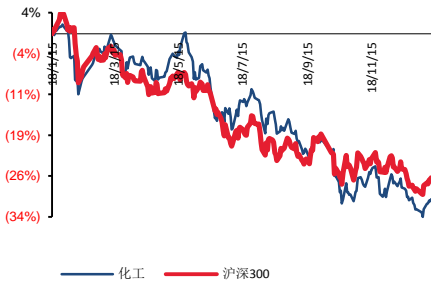


材料 材料 II

2019 年投资策略—周期退潮，布局成长

■ 走势对比



■ 子行业评级

相关研究报告：

《【太平洋化工周报】景气周期下行或不明背景下，持续推荐农化及成长板块》--2019/01/13

《油价低位反弹，继续推荐成长板块》--2019/01/07

《【太平洋化工周报】：19 年需求有待观察，精选细分领域的隐形冠军》--2019/01/01

证券分析师：杨伟

电话：010-88695130

E-MAIL: yangwei@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517030005

证券分析师：柳强、刘和勇

电话：010-88321949

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

报告摘要

化工行业 18 年回顾：行情自三季度开始见顶回落。18 年前三季度，化学原料及制品制造业累计主营业务收入 5.52 万亿元，同比增长 11.3%，利润总额 4076.2 亿元，同比增长 24.5%。上半年行业继续受益产能周期及供改红利，三季度开始受经济增速下滑、环保政策纠偏影响，供需格局走弱导致行业景气开始高位回落。化工行业 18 年跑输大盘，超额收益居前标的均为景气周期反转及成长股。

19 年展望：整体偏弱，行情分化，布局成长。预计布油价格在 50-70 美元/桶，行业固定资产投资增速继续提至 5%-10%，需求端持续放缓，整体投资机会将弱于 18 年，个股表现将明显分化。建议继续回避强周期，布局成长确定及供给格局稳固、下游消费属性强的子行业。

投资策略。周期退潮，买入成长，从四大方向寻找投资机会：

(1) 农化板块。实现乡村振兴、农民增收已成为重要国策，叠加全球粮食价格持续回暖，利好化肥与农药需求提升。行业整合加速利好龙头市占率不断提高，农药价格继续高企，同时农业服务将成为未来农化企业转型蓝海。关注复合肥及农业服务龙头金正大、诺普信，农药龙头扬农化工、利民股份。

(2) 新材料。近期福建晋华被制裁，凸显半导体国产化的重要性，将加速半导体材料进口替代，关注雅克科技、飞凯材料；OLED、珠光材料、抗老化助剂行业未来成长确定性强，关注万润股份、国瓷材料、濮阳惠成、坤彩科技、利安隆。

(3) 油气产业链。中油价背景下利于炼化保持较高盈利水平。天然气冬季供给仍承压，行业成长属性明显。关注炼化龙头中国石化、受益民营大炼化投产的荣盛石化、桐昆股份、恒力股份，天然气板块关注新奥股份、广汇能源，油服板块推荐通源石油。

(4) 低估值+高股息组合。关注高分红+高股息，同时估值低的公司：中国石化、万华化学、国光股份、龙蟒佰利。

2019 年金股组合：万华化学、金正大、利民股份、濮阳惠成、坤彩科技、雅克科技、新奥股份、诺普信。

风险提示。原油与化工品价格持续下滑的风险。

目录

一、 行业景气持续下行，19 年看好成长股.....	5
(一) 18 年回顾：行情自三季度开始见顶回落.....	5
(二) 19 年展望：油价震荡偏弱，供需端均将承压.....	7
(三) 19 年投资策略：周期退潮，看好成长.....	10
二、 原油市场机遇挑战并存，天然气迈入黄金发展期.....	11
(一) 原油供需弱平衡，短期承压，波动加剧.....	11
(二) 炼油战国，强者胜.....	16
(三) “炼化-PX-PTA-涤纶”一体化产业链竞争力强.....	19
(四) 天然气供不应求，再次迈入黄金发展期.....	21
(五) 油气产业链投资建议.....	23
三、 电子化学品：看好 OLED 材料与半导体材料高成长.....	24
(一) OLED 材料：OLED 产业发展推动材料逐步放量.....	24
(二) 半导体材料：受益于国产化推进，前景广阔.....	27
(三) 尾气处理材料，受益国六推行.....	29
(四) 珠光材料：全球需求有望维持 15%增速.....	32
四、 农化：转型服务为大势所趋，市场加速向头部集中.....	33
(一) 国策聚焦乡村振兴，农化企业盈利将恢复增长.....	33
(二) 转型农业服务的复合肥龙头将进入成长期.....	35
(三) 农药行业将持续高景气，看好业绩成长确定的龙头.....	36
五、 重点推荐公司.....	37
(一) 万华化学.....	37
(二) 金正大.....	38
(三) 利民股份.....	38
(四) 濮阳惠成.....	39
(五) 坤彩科技.....	39
(六) 雅克科技.....	40
(七) 新奥股份.....	40
(八) 诺普信.....	41
六、 风险提示.....	41

图表目录

图 1: 化学原料及制品累计收入与利润总额 (亿元, %)	5
图 2: 化工品价格指数持续上涨两年后开始回落	5
图表 3: 化工三级子行业前三季度收入与利润总额情况 (亿元, %)	6
图表 4: 化工行业股价涨幅居前个股及驱动逻辑	7
图表 5: 2018 年石油加工与涤纶行业相对收益明显	7
图表 6: 2018 年化工板块个股股价涨幅排名	7
图表 7: 国际油价 18 年 Q4 跌幅达 30% (美元/桶)	8
图表 8: 国内煤炭价格走势 (元/吨)	8
图 9: 化工行业固定资产投资增速底部回升 (%)	8
图 10: 化工行业资产负债率变化 (亿元, %)	8
图表 11: 工程龙头中国化学国内订单额快速增长	9
图表 12: 商品房销售面积增速下降明显	9
图表 13: 我国汽车产量增速不甚乐观	9
图表 14: 我国空调产量增速下滑 (万台)	9
图表 15: 世界银行对全球经济增速预测	9
图表 16: 化工行业 ROE15 年触底后持续反弹 (%)	10
图表 17: 世界经济增速展望	13
图表 18: 国际油价走势影响因素分析	14
图 19: 国际油价多重属性	14
图 18: 国际原油供需弱平衡	14
图 19: 全球与欧佩克原油供给情况	14
图 20: 全球三大产油国	14
图 21: 美国原油产量持续上升	15
图 22: 美国原油对外依存度持续下降	15
图表 23: OPEC 减产执行率良好及剩余产能宽裕	15
图 24: 美国重启伊朗制裁影响其出口	15
图 25: 美国商业原油库存近期上升	15
图表 28: 我国成品油调价机制, 80 美元以下为舒适区	17
图表 29: 2017 年中国炼能分布 (万吨/年, %)	17
图表 30: 中国成品油供需情况	17
图表 31: 中国成品油进出口情况	17
图表 32: 中国汽油供需情况	18
图表 33: 中国汽油进出口情况	18
图表 34: 中国柴油供需情况更新	18
图表 35: 中国柴油进出口情况更新	18
图表 38: 2017 年我国部分主要化工品供需情况更新	18
图表 39: 石脑油裂解盈利能力走势图	19
图表 40: 涤纶长丝产能产量及产能利用率走势图	20
图表 41: 涤纶长丝开工率走势图更新	20
图表 44: PTA 产能利用率及产能增速走势图	20
图表 45: PTA 库存天数走势图	20
图表 46: 2018-2020 年 PTA 计划投产项目 (单位: 万吨/年)	20
图表 47: PX-石脑油价差走势图	21
图表 48: PTA-PX 价差走势图	21
图表 49: 涤纶长丝价差走势图	21
图表 50: 涤纶长丝-石脑油价差走势图	21
图表 51: 2016 年世界各国能源消费结构	22

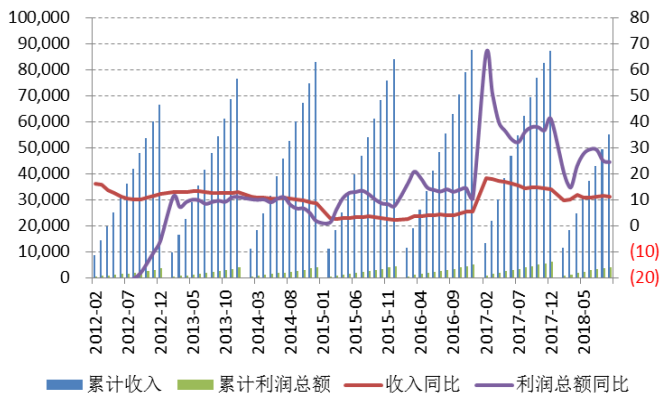
图表 52: 2017 年世界各国能源消费结构.....	22
图表 49: 1993-2017 年国内天然气供需情况.....	22
图表 54: 国内液化天然气价格走势 (单位: 元/吨)	22
图表 25: 柔宇科技 FLEXPFI 可折叠手机.....	24
图表 26: 三星可折叠手机	24
图表 25: OLED 营收需求预测.....	25
图表 26: 国内 OLED 厂商产能与扩产计划	25
图表 30: 全球 OLED 材料市场空间 (亿美元)	26
图表 30: 国内主要 OLED 终端材料相关企业	26
图表 9: 全球半导体市场 2017 年加速	27
图表 10: 国内半导体行业发展迅速	27
图表 10: 中国在建&拟建晶圆厂情况	28
图表 14: 半导体制造材料占比	28
图表 14: 轻重型车国六标准实施时间	29
图表 14: 轻型车国五、国六标准对比	30
图表 14: 尾气处理相关材料	31
图表 9: 2017 年我国汽车保有量结构	31
图表 10: 2017 年不同汽车的污染物排放占比.....	31
图表 14: 国五、国六催化剂装置路线变化.....	31
图表 17 国际巨头默克和巴斯夫基本情况	33
图表 18 全球珠光材料市场规模	33
图表 19 国内珠光材料行业上市企业比较	33
图表 65: 中央一号文件聚焦农业现代化与乡村振兴.....	33
图表 9: 全球玉米加速去库存	34
图表 10: 我国农产品价格底部逐渐回升	34
图表 67: 我国复合化率持续提升 (万吨, %)	35
图表 68: 复合肥上市公司业绩开始复苏	35
图表 69: 18 年复合肥上市公司整体毛利率有所提升.....	36
图表 76: 金丰公社显著降低种植成本 (小麦, 元/亩)	36
图表 74: 近两年农药价格持续上涨	36
图表 74: 全球及国内农药销售额前十企业 (亿元)	37

一、行业景气持续下行，19年看好成长股

(一) 18年回顾：行情自三季度开始见顶回落

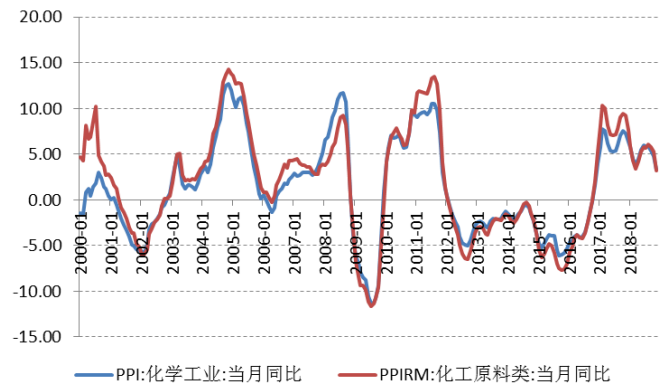
化工行业景气度见顶回落。2018年前三季度，化学原料及制品制造业累计实现营业收入5.52万亿元，同比增长11.3%，利润总额4076.2亿元，同比增长24.5%，对比2017年收入增速13.9%、利润总额增速40.9%。行业收入与利润整体环比下滑，但仍维持较高水平。2016年以来，环保不达标产能陆续关停，叠加新增产能受行政性限制，行业供需格局转好，同时国际油价触底反弹高达两倍涨幅，化工品价格指数自底部连续两年上涨，但今年开始由高位逐步回落。从季度数据来看，尽管1-9月收入增速较中期持续提升，但利润增速24.5%较中期29.4%仍明显环比下滑。

图 1：化学原料及制品累计收入与利润总额（亿元，%）



资料来源：WIND，太平洋证券

图 2：化工品价格指数持续上涨两年后开始回落



资料来源 WIND，太平洋证券

18年大部分子行业继续受益供给侧改革红利。2018年前三季度行业仍处于较高景气周期，31个化工三级子行业中，仅有5个行业收入增速、3个行业利润增速为负，其中其他纤维、轮胎、氮肥、磷肥、氟化工制冷剂大幅领先行业，利润总额分别同比增长221.26%、125.15%、107.93%、100.58%、85.3%，主要因素包括原料价格下滑，或供给紧张导致产品提价等；以氮肥为例，因小产能逐步退出市场，煤化工产品线醋酸、甲醇等品种盈利高企致使氮肥供给下降，前三季尿素均价同比上涨23%，同期动力煤价格仅上涨5%，使得盈利水平大幅提升。而民爆用品、粘胶、钾肥等子行业利润水平表现不佳，主要因民爆产品市场化后竞争激烈、钾肥相关企业其它业务巨亏所致。

图表3：化工三级子行业前三季度收入与利润总额情况（亿元，%）

板块	收入	同比涨幅	利润总额	同比涨幅
SW 其他纤维	174.54	17.30	29.08	221.26
SW 轮胎	790.54	45.87	(3.80)	125.15
SW 氮肥	797.31	75.04	16.60	107.93
SW 磷肥	400.71	4.42	(19.17)	100.58
SW 氟化工及制冷剂	184.54	36.43	(2.03)	85.30
SW 涤纶	2303.03	161.77	26.43	78.68
SW 无机盐	81.05	14.51	17.17	55.79
SW 涂料油漆油墨制造	141.58	17.10	10.04	55.16
SW 其他橡胶制品	75.03	13.65	30.95	53.57
SW 农药	769.40	109.87	18.10	52.00
SW 合成革	38.51	3.62	21.97	45.98
SW 炭黑	99.51	9.08	23.81	45.76
SW 石油加工	22383.75	1075.20	18.96	45.68
SW 纺织化学用品	271.71	68.02	11.78	45.28
SW 氨纶	49.32	5.82	14.91	37.78
SW 日用化学产品	298.16	14.13	7.47	33.79
SW 氯碱	1112.72	89.04	29.29	31.28
SW 维纶	43.74	1.63	27.44	25.73
SW 玻纤	185.83	36.39	14.14	24.27
SW 磷化工及磷酸盐	182.03	10.68	16.32	21.23
SW 聚氨酯	799.17	173.37	15.51	17.69
SW 复合肥	482.07	30.37	12.57	16.83
SW 纯碱	330.28	44.25	(0.85)	16.26

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

化工行业18年跑输大盘，石油加工与涤纶行业相对收益明显。化工行业18年二级市场表现不佳，化工（申万）指数自2018年初至今整体下跌28.31%，跑输上证6.31个百分点，31个子行业均无绝对收益。相对收益表现居前的子行业为石油加工（-0.69%）、涤纶（-13.50%）、氨纶（-13.73%）、轮胎（-18.71%）、农药（-22.16%），影响因素包括油价复苏炼化高景气、涤纶行业PTA与涤纶长丝盈利大涨、农药行业龙头剩者为王量价齐升等。

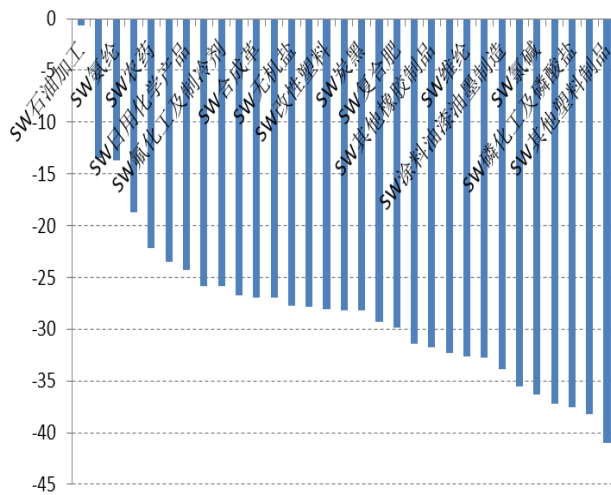
具体到个股，超额收益居前的公司主要以景气周期反转及成长股为主，其中建新股份、神马股份受行业环保或不可抗力影响而供给受限，实现净利爆发式增长，中石科技、蓝晓科技、利安隆股价表现良好主要因业绩内生增长动力强劲，叠加下游市场空间巨大，成长股属性得到市场认可。股价表现不佳的上市公司天赐材料、ST辉丰、新开源则主要因政策变化产品盈利水平大幅下降、环保监管导致产能关停、市场风格变化影响估值。

