

化工行业 2019 年 1 月月报

2019 年 01 月 08 日

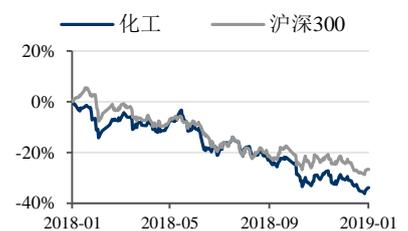
油价底部探明，关注高技术壁垒标的 增持（首次）

投资要点

- **油价底部已经探明，WTI 油价的低点或不会跌破 42.06 美元/桶 (Brent44.35)。**由于交易的因素，元旦前的油价调整幅度较大，当前油价底部或已探明，短期油价大概率震荡向上。然而，我们对中期（1-2 年）的油价持谨慎态度。不确定因素在于中美贸易摩擦和 IMO 的进展。从投资的角度看，我们认为嘉实元和基金有投资机会，此外，我们也认为石化机械和杰瑞股份存在机会。其他个股，我们重点建议投资者关注中油工程、新奥股份、广汇能源和荣盛石化。
- **农化板块重点推荐中旗股份。**基于我们对未来 1-2 年的中低油价的判断，以及环保政策适度放松的事实，我们对农化板块的判断偏中性。首先，市场关注的草铵膦的行业格局出现一些变化，部分新产能的投产将对行业格局造成一定冲击，然而生产成本的支撑仍对价格有一定托底，下跌幅度有限。农化板块，我们建议关注特殊农药品种，并且环比有增量的特色标的，推荐具备成长优势的中旗股份。
- **新材料重点推荐道恩股份。**2019 年道恩股份业务环比稳步改善。19 年一季度公司的氢化丁腈橡胶投产，医用 TPIIR 有望开始放量，19 年 2 季度自行车内胎用 DVA 有望逐步放量并且轿车胎用 DVA 可能取得突破，如果考虑到公司的 TPU 项目以及并购的改性塑料业务，19 年环比改善较为明显。除了上述产品外，公司在搪塑产品的替代也取得重要进展。此外，我们建议关注产业前景较为广阔、具有较高技术壁垒的标的，建议关注**强力新材**和**百合花**。
- **风险提示：油气价格大幅波动，推荐标的新业务进展不及预期**

证券分析师 **柴沁虎**
执业证号：S0600517110006
021-60199793
chaiqh@dwzq.com.cn
研究助理 **陈元君**
021-60199793
chenyj@dwzq.com.cn
研究助理 **肖雅博**
021-60199793
xiaoyb@dwzq.com.cn

行业走势



相关研究

表 1：重点公司估值

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
002838	道恩股份	44.76	17.76	0.75	0.53	0.99	24.00	33.79	17.86	买入
300575	中旗股份	31.75	43.29	1.60	2.30	3.15	27.06	18.82	13.75	买入

资料来源：wind（中旗股份为 wind 一致预期），东吴证券研究所

内容目录

1. 油价进入磨底阶段，嘉实元和值得期待	4
2. 农化板块重点推荐中旗股份	5
2.1. 草铵膦格局或有较大变化	5
2.2. 中旗股份的成长性值得期待	5
3. 新材料板块推荐道恩股份，关注强力新材	6
3.1. 道恩股份一季度环比改善显著，建议重点关注	6
3.2. 强力新材技术壁垒较高，UV-LED 凹印油墨市场容量较大	6
4. 天然气板块：新奥股份和广汇股份具备长逻辑	7
5. 风险提示	10

图表目录

图 1: OPEC 的产出及远期对 OPEC 的需求 (单位: mb/d)	4
图 2: 加氢气化的技术说明	8
图 3: 中国煤炭资源分布	9
图 4: 加氢气化的 NG 成本	10
表 1: 重点公司估值	1
表 2: 公司现有产能与在建产能	6

