

化工行业

潮落拾遗珠，拥抱需求确定性

-化工行业 2019 投资策略

评级：增持（首次）

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

Email: shah@r.qlzq.com.cn

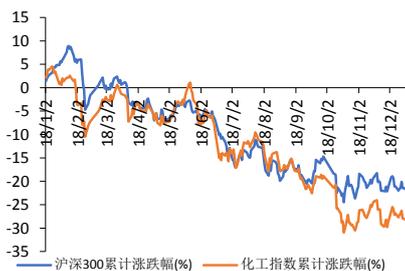
分析师：李海勇

执业证书编号：S0740518120001

Email: lihy@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	328
行业总市值(百万元)	2659239.38
行业流通市值(百万元)	917587.05

行业-市场走势对比

相关报告
投资要点

- **宏观展望：全球经济仍存下行压力。**2017 年底全球制造业 PMI 开始见顶回落，进入 2018 年全球经济美国一枝独秀，中国面临下行压力。展望 2019 年，美国经济或将见顶回落，同时贸易摩擦对全球需求的负面影响或进一步显现，全球经济仍存放缓压力。**行业回顾与展望：**化工行业景气于二季度见顶后开始回落，销售净利率 18Q2 达到此轮周期高点 5.8%，而后回落。目前化工产品整体价格水平仍处较高位置，后续在需求下行压力增大的环境下，大部分化工产品的价格或将承压。
- **投资策略：潮落拾遗珠，拥抱需求确定性。**我们认为目前大多数的化工产品都在价格的历史较高位置，存在因为下游需求较弱而面临价格下跌的风险，因此我们 19 年的主要策略就是围绕细分子行业，寻找能有需求支撑的优质细分子行业，主要侧重在下面五个方面：
 - **1、大宗周期品还能不能涨？期待竣工回补带来的施工端需求好转。**2018 年，建筑地产领域最显著的特点为房地产新开工面积累计同比增速与竣工面积增速出现明显背离。地产施工端的回补预计将带动如纯碱、PVC 行业的需求，建议关注三友化工（600409.SH）、山东海化（000822.SZ）、中泰化学（002092.SZ）；
 - **2、寻找弱周期品种，农化底部反转值得期待。**农产品价格相对独立于宏观经济，目前农产品价格在周期底部，反转值得期待，农产品价格回暖有望拉动复合肥和农药等化工产品的需求。尤其重视磷肥、磷矿石和钾肥板块，建议关注兴发集团（600141.SH）、司尔特（002538.SZ）、新洋丰（000902.SZ）和藏格控股（000408.SZ）；
 - **3、天然气行业步入十年黄金发展期。**天然气行业于 2016 年已步入快速发展的黄金十年。我们预计至 2020 年，为黄金 I 期，16-20 年天然气消费量复合增速或达 15%；2020-2025 年为黄金 II 期，随着天然气价格市场化改革的加速推进，天然气价格下行带动发电、城市燃气和工业燃料等诸多应用领域的需求爆发。建议关注广汇能源（600256.SH），新奥股份（600803.SH）。
 - **4、抢占高地！新材料布局正当时。**新材料是材料工业发展的先导，加快培育和发展新材料产业，对于引领材料工业升级换代，支撑战略性新兴产业发展，保障国家重大工程建设，促进传统产业转型升级，构建国际竞争新优势具有重要的战略意义。建议关注锂电回收新贵光华科技（002741.SZ），电子化学品领域的飞凯材料（300398.SZ）、扬帆新材（300637.SZ），氟化工龙头巨化股份（600160.SH）和金石资源（603505.SH），以及 OLED 材料的强力新材（300429.SZ）；
 - **5、此外，此轮供给侧改革极大优化了行业供需格局，建议关注化工行业中具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的现金牛企业，**如扬农化工（600486.SH）、利尔化学（002258.SZ）、嘉化能源（600273.SH）、龙蟒佰利（002601.SZ）。
- **风险提示：**宏观经济超预期下行的风险、产品价格不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险、全球贸易摩擦加剧的风险、全球市场动荡的风险。

内容目录

宏观回顾与展望：下行压力较大，积极因素正在显现	- 6 -
全球经济 18 年美国独秀，19 年全球下行压力加大	- 6 -
国内下行压力骤增，政策利好预期密集出台	- 8 -
化工行业二级市场表现相对一般.....	- 16 -
化工行业营收和净利润保持正增长.....	- 18 -
子行业内部分化较明显	- 18 -
19 年化工策略：潮落拾遗珠，拥抱需求确定性	- 20 -
大宗周期品还能不能涨？期待竣工回补带来的施工端需求好转	- 21 -
纯碱供需格局优异，将直接受益竣工回补.....	- 22 -
· 三友化工（600409.SH）	- 23 -
· 山东海化（000822.SZ）	- 24 -
PVC 盈利状态较强，新增产能有待进一步跟踪.....	- 24 -
· 中泰化学（002092.SZ）	- 25 -
寻找弱周期品种，农化底部反转值得期待	- 26 -
磷肥产业链机会确定性较强	- 28 -
磷矿石供给侧改革，价格弹性较大.....	- 30 -
钾肥价格有望持续上涨	- 31 -
· 兴发集团（600141.SH）	- 33 -
· 司尔特（002538.SZ）	- 34 -
· 新洋丰（000902.SZ）	- 34 -
· 藏格控股（000408.SZ）	- 35 -
天然气步入黄金十年发展期	- 36 -
LNG：行业有望享受量价齐升	- 39 -
· 广汇能源（600256.SH）	- 42 -
抢占高地！新材料布局正当时	- 43 -
看好锂电回收市场，发展空间巨大.....	- 43 -
· 光华科技（002741.SZ）	- 44 -
高端产品国外垄断，国内电子化学品步入发展黄金期.....	- 45 -
· 飞凯材料（300398.SZ）	- 46 -
· 扬帆新材（300637.SZ）	- 47 -
氟化工新材料前景广阔	- 47 -
· 巨化股份（600160.SH）	- 50 -
· 金石资源（603505.SH）	- 51 -
折叠屏有望引爆 OLED 显示屏，OLED 材料需求有望爆发式增长。	- 51 -
· 强力新材（300429.SZ）	- 53 -
具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的现金牛企业	- 55 -
· 扬农化工（600486.SH）	- 55 -
· 利尔化学（002258.SZ）	- 55 -
· 嘉化能源（600273.SH）	- 57 -
· 龙蟒佰利（002601.SZ）	- 58 -
风险提示	- 60 -

图表目录

图表 1: 主要国家和地区 GDP 季度增速	- 6 -
图表 2: 全球大部分地区 PMI 指数下行.....	- 6 -
图表 3: 美国经济领先指标 CLI4 月份开始下行.....	- 7 -
图表 4: 美国房地产市场见顶回落.....	- 7 -
图表 5: 欧元区经济暂无企稳迹象.....	- 7 -
图表 6: 欧元区利率中枢或进一步抬升.....	- 7 -
图表 7: 中国 GDP 逐渐下行.....	- 8 -
图表 8: PMI 指数下行压力仍在.....	- 8 -
图表 9: 房屋新开工面积与竣工面积的背离.....	- 9 -
图表 10: 化学原料及化学制品出口比重不高.....	- 9 -
图表 11: 化学纤维出口比重较低.....	- 9 -
图表 12: 石油加工等产品出口占比很小.....	- 10 -
图表 13: 橡胶和塑料制品出口占相对较多	- 10 -
图表 14: 化学纤维制造业存在“抢出口”现象.....	- 10 -
图表 15: 橡胶及塑料制造业存在“抢出口”现象	- 11 -
图表 16: 社会消费品零售额同比增速下行.....	- 11 -
图表 17: 家用空调+冰箱的库存仍在相对高位（万台）	- 12 -
图表 18: 汽车库存仍在相对高位（万辆）	- 12 -
图表 19: 化学原料固定资产投资累计同比上升.....	- 13 -
图表 20: 化学纤维固定资产投资累计同比上升.....	- 13 -
图表 21: 橡胶和塑料固定资产投资累计同比上升	- 13 -
图表 22: 石油加工等固定资产投资累计同比上升	- 13 -
图表 23: 油价在 10 月高点之后快速下滑.....	- 14 -
图表 24: 煤炭价格存在回落风险.....	- 14 -
图表 25: 主要化工产品价格所在位置.....	- 15 -
图表 26: 2018 年申万一级行业涨跌幅（截止 2018 年 12 月 18 日）	- 16 -
图表 27: 化工指数涨跌幅与沪深 300 指数涨跌幅对比	- 16 -
图表 28: 2018 年化工三级子行业涨跌幅（截止 2018 年 12 月 18 日）	- 17 -
图表 29: 2018 年化工个股涨幅前 20 名与涨幅后 20 名（截止 2018 年 12 月 20 日）	- 17 -
图表 30: 化工行业单季度营业收入和净利润同比增长率	- 18 -
图表 31: 化工行业单季度销售毛利率和销售净利率.....	- 18 -
图表 32: 2018 年化工子行业营业收入同比增速（截止 2018 年 12 月 18 日）	- 19 -
图表 33: 2018 年化工子行业归属于母公司的净利润同比增速（截止 2018 年 12 月 18 日，不包括石	

油贸易)	- 19 -
图表 34: 17 年中以来土地购置费增速与建安投资增速背离	- 21 -
图表 35: 17 年以来新开工和竣工面积增速剪刀差持续放大	- 21 -
图表 36: 历史上也曾出现过新开工和竣工的背离	- 21 -
图表 37: 土地成交面积增速下滑	- 22 -
图表 38: 土地溢价率走低显示拿地情绪低迷	- 22 -
图表 39: 玻璃价格仍在相对高位	- 22 -
图表 40: 纯碱产能增速低位	- 23 -
图表 41: 行业开工率已恢复至 85% 左右	- 23 -
图表 42: 纯碱的库存处于底部	- 23 -
图表 43: PVC 行业产能情况	- 24 -
图表 44: 行业开工率已恢复至 80% 左右	- 24 -
图表 45: PVC 新增产能情况	- 25 -
图表 46: 玉米价格有望持续回暖	- 26 -
图表 47: 小麦价格或将稳定	- 26 -
图表 48: 稻谷价格一直保持稳定	- 26 -
图表 49: 蔬菜价格快周期较快	- 26 -
图表 50: 国内玉米的供需平衡表	- 27 -
图表 51: 全球玉米的供需平衡表	- 27 -
图表 52: 每亩化肥用量和粮食价格的变化同向变化	- 28 -
图表 53: 磷酸一铵年开工率下滑	- 29 -
图表 54: 磷酸一铵开工率仍在低位	- 29 -
图表 55: 磷酸一铵社会库存极低	- 29 -
图表 56: 磷酸一铵产能分布	- 30 -
图表 57: 磷酸一铵主要产能位于长江经济带	- 30 -
图表 58: 湖北和贵州主要磷矿石限产相关政策	- 30 -
图表 59: 磷矿石产量同比下降 20%	- 31 -
图表 60: 磷矿石社会库存处于历史低位	- 31 -
图表 61: 世界已探明钾盐储量主要集中在加拿大和俄罗斯	- 32 -
图表 62: 钾肥新增产能统计	- 32 -
图表 63: 钾肥价格持续上涨	- 33 -
图表 64: 天然气行业研究框架	- 36 -
图表 65: 天然气未来消费占比将逐步提升	- 37 -
图表 66: 天然气未来消费占比将逐步提升 (%)	- 37 -
图表 67: 天然气行业于 2016 年迎来需求拐点	- 37 -

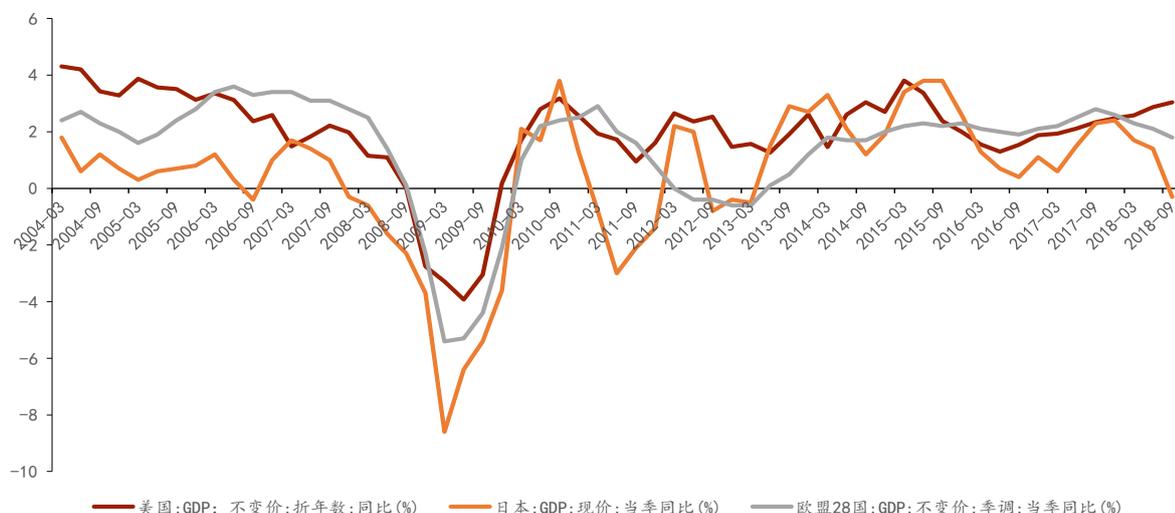
图表 68: LNG 价格高弹性.....	- 38 -
图表 69: 键入图表的标题.....	- 38 -
图表 70: 煤改气政策是天然气需求的重要推手.....	- 39 -
图表 71: 采暖季需求体量大.....	- 39 -
图表 72: 我国气价改革历程.....	- 39 -
图表 73: 我国天然气需求高增.....	- 40 -
图表 74: 国内产量低增速.....	- 40 -
图表 75: 进口管道气增速低.....	- 40 -
图表 76: 进口 LNG 进口增速高.....	- 40 -
图表 77: 我国 LNG 产能利用率逐步提高.....	- 41 -
图表 78: 我国 LNG 月度产能利用率持续提升.....	- 41 -
图表 79: 我国现有 LNG 产能分布.....	- 42 -
图表 80: 笔记本电脑产销情况.....	- 43 -
图表 81: 智能手机市场情况.....	- 43 -
图表 82: 电池回收相关政策.....	- 44 -
图表 83: 半导体产业链正向中国大陆转移.....	- 45 -
图表 84: 中国大陆是全球电子产品的主要生产基地.....	- 46 -
图表 85: 大陆晶圆厂资本支出猛增.....	- 46 -
图表 86: 全球半导体制造材料市场规模 (亿美元).....	- 46 -
图表 87: 国内半导体制造材料市场规模 (亿美元).....	- 46 -
图表 88: 氟化工产业链图.....	- 48 -
图表 89: 含氟材料主要应用领域.....	- 49 -
图表 90: 各国萤石产量占比 (2013-2017 年).....	- 49 -
图表 91: 中国萤石产量及增速.....	- 49 -
图表 92: 萤石价格创出历史新高.....	- 50 -
图表 93: 国内 OLED 面板新增产能.....	- 52 -
图表 94: OLED 材料产业链.....	- 53 -
图表 95: 利尔化学现有产能情况.....	- 57 -
图表 96: 在建广安基地的环评产能情况.....	- 57 -
图表 97: 嘉化主要产业布局.....	- 58 -

宏观回顾与展望：下行压力较大，积极因素正在显现

全球经济 18 年美国独秀，19 年全球下行压力加大

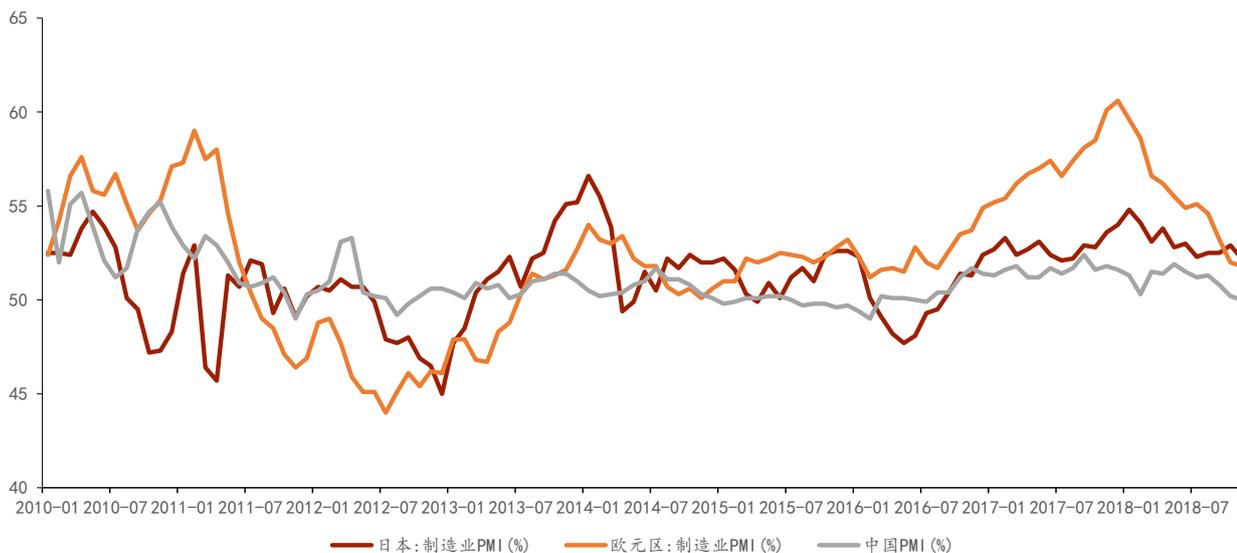
- 2016 年起，中国经济企稳，发达国家经济逐步复苏，油价也逐步回升。直至 2017 年全球经济整体呈现同步复苏格局。到 2017 年底全球制造业 PMI 开始见顶回落，进入 2018 年，全球经济美国一枝独秀，中国面临下行压力。展望 2019 年，税改对美国经济的拉动力减弱，在美国房地产景气度下滑，美联储持续加息的环境下，美国经济有望见顶回落，同时贸易摩擦对全球需求的负面影响或进一步显现，全球经济仍存放缓压力。

图表 1：主要国家和地区 GDP 季度增速



来源：wind、中泰证券研究所

图表 2：全球大部分地区 PMI 指数下行

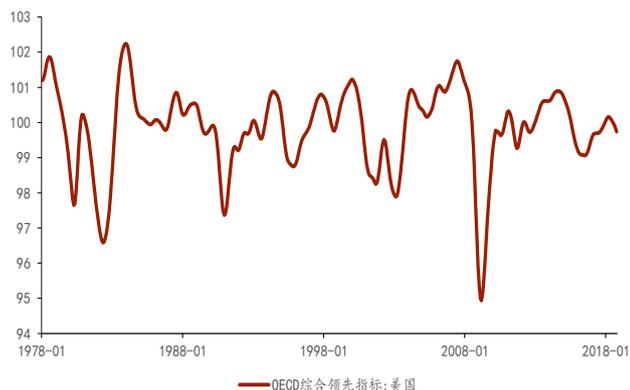


来源：wind、中泰证券研究所

- 美国增速预期放缓。美国经济领先指标 CLI 在 18 年 4 月见顶回落，预

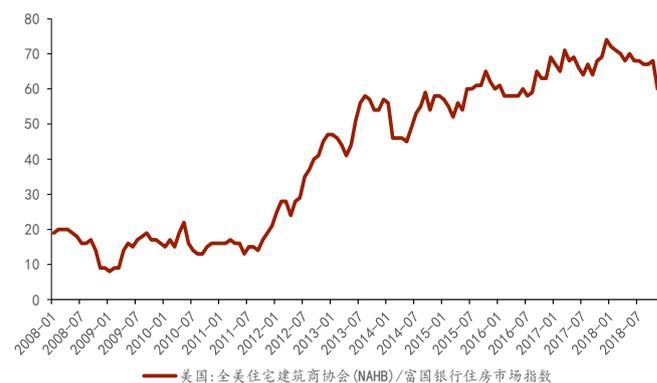
示着美国经济有回落风险。具体来看，2019 年税改对经济的拉动力或将减弱，且美国在目前的财政赤字水平和债务形势下做大规模二次税改的可能性偏低。第二是美国房地产景气度已下滑，代表美国房地产市场景气度的指标“全美住宅建筑商协会/富国银行住房市场指数”11 月骤降至 60，12 月份继续下降至 56，房地产市场回落将大概率掣肘美国 2019 年经济增幅。加上美元加息周期、中美贸易摩擦的影响，可能进一步制约美国的消费，综合来看，2019 年美国经济增长预期放缓。

图表 3: 美国经济领先指标 CLI4 月份开始下行



来源: wind、中泰证券研究所

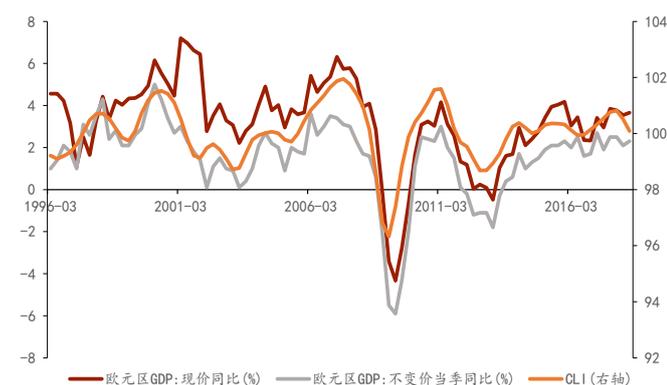
图表 4: 美国房地产市场见顶回落



来源: wind、中泰证券研究所

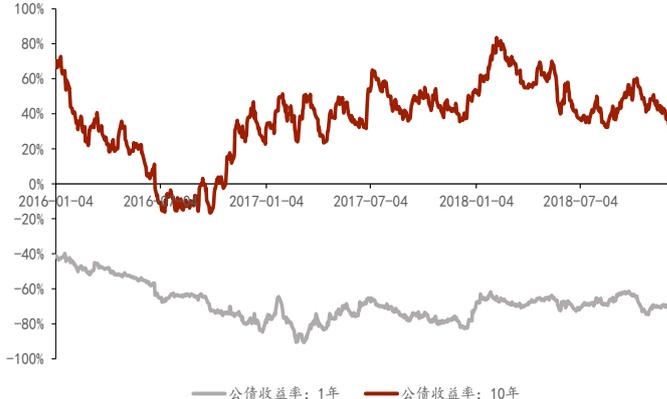
- 欧元区还将继续疲软。欧元区自 2017 年年末开始，经济指标有所回落，2019 年受中美经济增长放缓、名义利率抬升以及英国脱欧前景的不确定性三大因素影响，欧元区总需求或全面下滑。从欧元区 OECD 综合领先指标 CLI 来看，本轮 CLI 拐点出现在 2017 年 11 月，去年四季度欧元区实际 GDP 同比就开始下滑。截止 2018 年 9 月欧元区 CLI 仍在持续回落，欧元区经济暂无企稳迹象。

图表 5: 欧元区经济暂无企稳迹象



来源: wind、中泰证券研究所

图表 6: 欧元区利率中枢或进一步抬升



来源: wind、中泰证券研究所

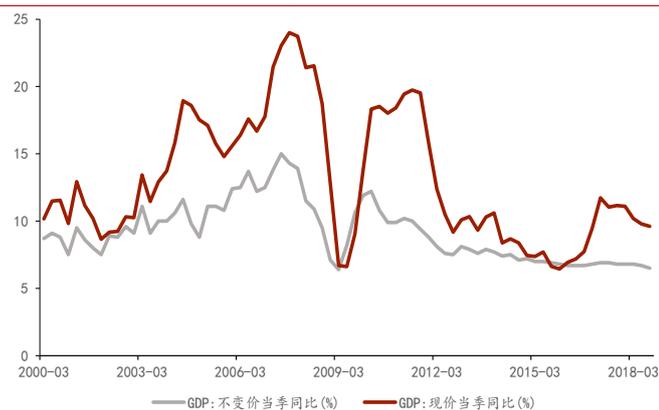
- 中美经济增长放缓将进一步掣肘欧元区外需。欧元区对美出口占其出口总量的 13.8%，对中国出口占比为 7.4%，2019 年中美经济增长大概率放缓，外需或将明显变弱。加上 2019 年 1 月欧洲央行将不再 QE，欧洲无风险利率中枢或进一步抬升，将较大概率约束欧元区私人信贷增速。加之英国脱欧前景的不确定性，如果发生无协议脱欧将给欧元区带来巨大的经济冲击。

- 因此展望 2019 年，贸易摩擦对全球需求的负面影响或进一步显现，全球经济或将步入共振式下跌通道，全球经济仍存放缓压力。

国内下行压力骤增，政策利好预期密集出台

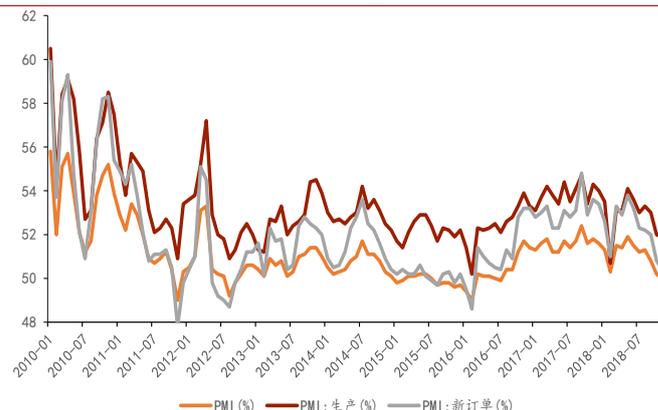
- 2018 年前三个季度中国实际 GDP 增速维持在 6.8%、6.7%、6.5%，相对于 2017 年全年的 6.9% 增速有所回落，下行压力加大。具体来看，消费增速下滑、出口存在抢出口现象，中美贸易摩擦变量持续，国内社融还在低位，房地产销售增速继续下行。

