

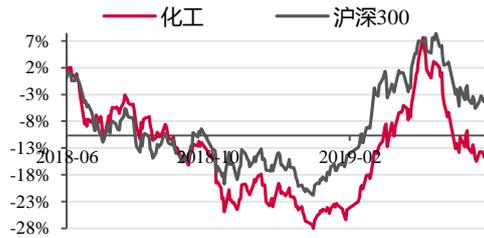
环保风再起，关注精细化工、新材料及白马龙头

2019年06月03日

评级 领先大市

评级变动: 维持

行业涨跌幅比较



%	1M	3M	12M
化工	-9.17	-2.72	-14.79
沪深300	-7.24	-3.20	-3.73

周策

执业证书编号: S0530519020001  
zhouce@cfzq.com

丁蕾蕾

dingll@cfzq.com

分析师

0731-84779582

研究助理

相关报告

- 《化工：基础化工行业 2019 年 4 月行业跟踪：行业景气度持续回落，关注环保、安监再度收严带来的结构性机会》 2019-05-12
- 《化工：基础化工行业 2019 年 3 月行业跟踪：响水爆炸引发蝴蝶效应，化工行业或迎来新一轮供给侧改革》 2019-04-09
- 《化工：化工行业事件点评：天嘉宜爆炸对染料市场影响分析》 2019-03-22

重点股票	2018A		2019E		2020E		评级
	EPS	PE	EPS	PE	EPS	PE	
利民股份	0.73	18.63	1.15	11.83	1.55	8.77	推荐
湖南海利	0.14	48.71	0.47	14.51	0.56	12.18	推荐
金禾实业	1.84	9.93	1.7	10.75	2.04	8.96	推荐
再升科技	0.23	31.7	0.3	24.3	0.39	18.69	推荐
玲珑轮胎	1.05	16.11	1.17	14.46	1.4	12.08	推荐
龙蟒佰利	1.12	14.11	1.48	10.68	1.85	8.54	推荐
新和成	1.43	10.48	1.21	15.82	1.55	12.38	谨慎推荐

资料来源：财富证券

投资要点：

- ▶ **板块回顾与展望。**市场方面，2019 年年初至今，中信基础化工指数上涨 17.06%，在中信 29 个子行业中排名第 12 位，跑赢上证综指 1.80 个百分点，跑输沪深 300 指数 2.50 个百分点。业绩方面，从单季度看，2018 年行业业绩呈前高后低情况，2018Q4 单季度实现归母净利润 88.75 亿元，同比下滑 35.80%，2019Q1 归母净利润 224.64 亿元，同比下滑 19.48%，行业景气度持续下滑。整体来看，2019 年下半年随着危化企业搬迁入园以及新一轮环保督察如火如荼的开展，行业供给端有望迎来局部收缩；需求端，房地产行业的悲观预期逐步修正，汽车行业目前仍在探底、预计下半年逐步好转；估值端，行业 PE 和 PB 估值均处于历史最低的 1/3 以内。综合考虑上述因素，维持基础化工行业“领先大市”评级。
- ▶ **2019 年下半年投资策略。**我们建议从以下三条主线进行投资，1、由于精细化工大省江苏监管利剑出鞘、全国化工企业搬迁入园进入密集期，供给端有望局部收缩的精细化工板块，建议关注农药板块的利民股份、湖南海利、国光股份等，食品添加剂板块的金禾实业、新和成等。2、由于贸易摩擦加剧，国产替代有望加速的新材料板块，建议关注再升科技、国瓷材料、飞凯材料等。3、化工行业新一轮产能扩张集中于龙头企业，强监管下具有产业一体化和园区一体化优势的白马龙头估值中枢有望提升，建议关注玲珑轮胎、龙蟒佰利、华鲁恒升等。
- ▶ **风险提示：**中美贸易战造成出口下降超预期；国内需求端受内外因素影响低于预期；环保、安监政策力度低于预期。

## 内容目录

<b>1 板块回顾与展望</b>	<b>4</b>
1.1 年初以来板块二级市场表现略优大盘	4
1.2 板块景气周期处于下降通道	4
1.3 环保、安监风再起，关注结构性机会	5
<b>2 投资主线一--供给局部收缩的精细化工板块</b>	<b>8</b>
2.1 江苏整改持续亮剑，农药行业有望迎来二次“供给端收缩”	10
2.2 集中度有望进一步提升的食品添加剂行业	12
<b>3 投资主线二--贸易摩擦加剧、国产替代有望加速的新材料板块</b>	<b>14</b>
3.1 中美贸易战加剧、政策扶持加码，电子化学品国产替代有望加速	15
3.2 市场空间广阔、自身条件优越的成长股	17
<b>4 投资主线三--强者恒强时代，拥抱白马龙头</b>	<b>18</b>
4.1 新一轮产能扩张集中于龙头企业	18
4.2 化工事故频发，行业龙头有望迎来估值溢价	19
4.3 行业白马龙头个股--玲珑轮胎、龙蟒佰利、华鲁恒升	20
<b>5 风险提示</b>	<b>21</b>

