

行业定期策略
基础化工
盈利下行警惕周期风险，估值低位关注成长板块

2018年12月20日

评级 **同步大市**

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较


%	1M	3M	12M
化工	-4.99	-12.03	-28.38
沪深 300	-3.95	-6.62	-23.31

龙靓

 执业证书编号: S0530516040001
 longliang@cfzq.com

丁蕾蕾

dingll@cfzq.com

分析师

0731-84403365

研究助理
相关报告

- 《化工：基础化工行业 2018 年 11 月行业跟踪：石油暴跌化工品价格欠支撑，维生素价格逆市上涨》 2018-12-04
- 《化工：基础化工行业 10 月份月报：Q3 基础化工业绩高点回落，警惕行业下行风险》 2018-11-05
- 《化工：伊朗退出印度招标，关注尿素价格上涨》 2018-10-11

重点股票	2017A		2018E		2019E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
扬农化工	1.86	26.78	3.37	11.61	3.90	10.04	推荐
利民股份	0.49	21.35	0.73	14.33	0.86	12.16	推荐
国光股份	2.47	26.10	0.96	19.05	1.19	15.37	推荐
飞凯材料	0.20	83.20	0.80	20.80	0.96	17.33	推荐
再升科技	0.29	45.42	0.32	23.75	0.45	16.89	推荐
玲珑轮胎	0.87	15.85	1.05	13.13	1.28	10.77	推荐
国恩股份	0.75	30.95	1.11	20.91	1.38	16.82	谨慎推荐
金禾实业	1.83	8.54	1.84	8.49	2.09	7.48	谨慎推荐
龙蟒佰利	1.23	10.40	1.28	9.99	1.52	8.41	谨慎推荐
国瓷材料	0.41	48.88	0.77	21.60	0.91	18.27	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- 基础化工行业 2018 年回顾及 2019 年展望。**回顾 2018 年，市场方面，整个中信基础化工指数下跌 33.56%，跑输上证综指 9.70 个百分点，跑赢深证指数 0.07 个百分点，在全部 29 个中信一级行业中排名第 22，较为靠后；业绩方面，受益于化工品价格上涨行业业绩表现良好，中信基础化工板块 2018 年前三季度共实现营业收入 10018.25 亿元，同比增长 12.39%，实现归母净利润 840.62 亿元，创 2010 年以来的新高，同比增长 30.39%；估值方面，基础化工行业市盈率中位数为 24.66 倍，位于历史估值最低的 16.06%，行业市净率中位数为 2.02 倍，位于历史估值最低的 12.12%。展望 2019 年，需求端，在内需承压以及国际贸易摩擦增加的双头挤压下，整体来看基础化工行业（除农产品外）需求端乏善可陈；供给端，供给侧改革和环保趋严的边际效应越来越小，且整个板块在建工程增速在 2018 年从三季报增速开始由负转正，表明基础化工行业产能扩张活动开始活跃。综合考虑供需因素，目前行业景气度依旧较高，但行业盈利持续增长压力较大。
- 投资策略：盈利下行警惕周期风险，估值低位关注成长板块。**尽管 2018Q3 业绩较 Q2 高点有所下滑，但目前基础化工行业整体景气度依旧较高，且整个板块估值位于 2006 年以来较低点，维持行业“同步大市”评级。考虑到板块扩张逐渐活跃叠加下游房地产、汽车等需求承压，建议关注下游需求受宏观影响较小、行业格局向好的农化板块，以及由于估值较低具有较强投资吸引力的新材料板块。建议关注扬农化工、利民股份、国光股份、飞凯材料、再升科技、国恩股份、国瓷材料、金禾实业、玲珑轮胎、龙蟒佰利。
- 风险提示：**经济增速放缓及贸易战致下游需求下滑超预期；环保政策不及预期。

内容目录

1 2018 年基础化工行业回顾	5
1.1 基础化工行业市场表现.....	5
1.2 基础化工行业业绩情况.....	6
1.3 基础化工行业估值分析.....	8
2 2019 年基础化工行业展望	10
2.1 供给端扩张开始活跃.....	10
2.2 需求端整体承压.....	11
2.3 行业评级：同步大市.....	12
3 基础化工细分子行业推荐	12
3.1 农化板块.....	12
3.1.1 需求端受宏观经济影响较小，农产品价格底部抬升.....	12
3.1.2 农药出口持续好转，价格同比上涨 24%.....	13
3.1.3 我国农药企业小而散，环保趋严助产能集中度提升.....	14
3.2 新材料板块.....	15
3.2.1 国产替代空间广阔，政策扶持促进行业发展.....	15
3.2.2 半导体材料—国产替代时点逐步到来.....	17
3.2.3 屏幕显示材料—国产替代时点到来.....	18
3.2.4 蜂窝陶瓷—快速增长的朝阳行业.....	19
4 基础化工板块重点标的推荐	21
4.1 扬农化工.....	21
4.2 利民股份.....	21
4.3 国光股份.....	22
4.4 飞凯材料.....	22
4.5 国瓷材料.....	23
4.6 再升科技.....	23
4.7 国恩股份.....	24
4.8 金禾实业.....	24
4.9 玲珑轮胎.....	25
4.10 龙蟠佰利.....	25
5 风险提示	26
附录：主要化工品价格走势	27

图表目录

图 1：2018 年指数涨跌幅比较.....	5
图 2：2018 年各个中信一级子行业涨跌幅情况.....	5
图 3：基础化工三级子板块涨跌幅.....	6
图 4：前三季度化工行业营业收入情况（亿）.....	6
图 5：前三季度化工行业归母净利润情况（亿）.....	6
图 6：基础化工行业单季度营业收入及同比增速.....	7
图 7：基础化工行业单季度归母净利润及同比增速.....	7
图 8：基础化工行业现金及等价物增加额/营业收入.....	7

图 9: 基础化工行业资产负债率/%	7
图 10: 基础化工板块在建工程及增速	8
图 11: 基础化工板块固定资产及增速	8
图 12: 行业市盈率 (TTM, 中值) 对比	8
图 13: 行业市净率 (中值) 对比	9
图 14: 基础化工行业历史估值 PE (TTM, 中值) 情况	9
图 15: 基础化工行业历史估值 PB (中值) 情况	10
图 16: 基础化工三级子行业 PE (TTM, 中值) 情况	10
图 17: 基础化工三级子行业 PB (中值) 情况	10
图 18: 化学原料及制品固定资产投资额累计增长率/%	11
图 19: 化学原料及化学制品制造业 PPI 当月同比/%	11
图 20: 近年我国房地投资完成额、商品房销售额增速	11
图 21: 近年我国汽车产销量累计增速	11
图 22: 近年国内布和纱的产量累计同比增速	12
图 23: 近年我国农作物播种面积及农产品生产价格指数	12
图 24: 全球主要国家种植面积 (千公顷)	13
图 25: 主要农产品价格情况 (美元/蒲式耳)	13
图 26: 农药出口数量及同比增速	13
图 27: 农药出口金额及同比增速	13
图 28: 我国农药出口价格及同比增速	14
图 29: 中国新材料产业整体规模及增速	16
图 30: 中国新材料产业结构	16
图 31: 全球半导体材料销售规模及增速	17
图 32: 我国半导体材料销售规模及增速	17
图 33: 我国半导体材料销售额占全球比重	17
图 34: 2017 年全球半导体市场区域结构情况	17
图 35: 全球晶圆制造材料产品结构	18
图 36: 全球封装材料产品结构	18
图 37: 2010 年-2017 年我国液晶显示器产量及增速	19
图 38: 屏幕显示材料产业链	19
图 39: 纯碱价格走势 (元/吨)	27
图 40: PVC 价格走势 (元/吨)	27
图 41: 复合肥价格走势 (元/吨)	27
图 42: 磷肥价格走势 (元/吨)	27
图 43: 氮肥价格走势 (元/吨)	27
图 44: 钾肥价格走势 (元/吨)	27
图 45: 草甘膦价格走势 (元/吨)	28
图 46: 钛白粉价格走势 (元/吨)	28
图 47: 聚碳酸酯价格走势 (元/吨)	28
图 48: 乙二醇价格走势 (元/吨)	28
图 49: 橡胶助剂价格走势 (元/吨)	28
图 50: 炭黑价格走势 (元/吨)	28
表 1: 2018 中国农药行业销售前十强	14
表 2: 农药行业政策法规	15

表 3: 新材料相关的政策文件及专项基金	15
表 4: 中国半导体材料产业梯队	18
表 5: 汽车排放标准相关政策	20
表 6: 国四/五/六标准排放比较	20

1 2018 年基础化工行业回顾

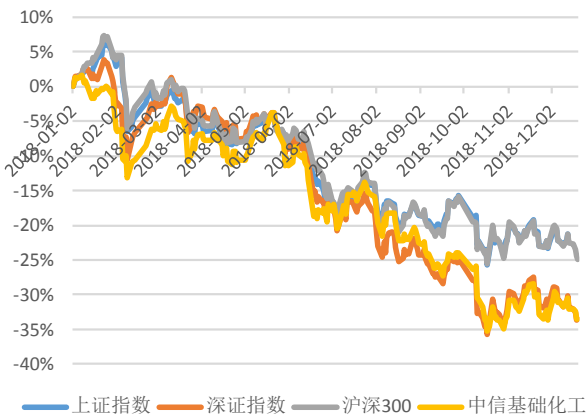
1.1 基础化工行业市场表现

行业市场表现：下跌 30.45%，全行业排名靠后

年初至今（12月19日）中信基础化工板块下跌 33.56%，跑输上证综指 9.70 个百分点，跑赢深证指数 0.07 个百分点。在全部 29 个中信一级行业中排名第 22，较为靠后。

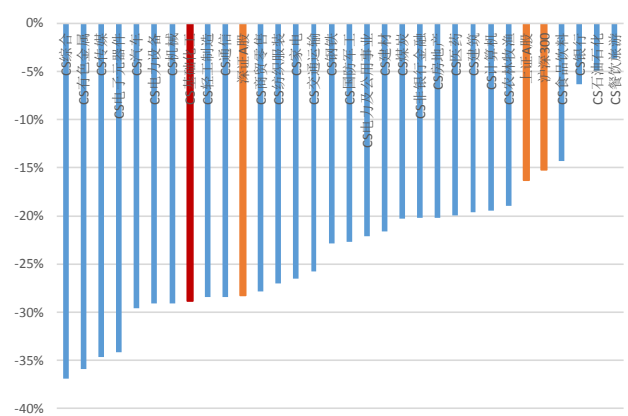
2018 年 1-8 月份基础化工板块业绩屡创新高，行业景气度较高，整个板块走势与大盘趋同，进入 9 月份之后，由于 Q3 下游需求平淡，“金九银十”并未如约而至，板块业绩高点回落，市场对周期行业景气回落担忧增加，板块指数逐步跑输上证综指。

图 1：2018 年指数涨跌幅比较



资料来源：wind，财富证券

图 2：2018 年各个中信一级子行业涨跌幅情况



资料来源：wind，财富证券

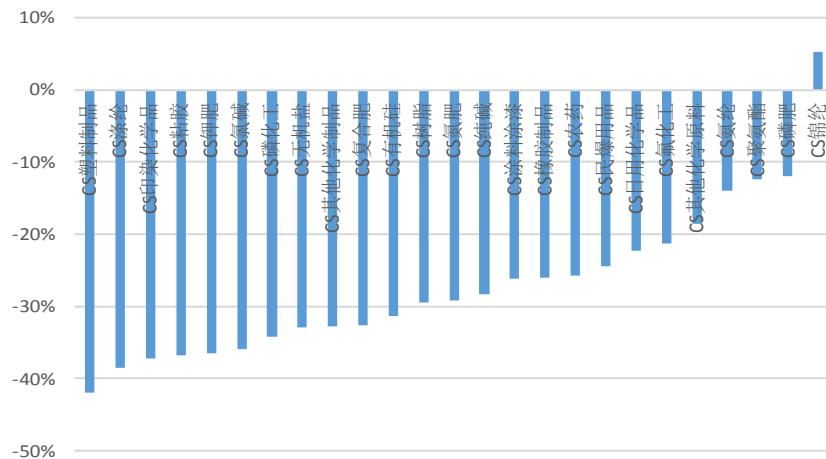
三级子行业市场表现：涨少跌多，锦纶板块一枝独秀

基础化工子行业分化明显，25 个中信化工三级子行业仅锦纶 1 个板块上涨，其余 24 个板块均为下跌。

神马股份由于产品 PA66 价格大涨，股价涨幅超 60%，从而带动锦纶板块成为全行业唯一上涨的板块，涨幅为 5.27%。其他跌幅较小的板块包括磷肥 (-12.02%)、聚氨酯 (-12.42%)、氨纶 (-13.94%) 等，主要因为行业竞争格局向好，相关公司业绩改善。