1. 油价进入磨底阶段，嘉实元和值得期待

我们对中期油价持相对谨慎态度，短期内震荡上行的可能性较大。

元旦前油价出现暴跌，主要的原因或许更多是交易层面的因素。元旦后，我们认为，原油短期的底部或已探明，WTI 大概率不会跌破 42.06 美元。

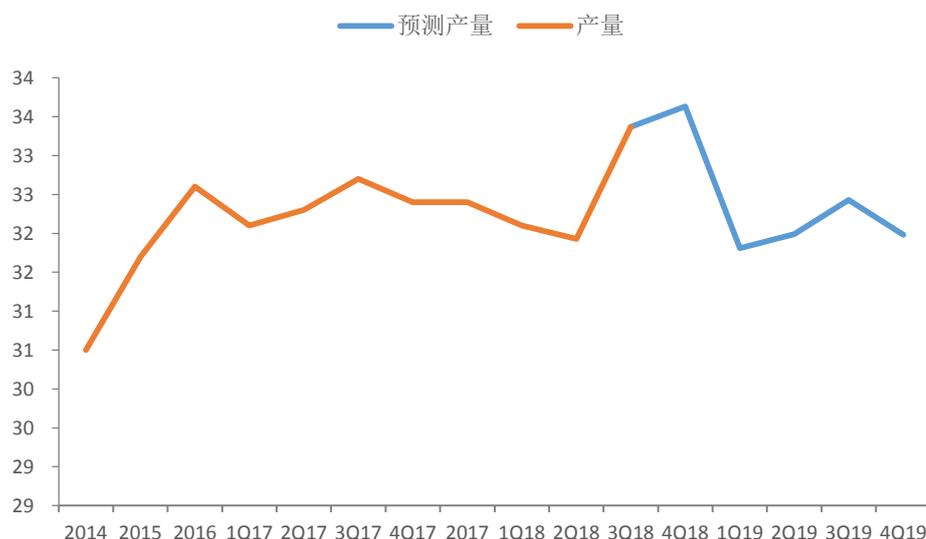
问题的症结还是在供给层面：北美的页岩油气区块存在超预期因素，巴西的深水产量潜力超出市场预期。其他因素主要是美国，川普希望在油价和利率之间取得一个权衡。

站在目前的时点看，市场也存在一些潜在做多因素。比如，川普提议把委内瑞拉加入“支持恐怖主义国家”。OPEC（12月6日）的减产力度也略超市场预期，OPEC 国家 19 年 1 月起在 18 年 10 月产油量的基础上减产 80 万桶，非 OPEC 国家减产 40 万桶。最后，由于页岩油气的快速发展，美国已经成为原油和天然气的净出口国，过低的一次能源价格并不符合美国的利益，美国更有可能是在利率和油价之间寻求一个平衡。

不确定变量在于中印的需求。由于主要经济体保守主义思潮崛起，全球的原油需求存在一定的不确定，目前看，19 年全球原油需求增长较为有限，约在 150 万桶/日。因此，市场短期需要关注中美贸易谈判的进展，需要关注 OPEC4 月份的维也纳会议的进展。

我们认为，油价底部已经探明，短期内有望逐步震荡上行。但是我们认为，中期油价压力较大。不确定因素在于中美贸易摩擦和 IMO 的进展。

图 1：OPEC 的产出及远期对 OPEC 的需求（单位：mb/d）



数据来源：OPEC，东吴证券研究所

我们认为嘉实元和有较好的投资机会。此外，我们也认为石化机械和杰瑞股份具有投资机会。其他个股，我们建议投资者关注新奥股份、广汇能源、中油工程和荣盛石化。

嘉实元和 (505888) 14 年 9 月份上市, 配置 50% 债券, 50% 中石化销售公司权益 (按照投后 2.1PB 入股, 占比 1.4%)。目前基金的价格大约是基金净值的八折, 粗略换算下来, 大约是 1.3PB。考虑到政府主管部门对民营经济持续喊话, 我们认为销售公司上市可能性较高。如果上市, 我们认为大约可以给到 2~3PB 或者 15~20PE。

