

基础化工

行业研究/深度报告

农药染料格局向好，新材料估值吸引力显现

—2018 年报及 2019 一季报总结

深度研究报告/基础化工

2019 年 05 月 06 日

报告摘要：

● 2019Q1 整体呈下滑趋势，农药、染料板块供需格局向好

基础化工行业 2018 年整体经营情况向好，营收和归母净利润均有小幅提升，全年实现营业收入 13035 亿元，同增 5.74%；实现归母净利润 887 亿元，同增 31.59%。板块整体 ROE 达 10.42%，较去年提升 21.04%；资产负债率为 50.57%，连续两年呈下降趋势。2019Q1 板块营收继续呈增长态势，归母净利润有所下滑，Q1 实现营收 3085 亿元，同增 6.79%；实现归母净利润 212 亿元，同减 17.30%。从整体看 2019 年化工行业整体将延续一季度的调整趋势，但农药、染料需求相对刚性，受安全、环保整治影响，整体供需格局向好，板块业绩有望延续增长趋势。

● 行业减量发展，资源向一体化配套完善的龙头集中

江苏减量发展、转型升级化工行业趋势确定，结合国家产业升级整体要求，未来浙江、山东等化工大省跟进是大势所趋。行业牌照化减量发展将奠定板块长期投资价值，全国范围的退城进园加速将进一步加大龙头企业竞争优势，位于优质园区的优质企业将迎来价值重估，建议关注业绩稳健扎实，产业链一体化配套完善，具备成本、资金、技术等优势的龙头企业，推荐万华化学、华鲁恒升等。

● 安全、环保整治持续，农药、染料板块保持高景气

响水“321”安全事件发生后，短期内的环保整治的力度和持续性不会低于上一轮，农药原药和中间体等停产企业复工恐将有所延迟，甚至出现新的大面积停产现象，产品景气提升；染料行业遭受直接冲击，未来整个染料产业链供给都将持续紧缩，推动染料及中间体价格中枢上行。建议持续关注确定性受益的农药、染料板块，推荐扬农化工、利民股份、雅本化学、浙江龙盛、闰土股份等。

● 新材料板块盈利能力强，估值吸引力逐渐显现

新材料领域，国内 OLED 生产线逐渐投产，进口替代需求强劲，上游材料端销量有望提升，电子化学品龙头企业有望受益；新能源、新材料等龙头企业主营业务可持续盈利能力强，并不断完善产业链，挖掘新的利润增长点。当前偏成长的化工新材料相关标的相对滞涨，估值吸引力逐渐显现，推荐蓝晓科技、国瓷材料等。

● 风险提示

大宗商品价格大幅下跌；产能投放不及预期；下游需求不及预期。

盈利预测与财务指标

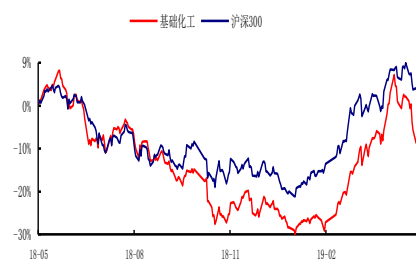
代码	重点公司	现价 4月30日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600486	扬农化工	56.23	2.89	3.44	4.03	19.46	16.35	13.95	推荐
600309	万华化学	45.23	3.88*	4.15*	4.89*	11.66*	10.90*	9.25*	推荐
600352	浙江龙盛	20.31	1.26*	1.68*	1.86*	16.12*	12.09*	10.92*	推荐
300487	蓝晓科技	33.10	0.71	1.35	1.64	46.62	24.52	20.18	推荐
300285	国瓷材料	16.42	0.56	0.64	0.79	29.32	25.66	20.78	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院（*为 wind 一致预期）

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号：S0100119010009

电话：021-60876731

邮箱：lijl@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：S0100118070030

电话：010-85127892

邮箱：wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 民生化工周报 20190422：安委会巡查组进驻各省，持续关注氢能标的

2. 民生化工周报 20190415：板块或有分化，关注低估值标的

目录

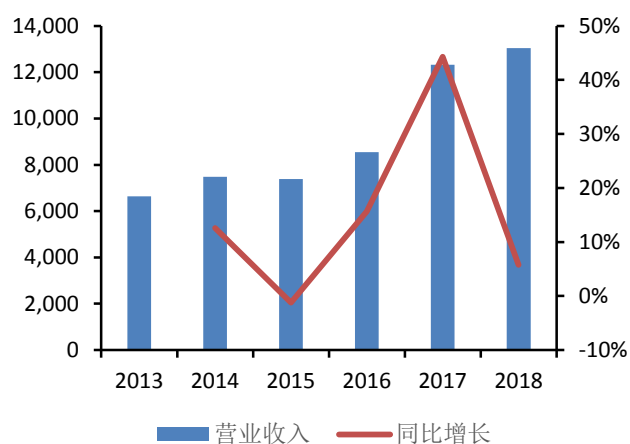
一、业绩回顾：2019Q1 整体呈下滑趋势	3
(一) 板块整体：盈利能力稳步提升，估值仍具修复空间	3
(二) 农用化工：全年净利润高增 177%，Q1 表现略有回落	7
(三) 合成纤维及树脂：全年收入利润双双下滑，Q1 盈利显著回升	11
(四) 化学原料：全年业绩小幅增长，Q1 营收增速转负为正	15
(五) 化学制品：全年塑料板块表现亮眼，Q1 业绩增速放缓	19
二、逻辑主线：行业减量发展，环保整治持续	23
(一) 长期：行业减量发展，资源向一体化配套完善的龙头集中	23
(二) 短期：环保整治持续，部分产品供给持续收缩，景气提升	25
三、投资建议：一类企业+三大板块	28
(一) 龙头企业：万华化学、华鲁恒升	28
(二) 农药板块：扬农化工、利民股份、雅本化学	29
(三) 染料板块：浙江龙盛、闰土股份	32
(四) 新材料板块：蓝晓科技、国瓷材料	33
四、风险提示	35
插图目录	36
表格目录	37

一、业绩回顾：2019Q1 整体呈下滑趋势

(一) 板块整体：盈利能力稳步提升，估值仍具修复空间

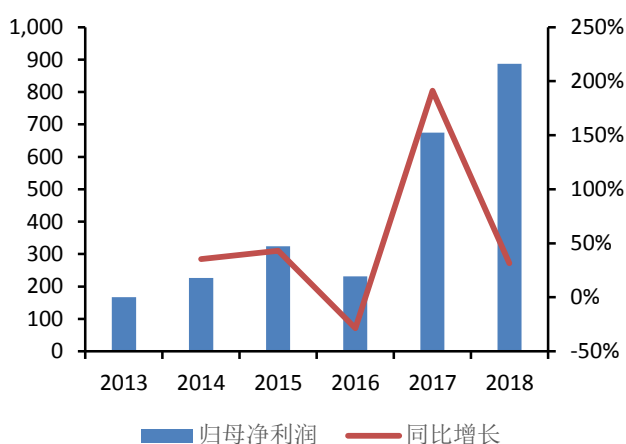
2018 年基础化工行业整体经营情况向好，营收和归母净利润均有小幅提升。化工板块（分类标准依据中信证券行业类 CS 基础化工）全年实现营业收入 13035 亿元，同比增长 5.74%；实现归母净利润 887 亿元，同比增长 31.59%。整体 ROE 呈上升趋势，资产负债率有所下滑。上市公司 2018 年 ROE 达到 10.42%，较去年提升 21.04%，增长幅度略有放缓；资产负债率为 50.57%，连续两年呈下降趋势。

图 1：基础化工板块上市公司全年营收/亿元



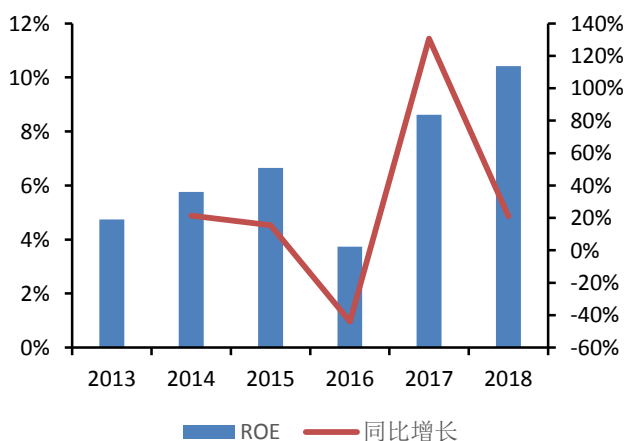
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：基础化工板块上市公司全年归母净利润/亿元



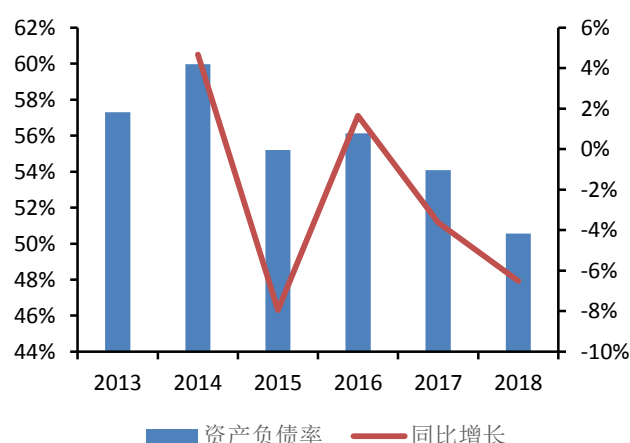
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：基础化工板块上市公司年度 ROE



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：基础化工板块上市公司年度资产负债率

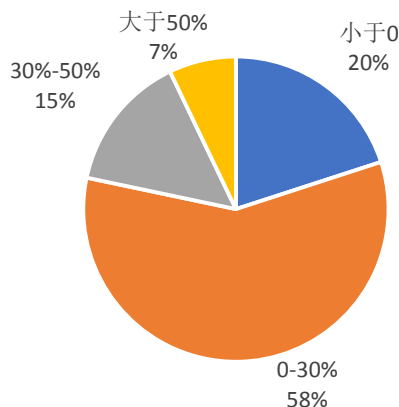


资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年基础化工板块 80% 上市公司营业收入有所增长，超六成归母净利润表现好于去年。295 家上市公司中有 236 家营收较去年上涨，分布最多的增幅范围在 0-30% 之间，公司占比 58%；59 家公司营业收入低于去年。归母净利润方面，184 家公司比去年提高，77 家提升幅度大于

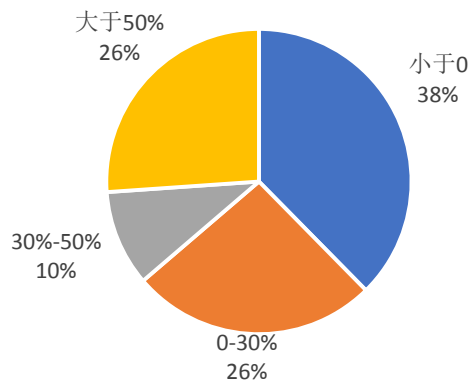
50%；111 家上市公司表现下滑。

图 5：2018 年营收增幅公司数量分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

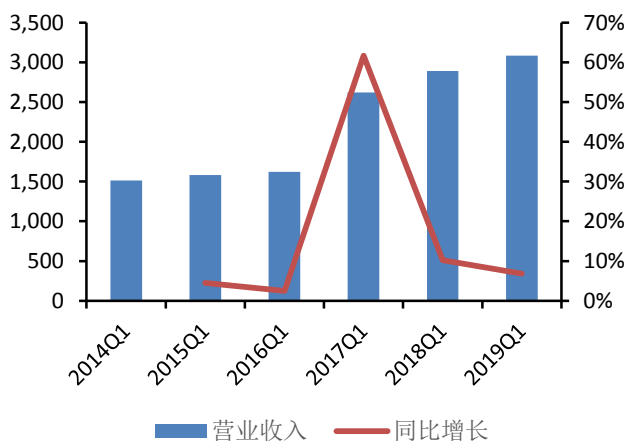
图 6：2018 年归母净利润增幅公司数量分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

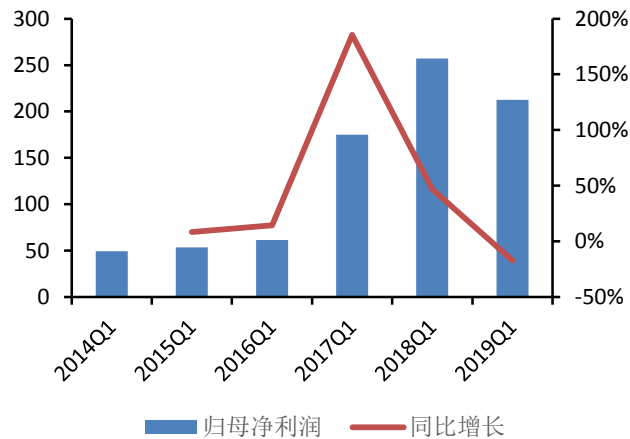
2019 年一季度基础化工板块营收继续呈增长态势，归母净利润有所下滑。Q1 实现营业收入 3085 亿元，较去年同期增长 6.79%；实现归母净利润 212 亿元，相比去年下降近 50 亿元，下降幅度 17.30%。

图 7：基础化工板块上市公司一季度营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

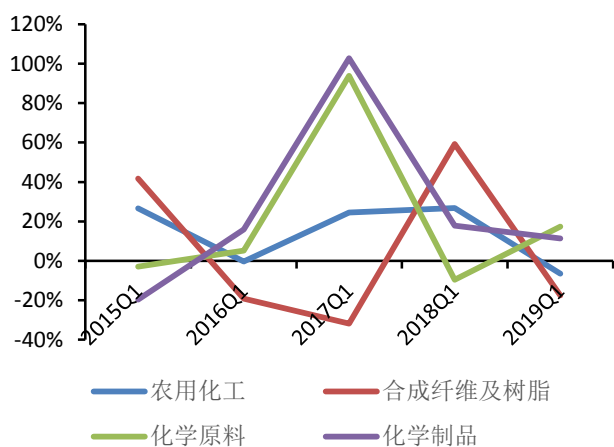
图 8：基础化工板块上市公司一季度归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

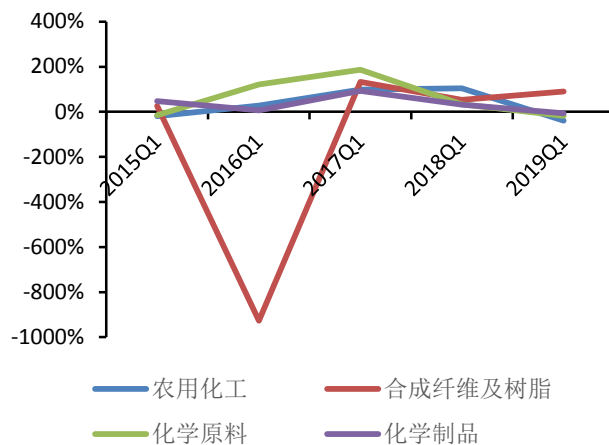
从二级板块来看，2019Q1 化学原料、化学制品营业收入呈正增长，而农用化工、合成纤维及树脂呈负增长。归母净利润除合成纤维及树脂大幅上涨外，其他三个子板块均有不同程度下滑。具体来看，化学原料板块营收增幅最快，较去年一季度提高 17.30%；化学制品板块上涨 11.36%，农用化工和合成纤维及树脂的营收跌幅分别为-6.48%和-17.59%。合成纤维及树脂为归母净利润唯一一上涨板块，增幅达到 89.72%，其他三个板块归母净利润均有 6%-40% 不同程度下滑。

图 9：二级板块上市公司一季度营收同比增幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

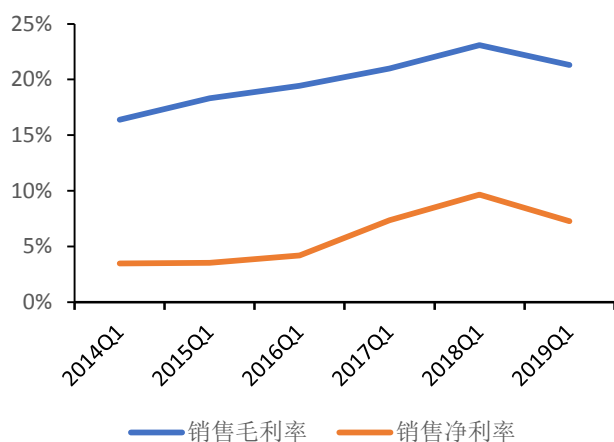
图 10：二级板块上市公司一季度归母净利润同比增幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