下跌较多的板块包括塑料制品 (-41.98%)、涤纶 (-38.46%)、印染化学品 (-37.21%)，多为前一年涨幅较大或估值较高的板块。

图 3：基础化工三级子板块涨跌幅



资料来源：wind，财富证券

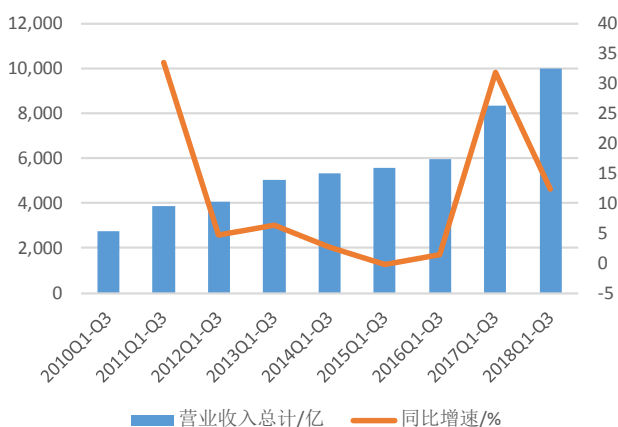
1.2 基础化工行业业绩情况

基础化工板块 2018 年前三季度业绩创新高,行业景气度仍在高位,但需要注意的是,在供给端和需求端两头挤压下,单季度业绩高点已过, Q2 单季度营业收入及归母净利润或为此轮化工景气周期最高点。

前三季度业绩创新高，Q3 单季度高点回落

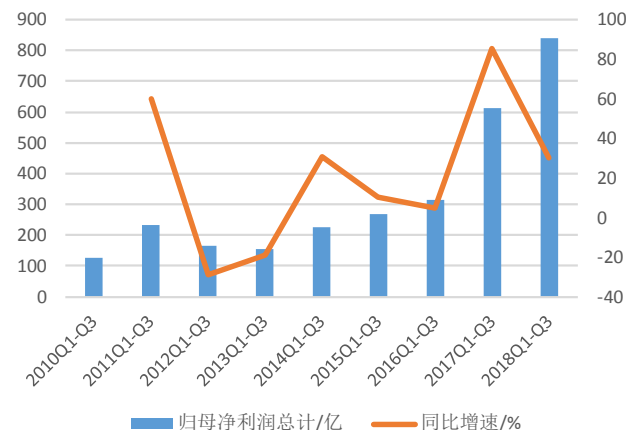
中信基础化工行业 2018 年前三季度实现营业收入 10018.25 亿元,创 2010 年以来的新高,同比增长 12.39%,增速较去年下滑 19.42 个百分点。净利润也是相似的情况,2018 年前三季度实现归母净利润 840.62 亿元,同比增长 30.39%,增速较去年增加 54.82 个百分点。前三季度行业营收及归母净利润创 2010 年以来的历史新高,主要因为供给侧改革以及环保影响,化工品价格上涨所致,但随着环保端边际效应减弱以及需求端“金九银十”不及预期,部分化工品价格高点回落, Q3 行业经营业绩开始下滑。

图 4：前三季度化工行业营业收入情况（亿）



资料来源：wind，财富证券

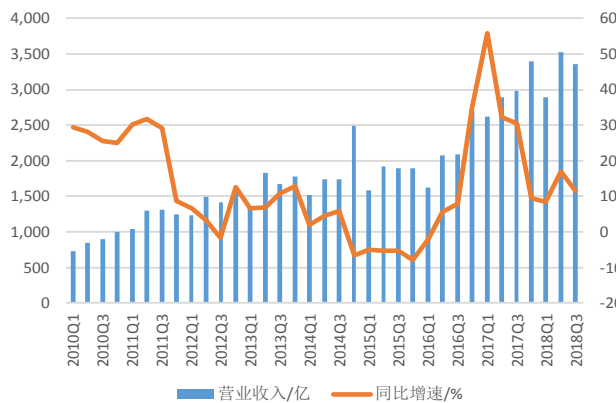
图 5：前三季度化工行业归母净利润情况（亿）



资料来源：wind，财富证券

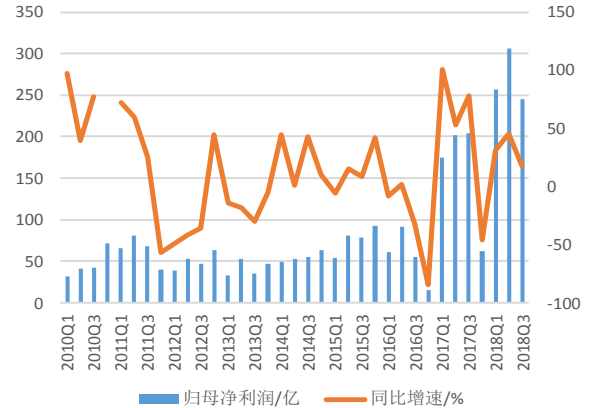
从单季度看,基础化工行业业绩高点已过,营业收入方面,Q3单季度实现营收3351.98亿元,同比增长11.59%,环比下滑4.88%;利润方面,Q3单季度实现归母净利润244.81亿元,同比增长17.94%,环比见顶回落,下滑16.98%。

图6:基础化工行业单季度营业收入及同比增速



资料来源:wind, 财富证券

图7:基础化工行业单季度归母净利润及同比增速



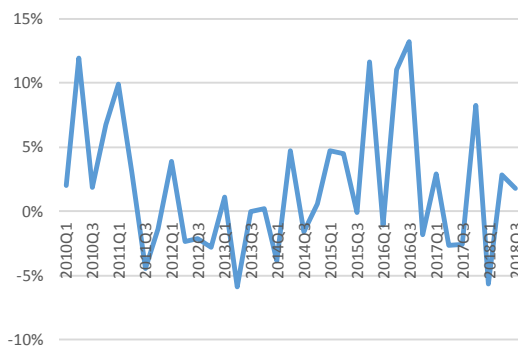
资料来源:wind, 财富证券

现金流情况良好,资产负债表得以修复

基础化工板块现金流情况较去年有所改善,2018Q3经营活动净现金流占营收比重同比大幅增加7.20个百分点达到14.21%;现金及等价物增加额占营收比重为1.44%,同比增加3.78个百分点。

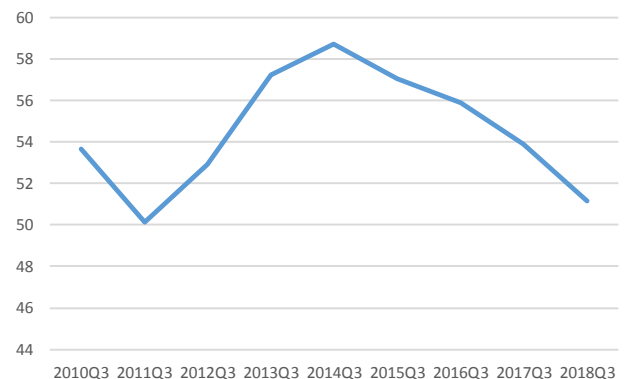
在盈利和现金流不断变好的情况下,基础化工板块资产负债表逐步修复,2018Q3报基础化工行业资产负债率为51.17%,去年同期为53.90%。

图8:基础化工行业现金及等价物增加额/营业收入



资料来源:wind, 财富证券

图9:基础化工行业资产负债率/%

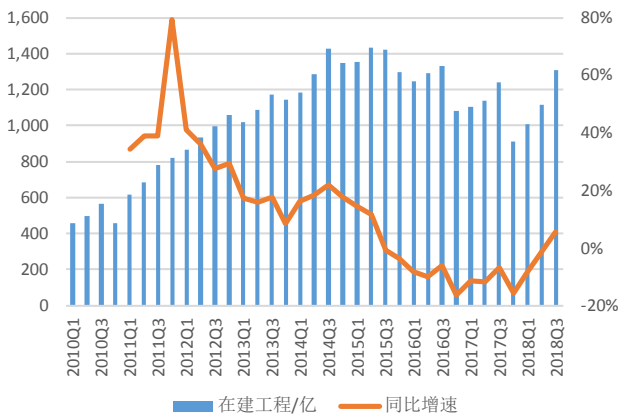


资料来源:wind, 财富证券

在建工程增速由负转正,新一轮资本扩张逐步开启

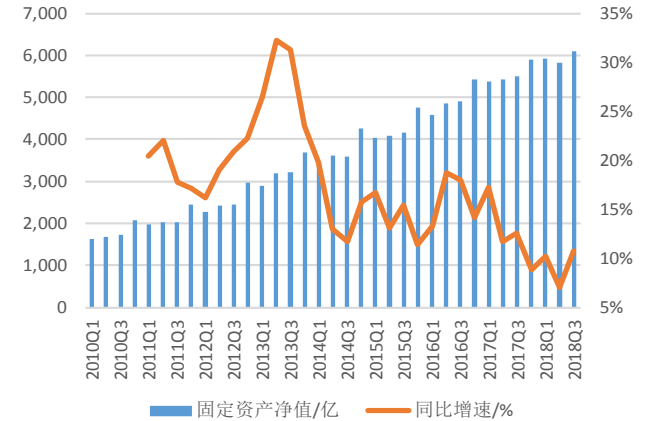
基础化工行业2018Q3固定资产6101.54亿元,同比增长10.75%,增速较Q2增加3.66个百分点;在建工程1309.62亿元,同比增长5.45%,在建工程增速从2015第三季度开始为负增长,进入2018年,跌幅逐渐收窄,从三季报增速开始由负转正,表明基础化工行业产能扩张活动开始活跃。