图表4：化工行业股价涨幅居前个股及驱动逻辑

证券简称	年初至今股价涨幅 (%)	驱动逻辑
中石科技	325.18	次新股，导热与屏蔽材料受益 5G、无线充电及 OLED 快速发展，业绩快速增长。
建新股份	100.24	环保监管之下竞争对手产能关停，主要产品 ODB2 与间氨基苯酚价格暴涨，2018 年前三季度净利同比增 13 倍。
神马股份	61.45	核心原料己二腈持续受限国外不可抗力，己二腈与尼龙 66 价格屡创新高，2018 年前三季度净利同比增 7 倍。
蓝晓科技	56.61	公司吸附分离树脂技术在盐湖提锂领域取得突破，订单预期空间大，业绩持续增长。
青松股份	54.92	主业合成樟脑与冰片价格持续上扬，收购面膜 ODM 龙头延伸产业链。2018 年前三季度净利同比增 2.7 倍。
利安隆	51.04	高分子材料抗老化剂龙头，随产能释放业绩持续增长，预计未来三年净利复合增速 34%。

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表5：2018年石油加工与涤纶行业相对收益明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表6：2018年化工板块个股股价涨幅排名

证券代码	证券简称	涨幅, %
300684.SZ	中石科技	325.18
300743.SZ	天地数码	101.69
300107.SZ	建新股份	100.24
600810.SH	神马股份	61.45
600929.SH	湖南盐业	58.75
300487.SZ	蓝晓科技	56.61
300132.SZ	青松股份	54.92
300596.SZ	利安隆	51.04
603790.SH	雅运股份	50.54
603605.SH	珀莱雅	45.74
300644.SZ	南京聚隆	38.43
002382.SZ	蓝帆医疗	37.88
600596.SH	新安股份	30.03

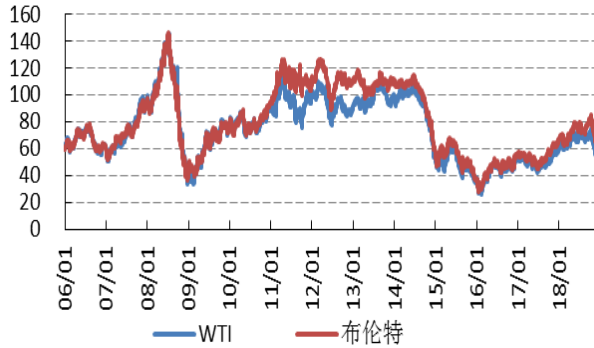
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 19 年展望：油价震荡偏弱，供需端均将承压

布油价格预计在 50-70 美元区间。2018 年初以来，基于欧佩克延长减产协议及对美国制裁伊朗的担忧，国际油价最高涨幅近 30%，10 月之后市场担忧需求下滑、美国发出伊朗制裁豁免，油价再度持续下跌达 30%。2018 年美国已陆续超越沙特与俄罗斯，成为全球第一大原油生产国，11 月美国原油日产量维持在 1170 万桶的历史高位。OPEC+ 减产力度、美国页岩油增产预期、政治因素博弈将左右未来油价走势，预计 2019 年布伦特油价中枢为 50-70 美元/桶，上半年 OPEC+ 减产落地将使油价保持平稳，下半年随着美

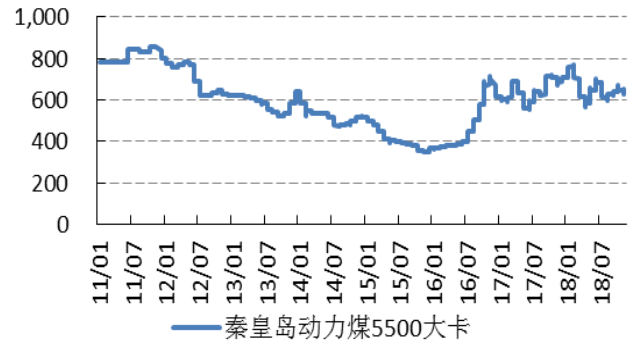
页岩油管道建成，原油市场竞争将加剧，向下压力较大。整体而言，2019年国际原油市场供需格局弱于2018年，油价将震荡偏弱，化工行业涨价行情将难以重现。

图表7：国际油价18年Q4跌幅达30%（美元/桶）



资料来源：百川资讯，太平洋研究院整理

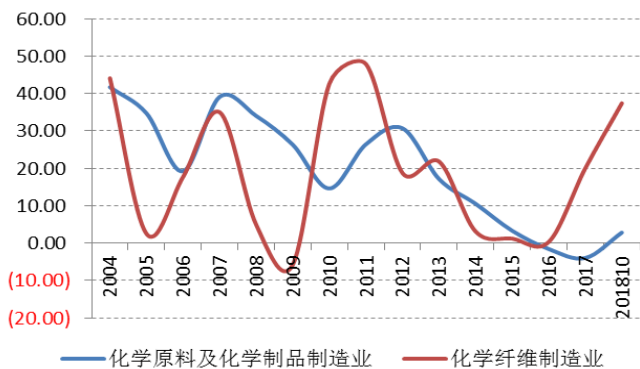
图表8：国内煤炭价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，太平洋研究院整理

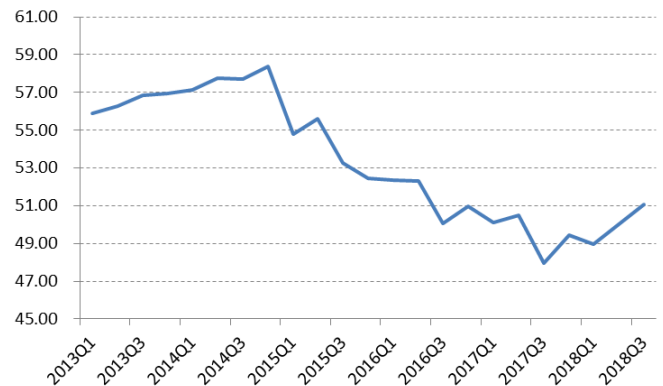
2019年行业供给将显著增加，供给端压力加大。2018年1-10月化学原料及化学制品制造业累计固定资产投资增速为2.8%，结束自2012年以来连续五年的下跌趋势，化纤制造业累计固定资产投资增速为37.4%，对比2016、2017年分别为0.3%、20%。行业投资增速缓慢回升，主要因2016年以来企业盈利持续大幅好转，资产负债表逐步修复，投资积极性增强，此外环保政策纠偏也带来市场供给增加。预计2019年行业固定资产投资增速为5-10%，相比2018年增速继续提升。从化工行业工程龙头中国化学的国内订单走势来看，2016年至2018年新签订单额由369亿元增长至超800亿元，结合化工新项目完工周期平均为两年，预计2019-2020年行业新产能供给将显著增加。

图9：化工行业固定资产投资增速底部回升（%）



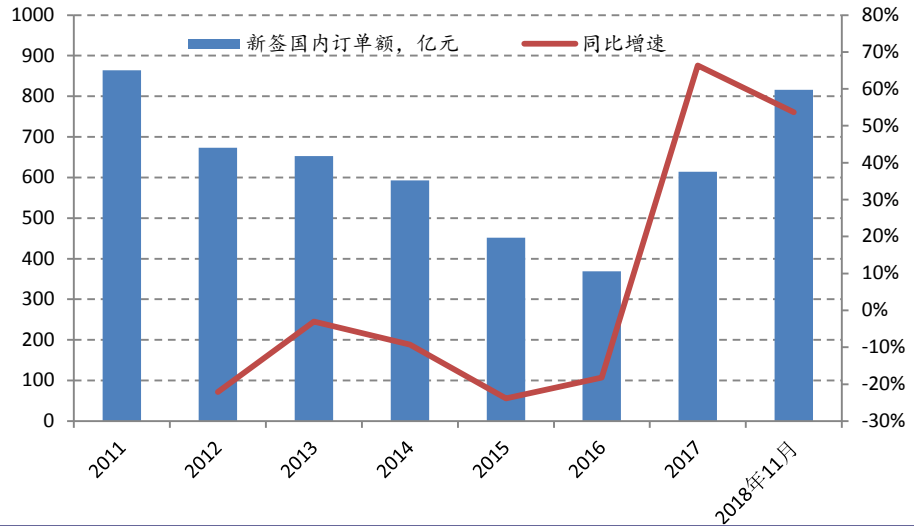
资料来源：WIND，太平洋证券

图10：化工行业资产负债率变化（亿元，%）



资料来源 WIND，太平洋证券

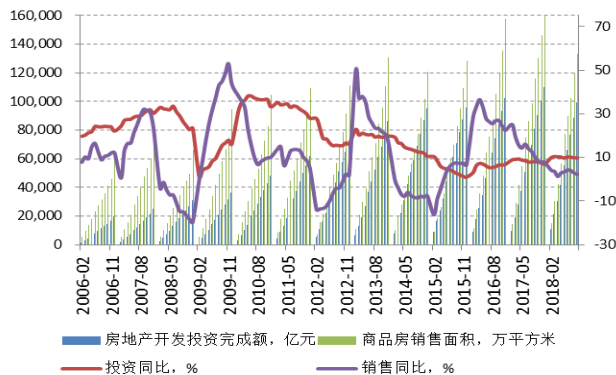
图表11：工程龙头中国化学国内订单额快速增长



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

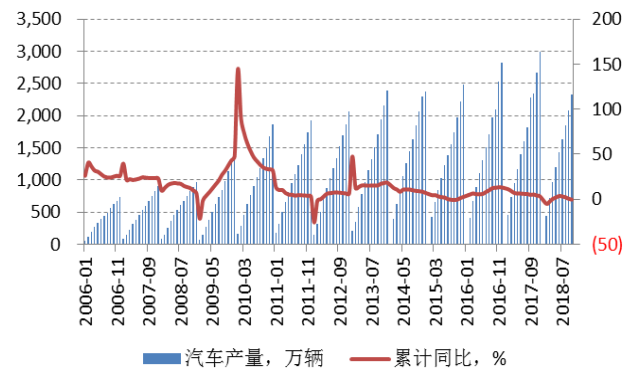
需求端受经济增速放缓、中美贸易摩擦影响较大。2018年第三季度我国GDP增速已缓慢回落至6.5%，10月官方制造业PMI为50.2，接近荣枯线。目前市场研究机构普遍预测明年GDP增速为6.3-6.4%，环比继续下滑。从化工行业下游需求领域来看，1-10月商品房销售面积增速为2.2%，下滑趋势明显，明年地产需求受国家财政与限购政策影响大；汽车与空调产量同样不容乐观，10月汽车单月产量同比下降9.2%，空调产量下降0.4%。从全球范围来看，世界银行预测2019年全球经济增速为3.0%，同比微降。在国内下游需求不甚乐观的背景下，中美贸易摩擦能否缓和将对化工行业需求影响较大。

图表12：商品房销售面积增速下降明显



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

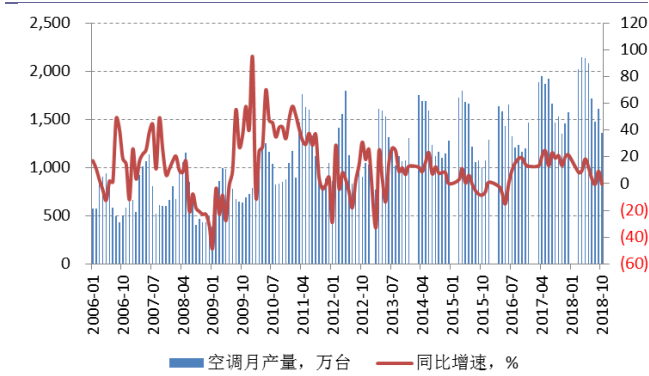
图表13：我国汽车产量增速不甚乐观



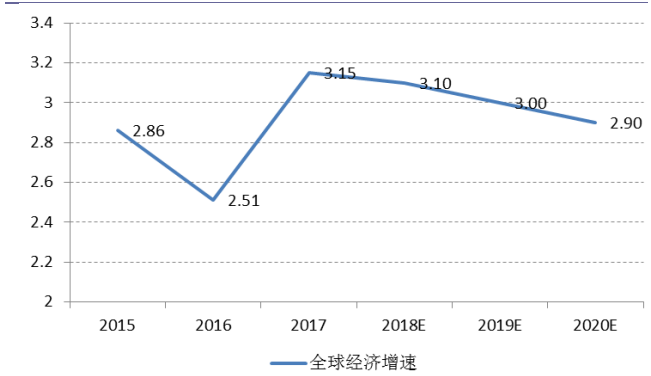
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表14：我国空调产量增速下滑（万台）

图表15：世界银行对全球经济增速预测



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

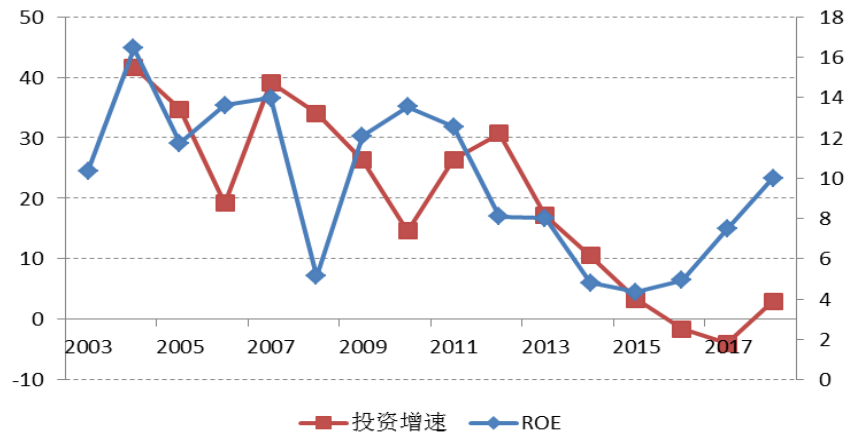


资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

(三) 19年投资策略: 周期退潮, 看好成长

周期退潮, 看好成长。化工行业ROE在15年触底后, 自16年开始持续向上修复, 2018年前三季度行业整体扣非后ROE为8.04%, 预计全年ROE为10%, 已接近行业合理区间。考虑到新产能周期已经开启, 2019年行业供需格局转变将导致周期属性强的行业盈利水平同比下降, 因此我们判断2019年行业整体机会将弱于2018年, 表现将明显分化, 周期行情退潮, 看好成长股表现。

图16: 化工行业ROE15年触底后持续反弹 (%)



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

基于对19年国际油价弱势震荡、行业供需格局边际将持续走弱、价格指数趋势向下的判断, 我们建议19年继续回避强周期, 重点关注成长确定及供给格局稳固、下游消费属性强的子行业, 主要包括五大方向: 农化板块、新材料、油气产业链、食品/饲料添加剂、资源属性强的行业 (钾肥、氟化工、磷化工、钛白粉)。

(1) 农化板块。实现乡村振兴、农民增收已成为重要国策, 叠加全球粮食价格持

续回暖，利好化肥与农药需求提升。行业整合加速利好龙头市占率不断提高，农药价格继续高企，同时农业服务将成为未来农化企业转型蓝海。关注复合肥及农业服务龙头**金正大、诺普信**，农药龙头**扬农化工、利民股份**。

(2) 新材料。近期福建晋华被制裁，凸显半导体国产化的重要性，将加速半导体材料进口替代，关注**雅克科技、飞凯材料**；OLED、珠光材料、抗老化助剂行业未来成长确定性强，关注**万润股份、国瓷材料、濮阳惠成、坤彩科技、利安隆**。