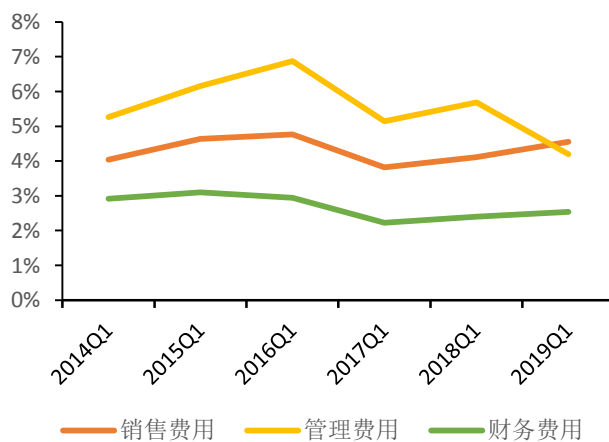
与此同时，2019Q1 基础化工板块销售利润率较去年同期小幅下跌，三费除管理费用外占比较去年提高。一季度销售毛利率 21.31%，销售净利率 7.28%；费用方面，销售费用占比 4.56%，管理费用占比低于 18 年同期，达到 4.19%，财务费用占比 2.54%。

图 11：化工板块上市公司一季度销售毛利率和净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

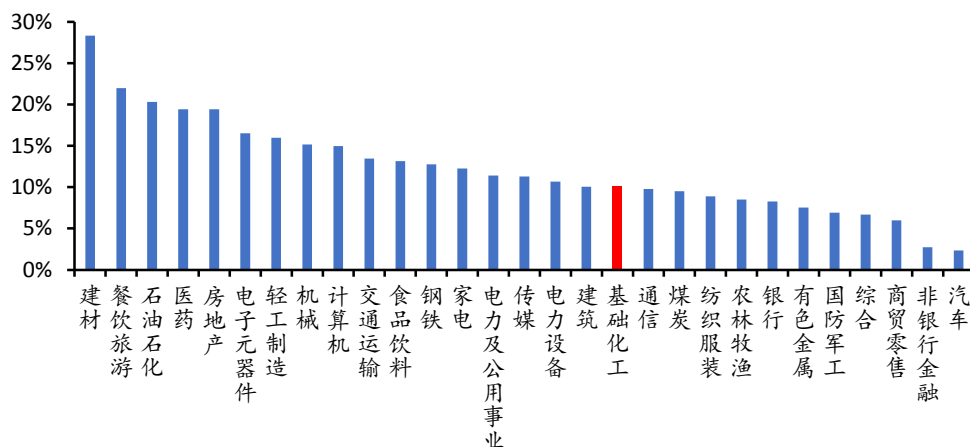
图 12：化工板块上市公司一季度三费占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

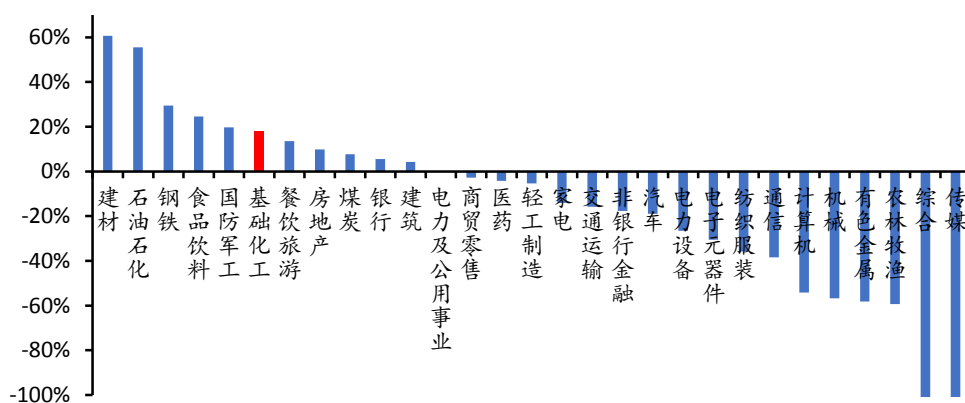
整体情况来看，2018 年化工行业营业收入同比增长 10%，处各行业中游水平；归母净利润增幅位列第六名，较去年增长 18%；当前化工板块整体平均估值 23.81 倍，仍具修复空间。

图 3：2018 年中信一级行业营业收入同比增幅



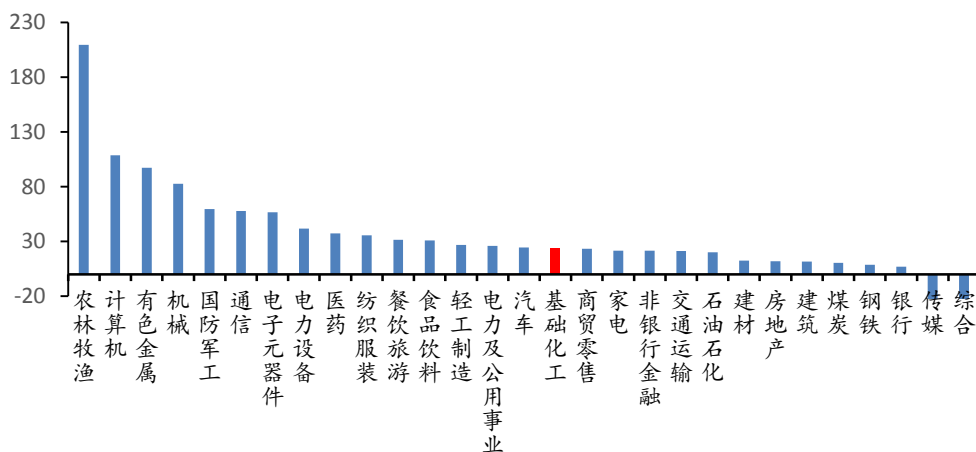
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：2018 年中信一级行业归母净利润同比增幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 5：当前中信一级行业估值水平



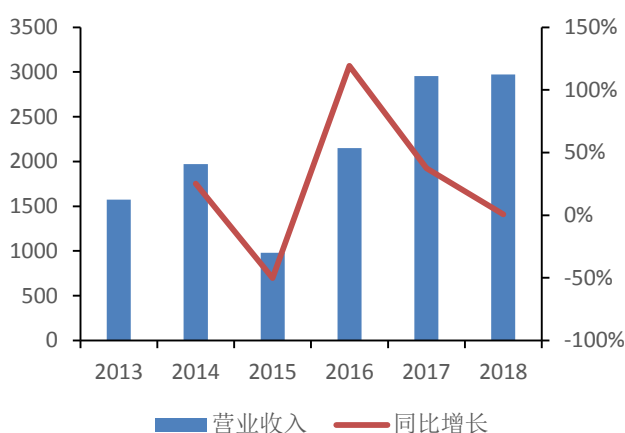
资料来源：Wind，民生证券研究院

(二) 农用化工：全年净利润高增 177%，Q1 表现略有回落

1、2018 业绩稳定增长，2019Q1 盈利略有下滑

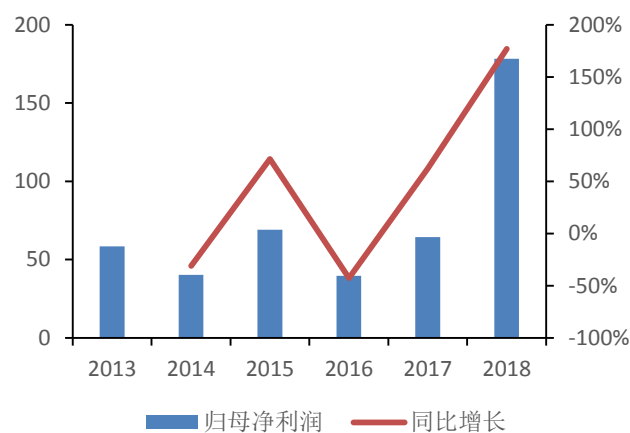
农用化工子板块 2018 年营收基本维持上年水平，归母净利润大幅提高。2018 年全年营收为 2974.75 亿元，同比增长 0.63%，增长率略有下降；归母净利润 178.26 亿元，接近 2017 年归母净利润值的三倍，同比增长 176.81%。

图 6：农用化工上市公司全年营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

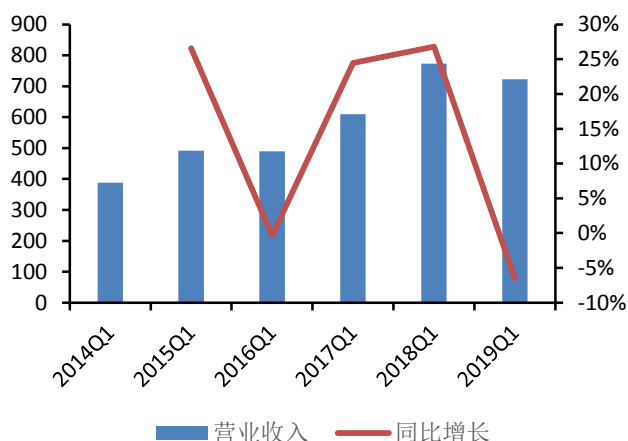
图 7：农用化工上市公司全年归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

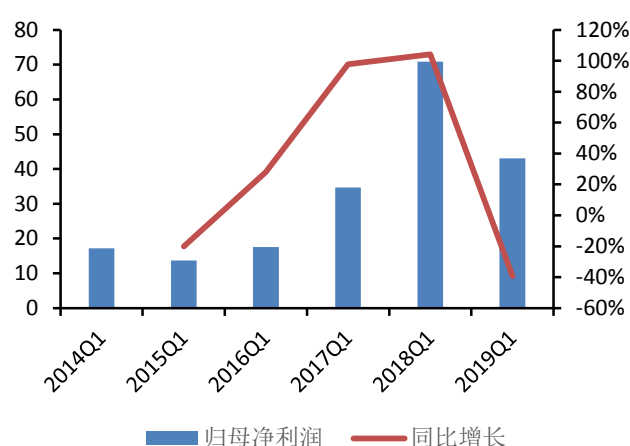
2019Q1 板块表现有所减弱，营业收入为 722.91 亿元，较 2018 年一季度略有降低，同比减少 6.48%，结束连续三年的上升趋势；归母净利润为 43.04 亿元，表现下降较为明显，较 2018 年一季度减少近 28 亿元，同比降低 39.29%。

图 8：农用化工上市公司一季度营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：农用化工上市公司一季度归母净利润/亿元

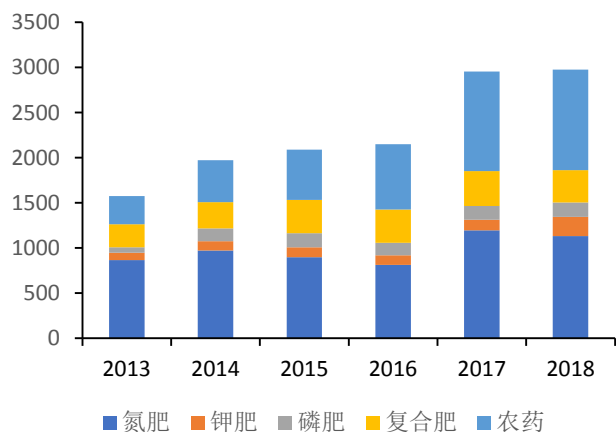


资料来源：Wind，民生证券研究院

从子板块情况来看，营收方面钾肥增长幅度最大，增速达到 80.90%，实现营收 211 亿元。氮肥、农药为营业收入排名前 2 的子板块，2018 年均超过 1000 亿元。磷肥较去年小幅增长，实现营收 158 亿元，提高 4.04%。复合肥营收跌幅 7.45%，由 17 年 387 亿元下降至 359 亿元。

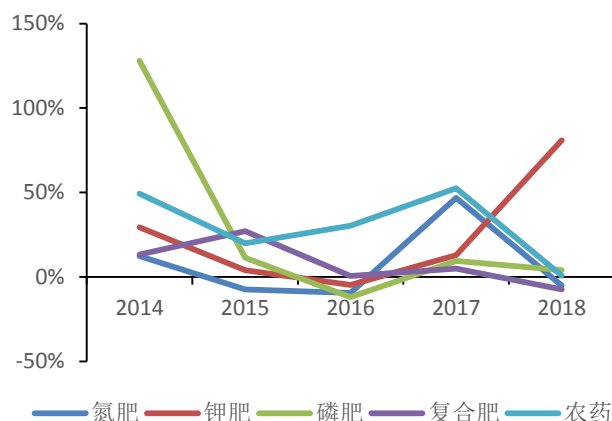
归母净利润方面，氮肥子板块表现亮眼，增幅达到 3615.39%，创 6 年来新高，达到 89.43 亿元；农药实现净利 92.59 亿元，位列第一；钾肥增长 48.37%；磷肥和复合肥有所下跌，跌幅分别为 58.31%和 3.83%。

图 10：农用化工子板块上市公司营收/亿元



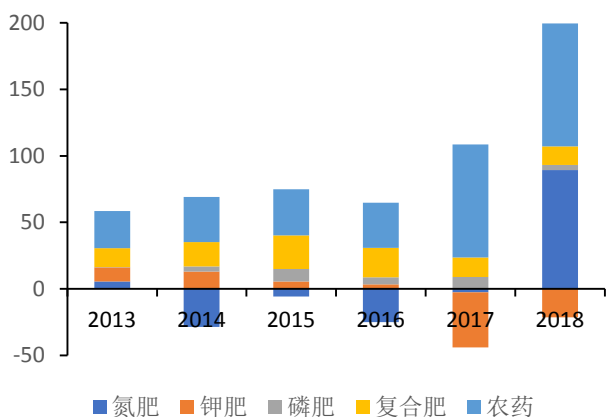
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11：农用化工子板块上市公司营收同比增幅



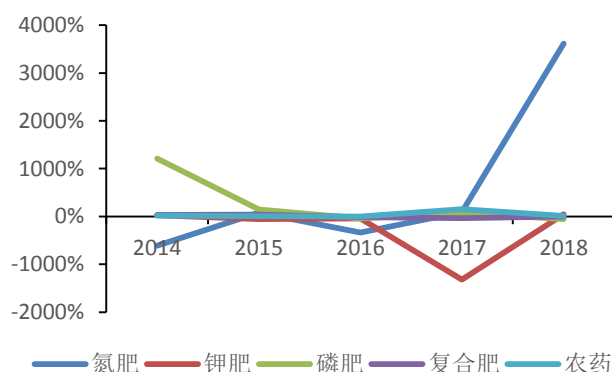
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 12：农用化工子板块上市公司归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13：农用化工子板块上市公司归母净利润同比增幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

下表为 2018 年农用化工板块营收增幅与净利润增幅排名前 10 个股，从重合度上来看，新安股份、先达股份、圣济堂和华鲁恒升是营收与净利润双高个股。

表 1：农用化工板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股

证券代码	证券简称	2018 营收增幅	证券代码	证券简称	2018 净利润增幅
000792.SZ	*ST 盐湖	52.91%	600423.SH	*ST 柳化	534.11%
600596.SH	新安股份	51.19%	600227.SH	圣济堂	442.17%
603086.SH	先达股份	46.21%	002274.SZ	华昌化工	147.80%
600227.SH	圣济堂	43.58%	600426.SH	华鲁恒升	147.10%
002215.SZ	诺普信	41.96%	600596.SH	新安股份	131.52%
600426.SH	华鲁恒升	37.94%	603086.SH	先达股份	128.00%