图 10: 基础化工板块在建工程及增速



资料来源: wind, 财富证券

图 11: 基础化工板块固定资产及增速



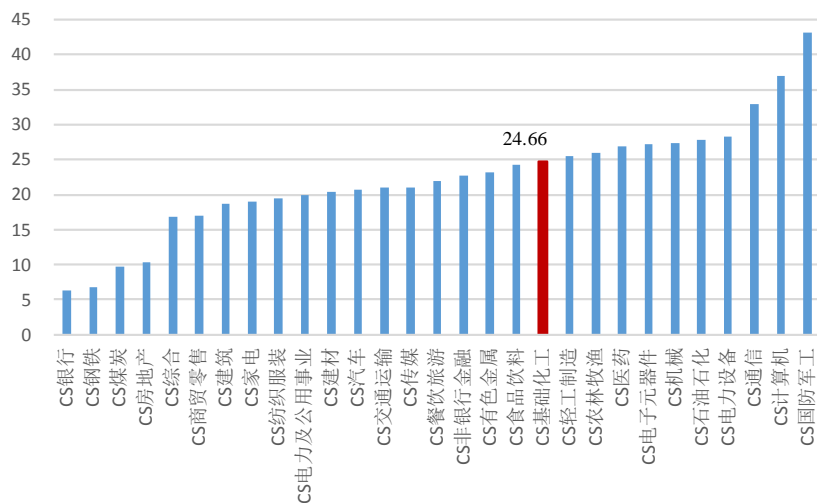
资料来源: wind, 财富证券

1.3 基础化工行业估值分析

横向对比: 市盈率、市净率处于全行业居中水平

截至 2018 年 12 月 19 日, 以行业市盈率中位值作为估值指标, 目前基础化工为 24.66 倍, 排序为全市场 29 个行业中第 19 位。

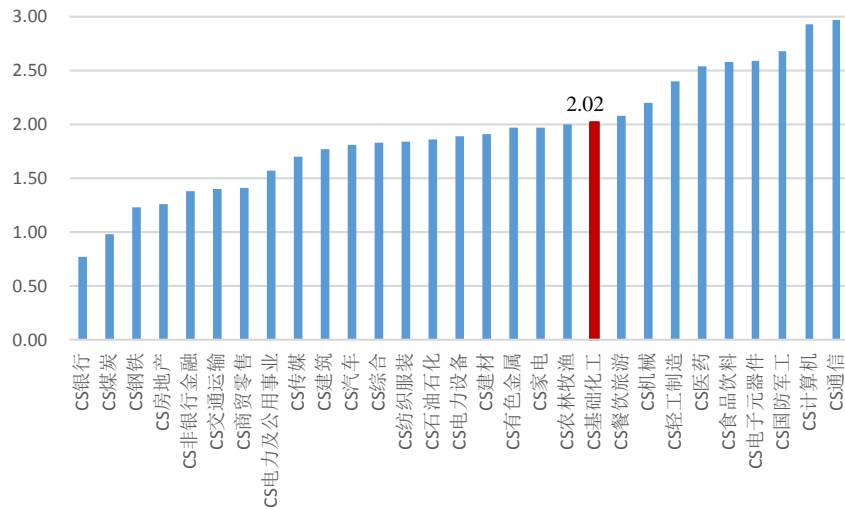
图 12: 行业市盈率 (TTM, 中值) 对比



资料来源: wind, 财富证券

截至 2018 年 12 月 19 日, 以行业市净率中位值作为估值指标, 目前基础化工行业为 2.02 倍, 排序为全市场 29 个行业中第 20 位。

图 13: 行业市净率 (中值) 对比

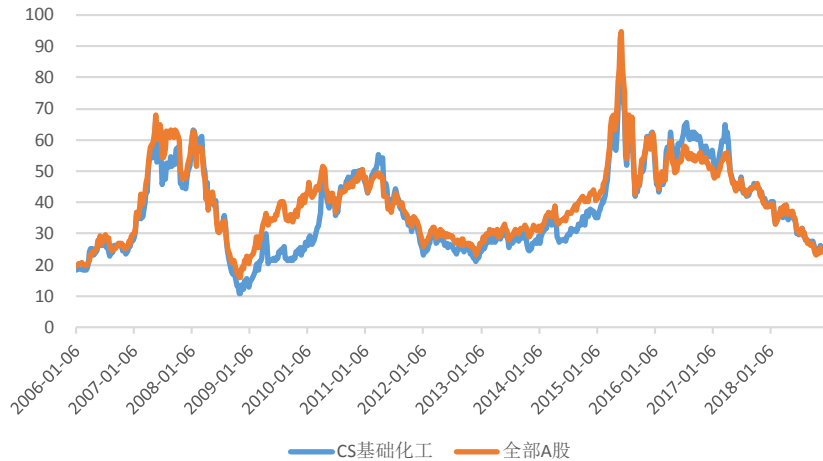


资料来源: wind, 财富证券

纵向对比: 市盈率位于历史后 20%, 市净率位于历史后 13%

截至 2018 年 12 月 19 日, 以市盈率 (中位值, TTM) 为估值指标, 目前基础化工行业市盈率中位数为 24.66 倍, 位于历史估值最低的 16.06%。同期全部 A 股市盈率中位数为 23.95, 位于历史估值最低的 6.52%。

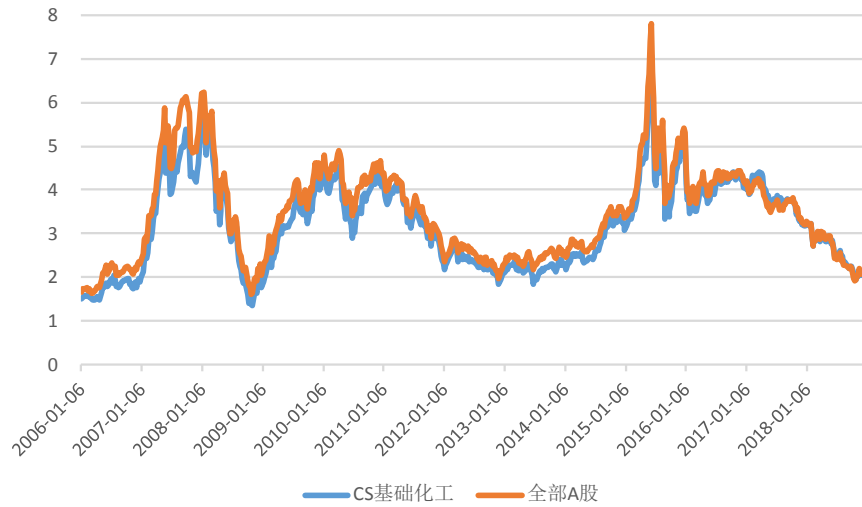
图 14: 基础化工行业历史估值 PE (TTM, 中值) 情况



资料来源: wind, 财富证券

截至 2018 年 12 月 19 日, 以市净率 (中位值) 为估值指标, 目前基础化工行业市净率中位数为 2.02 倍, 位于历史估值最低的 12.12%。同期全部 A 股市净率中位数为 2.03, 位于历史估值最低的 4.70%。

图 15: 基础化工行业历史估值 PB (中值) 情况

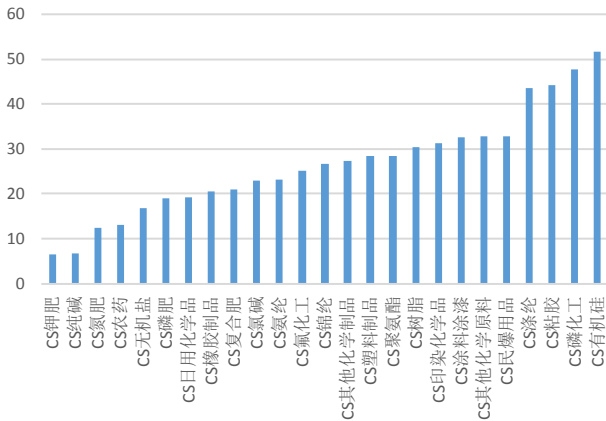


资料来源: wind, 财富证券

子板块估值: 纯碱、氮肥估值较低

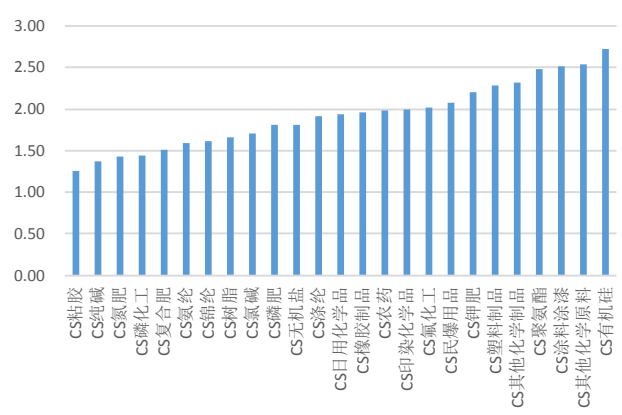
25 个中信三级子板块中, 从市盈率角度看, 估值较高的子板块为有机硅、磷化工、粘胶等, 估值较低子板块为钾肥、纯碱、氮肥等; 从市净率角度看, 估值较高的子板块为有机硅、涂漆涂料、聚氨酯等, 估值较低子板块为粘胶、纯碱、氮肥等。

图 16: 基础化工三级子行业 PE (TTM, 中值) 情况



资料来源: wind, 财富证券

图 17: 基础化工三级子行业 PB (中值) 情况



资料来源: wind, 财富证券

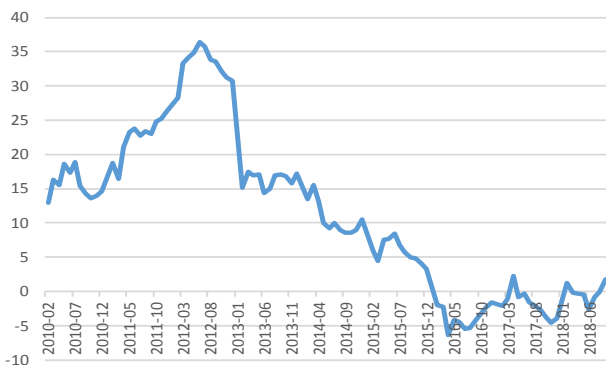
2 2019 年基础化工行业展望

2.1 供给端扩张开始活跃

基础化工行业是典型的中游行业, 从 2016 年四季度开始的此轮化工复苏行情, 主要是由供给端收缩主导的, 需求端非主导但增速也未出现明显下滑。站在此刻时点来看, 供给端, 供给侧改革和环保趋严的边际效应越来越小; 且由于目前多个化工品价格尽管较最高点有所下滑, 但依旧在高位, 对于周期行业, 高盈利不可避免伴随着高扩张。化

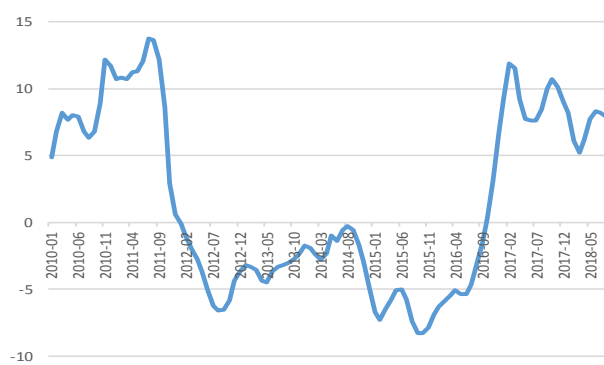
学原料及化学制品固定资产投资额累计增速从2016年2月由正转负，近三年除个别月份基本均为负值，从2018年9月份，化学原料及化学制品固定资产投资额累计增速由负转正，同比增加1.7%，说明基础化工行业扩张步伐逐步开启。

图 18: 化学原料及制品固定资产投资额累计增长率/%



资料来源: wind, 财富证券

图 19: 化学原料及化学制品制造业 PPI 当月同比/%

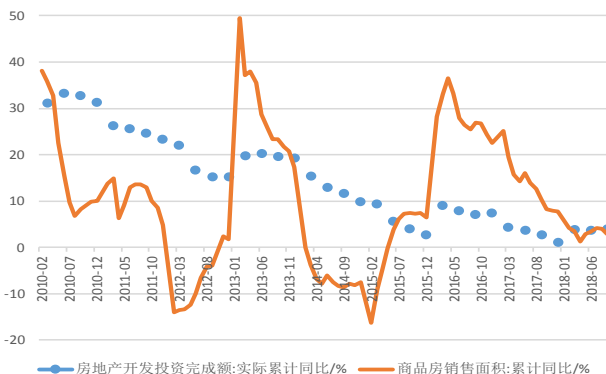


资料来源: wind, 财富证券

2.2 需求端整体承压

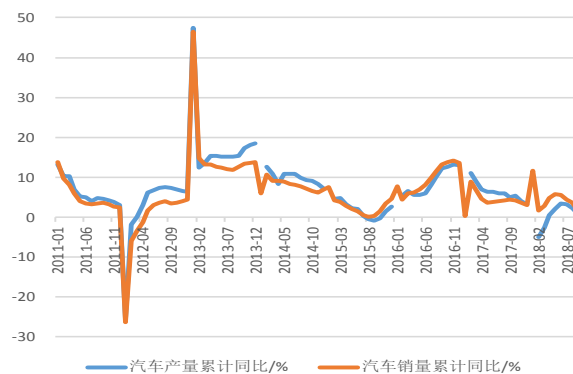
基础化工行业下游需求与房地产、汽车、纺织服装、农化等行业的增速息息相关，受贸易战及国内宏观等因素影响，压力逐步显现。房地产行业，2018年前三季度商品房销售面积累计同比增长2.90%，增速创近三年以来的新低，房地产开发投资完成额累计同比增速4.07%，在2010年以来底部徘徊；汽车行业，2018年前三季度汽车累计销量微增1.49%，Q3更是迎来了史无前例的“三连降”。纺织服装行业，2018年前三季度布产量累计增速2.00%，纱产量累计增速1.20%，都位于历史较低水平；农作物工作面积稳中微增，农产品价格指数自2017年年中以来触底微增，2018年三季度回升至100.28。整体来看，除农产品外，整体下游需求端乏善可陈。