提示风险: 若基金期满 (5 年) 仍不能上市, 基金选择将股权折价转让给其他投资者。

2. 农化板块重点推荐中旗股份

基于我们对未来 1-2 年中低油价的判断, 以及环保放松的可能, 我们对农化板块的判断偏中性。不过, 其中也有标的能够脱颖而出, 重点推荐中旗股份。

2.1. 草铵膦格局或有较大变化

市场对草铵膦关注度较高, 我们认为市场前景需跟踪观察。根据我们调研, 存在扩产或新建产能可能的公司包括: 七州化工、红太阳、浙江永农、利民股份等。其中, 红太阳目前南京基地已经打通生化草铵膦工艺, 公司计划在万州投资 16.8 亿元, 建设 2 万吨的草铵膦。从投资强度看, 我们估计万州基地应该是从三氯化磷开始向下延伸。

如上, 草铵膦需要通过压价整合产业无序发展, 阻止潜在的竞争者进入相关领域。因为目前的草铵膦的价格可能仍有下行空间。不过, 草铵膦流程较长, 目前实现精草铵膦满负荷稳定运行的企业主要还是利尔、永农、瑞凯、威远这几家, 目前中间体的供应也较为紧张, 我们理解, 草铵膦的价格可能在 13~14 万元/吨附近应该有较强支撑。对于利尔, 应该重点关注广安基地的复产节奏和七州的丁酯工艺的进展。

2.2. 中旗股份的成长性值得期待

中旗股份的传统业务显著受益于环保政策变化, 由于公司的中间体自我配套不很健全, 过去一年的生产经营一直受到环保趋严, 中间体供应不稳的困扰, 目前看, 主要中间体 19 年的供应基本稳定, 成本较目前的进口中间体会会有大幅度的降低。其次, 公司发展的品种基本是非转基因品种, 体量不大, 数量较多, 不过也正因为这一特点, 需求稳定, 竞争不很激烈, 在政府重拳打击污染严重的农药中间体产业的过程中, 相关业务会逐步集中到中旗股份这样的标的。第三, 2019 年相关业务环比稳步改善。由于政府审批进度滞后等原因, 公司 2018 年原计划投产的 4 个车间未能如期投产, 全部拖延到 2018 年底, 考虑到 2019 年公司还有 3-4 个车间投产, 2018 年计划投产的车间包含大吨位中间体项目, 我们预计公司 2019 年增量较为明显。最后, 如果考虑到公司目前的土地面积、单位面积的投资强度、净利率等因素, 中长期的成长空间非常可观。

市场对中旗的产品竞争力和长期拿单能力有一定的质疑。我们认为, 随着公司的丙酸项目的投产, 或会得到消除, 丙酸的需求估计在万吨左右, 生产过程的含盐废水量大, 处理难度很大, 如果能开稳开满, 对公司的技术能力的质疑不攻自破。拿单能力更多应

该换一个角度理解，公司目前发展的品种多为非转基因农药，在转基因作物推广的初期，确实有一定的压力，随着转基因作物抗性的增加，这些传统原药的市场需求稳步增加。不仅如此，公司的产品更多应该从产品族理解，上市后，公司逐步调整工作模式，依托一些关键中间体，发展产品族，单一品种的需求体量相对有限，但是产品族看，都是大体量品种，并且先发优势较为明显。

3. 新材料板块推荐道恩股份，关注强力新材

3.1. 道恩股份一季度环比改善显著，建议重点关注

公司的热塑性弹性体业务高壁垒，少竞争。道恩股份的业务大致可以分为改性塑料和热塑性弹性两个板块，其中热塑性弹性体板块的相关业务，国内不存竞争对手，全球的竞争对手主要是美孚、三井等少数巨头，可以享受高溢价。

业务环比稳步改善。我们预计 19 年一季度公司的氢化丁腈橡胶有望投产，医用 TPIIR 有望开始放量，19 年 2 季度自行车内胎用 DVA 逐步放量并且轿车胎用 DVA 可能取得突破，如果考虑到公司的 TPU 项目以及并购的改性塑料业务，19 年环比改善较为明显。除了上述产品外，公司在搪塑产品的替代也取得重要进展。预计 2019 年公司的净利润 2.5 亿元左右，对应目前的估值大约 18 倍左右，维持“买入”评级。