图表 7: 中国 GDP 逐渐下行



来源: wind、中泰证券研究所

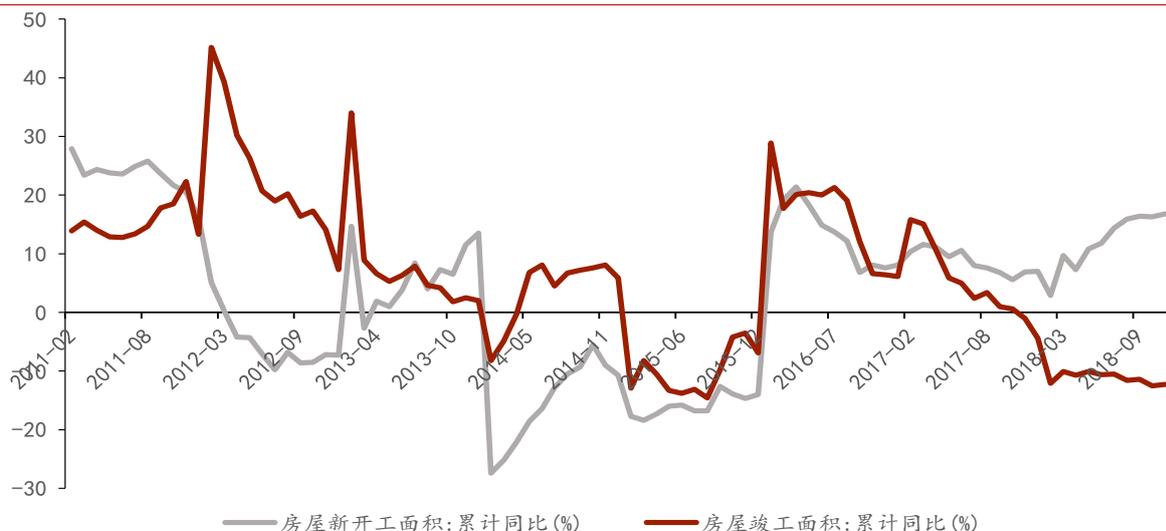
图表 8: PMI 指数下行压力仍在



来源: wind、中泰证券研究所

- 从化工产品的需求角度分析，房地产销售继续放缓，社会消费品零售额增速持续低位，加之出口具有不确定性且 18 年存在的“抢出口”现象，19 年整体化工产品的需求将有较大压力。
- 地产销售端加速回落，但地产开工端如火如荼，我们对 19 年施工端并不悲观。2018 年，建筑地产领域最显著的特点为房地产新开工面积累计同比增速与竣工面积面积增速出现明显背离。显示出地产开发商较为悲观的预期，战略上选择加快土地库存消化回收资金，导致新开工面积增速提高。而随着房地产融资端紧张态势缓解，高开工累积的待施工面积存在继续施工以交付的需求，所以尽管整体化工产品的需求压力较大，但我们对 19 年房地产投资后端施工的需求不悲观。

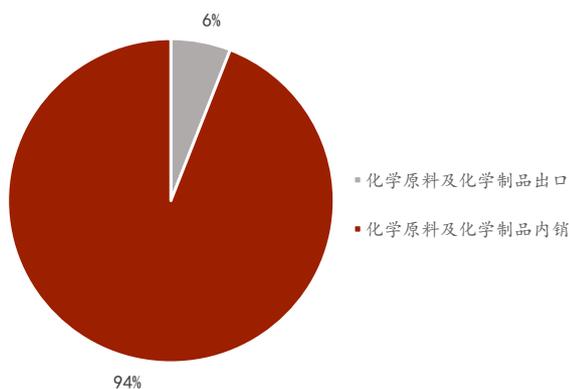
图表 9: 房屋新开工面积与竣工面积的背离



来源: wind、中泰证券研究所

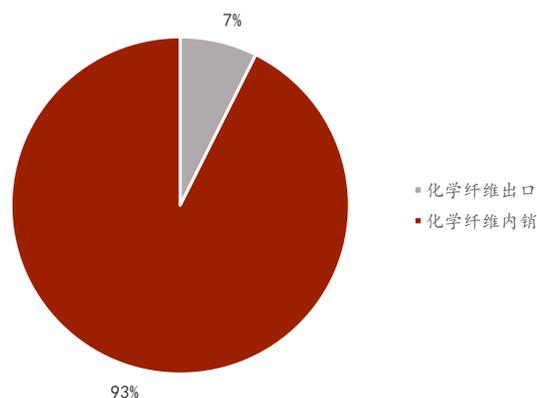
- **贸易争端悬而未决, 但 18 年存在抢出口现象。**贸易摩擦”成为贯穿 2018 年全年经济金融形势主线之一, 2018 年 9 月 24 日美国对 2000 亿美元的中国产品加征 10% 的关税, 拟继续对中国 2500 亿商品清单加征关税, 目前贸易摩擦进展尚未定论, 2019 年出口端需求面临不确定性。而持续的中美贸易摩擦将在短中期对全球造成较大负面影响, 但是长期来看或将促使我国以更加开放的姿态应对危机, 因此或是我国转变发展模式的契机。

图表 10: 化学原料及化学制品出口比重不高



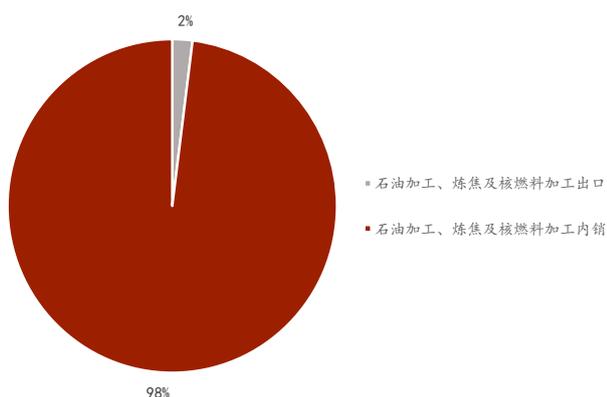
来源: 海关总署、中泰证券研究所

图表 11: 化学纤维出口比重较低



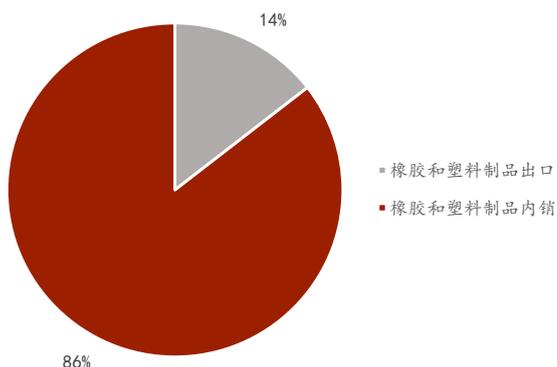
来源: 海关总署、中泰证券研究所

图表 12: 石油加工等产品出口占比很小



来源: 海关总署、中泰证券研究所

图表 13: 橡胶和塑料制品出口占相对较多



来源: 海关总署、中泰证券研究所

- 据统计局数据, 化学原料及化学制品、化学纤维、塑料及橡胶制品和石油加工和炼焦等行业外销份额占比较低, 直接受到贸易摩擦的影响较小。但是很多化工产品的下游也是依靠出口的, 因此中美贸易摩擦将对整体下游需求造成较大不确定性。
- 因为对未来中美贸易摩擦的悲观预期, 18 年下半年存在着“抢出口”的行为, “抢出口”的存在意味着贸易摩擦对经济的影响还没显现, 且不论未来关税是否进一步升级, 当前的提前补库对未来都会产生负面影响。化学纤维、橡胶及塑料制品出口交货值增速自 8 月后出现提高。总体来看, 19 年出口端增速仍然具备不确定性。

图表 14: 化学纤维制造业存在“抢出口”现象



来源: 海关总署、中泰证券研究所

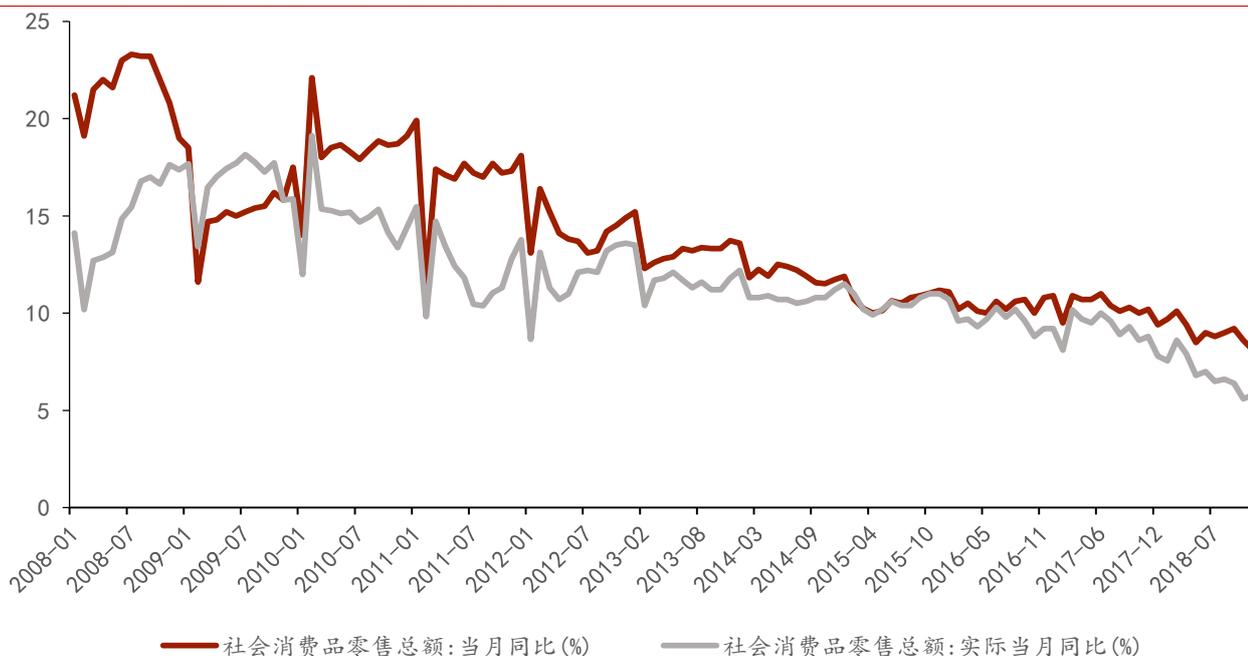
图表 15: 橡胶及塑料制造业存在“抢出口”现象



来源: 海关总署、中泰证券研究所

- 18 年社会消费品零售额同比增速处于历史较低水平（11 月同比增速为 8.1%，实际增速 5.8%）。细分来看，18 年以来家用电器和音像器材类增速放缓明显、汽车类则进入负增长区域。地产销售我们预期仍将低迷，因此社会消费品中部分产品下游需求由于具有后周期的特性（汽车、家电），预计其受到的影响将在未来逐步体现。

图表 16: 社会消费品零售额同比增速下行

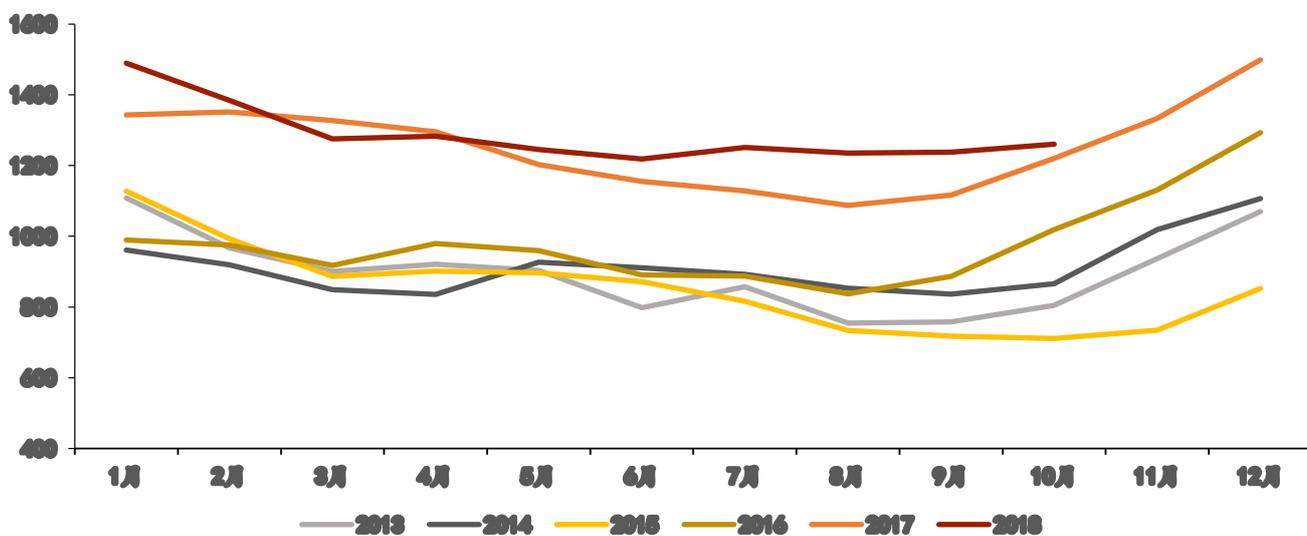


来源: wind、中泰证券研究所

- 与此同时，家电库存目前仍然处于历史高位，在需求预期走弱的大背景下，去库存的压力较大。汽车产量增速显著下滑，叠加汽车月度库存处

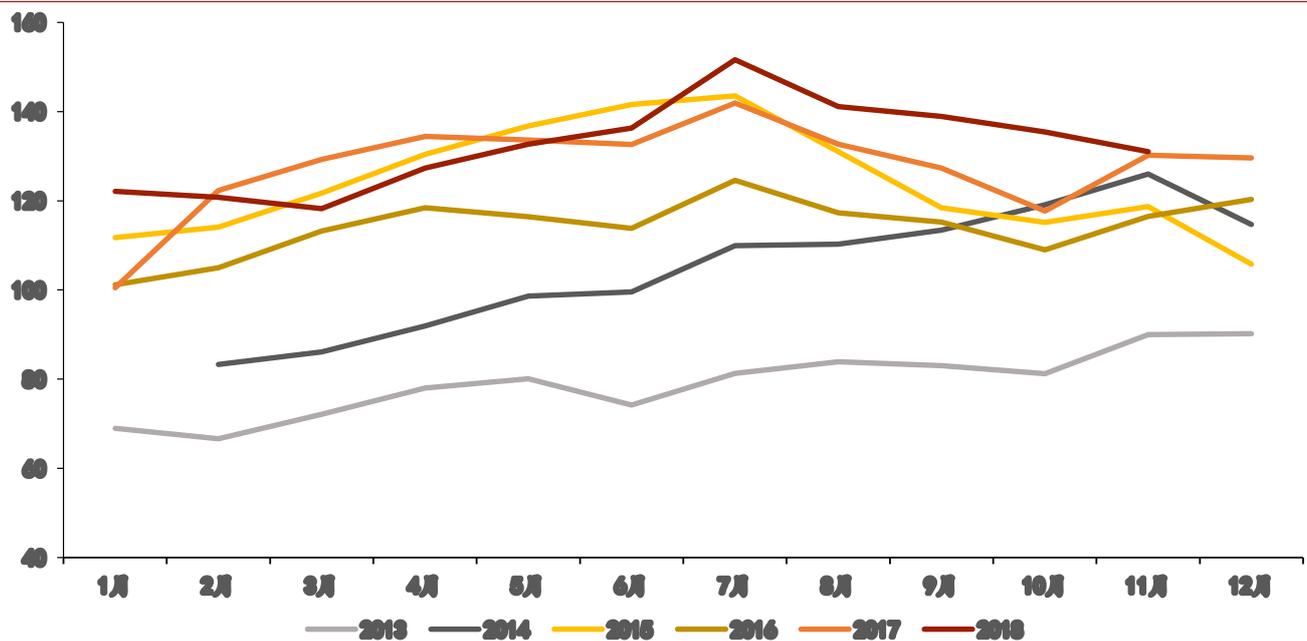
于历史高位。去库存压力仍然较大。

图表 17: 家用空调+冰箱的库存仍在相对高位 (万台)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 18: 汽车库存仍在相对高位 (万辆)

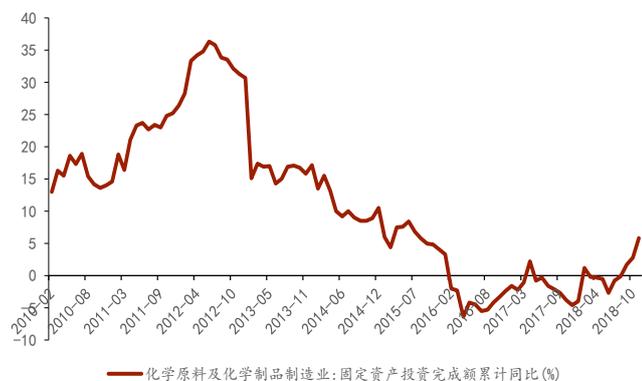


来源: wind、中泰证券研究所

- 从化工产品的需求角度分析，房地产销售继续放缓，社会消费品零售额增速持续低位，加之出口具有不确定性且 18 年存在的“抢出口”现象，19 年整体化工产品的需求将有较大压力。
- 从供给端的角度来看，经过 16 年开始的供给侧改革和环保趋严带来供给端压制，排头企业的盈利能力恢复到历史高位水平，因此在环保边际放松的预期下，我们认为化工行业整体进入新的资本开支周期，且原有产能的开工弹性也将释放。但是目前的供给侧环境已经不可能回到 16 年之前的较无序状态，因此我们认为此轮资本开支周期较弱，相应的化

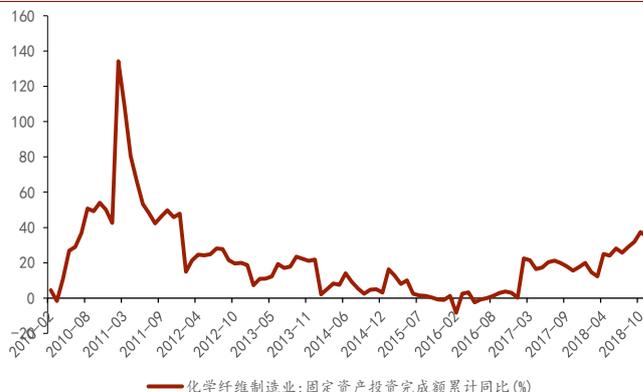
工产品的价格底部较之前有所抬升，部分竞争格局优异的子行业的龙头企业也存在依靠此次资本开支周期继续扩大市场份额的机会。

图表 19: 化学原料固定资产投资累计同比上升



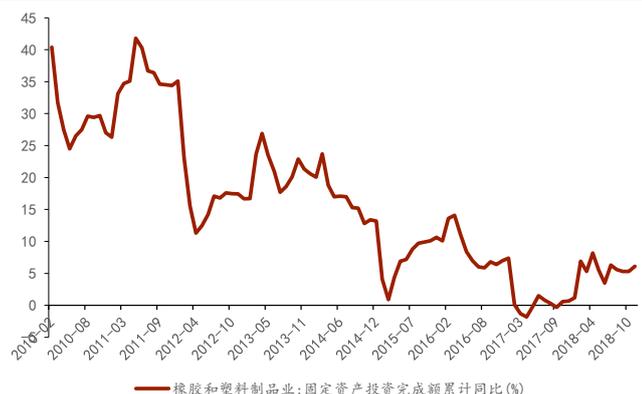
来源: wind、中泰证券研究所

图表 20: 化学纤维固定资产投资累计同比上升



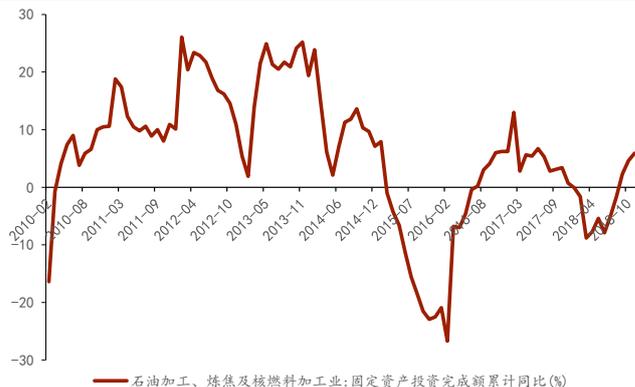
来源: wind、中泰证券研究所

图表 21: 橡胶和塑料固定资产投资累计同比上升



来源: wind、中泰证券研究所

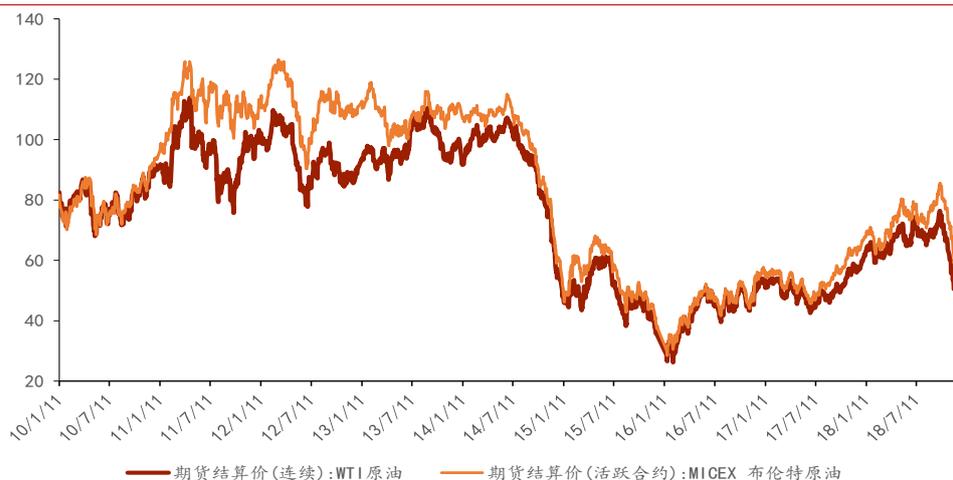
图表 22: 石油加工等固定资产投资累计同比上升



来源: wind、中泰证券研究所

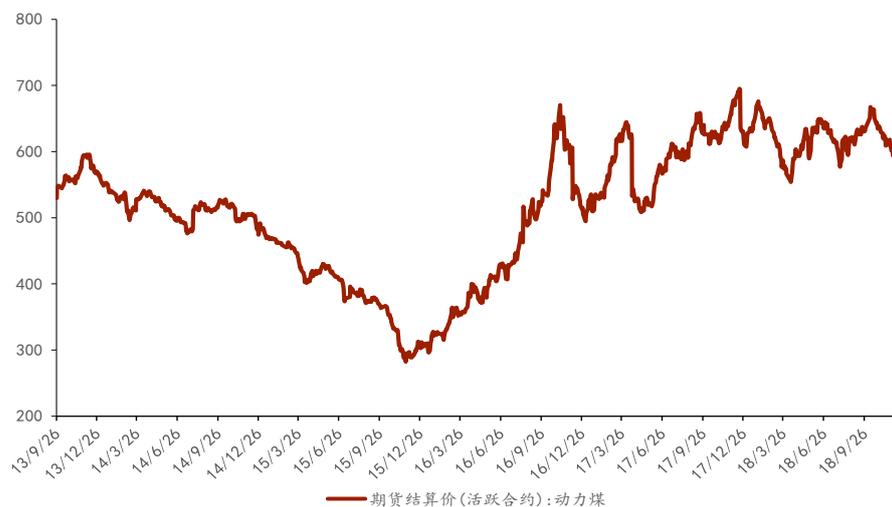
- 从原材料的角度来看，原材料对化工产品的价格支撑有所减弱。全球原油价格自 2018 年 10 月高点下滑至今的 50.42 美元/桶，下滑幅度达到 34%。原油为重要化工品原材料，原油价格快速下滑，化工品整体成本端失去支撑，下游在“买涨不买跌”的情绪下可能导致需求阶段性下降。

图表 23: 油价在 10 月高点之后快速下滑



来源: wind、中泰证券研究所

图表 24: 煤炭价格存在回落风险



来源: wind、中泰证券研究所

- 综合来看，19 年面临大部分化工行业供需格局由紧平衡走向弱平衡，盈利能力中枢存在下行的风险。但是尽管产品价格调整压力较大，本轮周期复苏中行业集中度明显提升，龙头企业定价能力持续增加，且有望受益于此轮资本开支周期。因此长期我们仍看好产业链一体化布局完整，核心壁垒优势突出的龙头企业。

图表 25: 主要化工产品价格所在位置

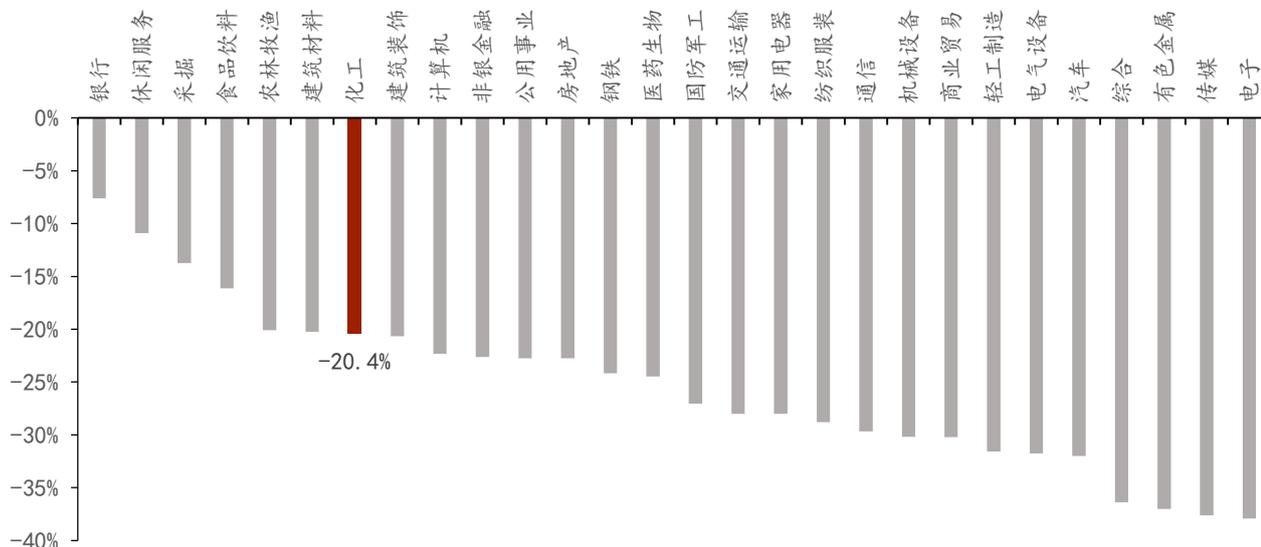
产品	最近价格	离历史最高价占比
萤石(元/吨)	3633	99.5%
氢氟酸(元/吨)	13500	90.9%
无烟煤(元/吨)	1170	84.8%
氨纶(万元/吨)	3.3	84.6%
轻质纯碱(元/吨)	1957	82.6%
尿素(元/吨)	2030	81.5%
溶解浆内盘(元/吨)	7550	81.2%
重质纯碱(元/吨)	2014	79.6%
棉花(元/吨)	15418	78.9%
锦纶长丝DTY(万元/吨)	2.1	78.5%
PVC(元/吨)	6700	77.9%
固体烧碱(元/吨)	4250	76.9%
涤纶长丝DTY 300D(元/吨)	9500	74.8%
涤纶长丝FDY 45D(元/吨)	10600	74.1%
液化天然气(元/吨)	5233	70.6%
钛白粉(万元/吨)	1.63	69.4%
炭黑(元/吨)	6850	69.2%
电石(元/吨)	3200	68.8%
原盐(元/吨)	299	68.0%
磷酸二铵(元/吨)	2900	67.4%
醋酸(元/吨)	3650	67.0%
甘氨酸(元/吨)	11500	63.9%
丙烯(元/吨)	7500	62.5%
聚碳酸酯PC(元/吨)	19500	60.6%
磷矿石(元/吨)	375	58.6%
磷酸一铵(元/吨)	2350	57.3%
环氧丙烷(元/吨)	11000	57.0%
上游PTMEG(单耗0.86吨)	1.925	56.6%
有机硅DMC(万元/吨)	1.975	56.4%
对二甲苯PX(元/吨)	7950	56.2%
二氯乙烷EDC(元/吨)	3700	56.1%
丙烯酸(元/吨)	9350	55.0%
纯MDI(万元/吨)	2.06	54.8%
上游PTA(美元/吨)	6135	52.4%
乙烯(元/吨)	7746.36	50.1%
二氯甲烷(元/吨)	3550	49.7%
双氧水(27.5%)(元/吨)	859.75	46.0%
辛醇(元/吨)	8300	44.5%
粘胶短纤(万元/吨)	1.37	44.5%
顺丁橡胶(元/吨)	13229	40.4%
丁二烯(万元/吨)	1.045	35.9%
正丁醇(元/吨)	6400	34.8%
乙二醇(元/吨)	5280	34.1%
维生素A(元/千克)	465	32.6%
TDI(万元/吨)	1.76	32.0%
硝酸(98%)(元/吨)	1625	31.9%
三氯甲烷(元/吨)	2925	26.6%
六氟磷酸锂(元/吨)	111500	26.5%
草甘膦(95%原药)(元/吨)	26500	26.5%
天然橡胶(万元/吨)	1.1255	26.3%
聚合MDI(万元/吨)	1.14	25.9%