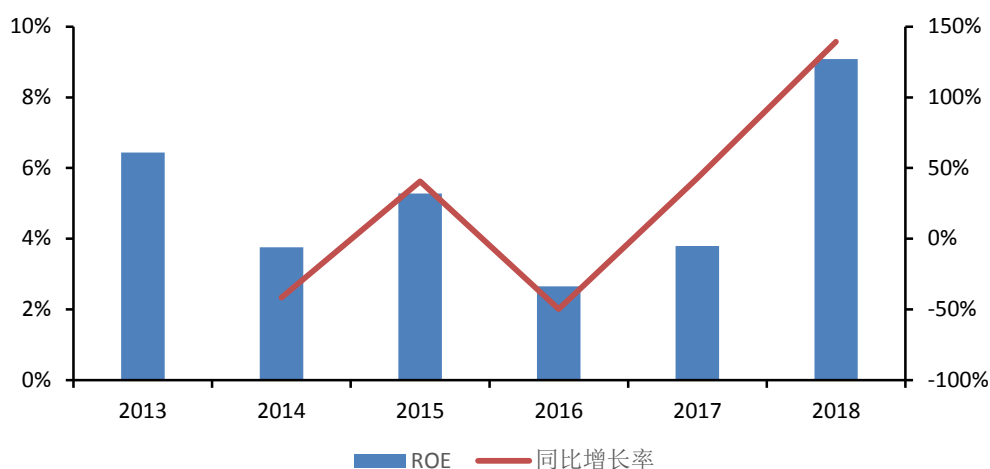
603639.SH	海利尔	37.88%	000912.SZ	泸天化	123.63%
600803.SH	新奥股份	35.84%	600803.SH	新奥股份	109.37%
000830.SZ	鲁西化工	35.04%	002170.SZ	芭田股份	108.91%
600731.SH	湖南海利	33.67%	000422.SZ	ST宜化	105.28%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、2018 年 ROE 大幅提升，2019Q1 销售净利率有所下跌

农用化工上市公司 2018 年 ROE 大幅提高，达到 9.09%，较 17 年增长 139.44%，连续 2 年保持增长态势，创 6 年来新高。

图 14：农用化工板块 ROE

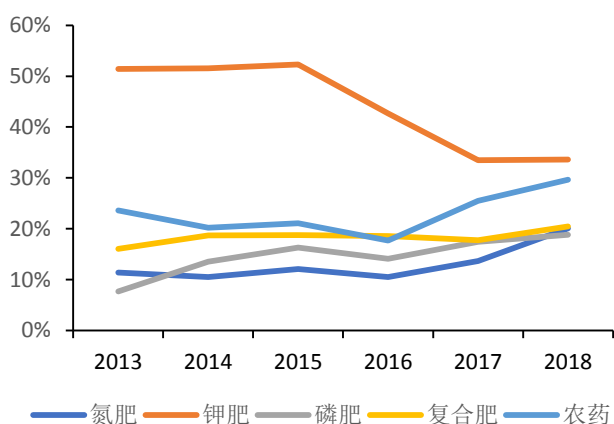


资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年销售毛利率方面钾肥与 17 年基本持平，其余板块不同程度上涨；销售净利率除钾肥外均实现盈利，其中农药子板块最高，达到 8.80%，钾肥净利率为-10.87%，连续两年表现亏损。

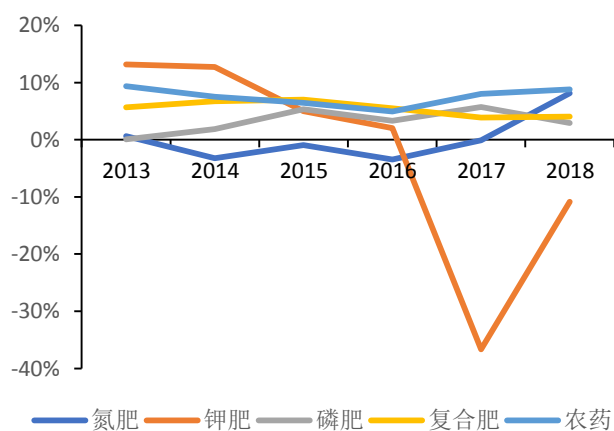
2019 年一季度销售毛利率小幅增长，销售净利率 6.13%，比去年同期有所下滑，结束了连续 3 年的上升趋势；销售、财务费用占比提高，管理费用占比下降，分别为 5.65%、3.37% 和 4.24%。

图 15: 农用化工子板块销售毛利率



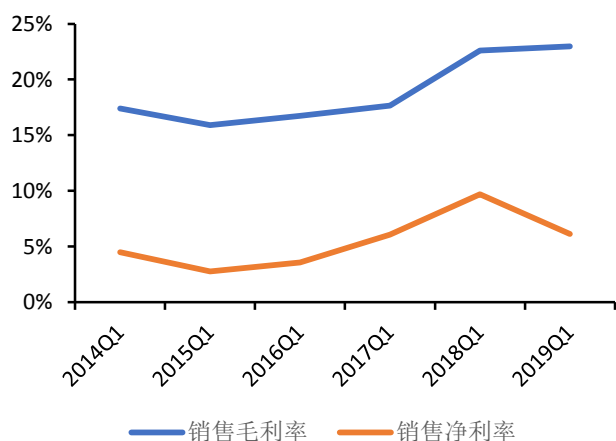
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 16: 农用化工子板块销售净利率



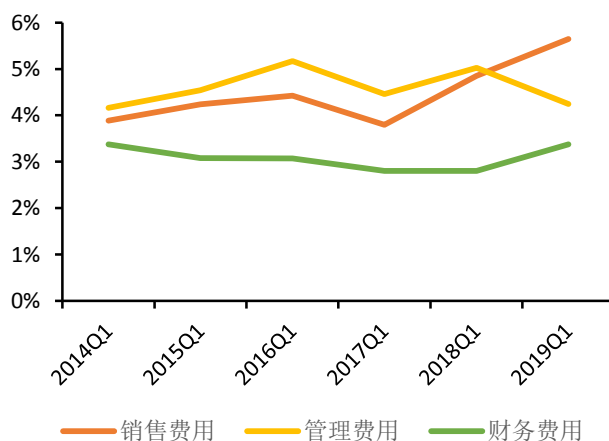
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 17: 农用化工板块一季度销售毛利率和销售净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 18: 农用化工板块一季度三费占比



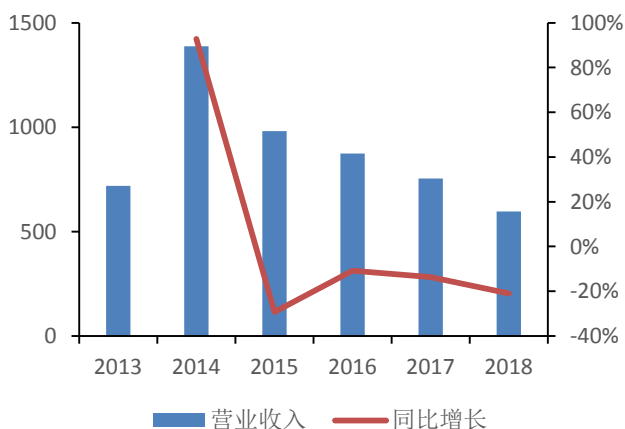
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(三) 合成纤维及树脂：全年收入利润双双下滑，Q1 盈利显著回升

1、2018 营收持续走弱，2019Q1 归母净利润近乎翻倍

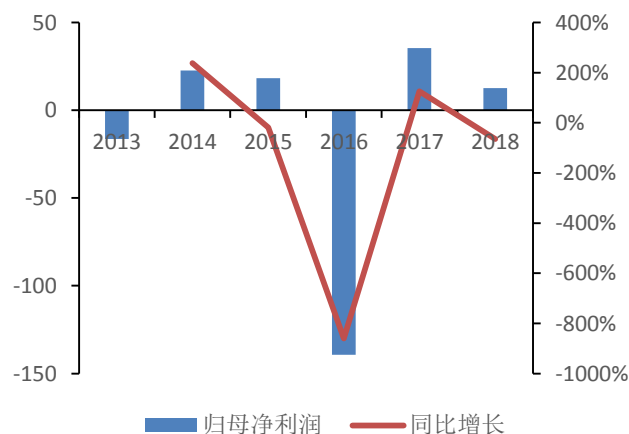
从合成纤维及树脂子板块来看，上市公司 2018 年全年营收为 596.38 亿元，连续四年下滑，同比减少 21.01%；归母净利润为 12.58 亿元，同比减少 64.43%，与 2017 年相比下降幅度较大。

图 19：合成纤维及树脂上市公司全年营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

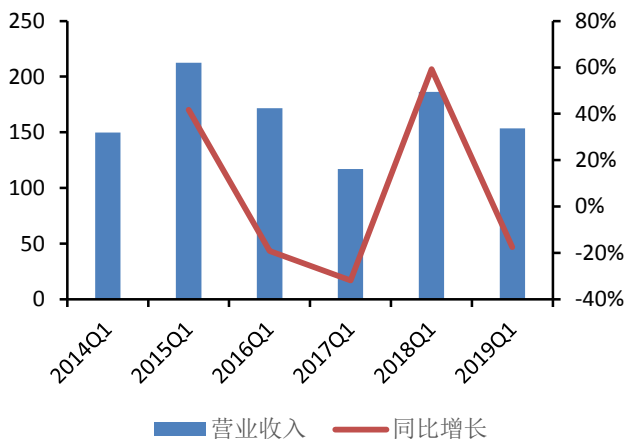
图 20：合成纤维及树脂上市公司全年归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

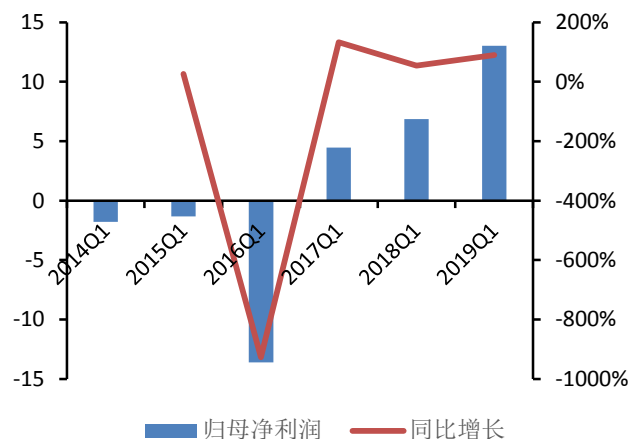
2019Q1 板块营收为 153.46 亿元，较 2018Q1 同比增长率由正转负，从 59.23% 降为 -17.59%；归母净利润为 13.02 亿元，较 2017 年接近翻了一番，同比增长 89.72%。

图 21：合成纤维及树脂上市公司一季度营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 22：合成纤维及树脂上市公司一季度归母净利润/亿元

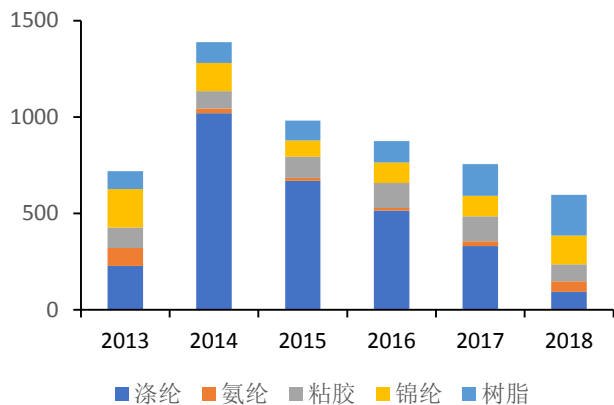


资料来源：Wind，民生证券研究院

子板块方面，涤纶和粘胶营业收入下跌，其余板块不同程度上涨。增速前 3 的子板块分别为氨纶、锦纶和树脂，同比增长 124.80%、40.07% 和 29.32%；其中树脂为收入最高的板块，营收达到 210 亿元；粘胶和涤纶分别下滑 32.77% 和 71.63%。

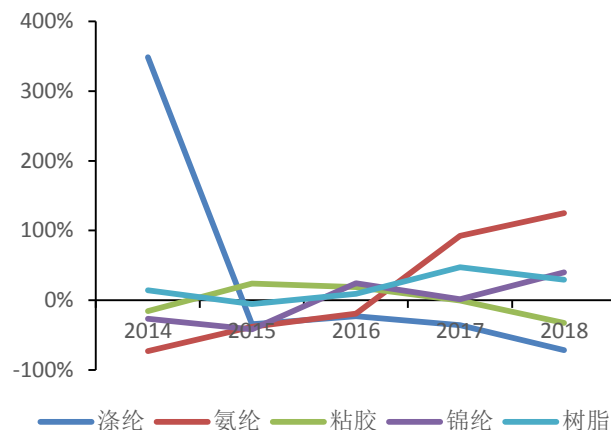
归母净利润锦纶和氨纶表现突出，涨幅分别为 923.24%和 296.56%。涤纶跌幅最大，达到 -130.83%。粘胶和树脂分别下跌 0.83%和 52.32%。

图 23: 合成纤维及树脂子板块上市公司营收/亿元



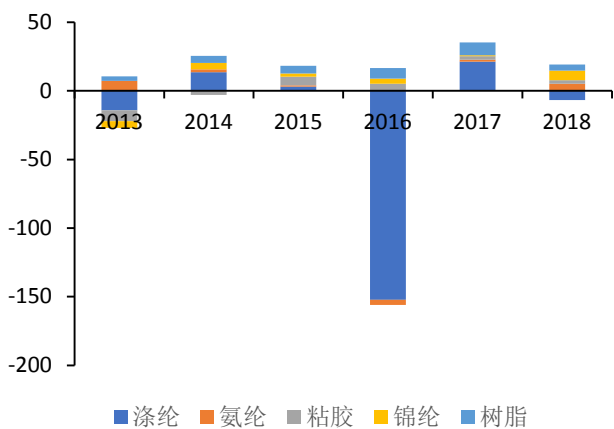
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 24: 合成纤维及树脂子板块上市公司营收同比增幅



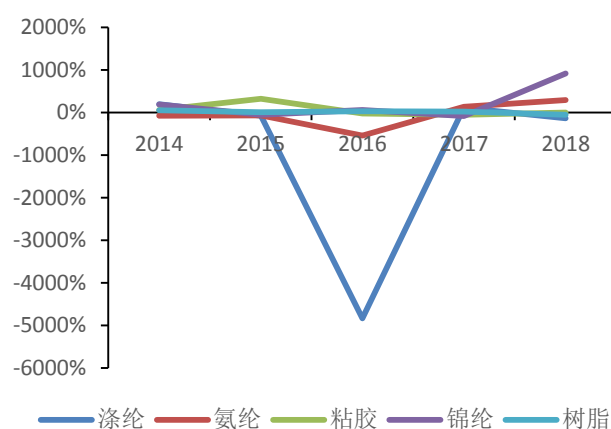
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 25: 合成纤维及树脂子板块上市公司归母净利润/亿元



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 26: 合成纤维及树脂子板块上市公司归母净利润同比增幅



资料来源: Wind, 民生证券研究院

下表为 2018 年合成纤维及树脂板块营收增幅与净利润增幅排名前 10 个股,从重合度上来看, 康达新材、高盟新材、皖维高新和吉林化纤是营收与净利润双高个股。

表 2: 合成纤维及树脂板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股

证券代码	证券简称	2018 年营收增幅	证券代码	证券简称	2018 年净利润增幅
002669.SZ	康达新材	69.02%	600810.SH	神马股份	867.68%
603002.SH	宏昌电子	46.04%	000949.SZ	新乡化纤	273.28%
300487.SZ	蓝晓科技	42.36%	300218.SZ	安利股份	238.28%
000677.SZ	恒天海龙	27.96%	600889.SH	南京化纤	102.05%
600063.SH	皖维高新	24.37%	300200.SZ	高盟新材	93.15%