表 2：公司现有产能与在建产能

		现有产能	规划产能	投产时间	国内产业空间
		/吨	/吨		
动态硫化平台	TPV	22000	10000	2019 年	16 万吨
	TPIIR		10000	2019 年	3 万吨
	DVA			在研	30 万吨
酯化平台	TPU	10000	100000		70 万吨
	TPEE			在研	5 万吨
氢化平台	HNBR	0	1000	2019 年	7000 吨
改性塑料		70000	121000 (收购)		2000 万吨

数据来源：公司公告，道恩股份，东吴证券研究所整理

3.2. 强力新材技术壁垒较高，UV-LED 凹印油墨市场容量较大

公司的光刻胶用光引发剂客户为日韩企业，毛利稳定，市占率较高。随着公司业务逐步渗透进 PCB 树脂、LCD 树脂、248nm 光酸，这个板块的成长前景可期。

公司的 OLED 业务全部是升华材料，有自己的物质专利，值得期待。公司将业务逐步渗透到油墨、涂料以及胶黏剂领域，市场认为相关业务的壁垒完全无法和传统业务相比。不过也要注意几点，首先，确实国内有机构也在进行光固化油墨的研究，但是多

为汞灯固化，属于发展受限方向。其次，公司利用杂化技术，较好解决 UV-LED 固化产品用于和人体接触领域的安全性问题。公司的壁垒在于解决了单体的粘度，解决了引发剂的完全交联，而且已经在固化剂领域申请了物质专利和应用专利，比较难绕开。目前看，UV-LED 凹印油墨的国内的市场容量我们估计在 20 万吨，属于技术壁垒较高，市场容量较大的品种，值得投资者关注。后续需要关注公司能不能进入涂料领域，目前公司已经切入地板涂料领域，后续关注喷涂等领域的可行性。

4. 天然气板块：新奥股份和广汇股份具备长逻辑

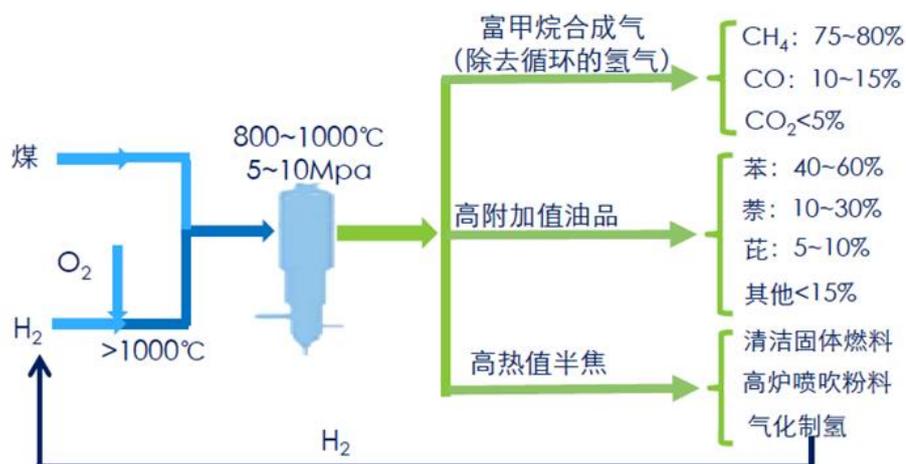
油气价格下行，今冬燃气供求格局或偏松，但是我们仍然建议投资者重点关注新奥股份和广汇股份。由于现场设备安装出现一些问题，新奥股份的加氢气化进展慢于预期，但是问题已经得到解决，我们对这个技术的市场潜力非常有信心。

对于天然气行业，我们认为，由于缺少统筹规划，中国的天然气产业发展存在一定的问题，突出表现为天然气的需求超过供给，负荷特性变差，峰谷差加大，这些问题很容易导致相关标的，尤其是下游城市燃气产业的表现低于预期。不过，只要问题不解决，LNG 产业是存在长期的投资机会的。

