3.2.1 磷肥：产能和原材料双压力	21
3.3 氟化工：冬去春来又一春	25
3.3.1 供给端：长期低迷+环保压力，产能收缩	26
3.3.2 需求端：基本稳定	27
3.4 钛白粉：供需格局持续改善	28
3.4.1 供给端：中小产能出清，新增产能有限	28
3.4.2 需求端：外需热，出口维持正增长	29
4 重点上市公司推荐	30

图表目录

图表 1 化工行业景气度	5
图表 2 化工行业估值	5
图表 3 基础化工行业涨幅排行前十五个股	6
图表 4 房屋新开工面积和商品房销售面积同比增长率 (%)	7
图表 5 汽车产销量累计同比 (%)	7
图表 6 家用电器产量累计同比 (%)	8
图表 7 布和纱产量累计同比 (%)	8
图表 8 化工板块分行业固定资产投资完成额累计同比	9
图表 9 基础化工产品中价格涨幅排名 (前二十)	9
图表 10 化工板块分行业主营业务累计同比 (%)	10
图表 11 化工板块分行业利润总额累计同比 (%)	10
图表 12 31 个子行业 17Q3、18Q3 营收同比增幅	11
图表 13 31 个子行业 17Q3、18Q3 净利润同比增幅	11
图表 14 31 个子行业 17Q3、18Q3 销售毛利率	12
图表 15 31 个子行业 17Q3、18Q3 净资产收益率	13
图表 16 31 个子行业 17Q3、18Q3 资产负债率	13
图表 17 31 个子行业 17Q3、18Q3 在建工程/非流动资产	14
图表 18 子行业六大指标综合表现	14
图表 19 2016 年全球主要除草剂产品销售额占比	16
图表 20 2011—2017 国内草甘膦产能、产量及增速	16
图表 21 2018 年国内草甘膦产能情况	16
图表 22 2017—2018.7 国内草甘膦装置开工情况	17
图表 23 2017.1—2018.10 国内草甘膦价格	17
图表 24 麦草畏对作物的适用性	18
图表 25 耐麦草畏作物及产品推广进程	18
图表 26 孟山都对 RR2X 计划在美推广种植面积	19
图表 27 全球麦草畏产能	19
图表 28 耐草铵膦转基因作物分类 (按作物)	20
图表 29 耐草铵膦转基因作物种子 (按使用国)	20
图表 30 草铵膦主要供应商情况	21
图表 31 2014—2018H1 国内磷酸一铵产量及增幅	21
图表 32 2014—2018H1 国内磷酸二铵产量及增幅	21
图表 33 国内磷肥供应商产能情况	22
图表 34 磷酸一铵、二铵价格	23
图表 35 2018 国内磷矿四省产能情况	23
图表 36 国内产能高于 200 万吨企业情况	24
图表 37 2012—2018Q1 国内磷矿石产量	24
图表 38 2017.1—2018.5 磷化工企业开工率	25
图表 39 2017—2018.8 国内磷矿石价格	25
图表 40 制冷剂产业链	26
图表 41 2013-2016 R22 产能及产量	26
图表 42 2018 年国内 R22 主要供应商产能情况	27

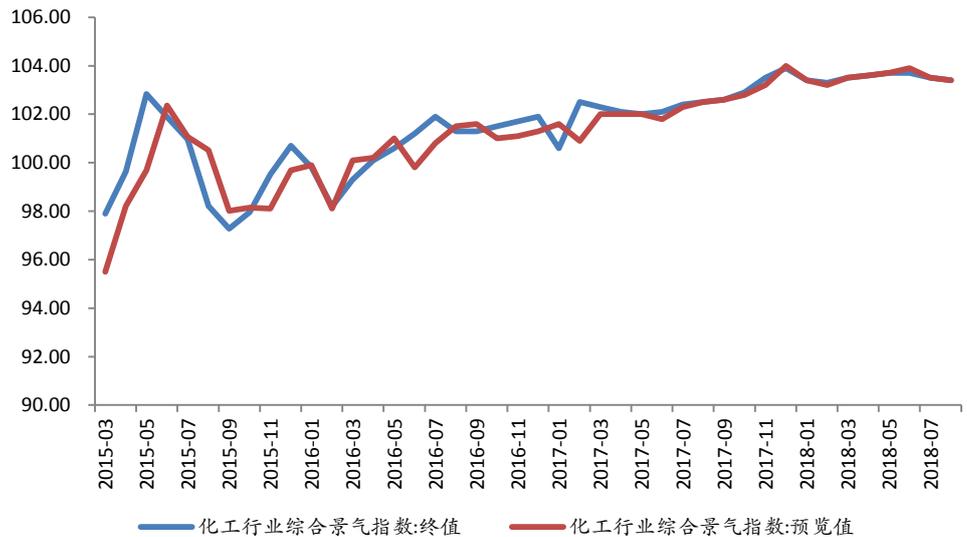
图表 43 15-18.9 空调累计产量及同比.....	27
图表 44 2016—2018.11 R22 价格走势.....	28
图表 45 2007-2017 国内钛白粉产能及增速.....	28
图表 46 2019 年国内新增钛白粉产能.....	29
图表 47 2007—2017 国内钛白粉出口及增幅.....	30
图表 48 2013—2017 国内钛白粉表观消费量.....	30
图表 49 钛白粉价格走势.....	30
图表 50 推荐标的一览.....	33

1 行业回顾

1.1 行业景气度延续

2018 年化工行业延续了 2015 年以来的景气周期。自 2015 年起我国启动供给侧改革以来，化解过剩和淘汰落后产能持续进行，其中化工行业小企业数量众多、污染严重，成为供给侧改革的主攻领域之一。目前化工行业企业数量减少，产能下降，供给收缩，需求基本稳定，在供需关系作用下，行业景气度持续。

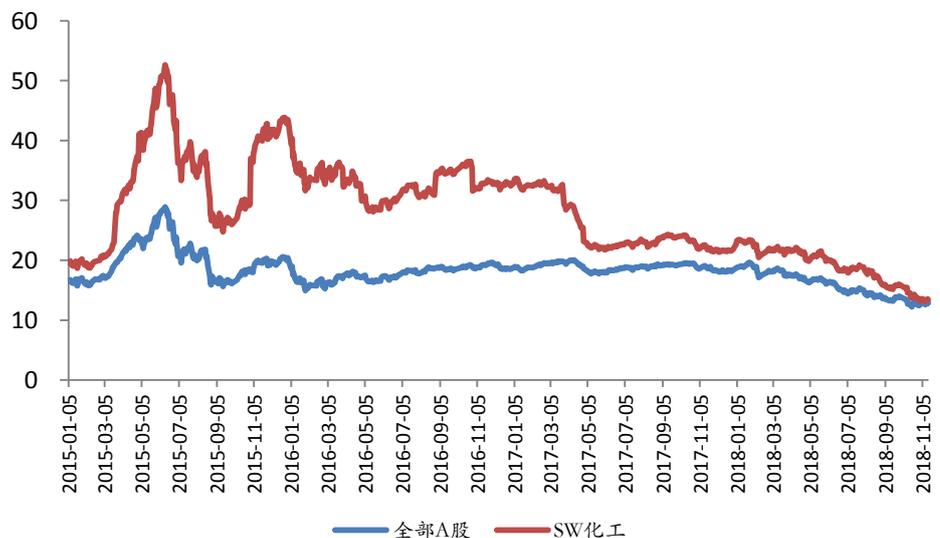
图表 1 化工行业景气度



资料来源：wind、华安证券研究所

化工行业估值水平持续走低。目前化工行业估值在 20 倍上下，处于历史低位，从估值上看，具有较高投资价值。

图表 2 化工行业估值



资料来源：wind、华安证券研究所

个股方面：化工板块 272 家上市公司（剔除 2017 年 1 月以后的新股，共计 55 家），2018.1—11 月股价涨幅为正的有 24 家，余下 248 个股涨幅全部为负，可以说 2018 年个股波动，主要是受到中美贸易战以及国内经济下行压力加大等内外诸多矛盾叠加影响造成，但股价走势和企业经营之间有一定背离，从各项数据看，2018 年化工类上市公司经营持续改善，业绩有提升。

图表 3 基础化工行业涨幅排行前十五个股

序号	证券代码	证券简称	2018 年涨跌幅 (%)
1	300107.SZ	建新股份	119.2325
2	600810.SH	神马股份	77.9516
3	300487.SZ	蓝晓科技	57.7889
4	300132.SZ	青松股份	54.9187
5	002382.SZ	蓝帆医疗	48.1691
6	600596.SH	新安股份	38.1851
7	002683.SZ	宏大爆破	33.1805
8	600299.SH	安迪苏	26.5341
9	600346.SH	恒力股份	23.5855
10	000912.SZ	*ST 天化	17.4740
11	300429.SZ	强力新材	16.1300
12	300037.SZ	新宙邦	13.7309
13	002493.SZ	荣盛石化	12.5115
14	603810.SH	丰山集团	11.7695
15	600389.SH	江山股份	9.7238

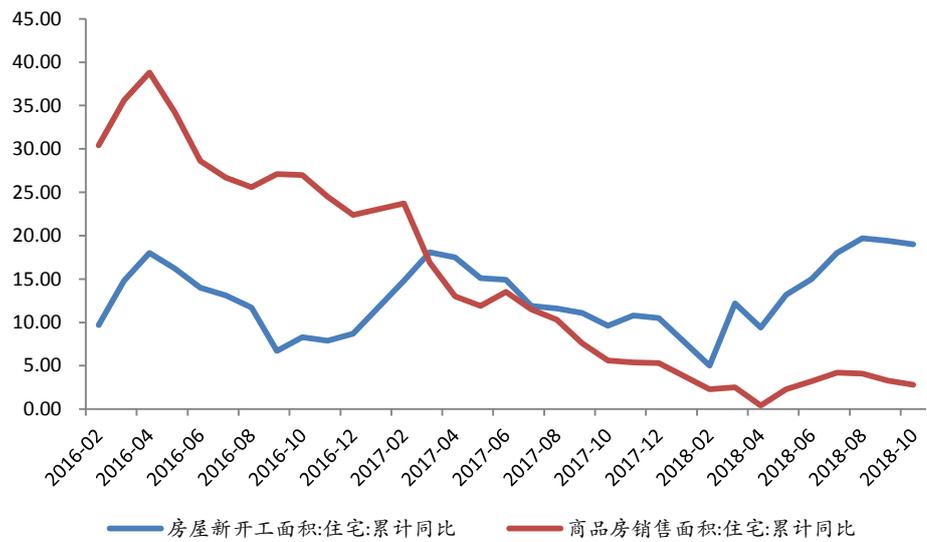
资料来源：wind、华安证券研究所

1.2 下游需求波动大

化工产品下游应用较为广泛，主要包括建筑、汽车、纺织、电子等领域，涵盖了住、行、衣等方面，和日常生产、生活息息相关。从整体上看，2018 年 1-11 月国内在房地产、汽车、家电、纺织领域的需求均有不同程度回落，需求端承压。

建筑领域：2018 年初房屋新开工面积和商品房销售面积增速出现双下滑，4 月之后，房屋新开工面积增速显著上升，商品房销售面积增速略有提升，整体看国内房地产保持了一定增速。

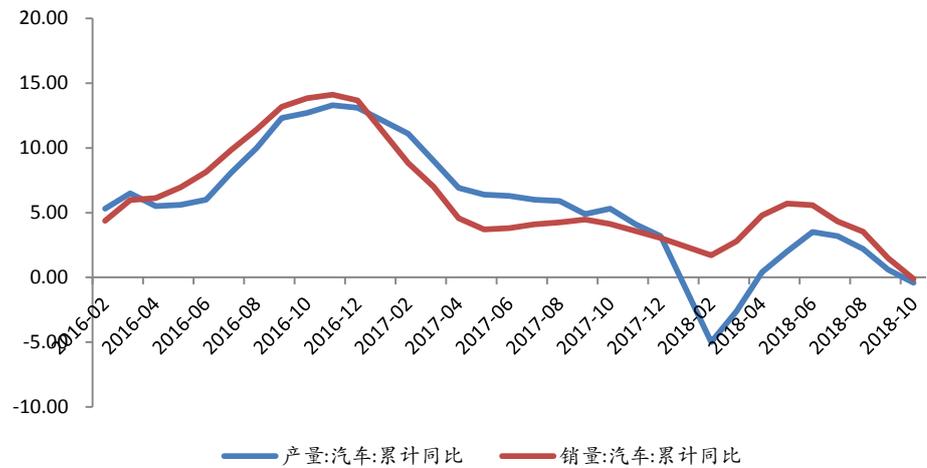
图表 4 房屋新开工面积和商品房销售面积同比增长率 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