图 20: 近年我国房地投资完成额、商品房销售额增速



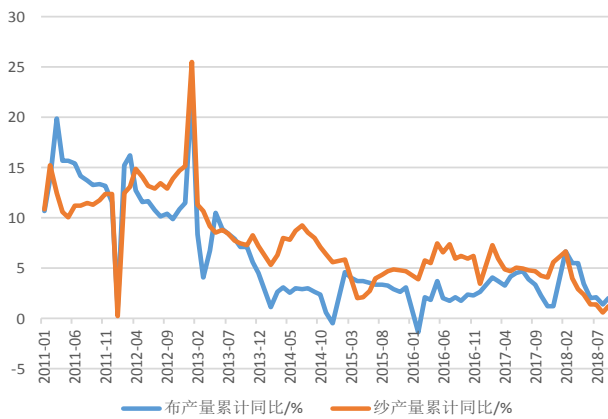
资料来源: wind, 财富证券

图 21: 近年我国汽车产销量累计增速



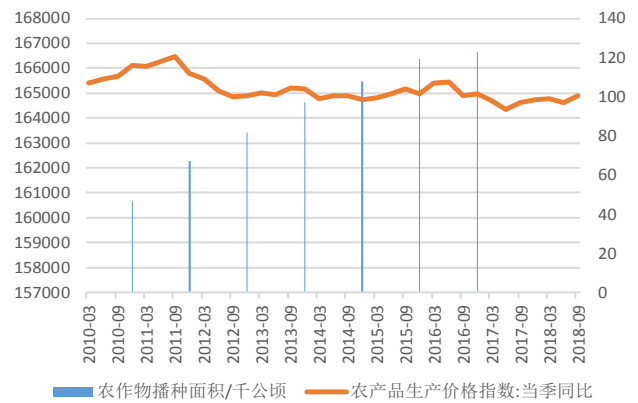
资料来源: wind, 财富证券

图 22: 近年国内布和纱的产量累计同比增速



资料来源: wind, 财富证券

图 23: 近年我国农作物播种面积及农产品生产价格指数



资料来源: wind, 财富证券

2.3 行业评级: 同步大市

供给和需求端情况: 供给端, 供给侧改革和环保趋严的边际效应越来越小; 且整个基础化工板块在建工程增速在 2018 年从三季报增速开始由负转正, 行业产能扩张活动开始活跃。下游需求端, 在内需承压和国际贸易摩擦加剧的双头挤压下, 乏善可陈。预计后续板块业绩持续增长压力较大。

业绩和估值情况: 目前基础化工行业整体景气度依旧较高, 2018 年前三季度板块业绩再创新高, 但后续板块业绩持续增长压力较大。估值方面, 无论从市盈率还是市净率的角度看, 基础化工行业的估值都已经位于历史较低水平, 根据我们对行业核心指标测算, 预判 2018 全年基础化工整体净利润增速 30%-35%, 整体估值对应行业 PEG 在 0.71-0.83。

结论: 目前基础化工行业景气度依旧较高, 尽管 2018Q3 业绩较 Q2 高点有所下滑, 但整个板块估值位于 2006 年以来最低点, 维持行业“同步大市”评级。考虑到板块扩张逐渐活跃叠加下游房地产、汽车等需求承压, 建议关注下游需求受宏观影响较小, 行业格局向好的农化板块, 以及由于估值较低具有投资吸引力的新材料板块。

3 基础化工细分子行业推荐

3.1 农化板块

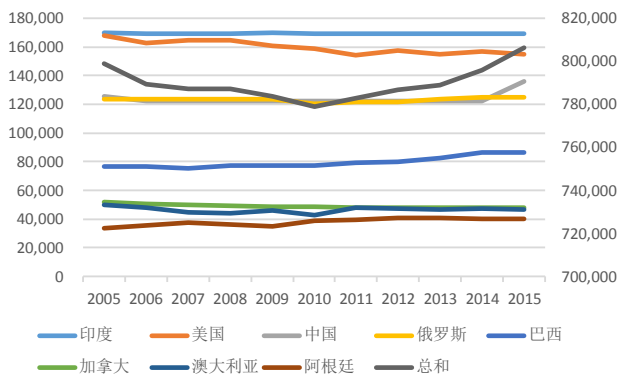
3.1.1 需求端受宏观经济影响较小, 农产品价格底部抬升

农化板块下游需求受经济下行因素影响相对较小, 主要受农产品价格、种植面积、天气条件、病虫害发生情况等多重因素的共同作用。

随着全球人口的不断增多, 对粮食的需求量也越来越大, 全球主要国家种植面积近年整体呈现稳中略增的趋势, 尤其是巴西、阿根廷等国家上升趋势较为明显。

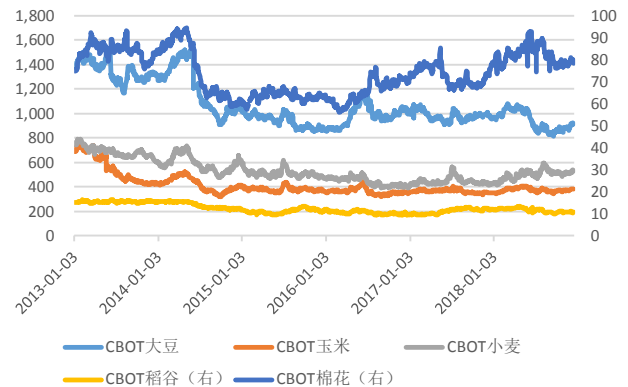
从全球主要农作物价格来看，除了大豆因为中美贸易战的原因在 2018 年二季度明显下跌外，其余小麦、玉米、棉花的价格均自 2016 年下半年底部开始缓慢上涨。

图 24：全球主要国家种植面积（千公顷）



资料来源：wind，财富证券

图 25：主要农产品价格情况（美元/蒲式耳）



资料来源：wind，财富证券

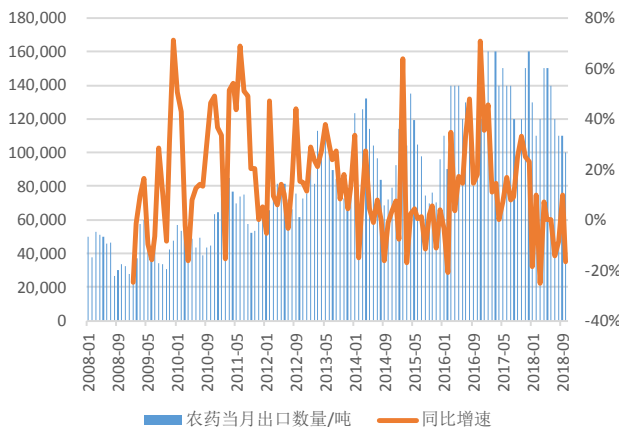
3.1.2 农药出口持续好转，价格同比上涨 24%

2013 年-2016 年，由于全球大部分粮食价格持续低迷，下游作物种植效益较差，也使农药行业景气度不断下行，国内农药企业业绩也出现大幅下滑。自 2016 年下半年，随着农作物价格的提升，经历几年低迷期的农药行业也开始复苏。

2018 年 1-10 月份，我国农药总出口量 124 万吨，同比下滑 6.77%，由于 2017 年是国外农化巨头补库存第一年，增量较多，因此从量上看 2018 年是小幅下滑的。

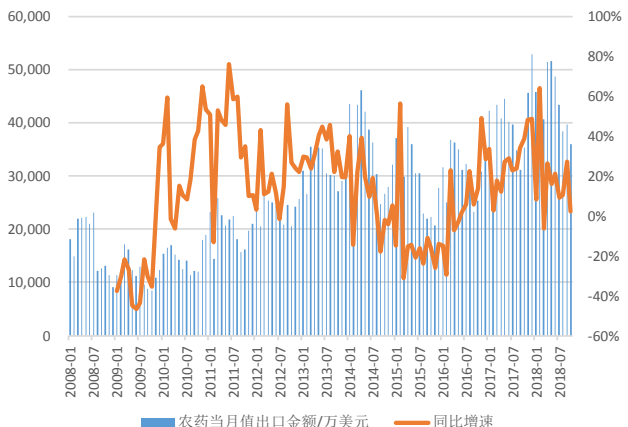
但从出口金额来看，2018 年 1-10 月份，合计出口金额达 43.82 亿美元，同比大幅增加 15.96%，主要因为农药出口价格较去年同期大幅增加 24.44%。

图 26：农药出口数量及同比增速



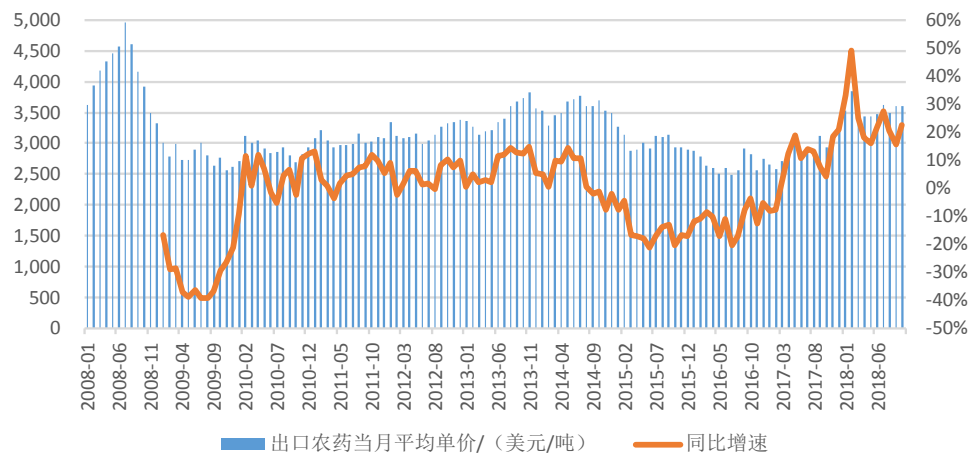
资料来源：wind，财富证券

图 27：农药出口金额及同比增速



资料来源：wind，财富证券

图 28：我国农药出口价格及同比增速



资料来源：wind，财富证券

3.1.3 我国农药企业小而散，环保趋严助产能集中度提升

我国农药产能、产量处于世界前列，但产业集中度低，根据中国农药工业协会统计，目前 2000 家左右的农药企业中，销售额 1 亿元以下的企业占到了 63% 左右，且以生产仿制类农药产品为主，产能过剩、贴牌销售，处于价值链低端。

2017 年中国农药销售额超过 10 亿的共 50 家，前十名销售总额 610.47 亿元，同比去年大幅增长 90.82%，销售总额占百强销售总额的近 40%，呈现集中度逐步提升的趋势。但相较全球，以先正达、拜耳、巴斯夫、陶氏益农、孟山都、和杜邦为代表的六大公司构成世界农药产业的第一集团，占据全球 70% 以上的农药市场份额，我国农药企业集中度还有很大的提升空间。

表 1：2018 中国农药行业销售前十名

序号	企业名称	2017 年销售额/亿元
1	湖北沙隆达股份有限公司	220.34
2	北京颖泰嘉和生物科技股份有限公司	60.83
3	山东潍坊润丰化工股份有限公司	50.47
4	南京红太阳股份有限公司	47.99
5	江苏扬农化工股份有限公司	43.66
6	四川省乐山市福华通达农药科技有限公司	43.18
7	浙江新安化工集团股份有限公司	42.10
8	连云港立本作物科技有限公司	35.67
9	江苏辉丰农化股份有限公司	34.16
10	利尔化学股份有限公司	30.81

资料来源：中商情报网，财富证券

国家出台多项政策解决国内农药企业问题。未来，集约化、规模化是农药企业做大做强的必由之路。随着行业竞争的加剧以及环保压力加大，我国农药行业正进入新一轮整合期。环保治理不达标的化工企业将逐步退出历史舞台，这对于一些产能分布分散的农药品种来说，供给将得到有效减少，龙头企业产品的价格和利润会得到有力保障。