来源: 百川资讯、卓创资讯、wind、中泰证券研究所

化工行业二级市场表现相对一般

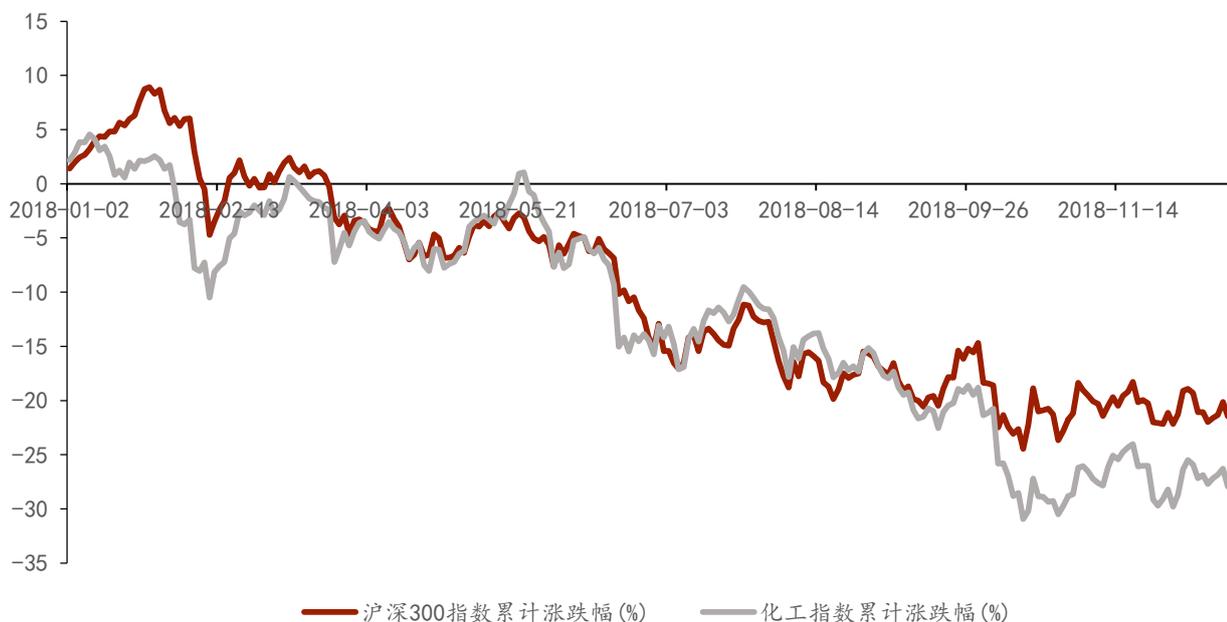
- 截止 2018 年 12 月 18 日，化工行业跌幅达 20.4%，在 28 个申万一级行业中位列第 7，相比去年的 15 位有显著提升。2018 年前三个季度化工指数涨跌幅与沪深 300 指数基本保持一致，整体表现一般。

图表 26: 2018 年申万一级行业涨跌幅 (截止 2018 年 12 月 18 日)



来源: wind、中泰证券研究所

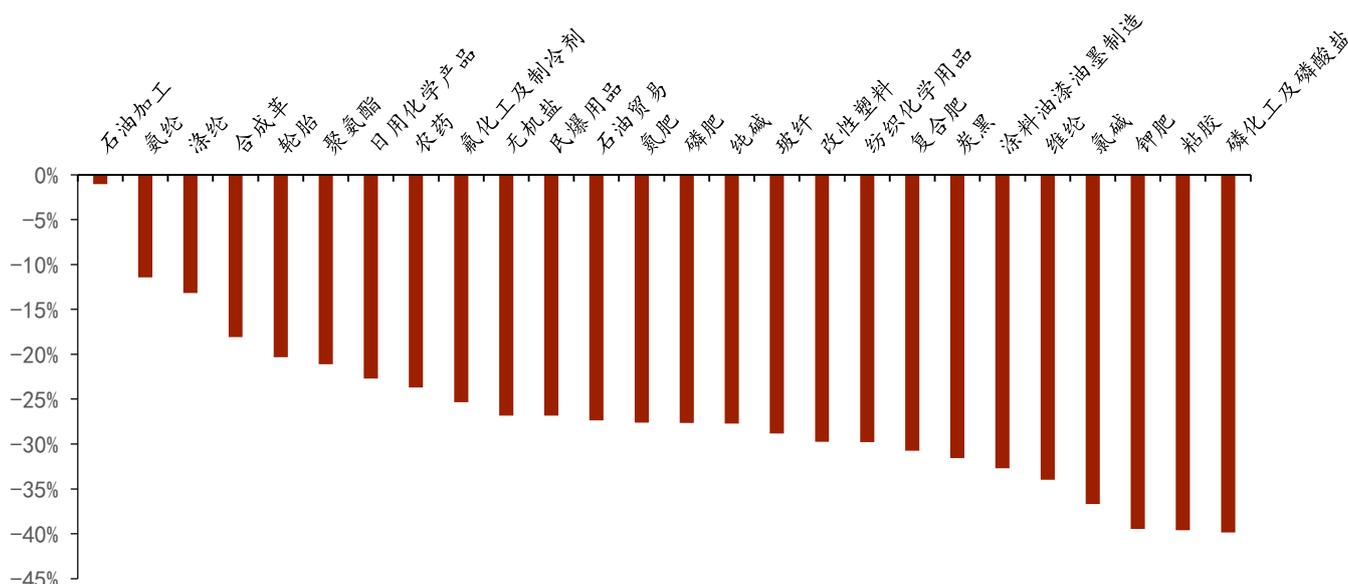
图表 27: 化工指数涨跌幅与沪深 300 指数涨跌幅对比



来源: wind、中泰证券研究所

- 化工子行业涨跌幅差异较大，在申万 26 个化工子行业中，石油加工行业最为抗跌，跌幅为 1%，其与跌幅最大的磷化工行业相差了 38.8 个百分点。

图表 28: 2018 年化工三级子行业涨跌幅 (截止 2018 年 12 月 18 日)



来源: wind、中泰证券研究所

- 个股方面, 截止 2018 年 12 月 20 日, 化工板块剔除新股外覆盖的 317 只个股中, 25 只上涨, 292 只下跌。涨幅靠前的公司多为高科技企业, 涉及锂电池、能源新材料等新兴领域。在涨幅前 20 名中, 去年上市的次新股有 4 家, 其中苯系中间体龙头建新股份以 96.6% 的涨幅位列第一。涨幅靠后的 20 家企业大多出现营业收入和营业利润的持续下滑。

图表 29: 2018 年化工个股涨幅前 20 名与涨幅后 20 名 (截止 2018 年 12 月 20 日)

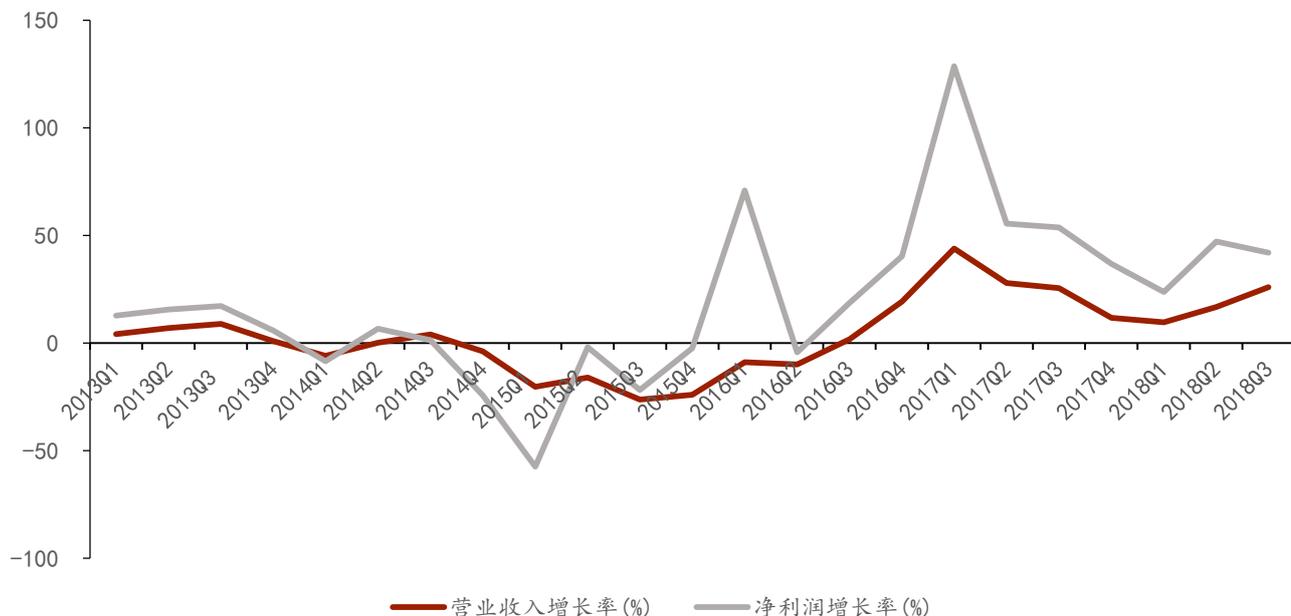
涨幅前 20 名			跌幅前 20 名		
股票代码	公司	涨跌幅 (%)	股票代码	公司	涨跌幅 (%)
300107.SZ	建新股份	94.5	300225.SZ	金力泰	-69.8
600810.SH	神马股份	57.9	002584.SZ	西陇科学	-67.1
603605.SH	珀莱雅	55.2	002450.SZ	康得新	-62.9
300596.SZ	利安隆	52.8	300320.SZ	海达股份	-62.9
300132.SZ	青松股份	47.9	002427.SZ	*ST 尤夫	-60.3
300487.SZ	蓝晓科技	44.0	002496.SZ	ST 辉丰	-60.1
300429.SZ	强力新材	31.2	300221.SZ	银禧科技	-59.7
600596.SH	新安股份	26.7	300174.SZ	元力股份	-58.5
002382.SZ	蓝帆医疗	26.1	002002.SZ	鸿达兴业	-56.3
300637.SZ	扬帆新材	20.1	300109.SZ	新开源	-55.8
300037.SZ	新宙邦	19.0	002054.SZ	德美化工	-55.4
002683.SZ	宏大爆破	18.5	002562.SZ	兄弟科技	-55.1
600346.SH	恒力股份	13.6	600319.SH	亚星化学	-54.3
600299.SH	安迪苏	13.0	603938.SH	三孚股份	-54.0
000912.SZ	*ST 天化	11.6	603188.SH	亚邦股份	-53.9
300214.SZ	日科化学	9.3	002809.SZ	红墙股份	-53.7
300586.SZ	美联新材	7.9	002895.SZ	川恒股份	-52.8
002741.SZ	光华科技	7.5	000510.SZ	金路集团	-52.6
300073.SZ	当升科技	7.3	900951.SH	ST 大化 B	-52.5
300575.SZ	中旗股份	3.4	002170.SZ	芭田股份	-52.2

来源: wind、中泰证券研究所

化工行业营收和净利润保持正增长

- 2018年以来,化工行业结束营业收入同比增速下滑,进入上升趋势。2018年前三个季度实现营业收入35451.4亿元,同比上升25.9%;实现归属于母公司的净利润1650.6亿元,同比提升41.9个百分点。

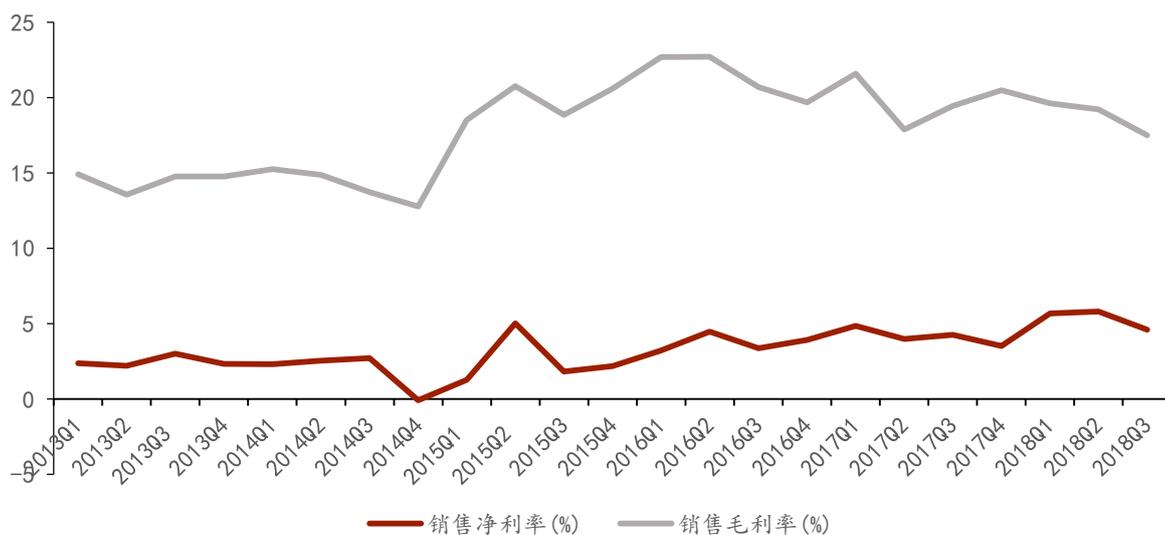
图表 30: 化工行业单季度营业收入和净利润同比增长率



来源: wind、中泰证券研究所

- 从销售毛利率来看,2018年整体毛利率小幅下降。销售净利率2018年前三个季度略高于历史均值,分别为5.7%、5.8%、4.6%。

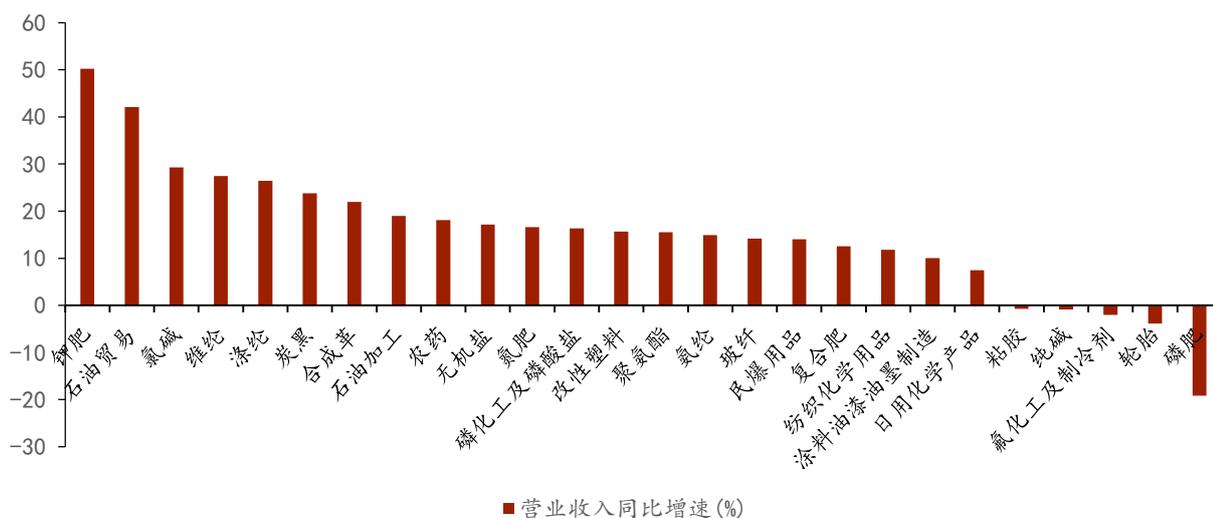
图表 31: 化工行业单季度销售毛利率和销售净利率



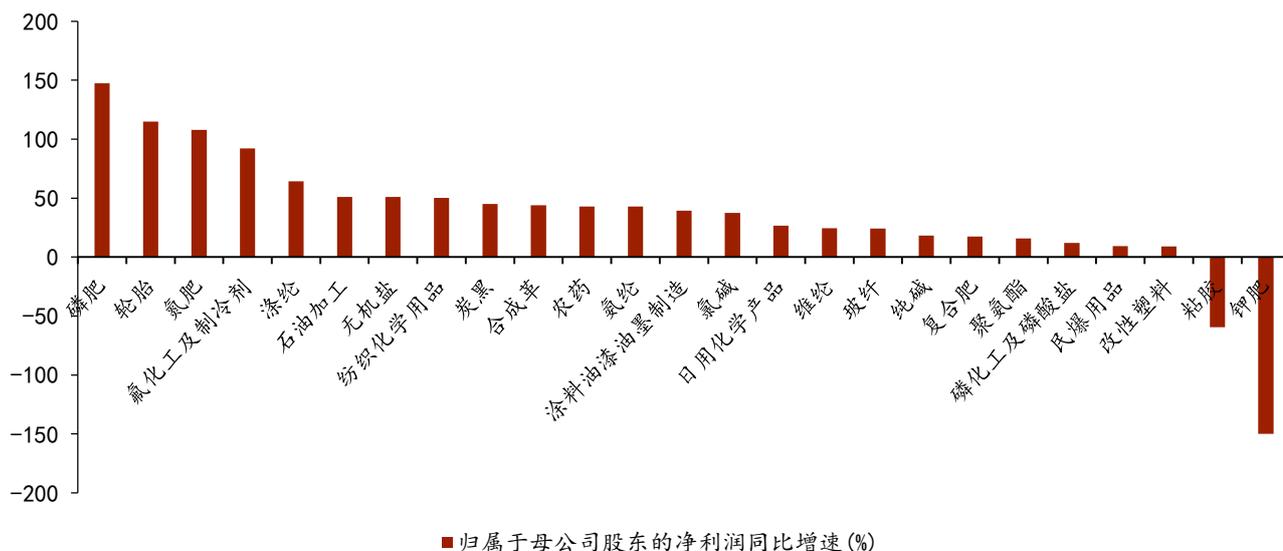
来源: wind、中泰证券研究所

子行业内部分化较明显

- 2018年以来化工子行业业务发展依旧向好。在申万26个三级子行业中，仅有5个行业未能实现营业收入正增长，其中除磷肥减速达两位数外，其他行业减速不大。
- 截止2018年12月18日，石油贸易行业归属于母公司的净利润同比增速高达770.7%，发展势头迅猛。剩余25个子行业中，有23个实现同比正增长。钾肥行业归属于母公司的净利润下降主要是受盐湖股份拖累。由于金属镁一体化项目成本提高，部分化工装置停车等因素影响，盐湖股份上半年亏损严重。

图表 32: 2018 年化工子行业营业收入同比增速 (截止 2018 年 12 月 18 日)


来源: wind、中泰证券研究所

图表 33: 2018 年化工子行业归属于母公司的净利润同比增速 (截止 2018 年 12 月 18 日, 不包括石油贸易)


来源: wind、中泰证券研究所

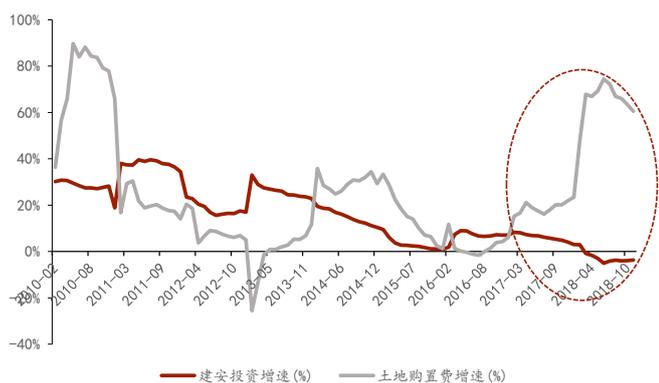
19 年化工策略：潮落拾遗珠，拥抱需求确定性

- 我们认为目前大多数的化工产品都在价格的历史较高位置，19 年大部分的化工产品都会因为下游需求较弱而面临价格下跌的风险，因此我们 19 年的主要策略就是围绕细分子行业，寻找能有需求支撑的优质细分子行业，主要侧重在下面五个方面：
 - **1、竣工回补，地产施工端品种需求预期好转。**地产施工端的回补预计将带动如纯碱、PVC 行业的需求，建议关注三友化工（600409.SH）、山东海化（000822.SZ）、中泰化学（002092.SZ）；
 - **2、与宏观经济弱相关品种，建议关注农化板块，**目前产品周期底部，反转值得期待，尤其重视磷化工和钾肥板块，建议关注兴发集团（600141.SH）、司尔特（002538.SZ）、新洋丰（000902.SZ）和藏格控股（000408.SZ）；
 - **3、天然气行业步入十年黄金发展期。**天然气行业于 2016 年已步入快速发展的黄金十年。我们预计至 2020 年，为黄金 I 期，16-20 年天然气消费量复合增速或达 15%；2020-2025 年为黄金 II 期，随着天然气价格市场化改革的加速推进，天然气价格下行带动发电、城市燃气和工业燃料等诸多应用领域的需求爆发。建议关注广汇能源（600256.SH），新奥股份（600803.SH）。
 - **4、抢占高地！新材料布局正当时。**建议关注锂电回收新贵光华科技（002741.SZ），电子化学品领域的飞凯材料（300398.SZ）、扬帆新材（300637.SZ），氟化工的巨化股份（600160.SH）和金石资源（603505.SH），以及 OLED 材料的强力新材（300429.SZ）；
 - **5、此外，建议关注化工行业中具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的现金牛企业，**如扬农化工（600486.SH）、利尔化学（002258.SZ）、嘉化能源（600273.SH）和龙蟒佰利（002601.SZ）。

大宗周期品还能不能涨？期待竣工回补带来的施工端需求好转

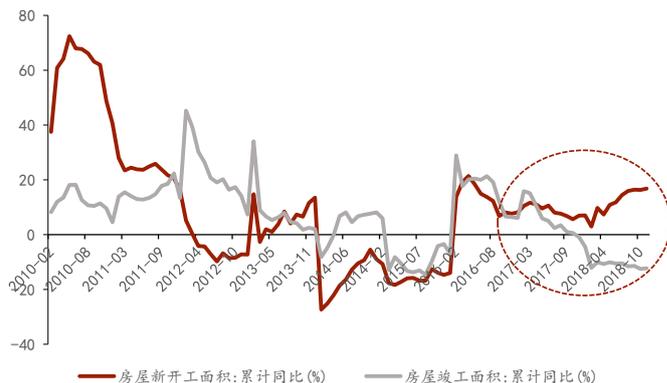
- 2016年之前，全国房屋新开工面积增速和施工面积增速和建安工程投资额增速基本保持一致。但是在2016年之后，这些趋势开始出现背离，新开工提升无法有效推动房地产施工投资，2018年更是出现了新开工大幅提升而施工投资持续下降的明显背离，2018年1-11月份房屋新开工面积累计同比增长16.8%，房屋竣工面积累计同比减少12.3%。

图表 34: 17 年中以来土地购置费增速与建安投资增速背离



来源：wind、中泰证券研究所

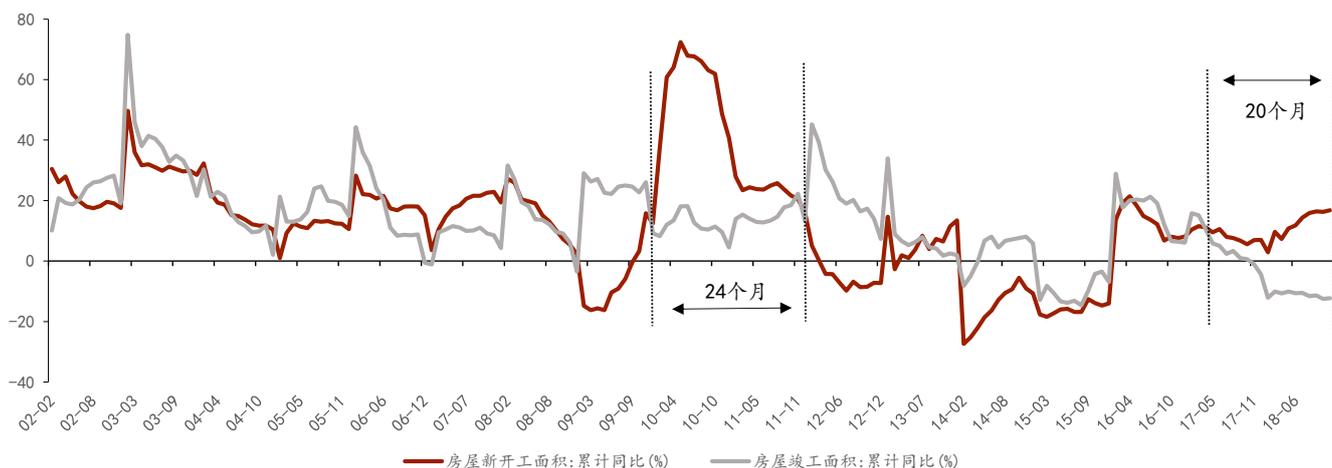
图表 35: 17 年以来新开工和竣工面积增速剪刀差持续放大



来源：wind、中泰证券研究所

- 从历史上看，2009-2011年新开工和竣工也曾发生一次历时24个月的背离，随后房地产竣工面积增速快速反弹。此轮背离开始于2017年4月左右，已经历时20个月。