(3) 油气产业链。2019年大炼化项目将陆续投产，中油价背景下利于炼化保持较高盈利水平。天然气冬季供给仍承压，行业成长属性明显。关注炼化龙头**中国石化**、受益民营大炼化投产的**荣盛石化、桐昆股份、恒力股份**，天然气板块关注**新奥股份、广汇能源**。

(4) 食品/饲料添加剂。10月底以来维生素价格受益于国内外供应短缺，再次全线普涨，预计相关产品价格将继续修复至合理盈利水平，关注**兄弟科技、新和成**；食品添加剂行业推荐产业链布局完善、行业地位稳固的**金禾实业**。

(5) 资源属性强的子行业。钾肥关注正在推进债转股、受益钾肥价格持续上涨的**盐湖股份**，磷化工关注**兴发集团**，氟化工板块关注**巨化股份、金石资源**，钛白粉板块关注**龙蟠佰利**。

(6) 低估值+高股息组合。关注高分红+高股息，同时估值低的公司：**中国石化、国光股份、龙蟠佰利、万华化学**。

二、原油市场机遇挑战并存，天然气迈入黄金发展期

(一) 原油供需弱平衡，短期承压，波动加剧

石油兼具金融、政治、商品三重属性，其影响因素众多，油价短期走势往往会受到金融、库存、特殊事件、消息面、市场情绪等因素影响，而原油期货的市场表现又会左右油气生厂商的实际投资与生产，进而影响市场供给，两者相互交织影响。维持我们前期观点：中长期看，油价主要受其商品属性主导，当原油供给紧缺时，其价格主要受边际需求影响；当原油供给过剩时，其价格主要受边际成本影响。但其金融和政治属性往往阶段性改变其走势，特别是当前美国主导的美国优先、民族主义、逆全球化背景之下，地缘政治波动加剧。

2018年以来，受益政治及突发事件催化，美国重启伊朗制裁，国际油价一度延续强势，Brent突破80美元/桶，最高超86美元/桶，WTI突破70美元/桶，最高超76美元/

桶，创4年来新高。2018年Q1-Q3，Brent和WTI均价分别为72.74美元/桶和66.8美元/桶，中枢向上。但经历了2018年10月初的大幅上涨之后，国际油价连续七周下跌，创一年来最低，主要由于（1）前期美国制裁伊朗利好透支，而实际八个国家地区豁免，禁运力度远不及预期。（2）美国和沙特持续增产，叠加伊拉克重启从基尔库克地区原油出口，打击多头信心。（3）10月份中国进口原油4080万吨，打破4月份记录，同比+31.5%，环比+9.6%，部分受美国制裁伊朗影响，透支11月进口量，市场对后续国内经济增长势头或信心不足。（4）中美贸易战等不利背景下，全球经济增长态势不确定性上升。

展望未来，我们维持前期判断，当前决定油价的核心因素依然为供给侧，重要变量包括：OPEC减产是否持续、美国页岩油增量速度及空间、地缘政治。由于全球原油市场处于弱平衡状态，波动加剧。油价上涨符合产油国利益，对于寡头市场，具备上涨动力，目前我们依旧看好油价温和上涨。

需求端：受益低油价以及全球经济复苏，2017年全球石油需求同比增长160万桶/天，至9730万桶/天，其中增量主要来自中国、美国、印度等。全球经济总体呈增长态势，但不确定性进一步上升，增速下滑。美国优先战略下，美国经济增速继续保持较快增长，欧洲经济增长放缓，新兴经济体实体经济走势分化。**IEA/EIA/OPEC三大机构预测2019年世界石油需求增量分别为140万桶/天，152万桶/天，129万桶/天，平均140万桶/天。**

供给端：总体而言，全球原油供应充足，主要产油国为俄罗斯、美国、沙特。2017年OPEC平均减产执行率95%，非OPEC减产国减产执行率82%。全球石油供给同比增长60万桶/天，至9700万桶/天。2018年OPEC减产执行率维持高位，3月份达到165%，1-9月份平均执行率为141%。12月7日，OPEC+达成了120万桶/天联合减产的协议，OPEC将减产80万桶/日，非OPEC将减产40万桶/日。这份减产协议将于2019年1月起实施，初步设定期限为6个月。

(A) 美国油气产量大幅提升，对外依存度持续下降：自页岩油革命以来，美国油气产量大幅提升，增量主要来自页岩油，对外依存度不断下降。根据BP能源统计年鉴，2011-2017年美国石油产量CAGR达8.14%，对外依存度从47%下降至23%。由于占据美国页岩油产量46%的Permian盆地管输能力约277万桶/天，而其产量为358万桶/天，当地炼厂消耗50万桶/天，外输能力不足限制了出口及其产量增速。根据管道建设计划，预计2019年H2、2020年H2，管输能力有望增至400万桶/天、530万桶/天。

(B) OPEC减产执行率高及剩余产能宽裕：2018年9月OPEC继续执行减产，14国原油产量为3278万桶/日，环比上升10万桶/日；9月份实际减产142万桶/日，减产执行率

为121%，剩余产能213万桶/天。

(C) 伊朗制裁豁免期6个月：据EIA统计，2017年伊朗原油和凝析油出口250万桶/天（全年约1.45亿吨），主要出口国为中国（24%）、印度（18%）、韩国（14%）、土耳其（9%）、意大利（7%）、法国（5%）、日本（5%）、阿联酋（5%），其他国家（13%）。根据ClipperData的数据，2018年伊朗原油和凝析油的出口量在6月达到峰值，约270万桶/天，比今年前四个月（在5月美国宣布制裁之前）的平均水平高出30万桶/天。2018年9月，伊朗原油和凝析油出口量降至190万桶/天。11月5日，美国启动伊朗第二轮制裁，但中国大陆和台湾、印度、希腊、日本、土耳其、意大利、韩国共8个国家和地区获得伊朗原油进口的临时豁免，豁免期180天。这些豁免的国家地区2017年占伊朗原油出口量的77%以上。**如果豁免期结束，预计伊朗原油出口持续下降。**

库存端：OECD国家商业石油库存2018年上半年继续下降0.36亿桶，6月为28.17亿桶，之后连续3个月上涨，9月份为28.58亿桶，比去年同期减少1.11亿桶，比五年均值低2500万桶。美国商业原油库存2018年前三季度整体呈下降趋势，9月14日当周降至3.94亿桶，之后连续上涨，11月2日当周升至4.32亿桶，尽管较去年同期低2790万桶，但是已经高于近五年平均水平970万桶。

供给弱平衡：2017年全球石油供小于求40万桶/天，而2015和2016年分别供过于求120万桶/天、50万桶/天，造成大量库存累积，仍处于去库存阶段。EIA预计2018年全球石油供给和需求分别为1000.9万桶/天和1000.7万桶/天，基本供需平衡；而2019年供过于求63万桶/天，供应压力增大。

下一步需紧密跟踪的变量主要为：（1）欧佩克减产执行进展。（2）贸易战对全球经济的影响。（3）重启伊朗制裁的影响。（4）美国及沙特增产情况。（5）地缘政治。

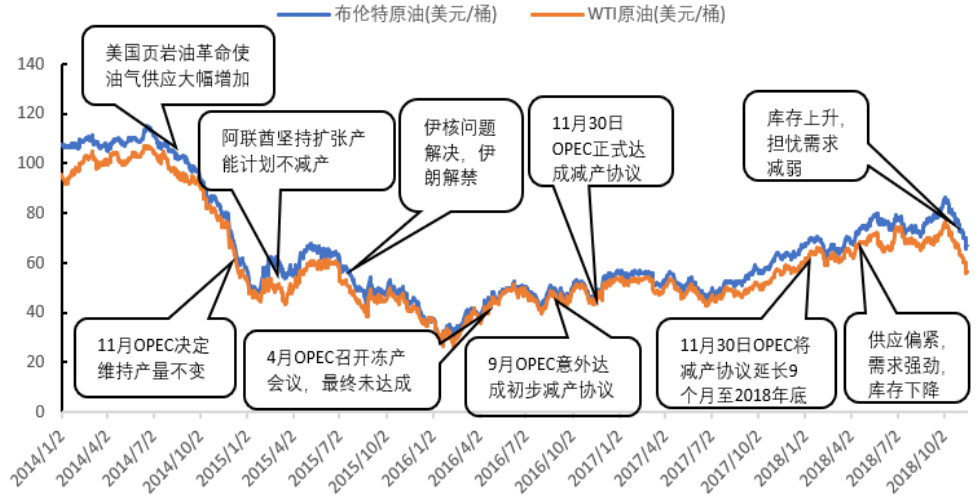
我们认为全球原油供应能力充足，特定条件下供需弱平衡，产油国之间的博弈可轻易改变价格走向。考虑页岩油成本在45美元/桶左右，油价下有底。同时，由于美国能源政策调整，未来成为原油净出口国，原油市场竞争将加剧。

图表17：世界经济增速展望

	年份	IMF	世界银行	经合组织
实际	2015	3.45	2.86	-
	2016	3.27	2.51	-
	2017	3.74	3.15	-
预测	2018	3.73	3.10	3.66
	2019	3.65	3.00	3.54

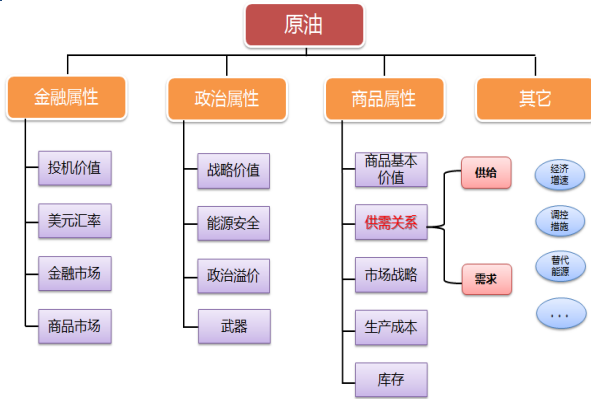
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图18: 国际油价走势影响因素分析



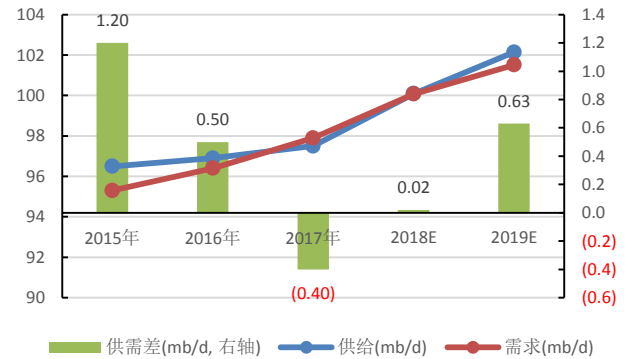
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图19: 国际油价多重属性



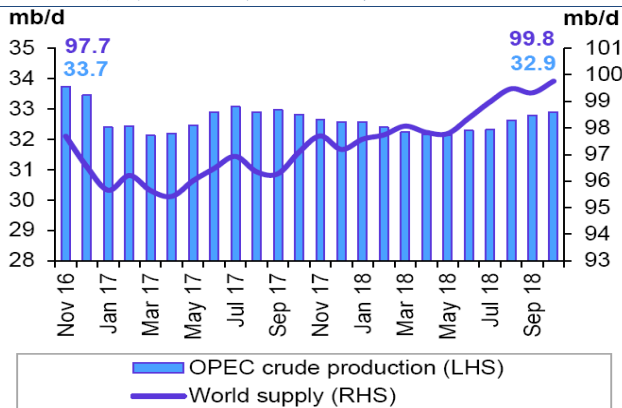
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图20: 国际原油供需弱平衡



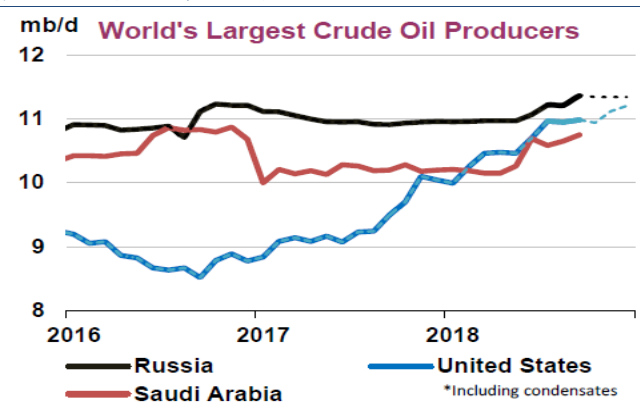
资料来源: IEA, EIA, 太平洋研究院整理

图21: 全球与欧佩克原油供给情况



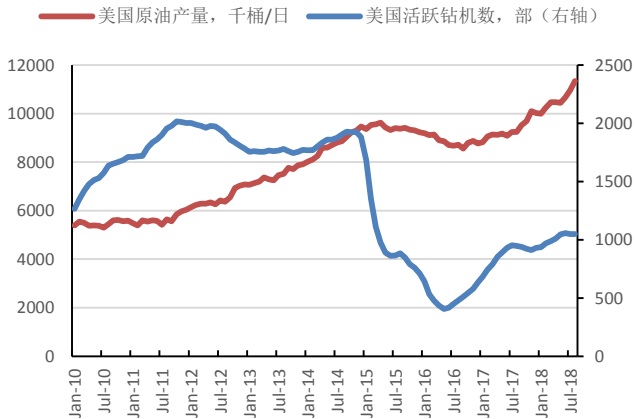
资料来源: OPEC, 太平洋研究院整理

图22: 全球三大产油国



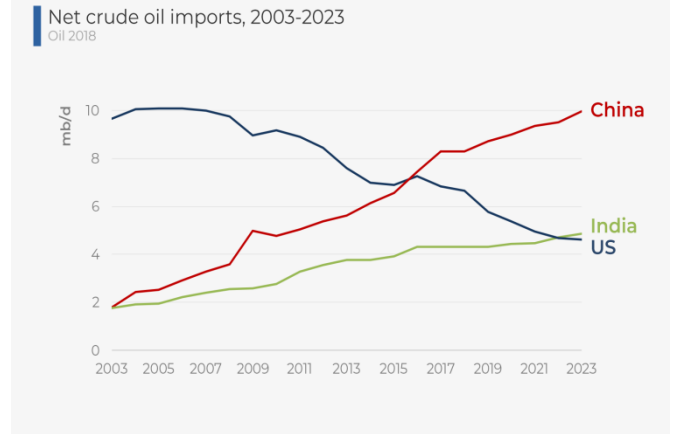
资料来源: OPEC, 太平洋研究院整理

图 23: 美国原油产量持续上升



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图 24: 美国原油对外依存度持续下降



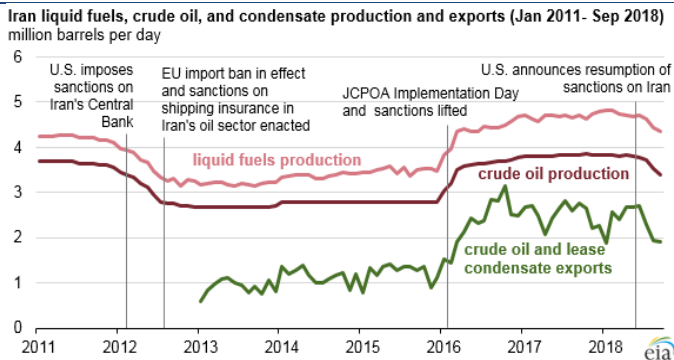
资料来源: IEA, 太平洋研究院整理

图表 25: OPEC减产执行率良好及剩余产能宽裕

	Aug 2018 Supply	Sep 2018 Supply	Supply Baseline ²	Agreed Cut	September Actual Cut	August Compliance	September Compliance	Average Compliance	Sustainable Production Capacity ⁵	Spare Capacity vs Sep Supply ⁶
Algeria	1.06	1.07	1.09	-0.05	-0.02	58%	38%	94%	1.08	0.01
Angola	1.47	1.50	1.75	-0.08	-0.25	360%	322%	214%	1.58	0.08
Ecuador	0.53	0.53	0.55	-0.03	-0.02	69%	69%	77%	0.54	0.01
Equatorial Guinea	0.11	0.12	0.14	-0.01	-0.02	250%	167%	126%	0.13	0.01
Gabon	0.20	0.19	0.20	-0.01	-0.01	22%	133%	46%	0.21	0.02
Iran ³	3.63	3.45	3.71	0.09	-0.26	NA	NA	NA	3.85	0.40
Iraq	4.65	4.65	4.56	-0.21	0.09	-42%	-42%	33%	4.80	0.15
Kuwait	2.81	2.79	2.84	-0.13	-0.05	21%	37%	90%	2.93	0.14
Qatar	0.61	0.59	0.65	-0.03	-0.06	127%	193%	135%	0.63	0.04
Saudi Arabia	10.42	10.52	10.54	-0.49	-0.02	26%	5%	102%	12.04	1.52
UAE	2.98	3.05	3.01	-0.14	0.04	24%	-27%	66%	3.20	0.15
Venezuela ⁷	1.25	1.23	2.07	-0.10	-0.84	860%	881%	368%	1.23	0.00
Total OPEC 12	29.72	29.69	31.11	-1.18	-1.42	118%	121%	113%		
Libya ⁴	0.98	1.06							1.02	-0.04
Nigeria ⁴	1.66	1.71							1.74	0.03
Congo ⁴	0.32	0.32							0.33	0.01
Total OPEC	32.68	32.78							35.31	2.13