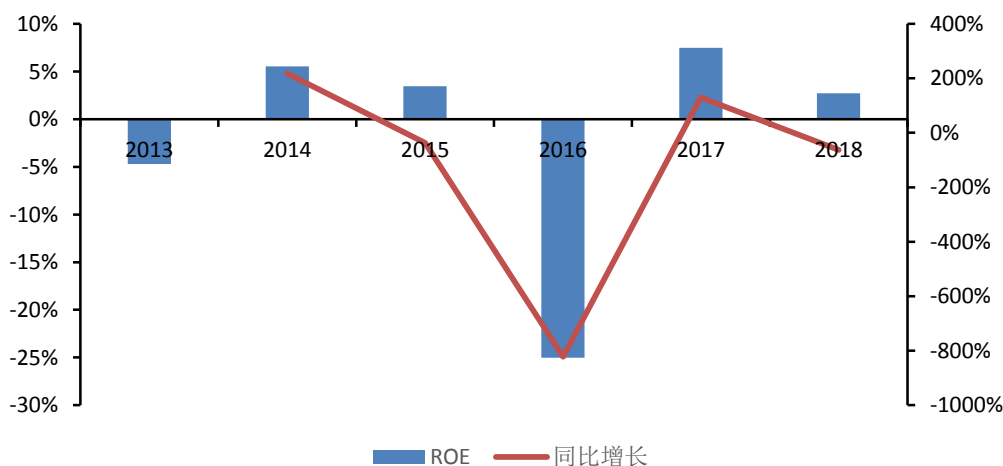
300200.SZ	高盟新材	18.82%	002669.SZ	康达新材	83.75%
603928.SH	兴业股份	16.93%	000936.SZ	华西股份	64.27%
000420.SZ	吉林化纤	16.54%	000420.SZ	吉林化纤	54.70%
002015.SZ	霞客环保	14.78%	300487.SZ	蓝晓科技	53.71%
603332.SH	苏州龙杰	14.60%	600063.SH	皖维高新	52.61%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、2018 年 ROE 下跌，2019Q1 销售净利率创新高

2018 年合成纤维及树脂板块 ROE 下跌 63.55%，由 17 年 7.47% 降至 2.72%。

图 27：合成纤维及树脂板块 ROE

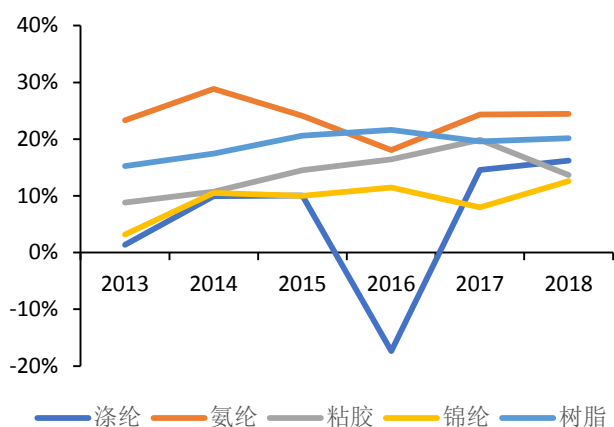


资料来源：Wind，民生证券研究院

合成纤维及树脂各子板块除涤纶外 2018 年均实现盈利。氨纶毛利率和净利率都排名最高，分别达到 24.47% 和 9.70%。其余销售净利率依次为锦纶、粘胶、树脂和涤纶，其中涤纶是唯一净利率为负的板块，为 -6.80%。

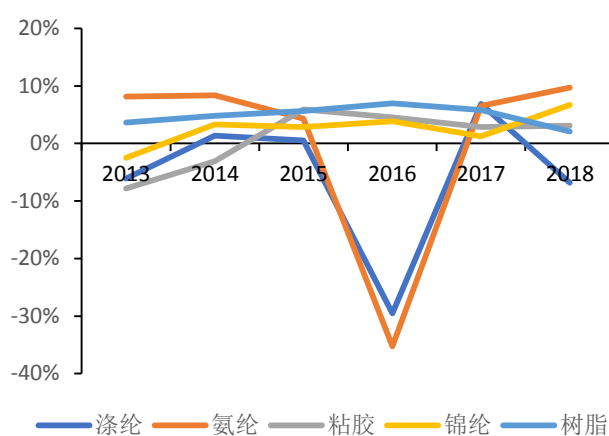
2019Q1 合成纤维及树脂上市企业销售毛利率和净利率均为 6 年来同期最高值，分别达到 16.95% 和 8.92%。销售费用、管理费用和财务费用占比分别为 2.30%、4.04% 和 3.11%。

图 28: 合成纤维及树脂子板块销售毛利率



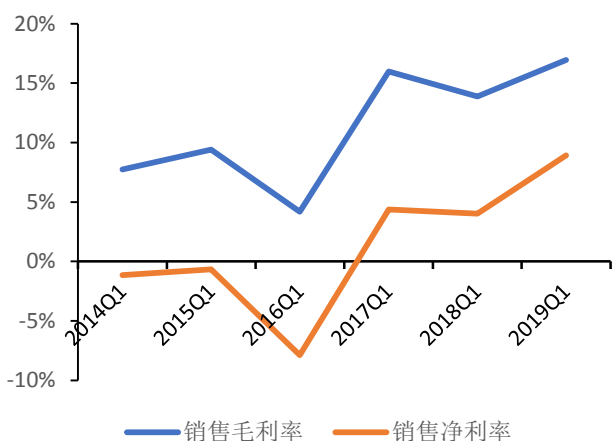
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 29: 合成纤维及树脂子板块销售净利率



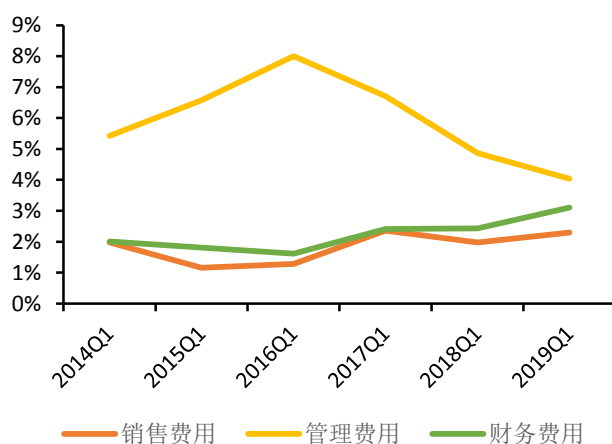
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 30: 合成纤维及树脂板块一季度销售毛利率和销售净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 31: 合成纤维及树脂板块一季度三费占比



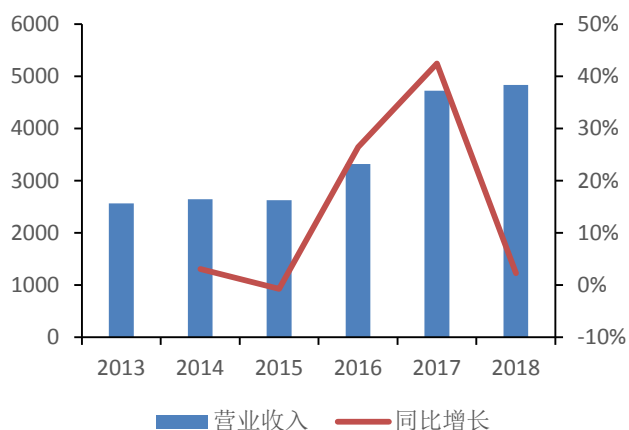
资料来源: Wind, 民生证券研究院

(四) 化学原料：全年业绩小幅增长，Q1 营收增速转负为正

1、2018 表现稳定，2019Q1 营收增加、归母净利润下降

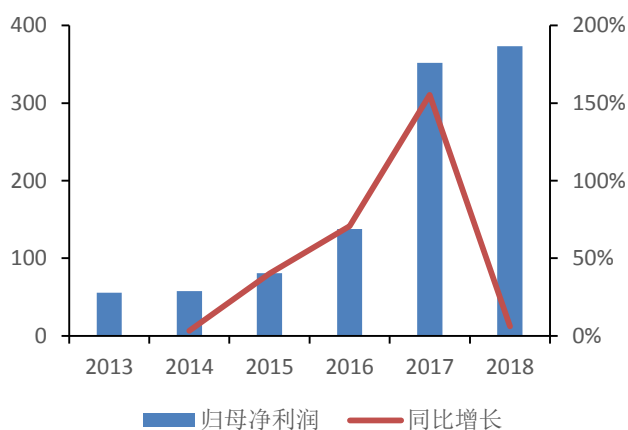
从化学原料子板块来看，上市公司 2018 年全年营收为 4831.70 亿元，较 2017 年全年营收有所上升，同比增长 2.26%，增速有所放缓；归母净利润为 373.28 亿元，同比增长 6.13%，与 2017 年 155% 的增幅相比下滑显著。

图 32：化学原料上市公司全年营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

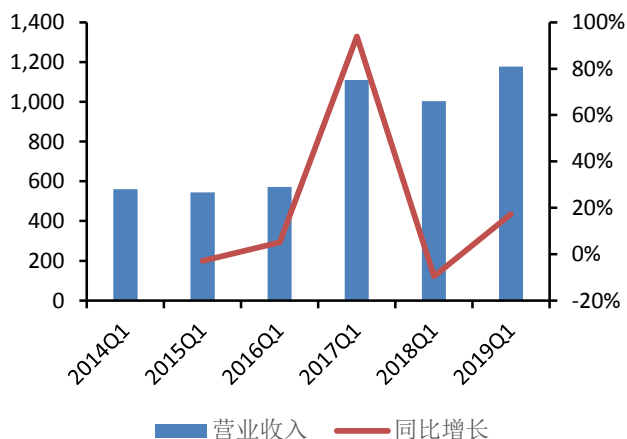
图 33：化学原料上市公司全年归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

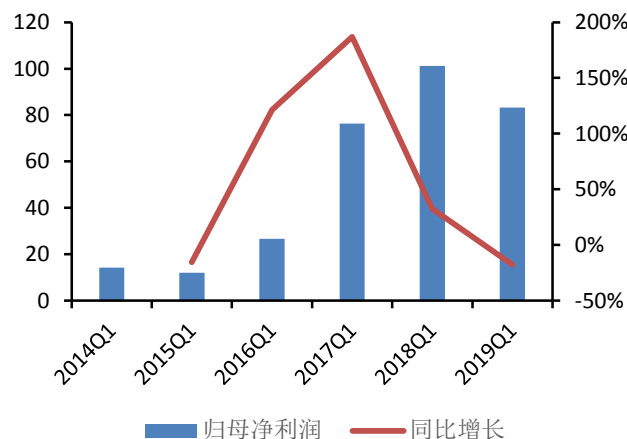
2019Q1 板块营收为 1177.49 亿元，同比增长率扭负为正，从 -9.51% 升至 17.30%；归母净利润为 83.19 亿元，较 2018 年第一季度有所下降，同比减少 17.76%。

图 34：化学原料上市公司一季度营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 35：化学原料上市公司一季度归母净利润/亿元

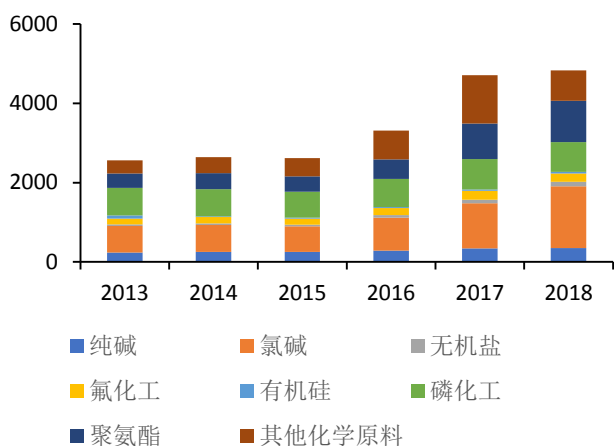


资料来源：Wind，民生证券研究院

子板块方面，除氟化工、磷化工和其他化学原料外，2018 年营业收入表现均有上涨。氯碱板块增幅最快，达到 37.33%，营业收入 1559 亿元排名第一。其余增幅依次为无机盐、聚氨酯、有机硅和纯碱。氟化工、磷化工跌幅和其他化学原料分别为 -4.73%、-2.00% 和 36.83%。

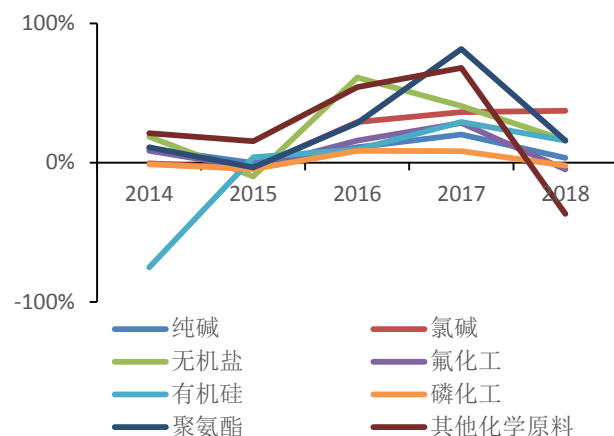
归母净利润氟化工表现亮眼，增幅 125.66%，连续三年超过 100%。磷化工和其他化学原料相较 17 年下跌，跌幅-26.29%和-6.09%。

图 36：化学原料子板块上市公司营收/亿元



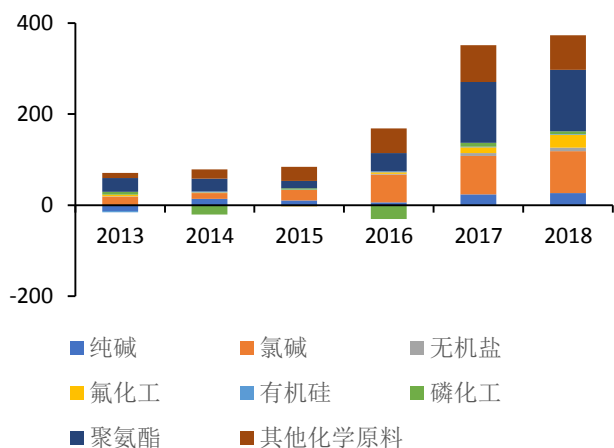
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 37：化学原料子板块上市公司营收同比增幅



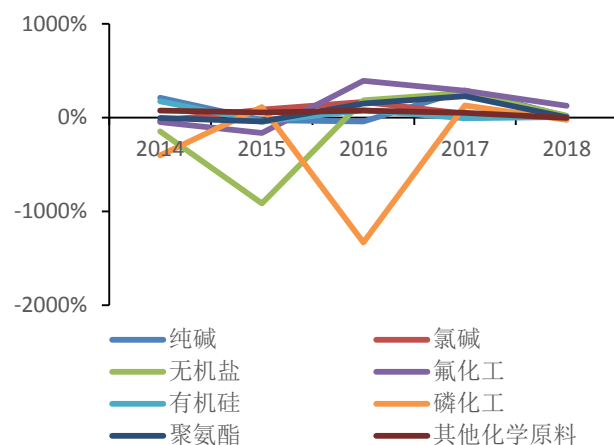
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 38：化学原料子板块上市公司归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 39：化学原料子板块上市公司归母净利润同比增幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

下表为 2018 年化学原料板块营收增幅与净利润增幅排名前 10 个股，从重合度上来看，建新股份、雅本化学和雅克科技是营收与净利润双高个股。

表 3：化学原料板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股

证券代码	证券简称	2018 年营收增幅	证券代码	证券简称	2018 净利润增幅
300107.SZ	建新股份	164.67%	600636.SH	三爱富	1036.02%
002092.SZ	中泰化学	71.03%	300107.SZ	建新股份	653.38%
002411.SZ	延安必康	57.35%	002585.SZ	双星新材	330.47%
300073.SZ	当升科技	52.03%	002409.SZ	雅克科技	284.90%
300655.SZ	晶瑞股份	51.69%	600301.SH	ST 南化	266.63%

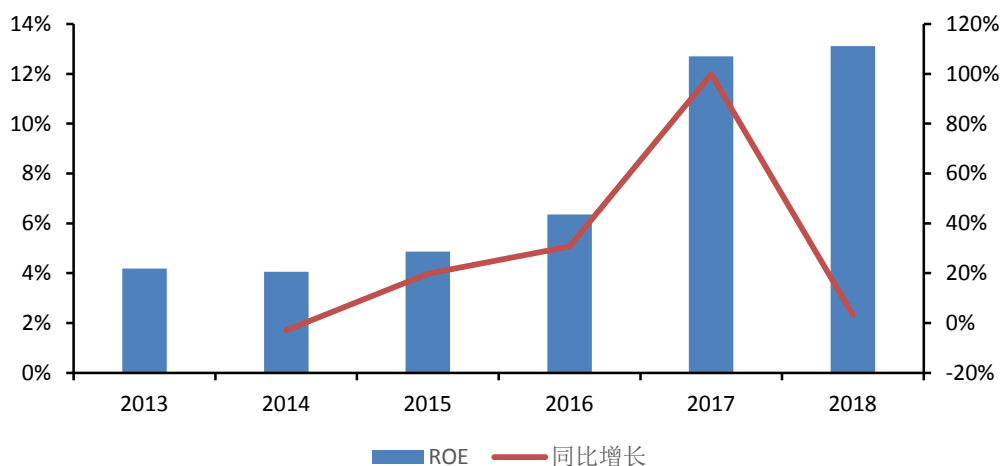
300261.SZ	雅本化学	49.50%	002442.SZ	龙星化工	165.66%
300285.SZ	国瓷材料	47.65%	002326.SZ	永太科技	142.36%
002125.SZ	湘潭电化	45.66%	600160.SH	巨化股份	136.97%
002453.SZ	华软科技	39.93%	300285.SZ	国瓷材料	121.81%
002409.SZ	雅克科技	36.58%	300261.SZ	雅本化学	119.52%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、2018 年 ROE 创新高，2019Q1 销售毛利率和净利率均下滑