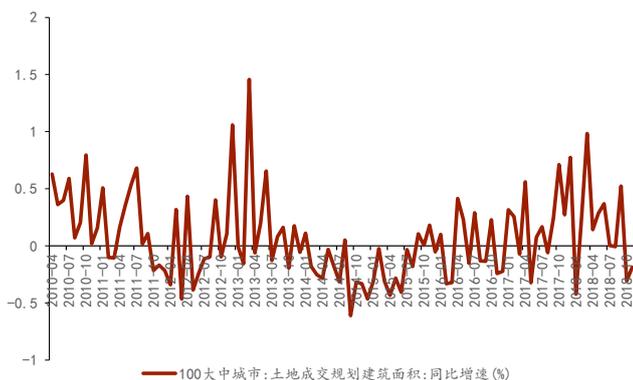
图表 36: 历史上也曾出现过新开工和竣工的背离



来源：wind、中泰证券研究所

- 从拿地上来看，土地成交溢价率从16年高位下跌，目前处于底部位置，表明开发商拿地的情绪已经较低。从拿地的增速来看，18年9月之后，增速快速下滑，拿地的下降或预示着新开工面积增速的下行，或也预示着房地产投资端的重心将从开工端往施工端转移。施工端投资加速也会带动纯碱、PVC和涂料等需求。

图表 37: 土地成交面积增速下滑



来源: wind、中泰证券研究所

图表 38: 土地溢价率走低显示拿地情绪低迷

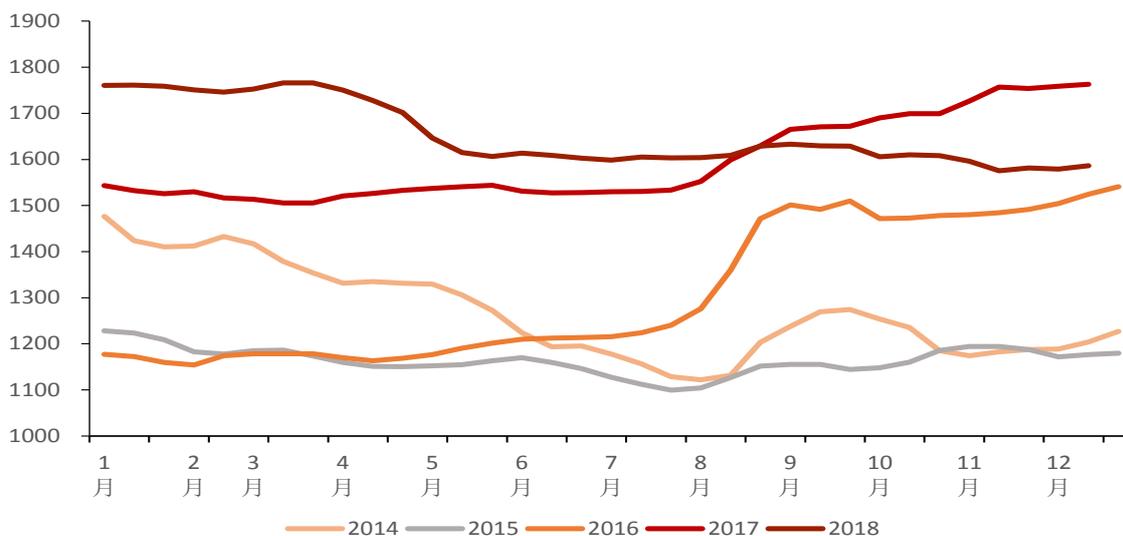


来源: wind、中泰证券研究所

纯碱供需格局优异，将直接受益竣工回补

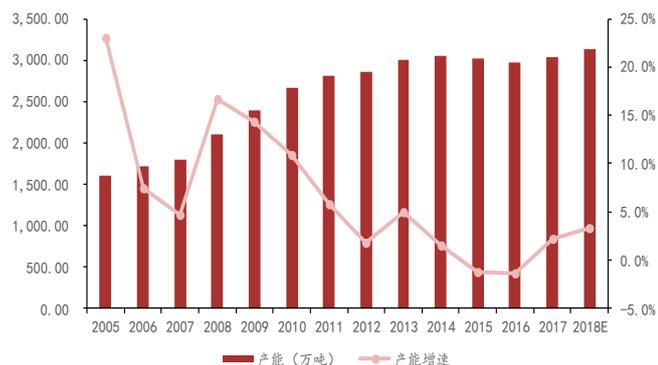
- 纯碱供给端处于产能周期底部，未来受新增产能投产冲击影响有限，同时行业开工率已逐步回升至较高水平，供给端向上弹性有限。如果竣工回补发生，将直接带动施工端玻璃的需求，进而带动纯碱的需求。

图表 39: 玻璃价格仍在相对高位

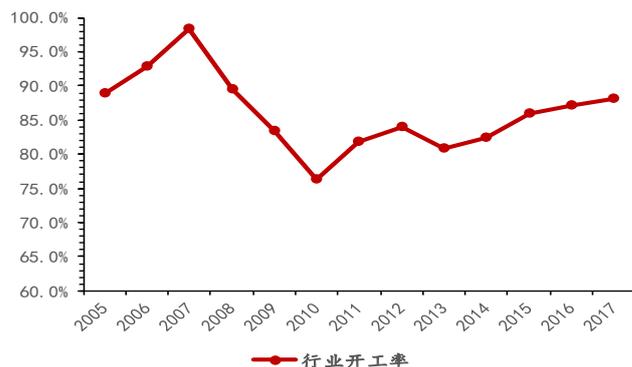


来源: wind、中泰证券研究所

- 2013 年之后，纯碱产能增速维持在 5% 以下，甚至于 2015-2016 年实现负增长。产能增速的放缓，一方面得益于 2010 年纯碱行业准入标准的制定，对于生产企业布局、规模与技术设备、环保要求等提出了更高要求，限制了行业无底线产能扩张；另一方面是由于 2012 年行业产能增速维持在 5% 以上，产能增速大于需求增速，出现产能过剩，盈利能力下滑，行业历经自然出清，无效产能逐步退出。从行业开工率来看，行业开工率自 2006 年 93% 的高点开始下滑，但随着产能增速的放缓，需求的稳步提升，行业开工率自 2013 年开始逐年提升，已上升至 2017 年的 88%。

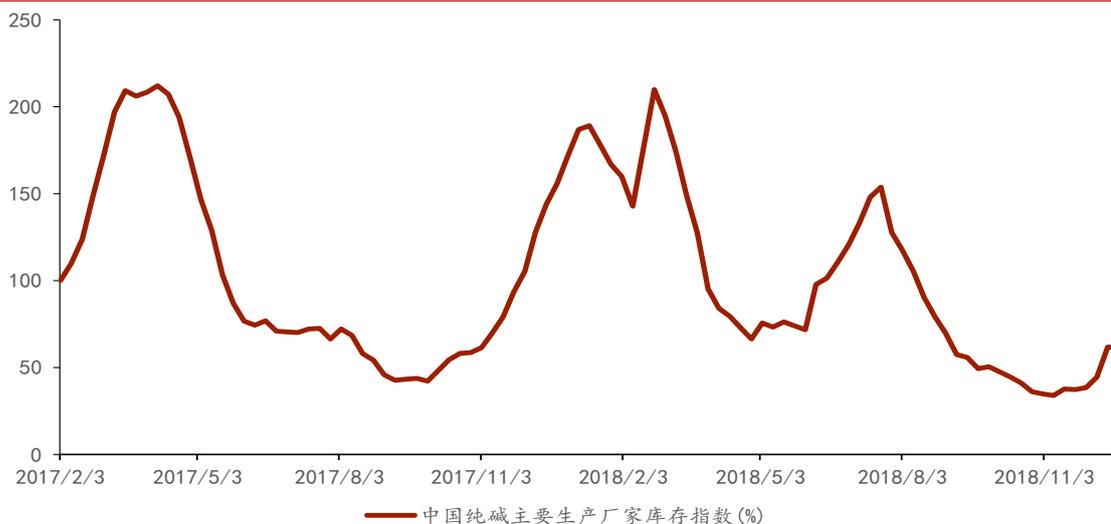
图表 40: 纯碱产能增速低位


来源: wind、中泰证券研究所

图表 41: 行业开工率已恢复至 85%左右


来源: wind、中泰证券研究所

- 新增产能投产影响有限。根据百川资讯,我国 2017 年产能为 3035 万吨, 2018 年新增产能 100 万吨,江苏晶昊新建 100 万吨,产能增速为 3.3%。目前 2019 年拟投建的新增产能仅有 70 万吨,产能增速依然维持很低水平。

图表 42: 纯碱的库存处于底部


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

· 三友化工 (600409.SH)

- 纯碱行业龙头企业,将直接受益于行业景气度的提升。三友化工是国内纯碱龙头企业,现有产能 340 万吨/年,同时依托“两碱一化”循环经济模式及浓海水综合利用等优势,成本控制能力全行业领先。国内纯碱行业经过多年洗牌,无效产能逐步退出。从行业开工率来看,行业开工率自 2013 年开始逐年提升,已上升至 2017 年的 88%。国内纯碱新增产能扩充受限,加上下游需求边际改善,纯碱行业供需关系稳步向好,在纯碱库存低位的时候,有望助推产品价格的上涨,进而重新享有价格弹性,我们也看好纯碱的价格中枢不断上移。
- 粘胶短纤市场影响力将继续扩大。公司是国内粘胶短纤龙头企业,现有产能 70 万吨/年,极具行业话语权和影响力。多年来,公司始终坚持高

端化、差异化发展路线，同时拥有烧碱、热电等配套优势，行业竞争力不断增强，年出口量 12 万吨以上，占全国出口总量的 40% 左右。2018 年粘胶短纤行业计划投放产能约有 120 万吨，实际有效增量仅在一半左右，行业供给有待进一步消化，也将会进一步压缩行业内小规模企业的生存空间。且目前棉花库存处于持续消化阶段，价格中枢有望上移，或将带动替代品粘胶短纤的需求向好。

- **风险提示：**主营产品价格或不及预期的风险、行业新增产能大量投放的风险、环保趋势或不及预期的风险。

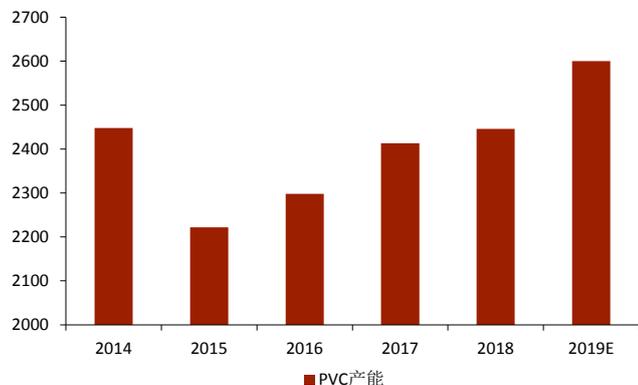
· 山东海化 (000822.SZ)

- **纯碱纯正标的，弹性较大。**山东海化是纯碱纯正标的，拥有氨碱法纯碱产能 280 万吨，并形成围绕海盐卤水资源的综合产业链，原盐、纯碱、溴素等产品体系。公司兼有规模优势和循环产业链优势，此外集团为公司提供蒸汽、电力和部分原盐，成本优势明显。国内纯碱行业经过多年洗牌，无效产能逐步退出。从行业开工率来看，行业开工率自 2013 年开始逐年提升，已上升至 2017 年的 88%。国内纯碱新增产能扩充受限，加上下游需求边际改善，纯碱行业供需关系稳步向好，在纯碱库存低位的时候，有望助推产品价格的上涨，进而重新享有价格弹性，我们也看好纯碱的价格中枢不断上移。
- **风险提示：**装置运行发生安全事故的影响；纯碱需求出现大幅下滑的风险。

PVC 盈利状态较强，新增产能有待进一步跟踪

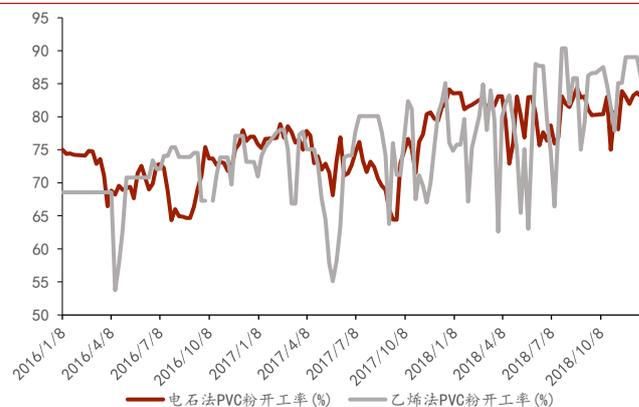
- 2013-2015 年中国 PVC 行业在市场化调节下，有效产能处于逐步下降的趋势，三年时间累计降幅在 250 万吨左右，2015 年 PVC 产能达到低点 2222 万吨，这三年落后产能逐步被淘汰，企业整体生产积极性不高。经历三年的去产能之后，2015 年年底 PVC 供需面重新回到相对平衡的状态，2016-2018 年 PVC 市场运行情况好转，产能再度开始增加，截至目前，2018 年中国 PVC 产能在 2446 万吨，较 2017 年增加 33 万吨，增幅 1.37%。

图表 43: PVC 行业产能情况



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

图表 44: 行业开工率已恢复至 80% 左右



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 值得一提的是，2018 年年初统计的拟投建新产能可在 200 万吨左右，

但受制于各种因素影响，实际投产的产能仅在 82 万吨，所以原本计划 2018 年投产的其他装置大部分延期到 2019 年进行投产，因此 2019 年计划新增产能依然较多，大约在 216 万吨。

图表 45: PVC 新增产能情况

企业名称	新增产能	粉/糊	生产工艺	投产时间
河北盛华	20	粉	电石法	计划2019年投产
德州实华	20	粉	姜钟法	计划2019年投产
安徽华塑	16	粉	电石法	计划2019年投产
宁夏金昱元	20	粉	电石法	计划2019年投产
聚隆化工	40	粉	乙烯法	计划2019年3月投产，另外23万也计划开，但工艺还在论证
青岛海晶	40	粉	乙烯法	计划2019年一季度投产
泰州联成	15	粉	乙烯法	计划2019年投产
新疆中泰	20+6	粉+糊	电石法	计划2019年投产
山东朗晖	1	糊	电石法	计划2019年投产
中盐吉兰泰	16	糊	电石法	计划2019年投产
唐山三友	2	糊	电石法	计划2019年投产
总计	191+25 (粉+糊)			
乌海中联	50	粉	电石法	计划2020年投产
烟台万华	40	粉	乙烯法	计划2020年二季度投产
金晖兆丰	50	粉	电石法	计划2020年6-7月份投产
鄂尔多斯	40	粉	电石法	计划2020年投产
总计	180			

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 但从近几年的新增产能投产情况来看，PVC 行业的产能释放进度越来越受到环保等政策的影响，而且审批程序日益严格，所以，虽然 2019 年依然有较多装置计划新增，但部分装置可能并不会如期投产，有待进一步跟踪。且地产施工端也会带动相关 PVC 制品的需求，行业整体盈利也有望边际改善。

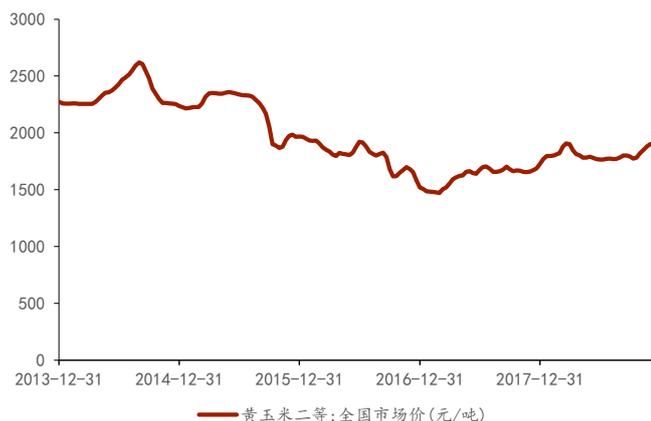
· 中泰化学 (002092.SZ)

- **PVC 全产业链优势对抗周期下行，烧碱盈利能力仍强。**公司近年来致力于向上游完善 PVC 产业链，逐步掌控氯碱产业所需的煤炭、原盐、石灰石等资源，夯实了原料供应基础，具备了氯碱行业的低成本资源条件，也使得公司能够获取原材料上涨带来的额外收益，一体化布局步入丰收。烧碱价格仍有望维持高位，使烧碱盈利能力仍强。
- **棉花景气周期开启，有望拉动粘胶需求。**棉花经过连续三年去库存后，有望迎来新一轮的补库存周期。17/18 年度国内棉花供应较为充足，但若 18/19 年度仍保持相同的产量、消费量和净出口量线性外推，18/19 年度结束之后，我国棉花库存约在 570 万吨，库存消费比将进一步下降至 69%，国内棉花市场将处于爆发临近状态。棉花的景气周期来临有望提振替代品粘胶的需求，我们认为公司粘胶产品的边际向好趋势确立，后续盈利能力有望回升。此外，2017 年我国粘胶出口量为 29.75 万吨，占总产量的 8.3%，出口占比相对较小，贸易摩擦影响有限。当前公司阿拉尔富丽达 20 万吨/年粘胶短纤项目正积极推进，届时公司将拥有 71 万吨/年的产能，龙头地位进一步确立。
- **风险提示：**产品价格大幅下行的风险、项目投产不达预期的风险。

寻找弱周期品种，农化底部反转值得期待

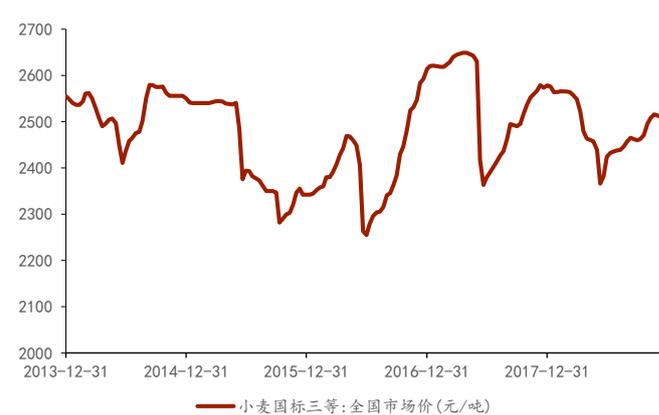
- 农产品价格相对独立于宏观经济，且目前正处于产品价格的底部位置，行业反转值得期待。对于粮食作物的判断，我们认为玉米随着库存的去化有望迎来持续性的价格上涨，小麦价格偏震荡，稻谷因为收储价格的下降，面临一定压力。农产品价格回暖有望拉动复合肥和农药等化工产品的需求。

图表 46: 玉米价格有望持续回暖



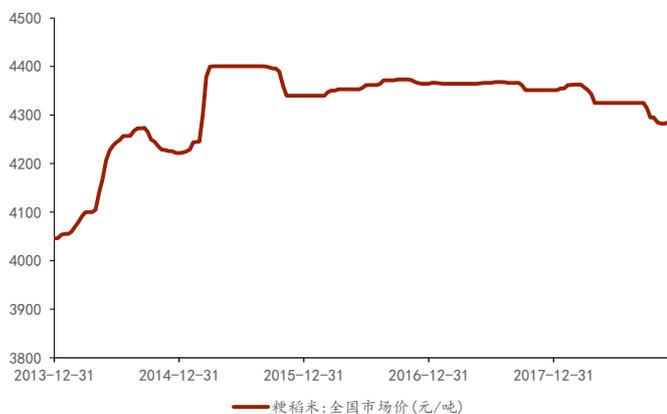
来源: wind、中泰证券研究所

图表 47: 小麦价格或将稳定



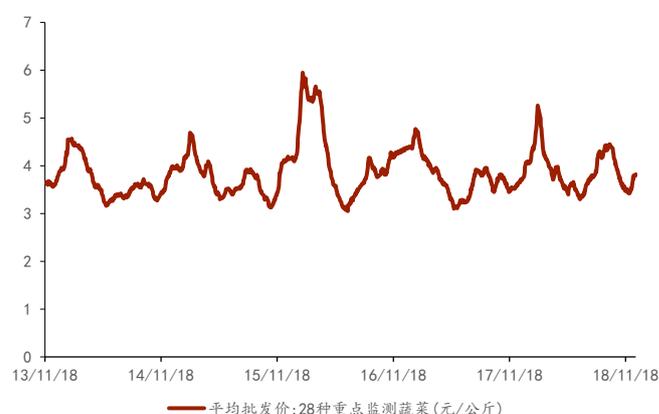
来源: wind、中泰证券研究所

图表 48: 稻谷价格一直保持稳定



来源: wind、中泰证券研究所

图表 49: 蔬菜价格快周期较快



来源: wind、中泰证券研究所

- 玉米在库存去化、成本抬升、需求增加的不断催化下，供需格局正在转变，是目前粮食作物中价格上涨确定性最强的。从供需平衡表看，国内玉米期末库存消费比将自 14 年来首次下降至 100% 以下，且供小于需消化库存的状态将持续，直至玉米价格大幅上升，造成玉米种植面积的提升或单产的提升来打破目前状态，但这仍需要一定时间。

图表 50: 国内玉米的供需平衡表

项目	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E	2019E
产量	17,482.8	20,308.0	21,895.0	23,067.1	20,707.4	19,685.4	19,269.5	19,269.5
进口量	270.3	327.6	551.6	317.4	246.3	335.0	556.0	556.0
总供给量	20,997.5	24,860.1	30,915.5	39,991.7	45,358.0	46,630.7	44,146.7	40,259.7
国内消费量	16,765.0	16,389.0	14,307.0	15,587.0	18,740.5	22,259.5	23,652.5	23,652.5
出口量	8.0	2.2	1.3	0.4	7.2	50.0	60.0	60.0
总消费量	16,773.0	16,391.2	14,308.3	15,587.4	18,747.7	22,309.5	23,712.5	23,712.5
期末库存	4,224.5	8,468.9	16,607.2	24,404.3	26,610.3	24,321.2	20,434.2	16547.2
年末库存/消费量	25.2%	51.7%	116.1%	156.6%	141.9%	109.0%	86.2%	69.8%

来源: wind、中泰证券研究所

- USDA 的数据也显示,全球玉米的库存消费比自 2017 年开始快速下降,预计到 2018 年库存消费比将会降至 14.1%,这是近 20 年来全球玉米库存消费比的低位。从产量和销量的下滑情况来看,库存的快速消化主要还是依靠产量的稳定和消费的持续提升,特别是中国玉米消耗的提升导致库存的快速去化。

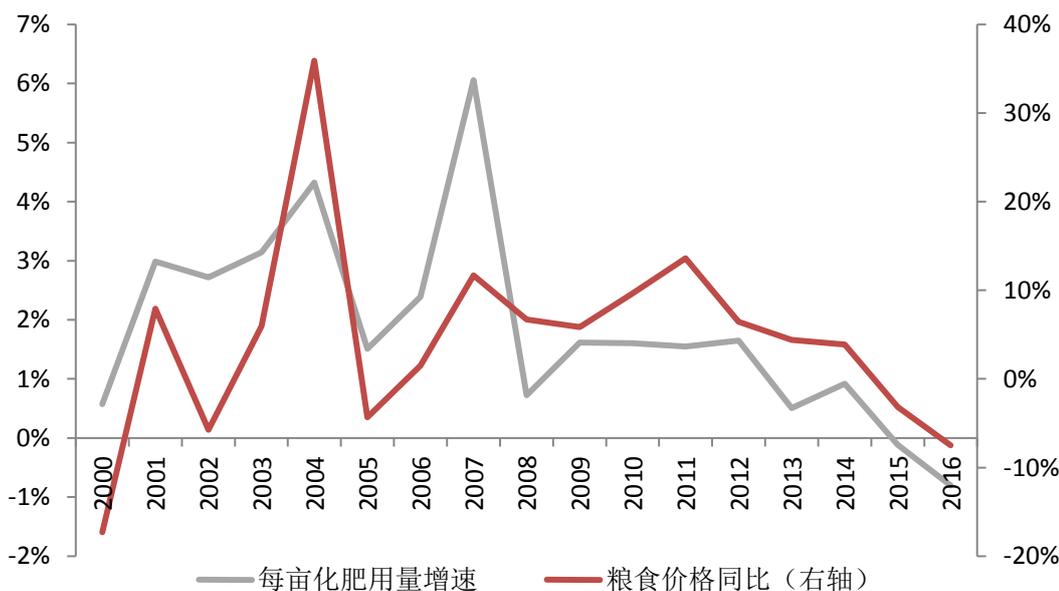
图表 51: 全球玉米的供需平衡表

项目(百万吨)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018E
期初库存	146.0	129.4	132.2	133.4	174.8	209.7	210.1	227.8	193.3
产量	832.5	886.6	868.0	990.5	1,016.0	972.2	1,078.6	1,033.3	1,061.1
消费总计	850.3	883.2	864.7	948.9	981.0	968.0	1,060.8	1,067.8	1,098.9
期末库存	128.2	132.8	135.4	175.0	209.8	213.9	227.8	193.3	155.5
库存消费比	15.1%	15.0%	15.7%	18.4%	21.4%	22.1%	21.5%	18.1%	14.1%

来源: wind、中泰证券研究所

- 因此,全球玉米的供需格局都随着国内的改善而改善,即使国内进口量加大,也会导致国外的供需偏紧,全球玉米价格的上涨也有了强劲的基本面支撑。
- 化肥需求受农产品价格提振,农产品价格也决定化肥价格空间。施肥不仅能提高土壤肥力,而且也是提高作物单位面积产量的重要措施,化肥也是农业生产最基础而且是最重要的物质投入。据联合国粮农组织(FAO)统计,化肥在对农作物增产的总份额中约占 40%~60%。从农产品价格,特别是粮食价格的变化情况来看,国内每亩化肥用量的变化与粮食价格是同向的,也就是说明在农产品价格更好的时候,农民愿意用更多的肥、更好的肥,即复合肥的需求量与粮价正相关。

图表 52: 每亩化肥用量和粮食价格的变化同向变化



来源: wind、中泰证券研究所

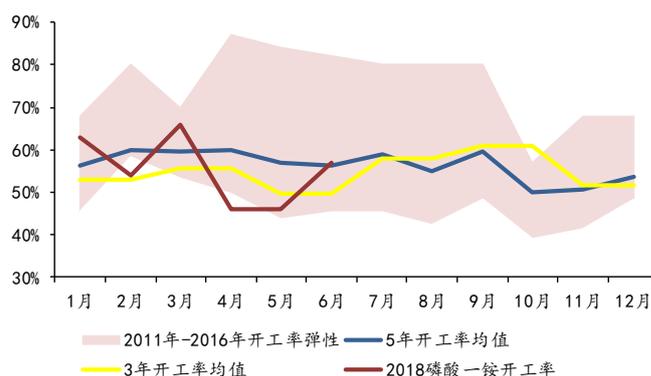
- 因此，全球玉米的供需格局都随着国内的改善而改善，即使国内进口量加大，也会导致国外的供需偏紧，全球玉米价格的上涨也有了强劲的基本面支撑。