## 图表目录

图 1: 年初以来二级市场表现优于大盘	4
图 2: 中信一级行业指数涨跌幅总市值加权平均 (%)	4
图 3: 行业历史市盈率 PE (TTM, 中值)	4
图 4: 行业历史市净率 PB (中值)	4
图 5: 单季度基础化工行业营收及增速	5
图 6: 单季度基础化工行业归母净利润及增速	5
图 7: 基础化工行业库存情况	5
图 8: PPI:化学原料及化学制品制造业:当月同比 (%)	5
图 9: 危化企业搬迁改造时间表	7
图 10: 国内精细化工行业总产值	9
图 11: 国内外化工精细率	9
图 12: 全球农药产业链利润分配	10
图 13: 全国化工原药产能分布情况	10
图 14: 我国食品添加剂生产经营企业 3000 多家	12
图 15: 全国食品添加剂生产企业分布情况	12
图 16: 近年中国食品添加剂主要品种产品及增速	13
图 17: 近年中国食品添加剂销售额及增速	13
图 18: 中国新材料产业整体规模及增速	14
图 19: 中国新材料产业结构	14
图 20: 电子化学品分类	15
图 21: 我国集成电路进口额破 3000 亿美元	15
图 22: 以集成电路为代表的半导体产业链	16
图 23: 此轮产能扩张则多集中于大企业	19

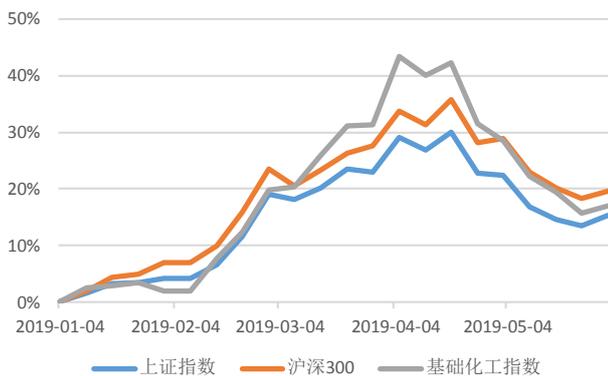
图 24: 近三年化工事故起数和死亡人数统计 .....	19
图 25: 中小型企业发生的事故占比 75% .....	19
表 1: 全国部分省份化工园区整治方案简介 .....	6
表 2: 新一轮环保督察七个专项内容 .....	8
表 3: 江苏省化工产业安全环保政治提升方案 .....	9
表 4: 国家出台多项政策推进集成电路发展 .....	15
表 5: 我国电子化学品国产化程度 .....	16

## 1 板块回顾与展望

### 1.1 年初以来板块二级市场表现略优大盘

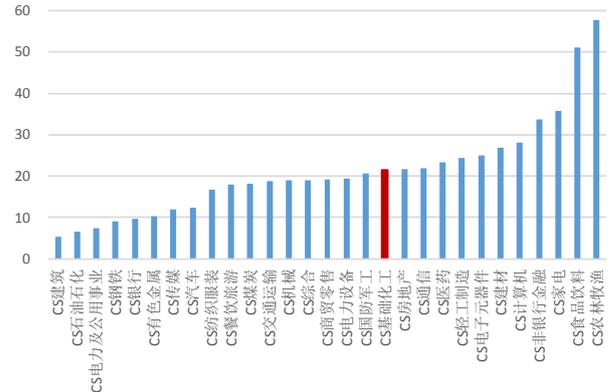
基础化工板块年初以来涨幅跑赢大盘 1.80 个百分点。2019 年年初至今(5 月 31 日)，中信基础化工指数上涨 17.06%，在中信 29 个子行业中排名第 12 位，跑赢上证综指 1.80 个百分点，跑输沪深 300 指数 2.50 个百分点。

图 1：年初以来二级市场表现优于大盘



资料来源：wind，财富证券

图 2：中信一级行业指数涨跌幅总市值加权平均 (%)



资料来源：wind，财富证券

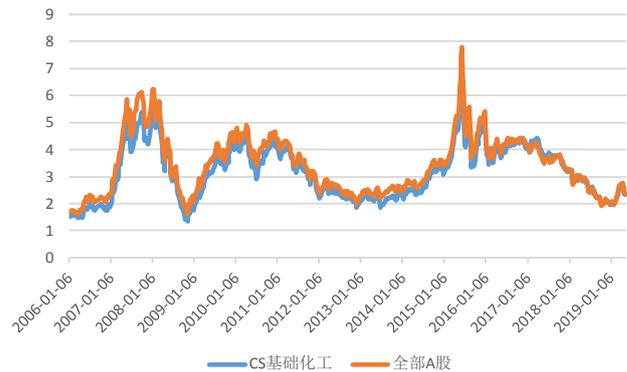
板块估值位于历史中位数以下。目前，整个基础化工板块市盈率为 29.20 倍，位于 2006 年以来历史最低的 37.48%分位；市净率 2.28 倍，位于 2006 年以来历史最低 24.01%分位。

图 3：行业历史市盈率 PE (TTM, 中值)



资料来源：wind，财富证券

图 4：行业历史市净率 PB (中值)