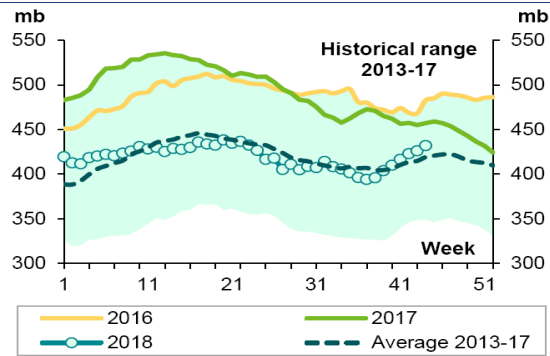
资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图 26: 美国重启伊朗制裁影响其出口



资料来源: EIA, 太平洋研究院整理

图 27: 美国商业原油库存近期上升



资料来源: EIA, 太平洋研究院整理

（二）炼油战国，强者胜

世界炼油格局：2017年世界炼油能力49亿吨，新增炼能7849万吨，同时淘汰4947万吨，净增加炼能2900万吨。亚太地区炼能占比高达35%，排名第一，其次为欧洲24%、北美21%，维持三足鼎立格局。世界炼厂总数650座，平均规模754万吨/年。CR25公司炼能27.3亿吨，占比56.1%；CR10炼能17.4亿吨，占比39.8%，呈现寡头格局。

炼厂盈利组成：对于一个炼厂的盈利主要有两部分组成，分别为炼油部分和化工部分。炼油部分采用成本加成模式。2013年3月26日，我国再次调整成品油定价机制，将调价周期从22个工作日缩短为10个工作日，对于炼油企业能够更快地转嫁上游成本的增加。而我国化工品需求增速较快，部分产品对外依存度高，具有较大的进口替代空间。自2016年以来，由于上游原料涨价，对于顺油价周期化工品，普遍涨价，叠加环保趋严造成供给收缩，多个化工品轮番上涨，化工企业盈利普遍大幅好转。但自2018年Q4以来，随着油价下滑，下游需求放缓，房地产、汽车消费增速乏力，化工品价格普跌。

成品油消费平稳，定价机制保障基本盈利：2018年1-9月份，我国汽柴煤产量和表观消费量总计分别为2.73亿吨和2.42亿吨，较去年同期分别增长3.1%和0.6%，三种成品油净出口量总计1951万吨，同比增长37.2%；其中煤油产量和表观消费量分别增长14.4%和13.3%，汽油分别增长5.7%和2.9%，柴油则分别下降1.4%和3.6%。考虑新增炼能投放，汽车销量数据下滑，预计我国成品油市场竞争加剧，航空煤油保持快速增长。

化工品走势分化，提供弹性：由于下游化工品完全市场化，其价格走势依据各自供需情况出现分化，总体顺油价。考虑2017年我国乙烯、PX、苯、乙二醇、PC、苯乙烯等对外依存度分别为10.56%、60.42%、21.56%、56.51%、63.51%、29.67%，部分化工品依然供不应求。

我国炼油行业发展方向：2017年我国炼能7.72亿吨/年，2010-2015年CAGR6.7%，近年来有所放缓，但在建及规划产能较多。假设成品油消费量CAGR 3%，预计2020年国内炼能过剩1.67亿吨。成品油供过于求，化工品供应不足，倒逼炼厂转型升级，由“燃料型”炼厂转向“化工型”炼厂。而且我国炼厂平均规模仅为413万吨/年，与世界754万吨/年平均水平差距明显。

展望未来，随着民营大炼化等在建炼厂的陆续投产，我国炼油产能结构性过剩加剧，群雄逐鹿，落后产能淘汰，存量转型升级，“六化”发展，稳步推进市场化改革，三权放开，由炼油大国走向炼油强国。在油价80美元/桶以下时，其盈利依然处于较好

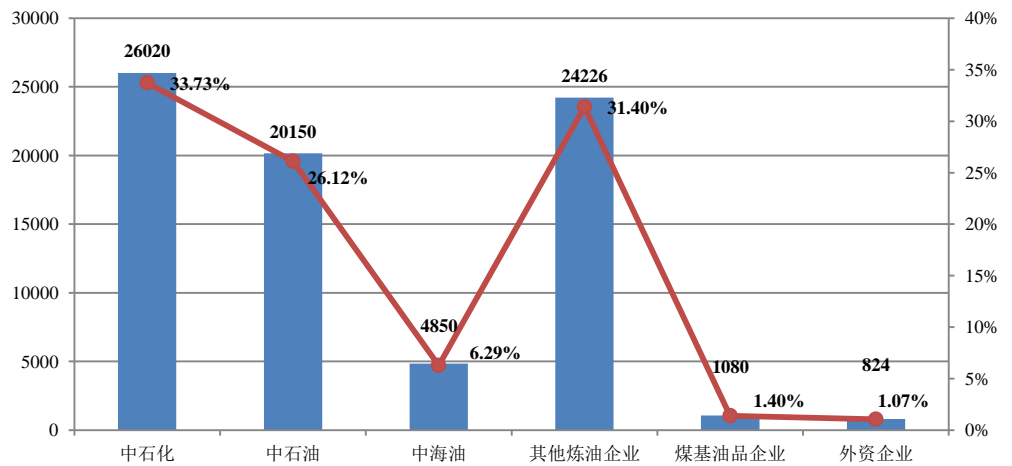
水平，但景气度有所下滑。

图表 28：我国成品油调价机制，80 美元以下为舒适区

项目	执行时间		
	2009 年 5 月	2013 年 3 月	2016 年 1 月
调价周期	22 个工作日	10 个工作日	新增：原油价格低于 40 美元/桶时，国内成品油价格不再下调
调价幅度	原油价格变化超过 4%时	汽柴油调价幅度大于 50 元/吨时	
价格区间	≤40 美元/桶	不再调整，而是按原油价格 40 美元/桶的正常加工利润率计算成品油价格；成品油价格未调金额全部纳入风险准备金	
	40-80 美元/桶	按正常加工利润率计算成品油价格	
	80-130 美元/桶	开始扣减加工利润率，直至按零加工利润计算成品油价格	
	≥130 美元/桶	采取适当财税政策保证成品油生产和供应，汽、柴油价格原则上不提或少提	

资料来源：国家发改委，太平洋研究院整理

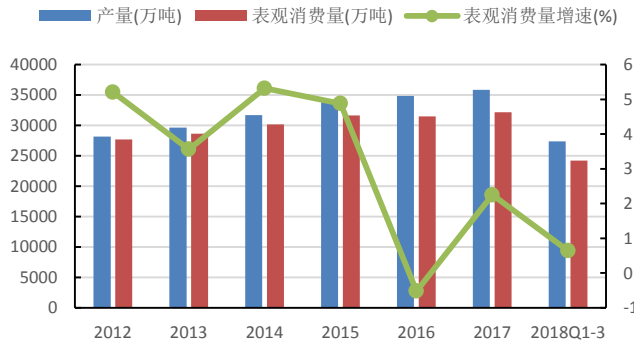
图表 29：2017 年中国炼能分布（万吨/年，%）



资料来源：ETRI、太平洋研究院整理

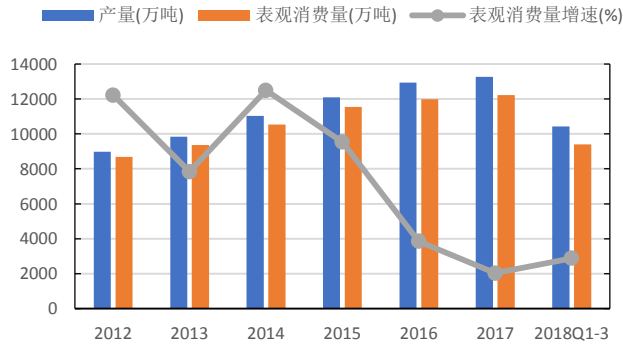
图表 30：中国成品油供需情况

图表 31：中国成品油进出口情况

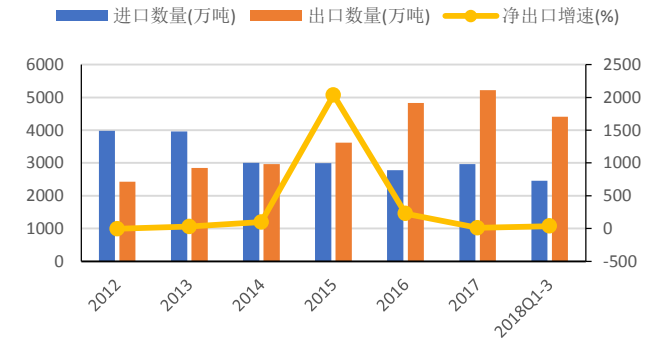


资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 32: 中国汽油供需情况

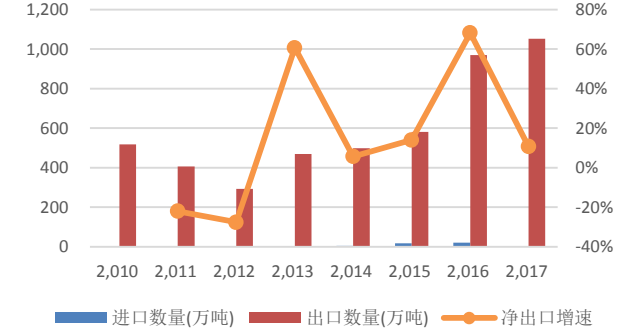


资料来源: Wind、太平洋研究院整理



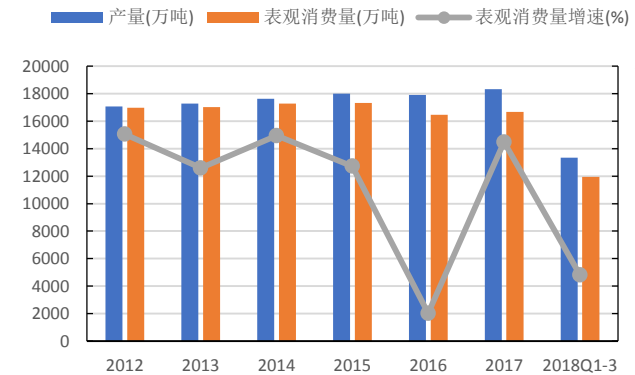
资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 33: 中国汽油进出口情况



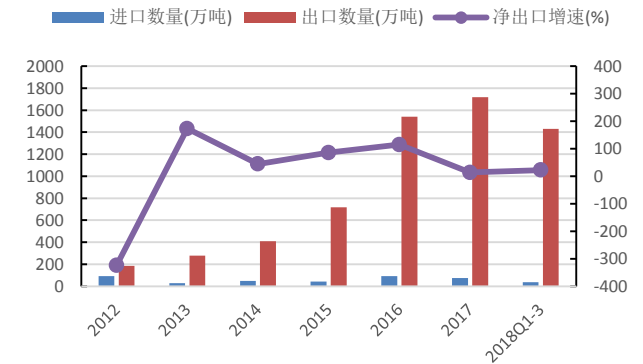
资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 34: 中国柴油供需情况更新



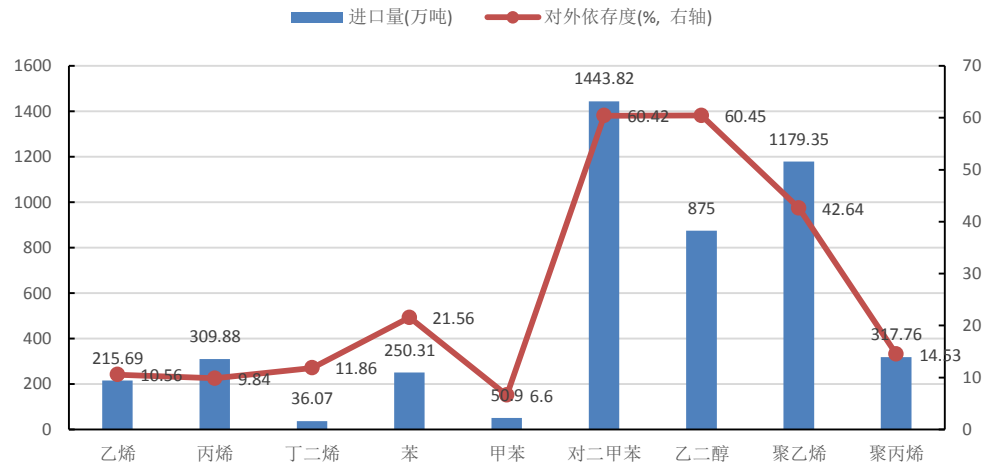
资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 35: 中国柴油进出口情况更新



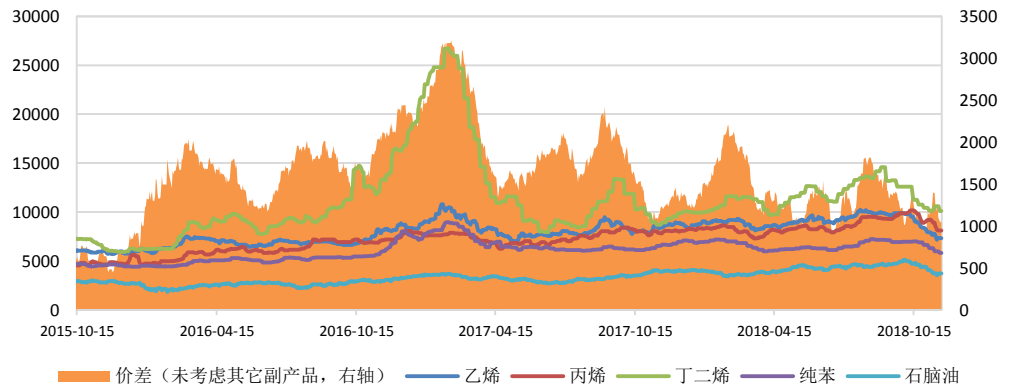
资料来源: Wind、太平洋研究院整理

图表 36: 2017年我国部分主要化工品供需情况更新



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

图表37：石脑油裂解盈利能力走势图



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(三) “炼化-PX-PTA-涤纶”一体化产业链竞争力强

PX竞争加剧：据统计，2017年国内PX产能1369万吨/年，产量1010万吨，净进口1440万吨，对外依存度高达59%。2018年H1，进口766万吨，同比增加108万吨。由于上游资源不足，PTA、涤纶行业扩张迅速，产能过剩，利润主要集中在PX端。考虑2019年后民营大炼化相继投产，未来两年新增产能近1000万吨，行业竞争加剧，预计PX盈利逐步回到合理水平。中小型PX装置、缺乏下游配套的工厂将面临巨大挑战。