从投资的角度看，新奥股份的加氢气化技术具备黑科技属性，能够较好解决目前燃气产业发展过程中的焦点问题，我们重点推荐，并在下文详细汇报相关的逻辑。另一方面，如果新奥股份的技术成型，广汇能源的煤炭分级利用也会全面升级，此外，广汇能源是不多的具有 LNG 接收站的标的，从这个角度看，广汇能源的前景也可圈可点。

新奥股份目前估值较低，加氢气化具备黑科技的潜质，建议重点关注。煤加氢气化，是指在一定温度（800-1000°C）和压力（7MPa）条件下，将煤粉和氢气同时加入气化炉内，依靠氢气和纯氧燃烧产生的热对煤进行热解。煤炭热解生成的自由基经过加氢稳定生成一次裂解挥发份，由于温度较高，挥发份会二次加氢裂解，变成轻质芳烃和甲烷。当然，部分活性半焦也会和氢气反应，生成甲烷。最终，得到富含甲烷的气体、同时副产高附加值的芳烃油品（BTX、PCX 等）以及清洁半焦的过程。

图 2：加氢气化的技术说明

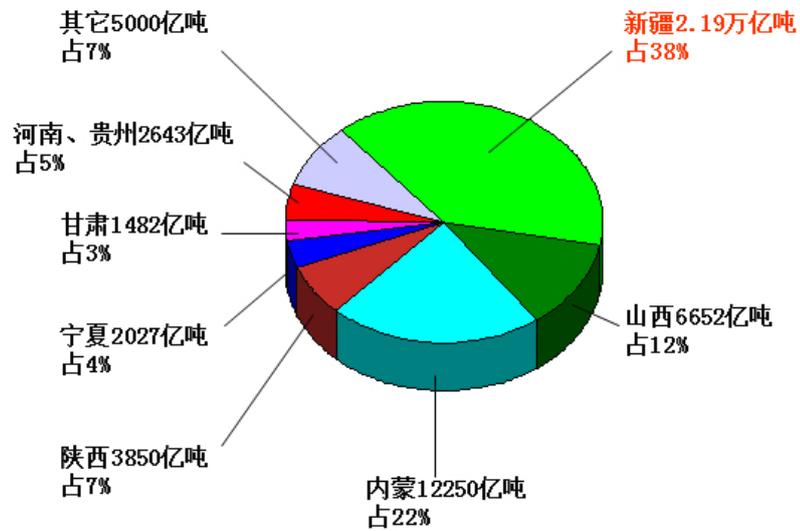


数据来源：CNKI，东吴证券研究所

加氢气化更加重要的特点在于三点。首先，这种利用方式充分把握住西北地区的煤炭挥发分高的特点，西北地区是中国未来最重要的煤炭供给中心，中国煤炭预测资源量大约 38% 在新疆，如果算上陕西、宁夏、内蒙，这些地区的煤炭预测资源量约占 75%。这一地区的煤炭的最重要的特点在于煤炭的挥发分比较高，同时强度比较低，挥发分高对于动力煤而言实际上是一个不利的环节，不利于燃烧组织，不利于长距离运输，但是对于煤化工而言，这又是一个优点。同时，加氢气化属于干粉气化，西北地区的粉煤成浆性一般，这种利用方式同时解决了三个煤炭的特质。

加氢气化战略意义在于实现了中国西部地区的中高挥发份的长焰煤的粉煤高附加值利用的突破。市场对加氢气化的技术渊源，原理都有所疑虑。实际上，加氢气化的压力 5-10Mpa，温度 800-1000 度，这个温度下，没有催化剂也可以实现自由基的加氢。同时，由于温度较高，焦油的收率略有牺牲，但是控制住了重组分的产率，解决了油灰的分离问题。