表 2：农药行业政策法规

时间	发布单位	文件名称	主要内容
2017.10	环保部	固定污染源排污许可分类管理名录（2017年版）	规定农药企业实施时限为 2017 年。未能按时取得排污许可证的农药企业，将于申领期限后开始强制停产
2017.6	国务院	农药管理条例（2017年修订）	进一步规范了农药生产、产品登记、产品经营等内容
2016.5	中国农药工业协会	农药工业“十三五”发展规划	鼓励通过兼并、重组、股份制改造等，实现企业大型化。未来农药原药生产将进一步集中，到 2020 年，农药原药企业数量减少 30%，国内排名前 20 位的农药企业销售额占比 70% 以上
2014.12	工信部	关于 2014 年第资料来二批不予备案新增农药生产企业的函	明确了原则上不新增农药生产企业备案

资料来源：环保部官网，财富证券

建议关注扬农化工、利民股份、国光股份等相关公司。

3.2 新材料板块

3.2.1 国产替代空间广阔，政策支持促进行业发展

新材料是现代高新技术发展的先导，是提升传统产业技术能级的关键。目前，国际新材料产业中龙头企业主要集中在美国、欧洲和日本。尽管中国在半导体照明、稀土永磁材料、人工晶体材料等方面具有比较大优势，但距离欧美等材料强国，我们还有很长一段路要走。在新能源、电子信息、航空航天、船舶、汽车铁路、节能环保等重要领域的关键材料，2015 年仅有 14% 可实现完全自给，且多为技术含量较低的品种；有 54% 的材料国内可以生产，但产量、性能、质量不能完全满足国内需求；剩余约 1/3 完全依赖进口。越来越多的国际贸易摩擦也倒逼我们必须尽快自立自强发展新材料行业。

为促进我国新材料行业的快速发展，近年来，工信部、发改委等多部委相继发布了多个政策法规和相关专项基金及计划，新材料产业的战略地位持续提升。《新材料产业发展指南》指出，到 2020 年要实现先进基础材料总体要实现稳定供给；关键战略材料综合保障能力要超过 70%；前沿新材料则要取得一批核心技术专利，部分品种实现量产。

表 3：新材料相关的政策文件及专项基金

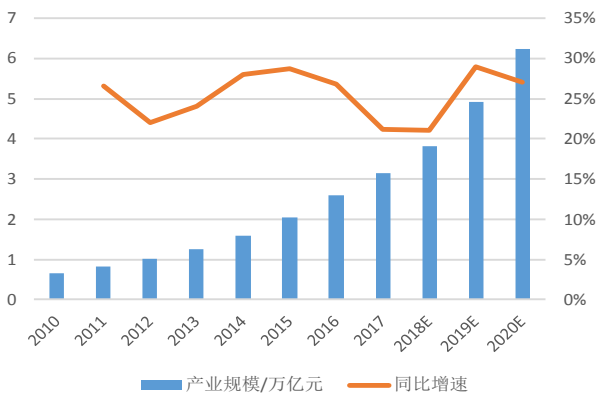
时间	发布单位	文件/基金/计划名称	主要内容
2018.03	工信部、发改委、科技部等九部委	新材料标准领航行动计划	到 2020 年完成修订 600 项新材料标准，构建完善新材料产业标准体系，重点制定 100 项“领航”标准；建立 3-5 个新材料领域国家技术标准创新基地等
2017.12	发改委	战略性新兴产业重点产品和服务指导目录	在新材料产业中对高性能复合材料产业进行了详细规划

2017.01	工信部、发改委、等	新材料产业发展指南	先进基础材料总体实现稳定供给，关键战略材料综合保障能力超过 70%，前沿新材料取得一批核心技术专利，部分品种实现量产。到 2020 年，战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 15%，形成新一代信息技术、高端制造、生物、绿色低碳、数字创意等 5 个产值规模 10 万亿元级的新支柱。
2016.12	国务院	“十三五”国家战略性新兴产业发展规划	以特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料 and 先进复合材料为发展重点。
2015.05	国务院	中国制造 2025	资助纳米材料技术应用、高性能陶瓷材料、新型能源材料、生态环境材料等
--	--	高新技术产业化新材料专项基金	资助各地建立一批国家级新材料产业基地
--	--	国家火炬计划	资助新材料中小型、创新型企业的科研投入
--	--	中小企业创新基金	支持的方向为传统材料行业涉及的基础问题、发展高新技术材料涉及的基础问题、材料设计成型机使用中的基础问题
--	--	国家重点基础研究计划（973 计划）	

资料来源：工信部官网，财富证券

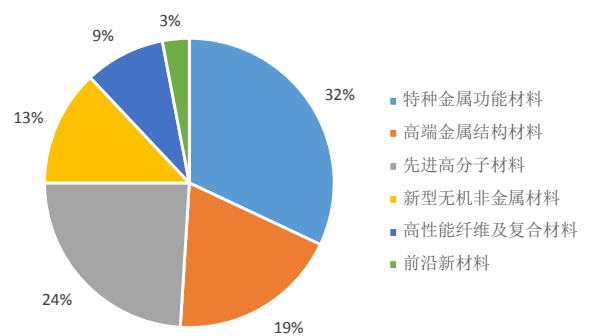
在国家政策大力扶持下，我国新材料产业发展迅速，产业规模由 2010 年的 0.65 万亿元增长至 2017 年的 3.1 万亿元，长年保持 20% 以上的增长速度。可以预见，未来几年内，新材料产业仍将处于黄金发展期，产值保持快速增长，年均增速有望维持在 20% 以上，预计在 2025 年将达到 10 万亿元规模。

图 29：中国新材料产业整体规模及增速



资料来源：中国产业研究院，财富证券

图 30：中国新材料产业结构



资料来源：中国产业研究院，财富证券

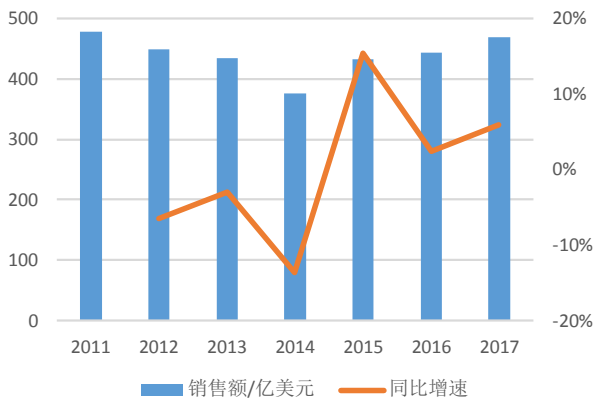
新材料产业逐步迎来黄金发展期，我们建议关注：（1）半导体及屏幕显示材料。下游产业链已经完成转移或正在加速转移到国内，下游需求确定，而上游新材料企业技术壁垒较高，前期依赖进口较多，但经过几年的韬光养晦，国内企业技术开始突破，逐步实现国产替代。（2）蜂窝陶瓷材料。下游需求快速增长的朝阳行业。

3.2.2 半导体材料—国产替代时点逐步到来

下游集成电路产业加速转移至国内

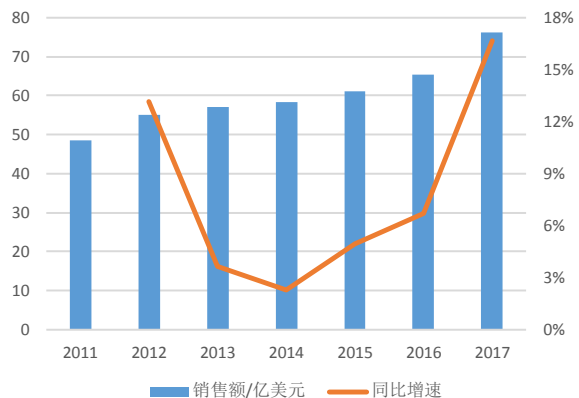
近年在国内集成电路产业持续快速发展的带动下，中国大陆半导体材料市场销售额逐年攀升。据国际半导体协会（SEMI）统计，2017年我国半导体材料市场销售额为76.2亿美元，同比增长16.69%，同期全球半导体材料市场销售规模为469.3亿美元，同比增长9.6%。从成长性来看，北美、日本及世界其他地区的半导体材料市场近年为个位数成长，中国大陆、台湾、韩国的半导体材料市场销售额成长最为强劲，产能东移趋势明显。我国半导体材料销售额占全球比重从2010年的10.15%增加至2017年的16.24%。

图 31：全球半导体材料销售规模及增速



资料来源：国际半导体协会，财富证券

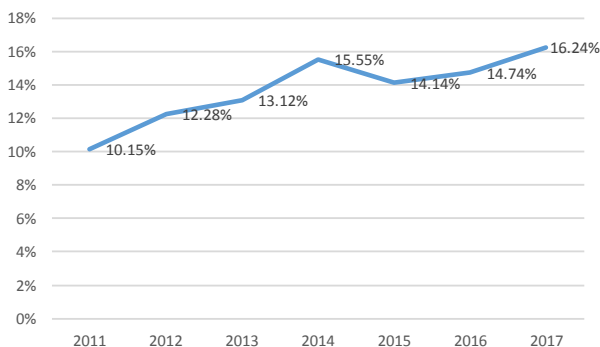
图 32：我国半导体材料销售规模及增速



资料来源：前瞻产业研究院，财富证券

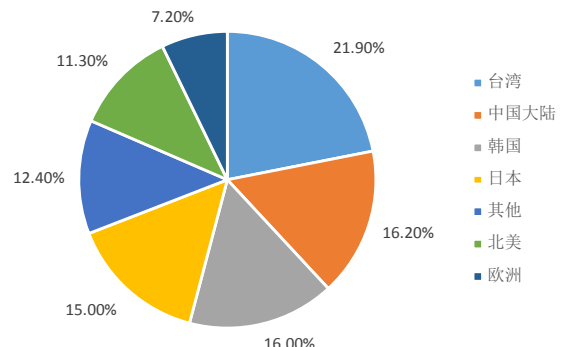
受益于国家政策大力支持以及相关基金和地方资本长期持续投入，国内半导体制造产业将逐步崛起，根据国际半导体协会（SEMI）发布的报告预计，2017年至2020年四年间，全球将新建62座晶圆厂，而中国大陆地区将占26座，半导体制造产业转移趋势明确，作为晶圆制造上游，国内半导体材料产业将会进入快速发展期。

图 33：我国半导体材料销售额占全球比重



资料来源：国际半导体协会，财富证券

图 34：2017 年全球半导体市场区域结构情况



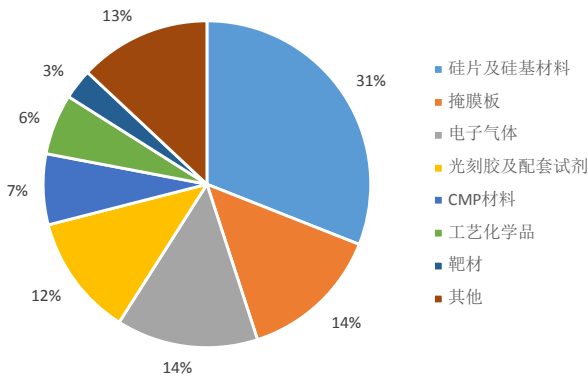
资料来源：国际半导体协会，财富证券

国产替代空间广阔，技术开始逐步突破

半导体材料是半导体产业的重要支撑，也是半导体制造的技术源头。目前全球半导

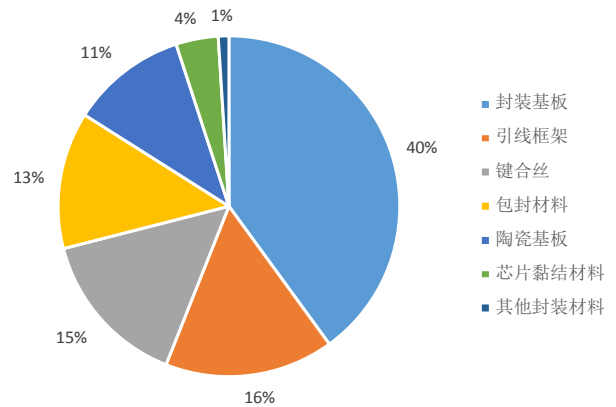
体材料产业依然由日、美、韩、德等国家占据绝对主导，全球市场前六大硅片公司的市场份额达 90% 以上，全球市场前九大光刻胶公司的市占率超过 95%，全球市场前七大 CMP 材料公司市场份额达 90%，高纯试剂全球市场前六大公司的市场份额达 80% 以上。