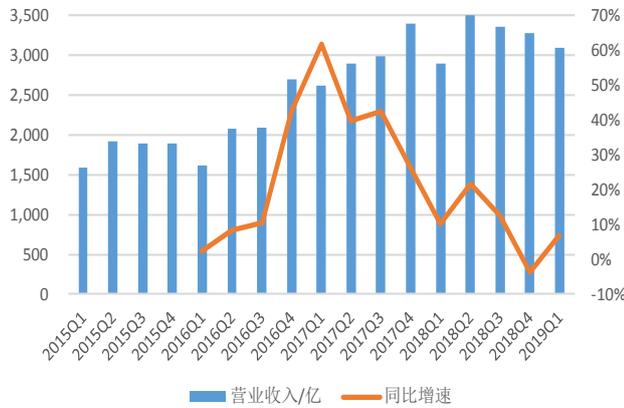
资料来源：wind，财富证券

### 1.2 板块景气周期处于下降通道

从单季度看，2018 年行业业绩呈前高后低情况，营业收入方面，2018Q4 单季度实现营收 3273.30 亿元，同比增速由正转负，下滑 3.70%；2019Q1 营收 3085.77 亿元，同比

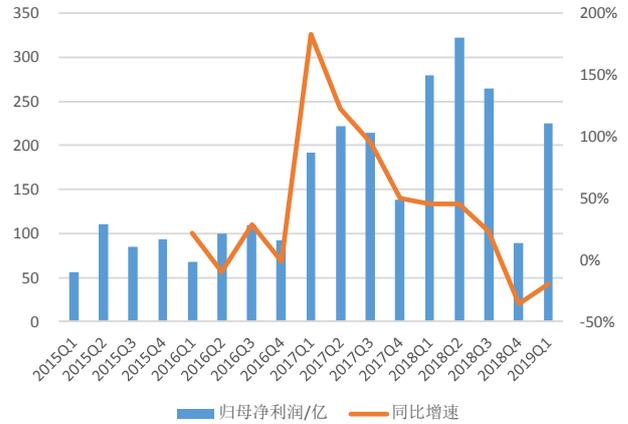
上涨 6.79%。利润方面，2018Q4 单季度实现归母净利润 88.75 亿元，同比下滑 35.80%，2019Q1 归母净利润 224.64 亿元，同比下滑 19.48%，行业景气度持续下滑。

图 5：单季度基础化工行业营收及增速



资料来源：wind，财富证券

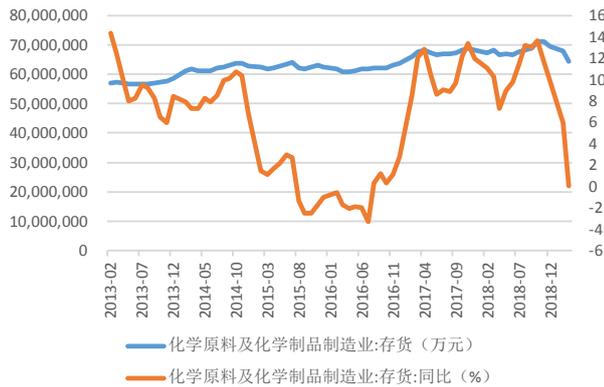
图 6：单季度基础化工行业归母净利润及增速



资料来源：wind，财富证券

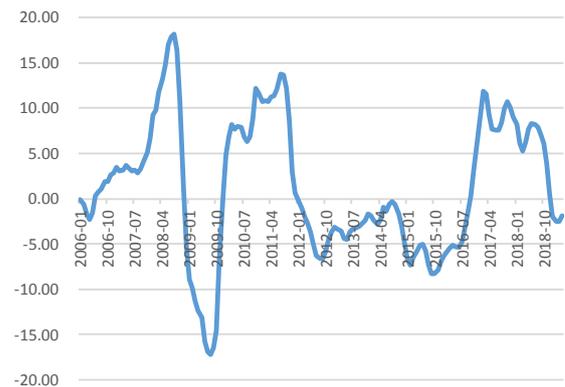
目前，行业库存同比增速在下滑，2019 年 3 月份增速已接近零，库存压力不大。

图 7：基础化工行业库存情况



资料来源：wind，财富证券

图 8：PPI:化学原料及化学制品制造业:当月同比 (%)



资料来源：wind，财富证券

### 1.3 环保、安监风再起，关注结构性机会

自 2016 年兴起的供给侧改革叠加环保风暴双双在 2017 年持续推进，基础化工板块供需关系明显改善，盈利能力大幅增强，2017、2018 年景气度不断提升。自 2018 年下半年起，政府对前期环保“一刀切”行为的纠偏造成供给端边际宽松，以及国内外需求端的疲软，导致行业景气度开始下滑。但以今年 3 月份江苏响水爆炸事件为导火索，各个省市化工园区整治拉开新的帷幕，化工入园加速以及新一轮环保督察的开展预计将带来新一轮化工供给端的局部收缩。

#### 化工入园不断提速，供给端再度承压

工信部早于 2015 年 12 月印发《关于促进化工园区规范发展的指导意见》，要求化工园区科学规划布局、加强项目管理、严格安全管理、强化绿色发展、推进两化深度融合、

完善配套服务、加强组织管理。2016年7月，国务院办公厅发布《关于石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，明确提出加快淘汰工艺技术落后、安全隐患大、环境污染严重的落后产能，全面启动城镇人口密集区和环境敏感区域的危险化学品生产企业搬迁入园或转产关闭工作。2017年9月，国务院办公厅印发《关于推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造的指导意见》，为破解“化工围城”、有效降低安全和环境风险，要求中小企业和存在重大风险隐患的大型企业2018年底前全部启动搬迁改造，2020年底前完成；其他大型和特大型企业2020年底前全部启动搬迁改造，2025年底前完成。