化学原料板块 ROE 为 13.12%，达到 6 年来最高水平，增长幅度较 17 年有所放缓，同比增长 3.30%。

图 40：化学原料板块 ROE

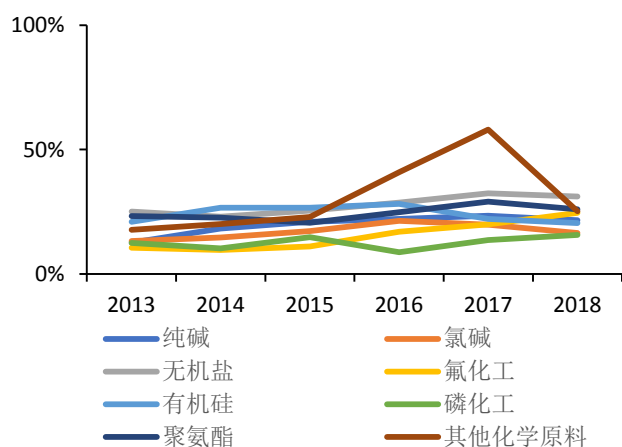


资料来源：Wind，民生证券研究院

化学原料所有子板块 2018 年实现盈利。销售毛利率无机盐最高，达到 31.08%。销售净利率聚氨酯排名第一为 15.14%。销售净利率其他子板块排名依次为氟化工、其他化学原料、无机盐、纯碱、氯碱、有机硅和磷化工。

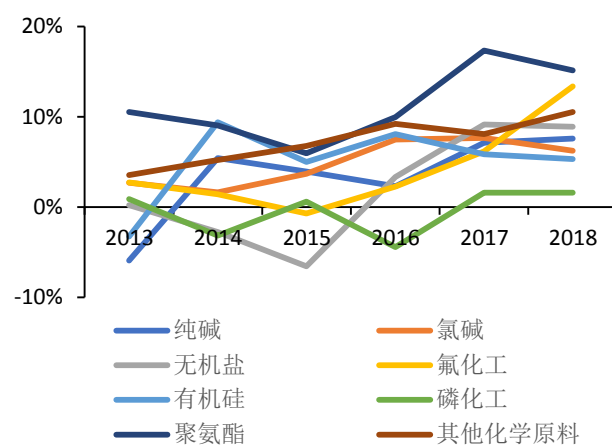
2019Q1 销售毛利率和净利率较去年同期均有下滑，分别为 19.15%和 7.45%。销售费用占比由 18 年 3.71%小幅升高至 3.76%，管理费用和财务费用不同程度下降，创 6 年新低。

图 41: 化学原料子板块销售毛利率



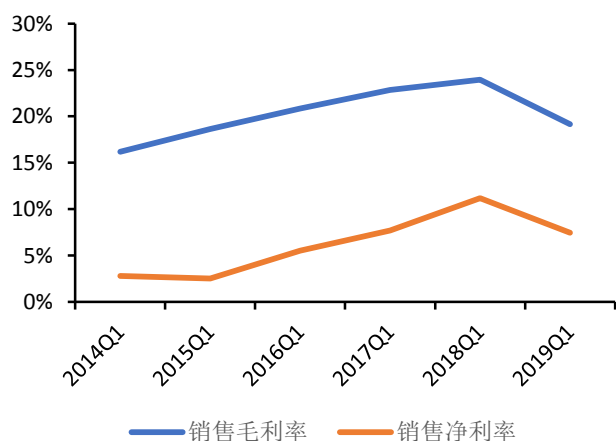
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 42: 化学原料子板块销售净利率



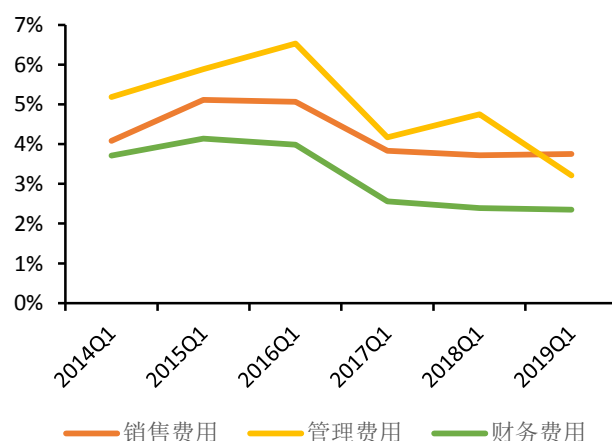
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 43: 化学原料板块一季度销售毛利率和销售净利率



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 44: 化学原料板块一季度三费占比



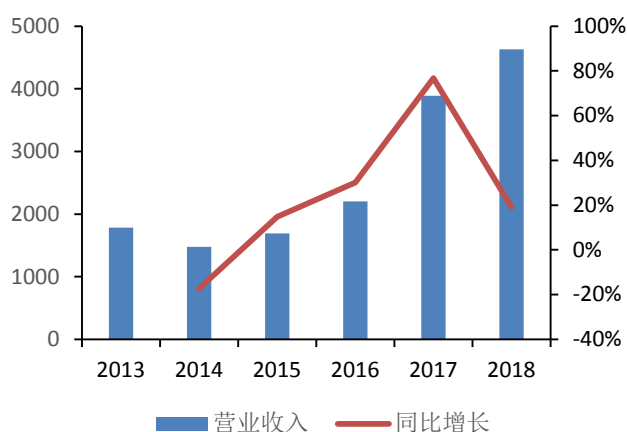
资料来源: Wind, 民生证券研究院

（五）化学制品：全年塑料板块表现亮眼，Q1 业绩增速放缓

1、2018 净利润显著上涨，2019Q1 营收稳步增加

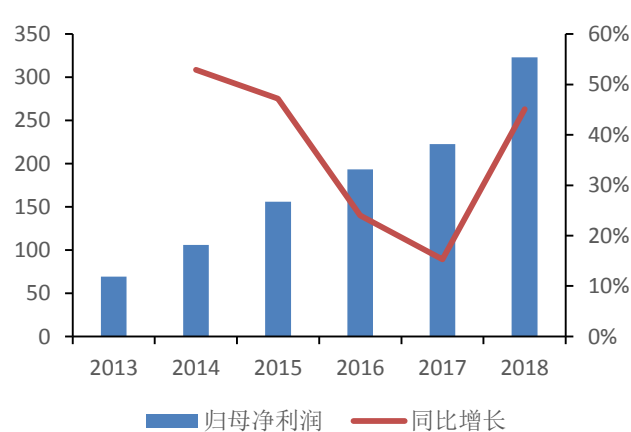
从化学制品子板块来看，上市公司 2018 年全年营收为 4633.12 亿元，较 2017 年全年营收提高了 741 亿元，同比增长 19.04%，增长速率放缓较为明显；归母净利润为 323.09 亿元，连续五年走强，同比增长 45.06%，增长率较 2017 年有所回升。

图 45：化学制品上市公司全年营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

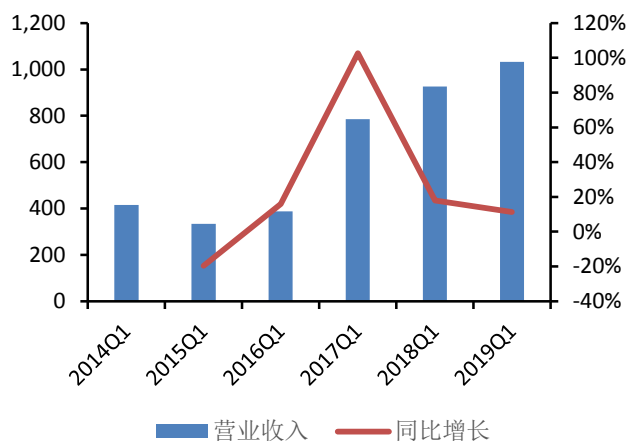
图 46：化学制品上市公司全年归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

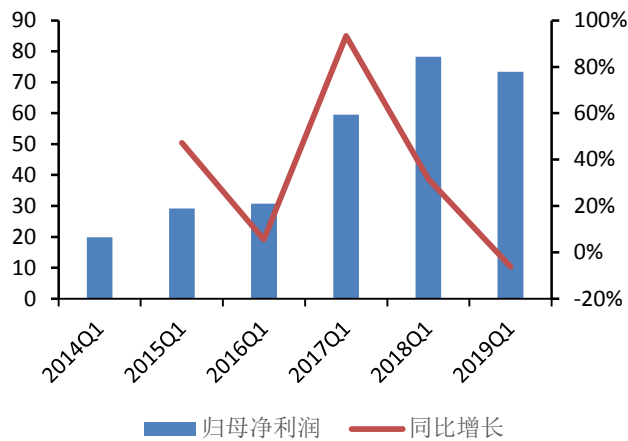
2019Q1 板块营收为 1031.90 亿元，较 2018 年一季度略有提高，同比增长 11.36%，连续两年呈下降趋势；归母净利润为 73.44 亿元，较 2018 年第一季度有所下滑，同比降低 6.16%。

图 47：化学制品上市公司一季度营收/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 48：化学制品上市公司一季度归母净利润/亿元

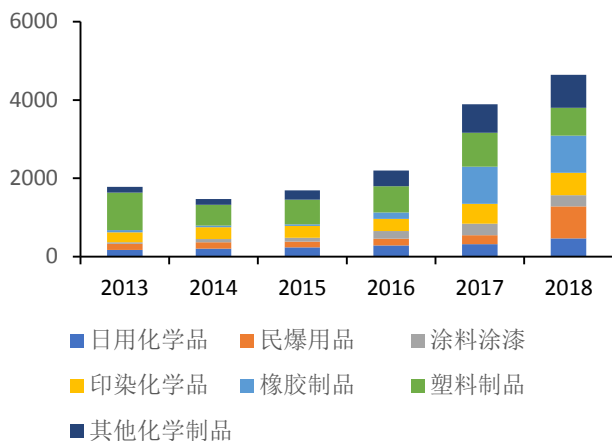


资料来源：Wind，民生证券研究院

子板块方面，除涂料涂漆和塑料制品外，各板块营业收入上涨。民爆用品提升幅度最大，达到 262.15%。橡胶制品依然为营收最高的板块，实现 947 亿元，增幅 0.28%。涂料涂漆减少 2.01%，实现 282 亿元，为化学制品中最低；塑料制品跌幅 18.81%。

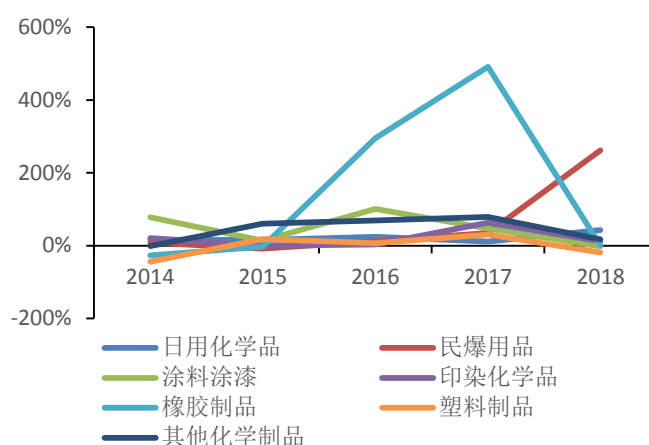
归母净利润涨跌不一。上涨的子板块有塑料制品日用化学品、印染化学品、橡胶制品和民爆用品；下跌的板块为涂料涂漆和其他化学制品；其中塑料制品和民爆用品增幅最大，分别为1938.51%和305.68%。

图 49：化学制品子板块上市公司营收/亿元



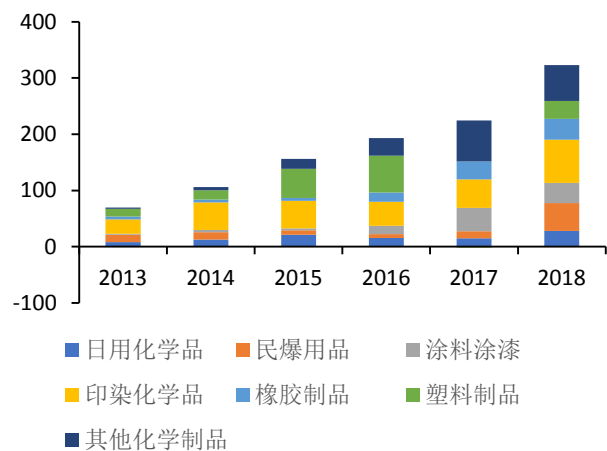
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 50：化学制品子板块上市公司营收同比增幅



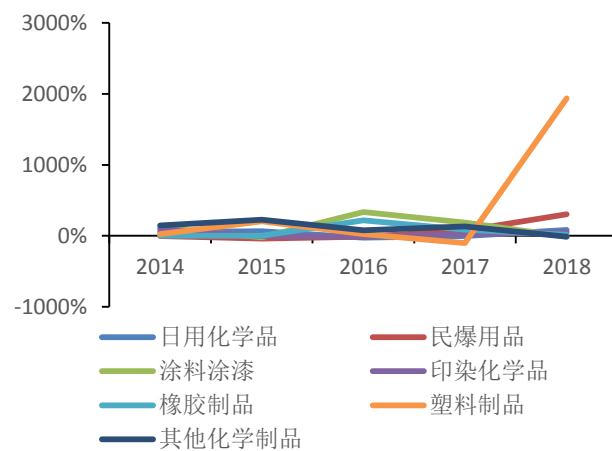
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 51：化学制品子板块上市公司归母净利润/亿元



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 52：化学制品子板块上市公司归母净利润同比增幅



资料来源：Wind，民生证券研究院

下表为 2018 年化学制品板块营收增幅与净利润增幅排名前 10 个股，从重合度上来看，科斯伍德、青松股份和飞凯材料是营收与净利润双高个股。

表 4：化学制品板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股

证券代码	证券简称	2018 年营收增幅	证券代码	证券简称	2018 年净利润增幅
300437.SZ	清水源	103.55%	300192.SZ	科斯伍德	385.73%
300192.SZ	科斯伍德	103.22%	300132.SZ	青松股份	322.55%
300174.SZ	元力股份	99.42%	300398.SZ	飞凯材料	239.37%
002768.SZ	国恩股份	81.94%	300243.SZ	瑞丰高材	194.55%

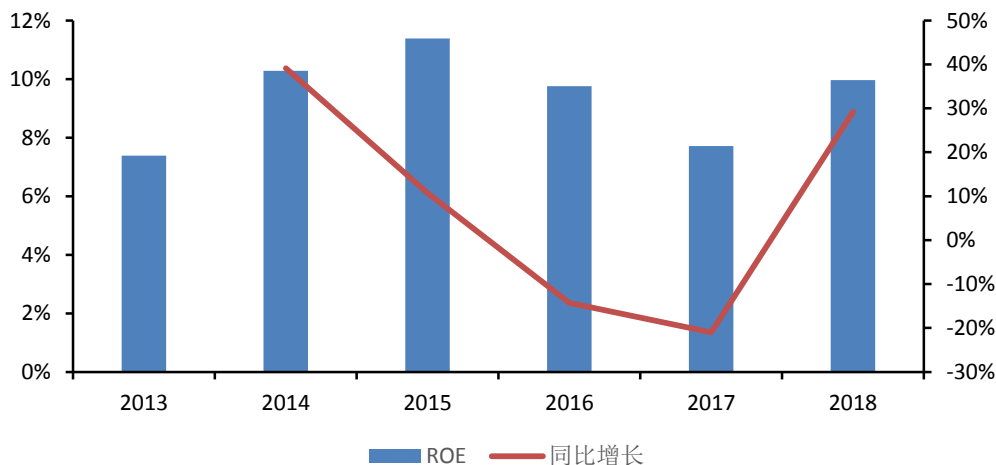
300398.SZ	飞凯材料	76.23%	603227.SH	雪峰科技	180.47%
300132.SZ	青松股份	75.24%	000737.SZ	ST 南风	163.50%
300767.SZ	震安科技	70.43%	300169.SZ	天晟新材	143.39%
603601.SH	再升科技	69.15%	002591.SZ	恒大高新	136.75%
002522.SZ	浙江众成	65.14%	300437.SZ	清水源	118.10%
300320.SZ	海达股份	64.91%	600249.SH	两面针	115.08%