图 35：全球晶圆制造材料产品结构



资料来源：前瞻产业研究院，财富证券

图 36：全球封装材料产品结构



资料来源：前瞻产业研究院，财富证券

我国半导体材料产业起步较晚，且受到技术、资金、以及人才的限制，与国外仍存在很大差距。不过，伴随国内代工制造生产线、存储器生产线、以及封装测试线的持续大规模建设，国内半导体材料市场规模快速增长。同时，依靠产业政策导向、产品价格优势本土企业已经在国内市场占有一定的市场份额，CMP 抛光垫、清洗液等材料都有所突破，开始切入国内外主流芯片客户，启动材料的国产替代进程。建议关注飞凯材料、鼎龙股份等相关公司。

表 4：中国半导体材料产业梯队

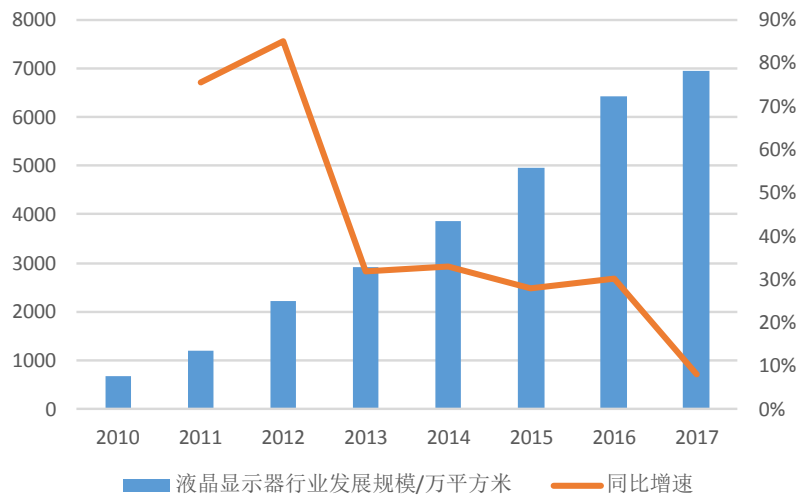
梯队	具体领域	国产化情况
第一梯队	封装基板、靶材、CMP 抛光材料、湿电子化学品，引线框等部分封装材料	部分产品技术标准达到全球一流水平，本土产线已实现中大批量供货
第二梯队	电子气体、硅片、掩模版、化合物半导体	个别产品技术标准达全球一流水平，本土产线已小批量供货或具备较大战略意义政策支持意愿强烈
第三梯队	光刻胶	技术和全球一流水平存在较大差距，目前基本未实现批量供货

资料来源：前瞻产业研究院，财富证券

3.2.3 屏幕显示材料—国产替代时点到来

韩国、日本、中国及中国台湾组成的三国四地基本上构成了世界液晶显示的全部版图，2017 年，我国大陆地区液晶显示器产量达 6951.5 万平方米，已超越韩国位居全球第一。近几年，全球面板投资集聚在中国，中国显示产业规模扶摇直上，中国内地已经有 8 条 8.5 代线量产，还有 8 条高世代线在建，预计到 2019 年所有项目都建设完成，届时将成为全球产能最大的国家。受益于下游液晶面板逐步转移至国内，国内液晶材料国产替代节点到来。

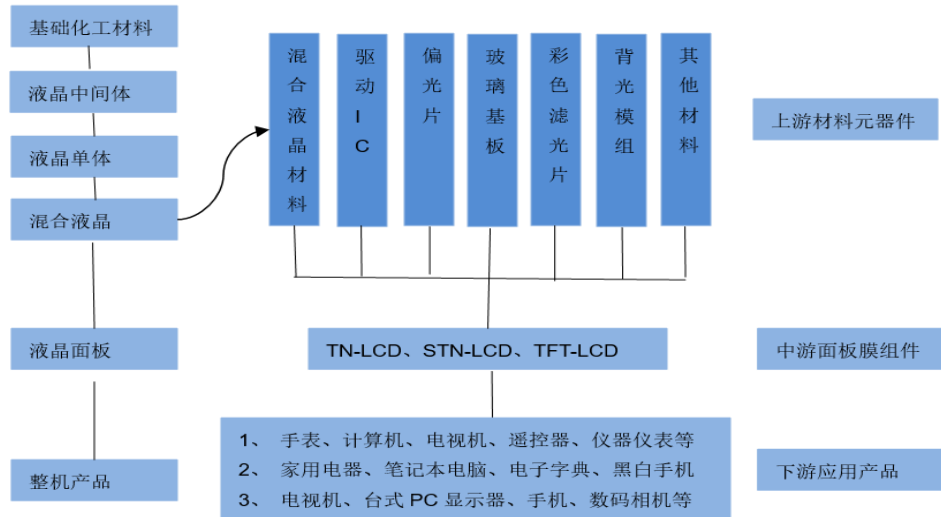
图 37: 2010 年-2017 年我国液晶显示器产量及增速



资料来源: 智研咨询, 财富证券

由于技术受限, 前期国内 TFT 混晶大多只能依赖进口, 近年随着国内诚志永华、和成显示、八亿时空等企业突破技术壁垒并顺利打入京东方、华星光电等主流面板厂商, TFT 混晶国产化率在逐步提升, 国内企业从 2014 年年底、2015 年年初开始放量, 到 2016 年年底 TFT 混晶国产化率已达 15%, 2017 年国产化率上升至约 30%。2017 年国内 TFT 混晶需求量约 290 吨, 预计到 2019 年将增加 450 吨, 若保守仍按 2017 年 30% 国产化率算, 2019 年国内混晶材料需求 135 吨, 国内企业混晶复合增速达 25%, 相关企业将迎来高速发展期。建议关注飞凯材料等相关公司。

图 38: 屏幕显示材料产业链



资料来源: 中国产业信息网, 财富证券

3.2.4 蜂窝陶瓷—快速增长的朝阳行业

蜂窝陶瓷是近三十年来开发的一种结构似蜂窝形状的新型陶瓷产品。由最早使用在小型汽车尾气净化到今天广泛应用在化工、电力、冶金、石油、电子电器、机械等工业中, 而且越来越广泛。

国六标准带动新车市场需求增加

伴随着我国经济的快速发展，环境污染尤其是大气污染日益严重。据环保部发布的信息，机动车、工业生产、燃煤、扬尘等是当前中国大部分城市环境空气中颗粒物的主要污染源，约占 85%-90%，其中，北京、杭州、广州、深圳的首要污染源是机动车。油品升级及柴油机排放标准升级为汽车节能减排的主要升级方向。

为了促使汽车生产厂家改进产品以降低这些有害物质的产生源头，国家制定了相关的汽车排放标准。2016 年 12 月，环保部、国家质检总局联合发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，公布了第六阶段轻型汽车的排放要求和实施时间。2018 年 6 月，生态环境部和国家市场监督管理总局联合发布了《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，公布了第六阶段重型柴油车的排放要求和实施时间。

表 5：汽车排放标准相关政策

时间	发布单位	文件	主要内容
2016.12	环境保护部、国家质检总局	轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）	2020 年 7 月 1 日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准 6a 限值要求
			2023 年 7 月 1 日起，所有销售和注册登记的轻型汽车应符合本标准 6b 限值要求
2018.06	生态环境部和国家市场监督管理总局	重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）	2019 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的燃气汽车应符合本标准要求
			2020 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的城市场车辆应符合本标准要求
			2021 年 7 月 1 日起，所有生产、进口、销售和注册登记的城市场车辆应符合本标准要求

资料来源：环保部官网，财富证券

随着我国车辆排放标准的不断提升，甚至减排要求未来推广至工程车辆、舰船等设施，DOC、SCR、DPF 等装置或集成装置的需求将相应放量，预计国内汽车尾气催化剂载体需求量未来三年复合增速将超过 30%，蜂窝陶瓷作为这些装置的必要器件，其未来市场仍将继续增长。

表 6：国四/五/六标准排放比较

	国四	国五	国六 a	国六 b	净化技术	所需蜂窝陶瓷部件
NOX	0.08	0.06	0.06	0.035	选择性催化还原系统（SCR）	直通式蜂窝陶瓷
PM	--	0.0045	0.0045	0.003	柴油氧化催化器（DOC）	直通式蜂窝陶瓷
CO	1	1	0.7	0.5	柴油氧化催化器（DOC）	直通式蜂窝陶瓷
PN	--	--	6.0×10^{11}	6.0×10^{11}	柴油颗粒过滤器（DPF）	壁流式蜂窝陶瓷

资料来源：生态环境部网站，财富证券

主机厂商加强成本控制，蜂窝陶瓷国产化率提升

目前蜂窝陶瓷有 300 多亿的市场份额，90% 以上被美国康宁和日本 NGK 垄断，国内企业上升空间非常大。由于内部经济承压以及外部贸易摩擦加剧，内资乘用车竞争压力变大，随着国产车比例的增加以及国产主机厂成本管控显著加强，部分车型在满足基本技术参数的情况下已将蜂窝陶瓷采购权交由封装企业或总成企业，有效地提升了国产蜂窝陶瓷厂商进入供应链的比例。国产蜂窝陶瓷相关厂商迎来发展机会。建议关注国瓷材料等相关公司。

4 基础化工板块重点标的推荐

4.1 扬农化工

菊酯景气持续，麦草畏逐步放量。公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，拥有菊酯类杀虫剂总产能 8100 吨/年，其中农用菊酯 5500 吨/年，市场份额约为 30%，卫生菊酯 2600 吨/年，占国内总产能的 70% 左右；麦草畏产能 2.5 万吨/年，占全球产能的一半以上；草甘膦产能 3 万吨/年。2018 年前三季度公司实现营收 43.45 亿元，同比增长 38.07%，归母净利润 7.86 亿元，同比增长 93.14%。公司菊酯景气度较高，麦草畏逐步放量。

项目储备保障后续业绩增长，收购中化作物强化制剂品牌。子公司优嘉植保计划投资 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯、200 吨/年轻啉酯农药项目，昭示公司项目储备充足，成长持续性凸显。此外公司拟现金受让中化作物及沈阳农研公司，项目持续推进中，未来有助于制剂业务迅速做大做强。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年实现营业收入分别为 58.45、66.51、75.50 亿元，归母净利润分别为 10.53、12.10、13.40 亿元，对应 EPS 分别为 3.37、3.90、4.32 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 12-14 倍 PE 估值，合理区间为 46.80-54.60 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

4.2 利民股份

国内杀菌剂龙头。公司是国内杀菌剂龙头企业，目前主要产能包括 2.5 万吨络合态代森锰锌、2000 吨霜脲氰、5000 吨三乙磷酸铝、1000 吨噁霉胺和 5000 吨威百亩，产能和产量均为国内第一。公司是国内最大的代森锰锌生产商，收购河北双吉（拥有代森锰锌 1 万吨）后总产能国内占比超过 70%。2018 年前三季度公司实现营业收入 23.41 亿元，同比增长 7.94%，归母净利润 1.50 亿元，同比增长 34.89%。

内生外延齐发展，不断推进新项目。公司于 2018 年 10 月发布公告，拟与欣荣投资共同收购新奥旗下农兽药资产，包括威远生化、威远动物药业和内蒙古新威远 100% 的股权，产品主要包括草铵膦、噁菌酯、兽药驱虫剂、饲料添加剂等，收购价格 7.5 亿元-8 亿元，收购完成后有利于公司丰富产品结构、强化市场渠道建设。公司自身也在不断推进新项目，2018 年主要增量项目在于河北双吉的年产 1 万吨代森类产品以及新河的年产 1 万吨百菌清项目。公司产品目前以杀菌剂为主，也在逐步降低代森类产品比重，增加经

济效益较好的杀虫剂、除草剂产品，除草剂中现有硝磺草酮 1000 吨产能，下一步结合园区规划，形成包括三个品种的除草剂板块，预计形成 8-10 亿元规模。

盈利预测与投资评级。不考虑对新奥旗下公司的并购，预计公司 2018、2019、2020 年实现营业收入分别为 15.51、17.07、18.77 亿元，归母净利润分别为 2.05、2.40、2.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.73、0.86、0.98 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 15-18 倍 PE 估值，合理区间为 12.90-15.48 元，维持公司“推荐”评级。