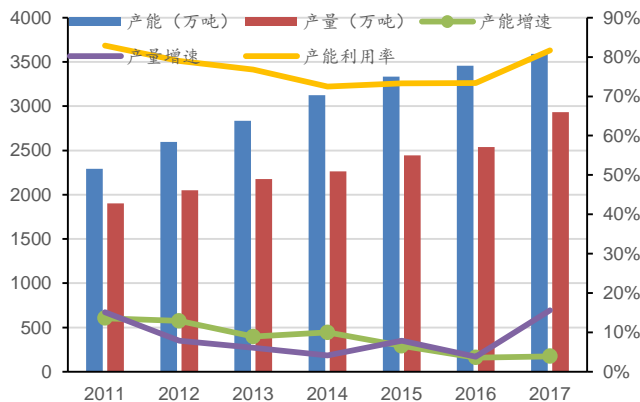
PTA盈利好转：2017年PTA重启产能主要有华彬石化140万吨、福建化工300万吨(11月重启)，新建产能为嘉兴二期200万吨(12月底试生产)，总产能达到5132万吨，同比增长4.48%，保持了较低增速。2018年以后我国PTA计划新建产能很少，考虑立项、环

评、建设、投产需要2-3年时间，所以未来三年我国PTA行业新增产能供给有限，盈利大幅提升。但经历了2018年7-9月份的暴涨，下游盈利严重受损，Q4以来PTA价格回调。

涤纶消费属性强：近五年来，全国居民人均可支配收入稳步提升，保持9%左右的高位增长。我国涤纶长丝表观消费量自2014年以来呈逐年上升态势，2017年表观需求量达到了2739万吨，增速为15.6%。预计未来增速将维持6%-7%左右，与未来每年新增250-300万吨左右的产能相匹配，并且新增产能均为行业龙头，集中度不断提升，供给压力不大。目前的挑战主要为贸易战的不确定性。

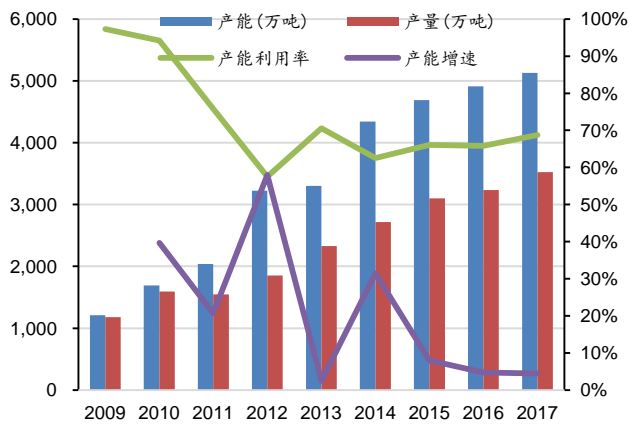
展望未来，我们认为“炼化-PX-PTA-涤纶”全产业链将呈现一体化纵向发展，持续整合，行业集中度提高，龙头企业规模成本优势、销售渠道优势、抗风险能力得以体现，竞争力提升。

图表 38：涤纶长丝产能产量及产能利用率走势图



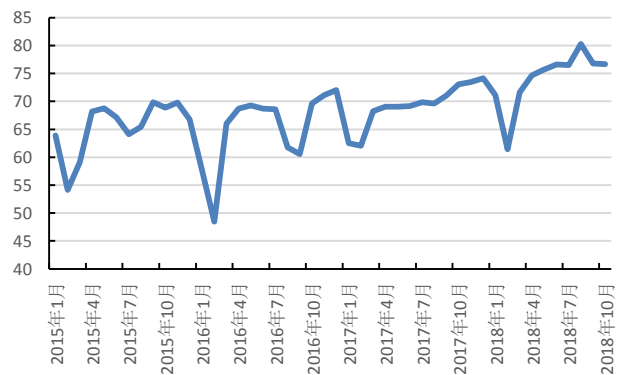
资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 40：PTA 产能利用率及产能增速走势图



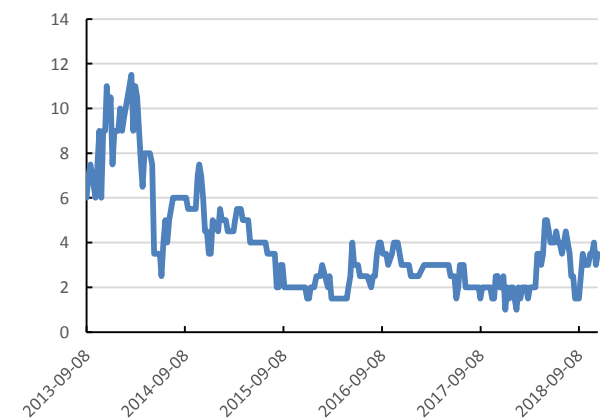
资料来源：中纤网、太平洋研究院整理

图表 39：涤纶长丝开工率走势图更新



资料来源：卓创资讯、太平洋研究院整理

图表 41：PTA 库存天数走势图



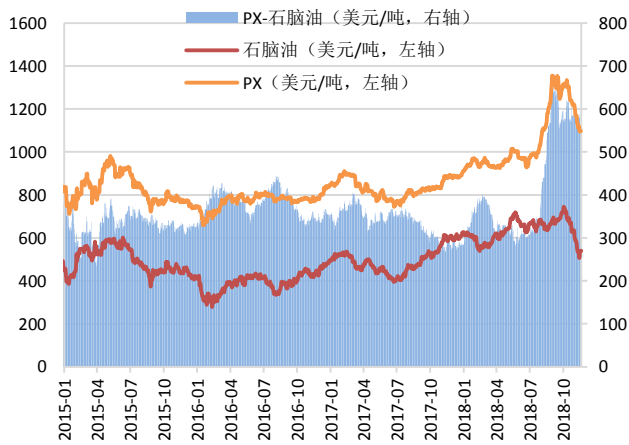
资料来源：Wind、太平洋研究院整理

图表 42：2018-2020 年 PTA 计划投产项目 (单位：万吨/年)。

产品	企业名称	地区	设计产能	预计投产时间
PTA	晟达石化	四川	120	建成未投产，不确定
	中泰化学	新疆	120	2019 年底
	新凤鸣一期	嘉兴	220	2019 年 Q3
	恒力石化 PTA-4 (大连)	大连	250	2019 年底
	恒力石化 PTA-5 (大连)	大连	250	2020 年底
	逸盛海南二期	海南	250	不确定
	云天化	云南	100	不确定
	逸盛大化三期	大连	200	不确定

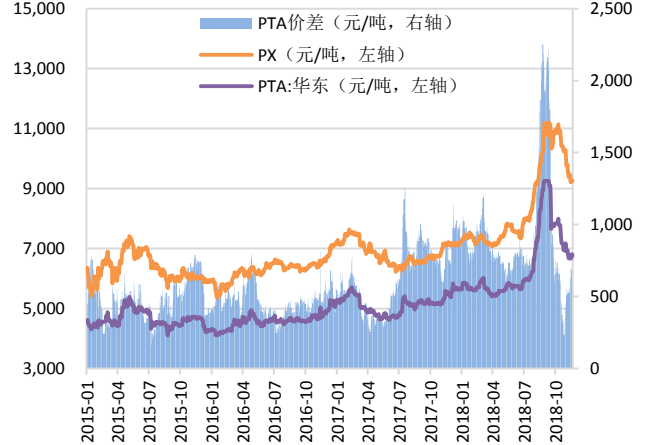
资料来源：中纤网，太平洋研究院整理

图表 43: PX-石脑油价差走势图



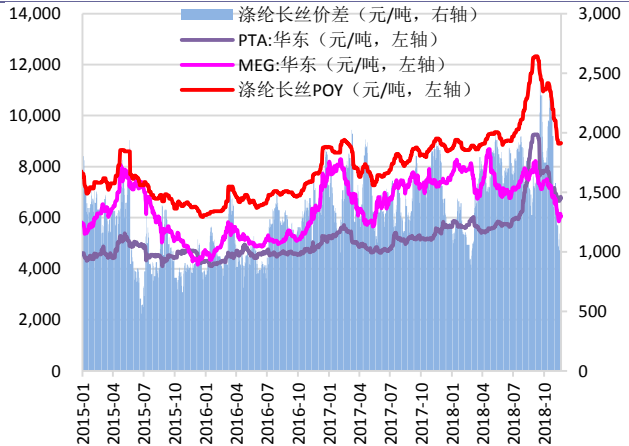
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 44: PTA-PX 价差走势图



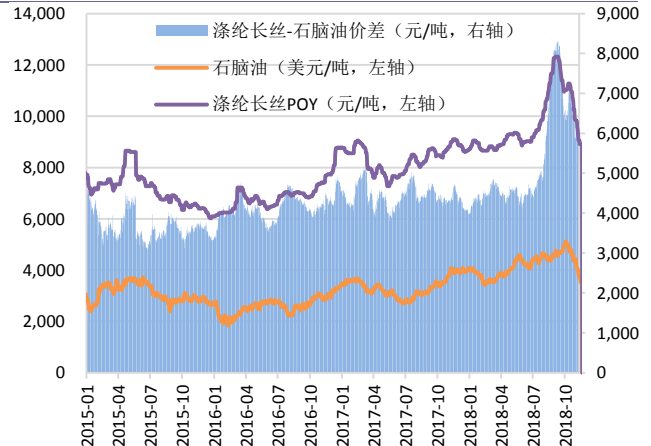
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 45: 涤纶长丝价差走势图



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 46: 涤纶长丝-石脑油价差走势图



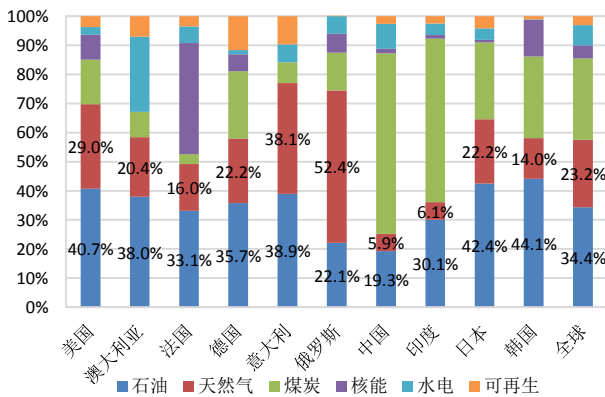
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(四) 天然气供不应求，再次迈入黄金发展期

“降煤稳油提气”：2017年我国能源消费总量44.9亿吨标煤，同比+2.9%，增速提高1.5个百分点。其中，煤炭消费占比60.4%，下降1.6个百分点；天然气消费占比6.6%，提升0.7个百分点（但远低于世界平均水平23%）；能源消费结构不断优化，但仍有较大提升空间。我们认为“降煤稳油提气”依然是“十三五”乃至“十四五”我国能源结构发展趋势。

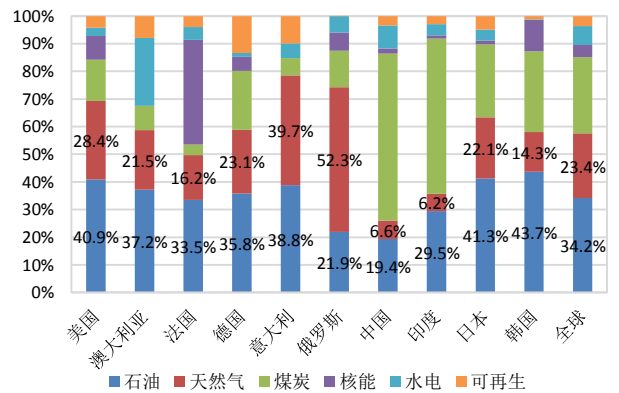
天然气发展再次迎来黄金发展期，LNG成为重要补充：2005-2015期间，我国天然气产量由493亿立方米增至1350亿立方米，表观消费量由468亿立方米增至1975亿立方米，十年CAGR分别达10.6%和15.2%，供应缺口不断扩大。经历2015-2016年低速增长，我国天然气重回两位数以上增长。2017年我国天然气表观消费量2373亿立方米，同比+15.3%，对外依存度38.9%；2018年1-9月天然气累计表观消费量为2017亿方，同比增长18.2%，而产量增速约6.5%。由于天然气供不应求，LNG成为重要补充，其进口量早已超过进口管道气量，2017年LNG进口占比约59%，增速超46%，2018年继续保持强劲势头，供不应求。**2018年1-10月，LNG均价4325.9元/吨，相比较于去年同期的3315.8元/吨，增长了30.5%**。根据《能源发展“十三五”规划》及《天然气发展“十三五”规划》，到2020年我国一次能源消费量不超过50亿吨标准煤，天然气消费占比力争8.3-10%，我们测算到2020年中国天然气消费量目标3260-4000亿立方米，中位数约3630亿立方米。为实现这一目标，反推2018-2020年，我国天然气消费增速CAGR高达15.2%。

图表 47：2016 年世界各国能源消费结构



资料来源：BP、太平洋研究院整理

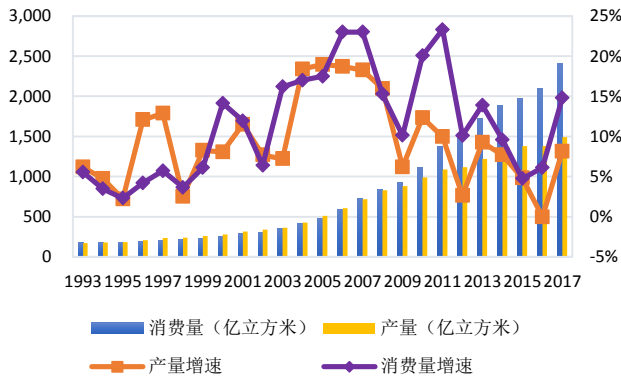
图表 48：2017 年世界各国能源消费结构



资料来源：BP、太平洋研究院整理

图表 49：1993-2017 年国内天然气供需情况

图表 50：国内液化天然气价格走势（单位：元/吨）



资料来源: Wind、太平洋研究院整理



资料来源: Wind、太平洋研究院整理

(五) 油气产业链投资建议

尽管2018年Q4以来，油价大幅调整，需求端面临经济下滑及中美贸易战压力，我们认为油价适度回调有利降低成本，刺激消费。但从产油国利益出发，对于寡头市场，具备上涨动力，下有页岩油成本支撑。受政策支持，我国天然气市场再次迈入黄金发展期。看好油气产业链如下板块投资机会：

1、炼化聚酯产业链：目前国内成品油价格调节机制保护，若炼厂销售渠道完善（包括国内销售终端及出口），柴汽比合理，“中油价”区间炼油部分盈利稳定；化工部分周期性强，关键在于产品结构配置，差异较大。随着各大在建炼厂投产，未来炼化竞争加剧，看好“六化型”企业（大型化、集约化、基地化、清洁化、一体化和高端化）。炼油企业由“燃料型”向“化工型”转型升级乃大势所趋。聚酯消费属性强，行业巨头“炼化-PX-PTA-涤纶”全产业链一体化发展，不断提高产业集中度，抗风性及竞争力强，拓宽安全边际。重点推荐中国石化（2.6亿吨炼油、1150万吨乙烯、1000万吨丙烯、100万吨丁二烯、670万吨聚丙烯，低PB，高分红）、桐昆股份（目前拥有570万吨涤纶长丝，370万吨PTA，参股浙石化2000万吨炼化项目20%股权，2019年长丝增至660万吨）、恒力股份（目前拥有140万吨涤纶长丝、20万吨工业丝、660万吨PTA，长兴岛2000万吨/年大炼化项目投产在即，在建135万吨涤纶长丝，250+250万吨PTA）、荣盛石化（目前拥有100万吨涤纶长丝、160万吨PX、50万吨苯、600万吨PTA，在建2000万吨/年舟山炼化一体化项目一期投产在即）、恒逸石化（目前拥有140万吨涤纶长丝，另收购155万吨，37.5万吨瓶片、10万吨己内酰胺、612万吨PTA，在建文莱800万吨/年炼油项目投产在即）、新凤鸣（目前拥有315万吨涤纶长丝，在建220万吨PTA预计2019Q3投产）。