汽车领域: 2018 年初国内汽车产量同比增速首次出现负值, 其后有回升, 但 10 月又回落至负增长。销量增速维持低位, 10 月也将至负增长。

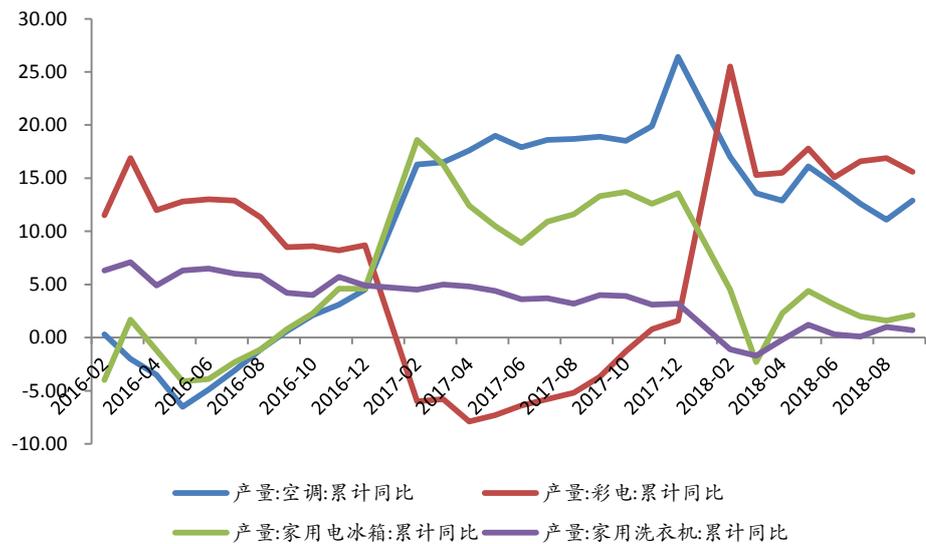
图表 5 汽车产销量累计同比 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

家电领域: 2018 年家电领域增速均有一定回落, 但内部分化较为严重, 其中空调和彩电基本维持 10%左右增速; 电冰箱增速回落较大 (2 月更是出现负增长), 后期维持 2%的增速; 洗衣机则呈现低增速。

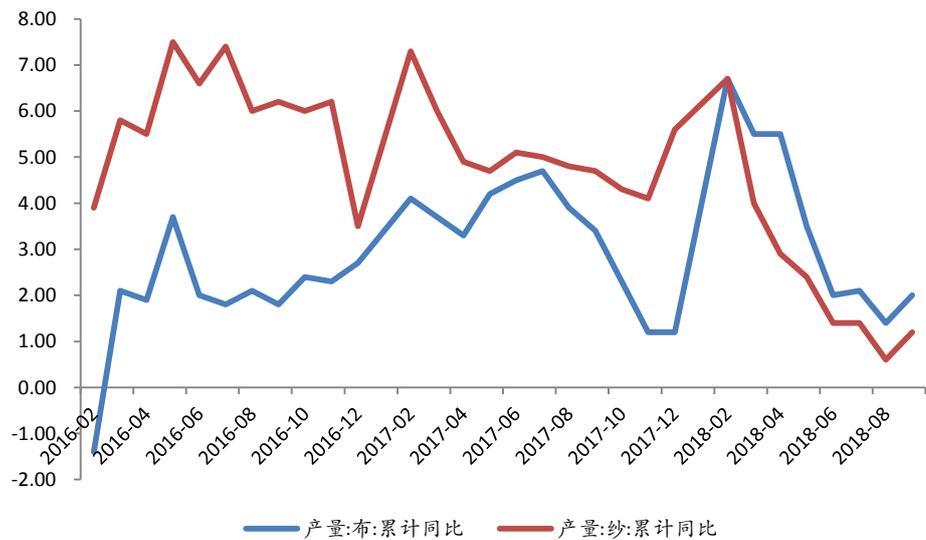
图表 6 家用电器产量累计同比 (%)



资料来源: wind、华安证券研究所

纺织领域: 2018 年以来国内布和纱产量增速高位回落, 整体降幅较大。

图表 7 布和纱产量累计同比 (%)



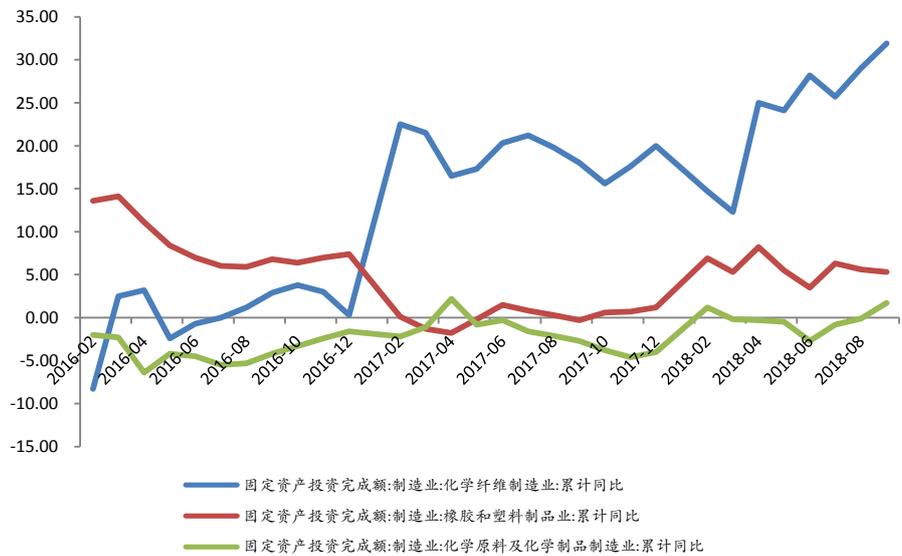
资料来源: wind、华安证券研究所

1.3 供给有一定回暖

自 2015 年供给侧改革启动以来, 国内化工行业固定资产投资增速显著下滑, 产能无序扩张的势头得到有效遏制, 同时存量产能因环保不达标, 也淘汰了部分中小产能, 可以说行业供给端有了明显改善。2018 年以来化工行业固定资产投资增速有了回暖迹象, 1—9 月化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、化学原料和化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比分别为 22.30%、0.80%、24.50%, 尤其是化学原料和化学制品制造业在经历了 2 年多时间的负增长, 现已由负转正。但本轮化工固定资产

投资增速回暖，产能增加，是和需求整体匹配，产能有序增长。

图 8 化工板块分行业固定资产投资完成额累计同比



资料来源: wind、华安证券研究所

国内环保压力不减。2018 年国内排污许可证已实施，环保税开征等一系列制度安排，环保压力持续加码。在第一轮环保督查完成后，2018 年生态环境部启动环境保护督察“回头看”，目前已开展两批，督查 20 个省（区）。随着生态文明建设的持续深入推进，环保趋严已是常态，其也在一定程度上控制了产能的无序扩张。

1.4 产品价格或将高位波动

从 2016 年第四季度开始，化工产品价格由部分上涨变成普遍上涨，价格涨幅之高、涨幅之快均创历史新高。虽然部分化工品在 2017 年一季度有所调整，但调整后迎来的却是新一轮的上涨，目前相当部分化工产品价格已创历史新高，2018 年以来部分化工产品价格开始从高位回调，均有不同程度下降。

2018 年 1—11 月，我们跟踪的 153 种化工产品中，价格上涨品种有 76 个，持平的有 6 个，下跌的有 71 个，涨跌品种个数基本持平，我们列举了价格涨幅排名前二十的化工产品，主要包括制冷剂、农药、化纤、化肥、塑料行业产品涨幅较高。

图 9 基础化工产品中价格涨幅排名（前二十）

序号	产品	地区	11.9 价格	1.1 价格	涨幅
1	R22	浙江衢州 (元/吨)	24000	16000	50.00%
2	腈纶短纤	上海石化 (元/吨)	21000	15100	39.07%
3	磷矿石	湖北兴发 25% (元/吨)	380	280	35.71%
4	二甲醚	江苏省 (元/吨)	6900	5100	35.29%
5	氯氟菊酯	华东地区 95% (元/吨)	140000	105000	33.33%
6	萤石粉-干粉	德安实业 97% 干粉 (元/吨)	3500	2632	32.98%

7	腈纶毛条	国产 3D 成交价 (元/吨)	21600	16450	31.31%
8	对二甲苯 PX	CFR 中国 (美元/吨)	1153.67	932	23.78%
9	甲苯	华东地区 (元/吨)	7000	5700	22.81%
10	磷酸二铵	贵州翁福 (元/吨)	2640	2200	20.00%
11	R134a	江苏康泰 (元/吨)	33500	28000	19.64%
12	国际氯化钾	边贸 (俄红粉 60%)	234	197	18.78%
13	液氨	山东 (元/吨)	3260	2750	18.55%
14	二甲苯	华东地区 (元/吨)	7000	5930	18.04%
15	硫酸	浙江嘉化 98% (元/吨)	670	570	17.54%
16	氯化钾	青海盐湖 60% (元/吨)	2400	2050	17.07%
17	精对苯二甲酸	华东 (元/吨)	6720	5760	16.67%
18	甘氨酸	浙江 (元/吨)	16700	14500	15.17%
19	聚丙烯 PP	上海石化 T300 (元/吨)	10800	9500	13.68%
20	丙烯	扬子石化 (元/吨)	9000	7950	13.21%

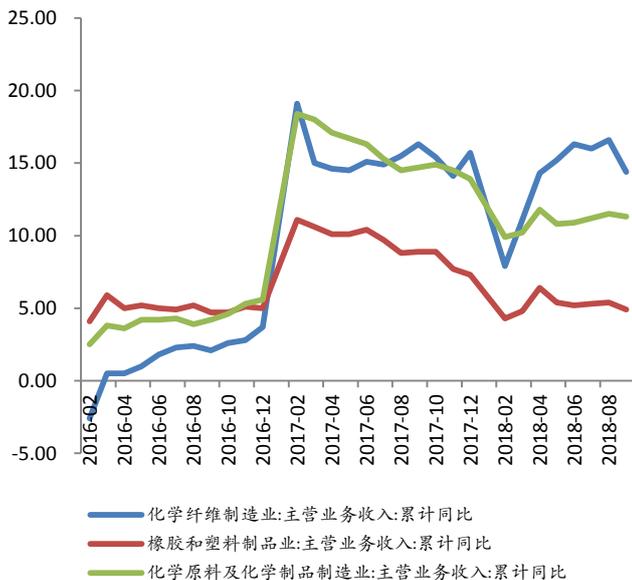
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

目前国内化工行业供给端在供给侧改革、环保、去杠杆等因素的共同作用下，产能快速、大幅增长的时代已经结束，未来产能将基本保持稳定，即使有新增产能，也主要来自于大企业扩产，在下游需求基本稳定的前提下，我们判断未来产品价格走势也将趋稳，出现价格大幅上涨的可能性较低。

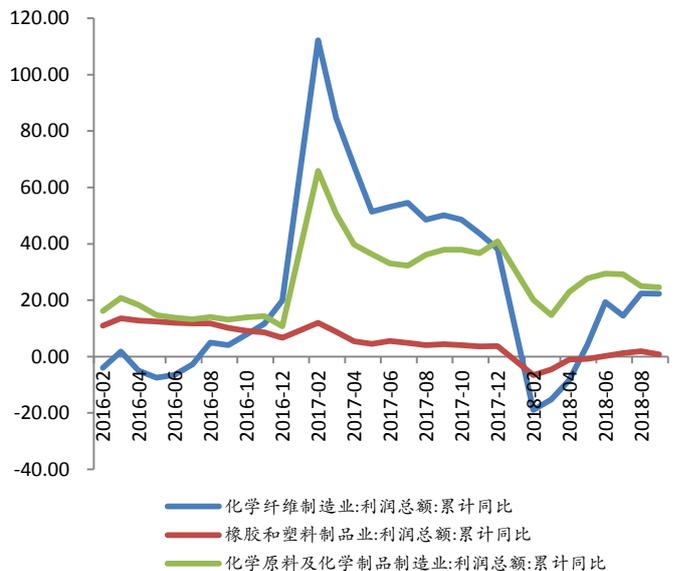
1.5 业绩有起伏

2018 年以来，化工行业主营业务收入和利润同比增幅走势和 2017 年相比有不同程度下滑。2018 年 1—9，化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业、化学原料及化学制品制造业主营业务收入同比增幅分别为 14.40%、4.99%、11.30%，利润总额同比增幅分别为 22.30%、0.80%、24.50%，2018 年以来部分化工产品价格高位回落，以及原油价格持续上涨，都对企业业绩产生影响。