以此为基础，全国各个省份也陆续出台相关政策，完善化工园区相关问题。随着江苏响水爆炸事故的发生，在安监、环保双重压力下，化工企业“退城入园”搬迁改造的进程也在不断提速，政策执行上也更到位。

表 1: 全国部分省份化工园区整治方案简介

省份	治理方案
江苏省	2019年5月份印发《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，将在全省展开化工产业安全环保整治提升行动，对于不符合相关要求的化工企业，将于2020年前全部关闭；对全省化工园区整治提升提出了具体路径，要求对全省化工园区展开再评价，重点发展1-2条主导产业链，2020年底前基本实现化工园区整体封闭管理。
山东省	2019年4月制定《山东省化工园区认定管理办法》《山东省专业化工园区认定管理办法》《山东省化工重点监控点认定管理办法》，对全省原有199家化工园区进行清理整顿。启动危险化学品企业搬迁改造，制定《山东省城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作实施方案》，2020年年底前完成中小企业和存在重大隐患的大型企业搬迁改造；2025年年底前完成其他大型企业和特大型企业的搬迁改造。
浙江省	2018年10月公布《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》，明确提出将禁止新增化工园区，以100个重点工业园区为抓手，推进各类工业园区治理。各地已明确的退城企业，要明确时间表，逾期不退城的予以停产。
河南省	2019年4月份河南省应急管理厅召开全省应急系统视频会议，停批新增化工园区，73家城区化工企业要搬迁改造，6月底前必须拿出搬迁改造方案。将对各类化工园区实行“四个一律”：一律停批新增化工园区(集中区)；化工园区以外一律不得批准建设化工企业；现有43家化工园区(集中区)在未进行安全容量评估、未建立专门安全监管机构前，一律不得批准新建改建扩建化工项目；凡不具备安全条件的化工项目，一律不得招商引资进入园区。
河北省	2019年3月至2020年12月，开展为期两年的化工行业安全生产整治攻坚行动。主要措施有：对列入整治范围的所有化工企业和园区，建立园区和企业台账清单，清单由各市市长签字确认后于4月底前上报；坚决实施“四个一批”：即关停取缔一批、搬迁入园一批、提升改造一批、做强做优一批；对位于城市人口密集区、不满足安全防护距离要求的企业加快搬迁入园，原则上危化品企业全部进入化工园区；对省政府确定的39家搬迁企业10月底完成搬迁改造；列入关停取缔的企业，10月底前拆除关键(危险)部位设备设施和危险装置。更严格管理园区，科学评估园区风险，园区外的化工企业，不得新建、扩建化工生产项目。

湖北省 2018年6月发布长江大保护十大标志性战役工作方案,要求沿江1公里内禁止新建化工项目和重化工园区,沿江15公里范围内一律禁止在园区外新建化工项目。同时对尿素、聚氯乙烯、纯碱、黄磷等行业新增产能严格控制。2020年底前,湖北将完成长江沿江1公里范围内化工企业关改搬转(关闭、改造、搬迁或转产),2025年12月31日前,完成沿江1至15公里范围内的化工企业关改搬转。

陕西省 2018年10月印发《陕西省铁腕治霾打赢蓝天保卫战三年行动方案(2018—2020年)(修订版)》。修订后的方案新增了化工园区相关内容,明确指出,关中地区禁止新增化工园区,加大现有化工园区整治力度。

安徽省 2018年10月印发《安徽省打赢蓝天保卫战三年行动计划实施方案》。方案明确提出,禁止新增化工园区,加大现有化工园区整治力度。各地已明确的退城企业,要明确时间表,逾期不退城的予以停产。

江西省 2018年6月印发《鄱阳湖生态环境综合整治三年行动计划(2018~2020年)》。明确要求除在建项目外,长江江西段及赣江、抚河、信江、饶河、修河岸线及鄱阳湖周边1公里范围内禁止新建重化工项目,周边5公里范围内不再新布局有重化工业定位的工业园区。2020年,依法依规清除距离长江江西段和赣江、抚河、信江、饶河、修河岸线及鄱阳湖周边1公里范围内未入园的化工企业,依法关闭“小化工”企业,全面加强化工企业环境监管。

资料来源:各省政府网站,财富证券

中国石油和化学工业联合会提供的资料显示,截至2018年底,全国重点化工园区或以石油和化工为主导产业的工业园区共有676家,而企业入园率刚过半,园区外的企业还未淘汰整改完毕。在危化品企业的搬迁改造方面,截至2018年底,各省份共上报搬迁改造企业1176家,其中异地迁建479家,就地改造360家,337家属于关闭退出,易地搬迁企业479家,2019、2020年将是危化企业搬迁改造的大年。