2、天然气产业链：五大城燃公司均在港股，A股重点推荐新奥股份（收购Santos股份10.07%，减值风险2017年已释放，未来盈利改善，同时具有680万吨煤，126万吨甲醇，收购东芝美国LNG业务，定位清洁能源中上游平台，业绩拐点向上）、广汇能源（拥有启东LNG接收站，一期60万吨/年，实际可达80万吨/年；二期115万吨/年已投产；LNG工厂10亿方/年、甲醇120万吨/年、1000万吨煤炭分质利用，业绩拐点向上）。

3、C3/C4产业链：重点推荐卫星石化和齐翔腾达。卫星石化公司深耕C3产业链一体化发展，目前已形成PDH制丙烯45万吨/年、丙烯酸48万吨/年、丙烯酸酯45万吨/年、高分子乳液21万吨/年、SAP 9万吨/年，PP粉料30万吨/年。同时在建45万吨PDH二期项目预计2018年底投产，在建乙烷裂解制乙烯项目切入C2产业链，一期125万吨计划2020年投产。齐翔腾达公司深耕C4全产业链一体化发展，目前拥有年化18万吨丁酮（实际20以上，全球第一，国内占比25%）、20万吨顺酐（全球第一，国内占比26%）、35万吨MTBE、20万吨异辛烷、15万吨丁二烯、10万吨丙烯、5万吨顺丁橡胶、5万吨叔丁醇产能，实现对C4各组分“吃干榨净”。实控人变更为君华集团后，公司加大供应链业务发展，同时加码石化业务，转型再升级，再造个齐翔腾达。

4、油服及工程建设板块：油价回暖后，IOG/NOC增加资本开支，特别是“国家能源安全”背景下，利好油田服务及工程技术类企业。重点推荐通源石油（复合射孔领导者，打造油服一体化，北美及国内业务齐发力）、中油工程（中石油工程建设平台，实力雄厚）。

三、电子化学品：看好 OLED 材料与半导体材料高成长

电子化学品按用途可分为集成半导体材料、印刷电路(PCB)用材料、平板显示用化学品等几大门类。电子化学品属于典型的下游驱动型行业，下游的技术突破以及大规模扩产将拉动上游电子化学品的需求，相关的电子化学品公司从中受益。

（一）OLED 材料：OLED 产业发展推动材料逐步放量

图表 51：柔宇科技 FlexPai 可折叠手机

图表 52：三星可折叠手机

FlexPai柔派

折叠下一个十年



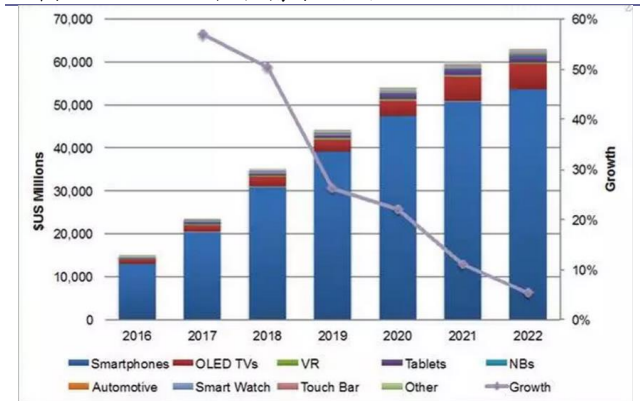
资料来源：太平洋证券整理



资料来源：太平洋证券整理

有机发光二极管 (Organic Light-Emitting Diode, OLED) 与 LCD 相比, 具备自发光、能耗低、厚度薄、反应快、可弯曲等优势。目前 OLED 主要下游是手机市场, 占比 95% 以上。2018 年 10 月 31 日, 国产厂商柔宇科技在北京国家会议中心发布了全球首款折叠屏手机——FlexPai 柔派, 具备 7.8 英寸大屏幕 (打开之后) 和 7.6 mm 的机身厚度, FlexPai 8999 元起步, 国内版于 11 月 1 日起开始销售。2018 年 11 月 7 日, 三星在其旧金山开发者大会上展示了其主屏展开尺寸为 7.3 英寸, 折叠状态下则会变得像一个 4 英寸屏的可折叠手机, 该手机有望在 2019 年上市。后续华为、苹果有望陆续发布相关可折叠手机。伴随着可折叠手机的发布, OLED 有望迎来快速发展的新时代。

图表 53: OLED 营收需求预测



资料来源: DSCC, 太平洋证券整理

图表 54: 国内 OLED 厂商产能与扩产计划

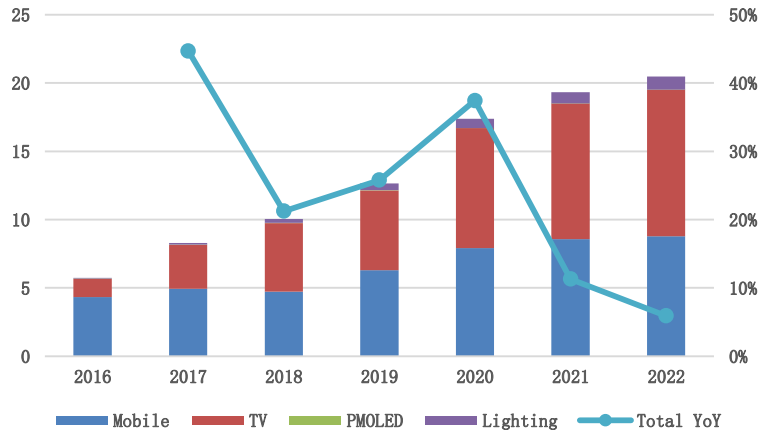
厂家	代数	地点	产能(万片/月)	预计/投产时间
京东方	6	成都	4.8	2017.10
	6	绵阳	4.8	2019
华星光电	6	武汉	6	2018
和辉光电	4.5	上海	1.5 扩到 2	2017.12
	6	上海	4.5	2019
维信诺	5.5	昆山	6	2015
	5.5	成都	10	2018
信利国际	4.5	惠州	3	2016.11
天马	6	厦门	3	2016.12
	5.5	上海	2	2018
	6	武汉	3	2018

资料来源: 太平洋证券整理

根据 DSCC 数据, 2017 年全球 OLED 整体营收增长 57% 达到 232 亿美金规模, 2018 年增长依旧迅猛, 预计增幅在 50%, 达到 349 亿美金的规模。2016-2022 年复合增速达 27%, 2022 年全球市场规模将达 628 亿美金。智能手机仍然是 OLED 市场最主要的应用领域, 预计以 27% 年复合增速在 2022 年达到 540 亿美金规模。OLED TV 将逐步占据高端电视的市场份额, OLED TV 面板营收预计以 37% 的年复合增速在

2022 年达到 59 亿美金规模。OLED材料市场将从2017年的8.29亿美元增长至2022年的20.4亿美元（复合年增长率为20%）。

图表 55：全球 OLED 材料市场空间（亿美元）



资料来源：太平洋证券整理

供应端来看，目前韩国企业垄断了这个市场。三星市占率超过 95%，几乎垄断中小尺寸的OLED市场。LG 主攻大尺寸 OLED 电视面板，基本垄断这一部分市场。在旺盛的需求和政策的扶持下，国内面板厂商（京东方、华星光电、深天马、和辉光电、维信诺）纷纷发力，近几年大幅度新建产线，在 OLED 领域有望实现快速发展。国内的下游客户和上游厂商合作紧密，2017 年 10 月 14 日，京东方宣布位于成都的第六代 AMOLED 量产，华为 2018 年 10 月 18 日新发布的 MATE 20 Pro 正式搭载了京东方量产的 OLED 屏幕。

OLED 行业的大量产能投放必将带动整个 OLED 产业链的发展。目前国内相关企业一方面集中在中间体、升华前材料以及粗单体，另一方面逐步自主研发突破下游专利，目前取得阶段性进展。国内主要企业包括万润股份、瑞联新材、濮阳惠成、阿格蕾雅、吉林奥来德。

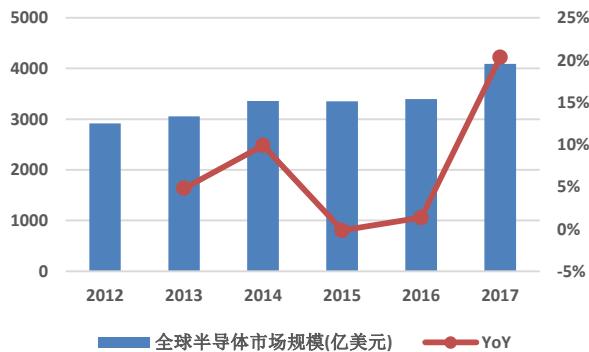
图表 56：国内主要 OLED 终端材料相关企业

公司	产品类型	客户	经营情况
万润股份	OLED 中间体粗单体	DOOSAN , LG 化学, DOW	2016 年营收 1 个亿, 2017 年营收 2 个亿
瑞联新材	OLED 中间体粗单体	DSNL, DOW, 出光兴产, UDC, Merck	2015 年营收 0.87 亿
濮阳惠成	茚类衍生物	韩国企业	2015 年营收 0.22 亿
阿格蕾雅	OLED 升华材料中间体	Merck 国内面板企业	50 吨中间体
吉林奥来德	OLED 中间体	GS-ESOLAR 国内面板企业	
强力新材	与显镭光电成立合资子公司		

资料来源：太平洋证券整理

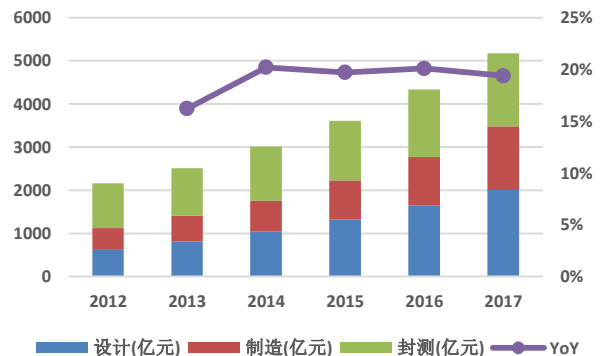
(二) 半导体材料：受益于国产化推进，前景广阔

图表 57：全球半导体市场 2017 年加速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表 58：国内半导体行业发展迅速



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

半导体集成电路是现代信息社会的基石，广泛应用于手机、电脑、汽车、工业等各个领域。近年来，由于手机电脑等下游增速持续放缓，全球半导体市场规模增长较慢，2012-2017 年 CAGR 不到 7%。其中，中国大陆集成电路销售规模从 2158 亿元迅速增长到 2017 年的 5176 亿元，复合增速为 19%，远超全球其他地区，全球半导体产业加速向大陆转移。

集成电路一般分为设计、制造和封测三个子行业。其中设计行业发展最快，复合增速在 26%，制造行业和封测行业复合增速分别为 24% 和 10%。按照中国 2017 年销售额来看，设计行业占总规模的 39%，制造行业占 28%，封测行业占 33%。在集成电路制造和封测行业中，均需要大量的集成电路专用化学品支持。

根据 SEMI 估计，全球将于 2017-2020 年间投产 62 座半导体晶圆厂，其中 26 座设于中国大陆，占全球总数的 42%。

图表 59：中国在建&拟建晶圆厂情况

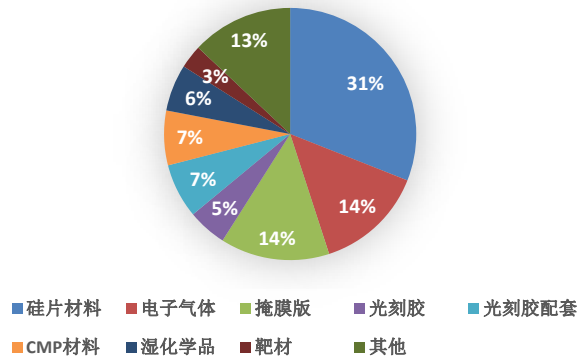
公司	开建日期	预期完工	地址	生产线	规划产能 万片/月
台积电	2016.7	已量产	南京	12寸	2
中芯国际	2015.10		北京	12寸	1.5
中芯国际	2016.10	2018	上海	12寸	7
中芯国际	2016.10	2018	天津	8寸	15
华力	2016.9	2018	上海	12寸	4
台联电	2015.3		厦门	12寸	5
力晶	2015.10	2018	合肥	12寸	4
德科马	2016.3		江苏	8寸& 12寸	8寸：4 12寸：2
AOS	2016		重庆	12寸	2
格罗方德	2016	2018	成都	12寸	1.5
德科马&Tower Jazz	2016.6		南京	8寸	4
长江存储	2016	2019	武汉	12寸	30
福建晋华	2016	2018	福建	12寸	6
合肥长鑫	2016	2018	合肥	12寸	12.5
SK 海力士	2017		无锡	12寸	20

资料来源：太平洋研究院整理

中国半导体制造行业持续发力。根据中芯国际 2017 年年报，中芯国际不仅在 28nm 的 HKMG 良率提升取得很大的进步，更是在 14nm 研发上取得可喜的进展，有望带领中国逻辑芯片制造行业实现跨越式发展。2017 年 11 月份长江存储已经成功将 32 层 3D NAND 芯片导入 SSD 内，并且进行终端产品测试成功，大陆 3D NAND 研发迈入新里程碑。2018年4月，长江存储芯片生产机台全面进场安装，标志着国家存储器基地从厂房建设阶段进入量产准备阶段，中国首批拥有完全自主知识产权的32层三维 NAND 闪存芯片将于年内量产，我国半导体制造行业的发展有望驶入快车道。

2017 年全球半导体材料市场产值为 469.1 亿美元，同比增长 5.9%。其中晶圆制造材料和封装材料分别为 278 亿美元和 191.1 亿美元，同比 +12.6% 和 -2.5%。目前大陆半导体材料市场规模 76.2 亿美元，全球占比 16.2%，超越韩国成为全球第二大半导体材料区域，同比增速 16.7%。2017年，在市场产值为 278 亿美金的半导体制造材料中，硅片材料、电子气体、掩模版、光刻胶、光刻胶配套、CMP 材料、湿化学品、靶材分别占比 31%、14%、14%、5%、7%、7%、6%、3%。

图表 60：半导体制造材料占比



资料来源：中国产业信息网，太平洋研究院整理

2014 年 10 月国家 IC 产业大基金成立，一期规模 1300 亿，分 6 年陆续投向半导体相关的各个公司，此外北京、上海、深圳、武汉等地方政府也积极支持电子化学品及材料公司，目前一期已经基本投资完毕。2018 年 3 月，大基金二期正在紧锣密鼓募资推进中，目前方案已经上报国务院并获批，预计大基金二期募资规模超过一期，达到 1500-2000 亿，有望进一步推动国内集成电路行业的发展。企业层面，京东方成立光电产业基金，同方国芯定增 800 亿元扩大半导体产业规模。大基金一方面通过注资持股对下游厂商进行支持，另一方面对相关设备和材料厂商进行投资整合。大基金作为核心枢纽，对于整个半导体制造行业进行全面整体化的推进。各类地方基金和企业基金纷纷跟进，有望加速国内半导体行业的发展。

（三）尾气处理材料，受益国六推行

近年来全球大气在经济快速发展以及能源持续消耗的影响下遭到了严重的污染，其中机动车尾气中的 CO、HC、NOx 和 PM 对大气造成了严重的污染，全球各国政府不断提高机动车排放标准来控制机动车尾气污染。

国六标准陆续出台。2016 年 12 月 23 日，环境保护部发布《轻型汽车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定自 2020 年 7 月 1 日起，轻型汽车要符合 6a 限值要求；自 2023 年 7 月 1 日起，轻型汽车要符合 6b 限值要求。2018 年 6 月 28 日，我国生态环境部印发《重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）》，规定重型车国六标准分 6a 和 6b 两个阶段实施。国 6a 阶段燃气汽车、城市车辆、所有重型柴油车将分别于 2019 年 7 月 1 日、2020 年 7 月 1 日、2021 年 7 月 1 日实施此标准；国 6b 阶段燃气车辆及所有车辆将于 2021 年 1 月 1 日和 2023 年 7 月 1 日起实施此标准。