图表 10 化工板块分行业主营业务收入累计同比 (%)



图表 11 化工板块分行业利润总额累计同比 (%)



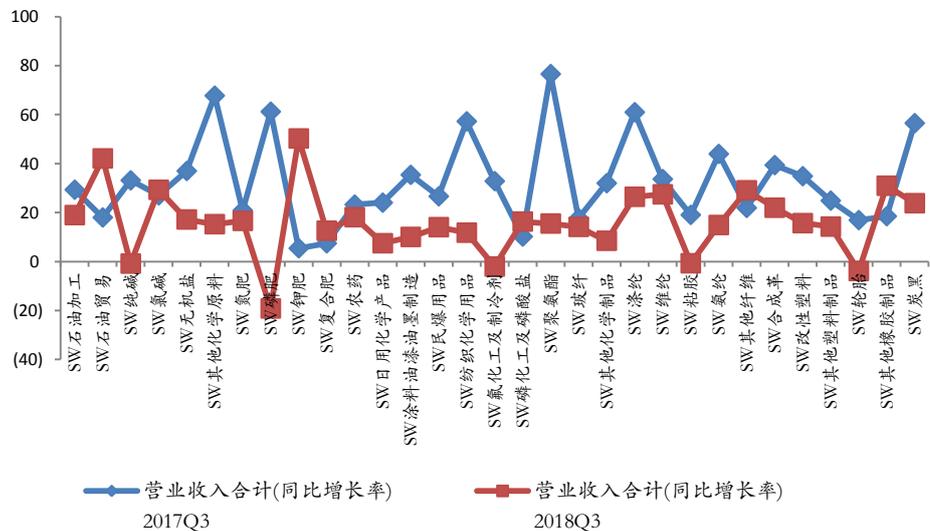
2 子行业：内部分化较大

我们按申万化工分类共有 31 行业，我们从四个不同维度（成长能力、盈利能力、资本结构、投资支出），选择 6 个指标对化工行业 2018 年前三季度运行情况进行了梳理，自上而下选择子行业。

2.1 成长能力：持续向好

营收（营收增长率同比增加）：石油贸易、氯碱、钾肥、复合肥、磷化工及磷酸盐、其他纤维、其他橡胶制品。

图表 12 31 个子行业 17Q3、18Q3 营收同比增幅

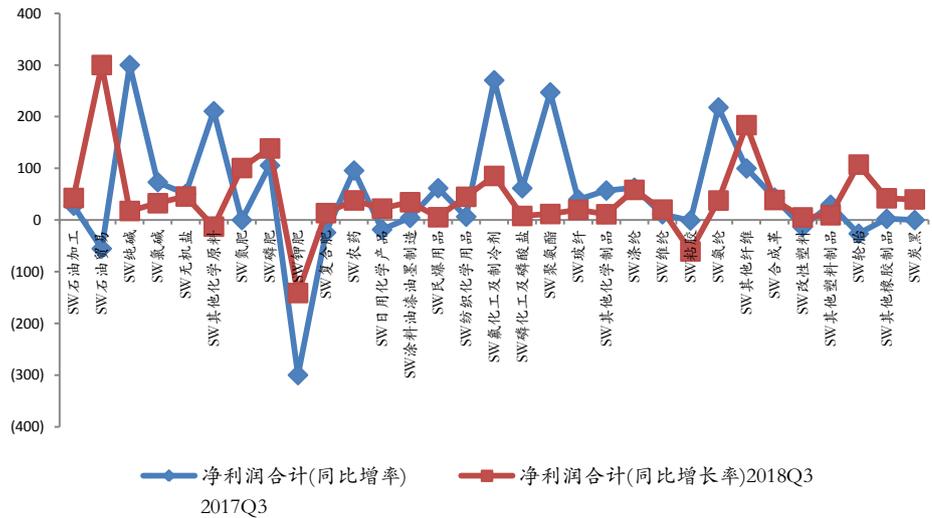


资料来源：wind、华安证券研究所

净利润（同比增长率增加）：石油加工、磷肥、涂料油漆油墨制造、纺织化学用品、维纶、其他化学纤维。

净利润（由负转正）：石油贸易、复合肥、日用化学产品、改性塑料、轮胎、其他橡胶制品（说明：2017、2018 有分子行业的数值太高，为了是图像更加直观，我们对部分子行业极值做了一定处理。）

图表 13 31 个子行业 17Q3、18Q3 净利润同比增幅

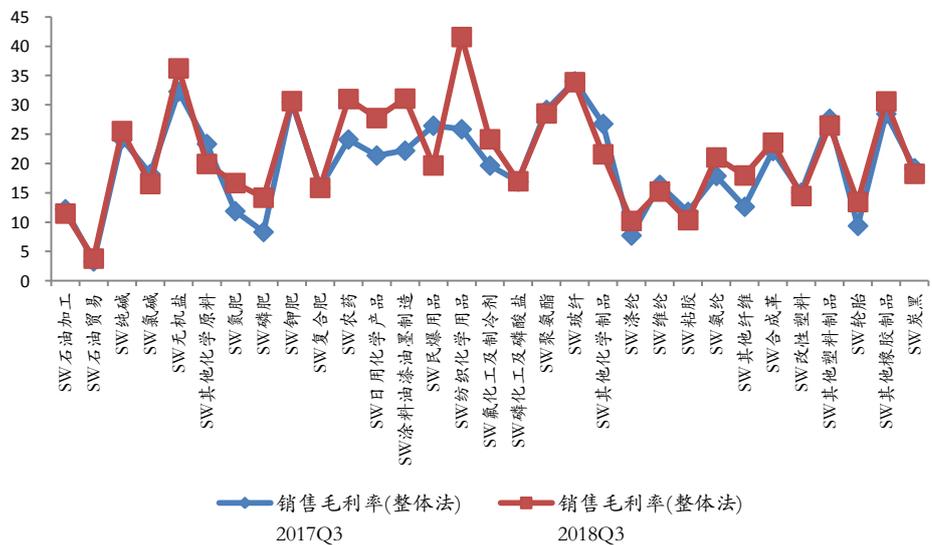


资料来源：wind、华安证券研究所

2.2 盈利能力：持续改善

毛利率（同比增加）：纯碱、无机盐、氮肥、磷肥、钾肥、农药、日用化学产品、涂料油漆油墨制造、纺织化学用品、氟化工及制冷剂、涤纶、氨纶、其他纤维、合成革、轮胎、其他橡胶制品。

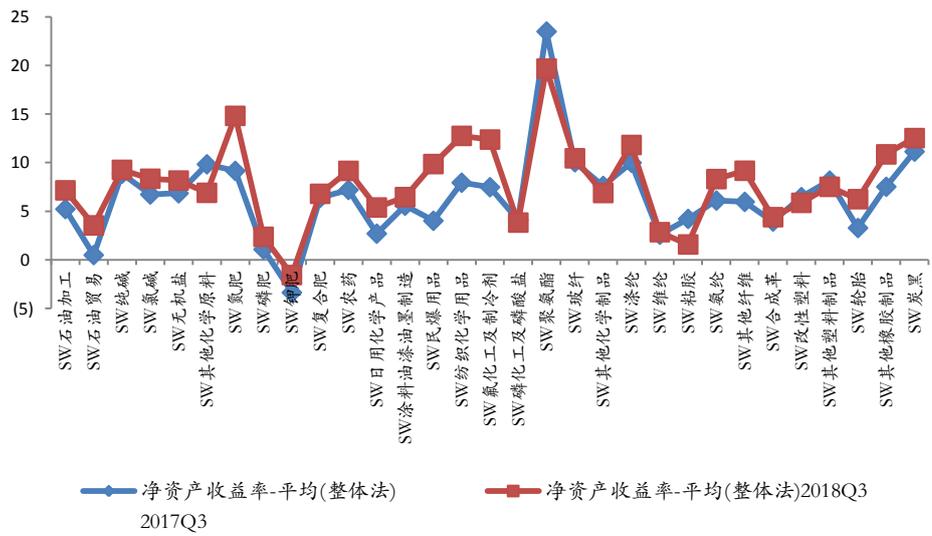
图表 14 31 个子行业 17Q3、18Q3 销售毛利率



资料来源：wind、华安证券研究所

净资产收益率（同比增加）：18Q3 和 17Q3 相比增加的 24 个子行业，7 个子行业下滑，增幅较高的子行业有民爆用品（+5.84%）、氮肥（+5.66%）、氟化工及制冷剂（+4.90%）、纺织化学用品（+4.82%）

图表 15 31 个子行业 17Q3、18Q3 净资产收益率

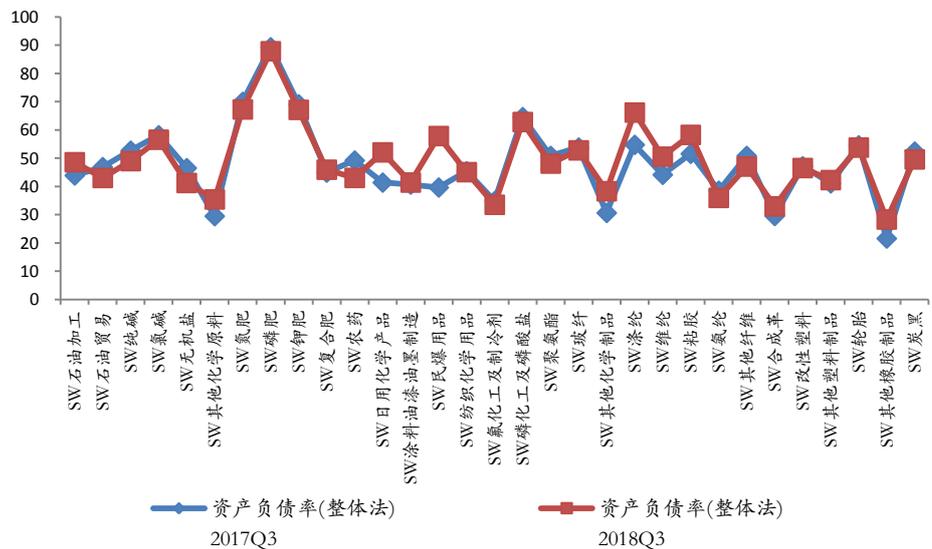


资料来源：wind、华安证券研究所

2.3 资本结构：持续优化

资产负债率同比下降的子行业有 18 个，同比上升的有 13 个子行业。其中降幅较大的有农药 (-6.15%)、无机盐 (-5.26%)、纯碱 (-3.71%)、炭黑 (-2.78%)、聚氨酯 (-2.72%)。

图表 16 31 个子行业 17Q3、18Q3 资产负债率



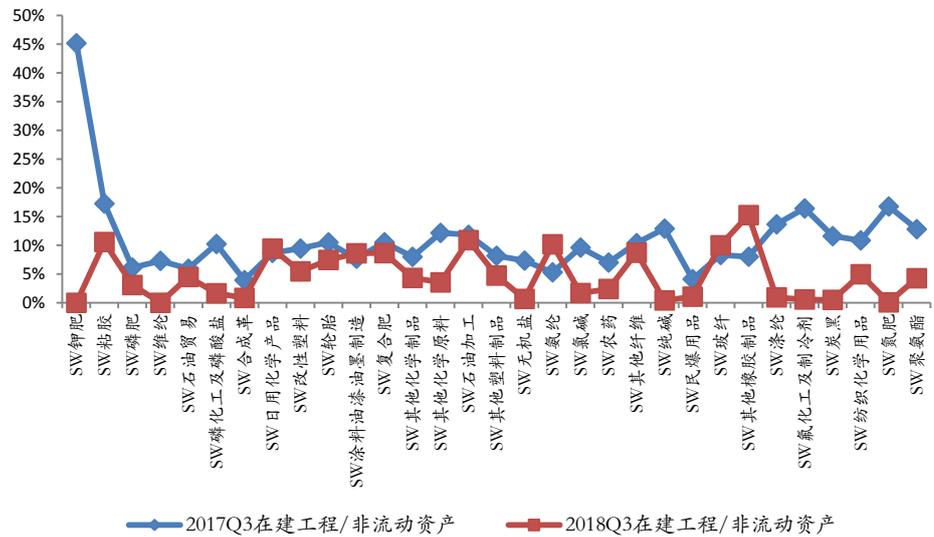
资料来源：wind、华安证券研究所

2.4 投资支出：持续下滑

18Q3 和 17Q3 在建工程/非流动资产相比，只有 5 个子行业增幅为正（其他橡

胶制品、氨纶、玻纤、涂料油漆油墨制造、日用化学产品)，其余 26 个子行业增幅均为负数，表明行业投资支出持续回落，投资积极性不高。

图表 17 31 个子行业 17Q3、18Q3 在建工程/非流动资产



资料来源：wind、华安证券研究所

综合以上六项指标以及我们对 2019 年的判断，建议重点关注：农药、磷肥、氟化工及制冷剂、涂料油漆油墨制造四个子行业。

图表 18 子行业六大指标综合表现

指标	营收同比	净利润同	毛利率	净资产收益	资产负债	在建工程
标准	增幅为正	比	同比增加	率	率	占比
		增幅为正		同比增加	同比下降	同比下降
SW 石油加工		●		●		●
SW 石油贸易	●	●		●	●	●
SW 纯碱			●	●	●	●
SW 氯碱	●			●	●	●
SW 无机盐			●	●	●	●
SW 其他化学原料						●
SW 氮肥			●	●	●	●
SW 磷肥		●	●	●	●	●
SW 钾肥	●		●	●	●	●
SW 复合肥	●	●		●		●
SW 农药			●	●	●	●
SW 日用化学产品		●	●	●		
SW 涂料油漆油墨制造		●	●	●		
SW 民爆用品				●		●
SW 纺织化学用品		●	●	●	●	●
SW 氟化工及制冷剂			●	●	●	●