磷肥产业链机会确定性较强

- 磷肥产量逐步下行，开工率端或持续压制。**国内磷肥产能增速逐渐放缓，产量下降。2015年至2017年，从折纯量上统计的磷酸一铵产量增速分别为9.9%、-4.9%和-0.1%，从实物量上统计的磷酸一铵产量增速分别为7.1%、4.8%和-3.3%，18年Q1-3实物量产量下滑29.86%。16、17年磷酸一铵总产量逐渐下滑，供给侧改革的效果逐渐显现。此外，在环保政策逐渐趋严的背景下，中小型的磷肥厂逐步开始整合，停产事件逐渐增多。据中国化肥网统计，2015年至2017年2月陆续有95万吨磷酸一铵产能长期停产，占行业总产能的5.4%。在环保趋严的情况下，磷酸一铵装置或持续受到影响，产能开工率难以大幅提升。
- 2011年至2012年，磷肥开工率高位运行，其中，磷酸一铵开工率区间为80%左右。**2013年磷酸一铵的开工率大幅下降，但14-16年行业开工率持续高企，磷酸一铵价格表现也较好。2017年磷酸一铵开工率持续下降到78%，但相较于其他化肥品种，开工率仍然属于较高水平。以当前磷肥行业开工率来看，行业依旧维持低位运行，今年磷肥行业开工率持续处于均值以下，较往年开工率有下滑趋势。以2018年6月为例，百川资讯统计磷酸一铵为57%，处于近5年来行业平均开工率的下方。

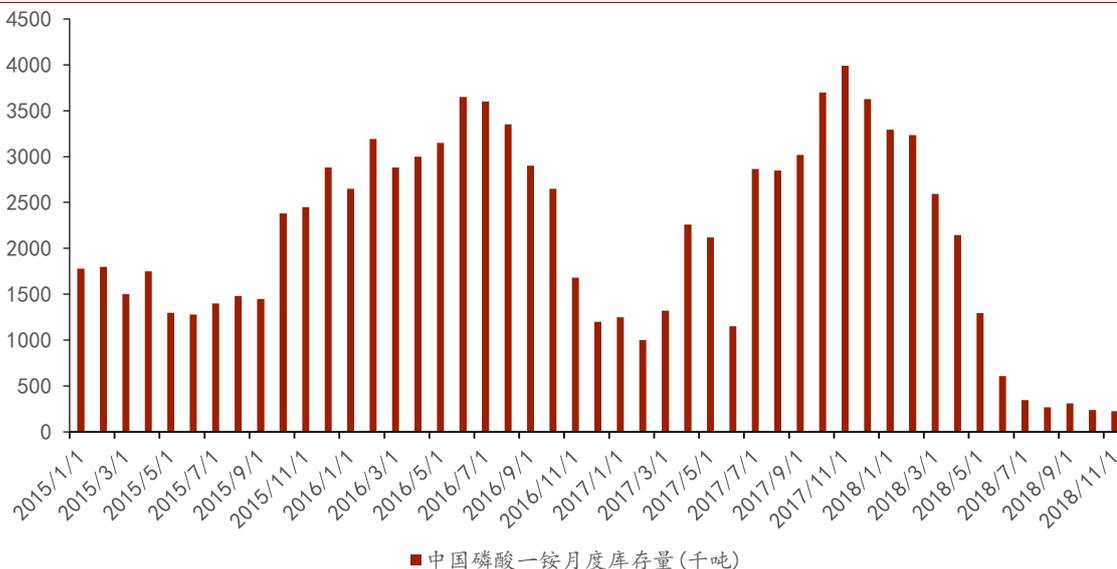
图表 53: 磷酸一铵年开工率下滑


来源: wind、中泰证券研究所

图表 54: 磷酸一铵开工率仍在低位


来源: 百川资讯、中泰证券研究所

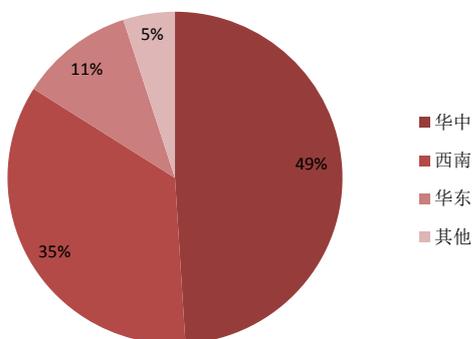
- 库存低位，价格将拥有较大弹性。2013 年至 2015 年磷酸一铵社会库存逐年下降，期间磷酸一铵社会库存量分别为 195 万吨、192 万吨和 179 万吨，同期磷酸一铵价格较为平稳，总体维持在 2104 元/吨。2016 年随着磷酸一铵价格下滑至 1798 元/吨，厂家补库存意愿强烈，磷酸一铵社会库存量急增至 283 万吨。尽管 2016 年磷酸一铵社会库存同比增幅明显，但是自 2017 年起，磷酸一铵库存开始下降，前三季度磷酸一铵社会库存同比大幅下降，而第四季度因磷酸一铵价格从 1904 元/吨暴涨至 2456 元/吨，叠加下游厂家为春季积极备货，第四季度磷酸一铵社会库存同比增幅明显。

图表 55: 磷酸一铵社会库存极低


来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- 社会库存已消耗殆尽。根据卓创资讯，当前磷酸一铵社会库存已下降至历史低点。
- “以渣定产”政策开启，磷肥供给持续受到压制，长江大保护将导致沿江磷肥产能继续收缩，开工率上升难度较大。在长江经济带环保大整治行动背景下，整个长江经济带环保整治行动不断升温，长江中上游磷肥企业的生产规模因此将受到严格控制，沿江磷复肥产能将面临新一轮的关停和搬迁改造，产能将进一步收缩，磷酸一铵行业的供需格局或将进

一步改善。2016 年全国磷肥总产量 1831.4 万吨（折纯），长江经济带磷肥产量 1519.2 万吨，占总产量的 82.95%，但其需求量仅为 310.5 万吨。

图表 56：磷酸一铵产能分布


来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 57：磷酸一铵主要产能位于长江经济带


来源：百川资讯、中泰证券研究所

- 湖北省处于长江经济带，也是主要的磷化工生产聚集地，跟随贵州施行“以渣定产”政策的概率较大，因为湖北地区的磷酸一铵产能占比接近 50%，若湖北省跟进，则将对磷肥，特别是磷酸一铵的整体供应造成较大影响。且从各省份纷纷出台磷矿石环保政策也可以看出，磷矿石环保收紧的趋势已经出现。

图表 58：湖北和贵州主要磷矿石限产相关政策

湖北省磷矿产相关政策		
时间	监管政策及措施	相关内容
2018.5	《湖北省贯彻落实中央第三环境保护督察组反馈意见整改情况的报告》	湖北省开展“绿盾2017”自然保护区监督检查专项行动，排查国家级自然保护区内各类问题保护区内非法码头、围网养殖、矿产开发等整改工作。
2017.12	《宜昌市总磷污染控制工作方案》	优化磷化工产业布局，开展涉磷化工企业污染治理，计划到2021年关闭18家磷矿，持续开展涉磷企业专项执法行动，加强长江流域总磷污染防控。
2017.11	《宜昌市黄柏河流域保护条例》	完成黄柏河流域磷矿废水提标处理工艺及措施研究。持续加强黄柏河流域东支水资源保护综合执法力度，严厉打击环境违法行为。
2017.1	《湖北长江经济带生态保护和绿色发展总体规划》	实施总磷超标控制单元新建涉磷项目倍量削减替代。关闭生产能力小于50万吨/年的小磷矿，开展磷石膏、磷渣仓储标准化管理，推进磷石膏综合利用。
贵州省磷矿产相关政策		
时间	监管政策及措施	相关内容
2018.04	《关于加快磷石膏资源综合利用的意见》	湖北省开展“绿盾2017”自然保护区监督检查专项行动，排查国家级自然保护区内各类问题，保护区内非法码头、围网养殖、矿产开发等整改工作。
2017.12	《贵州省贯彻落实中央第七环境保护督察组督察反馈意见整改方案》	优化磷化工产业布局，开展涉磷化工企业污染治理，计划到2021年关闭18家磷矿，持续开展涉磷企业专项执法行动，加强长江流域总磷污染防控。
2017.08	《贵州省国土资源厅关于抓紧实施矿山地质环境恢复治理工程的督办通知》	完成黄柏河流域磷矿废水提标处理工艺及措施研究。持续加强黄柏河流域东支水资源保护综合执法力度，严厉打击环境违法行为。
2017.08	《贵州省磷化工产业转型升级方案》	实施总磷超标控制单元新建涉磷项目倍量削减替代。关闭生产能力小于50万吨/年的小磷矿，开展磷石膏、磷渣仓储标准化管理，推进磷石膏综合利用。
2013.1	《贵州能矿资源深加工产业重大生产力布局规划（2013—2020年）》	从严控制磷化工企业的项目建设，相关市县政府对“小散污”矿产开发企业实施关闭。

来源：中泰证券研究所

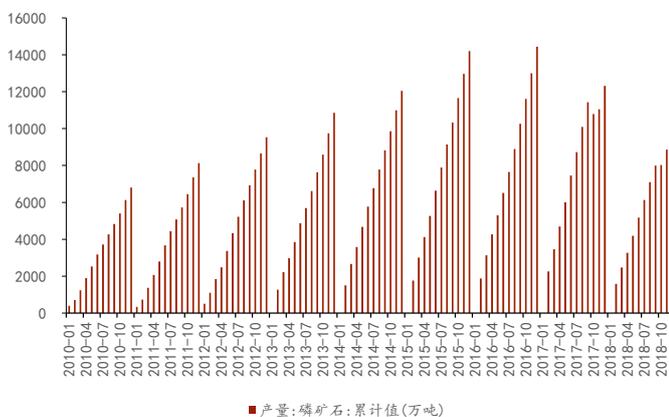
磷矿石供给侧改革，价格弹性较大

- 2018 年 1-11 月份磷矿石产量累计为 8861.4 万吨，同比下降 19.7%，产量大幅收缩。国土资源部出台的《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》首次将磷矿列入战略性矿产目录，国家或将长期加强对磷矿石开采的管制。目前，湖北省宜昌市宣布将 2018 年磷矿开采量控制在 1000 万吨，

这是自 2016 年以来,宜昌市第三次下调磷矿开采总量这一约束性指标。此外,我国对磷矿开采限制较严,仅探转采的审批流程就需 8-10 年的时间。2013 年国土资源部提出磷矿开采的“三率”标准,具体为磷矿开采回采率地下和露天分别不低于 72%和 93%、选矿回收率不低于 80-85%、尾矿和共伴生矿产资源综合利用率不低于 25%和 45%,现有的企业需两年内达到标准,否则对采矿权予以关闭或不再办理延续登记手续。

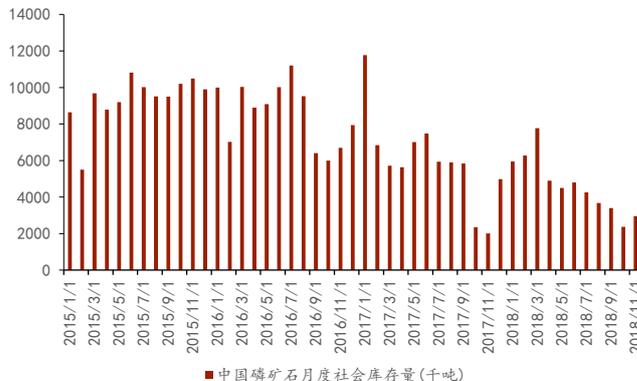
- 以湖北省为例,2016 年龙会山磷矿、马家湾磷矿等 35 家公司的采矿权被清理。湖北磷矿储量为 63.4 亿吨,全国排名第一,占比 29.4%,四川磷矿储量占比为 7.4%。因湖北省位于长江保护区、四川省建立大熊猫自然保护区,预计受环保政策影响的产能占比达 36.8%。在出口方面,2018 年磷矿出口关税由 15%调整为 10%,利好磷矿出口,国内磷矿供应将趋紧张。

图表 59: 磷矿石产量同比下降 20%



来源: wind、中泰证券研究所

图表 60: 磷矿石社会库存处于历史低位



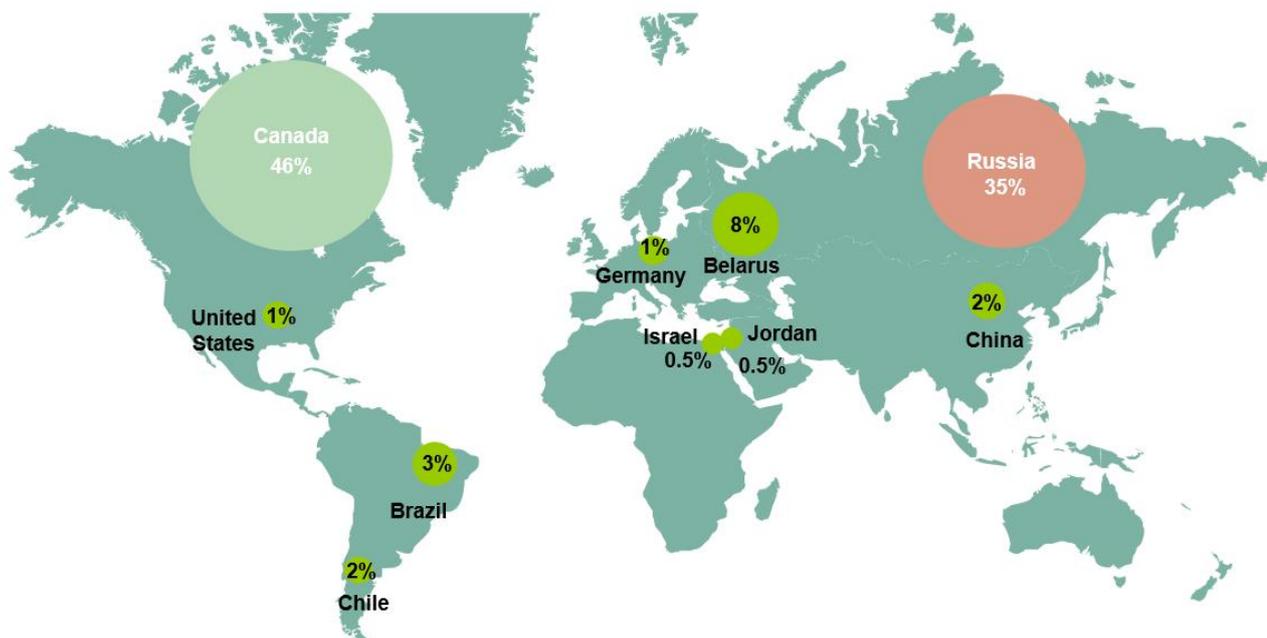
来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

- 磷矿石库存低位。近年来,我国磷矿石的社会库存量不断下降,目前已降至 480 万吨的历史低位。国内磷矿供应受限态势下,我们预期磷矿库存有望持续低位,从而推动磷矿石价格有望上涨。

钾肥价格有望持续上涨

- 钾肥的资源属性极强,资源的集中决定了供应商的垄断。全球钾盐资源分布集中度较高,可供经济开采的矿藏主要分布在加拿大、俄罗斯乌拉尔区、白俄罗斯、巴西、中国等地区,其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯是全球最主要的钾肥生产国家,合计储量占比接近 9 成,资源的集中决定了供应商的垄断,因而钾肥的定价权主要掌握在国际寡头的手中。

图表 61: 世界已探明钾盐储量主要集中在加拿大和俄罗斯



来源: Uralkali、中泰证券研究所

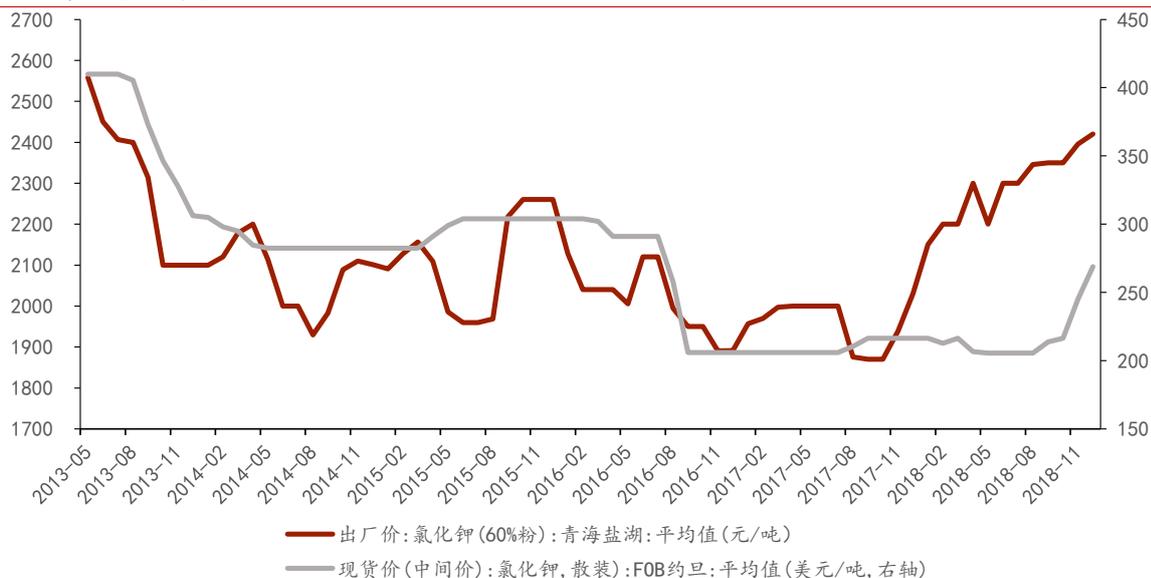
- 钾肥供需增量维持平衡。从钾肥需求来看，2017-2022 年全球钾肥需求复合增长率有望维持 3%，年均钾肥需求增长约 200 万吨左右。未来使用地将更多集中在美国、中国、巴西、印度还有东南亚，欧洲等农业发达国家的地区，需求将稳定下来，需求增长主要来自于亚洲以及非洲等新兴市场。2014-2016 年钾肥行业关停产能超过 200 万吨，2017-2022 年行业新增产能与产能退出并存，但是整体新增产能与需求增量相匹配，行业维持寡头垄断和弱平衡状态。

图表 62: 钾肥新增产能统计

公司名称	新增产能(万吨)	投产时间
Eurochem	230	2019年初
藏格控股	200	2019年
Uralkali	300	2020年
K+S	286	2023年

来源: Mosaic、中泰证券研究所

- 钾肥价格已从底部回升。随着行业供需格局的逐步改善，钾肥价格也开始从底部回升。近期，青海盐湖 60%含量的氯化钾价格已上涨至 2420 元/吨，从底部上涨 33.0%，但距离上一个周期高点仍有较大空间。

图表 63: 钾肥价格持续上涨


来源: wind、中泰证券研究所

· 兴发集团 (600141.SH)

- 公司是国内磷化工龙头企业，也是国内草甘膦和有机硅龙头企业。公司紧紧围绕丰富的磷矿资源，深挖磷化工下游潜力，用磷矿石产能 450 万吨，精细磷酸盐产能 18.25 万吨，有机硅单体产能 20 万吨，草甘膦产能 18 万吨，磷铵产能 60 万吨和氯碱产能 31 万吨。此外，公司拥有水电站 31 座，总装机容量达到 16.87 万千瓦，提供成本相对低廉、供应稳定的电力保障，自给率在 50% 左右。
- **磷化工行业景气复苏。**当前在磷矿石、磷肥等产能去化周期下，供给出现大幅收缩，而需求端由于农产品价格回暖导致需求稳健，造成磷矿石和磷肥等价格上涨，预计行业景气复苏有望持续。目前磷肥社会库存低位，需求的好转有望使得磷复肥行业迎来较强复苏周期，有望带动磷化工行业整体复苏。
- **草甘膦盈利能力回暖，有机硅以量换价。**在经过三年的价格低位后，草甘膦行业的低端产能逐步退出，而受转基因作物种植推广、跨国企业补库存周期到来和农产品价格预期回升的影响，供需面出现改善，加之环保核查限制厂家开工，我们认为草甘膦行业进入景气周期。公司控股子公司（75%）泰盛化工拥有草甘膦产能 13 万吨/年，为国内最大草甘膦生产企业，同时控股子公司宜昌金信（75%）拥有 8 万吨/年的甘氨酸的生产能力，产业链优势突出。加之公司现金收购的内蒙古腾龙现有 5 万吨/年草甘膦原药的产能，收购完成后，上市公司控制的产能变为 18 万吨/年，占我们统计的全国有效总产能比接近 25%，龙头地位突出。17 年下半年有机硅装置技改扩能顺利完成，公司有机硅单体产能由 16 万吨/年增加至 20 万吨/年，同时其有机硅子公司兴瑞公司拟投资 6.88 亿元建设有机硅技术改造升级项目，建成后公司有机硅单体产能将扩大至 36 万吨/年。草甘膦涨价产业链优势凸出，现金收购腾龙化工巩固龙头地位。
- **风险提示：**环保导致公司停产或搬迁的风险、主要产品价格或不及预期

的风险、并购资产整合或不及预期的风险。

· 司尔特 (002538.SZ)

- **区域磷复肥行业龙头企业。**司尔特是安徽省磷复肥龙头，现有宁国、宣州和亳州三大生产基地，具备 150 万吨复合肥和 75 万吨磷酸一铵产能。依托于“硫铁矿、磷矿石-硫酸、磷酸-磷酸一铵-复合肥”完整的产业链，公司具备显著的成本优势。随着行业供给端的逐渐出清，玉米价格回暖带动需求上行，磷复肥行业有望迎来反转周期，公司作为区域磷复肥龙头，弹性充足。
- **产业链一体化优势突出。**公司的产业链布局主要围绕着“硫铁矿、磷矿石-硫酸、磷酸-磷酸一铵-复合肥”这一路径完成。目前公司具备三元复合肥产能 150 万吨/年，磷酸一铵 75 万吨/年，硫酸 115 万吨/年，磷酸 45 万吨/年，磷矿石 30 万吨/年，在建硫铁矿 38 万吨/年。同时公司还具有贵州路发 20% 的权益，贵州路发拥有 100 万吨的磷矿石产能。其中宣州年产 25 万吨硫铁矿制酸项目于 2017 年底正式投产，18 年产酸可抵消公司外购硫酸量 25-30 万吨，减少了硫酸采购支出，同时副产物铁精粉约 15 万吨，副产中压蒸汽年发电量约 7200 万 kWh，减少外购电量，可供新增复合肥装置使用，提高了公司的综合效益。2018 年 Q1-Q3 公司扣非净利润 104.79%，业绩显著回升，后期随着公司硫铁矿采矿项目的投产，公司的产业链布局将更加完善。
- **农产品价格预期回升，磷复肥供给侧改革正在进行，磷复肥大周期有望开启。**目前磷肥社会库存低位，需求的好转有望使得磷复肥价格具有较大弹性。
- **风险提示：**农产品价格或不及预期的风险、三元复合肥价格大幅波动的风险、磷酸一铵价格大幅波动的风险、硫铁矿采矿项目或不及预期的风险。

· 新洋丰 (000902.SZ)

- **国内磷复肥行业龙头企业。**公司具有年产各类高浓度磷复肥 800 万吨的生产能力和 320 万吨低品位矿洗选能力，配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年，是国内磷复肥行业龙头企业，经过多年的产品深耕和渠道经营，成本优势和渠道优势较为突出，在整体化肥行业低迷期，业绩于 17 年率先于行业回暖，18H1 增速保持在 25% 以上。我们预计农产品价格有望逐步向上，有望开启磷复肥行业的景气大周期，公司作为行业龙头将率先受益。
- **成本优势突出，复合肥单吨成本低行业约 180 元。**据测算，由于公司产业链一体化、拥有钾肥进口权，以及得天独厚的区位优势带来的综合成本优势约在 180 元/吨，对于复合肥行业来说，公司的成本竞争优势较为突出。且公司不断进行产品结构优化，重点发力毛利率高的高端新型复合肥产品，新型复合肥毛利率高于常规复合肥超过 4 个百分点，预计新型复合肥占复合肥销量比将从 16 年的 11.64% 提升至 18 年 20%，带动公司盈利能力进一步提升。
- **渠道优势突出，粘性较强，合作 10 年的经销商超过 50%。**公司拥有较强的渠道粘性，合作 10 年的经销商超过 50%，多样的品种和多层次的渠道模式进一步增强了公司的渠道粘性，同时由于新洋丰的产品具有较强成本优势，毛利水平较高，有能力给经销商更多的激励。就算在农产

品价格低迷，农资市场较差的环境下，公司仍然具有通过让利经销商，将复合肥的成本优势转化为更多市场份额的能力，龙头地位将不断提升。

- **农产品价格预期回升，磷复肥供给侧改革正在进行，磷复肥大周期有望开启。**加之磷复肥副产品磷石膏的安全处置是环保关注的要点，贵州率先实行的“以渣定产”政策有望在其他磷肥主产区推行，中小型磷肥企业压力剧增，部分落后产能有望持续退出市场。目前磷肥社会库存处于低位，需求的好转有望使得磷复肥价格具有较大弹性。
- **风险提示：**常规复合肥价格大幅波动的风险、新型复合肥放量或不及预期的风险、磷酸一铵价格大幅波动的风险、农产品价格或不及预期的风险。

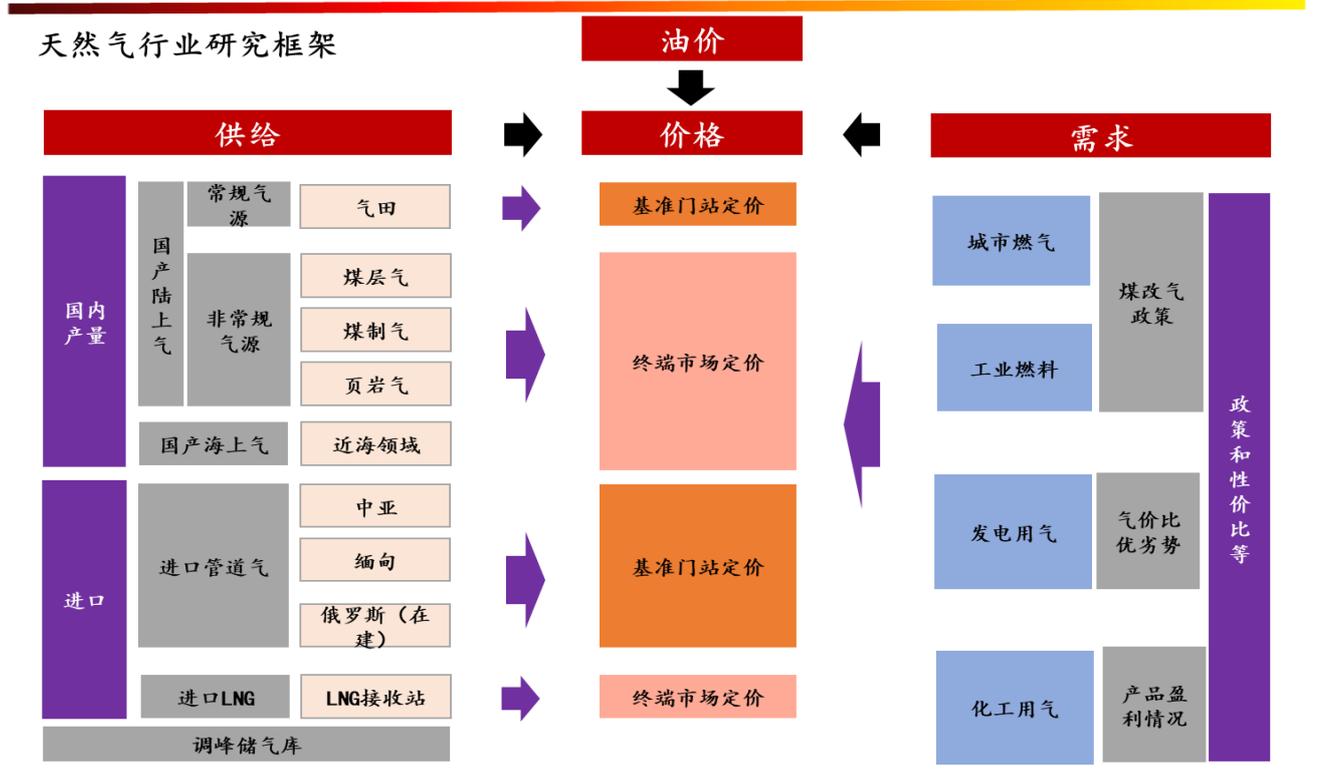
· 藏格控股 (000408.SZ)