图9: 危化企业搬迁改造时间表



资料来源:工信部,财富证券

### 新一轮的环保大督查轰轰烈烈展开

2016--2017 两年时间，中央环保督察覆盖了全国 31 个省、市、自治区，解决生态环境问题 15 万余件、罚款数额 24.6 亿元、行政和刑事拘留 2264 人。2019 年 5 月初，生态环境部加急发布《关于开展 2019 年生态环境保护统筹强化监督(第一轮)工作的通知》。新一轮的环保大督查展开，将涉及全国 25 个省和直辖市，历时三年，并用一年时间进行“回头看”；除继续督促地方政府进行整改外，还将把央企纳入督察对象。整体来看，安全检查和新一轮环保督察开启，范围广，力度大，时间长，化工行业供给端不确定性增加。

表 2：新一轮环保督察七个专项内容

	具体内容
城市黑臭水体治理专项	核查各地黑臭水体治理情况，涉及 12 个省市
饮用水水源地保护专项	核查县级集中式地表水饮用水水源地问题清单，设计 13 个省
“清废行动”专项	对 6 个未解除挂牌督办问题逐一核查，涉及 11 个省
打击“洋垃圾”进口专项	抽查固体废物加工利用企业环保措施落实情况，涉及 14 个省
长江“三磷”整治专项	抽查三磷企业污染治理情况，涉及 5 个省
斯德哥尔摩公约和汞公约履约专项	抽查涉及斯德哥尔摩公约、水汞公约履约类企业环境管理企业，涉及 7 个省
信访线索专项	开展黑臭水体、饮用水水源地、洋垃圾、清废行动等 4 类问题信访线索现场监督检查，涉及 25 个省

资料来源：生态环境部官网，财富证券

### 维持行业领先大市评级

整体来看，2019 年下半年随着危化企业搬迁入园以及新一轮环保督察如火如荼的开展，行业供给端有望迎来局部收缩；需求端，房地产行业的悲观预期逐步修正，汽车行业目前仍在探底、预计下半年逐步好转；估值端，行业 PE 和 PB 估值均处于历史最低的 1/3 以内。综合考虑上述因素，维持基础化工行业“领先大市”评级。

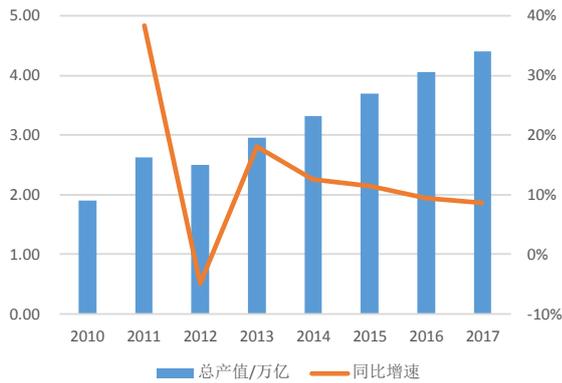
## 2 投资主线一--供给局部收缩的精细化工板块

### 国内精细化工行业处于成长期，前景广阔

2010 至 2017 年，国内精细化工行业发展迅速，年均复合增长率达 12.75%。目前国内化工精细化率已提升至 45% 左右，但与北美、西欧和日本等发达经济体 60-70% 的平均精细化率相比，仍有很大提升空间。目前整个精细化工行业仍然处于成长期，前景广阔。

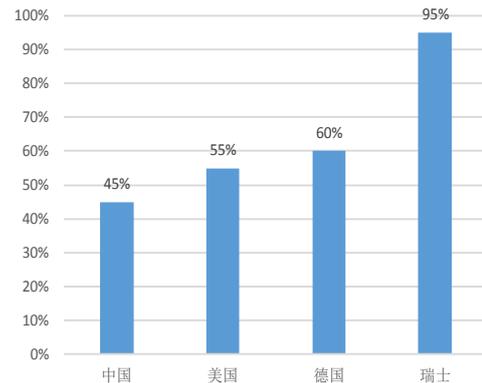
根据中国化工学会精细化工专业委员会数据，我国精细化工产业发展的近期主要目标有：2021 年总产值突破 5 万亿元，年均增长率超过 15%，精细化率超过 50%；培育 10 家年产值超过 100 亿元的细分行业龙头企业；行业出口总额年均增长率超过 20%；升级改造精细化工园区 2~3 个；成立新领域精细化工技术中心 10 家，为行业升级提供技术支撑。

图 10: 国内精细化工行业总产值



资料来源: 国家统计局, 财富证券

图 11: 国内外化工精细率



资料来源: 中商产业研究院, 财富证券

### 精细化工重省“地震”，小、散、乱为主的精细化工产业供给端易受冲击

目前，国内精细化工企业发展面临规模小、污染重、安全事故多的问题。由于精细化工自身品种繁多、产量小、利润高的特点，我国精细化工绝大多数是中小化工企业，全国两万多家精细化工企业中规模较大的生产厂屈指可数。另外精细化工的生产过程中的三废量较大、有的还难于治理，而建设三废治理装置需要较大的投入，很多规模较小的企业无力承担，因此多数精细化工企业的三废治理尚未达标。此外，精细化工行业生产过程中使用的部分原材料和中间产品为易燃、易爆、有毒的危化品，生产工艺中的化学反应存在泄漏、易燃、易爆等安全风险，因而安全事故多发。

正因如此，地方政府往往对中小型精细化工企业不够重视，对其采取限产限排、甚至“一刀切”关停，随着国家对环境保护的法规和要求越来越严格，其在环保收缩中供给端更容易受到影响。