资料来源：Wind，民生证券研究院

2、2018 年 ROE 小幅回升，2019Q1 毛利率与净利率略有下滑

2018 年化学制品板块 ROE 达到 9.97%，同比增长率 29.25%。

图 53：化学制品板块 ROE

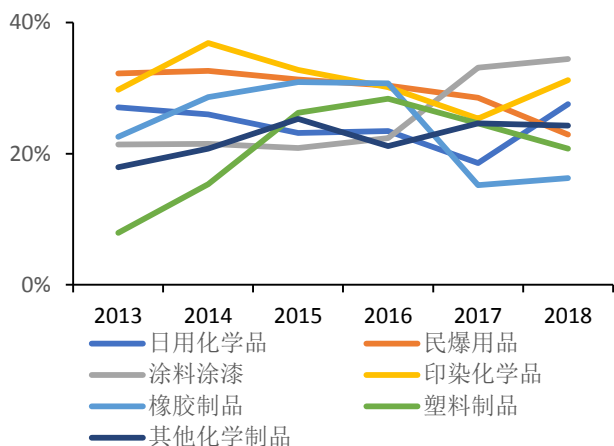


资料来源：Wind，民生证券研究院

2018 年所有子板块均实现盈利。销售毛利率最高的板块为涂料涂漆，达到 34.43%。销售净利率最高为印染化学品，达到 13.77%；剩余板块净利率排名为涂料涂漆、其他化学制品、民爆用品、日用化学品、橡胶制品和塑料制品。

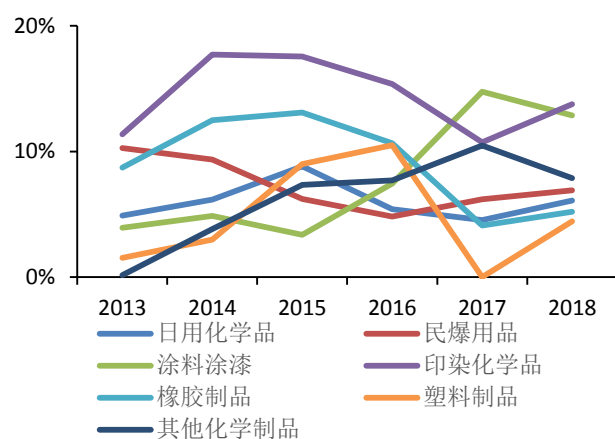
2019Q1 销售毛利率和净利率小幅下跌，分别为 23.25% 和 7.66%。销售费用占比上升至 5.04%，管理费用和财务费用不同程度下滑，分别为 5.30% 和 2.08%。

图 54：化学制品子板块销售毛利率



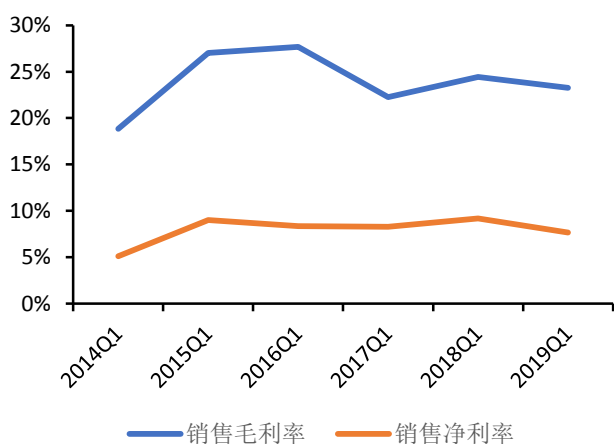
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 55：化学制品子板块销售净利率



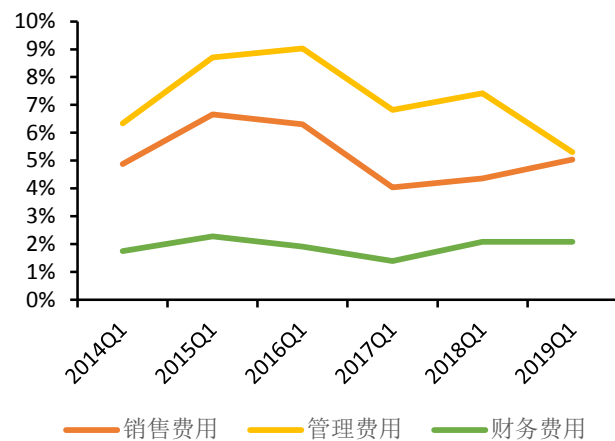
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 56：化学制品板块一季度销售毛利率和销售净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 57：化学制品板块一季度三费占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

二、逻辑主线：行业减量发展，环保整治持续

（一）长期：行业减量发展，资源向一体化配套完善的龙头集中

近年来，我国化工行业改革提速，为推动行业健康可持续发展，国务院及有关政府部门先后颁布了一系列产业政策，为行业发展建立了优良的政策环境，将在较长时期内对行业发展带来促进作用。

表 5：化工行业相关政策汇总一览表

政策	发布日期	发布单位	主要内容
《石油和化学工业“十二五”发展规划》	2011.12	工业和信息化部	有效增加烯烃、有机原料、合成材料、化工新材料和专用化学品等国内短缺石化化工产品的供给能力。加快发展高端石化化工产品。围绕培育壮大战略性新兴产业、改造提升传统产业，重点发展国民经济建设急需的化工新材料及中间体、新型专用化学品等高端石化化工产品。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	2013.2	国家发改委	对有关条目进行了调整，其中高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型（水基化剂型等）、专用中间体、助剂（水基化助剂等）的开发与生产列为国家鼓励类产业。
《中国制造 2025》	2015.5	国务院	进一步放宽市场准入，修订钢铁、化工、船舶等产业政策，支持制造企业通过委托开发、专利授权、众包众创等方式引进技术和人才。
《石油和化学工业“十三五”发展指南》	2016.4	中国石油和化学工业联合会	围绕产品质量档次提升加快技术升级，基础化工产品从工业级向电子级、医药级、食品级方向发展；加快修订清洁生产技术推广方案和清洁生产评价指标体系，开展清洁生产技术改造和清洁生产审核。
《石油和化学工业发展规划（2016-2020 年）》	2016.9	工业和信息化部	加快培育化工新材料，突破一批具有自主知识产权的关键核心技术，打造一批具有较强国际影响力的知名品牌，建设一批具有国际竞争力的大企业、高水平化工园区和以石化化工为主导产业的新型工业化产业示范基地，不断提高石化和化学工业的国际竞争力。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016.11	国务院	进一步发展壮大新一代信息技术、高端设备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意等战略性新兴产业，推动更广领域新技术、新产品、新业态、新模式蓬勃发展，建设制造强国，发展现代服务业，为全面建成小康社会提供有力支撑。
《“十三五”生态环境保护规划》	2016.12	国务院	全面加强石化、有机化工、表面涂装、包装印刷等重点行业挥发性有机物控制。
《新材料关键产业化实施方案》	2017.12	国家发改委	重点发展新一代锂离子电池用特种化学品、电子气体、光刻胶、高纯试剂等高端专用化学品。

资料来源：中商产业研究院，民生证券研究院

其中，“十三五”规划结合行业特点确定了五项发展原则，并在此基础上提出了经济发展、结构调整、创新驱动、绿色发展和两化融合五方面的具体规划目标，规划不再提出产值、收入等总量标准，而是采用体现发展质量的指标替代，坚持问题导向，根据不同化工品种分类施策。

江苏是全国化工第二大省，也是国内染料、农药、医药及颜料等精细化工行业的密集分布区，近期频发的化工安全生产事故揭开了省内产业整治大幕。实际上，江苏是最早开始进行化工行业清理整顿的省份，“十二五”期间，通过专项整治关闭了 2000 余家生产规模较小、安全与环保风险较高的化工企业；“十三五”以来，先后出台多项文件进一步规范化工园区发展。2017 年初，全省开展化工企业“四个一批”专项行动，随后在此基础上出台《“两减六治三提升”专项行动实施方案》；2018 年，为了顺利完成目标，印发了《全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案》，要求对沿海地区南通、连云港、盐城三市进行整治；2019 年，《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》的酝酿更是印证了此次整治力度和持续性。

表 6：江苏省化工行业整治工作方案梳理

文件名称	《江苏省“两减六治三提升”专项行动实施方案》	《全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案》	《化工行业整治提升方案（征求意见稿）》
出台时间	2017 年	2018 年	2019 年
总体目标	开展全省化工企业“四个一批”专项行动，大力减少全省落后化工产能，到 2020 年实现“减化”三大目标： 1、全省化工企业数量大幅减少 2、化工行业主要污染物排放总量大幅减少 3、化工园区内化工企业数量占全省化工企业总数的 50% 以上	全面树立创新绿色安全发展导向，全面落实化工产业提质增效转型升级要求，全面淘汰退出落后低端化工产能，全面整治化工园区和企业的环境污染等突出问题，着力调存量、控增量、减总量，调结构、优布局、促规范，抓创新、提门槛、强监管，实现沿海化工园区、化工企业规范有序、高质量、可持续发展	紧紧围绕本质安全、绿色发展、环境友好、各类风险可防可控的目标要求，到 2020 年底，全省化工生产企业数量减少到 2000 家；到 2022 年，全省化工生产企业数量不超过 1000 家
整治范围	全省	沿海地区南通、连云港、盐城三市辖区内所有化工园区及园区内所有化工生产企业	全省
总体要求	2017 年 3 月底前完成对全省化工企业摸底排查，梳理“关停一批、搬迁一批、升级一批、重组一批”清单，明确整改标准和要求。2017 年 4 月底前制定分年度工作计划，明确责任单位、责任人和完成时限。关停一批化工企业原则上在 2018 年底前完成（其中 2017 年底前完成 50%）；搬迁一批、升级一批、重组一批化工企业原则上在 2020 年 6 月底前完成	化工园区：落实全省“两减六治三提升”专项行动方案的要求，提出化工园区的环保、安全等整治标准，逐个园区排查薄弱环节和存在问题，列出问题清单，制定整改措施，限期治理到 位 化工企业：对化工园区内化工企业现状进行逐个排查，分别按照关停、转移、升级、重组对每个企业提出处置意见和实施方案，明确推进时间表	根据化工企业“四个一批”专项行动提出的标准，安全环保不达标的化工生产企业立刻停产、限期整改，不具备整改条件和逾期整改不到位的予以关闭，工业企业资源集约利用综合评价 D 类的企业逐步关闭退出

资料来源：民生证券研究院整理

江苏减量发展、转型升级化工行业趋势确定，结合国家产业升级整体要求，未来浙江、山东等化工大省跟进是大势所趋，我们认为，化工行业牌照化减量发展将奠定其长期投资价值，

全国范围的退城进园加速将进一步加大龙头企业竞争优势,位于优质园区的优质企业将迎来价值重估,化工企业分化将逐步加速、加剧,具有一体化优势的龙头企业最为受益。

(二) 短期: 环保整治持续, 部分产品供给持续收缩, 景气提升

响水“321”爆炸事件发生后,国务院安委会要求全面开展危险化学品安全隐患集中排查工作,全国20余省份集中召开会议或发布通知,自3月22日起紧急开展化工企业环境安全隐患排查专项行动。

表7: 各省份安全隐患排查工作安排

地区	内容
全国性	国务院安委会发出紧急通知,要求认真贯彻落实江苏响水天嘉宜化工有限公司“3·21”爆炸事故重要指示精神,就进一步做好当前安全生产工作,坚决防范遏制重特大事故作出部署。全面开展危险化学品安全隐患集中排查整治。要对本地区危化品安全状况进行专题研判,组织对所有涉及硝化反应工艺装置和生产、储存硝化物的企业进行全面排查摸底,立即开展安全专项治理,对所有化工园区进行风险评估,及时消除重大隐患。同时,举一反三,深入开展煤矿、非煤矿山、道路交通、消防、建筑施工等其他行业安全隐患排查整治,严防各类事故发生。
北京	从3月23日开始,全市范围内开展为期一周的危险化学品安全大检查。对存在违法违规行为的企业,一律从严处罚、上限处罚。
天津	3月23日至4月1日,天津各相关企业按照检查内容开展隐患自查自改,各级监管部门开展督查检查;4月1日至4月11日,各级监管部门督促企业将隐患彻底整改完毕。
上海	“3.21”后,继续组织对本市危险化学品生产、储存、使用、运输企业开展突击性抽查。各地区、各单位在各相关单位自查自纠的基础上,也将采取“四不两直”方式加大重点检查、突击抽查的频次,形成强大的威慑效应。
山东	山东省应急厅于3月23日派出5个督查组,对德州、东营、淄博、潍坊等11个危险化学品重点市的,42家硝基化合物生产装置企业,进行督导检查。
浙江	“3.21”后,全省要紧盯重大风险,立即开展行动,全力打好危化品安全整治攻坚战。重点聚焦十个方面:一是迅速开展涉及硝化工艺企业检查整治;二是迅速开展固体危险废物储存处置企业检查整治;三是迅速开展危险化学品重大事故隐患检查整治;四是迅速开展油气输送管道高后果区检查整治;五是迅速开展港口和物流危险化学品检查整治;六是迅速开展爆炸物品检查整治;七是迅速开展城镇燃气安全检查整治;八是迅速开展城镇人口密集区危化品生产企业搬迁改造检查整治;九是迅速开展重点化工园区检查整治;十是大力提升危险化学品全生命周期数字化监管能力。
江苏	江苏省委办公厅、省政府办公厅于2019年3月22日上午印发紧急通知,要求切实做好危化品等重点行业领域安全生产工作,立即开展全省化工园区(集中区)、化工企业主要负责人和安全管理人員警示教育,迅速开展全省危化品安全生产大检查,全面排查各类风险隐患,切实夯实各环节责任,坚决防止危化品重特大事故,维护和谐稳定的社会环境。
河北	要从2019年3月开始至2020年12月,进行为期两年的整治攻坚行动。行动分为摸底建档、评估分类、实施攻坚、验收考核、总结巩固五个阶段。3月22日,河北省政府召开化工行业安全生产整治攻坚行动电视电话会议,认真贯彻落实习近平总书记重要指示和李克强总理批示精神,按照省委、省政府部署要求,深刻汲取江苏响水“3·21”爆炸事故教训,对化工行业安全生产整治进行全面安排部署,坚决遏制重特大事故。
河南	2019年3月23日,河南省政府安委办、河南省应急管理厅发出通知,从即日起至6月底前,在全省范围开展危化企业隐患排查活动。河南省应急管理厅将组织5个督导组,按照“大暗访、大排查、大整治、大执法”的要求,对45家中央驻豫和省管危险化学品生产企业进行全面督导检查。各省辖市、各县(市、区)应急管理部门同时对499家委托许可的危险化学品生产企业、10489家经营企业进行全面拉网式检查。
广东	2019年3月,提出要结合实际,迅速制定危险化学品和涉爆等重点行业领域执法行动方案,以问题为导向,确保执法监察发现问题准、采取措施准、查处依据准,持续深化执法检查,深入推进安全生产各项整治。2019年3月24日,珠海市委常委、常务副市长王庆利3月23日带队对市内化工及危化品企业进行安全生产检查,要求各单位认真落实企业安全生产主体责任和安监部门的监管责任,坚决防范事故发生。
海南	2019年3月23日至30日,进行督查工作,提出重点市县要结合实际做好工作,澄迈、洋浦、东方要加强督查督