- **年产能 200 万吨的国内第二大钾肥企业，掌握核心上游资源。**公司是拥有察尔汗盐湖采矿权证面积 724 平方公里和大浪滩黑北钾盐矿探矿权 493 平方公里的资源型钾肥生产企业，钾肥产能 200 万吨/年，2017 年钾肥产量约 185 万吨。察尔汗盐湖是我国最大的可溶性钾镁盐矿床，也是世界上大型盐湖矿床之一；大浪滩矿区则位于矿产资源丰富的柴达木盆地西北部，是一个以钾盐为主，伴生着锂、镁和芒硝的综合性矿田。在行业景气周期下，公司业绩弹性较大。
- **盐湖提锂是公司重要业绩增长点。**目前由蓝晓科技提供盐湖卤水提锂装置的一期 1 万吨/年项目（一共规划 2 万吨）正在建设之中，盐湖提锂将成为公司未来几年重要的业绩增长点。公司生产碳酸锂采用的是吸附法，该提锂工艺技术具有操作简便、成本低、产品纯度高、工艺稳定性强的特点，并且对盐湖卤水的镁/锂比没有苛刻的要求，利用此技术建设年产 2 万吨碳酸锂项目不仅可满足国内日益增长的锂需求，也为加快盐湖资源综合利用，实现盐湖地区循环经济和可持续发展将起到积极的作用。此外，公司所处察尔汗盐湖拥有氯化锂总储量 833 万吨，公司占察尔汗盐湖面积五分之二，氯化锂资源储量近 200 万吨。
- **风险提示：**钾肥价格大幅波动的风险、碳酸锂价格大幅波动的风险、碳酸锂放量或不及预期的风险。

天然气步入黄金十年发展期

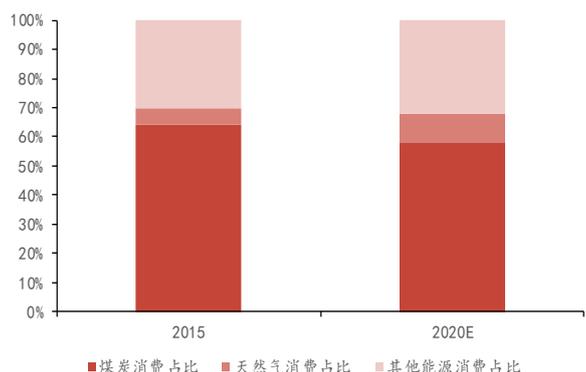
- **政策推动天然气行业快速发展。**当前环保依然较为严格,在环保重压下,对于能源结构调整和煤炭使用量的控制提升至新的高度,而天然气作为清洁能源,在国家层面已成为未来能源发展的重要方向。当前顶层政策正推动天然气作为清洁能源不断发展。

图表 64: 天然气行业研究框架

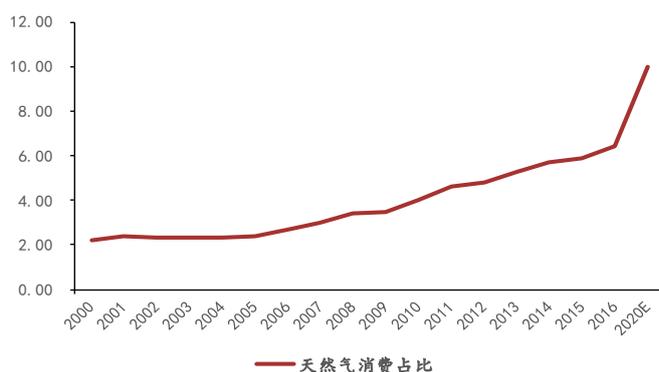


来源: 中泰证券研究所

- 2013 年以来,国家陆续出台了《大气污染防治行动计划》,把大气污染治理提到了前所未有的高度。2014 年发布纲领性文件《能源发展战略行动计划(2014-2020)》,对我国能源结构提出规划,要求到 2020 年,非化石能源占一次能源消费比重达到 15%,天然气比重达到 10%以上,煤炭消费比重控制在 62%以内。同时大力发展天然气,积极发展能源替代,降低煤炭消费比重,提高天然气消费比重,安全发展核电,大力发展可再生能源。清洁能源替代燃煤是推动大气环境污染治理的重要举措之一。2017 年发布《天然气发展十三五规划》,要求以京津冀、长三角、珠三角、东北地区为重点,推进重点城市“煤改气”工程,扩大城市高污染燃料禁燃区范围,大力推进天然气替代步伐,替代管网覆盖范围内的燃煤锅炉、工业窑炉、燃煤设施用煤和散煤。至此我国天然气行业顶层政策大框架已基本形成。

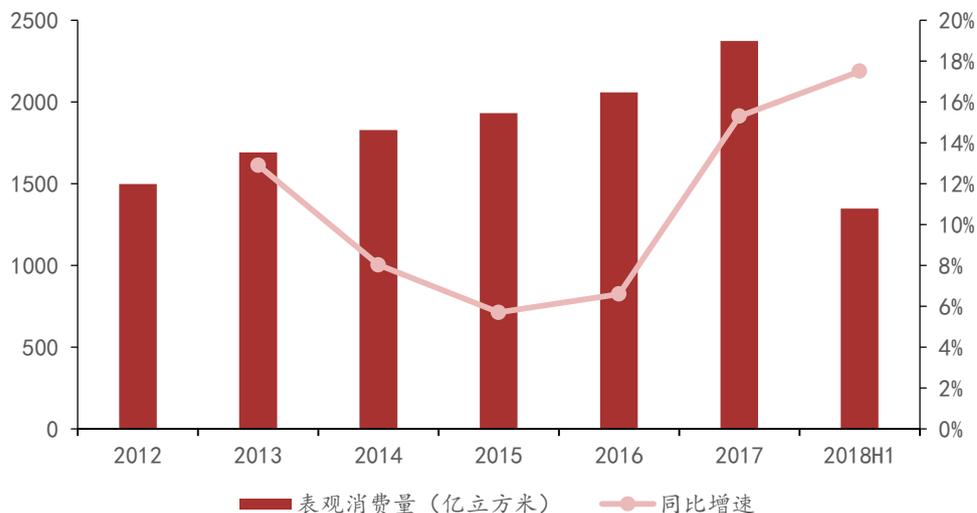
图表 65: 天然气未来消费占比将逐步提升


来源: 中泰证券研究所

图表 66: 天然气未来消费占比将逐步提升 (%)


来源: wind、中泰证券研究所

- 2016-2020 年我国天然气消费量复合增速或达 15%。** 根据我国《能源发展“十三五”规划》和《天然气发展十三五规划》，我国 2015 年能源消费总量为 43 亿吨标准煤，其中煤炭消费总量为 27.5 亿吨标准煤，占比达 63.95%。根据国家顶层设计指引，我国《天然气发展十三五规划》指出，国家要求降低煤炭使用量同时提高天然气使用量，到 2020 年，我国要求 2020 年天然气消费量占一次能源消费比例提升至 10%，天然气消费总量达 3600 亿立方米，预计 2016-2020 年我国天然气消费量复合增速达到 15%。

图表 67: 天然气行业于 2016 年迎来需求拐点


来源: wind、中泰证券研究所

- 2016 年是行业拐点之年，拐点主要体现为行业呈现“量价齐升”趋势。**
 - 量：需求量大增。** 天然气行业于 2016 年迎来拐点，且增速呈现出扩大趋势。根据发改委数据，2016 年和 2017 年，我国天然气需求量分别为 2058 亿立方米和 2373 亿立方米，同比增速分别高达 6.6% 和 15.3%；2018 年 1-9 月需求量高达 2170 亿立方米，同比增速高达 18.2%。从天然气的需求增速来看，目前天然气仍然处于高增趋势。
 - 价：LNG 价格高弹性。** 除了需求量大增之外，LNG（液化天然气）价格同样具备高弹性。由于进口 LNG 终端价格属于市场定价，且 2017 年供需缺口较大，

导致 17 年价格暴涨。自 2017 年 9 月，LNG 价格开始上涨，全国市场均价从 3122 元/吨最高上涨至 7400 元/吨，涨幅高达 137%。近期，随着采暖季的到来，LNG 价格同样出现上涨态势。

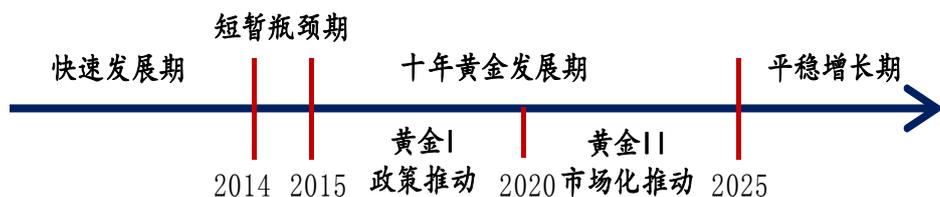
图表 68: LNG 价格高弹性



来源: wind、中泰证券研究所

- **天然气行业已步入十年黄金发展期。**天然气行业于 2016 年迎来行业拐点，已步入快速发展的黄金十年。我们预计至 2020 年，为黄金 I 期，在“煤改气”顶层政策的推动下和天然气相较于替代能源在城市燃气和交通领域已具备经济性的情况下，城市燃气和工业燃料需求将迎来爆发；2020-2025 年为黄金 II 期，随着天然气价格市场化改革的加速推进，天然气价格下行带动天然气在发电、城市燃气和工业燃料等诸多应用领域的需求爆发，我国天然气需求在此阶段将维持高速增长趋势。天然气行业也将迎来重要的十年黄金发展期。

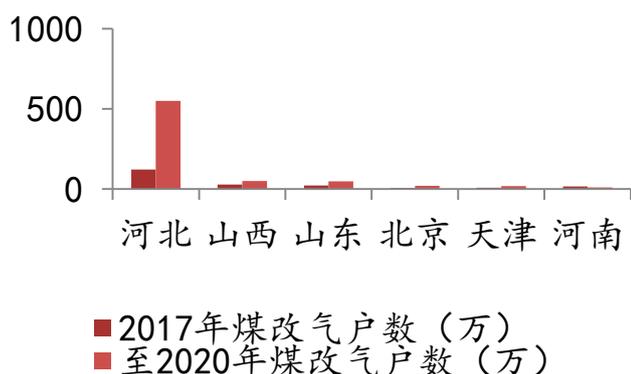
图表 69: 键入图表的标题



来源: 中泰证券研究所

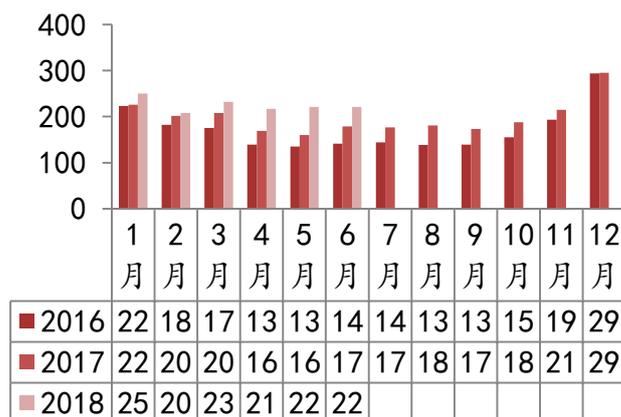
- **黄金 I 期: 煤改气政策推动需求高增。**到 2020 年，我们认为“煤改气”政策是天然气需求维持高速增长的重要推手，再加上环保趋严常态化倒逼清洁能源的消费进程加速，由于天然气的气价相较于替代能源在城市燃气端已具备优势，天然气需求有望在城市燃气持续爆发，在工业燃料领域，政策推动燃煤锅炉的“煤改气”持续快速增长，助力天然气行业在“十三五”期间迎来十年黄金发展期的黄金 I 期。在黄金 I 期，在天然气的需求旺季，即采暖季，天然气需求总量较高，季节性的供需处于偏紧，甚至供不应求状态。

图表 70: 煤改气政策是天然气需求的重要推手



来源: wind、中泰证券研究所

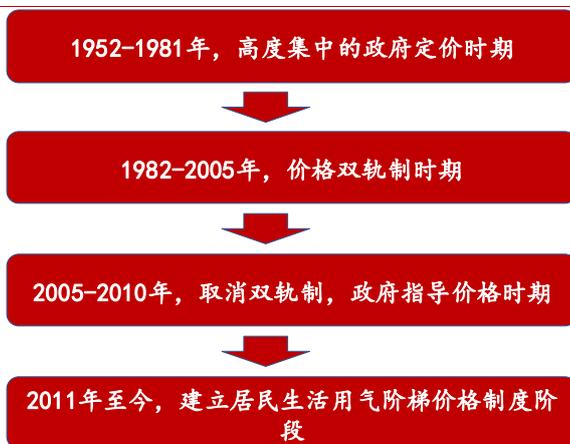
图表 71: 采暖季需求体量大



来源: wind、中泰证券研究所

- **黄金 II 期: 市场化推动需求高增。**我们认为, 2020 年之后, 随着我们气价改革的不断推进, 天然气价格在部分领域有望逐步走低, 从而带动天然气需求持续高增。从美国天然气行业发展历史经验来看, 天然气价格下降直接推动了天然气需求的快速增长, 而随着天然气价格逐步市场化之后, 天然气价格也由于供给的大幅增加出现下行趋势。当前阶段, 我国工业用气价格较高, 如果要有效提振工业领域对于天然气的需求, 天然气价格下行趋势是必然。

图表 72: 我国气价改革历程



来源: 中泰证券研究所

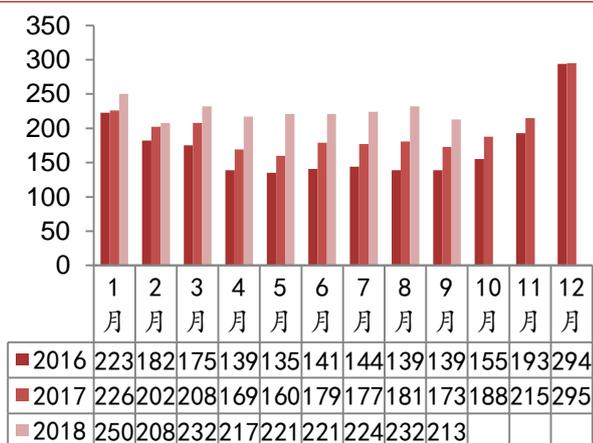
LNG: 行业有望享受量价齐升

- **LNG 是天然气供给的重要补充。**LNG 的经营模式是运营商从全球采购气源, 经由当地液化、LNG 船运输至中国, LNG 接收站主要负责接卸、储存和运输。其中运输的方式分为两种, 一种是 LNG 经气化后, 就近输入官网供给下游客户, 另一种是通过槽车运输至附近的 LNG 加气站, 再供给给终端需求客户。
- **近些年来, LNG 呈现出量价齐升趋势。主要的原因是:**
- 1) 天然气需求高增: 受益“煤改气”政策推动, 自 2016 年开始, 天然气在城市燃气、工业燃气、发电领域和化工领域等四大领域需求持续高

增。根据发改委数据，2017 年实际要求完成煤改气户数为 355 万户，但实际完成量超过 428 万户，煤改气户数超预期，带动城市燃气全年需求增速高达 14%。此外，由于燃煤锅炉小产能的出清，推动工业燃料需求增速高达 20.2%。发电领域由于性价比的提升推动需求增速高达 22.9%。工业领域，由于甲醇、尿素等化工产品涨价，盈利能力较强，但由于多数工业企业用气受限，从而导致化工领域需求增速 9.2%。

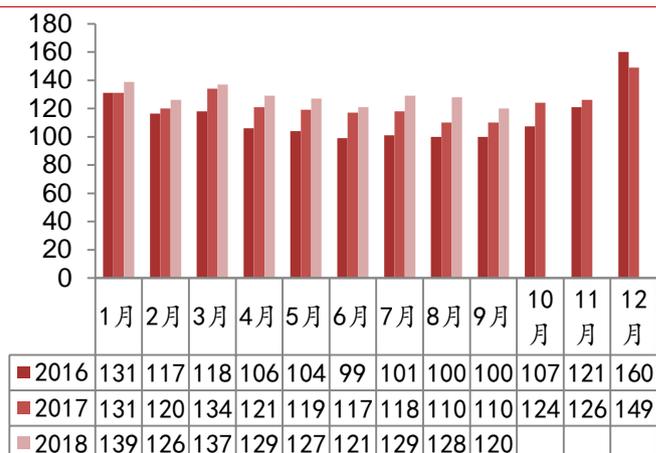
- 2) 而国内产量低增速。年前三个季度，天然气产量增速仅 6.3%，远低于需求增速。其中 2018Q3 产量为 377 亿立方米，产量同比增速 11.5%。增速相较于前两个季度有提升。由于 2017Q4 产量基数较高，预计产量增速仍维持较低水平。
- 3) 进口管道气增量有限。1-10 月管道气进口增速为 21.64%，中石油经研院预计全年 13%。2018 年月度最大管道气进口量为 46 亿立方米，由于我国未来无新增进口气源，且没有新增进口管道线，预计今年最大管道气运输量为 4 月最高运输量，即 46 亿方。
- 由于我国产量增速持续较低，且远低于需求增速，导致供给缺口需要用进口 LNG 进行补充，且目前 LNG 进口量已经超过管道气，且增速较高，预计未来仍然将持续增加。

图表 73: 我国天然气需求高增



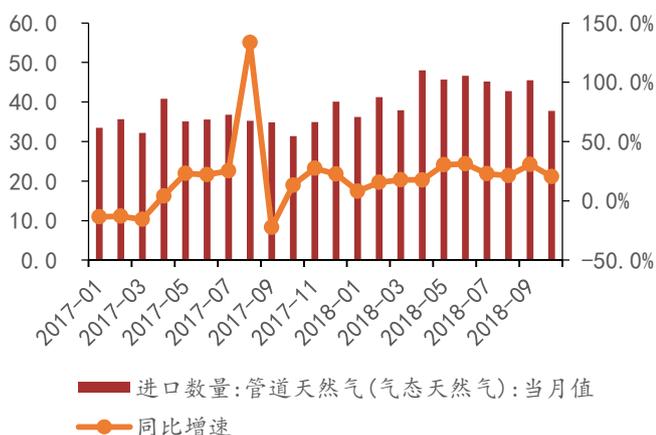
来源: wind、中泰证券研究所

图表 74: 国内产量低增速

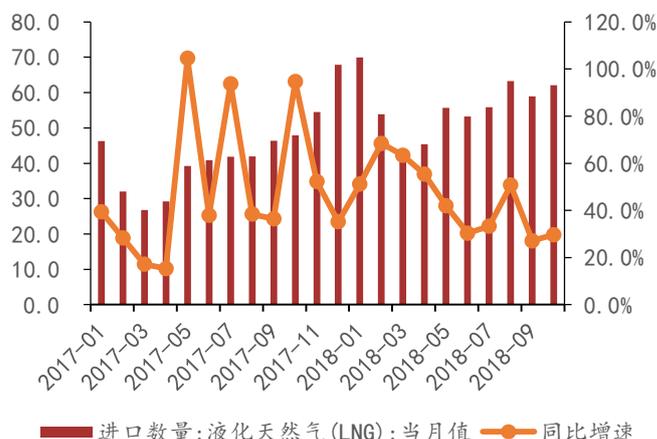


来源: wind、中泰证券研究所

图表 75: 进口管道气增速低



图表 76: 进口 LNG 进口增速高



来源: wind、中泰证券研究所

来源: wind、中泰证券研究所

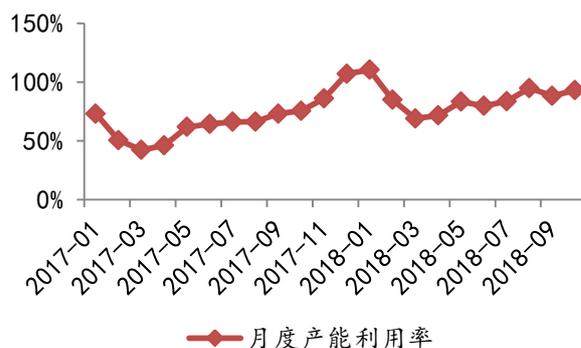
- LNG 行业景气度提升。**由于 2014 年之前 LNG 接收站基本为“三桶油”垄断，少有民营企业进入，开放程度较低；此外，当时油价处于高位，导致所签订的合同气源订单均价比较高，造成 LNG 接收站盈利能力弱。以上两点原因导致我国 LNG 接收站在 2016 年之前产能利用率均较低。但是随着江苏如东 LNG 接收站于 2014 年 8 月开始进行试验性开放，我国 LNG 接收站建设才正式步入快速发展阶段，至今 LNG 产能已实现 64% 的增长，预计到 2018 年底达到 6660 万吨。进入 2016 年，随着天然气需求的爆发，我国 LNG 产能利用率逐步提升，预计到 2018 年，全年产能利用率可高达 71%，达到近 10 年来最高水平。从单月产能利用率来看，2018 年 1 月，我国产能利用率已高达 110%，产能利用率达到很高的水平。由于产能利用率的高低决定了 LNG 接收站的资产回报率，如果利用率过低，会导致周转率下降，从而使盈利能力下滑。当前产能利用率的提升印证当前行业正处于高景气状态。

图表 77: 我国 LNG 产能利用率逐步提高



来源: 《能源发展十三五规划》、中泰证券研究所

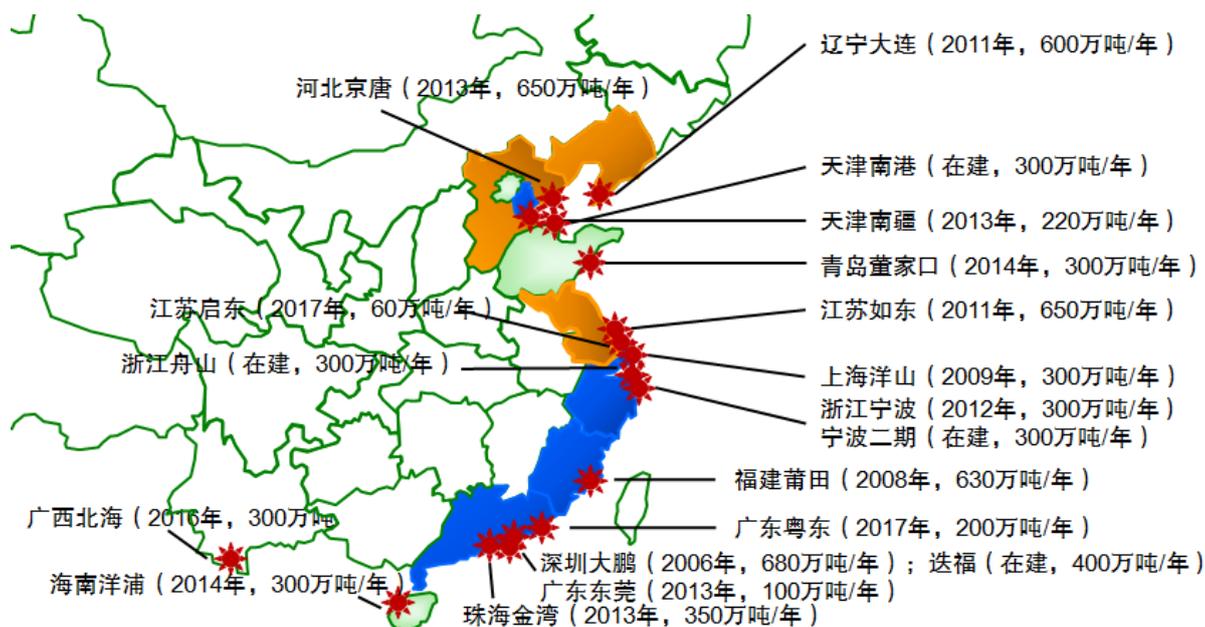
图表 78: 我国 LNG 月度产能利用率持续提升



来源: wind、中泰证券研究所

- LNG 产能扩张符合行业发展趋势。**由于目前 LNG 已成为天然气行业供给的重点来源和供给增量，除 LNG 产能利用率提升之外，当前我国 LNG 接收站的建设也正在快速发展。根据当前的 LNG 产能规划，预计 2018-2020 年，我国 LNG 新增产能分别为 1135 万吨、460 万吨和 1100 万吨，2018-2020 年我国 LNG 接收站产能将分别为 6660 万吨、7120 万吨和 8220 万吨，产能增速分别为 20.5%、6.9%和 15.5%。

图表 79: 我国现有 LNG 产能分布



来源: 中石油经研院、中泰证券研究所

· 广汇能源 (600256.SH)