图表 61：轻重型车国六标准实施时间

标准阶段	车辆类型	实施时间
6a阶段	轻型汽车	2020年7月1日
	重型燃气车辆	2019年7月1日
	重型城市车辆	2020年7月1日
	重型所有车辆	2021年7月1日
6b阶段	轻型汽车	2023年7月1日
	重型燃气车辆	2021年1月1日
	重型所有车辆	2023年7月1日

资料来源：生态环境部，太平洋研究院整理

“蓝天保卫战”打响，部分区域提前实施国六标准。2018年6月27日，国务院印发《打赢蓝天保卫战三年行动计划》，目标经过3年努力到2020年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比2015年下降15%以上；PM_{2.5}未达标地级及以上城市浓度比2015年下降18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到80%，重度及以上污染天数比率比2015年下降25%以上。重点区域包括京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原等，采取经济补偿、限制使用、严格超标排放监管等方式，大力推进国三及以下排放标准营运柴油货车提前淘汰更新，加快淘汰采用稀薄燃烧技术和“油改气”的老旧燃气车辆。2020年底前，京津冀及周边地区、汾渭平原淘汰国三及以下排放标准营运中型和重型柴油货车100万辆以上。2019年7月1日起，京津冀及周边地区、长三角地区、汾渭平原、珠三角地区、成渝地区提前实施国六排放标准。

图表 62：轻型车国五、国六标准对比

排放物	国五标准		国六标准	
	汽油	柴油	国六a	国六b
CO (mg/km)	1000	500	700	500
THC (mg/km)	100	—	100	50
NO _x (mg/km)	60	180	60	35
N ₂ O (mg/km)	—	—	20	20
PM (mg/km)	4.5	4.5	4.5	3.0
PN (/km)	—	6*10 ¹¹	6*10 ¹¹	6*10 ¹¹

资料来源：生态环境部，太平洋研究院整理

相对于国五，国六在排放限值要求、测试循环、OBD控制、PN限值、质保期等各方面都剔除了更严格的要求。“国六”采用了燃料中性的原则，即无论采用哪种燃料，排放限值都是相同的，而在原先的“国五”阶段，柴油机车型和汽油车型排放标准各不相同。以轻型车为例，相比于国五，国六a限值中轻型汽油车CO排放标准降低了30%，轻型柴油车NO_x排放标准降低了67%；国六b限值中轻型汽油车CO、THC、NO_x和颗粒物PM

排放标准下降了50%、50%、42%和33%，轻型柴油车NO_x和颗粒物PM排放标准下降了81%和33%。重型车方面，国六标准的NO_x和PM排放限值和国五相比分别加严了77%和67%，并增加了粒子数量(PN)排放限值要求。

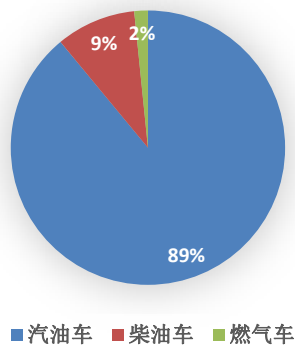
图表 63: 尾气处理相关材料

	TWC 三效催化剂	GPF 汽油颗粒捕捉器	DOC 氧化催化器	SCR 柴油颗粒捕捉器	DPF 柴油颗粒捕捉器	POC 颗粒氧化催化器	ASC 氨泄漏催化器
处理气体	CO、HC、NO _x	PM	CO、HC、SO _F	NO _x	PM	NO _x 、PM	NH ₃
蜂窝陶瓷	★	★	★	★	★	★	★
铈锆(氧化铈)	★		★				
氧化铝	★	☆	★		★	★	☆
分子筛			☆	★			

资料来源: 王子制陶, 太平洋研究院整理

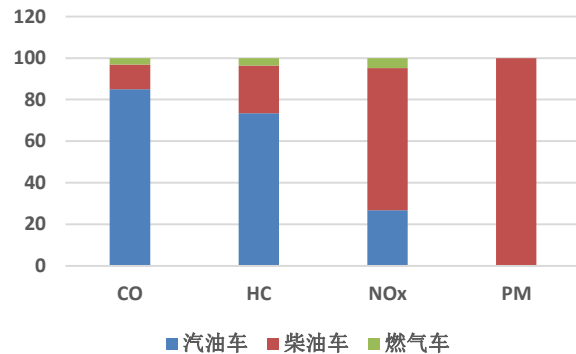
2017年, 我国汽车保有量2.08亿辆, 其中汽油车1.86亿辆, 占比89%; 柴油车0.20亿辆, 占比9.4%; 其余为燃气车, 占比1.6%。其中汽油车CO和HC排放占比比较高, 柴油车排放的NO_x和PM较高。

图表 64: 2017年我国汽车保有量结构



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

图表 65: 2017年不同汽车的污染物排放占比



资料来源: Wind, 太平洋研究院整理

国六更高的排放要求带来的是尾气排放后处理技术的更新换代。在国六标准要求下, 汽油车需要安装TWC+GPF的尾气排放组合, 其中TWC主要处理CO、HC及NO_x, GPF主要捕集、过滤PM并有效降低PN, 其中TWC要升级换代, GPF属于新增部分。柴油车需要安装DOC + DPF + SCR + ASC的尾气排放组合, 其中SCR从钒基SCR升级到铜基分子筛SCR以便更好的处理NO_x, 增加DOC处理尾气中的CO、HC、SO_F, 增加DPF捕集、过滤PM并降低PN, 增加ASC处理泄露的氨气。

图表 66: 国五、国六催化剂装置路线变化

车型	国五阶段	国六阶段
汽油车	TWC	TWC+GPF
柴油车	钒基SCR	DOC+DPF+ 铜基分子筛SCR+ASC

资料来源：生态环境部，太平洋研究院整理

新的尾气排放后处理技术带来的对材料端的拉动主要是两方面：（1）柴油车从钒基SCR改成铜基分子筛SCR，全球分子筛需求目前1.2万吨，有望新增1万吨以上；（2）汽油车从TWC变为TEC+GPF，柴油车从钒基SCR变为DOC + DPF + 铜基分子筛SCR + ASC，新增的GPF、DOC、DPF、ASC板块均需要蜂窝陶瓷，带来巨大的市场空间。

（四）珠光材料：全球需求有望维持15%增速

珠光材料又称“珠光效果材料”，即根据珍珠光泽产生的原理，通过特定工艺方法，在云母等基材表面包覆一层或多层金属氧化物，而制得的一种材料。云母基材珠光材料具有无毒、珠光效果好、耐光、耐热、耐候、物理化学性质稳定、不导电、不导磁等特点，其用途非常广泛。工业级珠光材料应用于涂料、塑料、油墨、皮革等领域，高端产品广泛应用于汽车、化妆品等领域中。

受益于下游应用增长、原有领域渗透率不断提高以及应用领域持续延伸，全球珠光材料行业处于快速发展阶段。2008-2015年间，全球珠光材料市场规模增长近两倍，年复合增速高达16%，预计2018年将达到20亿美元。同期产量增长1.33倍，年复合增速高达12%，预计2018年将达到13.7万吨。未来几年，除跟随下游行业增长外，伴随着各个领域的渗透率提升以及不断延伸。全球珠光材料需求增速有望维持15%左右。

我国珠光材料行业起步较晚，从整体来说，与国际巨头相比，整体尚处于中级阶段，在研发及生产技术水平、产品品种和质量等方面仍存在着一定差距。由于默克、巴斯夫已经把目标定位于高端市场，逐渐退出中低端市场，相对而言，我国企业在中国及全球的中低端市场中均处于主导地位。至2015年，我国珠光材料产量已经达到了近3.5万吨，约占全球产量的35%。

全球高档珠光材料的研发、生产长期以来一直垄断在技术力量雄厚的国际巨头手中，如默克、巴斯夫、韩国CQV等，国内的坤彩科技打破国外垄断，成功进军高端市场，跻身世界巨头之列。默克和巴斯夫两大巨头主攻高端市场，基本放弃低端市场竞争，尽管目前全球珠光材料高端市场仍由这两者所占据，但是随着坤彩科技的成功进入，将成为高端市场的有力竞争者，相信凭借其性价比优势，市场份额将不断扩大。

图表 67 国际巨头默克和巴斯夫基本情况

	基本情况	业务范围	珠光材料主要类型	高端市场份额	汽车级市场份额
默克	创建于 1668 年，是全球知名的医药和化工集团	医药业务包括创新型处方药和保健药两类； 化工业务包括液晶材料、珠光材料、实验室分析用品等	加强耐候性珠光材料	50%以上	70%以上
巴斯夫	创建于 1865 年，是全球最大的化学公司之一	保健和营养品、染料和涂料（包括珠光材料）、化学品、塑料及纤维、石油及天然气等	幻彩系列，景泰蓝系列	30%以上	20%以上

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表 68 全球珠光材料市场规模

	2000 年	2008 年	2015 年	年复合增速	2018E
市场规模，亿美元	—	4.52	12.68	15.88% (2008-2015)	20
产量，万吨	2	4.3	10	11.33% (2000-2015)	13.7

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

图表 69 国内珠光材料行业上市企业比较

	代码	市值，亿元	珠光材料产能	合成云母产能	2017 年营收，亿元
坤彩科技	603826.SH	58.87	30000	10000	4.69
七色珠光	832080.OC	5.95	10000	5000	1.89
欧克新材	831993.OC	0.39	4000	—	1.74

资料来源：公开资料整理，太平洋证券整理

四、农化：转型服务为大势所趋，市场加速向头部集中

(一) 国策聚焦乡村振兴，农化企业盈利将恢复增长

图表 70：中央一号文件聚焦农业现代化与乡村振兴

政策文件	主要内容
2015 中央一号文件	中国要强，农业必须强。 (1) 支持农机、化肥、农药企业技术创新。 (2) 加强农业面源污染治理，深入开展测土配方施肥，大力推广生物有机肥、低毒低残留农药。
2016 中央一号文件	大力推进农业现代化，让农业成为充满希望的朝阳产业。 (1) 实施化肥农药零增长行动。 (2) 培育农民增收新模式；创新发展订单农业；引导农户自愿以土地经营权等入股龙头企业和农民合作社。
2017 中央一号文件	我国农业农村发展不断迈上新台阶， 已进入新的历史阶段。 (1) 深入推进化肥农药零增长行动，开展有机肥替代化肥试点，促进农业节本增效。 (2) 建立健全化肥农药行业生产监管及产品追溯系统，严格行业准入管理。 (3) 加大水肥一体化等农艺节水推广力度。
2018 中央一号文件	实施乡村振兴战略 ，是党的十九大作出的重大决策部署。加快推进农业农村现代化，让农民成为有吸引力的职业。 (1) 推进有机肥替代化肥。 (2) 促进小农户和现代农业发展有机衔接。统筹兼顾培育新型农业经营主体和扶持小农户，把小农生产引入现代农业发展轨道。培育各类专业化市场化服务组织，推进农业生产全程社会化服务，帮助小农户节本增效。

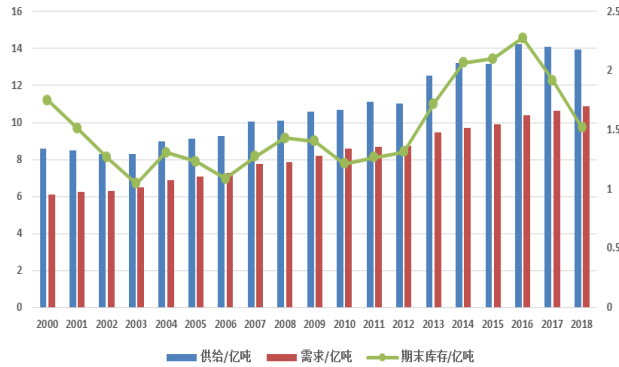
资料来源：政府网站，太平洋研究院整理

2004年起中央连续发布关注三农的一号文件，2018年一号文件将乡村振兴、农民增收提升到前所未有的高度。我们认为在当前经济增速承压的大背景下，发展农业的重要性体现在：1，目前我国种植分散、机械化程度低是制约农业现代化的主要因素，也是影响经济发展的主要短板，实现土地集中规模经营、规模化标准化服务是我国农业发展的必然趋势；2，农业服务是大势所趋，农民增收投入不增产、增产不增收、增产不提质，严重影响农民种粮积极性进而影响国家粮食安全，当前化肥农药零增长的目标已体现实现，对于农化企业，通过加快推进现代农业服务，从而带动企业转型升级、农民增收已迫在眉睫。

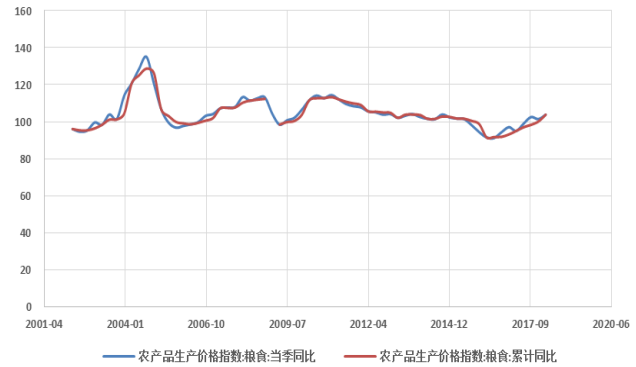
农产品价格底部回升。2016年国家取消玉米临储政策后，玉米开始加速去库存，近两年全球玉米库存量持续大幅下降，2018年国家临储玉米拍卖累计成交约1亿吨，国内玉米库存量已降至8000万吨以下。粮食价格指数也自2017年开始触底反弹，预计粮食价格将稳中趋涨，利好上游农化行业，现代农业服务加速推广具备坚实基础。2019年我们重点看好加速布局现代农业服务的复合肥龙头企业，以及产品供需仍处景气周期、业绩成长确定性高的农药龙头。

图表71：全球玉米加速去库存

图表72：我国农产品价格底部逐渐回升



资料来源：Wind，太平洋研究院整理



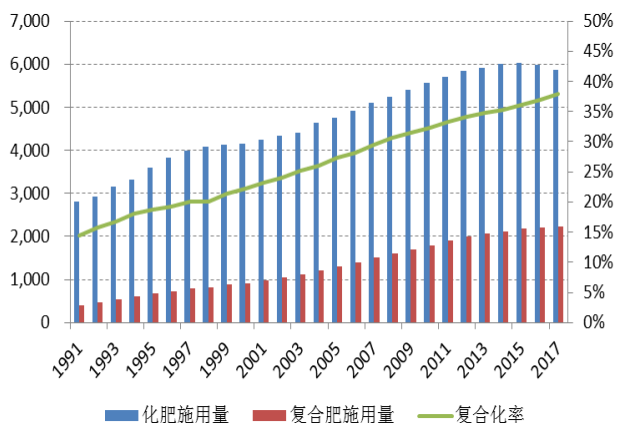
资料来源：Wind，太平洋研究院整理

(二) 转型农业服务的复合肥龙头将进入成长期

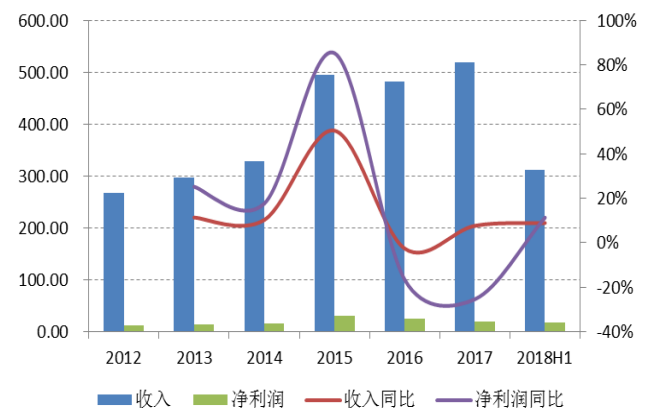
我国复合肥施用量保持持续增长，复合化率已由2001年23%提升至2017年的38%，2017年复合肥折纯施用量达2220万吨。2013年以来，复合肥施用量同比增速已由5%-8%持续降至2017年0.6%。