响水化工园爆炸事件促使江苏省迅速出台了化工产业安全环保整治提升方案，要求大幅压减低端化工产能、压减园区外化工企业数量、化工园区数量等。作为国内首屈一指的精细化工重省，江苏省此轮整治最直接的影响即大批安全评价不达标的化工区将会被关闭，若园区整体整改，园区内企业也难逃被关闭的厄运；且对精细化工类生产企业的建设和验收标准将会大幅提高，石化企业规范将会成为各类化工企业的标配；此外，过去 10 年以来化工产业持续内迁的大潮将会放缓，大量中小化工厂将再无立足之地。在行业加快淘汰“散小乱”企业的过程中，精细化工行业进入了新一轮的转型升级时期，安全、环保做的行对较好的精细化工龙头们迎来较好的发展机遇。

表 3: 江苏省化工产业安全环保政治提升方案

	内容
总体目标	本质安全根本提升；区域布局明显优化；低端产能大幅减少。
优化提升化工产业布局	对所有化工企业进行评估，不达标立即停产、限期整改；沿江 1 公里化工园区外的化工企业 2020 年前退出；太湖等环境敏感区化工企业 2020 年前退出；压减园区外以及规模以下化工生产企业数量。
全力推动化工园区（集中区）整治提升	压减化工园区数量，提高化工园区发展水平。

严格化工产业准入 新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元、禁止新（扩）建农药、医药、染料中间体项目

资料来源：江苏省政府网站，财富证券

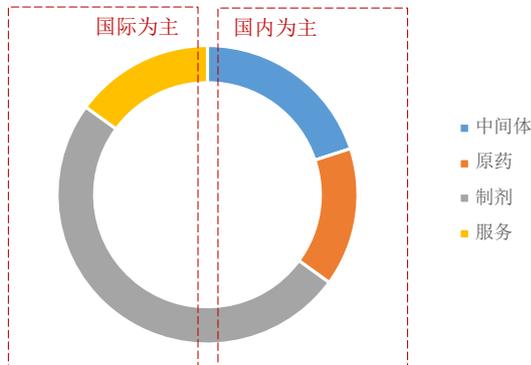
## 2.1 江苏整改持续亮剑，农药行业有望迎来二次“供给端收缩”

**农药大省整改持续亮剑，供给端可能受到冲击，农药集中度提高势不可挡**

在农药产业链中，跨国公司通过控制制剂的登记与销售渠道主导市场，中国农药企业扮演的角色主要是给跨国巨头供应原药，全球大约 6-7 成的原药供给来自中国。江苏作为精细化工第一大省，其中化工原药产能占比将近四成，可谓全球原药看中国，中国原药看江苏。响水爆炸事件将江苏的化工治理推上风口浪尖，本轮从江苏省引发的安全检查或将加速当地化工企业关停进度，继而影响农药行业供给端格局，特别是对危险高与污染严重的中间体生产企业带来不利影响，对于一体化完善、拥有优质园区的农药企业则是利好。

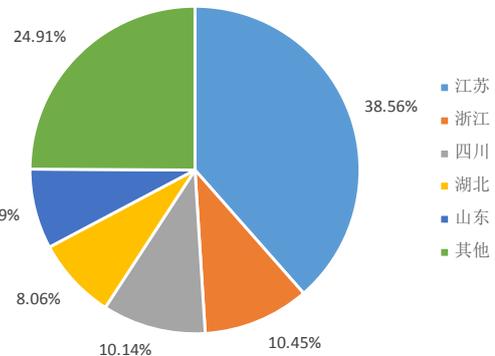
作为下游，国外农化巨头采购原药时，考虑到供应链安全性，将更重视原药生产企业安全环保问题，安全环保不达标、供应断断续续的中小企业在此过程中将加速被淘汰，而供应有保障的龙头企业将获得更多份额，强者恒强。

图 12：全球农药产业链利润分配



资料来源：中国产业信息网，财富证券

图 13：全国化工原药产能分布情况



资料来源：wind，财富证券

**农药板块个股推荐：利民股份、湖南海利、国光股份**

### a.利民股份（002734.SZ）

国内杀菌剂龙头。公司是国内杀菌剂龙头企业，目前主要产能包括 2.5 万吨络合态代森锰锌、3 万吨百菌清（参股公司新河产品，持股比例 34%）、2000 吨霜脲氰、5000 吨三乙磷酸铝、1000 吨嘧霉胺和 5000 吨威百亩，产能和产量均为国内第一，其中代森锰锌国内占比超过 70%。

拟收购新奥旗下农兽药公司，强强联合协同成长。公司拟与欣荣投资、新威投资合计出资 7.58 亿元、以 7 倍 PE 的价格收购新奥旗下的农兽药资产，包括威远生化、威远

动物药及内蒙古新威远 100% 的股权。威远是国内老牌农药企业，拥有核心产品草铵膦（拥有先进的连续气相合成技术）、阿维菌素、啞菌酯等，对公司现有产能形成补充；其次威远拥有 1300 多家经销商，渠道相对完善，收购后有望与利民形成较强的协同效应。新威投资（管理团队持股平台）承担标的公司的业绩承诺和补偿，2019-2021 年业绩承诺分别 1.0、1.1、1.2 亿元。