- **煤气油一体化运营公司。**公司主营业务是天然气、煤炭和煤化工产品。天然气行业已步入十年黄金发展期,公司拥有稀缺 LNG 资源,且未来产能将持续扩大,天然气业务将成为公司未来发展最强劲的动力。煤炭业务受益供给侧改革和公司运输通道的解决,产量有望持续增长且成本有望降低,即使煤炭价格略有波动,但量的上升和成本的降低将有效保障公司煤炭利润。由于油价下跌,煤化工甲醇产品短期景气下滑,但公司煤炭分级利用业务将贡献一定业绩增量,煤化工板块仍旧值得期待。
- **天然气业绩有望爆发式增长。**天然气行业自 2016 年迈过拐点,步入十年黄金发展期。公司提前布局 LNG 资源,在西北地区目前 16.55 亿方产能(在产产能 11.5 亿方),受益成本较低且供给稳定,业绩持续稳健;此外,公司拥有 LNG 接收站稀缺资源,位于华东地区,靠近天然气消费地,有望充分受益 LNG 国内外价差。且公司 LNG 接收站产能持续扩张,当前产能 60 万吨,未来将扩产至 800-1000 万吨,产能的扩张将为公司成长提供充足动力。
- **煤炭和煤化工业绩有望稳增。**公司 2018 年 1-9 月实现煤炭生产量万吨 419.46 万吨,同比增长 42.74%;实现煤炭销售量 601.77 万吨,同比增长 32.20%。此外,红淖铁路开通在即,疆煤运力不足得到解决。目前新疆煤炭运力有限,这限制公司煤炭业务的进一步发展,有望大幅降低煤炭运输成本。煤化工业务景气下滑,聚焦煤炭分级利用。由于甲醇成本和需求均于油价关联紧密,当前油价大幅下行,导致甲醇价格深度回调,景气度下滑。当前西北地区甲醇价格为 2160 元/吨,较前期高点下滑近 30%。但公司依托自身低成本煤炭,进行“1000 万吨煤炭分级提质清洁利用”项目,有望为公司贡献稳定业绩。
- **风险提示:** 在建工程建设不达预期的风险、产品价格大跌的风险、需求大幅收缩的风险。

抢占高地！新材料布局正当时

- 新材料是材料工业发展的先导，是重要的战略性新兴产业。加快培育和发展新材料产业，对于引领材料工业升级换代，支撑战略性新兴产业发展，保障国家重大工程建设，促进传统产业转型升级，构建国际竞争新优势具有重要的战略意义。
- 《中国制造 2025》大力推进新材料产业发展，力争在 2025 年以前使我国新材料产业进入世界一流强国行列。其中把特种金属功能材料、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 先进复合材料作为发展重点，积极发展军民共用特种新材料，加快技术双向转移转化，促进新材料产业军民融合发展。

看好锂电回收市场，发展空间巨大

- **3C 端：电池回收空间大。**移动终端设备市场发展迅猛，产品更新加快，笔记本电脑、手机以及平板电脑三大电子产品的市场达到一定渗透率后逐渐趋于饱和。笔记本电脑市场 2013 年至 2016 年，产量分别为 1.74 亿台、2.27 亿台、1.74 亿台、1.65 亿台，增速为 -31.02%、30.09%、-23.29%、-5.38%；销售量 1.86 亿台、2.38 亿台、2.53 亿台、1.74 亿台、2.27 亿台、1.73 亿台、1.64 亿台，增速为 28.45%、5.88%、-31.03%、30.41%、-23.58%、-5.22%。智能手机在未来几年仍将维持较快的增长趋势。随着产品价格的下降，移动互联网时代的来临，智能手机的市场渗透率逐步拉高。2016 至 2018 上半年，市场占有率分别为 95.75%、94.70%、92.40%。平板电脑市场增长步伐放缓，2015 至 2017 年全球平板电脑出货量 2.07 亿台、1.75 亿台、1.64 亿台，同比增幅 -10.13%、-15.43%、-6.52%。3C 端产品市场逐渐饱和，增速放缓，大量的退役电池将为公司的电池回收业务提供稳定原料源。

图表 80：笔记本电脑产销情况



来源：wind、中泰证券研究所

图表 81：智能手机市场情况



来源：wind、中泰证券研究所

- **新能源汽车动力电池端：行业受电池回收政策规范，看好新能源汽车带来的供给增量。**根据 wind 数据显示 2018 年 1 月至 7 月，新能源汽车累计产量 55.30 万辆，相较同期增长 112.69%，累计销量 49.60 万辆，相较同期增长 97.61%，《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》提出，到 2020 年中国新能源汽车产量达到 200 万辆，累计产销超过 500 万辆。

新能源汽车的快速发展,我国即将迎来动力蓄电池的大规模退役,电池回收业务上游供给足。

- 政策端: 国家对于电池回收业务提出一系列的政策要求, 规范行业企业而 2018 年 7 月 27 日, 工信部公布符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》第一批企业名单, 光华科技成功入选, 未来有望形成行业先发优势, 开启成长新篇章。

图表 82: 电池回收相关政策

时间	政策名称	内容	
2016年	1月	《电动汽车动力蓄电池回收利用政策》	明确动力电池回收利用责任主体, 并对设计生产、回收、梯级利用、再生利用等方面均作出规定
	2月	《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》	对综合利用企业的企业布局、建设项目、环境保护要求及资源综合利用于能耗等方面提出相应要求
	12月	《新能源汽车动力蓄电池回收利用管理暂行办法》	强调落实生产者责任延伸制度, 由汽车生产企业承担动力蓄电池回收主体责任
2017年	5月	《车用动力电池回收利用拆解规范》	明确指出回收拆解企业应具有相关的资质, 进一步保证动力电池安全、环保、高效的回收利用

来源: 中泰证券研究所

- 我们认为电池回收行业空间大, 壁垒较高。随着新能源汽车的快速发展, 动力电池换代更新周期的到来将给电池回收行业带来巨大空间。新能源汽车的快速发展, 我国即将迎来动力蓄电池的大规模退役, 电池回收业务上游供给足。

· 光华科技 (002741.SZ)

- 电池回收业务: 电池回收业务将开启公司成长新篇章。**当前电池回收对于环保和高回收率要较高要求, 行业壁垒较高。2018 年 7 月 27 日, 工信部公布符合《新能源汽车废旧动力蓄电池综合利用行业规范条件》第一批企业名单, 光华科技成功入选, 未来有望形成行业先发优势, 开启成长新篇章。公司积极拓展市场, 产能快速扩张, 有望充分受益。当前公司的电池回收业务是以处理 3C 为主, 主要覆盖江西、深圳和福建, 汽车动力电池方面仍在蓄力期, 与北汽集团、南京金龙、广西华奥等公司签订框架合作协议, 有望使公司获得更多原材料供给的市场份额, 占得先发优势。并且公司产能大幅扩张, 公司 2017 年于工信部投产示范项目, 废旧电池回收线处理量达 150 吨/月, 之后回收线持续扩产, 目前处理量在 1000 吨/月左右, 后续产能有望达到 5 万吨/年。电池回收业务有望打开公司的成长空间。
- PCB 化学品: 受益于进口替代和环保趋严带来集中度提升, 公司业绩有望持续高速增长。**公司 PCB 化学品 2018H1 实现营业收入 4.68 亿元, 同比增长 38.16%, 毛利率为 26.27%, 较 2017 年毛利率提升 2.79 个百分点。公司 PCB 业务实现高增速主要原因是环保趋严导致小产能出清, 进口替代背景下, 下游国内企业行业集中度不断提高; 由于环保高压, PCB 去产能周期, 挤压国内小厂生存空间, 带来大量订单向大厂转移, 公司下游以中高端优质客户为主, 充分受益。产能方面: 大厂商客户保证扩产后持续输出业绩。目前公司 PCB 高纯化学品总产能大约 36000 吨, 公司规划在珠海地区进一步扩大产能, 产能接近翻倍。凭借产品性

能优势，公司主业有望持续高增。

- **锂电材料：公司充分发挥产业协同优势，打造“镍盐和钴盐-三元前驱体-三元材料”的正极材料产业链。**2017年，全球锂离子电池的出货量达到143.5Gwh，其中汽车动力锂电池的出货量达到58.1Gwh，储能锂电池出货量达到11.0Gwh，其他传统领域锂电池出货量达到74.4Gwh。随着智能手机的普及以及新能源汽车的兴起，锂电材料市场需求快速增长。目前已有0.1万吨/年的三元前驱体产能，且1万吨/年磷酸铁和0.5万吨/年磷酸铁锂的产能在建。预计磷酸铁大订单厂商将于未来陆续出现，建议关注后续进展；三元材料方面，珠海生产线已经进入环评阶段，建成后将扩增5万吨三元正极材料产能，下游客户拓展逐步进行，锂电材料有望贡献业绩增量。
- **风险提示：**项目投产不达预期的风险、锂电材料价格大幅下行的风险、PCB销量增速下滑的风险。

高端产品国外垄断，国内电子化学品步入发展黄金期

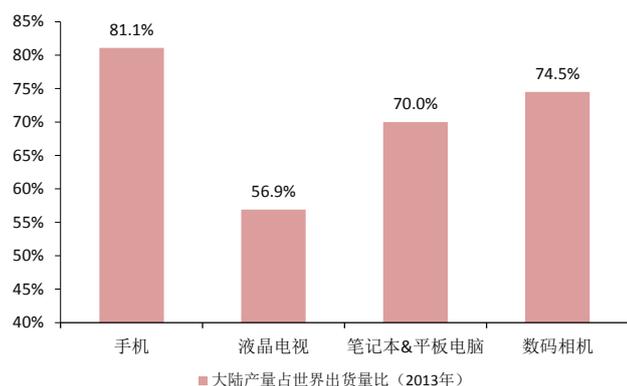
- 我们认为随着电子化学品下游半导体、液晶面板和太阳能产业不断向大陆转移，其国内市场空间将迅速扩大，由此引发的国产化需求将会更加凸显，加之政策与资本的不断推动，进口替代趋势越发确立。恰逢国内电子化学品企业纷纷登陆资本市场，且技术水平不断突破，部分拳头产品已经达到国际先进水平，我们认为国内电子化学品已经达到大规模进口替代的零界点，国内电子化学品步入发展黄金期。

图表 83：半导体产业链正向中国大陆转移



来源：中泰证券研究所

- **半导体等产业的转移也带动着电子化学品产业的转移。**从电子化学品的发展阶段来看，基本是跟随着下游产业转移而转移的。20世纪90年代中后期及21世纪初，出现了高端电子化学品产品由德、美、日知名企业垄断的局面，欧美企业一度占据全球市场65%以上的份额。后来随着平板显示、太阳能电池等电子化学品新市场的开辟及扩大，韩国、中国台湾的电子化学品在世界市场的份额在逐渐提高，欧美电子化学品企业市场地位不断受到冲击，占有市场约35%的份额。因而，我们认为随着大陆太阳能、平板显示市场的成熟以及半导体市场的崛起，内地的电子化学品产业在迅速兴起。

图表 84: 中国大陆是全球电子产品的主要生产基地


来源: wind、中泰证券研究所

图表 85: 大陆晶圆厂资本支出猛增


来源: wind、中泰证券研究所

- 电子产业向中国转移的根本性原因在于庞大的需求和强大的生产配套，具有不可逆性。中国大陆是全球最大的电子产品生产和消费市场，进而成为半导体产业中心指日可待。2014 年我国共计生产手机 16 亿部，占全球产量高达 85%，2016 年年我国生产手机 21 亿部，同比增长 13.6%，保持较快增长速度。此外，在液晶电视、电脑、手机、家电等电子产品领域，中国大陆也是的最主要的生产基地，因此，中国大陆是全球半导体最主要的消费市场。
- 巨大的供需缺口将倒逼我国整个半导体行业的发展，也意味着巨大的成长和国产替代空间。近来大陆启动大量的晶圆厂投资，成为全球半导体设备支出成长最快速的地区。据 SEMI17 年 1 月份报告指出，预期今年晶圆厂建厂支出金额将倍增至 40 亿美元，占今年全球晶圆建厂支出金额的 7 成。大陆积极扩张晶圆厂产能，预估 2018 年全年资本支出将超过 100 亿美元。新增产能预计在 2018 年到 2019 年密集投产，届时使大陆晶圆厂的产能全球市占率达到 18%~19%，紧随中国台湾和日本之后，名列全球第三位。

图表 86: 全球半导体制造材料市场规模 (亿美元)

全球半导体制造材料市场规模(亿美元)			
	2015	2016	2017
硅片	71.5	69.8	70.4
掩模版	32.7	33.4	34.4
光刻胶	13.3	13.4	13.5
光刻胶及配套试剂	18	18.1	18.3
电子气体	35	34	34.9
工艺化学品	14.2	14.8	14.7
靶材	6.3	6.5	7.3
CMP材料	15.9	16.4	17.2
其他材料	30.2	31.8	32.8
总计	237.1	238.2	243.5

来源: SEMI、中泰证券研究所

图表 87: 国内半导体制造材料市场规模 (亿美元)

我国半导体制造材料市场规模(亿元)			
	2015	2016	2017
硅片	110.54	119.44	125.6
掩模版	41.45	45.89	50.68
光刻胶	17.09	18.91	20.2
光刻胶及配套试剂	17.99	19.58	24.24
电子气体	32.02	46.45	51.41
工艺化学品	13.16	14.27	18.36
靶材	7.96	8.79	10.65
CMP材料	20.13	23.22	25.71
其他材料	30.04	35.24	40.4
总计	290.38	331.79	367.25

来源: SEMI、中泰证券研究所

- 我们认为中国大陆是世界最主要的电子产品生产区域，旺盛的需求是半导体产业生根发展的土壤，而政策和资金的积极导向有望加快集成电路等产业进口替代进程，半导体等产业正在向中国大陆等地区转移，从而加快大陆电子化学品行业的发展。

· 飞凯材料 (300398.SZ)

- **紫外固化材料发展势头良好，5G 有望带动光纤需求。**2018 年公司的紫外固化涂料业务回暖，呈现出量价齐升态势。5G 有望带来需求增量，据测算，5G 商用化光纤需求量估计将达到 1.92 亿芯公里，相较 4G 需求量显著提升，有望进一步提振紫外固化涂料的需求。
- **国内高端液晶材料龙头，受益行业高速发展。**在政策支持、产能转移以及相关企业技术不断突破背景下，国内液晶面板行业发展迅速，不断拉动上游液晶材料需求。公司 2017 年 9 月完成收购的和成显示公司为国产中高端液晶材料的重要供应商，与下游客户包括京东方、华星光电、中电熊猫、友达光电等大中型 LCD 面板厂商建立了稳定的合作关系。同时，公司作为战略投资者参与八亿时空定增，更奠定国内液晶材料龙头地位，充分受益液晶显示行业高速发展及国产化率提升。
- **电子化学品业务有望快速拓展。**公司致力于电子化学品产业链整合，通过收购大瑞科技进军封装用锡球领域、参股长兴昆电进军封装用环氧塑封料领域，未来发展值得期待。
- **风险提示：**国产混晶需求不及预期的风险、产品价格下跌的风险。

· 扬帆新材（300637.SZ）

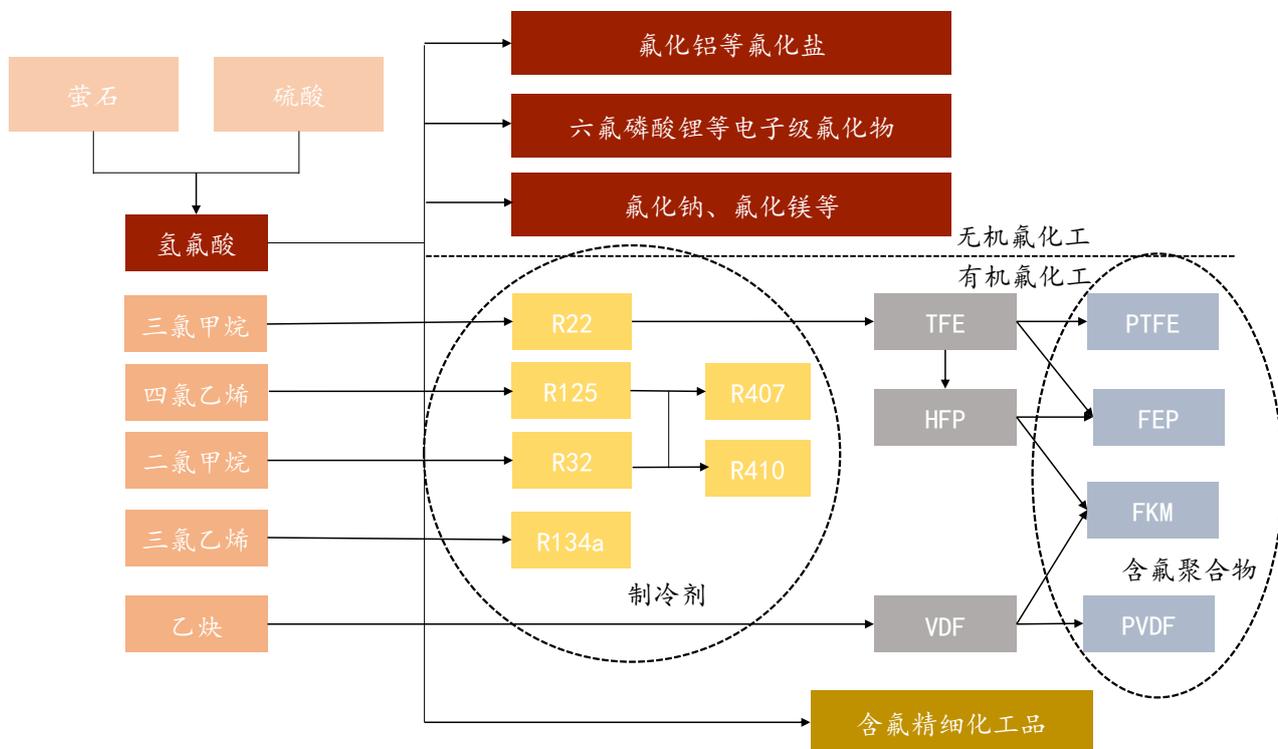
- **扬帆新材主要生产光引发剂 907、巯基化合物等系列产品，是全球光引发剂及巯基化合物主要生产供应商之一。**2017 年公司光引发剂收入占比 41.1%，巯基化合物收入占比 56.1%。光引发剂主要用于光固化材料中，而光固化材料（UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等）广泛应用于 PCB 电路板、微电子加工、造纸、显示、家用电器、木器加工、光纤通讯等行业。巯基化合物产品目前主要以中间体状态用于医药品、农药和染料制造。
- **光引发剂 907 全球龙头，复制产业链运营模式打造全产品方案提供商。**公司产品 907 的核心优势在于实现了从基础化工原材料（巯基化合物）到最终产品的全产业链生产优势，进而占据全球 60% 的市场。在光引发剂行业，公司目前进行产品束的横向延伸，扩充自己的光引发剂品种，当光引发剂品种达到一定程度之后，就可进行不同光引发剂的复配使用，进而从产品供应商变成方案提供商。更进一步，公司可更大范围地进军光固化配方产品市场，将树脂和助剂等市场也纳入延伸领域。对于单一光引发剂产品，公司打算复制 907 的全产业链运营模式，在光引发剂的市场从横向和纵向维度立体打造公司综合竞争壁垒，未来发展值得期待。
- **巯基化合物是公司核心竞争力的来源，将持续受益于环保趋紧和新品放量。**公司通过多年的积累和发展，在巯基精细化学品制造领域形成了全球领先优势。光引发剂 907 也是依靠巯基化合物等上游而称霸全球，且在目前中高端的光引发剂中有近三分之一的品种具备巯基化合物结构，因此公司具备独特的创新优势和潜力。目前环保助力中间体产品价格上涨，公司盈利能力和龙头的优势将会不断加强。加之公司巯基化合物多为定制中间体，新品若放量将带来较大的业绩弹性，18 年 H1 的新品中间体放量是公司业绩高增的主要原因之一。
- **风险提示：**产品价格大幅波动的风险、新增产能建设或不及预期的风险、下游需求或不及预期的风险。

氟化工新材料前景广阔

- 氟化工泛指一切生产含氟产品的工业，氟作为自然界化学性质最活泼的元素，存在于种类繁多的有机和无机物之中。含氟物质往往具有稳定性高、不沾性好等独特特性，具有较高的工业和商业价值。氟化工产品主

要分为无机氟化物、制冷剂、含氟聚合物和含氟精细化学品四大类，后三类统称为有机氟化物。

图表 88: 氟化工产业链图



来源：中泰证券研究所

- 含氟聚合物性质优良，运用广泛。聚四氟乙烯（PTFE）、PVDF（聚偏二氟乙烯）与全氟乙烯丙烯共聚物（FEP）是氟聚合物最主要的产品，占据全球约 80% 的含氟聚合物市场。而 PTFE 是最为重要的氟聚合物，被美誉为“塑料王”，是由四氟乙烯单体聚合而成的聚合物，是一种类似于 PE 的透明或不透明的蜡状物。PTFE 耐热、耐化学品性能良好，摩擦系数低，电气绝缘性能十分优异，能在高温下连续使用。
- 2016 年国外氟聚合物的产能已达到 22 万 t/a（不含中国），其中 PTFE 为 9.64 万 t/a，占总产能的 45%；FEP 为 3.03 万 t/a，占 14%；PVDF 为 3.67 万 t/a，占 17%。FKM 为 2.23 万 t/a，占 10%；美国是含氟聚合物最大生产国，占总产能的 34%；其次是西欧和日本，分别占 28% 和 28%。国外氟聚合物三大产地基本呈三分天下的格局。
- 含氟精细化学品是产值比重最大的氟化工产品品种。2016 年美国、西欧、日本含氟精细化学品的产值达到 92 亿美元。其中含氟电子化学品如电子级氢氟酸、六氟磷酸锂等产品产值为 13.2 亿美元。其他含氟表面活性剂和含氟芳香化合物产品产值为 78.8 亿美元。

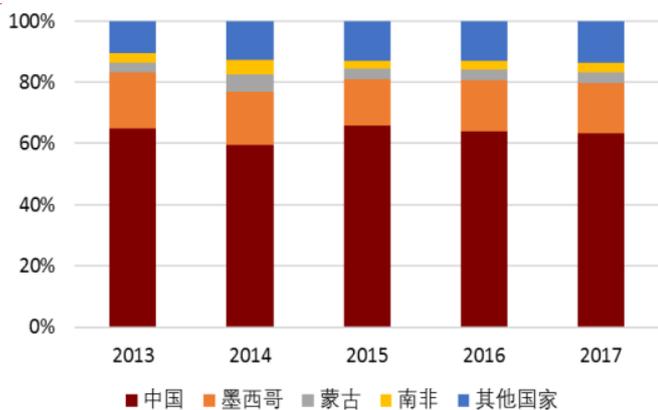
图表 89: 含氟材料主要应用领域

新兴产业	含氟材料	应用领域
新能源	含氟背板膜 (PVDF 膜、PVF 膜、ETFE 膜)	太阳能
	含氟前板膜 (ETFE 膜、FEP 膜)	
	叶轮氟涂料、冷却工质	风能
	电解液材料: 电解质锂盐 (六氟磷酸锂、三氟甲基磺酸锂、双三氟甲基磺酰亚胺锂、双氟磺酰亚胺锂等)、电解液溶剂 (氟代碳酸乙烯酯)	锂电池
	锂电池电极用粘合剂 (PVDF 粘合剂)	
	隔膜 (PVF 膜)	
	正极材料 (氟化石墨)	
		含氟质子膜
	含氟锂电池材料、氟橡胶	动力锂电池、密封
新兴信息	含氟液晶、含氟电子化学品、电缆	含氟液晶、含氟电子化学品、电缆
新医药	新型含氟中间体、高效氟化试剂	含氟创新农药
节能环保	PVDF 中空纤维膜	污水处理
	PTFE 滤膜	污染物过滤
	氟碳涂料	建筑

来源:《化学工业》、中泰证券研究所

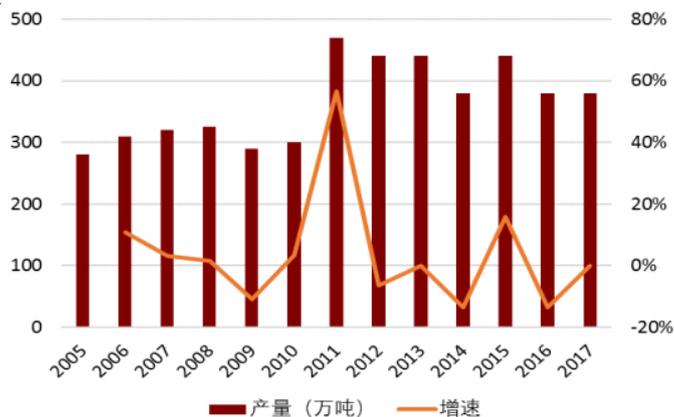
- 根据《中国氟化工行业“十三五”发展规划》，预计“十三五”期间，PTFE 产品将随着其在线缆、节能环保领域中的应用不断加大，预计其需求仍将保持 8% 左右的增长速度。FEP 产品随着高层建筑用通讯电缆、局域网电缆、4G 网络基站、智能手机用导线以及各类特种电缆等方面的需求增长，预计将保持在 10% 左右的增长速度。PVDF 产品将随着风电、泥多佛大产业、新能源、环保、桥梁、建筑等行业的发展，其需求预计将保持 10% 左右的增长速度。ETFE、PFA、PCTFE、PVF 等产品将随着生产技术的不断突破，加之国内航空工业、农业、建筑及半导体制造等行业的发展，预计将会以 15% 以上的速度增长。
- 上游萤石的战略资源定位越发准确，受环保影响集中度加剧。萤石又称氟石，是一种不可再生资源，化学成分 CaF_2 (含氟量 48.9%)，是自然界中的氟的主要来源。萤石的主要产品形式有酸级萤石精粉、高品位萤石块矿、冶金级萤石精粉与普通萤石原矿四类。其中，酸级萤石精粉主要与硫酸反应生产氢氟酸，为氟化工下游产品的制造提供原料。

图表 90: 各国萤石产量占比 (2013-2017 年)



来源: wind、中泰证券研究所

图表 91: 中国萤石产量及增速

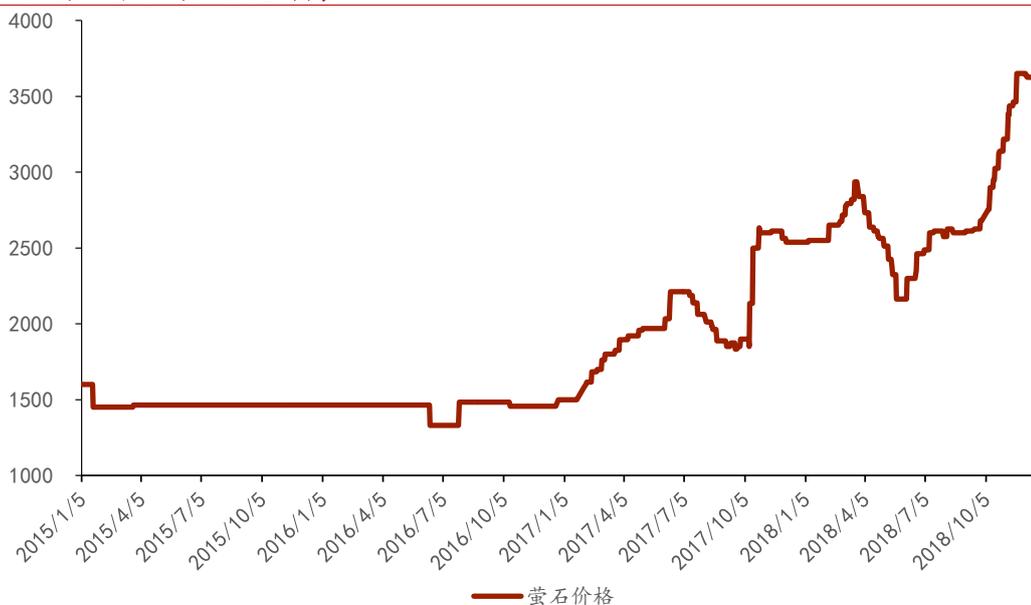


来源: wind、中泰证券研究所

- 据美国地质调查局的发布的《MineralCommoditySummaries2018》数据显示，2017 年全球萤石矿物资源矿物量约 5 亿吨，查明的储量约为 2.7 亿吨。其中，南非、中国、墨西哥与蒙古的萤石储量位列世界前四，共计约占全球总量的 50.4%，中国和南非储量并列第一，均为 4100 万吨，占全球储量的 15.19%。