对于2019年行业走势，我们认为可以给予乐观预期，主要原因有二：1) 农产品价格反弹带动终端用肥积极性增加，复合肥上市公司整体归母净利2016-2017年分别同比下滑17%、25%，2018年上半年触底反弹至11%，同时销售毛利率也同比有所提升，预计2019年需求乐观，反弹态势将延续；2) 行业整合加速，产品、品牌与渠道均无优势的中小复合肥企业被加速淘汰出市场，龙头公司如金正大、新洋丰市场份额持续提升；3) 快速转型现代农业服务的复合肥龙头企业将进入确定性成长期，服务覆盖的土地面积形成规模后，可压缩渠道与销售成本，对竞争对手形成降维打击，同时显著带动产品销量、增加新的利润增长点。

图表73：我国复合化率持续提升（万吨，%）

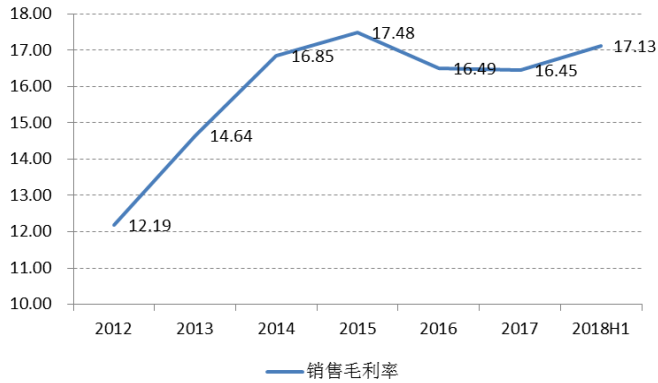


图表74：复合肥上市公司业绩开始复苏



资料来源：Wind，太平洋研究院整理

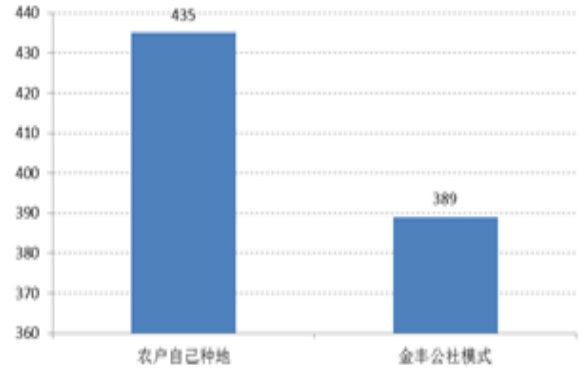
图表75：18年复合肥上市公司整体毛利率有所提升



资料来源：WIND，太平洋研究院整理

资料来源：Wind，太平洋研究院整理

图表76：金丰公社显著降低种植成本（小麦，元/亩）



资料来源：太平洋研究院整理

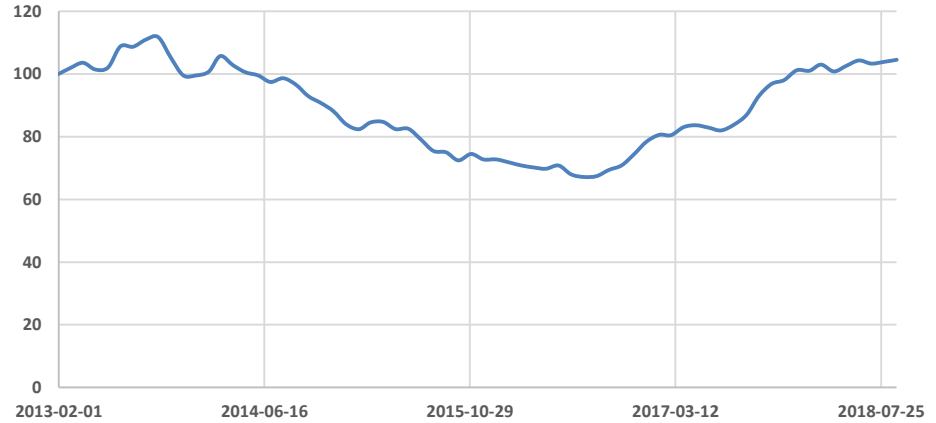
（三）农药行业将持续高景气，看好业绩成长确定的龙头

农药行业2017-2018年受益供给侧改革加速，盈利加速增长，主要因环保不达标产能退出市场，供应紧张导致原药价格持续上涨，农药价格指数自2016年下半年至今涨幅高达50%。我们预计2019年农药行业将继续高景气，主要因环保政策下半年开始对之前的“一刀切”开始纠偏，但并不意味着全面放松，在近期环保污染事件仍频发的大背景下，预计2019年行业环保核查仍将维持高标准。

从2017年全球及国内农药销售排名前十的企业来看，我国农药企业仍有很大的成长空间，同时第一、二梯队间企业并购整合开始活跃。我们看好农药板块具备以下特点的企业：1，产品技术壁垒高、环保持续投入、产品供需格局良好，公司新产能持续投放；2，并购整合空间大，未来ROE提升空间的公司。

图表77：近两年农药价格持续上涨

农药价格指数



资料来源: WIND, 太平洋研究院整理

图表78: 全球及国内农药销售额前十企业 (亿元)

序号	全球前十	2017 年销售额	国内前十	2017 年销售额
1	先正达	624.89	安道麦	220.34
2	拜耳作物科学	589.00	北京颖泰	60.83
3	巴斯夫	453.19	润丰化工	50.47
4	陶氏杜邦	412.36	红太阳	47.99
5	孟山都	251.95	扬农化工	43.66
6	安道麦	220.34	乐山福华	43.18
7	富美实	171.10	新安化工	42.10
8	住友化学	168.12	立本作物	35.67
9	联合磷化	155.21	辉丰股份	34.16
10	纽发姆	150.41	利尔化学	30.81

资料来源: 中国农药网, 太平洋研究院整理

五、重点推荐公司

(一) 万华化学

聚氨酯龙头，构建高护城河。公司在聚氨酯原料MDI领域行业龙头地位稳固，210万吨MDI产能居世界第一位，全球产能占比约26%。同时从MDI出发，逐步拓展TDI、ADI、聚醚多元醇、TPU等一系列产品。公司研发实力强劲，以聚氨酯为主版图的产品网络正不断拓宽，进一步提升产业链盈利能力。

产业链布局再上新台阶，引领二次成长。2015年-2018Q3，公司累计构建长期资产开支223.4亿元，同行中名列前茅。PC一期7万吨/年装置已于2018年1月投产；二期13万吨/年预计2018年底建成投产。5万吨/年MMA、8万吨/年PMMA、30万吨/年TDI预计18

年Q4陆续建成投产。新建100万吨/年大乙烯项目，延伸至C2产业链。随着投资项目的陆续投产，公司处于收获期。

盈利预测及评级：预计公司2018-2020年归母净利润分别为107.8亿元、81.7亿元、103.6亿元，对应EPS分别为3.43元、2.60元、3.30元，PE 9X、12X、9X。尽管短期MDI价格回调较多，但公司产业链一体化竞争力强，持续扩产。考虑公司为中国化工巨头，未来成长空间大，估值低位，维持“买入”评级。

（二）金正大

国内农业服务龙头，业绩温和复苏，明后年有望提速。公司为国内复合肥绝对优势龙头企业，连续八年销量排名全国第一。2018年前三季度复合肥行业开始底部修复期，公司在稳固原有产品线之外，重点推广的亲土一号成为市场爆品，预计明后年将持续快速增长。公司发行股份收购金正大农业投资66.67%股权，园艺产品成为未来新的利润增长点。

受益乡村振兴国策，金丰公社迎来快速发展期。国家已于18年9月发布乡村振兴战略规划，全面推广现代农业服务将成为农化企业转型的重中之重。公司控股的金丰公社自17年7月成立至今，已成立县级公社100家，服务范围覆盖20个省份；18年中期以来主动放缓扩张节奏，服务效果与品牌影响力得以进一步夯实；预计未来一年金丰公社将再度进入快速发展期，将成立300家县级公社，服务超1000万农户，为公司化肥销量增长及效益提升均带来显著贡献。

预计公司18-19年EPS分别为0.28元、0.41元，目前股价对应年PE为25倍、17倍，维持“买入”评级。

（三）利民股份

杀菌剂龙头企业，内生增长动力强。公司主要产品代森锰锌与百菌清产能均居国内第一，环保与技术优势明显。百菌清供给受限，价格已由去年均价2.5万元/吨涨至目前5.4万元/吨；新产能进入集中投放期，新河1万吨百菌清已于10月投产，新增的1万吨代森锰锌也将于18年底建成，苯醚甲环唑与吡唑醚菌酯预计明年底前将建成。

拟现金收购威远生化，国内排名将跃居前五。公司已公告拟以现金7.5-8亿元收购威远100%股权，威远为国内阿维菌素、草铵膦优势企业，二者强强联合将带来显著协同效应。威远18年上半年净利润为1.09亿元，未来并表后将大幅增厚公司利润。

估值与评级。暂不考虑威远并表，预测公司2018-2019年EPS分别为0.68元、1.07元，PE15倍、10倍，维持“买入”评级。

（四）濮阳惠成

可折叠手机问世，芯动能基金入主，公司 OLED 材料业务发展有望加速。伴随着柔宇科技和三星的可折叠手机的发布，手机行业有望迎来新的革命，华为、苹果有望后续跟上，OLED 行业有望迎来快速发展的新时代。芯动能基金背靠京东方和国家集成电路大基金，定增持有公司2.32%股份，有望协助整合产业上下游资源。公司作为国内 OLED 材料领先企业，背靠陶氏等优质客户和芯动能基金，OLED 材料业务有望迎来爆发式增长。

顺酐酸酐衍生物量价齐升。公司顺酐酸酐衍生物产量不断增加，从上市之前1.5万吨产能持续拓展到目前3万吨产能，18年定增募投 1 万吨产能，有望于今明年投产。公司顺酐酸酐衍生物未来增长主要来自于：（1）产能不断释放，销量持续增长；（2）产品结构不断优化，高价格高毛利的纳迪克酸酐和甲基纳迪克酸酐占比持续增加。

募投项目陆续投放。2018年公司募集约1.94亿用于年产1万吨顺酐酸酐衍生物扩产项目、年产3000吨新型树脂材料氢化双酚A项目和年产1000吨电子化学品项目。其中年产1000吨电子化学品项目包括茆类15吨、有机磷类35吨、唑类10吨、降冰片烯类15吨、噻吩类5吨、酸酐衍生物类10吨、氢化纳迪克酸酐及氢化甲基纳迪克酸酐910吨，目前处于分批验收逐步爬坡放量阶段。氢化双酚A和顺酐酸酐衍生物后续逐步释放。

收购翰博高新，加码显示材料领域。2019年公司公告停牌收购翰博高新，翰博高新公司主营业务为光电显示薄膜器件的研发、生产和销售，主要客户包括京东方、LG等国内外知名面板企业。翰博高新2016、2017、2018Q1-3营业收入分别为19.75、21.92和20.62亿元，归母净利润分别为5605、5500、5410万元。此次收购后公司显示材料业务大幅增长，叠加切入京东方等核心客户，充分受益国内显示行业大发展。

估值与评级。暂不考虑并购，预测公司18-20年净利润分别为1.19亿、1.56亿和2.08亿，EPS分别为0.46元、0.61元和0.81元，对应PE分别为24倍、18倍和14倍，给予“买入”评级。

（五）坤彩科技

国内珠光材料行业龙头业绩快速增长。公司深耕珠光材料行业多年，现已具备年产3万吨珠光材料及1万吨合成云母的生产能力，是国内规模最大、全球规模第二的珠光材料生产企业，全球和国内的市场占有率分别约16%和32%。2018前三季度实现归母净利1.4亿元，同比+58.3%，驶入业绩增长快车道。随着2018年达产2万吨，2019年达产3万吨，高端产品逐渐放量，盈利能力大幅提升。

高端产品放量、合成云母自给共同助力公司全球领先。公司在稳固传统工业级珠光材料市场的基础上，厚积薄发，目前已经成功切入全球汽车级和化妆品级高端市场，并于2018年开始产销量逐渐放大，带来产品结构优化及业绩快速增长。同时，合成云母的自主生产保障了原材料数量质量稳定供给，带来全产业链优势。

估值与评级。预计公司2018-2020年归母净利润分别为1.92/2.70/3.78亿元，对应EPS 0.41/0.58/0.81元，PE 36/25/18倍。考虑到公司在A股的稀缺性，2018年只是其业绩进入快速增长通道的元年，以及强者恒强的行业龙头地位，维持“买入”评级。

（六） 雅克科技

半导体材料逐步放量。公司为国内最优秀的半导体材料公司，具备产品过硬（SOD核心材料+前驱体+含氟特气）、客户优质（海力士+三星+台积电）、大基金加成等优势。公司积极开拓海内外客户，目前陆续取得进展，实现稳定销售。下游中芯国际14nm量产在即，长江存储、合肥长鑫快速发展，而中芯国际、福建晋华事件进一步凸显了国产化的重要性。大单品三氟化氮明年投产，有望带来1个亿以上的净利润，大幅增厚业绩。

LNG船迎来牛市，阻燃剂复产在即。近期全球天然气价格大涨，LNG船需求不断扩大，运费飙升至20万美金/天，同比17年年末8-8.5万美金/天大幅提升。公司作为国内LNG船用保温材料龙头企业，已获沪东中华1.04亿造船大单，预计分期于2018年8月、2018年12月、2019年2月交付。公司业绩有望随LNG船大牛市大幅增长。受苏北环保影响，子公司响水雅克和滨海雅克于5月7日起停产，其中滨海雅克于6月15日复产，响水雅克有望在年底复产，公司主业逐步恢复。

估值与评级。预测2018-2020年公司净利润分别为1.62亿、3.07亿和3.92亿元，EPS分别为0.35元、0.66元和0.85元，对应PE为41/22/17倍，维持“买入”评级。

（七） 新奥股份

打造清洁能源中上游平台。公司隶属于新奥集团，拥有油气（参股）、煤炭、甲醇、LNG、工程服务、农兽药等各大板块。集团实力雄厚，平台优势明显。集团LNG接收站一期300万吨于8月7日建成投产，三期总计1000万吨。公司收购Santos股份10.07%，收购东芝美国LNG业务，拟出售农兽药业务，定位清洁能源中上游平台。

业绩拐点向上：公司拥有权益产能680万吨煤炭、126万吨甲醇（实际权益产量近140万吨），煤炭和甲醇每上涨100元/吨，分别增厚公司EPS 0.355元和0.066元。低油价时期收购Santos，盈利大幅改善。现有沁水新奥、新奥北海LNG权益产能约2.1亿立方米/年。同时在建20万吨/年稳定轻烃项目联产2亿方天然气。

盈利预测及评级：预计公司2018-2020年归母净利分别为14亿元、16.1亿元和18.4

亿元，对应EPS分别为1.14元、1.31元和1.50元，PE8.9X、7.8X和6.8X。公司定位清洁能源中上游平台，聚焦天然气，主营煤炭、甲醇、天然气生产销售、能源技术工程等，维持“买入”评级。

（八）诺普信

国内农药制剂行业龙头。公司为国内我国农药制剂龙头企业，市占率为4%-5%，随着原药行业供给侧改革加速，以及新版农药管理条例正式执行，农药制剂行业集中度必将随之快速提升。公司在农药制剂行业品牌与销售渠道优势明显，预计经历15-16年因行业影响而导致的收入与毛利下滑期后，17-18年将重新进入持续增长轨道。

田田圈服务平台受益乡村振兴国策。公司14年开始推广田田圈农业服务平台，2018年上半年已控股经销商50家，参股经销商110家，且规划未来三年达250家以上。田田圈业务持续推进，一方面有利于公司提高植保产品收入，同时通过并表实现业绩快速提升。18年乡村振兴国家战略落地，将使田田圈业务快速推进，驶入下游农业服务万亿蓝海。

预计公司18-19年EPS分别为0.41元、0.52元，目前股价对应PE为16倍、13倍，给予“买入”评级。

六、风险提示

原油及化工产品价格持续下滑的风险；

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责人	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyw@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610)88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。