盈利预测与投资评级。考虑此次并购（假设威远并表 7 个月），预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 33.42、43.45、52.14 亿元，归母净利润分别为 3.27、4.38、5.33 亿元，对应 EPS 分别为 1.15、1.55、1.88 元/股，综合考虑公司业绩增速及同行业水平，给予公司 2019 年底 15-17 倍估值，合理区间为 17.25-19.55 元，维持公司“推荐”评级。

### b. 湖南海利 (600731.SH)

产品涨价、三费下降，传统农药国企迎来业绩转折点。湖南海利是我国氨基甲酸酯类龙头，核心产品包括克百威、灭多威、残杀威等。受供给端小产能出清影响，公司主要产品持续涨价，克百威 2018 年均价 8.62 万元/吨（同比增长 30.21%），灭多威 2018 年均价 6.99 万元/吨（同比增长 40.64%）。作为传统国企公司三费率偏高（接近 20%），导致盈利能力较弱，自 2018 年初进行员工持股计划后，逐步拉开提效降费大幕，2018 年公司期间费用率下滑 4.41 个百分点至 13.72%。2019 年公司迎来业绩拐点。

海利株洲处置妥当公司轻装上阵，海利贵溪有望借搬迁之机更上一层楼。公司株洲厂区由于清水塘老工业区企业整顿原因，已于 2017 年 6 月份关停，2018 年公司已将资产减值损失、离职员工安顿、资产处置损失等非经常性支出（合计约 1 亿元）计提，海利株洲关停预计将不会再影响公司未来年份利润。此外，由于化工企业搬迁入园是国家发展趋势，海利贵溪有望借由搬迁之机推进公司内部资源重组和产业板块整合，优化公司产业布局，业绩更上一层楼。

盈利预测与投资评级。预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 20.02、22.02、23.79 亿元，归母净利润分别为 1.67、1.99、2.13 亿元，对应 EPS 分别为 0.47、0.56、0.60 元/股，综合考虑公司业绩增速及同行业水平，给予公司 2019 年底 18-20 倍估值，合理区间为 8.46-9.40 元，维持公司“推荐”评级。

### c. 国光股份 (002749.SZ)

植物生长调节剂行业壁垒高、市场广，公司先发优势明显。目前，国内植物生长调节剂处于行业初期，发展难点在于前期用户习惯的培养，随着土地流转加速以及乡村振兴等政策，种植大户如雨后春笋般冒出，在此过程中有利于新产品、新技术的推广；此外，随着人们对园林绿化、水果及蔬菜的数量和品质要求越来越高，植物生长调节剂市场规模呈快速增长态势，且未来市场空间巨大。根据中国产业信息网的研究测算，我国植物生长调节剂行业市场规模从 2011 年的 33.58 亿元提升至 2016 年的 77.59 亿元，年复合增长率为 26.2%。国光股份在植物生长调节剂领域深耕三十余载，拥有植物生长调节剂原药登记证 13 种、制剂登记证 33 种，是国内植物生长调节剂原药及制剂登记最多的

企业。作为龙头，公司有望在行业快速增长的过程中充分受益。

IPO 项目持续推进，股权激励绑定利益。公司 IPO 募投的 2100 吨/年植物生长调节剂原药、1.9 万吨/年环保型农药制剂、6000 吨/年植物营养产品三个项目预计于 2019 年三季度投产，届时公司产能将扩大为目前的四倍。打破产能瓶颈后，公司盈利能力有望快速提升。此外，公司于 2018 年 7 月实施了股权激励计划，公司以 19.03 元/股的价格向 126 名领导层及核心骨干授予了 238.4 万股股票，将公司利益和核心员工利益进行绑定；解锁条件为 2018-2020 年均利润增速高于 20%，彰显了公司对未来发展的信心。

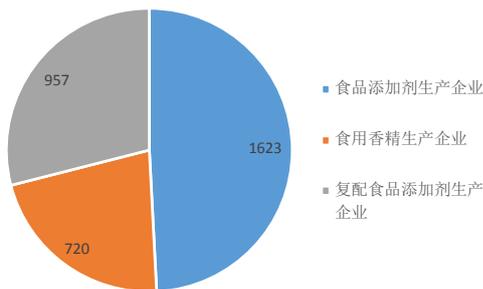
盈利预测与投资评级。预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 10.05、11.86、15.00 亿元，归母净利润分别为 2.60、3.12、3.90 亿元；对应 EPS 分别为 1.19、1.42、1.78 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予 2019 年底公司 18-20 倍 PE 估值，合理区间为 21.42-23.80 元，维持公司“推荐”评级。

## 2.2 集中度有望进一步提升的食品添加剂行业

### 食品添加剂企业数量多，江苏为第一大省

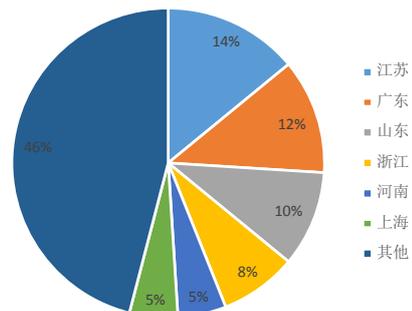
我国食品添加剂生产企业数量多且主要集中在东部沿海地区。行业现有取得许可的食品添加剂生产经营企业 3000 多家，按照取得生产许可类别区分则为：食品添加剂生产企业 1623 家，食用香精生产企业 720 多家，复配食品添加剂企业 957 家。我国食品添加剂企业主要集中于江苏、山东、浙江等东部沿海地区，江苏作为食品添加剂第一大省产能占比 14%。