- 近十年来，尽管我国的萤石储量仅占到全球的 15%，但是产量和出口量长期占据全球的 50%以上。据 USGS 于 2018 年公布的数据显示，中国和墨西哥是世界上产量最大的两个国家，产量分别为 380 万吨和 99 万吨，占全球产量的 63.3%和 16.5%。
- 由于我国萤石回采率低，据相关测算，按照当前的萤石开采速度，在未来没有新发现可开采萤石资源的前提下，再有 10.8 年的时间，我国的萤石就会枯竭，情况岌岌可危。

图表 92：萤石价格创出历史新高



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 萤石是稀缺资源，不可再生。近年来，国家对萤石的相关政策发生较大变化，不断提高萤石开采的门槛，以加大对萤石资源的保护。《全国矿产资源规划(2016-2020年)》在 2016 年将萤石列入“战略性矿产名录”。资源税等相关政策的出台以及环保相关政策的实施也对萤石矿开采行业造成较大影响。叠加环保要求的逐渐趋严，萤石小型矿企难以达到开采要求，大规模退出正在发生。

· 巨化股份 (600160.SH)

- **国内氟化工龙头公司**是国内领先的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工先进制造业基地，主营业务为基本化工原料、食品包装材料、电子化学材料、氟化工原料及后续产品的研发、生产与销售，拥有氯碱化工、硫酸化工、基础氟化工等氟化工、电子化学材料必需的产业自我配套体系，并以此为基础，形成了包括基础配套原料、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，并涉足石油化工产业。
- **产业链配套完整**。公司目前拥有各类制冷剂产能 30.2 万吨，其中 R22 产能 13 万吨，国内第二；三代制冷剂 R125、R32、R134a 总产能全球龙头，国内唯一用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产的企业，同时具备 8 万吨无水氢氟酸的原料配套，改性 PTFE1.5 吨/年、FEP0.5 吨/年，PVDC 新型材料 3.5 万吨，技术、规模、上下游协同优势明显。2017 年初至今 R22、R134a、R125、R32 价格大幅上涨，制冷剂价格底部反转带动公司盈利能力大幅增强。
- **积极布局各类含氟新材料，研发实力突出**。公司近来不断向下游扩产各

类高附加值的含氟聚合物产品，包括 FEP、PVDF 等。公司目前拥有 PVDC 产能 3.5 万吨/年，规模全球第三，国内市场占有率 60% 以上，未来规划扩产至 10 万吨/年。公司还拥有改性 PTFE 1.5 吨/年、FEP 0.5 吨/年。此外，公司以现金方式收购控股股东巨化集团有限公司所持有的浙江巨化技术中心有限公司 100% 股权和浙江巨化新材料研究院有限公司 100% 股权，收购完成后，公司的研发实力将进一步增强，有利于增加公司技术储备，快速增强核心技术自主创新能力，提升公司核心竞争力和可持续发展能力。

- **风险提示：**制冷剂需求减弱的风险、主要产品价格大幅下降的风险、新材料放量或不及预期的风险。

· 金石资源（603505.SH）

- **萤石绝对龙头企业，资源储备丰富。**公司是中国萤石行业拥有资源储量、开采及生产加工规模最大的企业，也是我国萤石行业以及非金属矿采选行业唯一的一家上市公司。公司萤石保有资源储量约 2700 万吨矿石量，对应矿物量约 1300 万吨，采矿规模 102 万吨/年，且全部属于单一型萤石矿。根据行业专家分析，目前我国单一型萤石矿探明的可利用资源仅为 6000 万吨矿物量左右。公司拥有大型矿山 6 座，其中，岩前萤石矿曾获中国优秀地质找矿项目一等奖，是我国近二十年来查明的资源储量及设计开采规模最大的单一型萤石矿；横坑坪萤石矿曾获中国优秀地质找矿项目二等奖，其资源储量及开采规模也在全国名列前茅；内蒙古四子王旗苏莫查干敖包萤石矿（二采区）曾是亚洲最大的萤石矿的主矿区。未来，公司还将通过勘查、收购等措施进一步扩充自身的资源储备，加强公司长期发展的核心竞争优势。
- **萤石稀缺资源属性凸显，价格持续上涨。**近年来，国家对萤石的相关政策发生较大变化，不断提高萤石开采的门槛，以加大对萤石资源的保护。《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》在 2016 年将萤石列入“战略性矿产名录”。资源税等相关政策的出台以及环保相关政策的实施也对萤石矿开采行业造成较大影响。叠加环保要求的逐渐趋严，萤石小型矿企难以达到开采要求，大规模退出正在发生。今年萤石价格大幅上涨，目前仍在历史最高点附近，公司盈利能力大幅提升。
- **风险提示：**新增产能消化或不及预期的风险、萤石价格大幅波动的风险、行业整合或不及预期的风险。

折叠屏有望引爆 OLED 显示屏，OLED 材料需求有望爆发式增长。

- 近年来 OLED 技术在中小尺寸显示屏领域发展迅速。OLED 较 LCD 而言，有三大优势：色域广、无需背光板和偏光片、固态结构可实现柔性化。随着目前全面屏、窄边框及曲面屏趋势在智能手机领域的不断渗透，AMOLED 有望率先挤占中小尺寸 TFT-LCD 市场。苹果、谷歌等龙头企业在其核心消费电子产品中采用 OLED 屏幕，将加快其他智能手机制造商对 OLED 面板的采纳。
- 全球 AMOLED 产能将从 2017 年 1190 万平米增至 2022 年 5010 万平米，增幅达 320%，成为面板需求增长的另一动因。据 HIS 统计，2017 年有 36% 的智能手机采用了 OLED 屏幕，而到了 2020 年这一比重有望上升至 53%。2017 年 OLED 市场规模达到 240 亿美元，同比增长 45%，2021 年 OLED 面板市场规模有望达到 680 亿美元，2017-2021 年年复合增长率 CAGR 约 30%。

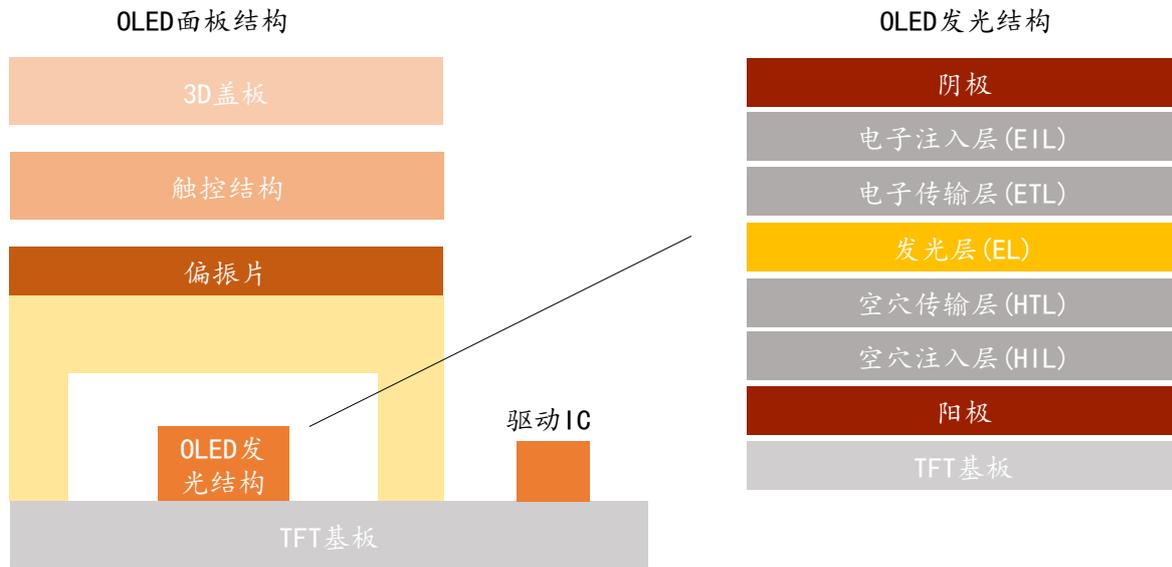
图表 93: 国内 OLED 面板新增产能

厂商	代	总产量(片/月)	时间	进程
JDI	G6	13000	2019年第二季度	计划中
LGD	G6	30000	2017年第三季度	建设中
LGD	G6	45000	2018年第二季度	建设中
LGD	G6	30000	待定	计划中
国显光电	G6	30000	2019年第二季度	建设中
和辉光电	G6	30000	2019年第二季度	建设中
华星光电	G6	45000	2020年第一季度	建设中
京东方	G6	48000	2018年第一季度	建设中
京东方	G6	48000	2019年第二季度	建设中
柔宇科技	G5.5	15000	2019年第一季度	建设中
三星	G6	120000	2017年第二季度	建设中
三星	G6	30000	2018年第一季度	建设中
三星	G6	160000	2019年第二季度	建设中
天马	G6	30000	2018年第一季度	建设中
夏普	G4.5	30000	2017年第四季度	建设中
夏普	G6	30000	2018年第三季度	建设中
信利惠州	G4.5	30000	2017年第二季度	建设中
信利惠州	G6	30000	2020年第二季度	计划中

来源: 中国电子材料行业协会、中泰证券研究所

- 国内面板企业迎来新一轮投建热潮。目前国内面板企业如京东方等都在投资新建 LCD 及 OLED 产能。据中国产业信息网统计,未来三年 OLED 产线以 6 代线为主,总投资额超过 3000 亿元。**OLED 面板产线建设的加速将带动整条产业链的发展。**与 LCD 产业链一样, OLED 面板产业链较长,设计零部件、产品多,技术路线多元。OLED 产业链包括上游原材料(ITO 玻璃、有机发光材料、驱动 IC 等)、中游 OLED 面板制造和模组组装、下游的显示应用领域。其中,发光材料是 OLED 面板的核心组成部分,其在面板成本中的占比约为 12%。
- 据 IHS 数据,单片 AMOLED 面板中的平均材料成本为 7.2 美元,而预计 2018 年全球 AMOLED 面板出货量将达到 6 亿片,因此 2018 年 OLED 材料市场规模约为 43 亿美元,对应中间体市场份额约为 4 亿美元。

图表 94: OLED 材料产业链



来源：中泰证券研究所

- 有机发光材料又是整个 OLED 产业链中技术壁垒最高的领域，基本被外国企业所垄断，原因是 OLED 终端材料涉及非常多的专利，且主要掌握在欧美和日韩企业的手中，欧美企业以聚合物材料见长，而日韩企业则以小分子材料为主。国内企业在终端材料上的研发起步较晚，缺乏关键的材料专利，限制了单体材料和终端材料制造工艺的发展。
- 目前，我国材料厂商技术能力相比于外资企业还较为落后，我国材料厂商目前主要生产 OLED 材料的中间体和单体粗品，销往欧、美、日、韩等地的企业，这些企业进一步合成或升华成单体。我国作为全球主要的中间体及单体粗品供应国，部分企业已经进入三星、LG 等龙头企业的核心供应链，随着下游 OLED 市场的爆发，将带动材料市场快速发展，我国 OLED 材料企业将率先受益。重点推荐拟与中国台湾显镭光电合资切入发光层、传输层及空穴材料领域的强力新材。

· 强力新材（300429.SZ）

- **UV 电子化学品龙头。**公司是国内优质的 UV 电子化学品龙头企业，主要产品为光刻胶专用化学品，主要下游为印制电路板（PCB）和显示（LCD/OLED）、半导体领域。公司是全球 PCB 光刻胶的主要材料供应商。公司的 LCD 光刻胶光引发剂系列产品更是打破了巴斯夫等跨国公司对该类产品的垄断，填补了国内空白，获得了中国国家知识产权局、韩国知识产权局、日本特许厅和欧洲专利局授权的多项发明专利。公司还从事半导体 KrF 光刻胶用光酸、光酸中间体及聚合物用单体的生产及销售。目前，光酸中间体已商业化量产，主要客户是日本东洋合成、和光纯药等全球主要 KrF 光刻胶用光酸生产企业；光酸及单体已向 TOK、JSR、住友化学等主要 KrF 光刻胶企业认证销售。
- **携手中国台湾显镭光电，强力显镭有望成为 OLED 材料头部企业。**基于电子化学品领域技术研发和品控优势及显示面板行业客户基础，结合中国台湾显镭 OLED 发光有机材料技术优势，成立控股子公司强力显镭，全面布局 OLED 材料领域。目前强力显镭现阶段 OLED 升华材料已经量

产，已进入国内主要 OLED 面板厂的研发线及生产线，OLED 材料升华生产线已建置 6 台升华机，1 台蒸镀机。强力显镭与 LG 化学签订《实验室运营合作协议》，在成都联合设立 OLED 材料评价实验室，向中国的显示面板厂提供 OLED 材料的方案。此次强力显镭与国际龙头 LG 化学建立合作关系，有助于公司在 OLED 材料领域技术提升，进一步拓展市场，同时为后续可能的深化合作打下基础。

- **风险提示：**PCB 和 LCD 领域需求不及预期、OLED 领域技术拓展不及预期、绿色 UV-LED 固化新业务拓展不及预期。

具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的现金牛企业

- 由于 2019 年全球宏观经济仍存在下行的风险，因此市场或将以规避风险为主线，**建议投资者关注化工行业中具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的现金牛企业。**比如前期调整到位，随着公司的稳定经营，情绪有望逐渐修复的扬农化工，重磅新品不断放量的利尔化学，高分红预期稳定的嘉化能源，以及业绩稳定分红有望提升的龙蟒佰利。

· 扬农化工（600486.SH）

- **麦草畏龙头，优嘉项目持续贡献成长性。**公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，技术优势、品牌优势和产业链优势突出，优嘉二期项目的持续放量，将为公司稳步快速发展保驾护航。明星产品麦草畏有望受益于孟山都转基因作物的顺利推广而放量，公司目前具有麦草畏产能 2.5 万吨/年，是全球麦草畏龙头企业，行业竞争格局优异，未来发展值得期待。此外，公司近期公告将建设 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯和 200 吨/年羧啶酯农药等新项目，我们认为后续随着优嘉项目的持续放量和落地，在满足农药行业发展要求的同时，将实现公司盈利能力和产品结构将不断优化，培育新的效益增长点，不断提升公司整体竞争力。
- **菊酯量价齐升贡献超预期利润，草甘膦价格中枢有望持续提升。**由于常态化环保对供应端的压制以及原材料成本的显著上涨形成支撑，我们认为农用菊酯和草甘膦等农药子行业或迎来较长周期的景气期。加之因为竞争对手的关停，公司的产品价格持续提升，目前如功夫菊酯的价格已经达到 37 万元/吨，较 17 年底部价格提升超过 100%，后续出口订单或有望跟涨。草甘膦价格近期也重回涨势，价格中枢逐步持续上移，公司将持续受益。
- **风险提示：**下游需求或不及预期的风险、麦草畏推广进度或不及预期的风险、环保督察力度或不及预期的风险、资产收购项目不及预期的风险。

· 利尔化学（002258.SZ）

- **农药第一梯队白马，技术优势领先。**利尔化学是国内农药原药企业中第一梯队的白马，近三年营业收入增速逐年提升，复合增速 32.8%，净利润快速增长，复合增速 63.2%，未来高速发展态势有望保持。公司目前拥有四川绵阳、江苏南通、四川广安三大生产基地：绵阳基地以氯代吡啶类高效安全农药为主，规模仅次于陶氏益农为全球第二；南通基地以取代脲类、磺酰脲类除草剂以及相关中间体为主，依托光气稀缺资源，发展前景广阔；广安基地承接众多明星产品（草铵膦、丙炔氟草胺、氟环唑等），包含部分氯代吡啶类除草剂的上游中间体，目前处于建设期，是公司未来发展的主要增长点。
- **明星产品草铵膦，市场持续扩大之中。**受益于全球范围内的百草枯禁用和草甘膦抗药性日益严重引发的替代需求，草铵膦的市场需求将继续爆发。2-3 年的时间来看，草铵膦较为明确的需求增量上线在 3.06 万吨，而且草铵膦还将对草甘膦的非转基因应用领域产生部分替代（全球理论值 4.12 万吨），需求增量空间相较于 17 年全球消费量的 1.22 万吨非常明显。目前国内有效产能约在 1.44 万吨/年，全球新增产能中仅拜耳（巴斯夫）的 6000 吨和利尔的 10000 吨形成有效供给概率较大，但是在未来 2-3 年之内逐步释放，草铵膦新增产能冲击影响较小。我们认为草铵膦的市场将会不断发展，广安基地建成后，利尔将成为全球草铵膦

龙头，将显著受益于明星产品草铵膦市场的发展。

- **广安利尔是增量来源，江苏基地潜力巨大。**广安基地是利尔化学着力打造的新生产基地，包含了数种明星农药产品，以及部分氯代吡啶类农药的中间体，其中丙炔氟草胺、氟环唑等即将投产产品盈利能力强劲，有望支撑公司继续快速扩张。江苏快达拥有稀缺光气资源，在下游需求稳步提升的情形下，稀缺性将逐渐凸显，且还有往新材料方面发展的潜力。江苏快达 15-17 年净利润的增速分别为 134.4%、79.4%和 101.2%，较快发展状态有望保持。
- **风险提示:**农药原药价格大幅波动的风险、环保态势或不及预期的风险、新产品放量或不及预期的风险。

图表 95: 利尔化学现有产能情况

工厂地址	产品	产能	含税单价(万元/吨)	产能营收(亿元)
绵阳	草铵膦	8400	17.8	13.59
	氨基吡啶酸(毒莠定)	3000	13	3.55
	氯氨基吡啶酸	2500		
	二氯吡啶酸(毕克草)	1800	16.2	2.65
	氯氟吡氧乙酸酯(氟草烟)	1300	10	1.18
	三氯吡氧乙酸酯(绿草定)	1500		
	炔草酯	500	22	1.00
	解毒唑	500		
南通	氟环唑	150	60	0.82
	除草剂	13600		
	杀菌剂	900		
	毒死蜱制剂	5000	5.2	2.36

来源: 公司公告、中泰证券研究所

图表 96: 在建广安基地的环评产能情况

产品名称		分期建设情况及产量(t/a)				副产品产生情况	
		一期	二期	三期	终期		
农药原药	草铵膦	2000	5000	3000	10000	氯化铵7400、氯化钠6700、磷酸钙2000	
	敌草快	---	---	5000	5000	---	
	氯氟吡氧乙酸酯	---	3000	---	3000	含氟氯化钾2300	
	三氯吡氧乙酸酯	3000	---	---	3000	---	
	氟环唑	1000	1000	---	2000	聚合氯化铝6300、氯化镁1500、醋酸2600、邻氯甲苯300、富马酸3000	
	丙炔氟草胺	---	1000	---	1000	石膏(硫酸钙)1800	
化学品	炔草酯	---	1000	---	1000	含氟氯化钾500	
	解毒唑	---	1000	---	1000	氯化钾245	
	氯代吡啶中间体	2-氯吡啶	---	---	4000	4000	氯化钠7300
		2,3-二氯吡啶	---	---	1000	1000	---
		2,3,6-三氯吡啶	---	---	500	500	---
		2,3,5-三氯吡啶	---	---	1000	1000	---
		四氯吡啶	---	---	500	500	---
		三氯吡啶酚钠	---	---	2000	2000	---
		五氯吡啶	---	---	1000	1000	---
小计	---	---	10000	10000	---		

来源: 公司公告、中泰证券研究所

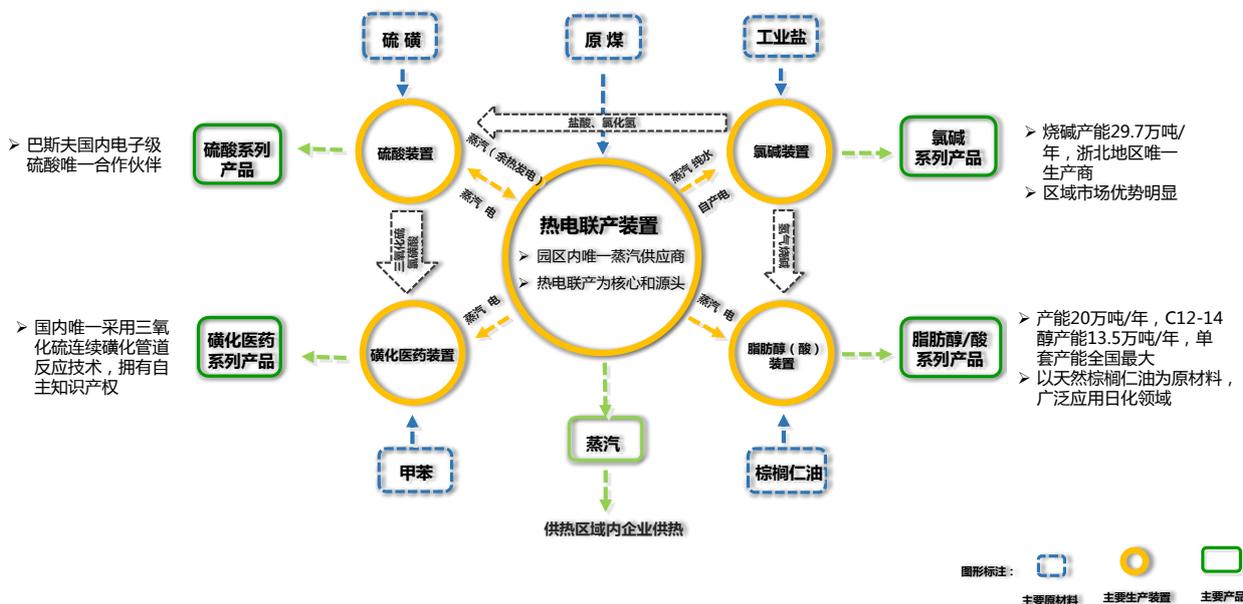
· 嘉化能源 (600273.SH)

- **依托热电联产核心装置, 形成产业配套布局。**公司主要以热电联产为核心装置, 通过先进高效的透平机组生产的电和蒸汽, 用于公司自身化工装置的生产, 氯碱、磺化医药系列产品(含邻对位系列产品)、脂肪醇、硫酸等化工装置产生的化学产品和物料与园区内其他企业构成循环供应链。
- **磺化医药系列产品下游需求转好, 产品量价齐升。**公司 18Q3 磺化医药系列产品销量 0.95 万吨(环比+61.0%), 且单季度 127%的产销率也高于 18Q2 的 84%; 此外, 产品不含税均价环比上涨 20.4%至 1.8 万/吨。公司是业内唯一采用三氧化硫连续磺化管道反应技术的企业, 兼具环保、规模和成本优势。此外, 公司也已依托重要中间体对甲苯磺酰氯打通磺化医药全产业链: 根据投资者关系记录, 深加工产品 BA 一期 2000 吨已投产; 3.8 万吨 TA 系列产品项目也已陆续投产, 且效益逐步释放, 未来

业绩增厚可期。

- **风险提示：**蒸汽业务不及预期的风险，磺化医药系列产品销售不及预期的风险。

图表 97：嘉化主要产业布局



来源：公司公告、中泰证券研究所

· 龙蟠佰利 (002601.SZ)

- **钛白粉价格中枢仍处高位，公司持续享受龙头溢价。**据卓创资讯，2018年佰利联出厂均价为18009元/吨，较2017年均价下降200元/吨，钛白粉价格中枢虽有所下滑但仍维持高位。展望2019年，认为钛白粉需求虽处下行周期，但供给端持续钝化有望促使钛白粉供需格局仍旧良好。供给端：2018年钛白粉新增产能为10万吨，产能增速有限。且长期来看，硫酸法新增装置受环保限制，氯化法还有待进一步技术突破，扩产话语权掌握在少数氯化法企业手中，供需结构的持续改善和龙头集中的趋势明显。需求端：外需高增带动需求有望维持稳定。内需方面，2018年1-9月我国商品房销售面积增速为2.9%，增速回归下行通道，但认为在“稳定内需”的大背景下，房地产销售面积预计较2017年有所下滑但仍有望维持在较高水平，从而带动钛白粉需求稳定。再者，由于美国处于“二次置业”带来的地产景气向上周期叠加东南亚地区仍处于地产景气周期，导致海外钛白粉需求向好，叠加国外钛白粉巨头提价，出口有望持续向好。
- **新增产能即将投产，龙头溢价持续。**公司目前具备56万吨/年钛白粉名义产能，实际产量可高达近60万吨。此外，目前公司正有20万吨氯化法扩产项目在建，当前项目建设进度达65%，有望明年投产，贡献业绩增量，届时公司作为全球钛白粉龙头的地位有望进一步提升。从全球角度来看，氯化法是钛白粉主流工艺，基本由国外企业垄断，随着龙蟠佰利氯化法的优化和扩产，公司将真正拥有争取全球氯化法钛白粉市场的能力，核心资产价值越发凸显。公司持续加码上游钛资源，原材料自给率有望进一步提升。公司目前已拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源，拥有

78 万吨钛精矿产能，原材料供应稳定，当前原材料自给率接近 6 成，具有全产业优势。公司仍在积极布局上游资源，产业链一体化布局仍有望进一步加强。

- **风险提示：**项目投产不达预期的风险、钛白粉价格大幅下行的风险。

风险提示

- **宏观经济超预期下行的风险：**宏观经济主要决定大部分化工产品的需求端，若宏观经济超预期下行，可能导致化工产品需求的超预期下行，进而导致相关公司股价表现不及预期。
- **产品价格或不及预期的风险：**从短中期的时间来看，产品价格是相关化工公司业绩弹性的主要来源，也是相关产品行业供需格局的显性表现，如果产品价格不及预期，可能导致相关化工公司业绩不及预期，进而影响股价表现。
- **原材料价格大幅波动的风险：**上游原材料价格通过成本对产品价格和相关上市公司盈利产生很大影响，若上游原材料价格大幅波动，可能导致相关公司失去价格催化剂且业绩也存在较大波动的可能。
- **全球贸易摩擦加剧的风险：**在关于进出口关税等多种问题上发达经济体与中国之间存在产生纠纷的可能，若此类情况导致国际贸易摩擦加剧，存在较大可能对市场情绪产生影响并对相关进出口依赖较强的化工企业基本面产生冲击。
- **全球市场动荡的风险：**国际政治经济格局错综复杂，国际市场具有一定的不确定、不可控因素。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。