4.3 国光股份

国内植物生长调节剂龙头。公司主要从事植物生长调节剂、杀菌剂为主的农药制剂和高端水溶性肥料的生产和销售，产品包括甲哌鎓、茶乙酸、S-诱抗素等。国内植物生长调节剂目前处于行业初期，随着园林绿化、水果及蔬菜的数量和品质要求越来越高，未来市场空间巨大。据农药工业协会统计，我国植物生长调节剂行业市场规模从 2011 年的 34 亿元提升至 2016 年的 90 亿元，年复合增长率为 18%，远高于农药行业平均增速。国光股份是国内植物生长调节剂原药及制剂登记产品最多的企业，在行业中已经经营了三十多年，有较好的品牌知名度，经销商以及用户的粘性较高，具有技术和销售渠道领先优势，公司有望和行业共同快速成长。

IPO 募投项目即将投产，可转债项目后续跟进。公司 IPO 募投的 2100 吨/年植物生长调节剂原药、1.9 万吨/年环保型农药制剂、6000 吨/年植物营养产品三个项目预计于 2018 年年底投产，届时将有效缓解公司产能瓶颈，公司盈利能力有望快速提升。此外，公司计划通过发行可转债募集 3.3 亿元，实施老厂区搬迁技改。拟建设年产 1201 吨原药、50000 吨水溶肥料、30000 吨制剂等生产线，以及对技术中心升级改造。项目建设期 2 年，按计划将于 2020 年建成。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 8.51、10.05、11.86 亿元，归母净利润分别为 2.10、2.60、3.12 亿元；对应 EPS 分别为 0.96、1.19、1.42 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予 2019 年底公司 18-20 倍 PE 估值，合理区间为 21.42-23.80 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

4.4 飞凯材料

转型完成，液晶材料、半导体封装材料、光纤光缆涂覆材料三辆马车并驾齐驱。公司 2016 年及之前主营业务是紫外固化光纤光缆涂覆材料，之后于 2016、2017 年通过内生外延，先后收购长兴昆电、大瑞科技、合成显示等公司完成转型，目前液晶材料、半导体封装材料、光纤光缆涂覆材料三辆马车并驾齐驱。2018 年前三季度公司实现营业收入 11.00 亿元，同比增长 130.14%，归母净利润 2.55 亿元，同比增长 416.59%。

紫外固化材料重回上升态势，混晶材料国产替代正当时。随着行业价格战缓和以及 5G 的逐步实施，公司紫外固化材料重回业绩增长通道。混晶方面，由于 2018 年面板新

增产线不多，合成显示销量增长不明显，但 2019、2020 年，随着混晶国产化率的提高，以及下游一些国内外新线的陆续投产，混晶销量预计将显著增加。此外，半导体方面，公司自身清洗液、蚀刻液等湿电子化学品和并购的环氧塑封料、锡球等半导体封装产品协同效应逐渐显现，为公司提供更多业绩增长点。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 14.36、18.95、22.36 亿元，归母净利润分别为 3.40、4.08、4.88 亿元；对应 EPS 分别为 0.80、0.96、1.14 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 20-23 倍 PE 估值，合理区间为 19.20-22.08 元，维持公司“推荐”评级。

4.5 国瓷材料

国内陶瓷材料龙头。公司是国内最大的陶瓷材料生产商，通过内部扩张和收购兼并，目前产品已涵盖多层陶瓷电容器（MLCC）用电子陶瓷材料、纳米级复合氧化锆材料、高纯超细氧化铝材料、喷墨打印用陶瓷墨水材料、电子浆料、蜂窝陶瓷、陶瓷球等，产品应用领域涵盖电子信息和通讯领域、生物医药领域、新能源汽车领域、建筑陶瓷、汽车及工业催化领域、太阳能光伏领域、航空航天等现代高科技领域等。2018 年前三季度实现营业收入 8.35 亿元，同比增长 102.38%，归母净利润 1.21 亿元，同比增长 51.00%。

下游需求快速增长，公司业绩多点开花。业绩增长点（1）电陶瓷板块主要是 MLCC 材料，这两年行业需求比较旺盛，随着汽车、可穿戴等领域应用不断推广，将会保持较好的增长势头，且公司从 2017 年下半年到现在进行了产能扩充；（2）蜂窝陶瓷板块，随着环保的趋严及国六标准的推行，以蜂窝陶瓷为主的汽车尾气处理业务未来预计增速较快；（3）口腔医疗齿科板块，行业增长较快，收购标的方爱尔创齿科在国内市占率较高，有 3 年的业绩承诺；（4）氧化锆板块，随着手机背板的新兴业务的发展，预计未来几年增速较高；（5）陶瓷墨水国内市占率第一，世界领先，随着新墨水产品释放，预计未来还有较大的空间。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 19.50、25.30、30.70 亿元，归母净利润分别为 4.90、5.80、7.10 亿元；对应 EPS 分别为 0.77、0.91、1.11 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 20-22 倍 PE 估值，合理区间为 18.20-20.02 元，首次覆盖给予公司“谨慎推荐”评级。

4.6 再升科技

国内微纤维玻璃棉细分龙头。公司为国内微纤维玻璃棉及玻璃纤维滤纸龙头，收购悠远后，“原棉-滤纸-设备”产业链基本完善。公司生产的微纤维玻璃棉制品主要应用于洁净（主要为空气过滤）和节能保温（主要为冰箱、冰柜行业）领域，产品以玻璃纤维滤纸和真空绝热板芯材为主，2017 年新增空气净化设备。

行业迎来快速增长期。近年来下游半导体投资带来洁净室的更高要求，以及空气净

化设备增长，“干净空气”蓝海市场空间广阔；建材行业高效无机真空绝热板芯材及冷链市场的快速发展为“高效节能”产品 VIP 芯材提供长期市场需求。2018 年公司将有 2.5 万吨/年玻璃纤维棉产能、4000 吨/年滤纸产能及 2017 年底投产的 5000 吨/年 VIP 干法芯材产能投产，使得各业务板块产能大幅扩张，为业绩增长提供保障。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年营业收入分别为 11.30、16.2、22.1.06 亿元，归母净利润分别为 1.73、2.45、3.38 亿元；对应 EPS 分别为 0.32、0.45、0.62 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 20-23 倍 PE 估值，合理区间为 9.00-10.35 元，首次覆盖给予公司“推荐”评级。

4.7 国恩股份

国内改性塑料龙头，业绩快速增长。公司以改性塑料起家，通过内生外延主营业务逐步扩展为改性塑料、人造草坪、空心胶囊和复合材料四个部分。2018 年前三季度实现营业收入 23.41 亿元，同比增长 70.31%，归母净利润 2.02 亿元，同比增长 50.54%。

人造草坪、高分子材料等业务共同发展，业绩多点开花。我国人造草坪市场仍处于成长期，未来人造草坪由于“市场需求+政策驱动”迎来黄金时期。国恩股份是 A 股上市公司中唯一涉及人造草坪的企业，已经形成从原料到草坪制品的一体化生产，目前正在进行 FIFA 认证。公司已于 2018 年 12 月份完成“平度市中小学塑胶跑道及人造草坪”1.68 亿项目，近期中标“即墨区中小学塑胶跑道及人造草坪”0.97 亿项目，公司在人造草坪业务不断取得新的突破。此外，公司于 2018 年 3 月定增募资 7.5 亿元，投资于先进高分子复合材料项目，项目建成并达产后，公司将形成年产先进高分子复合材料及制品近 4 万吨的生产能力，产品包括 SMC 纤维材料、SMC 纤维材料等，预计 2019 年下半年建成投产，达产后预计每年可实现销售收入 12.8 亿元，净利润 1.4 亿元。国骐光电及复合材料新项目将为公司 2019 年及以后业绩增长提供动力。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年实现营业收入分别为 33.77、39.85、44.64 亿元，归母净利润分别为 3.01、3.74、4.41 亿元，对应 EPS 分别为 1.11、1.38、1.62 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 20-22 倍 PE 估值，合理区间为 27.60-30.36 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

4.8 金禾实业

国内甜味剂和麦芽酚龙头。公司由化肥厂起家，后不断由基础化工产品向精细化工产品延伸，公司基础化工产品主要包括双氧水、液氨、硝酸、硫酸、甲醛、三聚氰胺、季戊四醇、双乙烯酮、新戊二醇；食品添加剂产品包括安赛蜜（产能 12000 吨/年，全球市占率约 60%）、三氯蔗糖（产能 1500 吨/年，全球市占率约 25%）、麦芽酚（产能 4000 吨/年，甲基麦芽酚市占率约 80%，乙基麦芽酚市占率约 60%）。

三氯蔗糖替代市场广阔，技改项目即将投产。三氯蔗糖作为第五代甜味剂，价格下

降之后在甜价比以及口感上均有较大优势,有望在目前 8000 吨/年需求量的基础上快速增长,增量一方面来自“低糖”带来甜味剂行业新空间,一方面来自对阿斯巴甜等老一代甜味剂的替代。在三氯蔗糖市场空间快速增长过程中,公司有望借助成本及渠道优势,提高市占率,复制安赛蜜成功路径。公司可转债投资的 1500 吨/年的技改项目预计 2019 年 1 月份投产,届时公司三氯蔗糖产能将增加至 3000 吨/年,规模优势进一步扩大,成本也将进一步降低。

定远一期明年二季度投产,助力成本进一步下降。定远一期项目预计明年二季度初投产,投资额 8.6 亿元,项目包括年产 2 万吨糠醛(麦芽酚原材料)、年产 5000 吨甲基麦芽酚(看市场确定产能释放情况)以及年产 8 万吨氯化亚砷(三氯蔗糖原材料)装置,投产后有利于实现产业链的垂直一体化整合,进一步发挥成本优势。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018-2020 年实现营业收入分别为 46.14、51.68、55.81 亿元,归母净利润为 10.30、11.66、12.65 亿元,对应 EPS 为 1.84、2.09、2.26 元/股,参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 9-11 倍 PE 估值,合理区间为 18.81-22.99 元,维持公司“谨慎推荐”评级。

4.9 玲珑轮胎

半钢胎龙头, Q3 业绩同增 26%。公司成立于 1975 年,是国内半钢胎龙头企业,拥有轮胎产能 5000 万条/年,其中半钢胎产能 4134 万条。前三季度实现营业收入 110.45 亿元,同比增长 7.06%,归母净利润 8.84 亿元,同比增长 22.79%,业绩稳步增长。

出口退税提高利好轮胎企业,公司稳扎稳打增加产销量。近日,财政部、国家税务总局联合发文,对轮胎等产品增值税出口退税率由 9%提高至 13%,玲珑轮胎营收 1/3 以上为出口,从中受益较大。公司积极推进“5+3”战略布局,在国内已经先后投资建设了山东招远、山东德州和广西柳州三个生产基地;广西柳州项目一期 1000 万套半钢今年 10 月份已经达产,100 万套全钢预计明年 3 月份达产;湖北荆门一期 120 万套全钢胎项目预计明年 4 月底开始投产,半钢胎项目预计明年 7 月底投产。在海外,公司泰国工厂目前已建成 1200 万套半钢子午线轮胎和 120 万套全钢子午线轮胎产能,泰国三期项目也于今年启动,预计明年 3 月份达产。此外公司第二处海外生产基地定于塞尔维亚,拟投资 66.25 亿元建设年产 1362 万条高性能子午线轮胎项目。生产基地的全球化布局,能够提高公司更好的应对贸易摩擦以及抵御橡胶等原材料价格波动风险的能力。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年实现营业收入分别为 151.71、168.39、185.23 亿元,归母净利润分别为 12.18、14.82、16.71 亿元,对应 EPS 分别为 1.01、1.23、1.39 元/股,参考同行业估值以及公司业绩增长,给予公司 2019 年底 13-15 倍 PE 估值,合理区间为 15.99-18.45 元,维持公司“推荐”评级。