SW 磷化工及磷酸盐	●					●
SW 聚氨酯					●	●
SW 玻纤			●		●	
SW 其他化学制品						●
SW 涤纶		●	●			●
SW 维纶		●		●		●
SW 粘胶						●
SW 氨纶			●	●	●	
SW 其他纤维	●	●	●	●	●	●
SW 合成革			●	●		●
SW 改性塑料		●			●	●
SW 其他塑料制品						●
SW 轮胎		●	●	●	●	●
SW 其他橡胶制品	●		●	●		
SW 炭黑					●	●

资料来源：wind、华安证券研究所

3 重点关注的行业

3.1 农药：需求刚性，高景气度持续

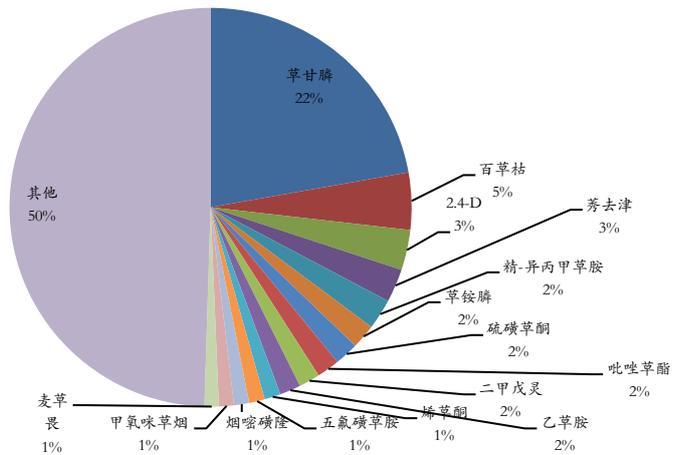
农药板块是我们重点推荐的板块，因农药行业产品众多，建议关注需求多的单品以及处于需求快速增长期的产品（草甘膦、草铵膦、麦草畏）。

3.1.1 草甘膦：全球除草剂领域的常青树

草甘膦（镇草宁、农达(Roundup)、草干膦、膦甘酸）学名为 N—（膦酸甲基）甘氨酸，纯品为非挥发性白色固体，熔点为 230℃，密度为 0.888g/ml，是一种高效型的有机磷除草剂。草甘膦的除草性质于 1971 年由美国 D.D 贝尔德发现，后经孟山都公司开发生产，到上世纪 80 年代已成为全球除草剂领域重要产品，历经 40 多载，产品历久弥新，在除草剂领域获得广泛应用。

2016 年全球草甘膦实现销售额 56.62 亿美元，占除草剂市场比重为 22%，销售额遥遥领先其他类型除草剂产品，已成为全球用量最大的除草剂品种。未来随着转基因作物在发展中国家的推广，转基因作物种植面积有望增加，从而带动草甘膦需求量，市场份额有望稳中有升。

图表 19 2016 年全球主要除草剂产品销售额占比

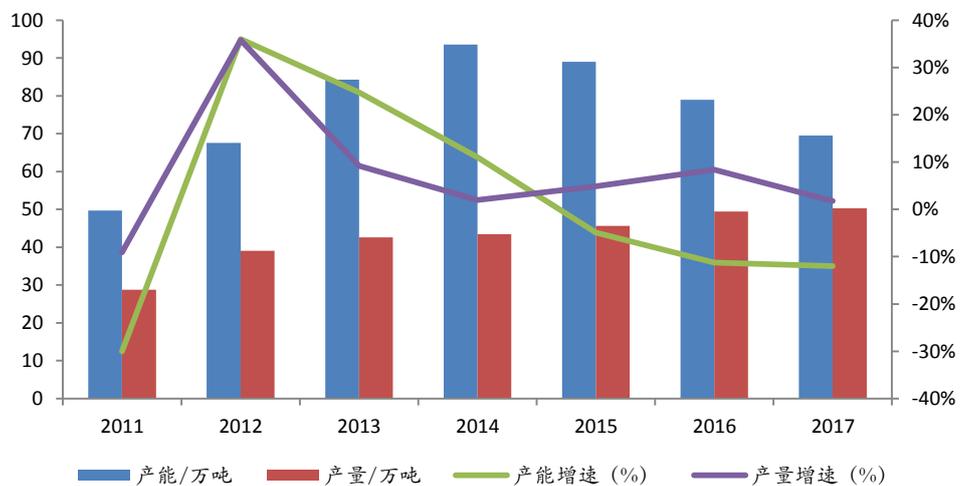


资料来源：华安证券研究所

产能收缩，供给改善。2018 年国内草甘膦产能为 69.3 万吨，和 2017 年相比，基本持平，但和 2014 年（96 万吨）相比，降幅达到 25.96%，受环保等因素综合影响，小产能出清，行业供给格局改善。

草甘膦产量增长，增速下滑。2017 年达到 50 万吨，同比增幅为 1.74%。在产能减少的背景下，只能通过提升开工率来增加产量。

图表 202011—2017 国内草甘膦产能、产量及增速



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内产能较为集中。产能主要集中在江苏（23 万吨）、四川（17 万吨）、湖北（13 万吨）、浙江（10.5 万吨）。国内产能按生产工艺，甘氨酸法产能为 47.5 万吨，占比 68.35%；IDA 法产能为 22 万吨，占比 31.65%。

图表 21 2018 年国内草甘膦产能情况

省份	企业名称	生产工艺	产能 (万吨)	备注

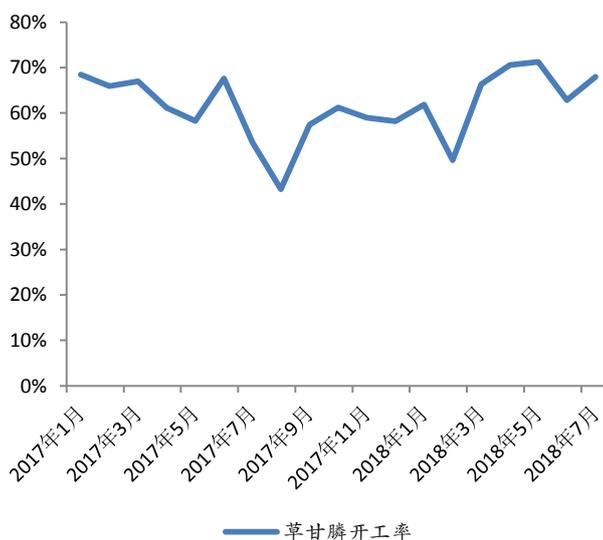
安徽	广信化工	甘氨酸	3	
河南	许昌东方	甘氨酸	3	
湖北	泰盛化工	甘氨酸	13	
江苏	江苏腾龙	甘氨酸	5	
	好收成韦恩	IDA	7	
	南通江山	IDA	4	
		甘氨酸	3	
	扬农集团	IDA	4	
浙江	金帆达	甘氨酸	2.5	
	新安化工	甘氨酸	8	
四川	福华化工	甘氨酸	12	
	和邦农药	IDA	5	
		总计		69.5 万吨

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

国内草甘膦装置开工率是影响产量的主要因素。2018.1—7 国内装置平均开工率为 64.36%，同比增加 1.24 个百分点，但冬季来临，企业装置开工率面临下降压力。2018 年以来国内草甘膦价格在 26000 元/吨上下波动，近期价格有上涨趋势，11 月均价为 28500 元/吨，我们判断草甘膦价格上涨可能性高。

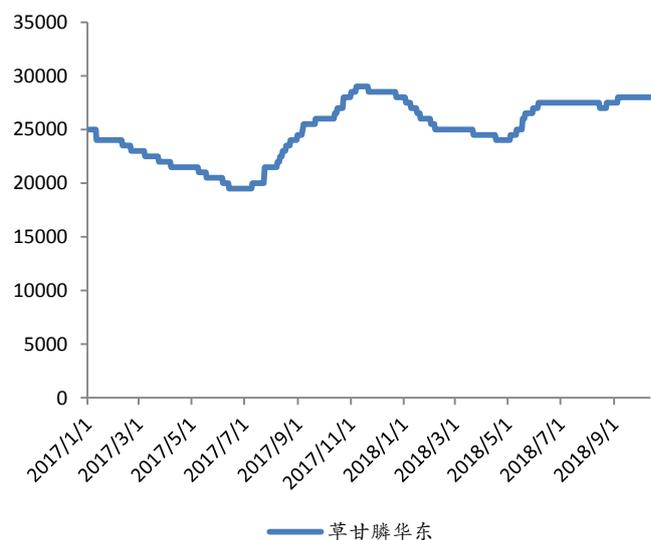
主要原因：随着冬季的来临，草甘膦主要原材料甘氨酸（国内产能主要在河北和山东）装置开工将受到较大影响，对下游草甘膦企业开工将产生严重影响，产量将减少，在供需关系影响下，价格或将上涨。

图表 22 2017—2018.7 国内草甘膦装置开工情况



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

图表 23 2017.1—2018.10 国内草甘膦价格



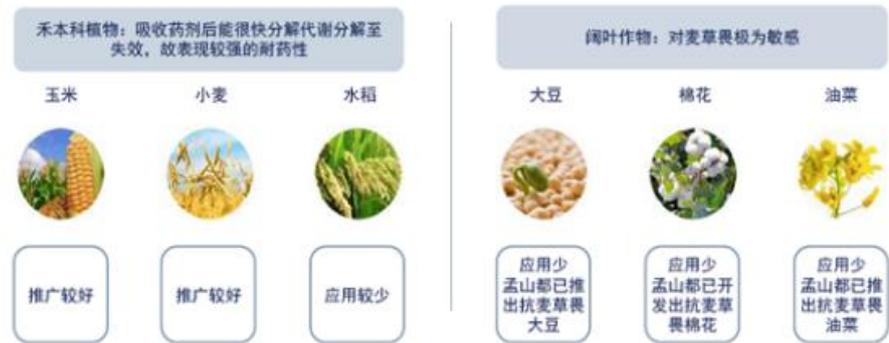
资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3.1.2 麦草畏：最具潜力的除草剂产品

麦草畏（百草敌或麦草威），是一种具有内吸传导作用的苯甲酸系列激素类除

草剂，由美国维尔斯科尔化学公司于 1961 年开发，1963 年在加拿大取得登记，1967 年获得美国登记。麦草畏对一年生和多年生阔叶杂草有显著防除效果，广泛应用于谷物、玉米、果园等领域的苗后除草。该制剂在长期使用后，未见杂草产生抗性，在施入土壤后在 24H 内即被微生物分解，对环境无害。