图 3：中国煤炭资源分布



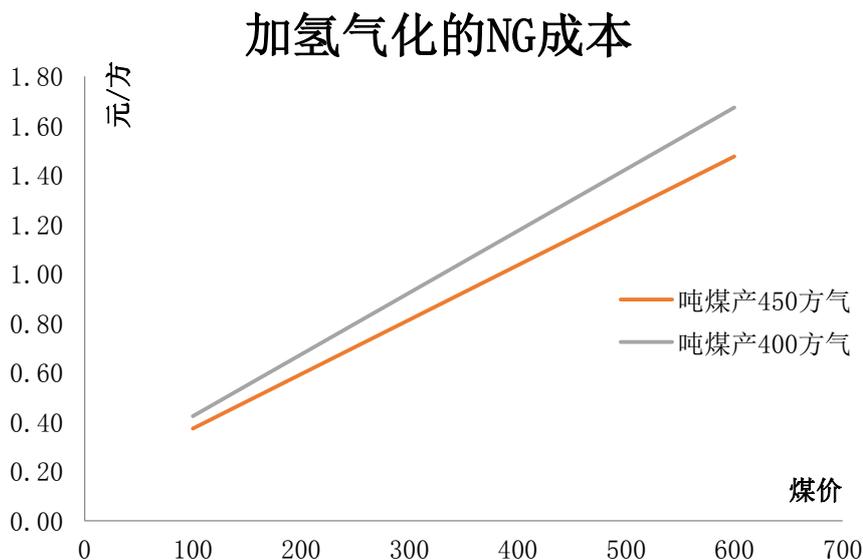
数据来源：CNKI，东吴证券研究所

由于加氢气化直接将煤炭中热解出来的自由基饱和，所以反应效率较高，目前的中试阶段的数据表明热效率约有 60%，远远高出常规的煤制甲醇、直接液化和间接液化等工艺。

最近几年，煤炭综合利用领域出现的一些黑科技都先后不同程度遇到问题，但是我们认为，这个过程是有很多参数可供投资者验证。过往的煤炭综合利用的颠覆性技术，目前看来，有一些是属于伪科技，关键节点的参数即可证伪。有一些属于时移世易，当时的黑科技随着时间演化，变成市场受限的产品。

最后我们还想强调的两点，首先，天然气的长输比摩阻较大，沿程阻力较大，一般而言千公里的损耗接近 3%，输煤可能优过输气，其次，燃气产业的痛点在于供热诱发的峰谷差太大的问题难以有效解决。我们的测算表明，在末端发展加氢气化经济性不逊色于坑口气化。末端发展加氢气化可以解决长输管网峰谷差大，利用效率低的痛点。而且，末端发展加氢气化可以充分享受边际需求定价的好处。

图 4：加氢气化的 NG 成本



数据来源：CNKI，东吴证券研究所整理

如我们所分析，如果加氢气化工艺进展顺利，我们会观察到新奥股份具备质变的可能。公司有可能充分利用国际（LNG），国内的煤化工制备的天然气，提供一揽子的低成本解决方案。

我们的测算表明，合理的加氢气化的规模约在 3-4 亿方，年消耗燃煤 100 万吨左右，投资额 25 亿元左右，项目的投资回报率在 10-30% 不等，有较强的吸引力。当然，我们强调新奥的气化技术可以在末端发展，也并不排斥坑口建设大规模煤制气的经济性，只是认为大规模坑口项目的 LCA 能耗略高。

5. 风险提示

油气价格对化工整个板块的走势具有根本影响，而油气价格的影响因素较多，未来的价格趋势存在不确定性。

推荐特色标的，如道恩股份、中旗股份均有较多在建产能，新产能存在建设进展不及预期的风险；此外公司很多产品处于市场拓展初期，存在市场拓展不急预期的风险。

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下,本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下,东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易,还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险,投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载,需征得东吴证券研究所同意,并注明出处为东吴证券研究所,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

- 买入: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上;
- 增持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间;
- 中性: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间;
- 减持: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间;
- 卖出: 预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级:

- 增持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对强于大盘 5% 以上;
- 中性: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对大盘 -5% 与 5%;
- 减持: 预期未来 6 个月内, 行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: (0512) 62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>