	办, 督促应急部和省厅两次专家服务检查发现问题隐患的彻底整改。
重庆	决定从3月22日起至3月31日, 在全市范围内全面开展危险化学品等涉危涉爆隐患集中排查整治, 组织开展重点行业领域安全隐患大排查大整治大执法, 督促企业落实主体责任, 扎实做好安全生产工作。
云南	要求有关单位在2019年3月23日至4月23日, 全面排查全省范围内所有危险化学品生产、储存、经营、运输、使用企业和危险废弃物处置单位。
贵州	从3月起至9月底, 在全省深入开展危险化学品、煤矿、道路交通、消防、非煤矿山、烟花爆竹和民爆器材、工贸行业、旅游安全、洪涝灾害、地质灾害等重点行业和领域的排查整治, 抓好危险化学品安全监管“最后一公里”。
陕西	响水爆炸后, 决定在全省范围内立即开展危险化学品易燃易爆有毒场所的安全排查整治。此次排查整治范围包括: 对全省范围内涉及苯及苯的衍生物(含甲苯、乙苯、二甲苯、苯乙烯、苯酚等), 其他易燃易爆有毒危险化学品企业进行全面排查。
辽宁	3月22日, 辽宁省应急管理厅下发紧急通知, 按省委、省政府领导的指示要求, 要求各市立刻组织开展危险化学品企业安全生产大检查, 深刻汲取3月21日江苏天嘉宜化工有限公司发生爆炸事故的教训, 切实加强辽宁省危险化学品安全生产工作, 坚决防范重特大事故。
黑龙江	“3.21”后, 提出各地、各相关行业部门要按照构建防范遏制重特大事故双重预防机制工作要求, 进行全员、全过程的安全风险研判, 要立即组织开展危险化学品行业领域督查检查, 彻底排查隐患, 落实管控和整改措施, 确保生产过程各部位各环节均处于安全稳定受控状态。
青海	3月22日, 青海省安委会办公室印发紧急通知, 要求各市州人民政府、省安委会相关成员单位深刻吸取事故教训, 深入贯彻落实习近平总书记和李克强总理重要批示指示精神, 举一反三, 切实做好青海省化工行业领域(含危险化学品生产、经营、使用、储存、运输、废弃处置环节)安全生产工作。
安徽	“3.21”后, 提出要全面开展安全生产大排查大清理行动, 对危险化学品、矿山、建筑施工、交通等重点行业领域开展拉网式、立体式安全生产风险隐患排查, 不留死角, 不留盲区。对查出的问题要列出问题清单、责任清单, 实行最严格、最彻底整改。要抓住重点, 突出重点园区、重点地区、重点企业, 提高安全防控监测信息化管理水平, 将严重违法违规企业纳入“黑名单”管理。
福建	3月22日, 福建省应急管理厅要求立即开展全省化工园区(集中区)、化工企业主要负责人和安全管理干部警示教育, 迅速开展全省危险化学品安全生产隐患排查治理, 切实夯实各环节责任, 有效管控各类安全风险。
江西	“3.21”后, 提出要深入开展专项整治, 对危化品、化工、煤矿、非煤矿山、烟花爆竹、建筑工地、道路交通等行业企业, 开展拉网式排查, 对发现的突出问题、安全隐患和薄弱环节, 挂牌督办、紧盯不放、全面整改。
湖北	“3.21”后, 提出要集中组织对近三年来国家、省、市、县检查企业(单位)发现的隐患问题和整改情况进行起底回头看, 重点突出硝化工艺、加氢工艺、磺化工艺、烷基化工艺等重点工艺和重大危险源企业的排查, 检查企业风险排查是否无死角, 管控措施是否全面到位。
贵州	从3月起至9月底, 在全省深入开展危险化学品、煤矿、道路交通、消防、非煤矿山、烟花爆竹和民爆器材、工贸行业、旅游安全、洪涝灾害、地质灾害等重点行业和领域的排查整治, 抓好危险化学品安全监管“最后一公里”。
青海	“3.21”后, 立即组织对化工企业及城乡接合部、农村、偏僻院落、废旧厂房等场所进行“地毯式、拉网式、全覆盖”隐患排查整治。
四川	“3.21”后, 要求紧盯重点行业、重点企业、重点环节、重点部位、重点时段, 深入开展安全生产隐患集中排查, 对所有化工园区开展风险评估, 把风险隐患消灭在萌芽状态。

资料来源: 民生证券研究院整理

响水化工园区建立于2002年6月, 位于响水县东北部, 规划面积20平方公里。园区经过长达10年的发展历程, 企业已形成了“1234”态势, 即: 拥有绿利来1家驰名商标, 培育威尔化工、联化科技2家“国家高新技术企业”, 形成盐化工、石油产业、生物化工3条产业链, 裕廊化工、联化科技、威尔化工、雅克化工4家上市公司。此次爆炸涉及相关染料企业约16家, 农药类企业8家。

表8: 响水化工园区情况梳理

类型	主要公司	主营	产品	可比上市公司
染料类企业约16	江苏之江化工	分散染料	产染料40000吨, 滤饼20000	浙江龙盛: 染料龙头, 分散染料14

家左右			吨, 中间体 10000 吨	万吨、间苯二胺外卖 3 万吨左右
	江苏安诺其	活性染料	活性印花、数码印花、低温活性、涤棉-浴染料	闰土股份: 11 万吨分散 吉华集团: 7 万吨分散
	江苏陈氏染料	活性染料	年产中间体 2000 吨, 染料年产 1 万吨左右	亚邦股份: 2.2 万吨分散、6000 吨还原
	恒利达	染料、医药中间体	2.8 万吨有机染料、5000 吨分散染料	
	华盛化工	分散染料	年生产能力滤饼 4000 吨, 成品 5000 吨	
	金隆生物	还原染料、医药中间体等	还原染料 2500 吨、1-氨基蒽醌 2000 吨	
	天嘉宜	染料中间体等	间苯二胺 1.7 万吨、邻苯二胺 2500 吨等	
农药类企业 8 家	虹艳化工	分散、活性染料	4200 吨分散染料、800 吨活性燃料	
	联华科技	农药中间体	异噁草松 1500 吨、联苯菊酯 1500 吨、邻氯苯腈 8000 吨、氟磺胺草醚 200 吨等	扬农化工: 一体化农药龙头, 菊酯龙头 利尔化学: 一体化草铵膦龙头
	江苏威耳	农药及中间体	啶虫脒 400 吨、CCMPI1200 吨、DCTF1500 吨	长青股份: 小扬农, 2400 吨硫磺胺草醚、1000 吨啶虫脒、3000 吨甲草胺
	绿利来	农药原药中间体、制剂	产品年生产能力 2 万吨, 主要产品乙草胺、丁草胺	利民股份: 保护性杀菌剂龙头, 1000 吨硝磺草酮
	裕廊化工	农药、中间体	双甘膦 1.5 万吨, 草甘膦 2 万吨等	雅本化学: 原药及中间体总产能达 7000-8000 吨
	响水中山生物	农药原药	3 万吨莠去津、3000 吨硝磺草酮、1 万吨甲草胺	百傲化学: 工业杀菌剂龙头, 1 万吨邻氯苯腈, 其中 7000 吨在建 先达股份: 3500 吨异噁草松、3000 吨烯草酮
	盐城南方化工	农药中间体、制剂	烯草酮 1200 吨、氟噻草胺 300 吨等	海利尔: 1500 吨啶虫脒 江山股份: 1 万吨乙草胺 新安集团、兴发集团: 草甘膦产能分别为 8 万吨、18 万吨

资料来源: 民生证券研究院整理

我们认为, 短期内的环保整治的力度和持续性不会低于上一轮, 农药原药和中间体等停产企业复工恐将有所延迟, 甚至出现新的大面积停产现象; 染料行业遭受直接冲击, 未来整个染料产业链供给都将持续紧缩, 推动染料及中间体价格中枢上行。建议持续关注确定性受益的农药、染料行业。

三、投资建议：一类企业+三大板块

(一) 龙头企业：万华化学、华鲁恒升

长期来看，化工产业集约化，企业合园区数量减少，资源向龙头企业集中是大势所趋，未来化工企业分化将加速、加剧，具有一体化优势的龙头企业最为受益。建议关注业绩稳健扎实，产业链一体化配套完善，具备成本、资金、技术等优势的龙头企业，推荐**万华化学、华鲁恒升**。

1、万华化学：集团化工资产整体上市，未来业绩更上一层楼

公司具备 180 万吨 MDI 产能，国内定价和控价权优势显著，行业单吨毛利超过 12000 元，同时公司以 PDH 为源头的 C3/C4 石化业务 2016 年顺利投产具备了 75 万吨 PDH、30 万吨丙烯酸甲酯、75 万吨 MTBE、24 万吨环氧丙烷和 20 万吨聚醚的产能，公司石化业务未来还将有 20 万吨 PC、30 万吨 TDI、20 万吨聚醚、6 万吨 SAP 等化工新材料相继投产，未来 MDI、石化和新材料等三个业务板块有望形成三足鼎立的局面。

2、华鲁恒升：煤化工龙头企业，50 万吨乙二醇贡献增量产能

技术先进、“一头多线”柔性多联产模式优势明显。公司现有三套先进的水煤浆气化平台，氨醇产能 320 万吨，目前主要产能包括尿素 220 万吨/年、醋酸 60 万吨/年、55 万吨/年乙二醇、DMF 25 万吨/年、混甲胺 20 万吨/年、20 万吨/年多元醇、己二酸 16 万吨/年等。公司先进的水煤浆气化平台以烟煤为原料，环保优势显著；公司“一头多线”的协同联产体系，可根据市场变化及时调整产品结构，提高了抵御市场风险的能力，同时提升了公司整体的盈利水平。

醋酸盈利能力强，业绩弹性大。受益于出口需求增加以及 PTA 行业景气度回升、2020 年以前是醋酸产能释放空窗期，我们持续看好醋酸行业供给格局的改善。公司现有醋酸产能 60 万吨，完全成本在 1800 元/吨一下，按照目前价格，盈利水平仍然强劲。公司业绩对醋酸价格有较大弹性，根据我们的估值模型，醋酸价格上涨 1000 元/吨，公司 EPS 增厚约 0.23 元。

50 万吨煤制乙二醇投产，成本优势显著。公司 50 万吨/年乙二醇项目于 2018 年 3 季度投产，该项目总投资 26 亿左右，相较于之前 5 万吨示范项目单吨投资大幅降低，得益于公司现金的水煤浆气化平台，公司乙二醇相较于国内同类项目，成本有 500-1000 元/吨的优势。按照 1000 元/吨净利测算，50 万吨/年乙二醇项目稳产后，每年可为公司带来 5 亿元净利润。

(二) 农药板块：扬农化工、利民股份、雅本化学

响水“321”爆炸事件发生后，各省市积极开展化工企业环境安全隐患排查专项行动，短期内的环保整治的力度和持续性不会低于上一轮，农药原药和中间体等停产企业复工恐将有所延迟，甚至出现新的大面积停产现象，农药行业或将延续 2018 年上半年的格局，推荐扬农化工、利民股份、雅本化学等。

1、扬农化工：菊酯景气不减，长期发展可期

全年业绩大幅跃升，Q4 除草剂销量下滑拖累盈利。2018 年全年公司实现营收 52.91 亿元，同增 19.21%，归母净利润 8.95 亿元，同增 55.73%；其中 Q4 单季实现营收 9.46 亿元，归母净利润 1.09 亿元，环比大幅减少；综合毛利率达 30.14%，较去年增加 2.20 个百分点。公司经营业绩大幅跃升，主要原因一方面在于优嘉二期项目全面投产，产能快速释放；另一方面，以菊酯为核心的主要杀虫剂价格强势上涨，公司充分保障产能，保持产销顺畅。受中美贸易摩擦及海外去库存等因素影响，需求减弱使得公司麦草畏 Q4 销量环比下滑较大，导致全年业绩略低于市场预期。

菊酯高景气持续，看好麦草畏长期需求。在安全环保督查高压持续，原药与中间体企业复产率较低，市场原有库存逐步消化的背景下，菊酯产品供给大幅收缩。当前，菊酯行业维持高景气度，功夫菊酯报价 35.5 万元/吨，市场严重缺货；联苯菊酯保持 40 万元/吨的高位，开工低供货紧；氯氟菊酯库存减少，报价在 13 万元/吨左右，预计短期内价格高位运行形势无法缓解，长单价格中枢仍将上移。公司具备菊酯原药及关键中间体全产业链配套优势，环保规范，未来高盈利将长期保持。此外，随着草甘膦抗性问题的日益凸显，双抗转基因大豆推广持续加速，麦草畏出口有望逐步修复，据中国农药协会预测，2020 年麦草畏市场销售额可达 4.87 亿美元，公司现有麦草畏产能 2.5 万吨/年，有望长期受益于行业向好。

优嘉项目持续加码，长期成长性不断增强。公司优嘉二期项目已圆满收官，三期项目正全面推进，其中包括：（1）1.15 万吨/年杀虫剂、1000 吨/年除草剂、3000 吨/年杀菌剂和 2500 吨/年氯代苯乙酮及相关副产品 37384 吨/年项目，总投资 20.2 亿，全部达产预计贡献税后净利润 3.6 亿。目前该项目已处于环评最后阶段，预计今年上半年开工建设；（2）3.26 万吨/年农药制剂项目和码头及仓储工程项目，总投资 2.3 亿元，预计实现税后净利润 9100 万元；（3）3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯、200 吨/年羧啉酯农药项目，总投资 4.3 亿，预计实现税后净利润 9300 万元。上述项目的逐步投产将为公司带来显著增量，公司长期成长性将进一步增强，整体竞争力有望不断提升。

暂不考虑并购影响，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 3.44、4.03 和 4.54 元，对应 PE 为 17、14 和 13 倍，参考 SW 农药板块当前 19 倍的行业平均 PE，维持“推荐”评级。

2、利民股份：主营产品量价齐升，并购威远增厚业绩

主要产品量价齐升，新河贡献较高利润增量。2018 年公司实现营收 15.19 亿元，同增 6.73%，实现归母净利润 2.07 亿元，同增 50.93%，业绩增长主要得益于公司及参股公司主要产品需求旺盛、量价齐升，市场竞争优势显著。价格方面，硝磺草酮因供应偏紧，由 2018 年初 16 万元/吨上涨至 23 万元/吨；百菌清受益于环保趋严下的开工受限，供给端不断收缩，年内价格上

涨 10%至 5.5 万元/吨。产量方面，公司于 2018H2 开始进入新产能集中投放期，1 万吨代森锰锌新产能已于 2018 年底建成，预计供需格局良好的硝磺草酮产能也将持续扩张。此外，公司参股的新河公司新增 1 万吨百菌清产能 10 月建成后逐步放量、快速达产，业绩增长显著，成为公司重要利润来源。

在建产能稳步推进，新项目打开成长空间。公司 1 万吨代森锰锌新产能已于 18 年底建成，预计 2019H1 投产，定位代森高端产品市场；年产 500 吨苯醚甲环唑项目也已启动，预计 2019H2 建成；本部新建的 1000 吨吡唑醚菌酯环评已过，有望于 2020 年投入运行。新项目的陆续投产将给公司业绩带来持续增厚，打开成长空间。

收购新奥威远进展顺利，业绩增厚可期。公司拟联合欣荣投资以及新威投资，以支付现金的方式购买新奥威股份持有的农兽药相关三家子公司，利民股份将以 4.8 亿受让 60% 股权，布局以阿维菌素、草铵膦等为首的明星品种，进一步丰富杀虫剂、除草剂产品类别。标的公司 2019-2021 年业绩承诺分别为 1.0、1.1、1.2 亿元。当前项目进展顺利，待正式并表后将贡献可观利润增量，同时有利于公司进一步完善农化产业链布局。

暂不考虑威远并表，预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.04 元、1.32 元、1.57 元，对应 PE 分别为 15 倍、12 倍、10 倍，参考 SW 农药板块平均 19 倍估值水平，维持“推荐”评级。

3、雅本化学：长期订单奠定增长基础，医药板块迅速扩张

业绩高速增长，成长空间巨大。2018 年公司实现营收 18.06 亿元，同增 49.50%，归母净利润 1.61 亿元，同增 119.52%，业绩持续高增长一方面得益于产能利用率的有效提升，农药定制业务规模效应凸显，经营管理效率不断提高；另一方面，公司自主开发的产品发展迅速，医药板块表现也较为出色。目前，公司设有太仓、如东、滨海三大生产基地，拥有多条千吨级高自动化生产线，原药及中间体总产能达 7000-8000 吨，作为国内领先精细化学品定制生产商，公司研发实力雄厚，客户资源稳定，长期成长空间广阔。