图表 24 麦草畏对作物的适用性



资料来源：公司公告、华安证券研究所

麦草畏+草甘膦复配带动麦草畏需求量增长。因全球转基因作物的快速增长，草甘膦大面积、长时间使用使耐草甘膦杂草日趋增多。

目前以孟山都为代表的农化巨头通过研制耐麦草畏作物以解决大豆、棉药及油菜等抗草甘膦的杂草的问题。

孟山都为耐麦草畏转基因种子和制剂研发、推广起到重要作用。孟山都于 09 年起开始推进耐麦草畏大豆的大田实验，并在 12、13、15 年相继推出耐麦草畏大豆、棉花、油菜种子。公司也在全球范围加紧进行种子资质登记，并与巴斯夫、杜邦农化巨头合作推出麦草畏制剂产品。目前美国、加拿大、欧洲、巴西等国均已对耐麦草畏转基因作物及麦草畏制剂产品解除管制（或表达积极意向），相关产品将于 17 年陆续推向市场，将有效带动麦草畏需求量。

图表 25 耐麦草畏作物及产品推广进程

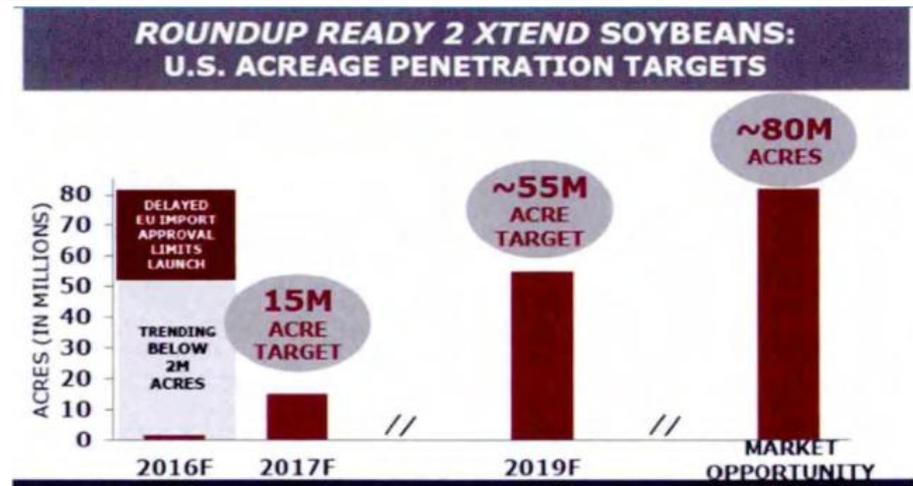
时间	公司	事件
2012.03	孟山都	推出耐麦草畏大豆 (Roundup Ready2 Xtend)
2012.04	孟山都、巴斯夫	孟山都和巴斯夫开发的低挥发性麦草畏制剂
2012.11	孟山都	孟山都耐麦草畏大豆获得加拿大登记
2013.03	孟山都、杜邦	推出耐麦草畏棉花 (Bollgard II Xtend Flex)
2015.01	孟山都	美国农业部 (USDA) 解除对孟山都耐麦草畏大豆和棉花的管制
2015.05	孟山都	推出两款转基因油菜，其中一款为耐麦草畏油菜
2015.06	孟山都	欧洲食品安全局 (EFSA) 对孟山都耐麦草畏大豆给出积极的安全评价
2015.7	孟山都	加拿大有害生物管理局批准麦草畏除草剂 Xtendimax
2016.11	孟山都	美国环保署 (EPA) 批准其使用 Vaporgrip 技术的 Xtendimax 除草剂用于作物
2016.12	孟山都	巴西国家生物安全技术委员会 (CTNBio) 批准了第一款

资料来源：华安证券研究所

孟山都上调双抗种子推广种植。2018、2019 年 RR2X 大豆推广面积分别上调至 4000 万英亩、5000 万英亩。

我们判断随着双抗种子（大豆和棉花）在种植中表现出良好性能，预计实际种植面积仍将增加。依据孟山都种植计划，按照 1kg/公顷的制剂用量，原药与制剂按 3:1 测算，预计 2019 年麦草畏原药用量约为 6.0 万吨。

图表 26 孟山都对 RR2X 计划在美推广种植面积



资料来源：孟山都官网、华安证券研究所

目前，全球麦草畏产能为 43000 吨，孟山都在建产能未公布。产能主要分布于中国、美国、和欧洲，主要供应商为巴斯夫、扬农化工、升华拜克。

因长期使用草甘膦导致抗性杂草问题凸显，复配可以有效解决此问题，同时耐麦草畏种子也逐步推广，前景看好，部分供应商已开始扩产，以应对未来快速增长的麦草畏需求量。

图表 27 全球麦草畏产能

公司	产地	产能 (吨)	备注
巴斯夫	欧洲	8000	
先正达	瑞士	2000	
Gharda	印度	1000	
扬农化工	江苏省	25000	20000 吨产能 17 年建成投产
长青股份	江苏省	5000	
升华拜克	浙江省	2000	
孟山都	美国	未公布	2016 年拟投资 9.75 亿美元，在路易斯安那州建设麦草畏生产线，预计 2019 年中建成。

资料来源：华安证券研究所

3.1.3 草铵膦：需求快速增长

草铵膦是由赫斯特 (Hoechst) 公司研发, 现属于拜耳公司, 产品于 1986 年上市。草铵膦最早源于日本明治制果公司开发的双丙氨膦, 是全球第一个除草剂农用抗生素, 其代谢物为 L-体草铵膦, 它通过抑制植物体内谷酰胺合成, 导致氮积累, 抑制植物的光合作用中的光谷磷酸化使植物致死。

草铵膦通用名为 Glufosinate, 商品名为 Basta, 属于有机磷类广谱灭生性除草剂, 具有活性高、吸收好、杀草谱广、低毒、环境友好等特点, 其广泛应用于油菜、玉米、大豆, 特别是抗草甘膦转基因作物的推广种植, 为草铵膦打开了广阔市场空间。

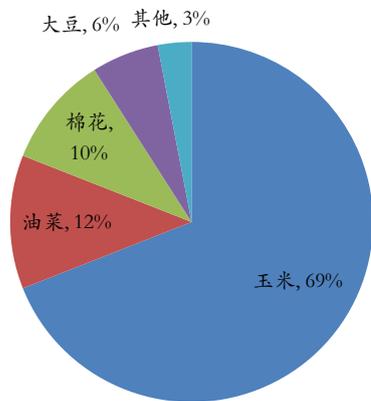
双草复配, 需求增加。目前全球的转基因作物超过 90% 以上均使用草甘膦, 由于草甘膦长期使用, 导致抗药性日益严重, 而草铵膦对恶性杂草十分有效, 使得草甘膦和草铵膦复配使用能有效解决这一问题。

2014 年, 农业部启动“双草验证”项目, 对草甘膦和草铵膦可混性进行联合验证试验, 明确是否可混、混用比例、剂量等及不同地区的药效表现。目前国内取得登记的 5 个“双草”产品在登记作物上都用于非耕地, 山东德浩的含量是 3:1, 其他 4 个产品含量相同, 含量比是 5:1 (草甘膦 30%, 草铵膦 6%)。

耐草铵膦作物加速推广, 增量空间广阔。目前草铵膦的抗性基因被导入了水稻、小麦、玉米、甜菜、烟草、大豆、棉花、马铃薯、番茄、油菜、甘蔗等 20 多种作物中, 并已成功进行商业化种植。从全球作物推广的看, 玉米、油菜和棉花种子使用多。

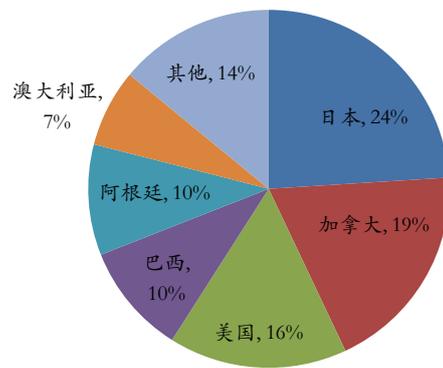
随着转基因技术的推广和应用, 耐草铵膦转基因作物不仅在美国普遍种植, 近年来已在亚洲、欧洲、澳洲等国家推广种植, 其中日本、加拿大、巴西等是主要种植国。

图表 28 耐草铵膦转基因作物分类 (按作物)



资料来源: ISAAA、华安证券研究所

图表 29 耐草铵膦转基因作物种子 (按使用国)



资料来源: ISAAA、华安证券研究所

目前主要抗草铵膦的转基因种子主要有孟山都的 Bollgard 2 xtendflex (同时抗草甘膦), 先正达的 Agrisure 3000gt (同时抗草甘膦) 和拜耳 Liberty link (仅抗草铵膦)。随着耐草铵膦作物的加速推广, 将打开草铵膦需求的增量空间, 为其需求奠定基础。

2017 年国内草铵膦产能为 2.87 万吨, 产能主要集中于四川、河北两省。目前利尔化学草铵膦产能为 0.8 万吨, 还有部分产能在建, 是国内最大的草铵膦生产企业, 河北瑞凯是国内第二大草铵膦供应商。依据百川数据, 2019 年国内新增产能 1.4 万吨,

但考虑到环保等因素，预计新增产量要低于新增产能。

图表 30 草铵膦主要供应商情况

供应商	产能 (吨)	备注
河北瑞凯	8000	属于辉丰股份
河北威远生化	2000	
山东济宁天盛	2000	
江苏皇马	600	
江苏七州	600	
江苏乐斯	1000	
四川利尔	8000	新产能在建
四川福华	3000	新产能在建
浙江永农	3500	新产能在建
总计	28700	

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3.2 化肥：需求增长，开启新周期

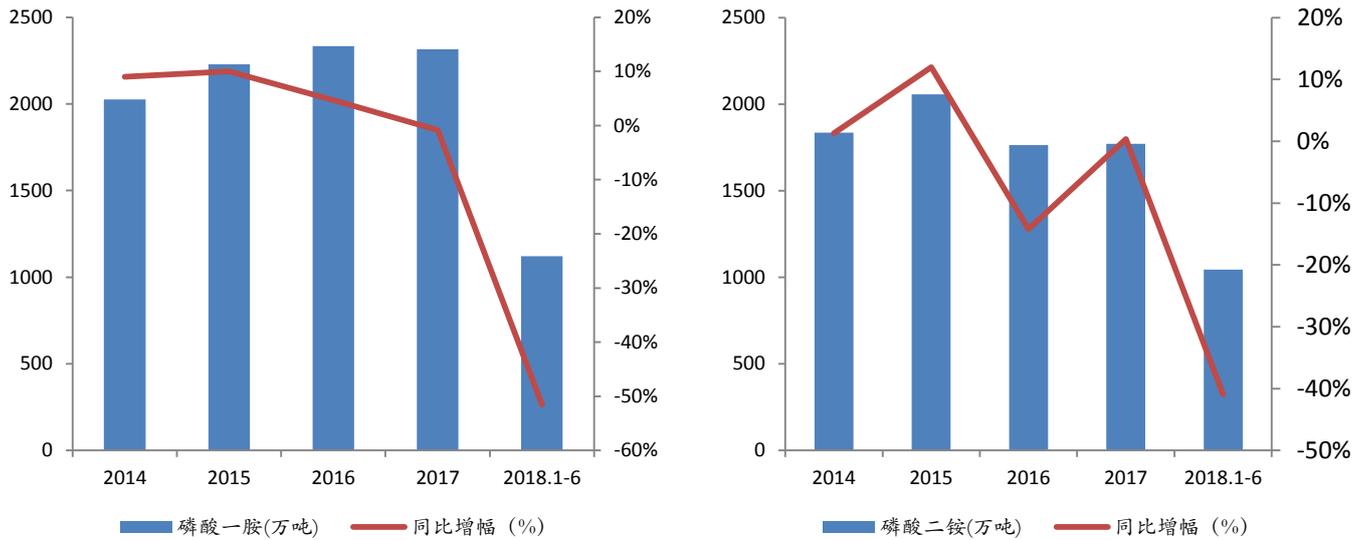
化肥按成分主要分为氮肥、磷肥、钾肥、复合肥，在国内使用最多的就是氮肥，磷肥使用也较为普遍。钾肥受到资源限制，国内生产基地主要集中在青海、新疆，因供给有限，国内每年要从他国进口。复合肥在国内使用量在逐步增加，但和国外用量相比，用量差距较大。

3.2.1 磷肥：产能和原材料双压力

2018 年上半年国内磷酸一铵、二铵产量分别为 1121 万吨、1045 万吨，同比降幅分别为 51.58%、40.96%，产量降幅大，主要是由于上游磷矿石的产量大幅下滑。因近年来，磷肥的需求基本稳定，受供需关系影响，磷酸一铵、二铵的价格也有一定涨幅。2018.1-8 磷酸一铵（湖北）、磷酸二铵（宜化）均价分别为 2246 元/吨、2678 元/吨，同比涨幅分别为 25.71%、13.56%。