4.10 龙蟒佰利

国内钛白粉龙头，三季度业绩平稳增长 3.14%。公司是亚洲第一全球第四的钛白粉企业，目前产能 60 万吨/年，前三季度公司实现营业收入 80.25 亿元，同比增长 6.24%，归母净利润 19.70 亿元，同比增长 2.59%，公司业绩平稳增长。

二期氯化法项目稳步推进，内生外延不断扩大产能。钛白粉行业整体供给端新增产能有限，需求端内需承压，但出口增长较快；作为我国钛白粉龙头，公司核心优势明显。公司 20 万吨/年氯化法生产线主体已基本竣工，年底可实现单机试车，2019 年上半年正式投产，预计新增钛白粉产量 10-15 万吨，达产后将降低公司氯化法钛白粉成本并显著增厚公司利润。公司计划通过内生外延结合在未来 2-3 年内将钛白粉产能规模提升至 130 万吨/年。

盈利预测与投资评级。预计公司 2018、2019、2020 年实现营业收入分别为 110.78、125.18、135.19 亿元，归母净利润分别为 26.06、30.81、35.31 亿元，对应 EPS 分别为 1.28、1.52、1.74 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 10-12 倍 PE 估值，合理区间为 15.20-18.24 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

5 风险提示

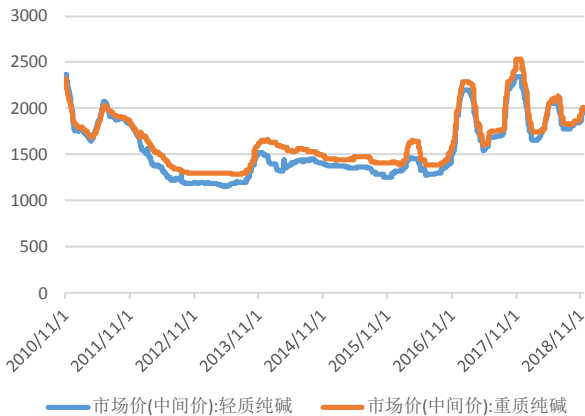
环保政策放松导致供给增加；

下游需求受宏观经济影响下滑超预期；

贸易战加剧导致出口不及预期。

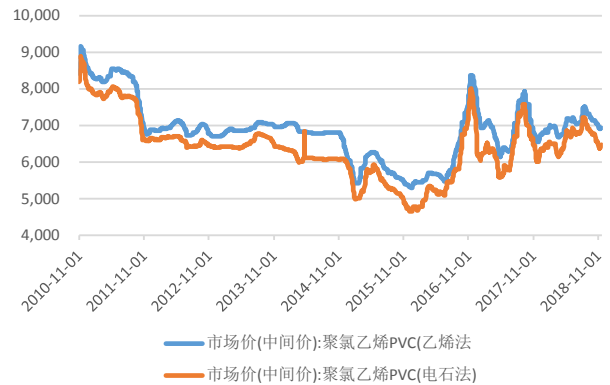
附录：主要化工品价格走势

图 39：纯碱价格走势（元/吨）



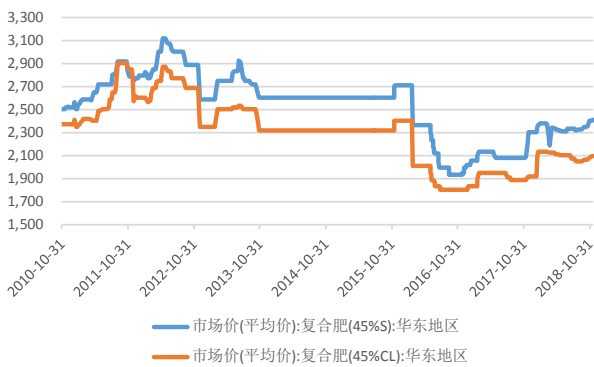
资料来源：wind，财富证券

图 40：PVC 价格走势（元/吨）



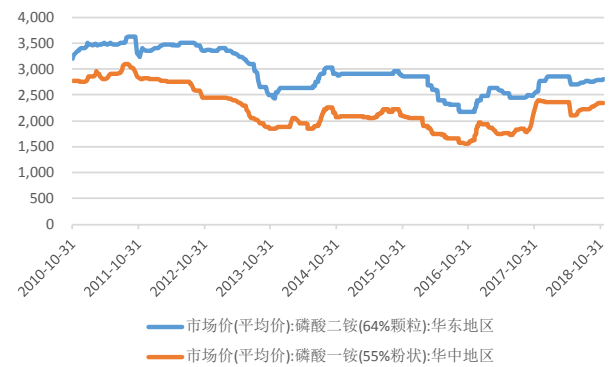
资料来源：wind，财富证券

图 41：复合肥价格走势（元/吨）



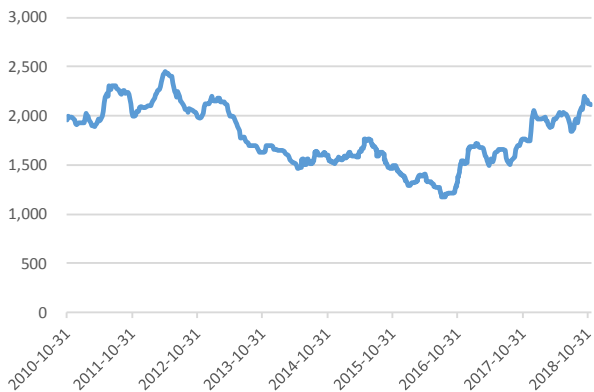
资料来源：wind，财富证券

图 42：磷肥价格走势（元/吨）



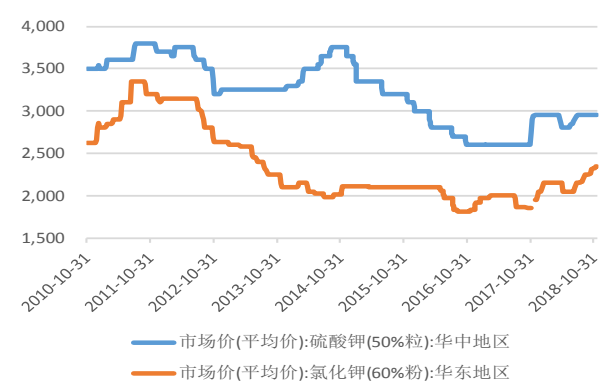
资料来源：wind，财富证券

图 43：氮肥价格走势（元/吨）



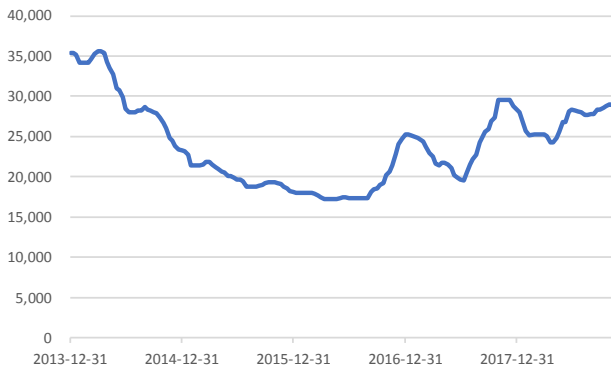
资料来源：wind，财富证券

图 44：钾肥价格走势（元/吨）



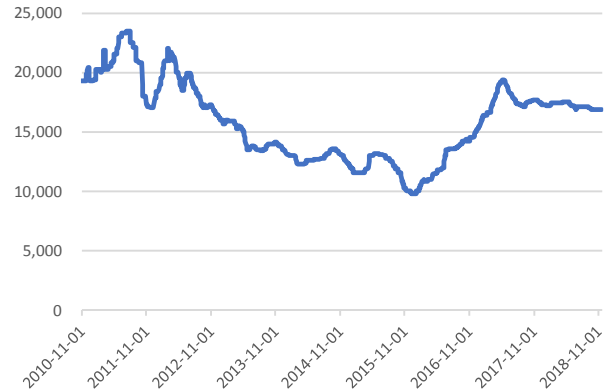
资料来源：wind，财富证券

图 45: 草甘膦价格走势 (元/吨)



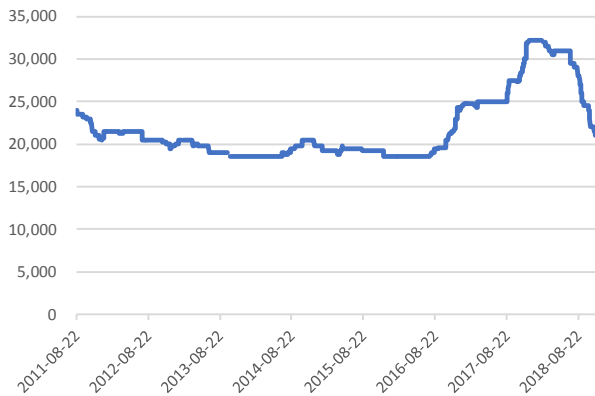
资料来源: wind, 财富证券

图 46: 钛白粉价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 47: 聚碳酸酯价格走势 (元/吨)



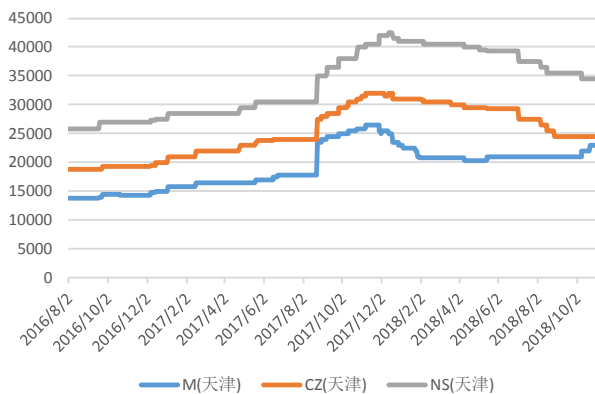
资料来源: wind, 财富证券

图 48: 乙二醇价格走势 (元/吨)



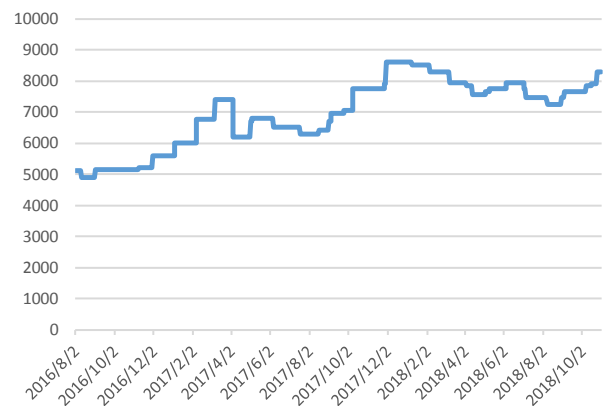
资料来源: wind, 财富证券

图 49: 橡胶助剂价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

图 50: 炭黑价格走势 (元/吨)



资料来源: wind, 财富证券

投资评级系统说明

以报告发布日后的 6—12 个月内，所评股票/行业涨跌幅相对于同期市场指数的涨跌幅度为基准。

类别	投资评级	评级说明
股票投资评级	推荐	投资收益率超越沪深 300 指数 15% 以上
	谨慎推荐	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 5%—15%
	中性	投资收益率相对沪深 300 指数变动幅度为 -10%—5%
	回避	投资收益率落后沪深 300 指数 10% 以上
行业投资评级	领先大市	行业指数涨跌幅超越沪深 300 指数 5% 以上
	同步大市	行业指数涨跌幅相对沪深 300 指数变动幅度为 -5%—5%
	落后大市	行业指数涨跌幅落后沪深 300 指数 5% 以上

免责声明

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格，作者具有中国证券业协会注册分析师执业资格或相当的专业胜任能力。

本报告仅供财富证券有限责任公司客户及员工使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发送，概不构成任何广告。

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可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。

本报告中所指投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司及本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此作出的任何投资决策与本公司及本公司员工或者关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人（包括本公司客户及员工）不得以任何形式复制、发表、引用或传播。

本报告由财富证券研究发展中心对许可范围内人员统一发送，任何人不得在公众媒体或其它渠道对外公开发布。任何机构和个人（包括本公司内部客户及员工）对外散发本报告的，则该机构和个人独自为此发送行为负责，本公司保留对该机构和个人追究相应法律责任的权利。

财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-84403438