农药中间体获长期订单，多种新产品放量在即。作为全球第一大植保品种，康宽（氯虫苯甲酰胺）凭借其优质的产品性能、不断被开发的混配制剂以及持续被挖掘的新领域受到越来越多关注，未来市场具备较大增长潜能。公司农药业务利润主要来源为其核心产品——康宽中间体 BPP，2017 年底拥有产能 1000 吨，截止目前已扩产至 1800 吨/年，整体利用率达 80%-90%，由于订单旺盛，后期仍将通过新建生产线及工艺改进等方式扩大产能。去年 11 月公司与富美实签订长期定制生产服务协议，进一步夯实了公司中间体定制生产龙头地位，未来随着新产线运行趋稳，规模化生产优势加强，产品盈利水平将再获提升。与此同时，公司将不断投放农药新产品，2019 年滨海基地两个农药中间体已获生产批文，预计下半年产生效益，提供新的利润增长点。

内生增长+外延并购，医药业务迅速扩张。公司近年来持续进行医药板块布局，在传统的抗肿瘤、抗癫痫药物中间体等方面保持较强竞争力，2018 年受益于环保高压，产品毛利率改善明显。当前，一方面公司资源储备丰富，管道内新产品多样，与富美实、科迪华、拜耳的合作产品也将陆续上市，有望进一步增厚公司业绩；另一方面，随着上海朴颐化学、ACL 经营向好，业务协同效应有望逐步显现。未来公司将在生物酶、原料药领域持续发力，医药板块或

迎爆发式增长。

预计公司 2019-2021 年每股收益 0.24 元、0.34 元、0.46 元，对应 PE 分别为 25 倍、18 倍、14 倍。虽略高于 SW 农药板块当前平均 19 倍 PE 水平，但考虑公司中间体行业龙头地位稳固，在农药中间体生产订制领域具有先发优势，未来大额订单将持续推动业绩增长，医药板块迅速扩张，维持“推荐”评级。

（三）染料板块：浙江龙盛、闰土股份

此次核心染料中间体间苯二胺产品国内第二大供应商天嘉宜化工厂爆炸，叠加全球最大靛蓝生产厂商中丹化工生产事故，直接冲击了染料行业，未来整个染料产业链供给都将持续紧缩，推动染料及中间体价格中枢上行，推荐浙江龙盛、闰土股份等。

1、浙江龙盛：业绩高增符合预期，一体化优势凸显

染料价格中枢提升，促进业绩高增长。染料行业自2017年江浙地区环保督察以来，供给端进一步收缩，造成产品价格大幅上涨，2018年至2019Q1维持高位震荡。根据公司披露的经营数据，国内分散染料各季度均价（不含税）在4.0万/吨上行波动，活性染料在3.0万/吨上下波动。公司2018年染料业务实现营业收入111.01亿元，同比增长21.5%，产品均价4.59万/吨，同比增长23.5%，销量24.2万吨，同比下降1.7%。

天嘉宜事故导致供给再次收缩，业绩有望攀新台阶。受2019年“321”响水天嘉宜爆炸事故影响，天嘉宜约1万吨间苯二胺产能退出，占国内市场约20%，同时响水园区及周边滨海、灌云、灌南园区等均停产整治，并且安全大检查已在全国各省市展开。目前间苯二胺行业供给紧张，且染料供给再次收缩，导致产品价格大幅上涨。间苯二胺市场价格已由爆炸前约4.5万/吨上涨至10万/吨以上，分散染料市场价格由约4万/吨上涨至7万/吨。受益于产品价格大幅上涨，预计公司19Q2业绩将再次爆发，助推19年再创新高。

行业供需格局不断优化，公司房地产业务进展顺利。由于“321”事故导致园区整改力度再次加强，未来将有大量不合规的中小企业加速关停淘汰，染料及中间体行业供需格局不断优化，推动染料及中间体价格中枢上行，公司盈利能力和龙头地位进一步强化。此外公司房地产项目进展顺利，黄山路项目今年预计将完成汇款，大统路项目有望2020年预售，华兴新城项目预计年底开工建设。

2、闰土股份：染料价格持续推高，盈利有望再创新高

环保趋严导致染料价格大涨，助力业绩增长。染料行业自2017年江浙地区环保督察以来，供需格局持续改善，据卓创资讯统计，2018年分散染料及活性染料均价（浙江市场成交价加权平均）分别为3.79/2.92万/吨，同比上涨54.9%/18.2%。公司2018年染料业务营业收入51.26亿元，同比增长8.8%，染料销售均价（不含税）3.17万/吨，同比上涨26.6%，毛利率41.4%，较去年同期提升7.4pct。公司中间体主要生产子公司江苏明盛、江苏和利瑞、江苏远征位于连云港灌云县临港工业区内，受园区整治影响自2018年5月开始停产，导致三家子公司全年合计亏损约2.52亿元，对业绩造成一定的影响。

项目搬迁入园及技改工作顺利推进，夯实公司发展基础。2018年公司项目搬迁入园和产业链“填平补缺”技改工作顺利推进，加大环保治理项目投入，推动染料生产工艺升级。以瑞华化工整体搬迁建设年产10万吨活性染料项目和闰土染料年产1.16万吨染料中间体系列项目及赛亚化工硫化氢、混二氯苯项目等为主的多个项目快速推进，为公司长远发展打下坚实基础。年产10万吨活性染料整体搬迁项目分期分步实施。目前，首期年产8万吨活性染料项目预计2019年5月中下旬进行试车试生产。迪邦化工年产4.78万吨高强度环保型分散染料及6.90万吨染料中间体技改项目的重氮、偶合工艺流程不断优化，未来成本有望进一步下降。

（四）新材料板块：蓝晓科技、国瓷材料

新材料领域，国内 OLED 生产线逐渐投产，进口替代需求强劲，上游材料端销量有望提升，电子化学品龙头企业有望受益；新能源、新材料等龙头企业主营业务可持续盈利能力强，推荐**蓝晓科技、国瓷材料**等。

1、蓝晓科技：重大项目进展顺利，开拓新领域可期

藏格项目 2 条线确认收入是业绩大幅增长主因，其它各领域增长同样亮眼。2019Q1 实现营收 2.45 万元，同比增长 86%，主因是各应用领域均有较大幅度的增长，藏格项目确认 2 条线的收入是主要贡献。扣除藏格项目，我们测算公司传统业务净利大约同比增长 65%，亦实现了较大幅度增长，表明公司业绩具有较好的可持续性。另外，公司一季度毛利率 45.95%，同比提升 7 个百分点，主因是高毛利产品类别（如系统装置）占比有所增加且部分原材料价格下降带来成本降低。一季度经营性现金流为负 4130 万元，且同比大幅减少，主因是锦泰等项目采购金额增加所致。

重大项目、境外技术并购等进展顺利，镍提取等新领域突破可期。藏格项目已完成 5 条线的运行调试，预计今年上半年藏格项目 10 条线能够全部建成投产；锦泰项目核心吸附工段完成安装，预计锦泰一期、二期将于下半年起逐步投产。报告期公司完成对比比利时 Ionex 和爱尔兰 PuriTech 公司的收购，从而获得多路阀关键技术，未来将于公司现有阀阵技术相结合开拓新领域及国际市场。根据公司年报，公司红土镍矿提镍技术已具备中试技术，生命色谱材料装置进入工业化中试阶段，粉煤灰循环利用等多项技术也都不断取得突破。新应用领域的开拓、高附加值新产品的市场推广将成为公司业绩高增长的持续推动力。

高陵一期开始试运行，新产能投放保障大市场容量等新品类推广。公司 2.5 万吨高陵项目一期已开始试运行、1.5 万吨蒲城项目正在推进项目建设，鹤壁蓝赛已完成环评批复。高陵、蒲城项目的逐步投产，将大幅舒缓公司产能不足的压力，保障公司新领域的市场开拓；鹤壁蓝赛定位以废弃树脂为主的工业危废处理与综合利用，该项目将延伸公司现有产业链，提升综合服务能力、扩大产业规模级盈利水平。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.35、1.64、2.14 元，对应 PE 分别为 24、19、15 倍，考虑公司历史 PE (TTM) 最低水平在 35 倍左右，且公司技术壁垒高、成长性好，维持“推荐”评级。

2、国瓷材料：材料平台业绩靓丽，多点开花潜力可期

内生外延业绩增厚，多板块布局动力十足。公司 2018 年全年业绩实现高速增长，表现亮眼，主要原因在于 MLCC 配方粉、氧化锆等内生业务发展良好，收入和利润同比增加，同时外延式发展协同效应开始显现，纳入合并范围的子公司王子制陶、深圳爱尔创、江苏金盛多点开花。当前，技术创新是业绩增长的重要保障，公司正逐步打造新材料产业化平台，建筑陶瓷和电子陶瓷持续放量，氧化锆业务将成为未来业绩增长最大亮点。

下游需求持续扩张，MLCC 粉量价齐升增厚业绩。随着下游新能源汽车电气化、电子消费品智能化的不断发展，MLCC 行业需求快速增长，日韩大厂结构性调整退出造成供需失衡，

叠加部分囤货炒货现象，MLCC 价格稳步提升，供不应求短期难以缓解。公司作为国内 MLCC 陶瓷粉体领域龙头企业，产能已由 7000 吨/年扩至 10000 吨/年，与去年相比产销量均大幅增长，后期在汽车电容和陶瓷滤波器/谐振器方面仍有扩产计划，最快将于 2019 年底贡献利润，MLCC 量价齐升为内生增长提供了重要支撑。

充分受益于环保标准升级，汽车尾气催化材料市场空间广阔。受益于国六标准和天津、河北等地“黄改绿”等环保政策的实施，市场对汽车尾气催化材料的需求进一步加大。公司抓住时机收购王子制陶拓展蜂窝陶瓷领域，收购江苏天诺切入高端分子筛领域，收购博晶科技进入钕锆固溶体领域，加快公司在汽车尾气治理方面的布局，提供全系列汽车尾气催化解决方案。当前公司已有部分用于国六标准的 GPF、DPF 尾气催化材料产品陆续通过下游国产品牌汽车厂及主机厂验证，催化板块增长空间广阔。

氧化锆产业链加速延伸，消费电子领域逐步放量。公司不断升级纳米级氧化锆产品，积极开拓下游领域。合资成立蓝思国瓷，加快在智能穿戴及电子消费品领域的应用，成功进入苹果供应链体系；收购爱尔创，进入快速发展的口腔医疗市场，打通了“纳米氧化锆-陶瓷义齿”产业链。未来随着陶瓷义齿的普及以及消费电子氧化锆渗透率的提升，公司纳米复合氧化锆业务将迎来更大突破。

预计公司 2019-2021 年每股收益 0.64、0.79 和 0.97 元，对应 PE 为 25、20 和 16 倍，参考精细化工板块当前平均 33 倍 PE 水平，考虑 MLCC 配方粉涨价有望提供业绩弹性，氧化锆、汽车尾气催化剂业务将构成主要增长点，维持“推荐”评级。

四、风险提示

大宗商品价格大幅下跌；

产能投放不及预期；

下游需求不及预期；

上市公司上下游产业链产品出现超预期波动。

插图目录

图 1: 基础化工板块上市公司全年营收/亿元.....	3
图 2: 基础化工板块上市公司全年归母净利润/亿元.....	3
图 3: 基础化工板块上市公司年度 ROE.....	3
图 4: 基础化工板块上市公司年度资产负债率.....	3
图 5: 2018 年营收增幅公司数量分布.....	4
图 6: 2018 年归母净利润增幅公司数量分布.....	4
图 7: 基础化工板块上市公司一季度营收/亿元.....	4
图 8: 基础化工板块上市公司一季度归母净利润/亿元.....	4
图 9: 二级板块上市公司一季度营收同比增幅.....	5
图 10: 二级板块上市公司一季度归母净利润同比增幅.....	5
图 11: 化工板块上市公司一季度销售毛利率和净利率.....	5
图 12: 化工板块上市公司一季度三费占比.....	5
图 13: 2018 年中信一级行业营业收入同比增幅.....	6
图 14: 2018 年中信一级行业归母净利润同比增幅.....	6
图 15: 当前中信一级行业估值水平.....	6
图 16: 农用化工上市公司全年营收/亿元.....	7
图 17: 农用化工上市公司全年归母净利润/亿元.....	7
图 18: 农用化工上市公司一季度营收/亿元.....	7
图 19: 农用化工上市公司一季度归母净利润/亿元.....	7
图 20: 农用化工子板块上市公司营收/亿元.....	8
图 21: 农用化工子板块上市公司营收同比增幅.....	8
图 22: 农用化工子板块上市公司归母净利润/亿元.....	8
图 23: 农用化工子板块上市公司归母净利润同比增幅.....	8
图 24: 农用化工板块 ROE.....	9
图 25: 农用化工子板块销售毛利率.....	10
图 26: 农用化工子板块销售净利率.....	10
图 27: 农用化工板块一季度销售毛利率和销售净利率.....	10
图 28: 农用化工板块一季度三费占比.....	10
图 29: 合成纤维及树脂上市公司全年营收/亿元.....	11
图 30: 合成纤维及树脂上市公司全年归母净利润/亿元.....	11
图 31: 合成纤维及树脂上市公司一季度营收/亿元.....	11
图 32: 合成纤维及树脂上市公司一季度归母净利润/亿元.....	11
图 33: 合成纤维及树脂子板块上市公司营收/亿元.....	12
图 34: 合成纤维及树脂子板块上市公司营收同比增幅.....	12
图 35: 合成纤维及树脂子板块上市公司归母净利润/亿元.....	12
图 36: 合成纤维及树脂子板块上市公司归母净利同比增幅.....	12
图 37: 合成纤维及树脂板块 ROE.....	13
图 38: 合成纤维及树脂子板块销售毛利率.....	14
图 39: 合成纤维及树脂子板块销售净利率.....	14
图 40: 合成纤维及树脂板块一季度销售毛利率和销售净利率.....	14
图 41: 合成纤维及树脂板块一季度三费占比.....	14
图 42: 化学原料上市公司全年营收/亿元.....	15
图 43: 化学原料上市公司全年归母净利润/亿元.....	15
图 44: 化学原料上市公司一季度营收/亿元.....	15
图 45: 化学原料上市公司一季度归母净利润/亿元.....	15
图 46: 化学原料子板块上市公司营收/亿元.....	16

图 47: 化学原料子板块上市公司营收同比增幅	16
图 48: 化学原料子板块上市公司归母净利润/亿元	16
图 49: 化学原料子板块上市公司归母净利同比增幅	16
图 50: 化学原料板块 ROE	17
图 51: 化学原料子板块销售毛利率	18
图 52: 化学原料子板块销售净利率	18
图 53: 化学原料板块一季度销售毛利率和销售净利率	18
图 54: 化学原料板块一季度三费占比	18
图 55: 化学制品上市公司全年营收/亿元	19
图 56: 化学制品上市公司全年归母净利润/亿元	19
图 57: 化学制品上市公司一季度营收/亿元	19
图 58: 化学制品上市公司一季度归母净利润/亿元	19
图 59: 化学制品子板块上市公司营收/亿元	20
图 60: 化学制品子板块上市公司营收同比增幅	20
图 61: 化学制品子板块上市公司归母净利润/亿元	20
图 62: 化学制品子板块上市公司归母净利同比增幅	20
图 63: 化学制品板块 ROE	21
图 64: 化学制品子板块销售毛利率	22
图 65: 化学制品子板块销售净利率	22
图 66: 化学制品板块一季度销售毛利率和销售净利率	22
图 67: 化学制品板块一季度三费占比	22

表格目录

表 1: 农用化工板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股	8
表 2: 合成纤维及树脂板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股	12
表 3: 化学原料板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股	16
表 4: 化学制品板块上市公司营收与归母净利润增幅前 10 个股	20
表 5: 化工行业相关政策汇总一览表	23
表 6: 江苏省化工行业整治工作方案梳理	24
表 7: 各省份安全隐患排查工作安排	25
表 8: 响水化工园区情况梳理	26

分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

李骥，北京大学材料学博士，2017年新财富有色金属行业第三名团队成员，2018年12月加入民生证券化工团队。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层；100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元；200122

深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元；518001

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。