图表 31 2014—2018H1 国内磷酸一铵产量及增幅

图表 32 2014—2018H1 国内磷酸二铵产量及增幅



资料来源:百川资讯、华安证券研究所

资料来源:百川资讯、华安证券研究所

国内磷肥企业主要集中在磷矿富集的省份(湖北、贵州、四川、云南),属于典型的资源密集型产业,一般来说,一铵主要用于生产磷复合肥,二铵主要用于生产单质磷肥。目前新洋丰是国内最大的一铵供应商,拥有产能200万吨,贵州开磷是国内最大的二铵供应商,拥有产能310万吨。

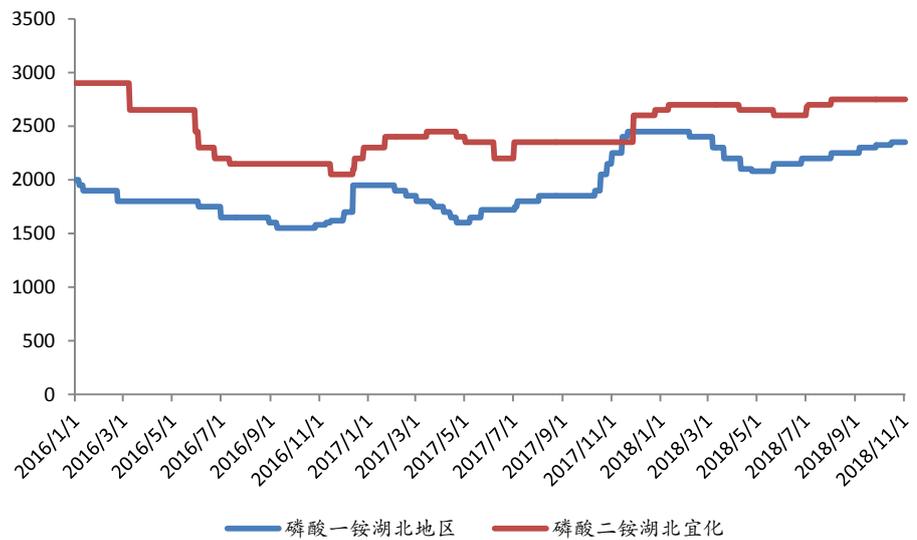
图表 33 国内磷肥供应商产能情况

地区	企业	产能(万吨)	备注
湖北	湖北宜化集团有限责任公司	210	二铵
湖北	湖北新洋丰股份有限公司	200	一铵
湖北	湖北祥云集团	150	一铵 120
重庆	中化重庆涪陵化工有限公司	105	一铵 70
云南	云南天安化工有限公司	182	二铵 120
云南	云南三环中化化肥有限公司	150	二铵 120
四川	四川龙蟒磷化工有限公司	100	一铵
贵州	贵州瓮福贸易有限责任公司	160	二铵 120
贵州	贵州开磷集团矿肥有限责任公司	310	二铵 270
贵州	贵阳开磷化肥有限公司	165	二铵 125

资料来源:百川资讯、华安证券研究所

2018年以来,国内二铵价格和2017年相比涨幅明显,2018年均价为2695元/吨,2017年均价为2379元/吨,涨幅达到13.28%。

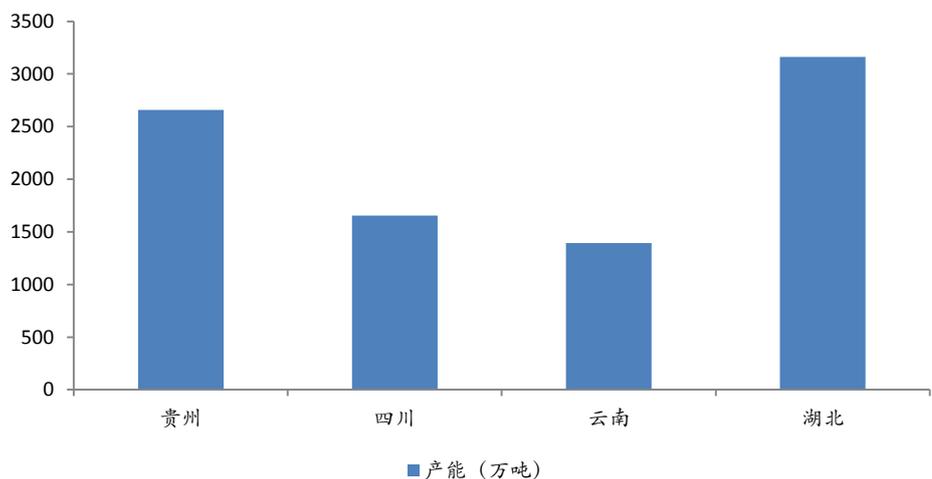
图表 34 磷酸一铵、二铵价格



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

上游磷矿石因环保，大幅减产。国内磷矿石产能主要集中于湖北、贵州、四川和云南，四省产能约有 8800 万吨，占国内产能比重在 70% 以上，是国内磷矿石主要供应基地。但目前长江流域实施共抓大保护，不搞大开发的战略政策指引下，矿产资源开采受到一定限制，供给将减少。

图表 35 2018 国内磷矿四省产能情况



资料来源：公司公告、华安证券研究所

小产能多，大产能少。磷矿石开采行业进入门槛低，使得行业内有众多的小企业，易造成环境破坏和资源浪费。

目前四川 (2 家)、云南 (1 家)、贵州 (3 家)、湖北 (3 家) 四省磷矿石产能在 200 万吨以上的企业共有 9 家，未来大企业在资源、产能、成本上的优势将更

加显著。

随着供给侧改革和环保等因素，关停、淘汰小产能已是趋势，市场集中度将进一步提升，利于磷矿石资源有序开发。

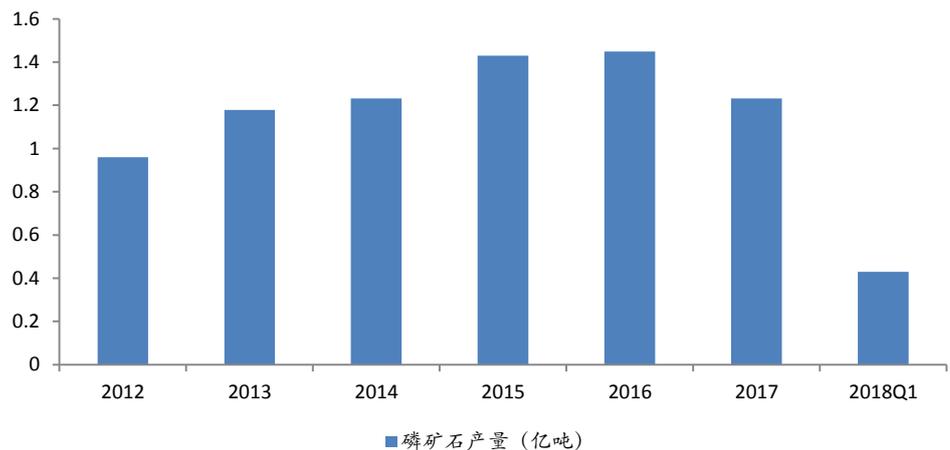
图表 36 国内产能高于 200 万吨企业情况

地区	企业	产能(万吨)
贵州	贵州省福泉磷矿有限公司	300
贵州	贵州开磷化肥有限责任公司	900
贵州	贵州瓮福集团	750
湖北	湖北柳树沟矿业股份有限公司	260
湖北	宜化	292
湖北	湖北兴发化工集团股份有限公司	560
四川	四川会东金川磷化工有限责任公司	200
四川	雷波凯瑞磷化工有限公司	200
云南	云南晋宁黄磷厂/云南磷化集团有限公司	1200

资料来源:百川资讯、华安证券研究所

2017 年国内磷矿石产量为 1.2 亿吨，同比下降 15%，其中湖北和四川两省产能削减力度最大。依据百川数据，绵竹和什邡地区主要企业磷矿产能 300 万吨左右，加上九顶山地区封闭的小矿井及其他市县的减产量，预计减产 400-500 万吨左右。湖北磷矿资源主要集中在宜昌，其产能占湖北产能比重达到 50%，目前宜昌对磷矿企业有明确安排，预计 2018 年或将减产 500 万吨。云南由于特殊的地理条件，磷矿石基本以自用为主。目前云南未出台较为明确的限产政策，但由于滇池流域环境治理，云天化子公司云南磷化的尖山矿区将受到影响。贵州目前未对磷矿石开采有明确限制，但对磷矿下游企业采取“以渣定产”措施，下游磷铵产业对废渣的消化能力将对磷矿石需求产生一定限制。

图表 37 2012—2018Q1 国内磷矿石产量

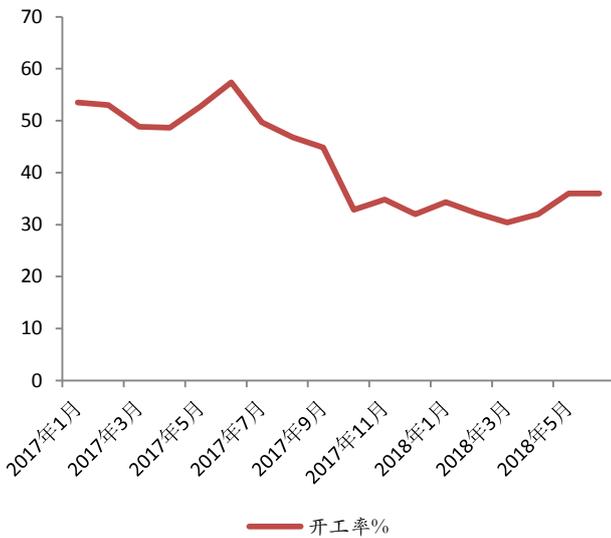


资料来源: 华安证券研究所

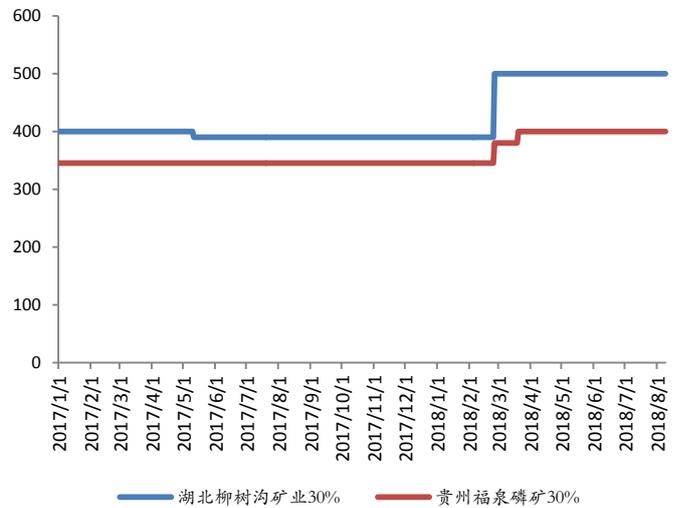
2018.1—6 企业装置开工率保持在 30% 以上，最高达到 36% (6 月)，开工水平和 2017 年相比，降幅较大，在产能也减少的背景下，产量减少，供需更为紧张，使得磷矿石价格上涨明显，磷矿石 (湖北) 8 月均价为 500 元/吨，较 1 月均价上

涨 28.2%；磷矿石（贵州）8 月均价为 400 元/吨，较 1 月均价上涨 15.94%。

图表 38 2017.1—2018.5 磷化工企业开工率



图表 39 2017—2018.8 国内磷矿石价格



资料来源:华安证券研究所

资料来源:华安证券研究所

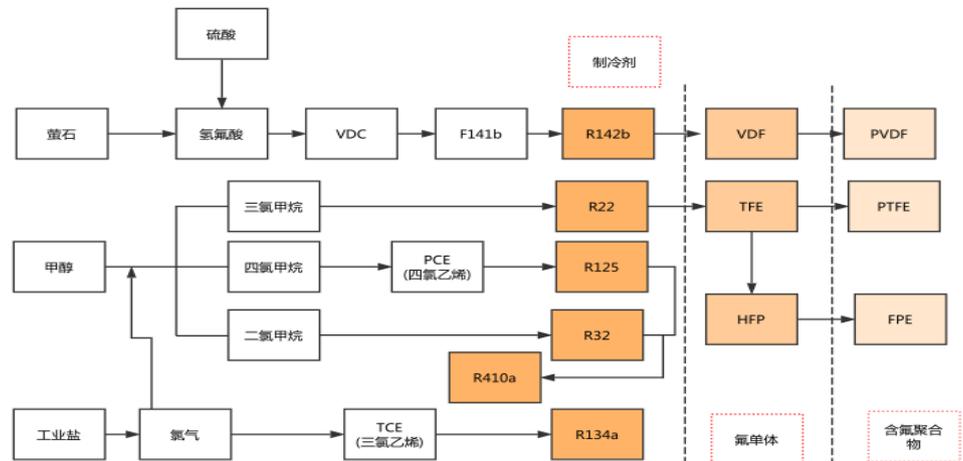
磷矿石是磷肥上游重要的原材料，占其成本比重高，因上游磷矿石大幅减产，使得磷矿石价格持续上涨，对磷肥价格上涨起到一定支撑作用，叠加国内供给侧改革，小的磷肥厂关停，产能基本退出，磷肥产能压缩加大，在下游需求基本稳定的前提下，供需呈现紧平衡，产品价格上涨，利好国内大型磷肥供应商。

3.3 氟化工：冬去春来又一春

制冷剂又称制冷工质，在制冷机中完成热力循环的工质，它在低温下吸取被冷却物体的热量，然后在较高温度下转移给冷却水或空气。目前制冷剂产品已发展到第四代，发达国家已小规模应用，从全球看主要以第二代（R22）和第三代（R134a、R32、R125、R410a）制冷剂产品为主。国内主要以第二代制冷剂为主，我们以 R22 来说明。

氟化工产业以萤石为原料，上游主要包括制冷剂产品，中游以氟单体为主，下游是含氟聚合物。国内萤石主要分布在浙江、江西、福建等地，具有发展氟化工产业的资源优势。

图表 40 制冷剂产业链



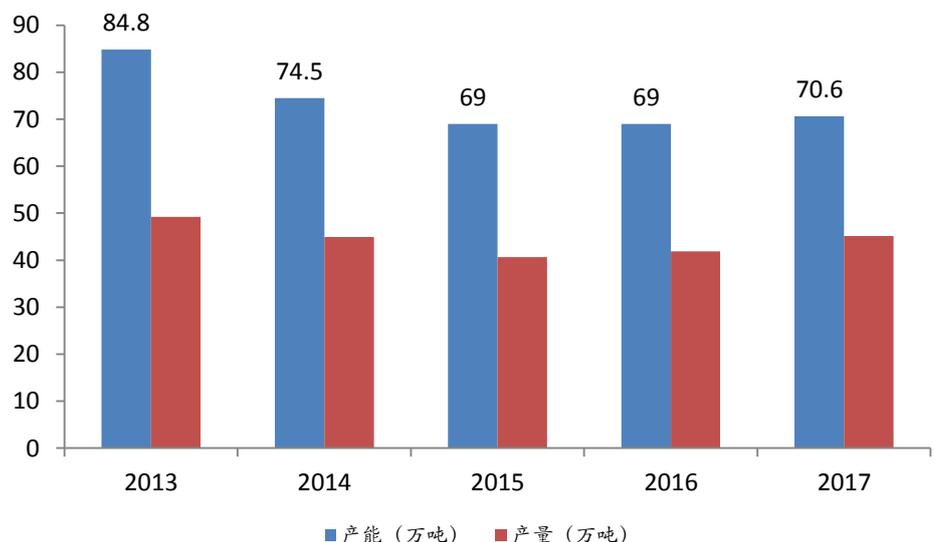
资料来源：华安证券研究所

3.3.1 供给端：长期低迷+环保压力，产能收缩

国内制冷剂行业 11 年达到高峰，主要因国内经济刺激、家电下乡、以及发达国家大幅削减第二代制冷剂等因素影响，产品价格出现大幅上涨。11 年后因产能严重过剩，需求减少，产品价格一路下滑，行业经历了 5 年持续低迷，产能收缩。

第二代制冷剂 R22 属于 HCFCs 类，是正在淘汰的产品，2017 年国内 R22 产能为 70.6 万吨，相比 2013 年产能降幅为 16.75%，实际有效产能要低于总产能。国内对 R22 需求较为稳定，2017 年为 45.14 万吨，同比增长 7.76%。

图表 41 2013-2016 R22 产能及产量



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

目前国内 R22 产能基本保持稳定，未来随着环保要求提高以及淘汰 R22 进程的持续推进，集中度有望进一步提高。

我国产能主要集中于山东（24.2 万吨）、浙江（19 万吨）、江苏（19 万吨），

主要供应商为山东东岳、浙江巨化、江苏梅兰，CR₃=63%。

图表 42 2018 年国内 R22 主要供应商产能情况

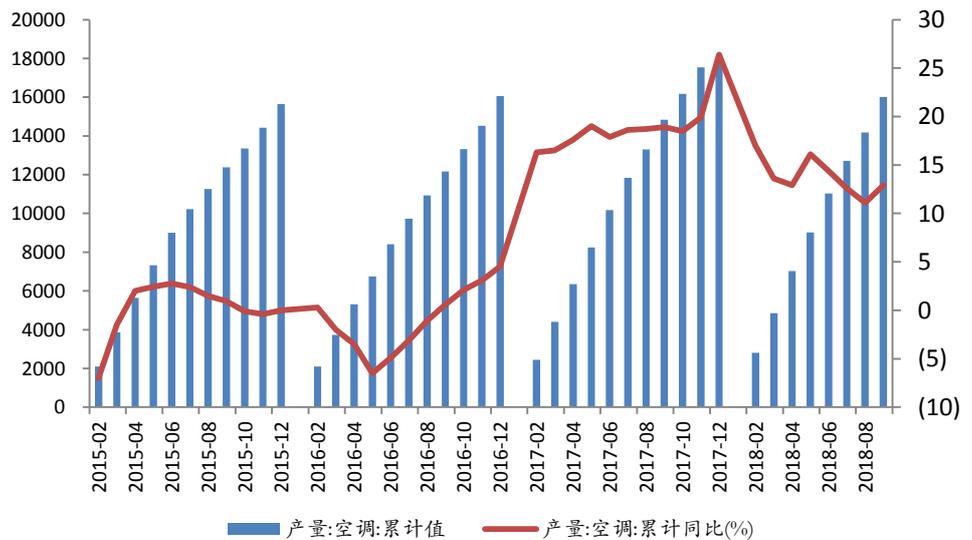
区域	供应商	产能 (万吨)	备注
山东	山东东岳	22	
	山东中氟	1.2	长期未开工
	山东鲁西	1	自用
浙江	浙江巨化	11	
	浙江永和	2.5	
	浙江三美	2.5	
	浙江临海利民	3	
	鹏友化工	1	停产状态
江苏	阿科玛 (常熟)	3.5	
	常熟三爱富	4.5	
	江苏梅兰	11	
江西	中化赣州 (三美)	2	17 年 1 月停车
	理文化工	2	自用
总产能 (有效产能) 67.2 (63)			

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3.3.2 需求端：基本稳定

空调市场:2018 年以来国内空调产量同比增速下滑，但也保持在 11%以上增速，对制冷剂的需求起到重要支撑作用。随着消费升级，需求还有增长的空间。

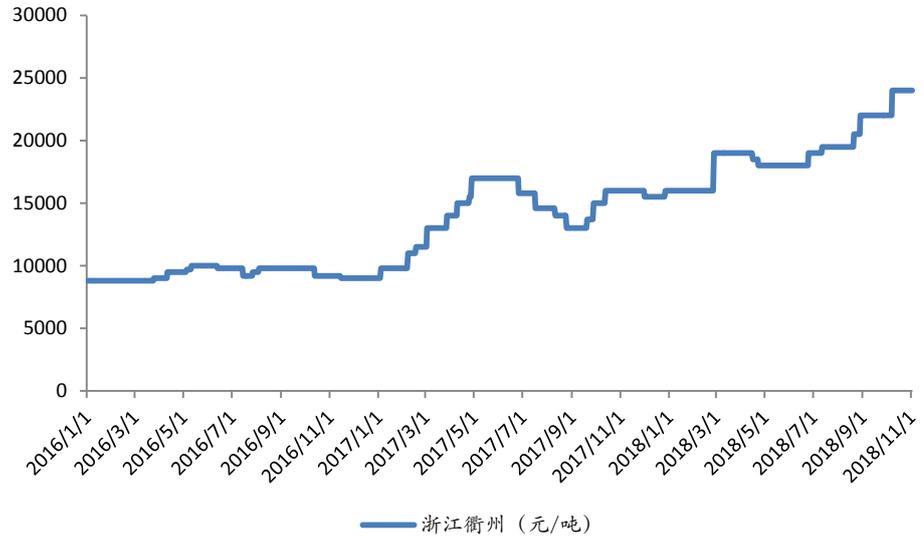
图表 43 15-18.9 空调累计产量及同比



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

2018 年以来 R22 价格持续走高（我们跟踪 153 种化工产品年度最高涨幅），11 月均价为 24000 元/吨，相比 1 月初的均价（16000 元/吨）涨幅为 47.35%。

图表 44 2016—2018.11 R22 价格走势



资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3.4 钛白粉：供需格局持续改善

钛白粉，主要成分为二氧化钛(TiO₂)的白色颜料，二氧化钛是一种多晶化合物，其质点呈规则排列，具有格子构造。由于它的密度、介电常数和折射率都很优越，被认为是目前世界上性能最好的一种白色颜料，广泛应用于涂料、塑料、造纸、印刷油墨、化纤和橡胶等工业。

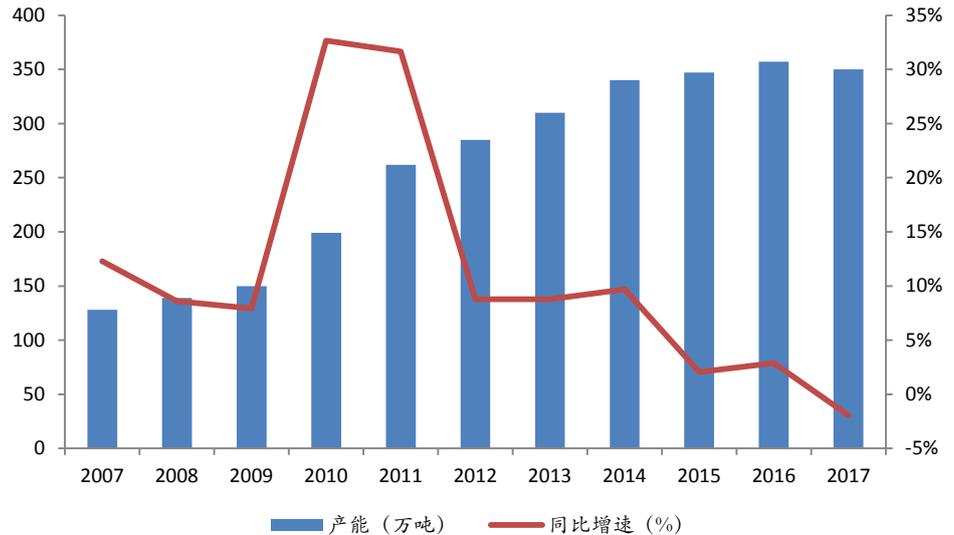
钛白粉分为金红石型和锐钛型两种结构。金红石晶体结构致密，比较稳定，光学活性小，因而耐候性好，同时有较高的遮盖力和消色力，属于钛白粉的高端产品，而锐钛型钛白粉由于其价格低于金红石型钛白粉，大多在生产塑料、水墨、大众化印花、涂布等方面。

3.4.1 供给端：中小产能出清，新增产能有限

从 10 年起，钛白粉的高收益吸引了众多厂商涌入钛白粉行业，产能快速扩张，新增产能在 12-15 年陆续投放，产能过剩导致行业竞争激烈，产品价格一路下滑，甚至跌至大部分公司成本线附近，盈利能力大幅下滑。

14 年环保部出台《钛白粉工业污染防治技术政策》明确将鼓励氯化法、联产硫酸法清洁钛白粉生产工艺、淘汰传统硫酸法重污染生产工艺。叠加国内供给侧改革等因素综合影响，业内已有多达 10 家以上不具长远发展力的小微钛白企业关闭、拆除，或处于基本停产或半停产状态，这在一定程度上改变了之前大小掺杂的无序乱象，在一定程度上削减了部分产能，使得行业供给格局有一定改善。

图表 45 2007-2017 国内钛白粉产能及增速



资料来源：wind、华安证券研究所

在供给侧改革和环保政策的双重压力下，预计未来还将会有一些中小型产能钛白粉企业逐渐退出市场，行业供给格局持续改善，行业龙头企业的竞争优势将进一步巩固。依百川资讯数据，2019 年国内新增产能 35 万吨，其中行业龙头龙蟒佰利产能扩展 20 万吨，采用氯化法工艺，预计 2018 年底可实现单机试车，2019 年双机联动，预计全年增产 10 万吨，行业龙头地位进一步提升。

图表 46 2019 年国内新增钛白粉产能

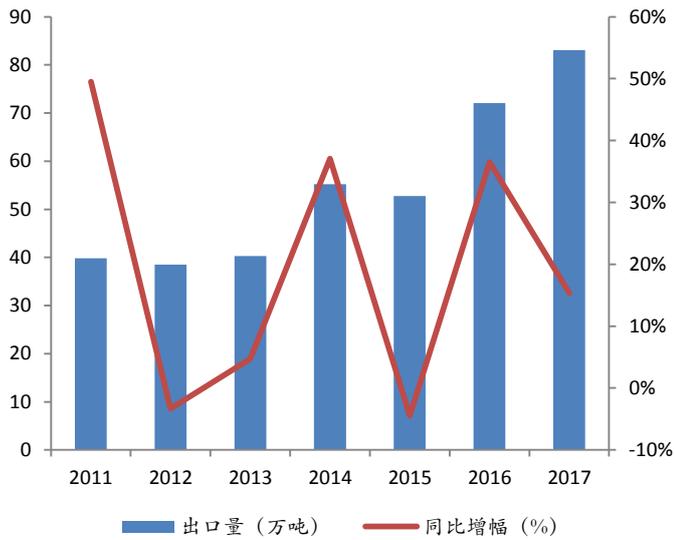
公司	产能 (万吨)	工艺	预计投产时间
金海钛业	6	氯化法	2019 年年初
龙蟒佰利联	20	氯化法	2019 年年初
玉门静洋	3	硫酸法	2019 年年中
宁波新福	6	硫酸法	2019 年年底
云南冶金新立	20	氯化法	2020 年年初

资料来源：百川资讯、华安证券研究所

3.4.2 需求端：外需热，出口维持正增长

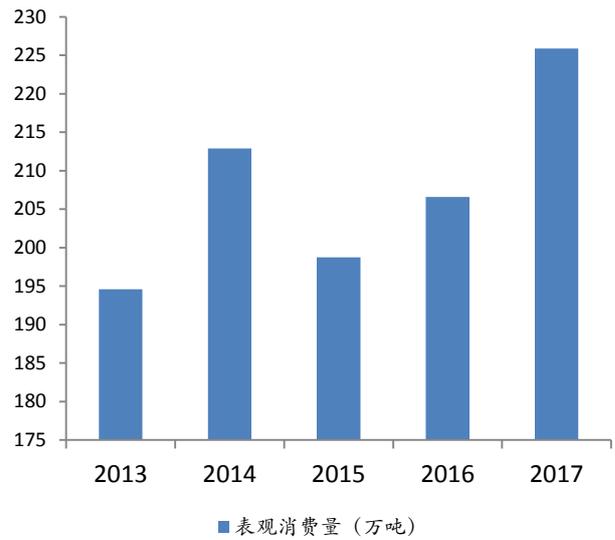
2018H1 国内钛白粉出口量为 48.84 万吨，同比增幅为 23.2%，2017 年出口量达到 83.09 万吨，创近年来的新高，主要受益于东南亚等区域对钛白粉需求的增长，为国内钛白粉出口创造了条件。国内需求受到房地产调控等政策影响，需求受到影响。

图表 47 2007—2017 国内钛白粉出口及增幅



资料来源: wind、华安证券研究所

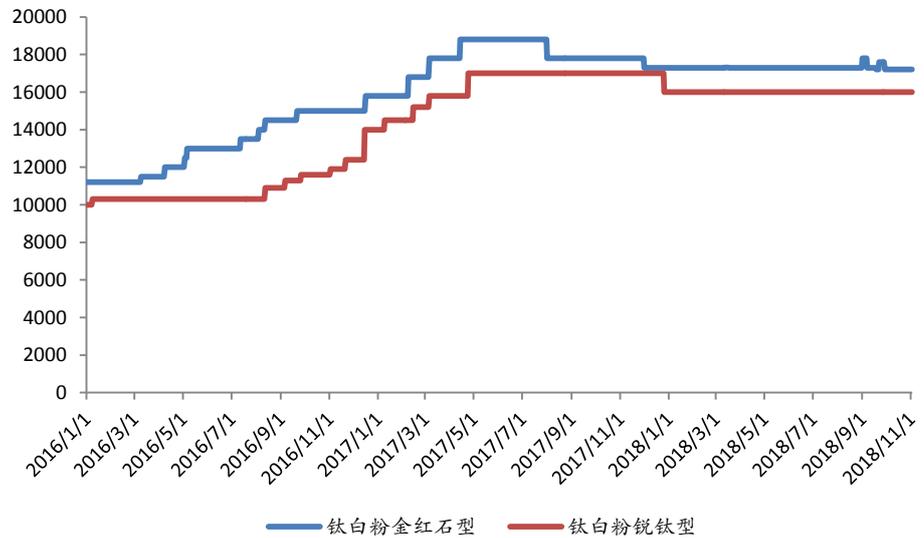
图表 48 2013—2017 国内钛白粉表观消费量



资料来源: wind、华安证券研究所

2018 年以来国内锐钛型、金红石型钛白粉均价为 16000 元/吨、17304 元/吨，同比降幅为 2.51%、2.66%，产品价格略有下滑。我们判断未来钛白粉价格将保持高位震荡格局。

图表 49 钛白粉价格走势



资料来源: wind、华安证券研究所

4 重点上市公司推荐

兴发集团 (600141)

矿电磷一体化经营，成本和资源优势凸显。公司通过发展循环经济模式，现已构建“甘氨酸+草甘膦+有机硅”产业链，上游具有磷矿、电力资源，显著降低

成本，中游生产甘氨酸为草甘膦提供原料，同时草甘膦副产氯甲烷可用于生产有机硅，构建完整循环经济模式，降低成本，提高资源利用率，在市场竞争中更具优势。

草甘膦价格看涨。目前因甘氨酸价格因北方限产等原因，价格一路攀升，也带动了草甘膦价格持续上涨。公司自有甘氨酸产能 8 万吨，可以满足 13 万吨草甘膦需求，实现降低成本和稳定生产，成本优势显著。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.81 元、1.05 元、1.28 元，给予“增持”评级。

扬农化工 (600486)

菊酯龙头地位稳定，构筑安全边际。公司现有菊酯产能 9000 吨，新建 2600 吨卫生用菊酯，公司菊酯产能位居全球前列。

麦草畏值得期待。公司已有麦草畏产能 25000 吨，麦草畏产能位居全球第一，随着耐麦草畏转基因作物的加速推广，前景看好，将增厚公司业绩。

收购优质标的，完善产品种类。目前公司拟收购宝叶化工，待完成后，公司产品将实现除草剂、杀菌剂、杀虫剂的全覆盖，竞争力将进一步提升。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 3.37 元、3.91 元、4.46 元，给予“增持”评级。

利尔化学 (002258)

国内草铵膦龙头企业。公司拥有 8000 吨产能，部分产能在建，同时公司产品收率高于国内同行，具有产能、技术和成本综合优势。

募投项目稳步推进。2017 年 8 月公司拟发行可转债，筹集 8.52 亿元，用于三个项目（1 万吨草铵膦、1000 吨氟环唑、1000 吨丙炔氟草胺），其中草铵膦属于扩产项目，氟环唑和丙炔氟草胺属于新产品项目，建成后将成为公司新的业绩增长点。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.18 元、1.59 元、1.91 元，给予“增持”评级（一致预期）。

新洋丰 (000902)

公司是国内重要的磷肥供应商。公司拥有 200 万吨一铵产能，主要用于生产磷复肥，构建了磷肥一体化产业链，使得公司的成本优势显著。

产能布局合理。公司在湖北、四川、广西、新疆等省均有生产布局，拥有水路和铁路等便利的运输条件，降低了运输成本，同时公司具有较为先进的生产工艺及配套，使得公司综合竞争优势显著。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.65 元、0.79 元、0.93 元，给予“增持”评级。

巨化股份 (600160)

全产业链带来成本优势。公司做为国内氟化工行业领先企业，形成了包括基础配套原料、新型氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、精细化学品、电子化学材料等在内的完整的氟化工产业链，以氟化工为核心的优势产业集群的建立，由单一产品竞争向产业竞争、产业集群竞争转变，使公司具有全产业链优势，成本和规模优势显著。

制冷剂价格上涨，增厚业绩。公司拥有 R22 产能 10 万吨（主要用于原材料和制冷剂产品，其中用于制冷剂产能约 5.7 万吨）、R134a 产能 6 万吨、R32 产能 1.5 万吨、R125 产能 3.5 万吨；目前部分产品有明显上涨。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 0.71 元、0.80 元、0.91 元，给予“增持”评级。

龙蟠佰利 (002601)

国内钛白粉行业的龙头。目前拥有硫酸法产能 55 万吨，氯化法产能 6 万吨，也拥有 76 万吨钛精矿产能，可以满足约 6 成上游需求，综合看具有产能和成本优势。

新增 20 万吨氯化法产能将投产，增厚业绩。2018 年底将实现单机试车，19 年初将实现双机联动，预计 19 年将新增产量 10 万吨。

氯化法生产工艺属于先进工艺，环保效益好。氯化法工艺是国外主流供应商采用的生产工艺，生产过程中污染小，

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 1.38 元、1.63 元、1.95 元，给予“增持”评级。

金禾实业 (002597)

公司核心产品（安塞蜜、甲基麦芽酚、三氯蔗糖）具有较高市占率，不惧价格下降。目前安塞蜜、甲基麦芽酚、三氯蔗糖产能分别为 1.2 万吨、0.4 万吨、0.15 万吨，市占率分别为 70%、60%、25%，高市占率是公司最大竞争优势，可以产品一定降幅。

变更募投项目，加码三氯蔗糖。8 月公司拟把 400 吨吡啶盐项目变更为 1500 吨三氯蔗糖项目，目前已获得环评，待项目建成后，利好公司业绩。

定远一期项目已进入实施阶段。目前公司定远一期项目（5000 吨甲基麦芽酚及部分原材料项目）环评已通过，进入施工阶段，待项目投产后，公司在甲基麦芽酚的话语权将进一步提高。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 2.01 元、2.41 元、2.83 元，给予“增持”评级。

万华化学 (600309)

全球 MDI 最大供应商，受益价格高位。公司现拥有 MDI 产能 170 万吨，位居全球第一，因 MDI 行业较高的技术壁垒新增产能主要是全球龙头扩产或者新建，没有新进入者，形成寡头垄断竞争格局。

石化板块是公司战略转型的重要载体。公司现已建成异氰酸酯一体化和环氧丙烷及丙烯酸酯（PO/AE）两大项目，其中石化板块以 LPG 为核心，形成多个石化产品链，实现上下游产业链一体化发展，竞争力显著提高，实现了营收多元化。

精细化工和新材料是公司未来增长的新引擎。公司现已构建聚醚、万华北京、新材料、表面材料、功能化学品五大事业部，现已推出 SAP、TPU、PC 等产品，市占率稳步提升。

外延发展有序推进。公司拟在美国建设年产 40 万吨 MDI 产能，是公司首次在海外自主设厂，具有里程碑式意义，将加速公司全球化进程。

我们预计公司 2018-2020 年的 EPS 分别为 4.48 元、5.00 元、5.65 元，给予“增持”评级。

图表 50 推荐标的一览

	EPS			PE			投资评级
	18	19	20	18	19	20	
兴发集团	0.81	1.05	1.28	14	11	9	增持
扬农化工	3.37	3.91	4.46	12	10	9	增持
利尔化学	1.18	1.59	1.91	14	10	8	增持
新洋丰	0.65	0.79	0.93	14	11	10	增持
巨化股份	0.71	0.80	0.91	10	9	8	增持
龙蟒佰利	1.38	1.63	1.95	9	8	6	增持
金禾实业	2.01	2.41	2.83	7	6	5	增持
万华化学	4.48	5.00	5.65	7	6	5	增持

资料来源：wind、华安证券研究所

投资评级说明

以本报告发布之日起 12 个月内，证券（或行业指数）相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；

无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。市场基准指数为沪深 300 指数。

信息披露

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，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。华安证券及其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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经华安证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。