图 14：我国食品添加剂生产经营企业 3000 多家



资料来源：前瞻产业研究院，财富证券

图 15：全国食品添加剂生产企业分布情况



资料来源：沈阳食品检验所，财富证券

### 行业需求端相对平稳

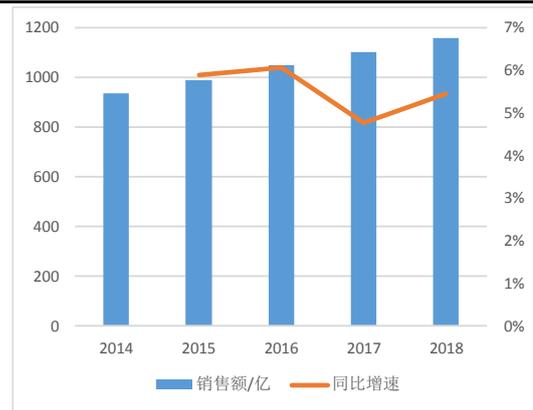
近五年国内食品添加剂和配料行业进入稳中有增的发展阶段，产量从 2014 年的 947 万吨增长到 2018 年的 1200 万吨，年均增长率为 6.3%，销售额从 935 亿元增长到 1160 亿元，年均增长率为 6.0%。食品添加剂行业下游需求端为食品、饮料、调味品等，由于人们对食品需求刚性以及消费习惯粘性较强，食品添加剂行业需求端运行平稳。

图 16: 近年中国食品添加剂主要品种产品及增速



资料来源: 中国食品工业协会, 财富证券

图 17: 近年中国食品添加剂销售额及增速



资料来源: 中国食品工业协会, 财富证券

整体来看, 食品添加剂行业的下游需求相对运行平稳, 供给端分散且生产过程污染相对较重, 随着江苏的铁腕整治, 供给端有望迎来收缩。建议关注金禾实业、新和成。

### 食品添加剂板块个股推荐: 金禾实业、新和成

#### a. 金禾实业 (002597.SZ)

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

环保重压下对手有望加速退出。江苏乃至全国安监环报进一步趋严的过程中, 公司产品竞争对手如安赛蜜苏州浩波 (苏州)、三氯蔗糖盐城捷康 (盐城射阳)、常海食品 (南通海门)、麦芽酚天利海 (河北承德) 因环保及地理位置问题有望加速退出, 公司市场份额有望进一步提升。公司可转债投资的 1500 吨/年的技改项目已于 2019 年一季度投产, 三氯蔗糖产能增加至 3000 吨/年, 规模优势进一步扩大, 成本也将进一步降低, 三氯蔗糖复制安赛蜜成功路径。

定远一期明年二季度投产, 助力成本进一步下降。定远一期项目预计于 2019 年二季度投产, 投资额 8.6 亿元, 项目包括年产 2 万吨糠醛 (麦芽酚原材料)、年产 5000 吨甲乙基麦芽酚 (看市场确定产能释放情况) 以及年产 8 万吨氯化亚砷 (三氯蔗糖原材料) 装置, 投产后有利于实现产业链的垂直一体化整合, 进一步发挥成本优势。

盈利预测与投资评级。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 46.14、51.68、55.81 亿元, 归母净利润为 9.50、11.40、12.00 亿元, 对应 EPS 为 1.70、2.04、2.15 元/股, 参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 12-15 倍 PE 估值, 合理区间为 20.40-25.50 元, 维持公司“推荐”评级。

#### b. 新和成 (002001.SZ)

维生素 E 行业竞争格局向好，价格有望上涨。公司为国内精细化工龙头，涵盖营养品（维生素 A、E 等）、香精香料（芳樟醇系列、叶醇系列等）、新材料（PPS、PPA 等）和原料药四大业务。2016 年，能特科技从中间体商进军维生素 E，致使行业竞争格局加剧，目前维生素 E 的价格处于历史底部，帝斯曼和能特的合作将优化市场结构，行业格局再度向好，维生素 E 价格自年初已上涨近 25%，未来有望持续上涨。维生素 A 竞争格局较为稳定，从 2006 年起就没有新进入者，技术壁垒较高，价格有望维持高位震荡。

立足精细化工行业，扩张步伐不止。作为一家有野心、有实力的精细化工龙头，公司近年来扩张步伐不止。蛋氨酸方面，公司一期 5 万吨产能已于 2017 年初投产，二期 25 万吨产能预计将于 2021 年建成，届时公司将成为全球第四大蛋氨酸生产公司；PPS 产能 2018 年为 5000 吨，2019 年将增加到 1.5 万吨；黑龙江生物发酵项目、山东营养品项目顺利推荐。新项目陆续投产保障公司业绩持续增长。

盈利预测与投资评级。预计公司 2019-2021 年实现营业收入分别为 89.58、117.33、136.09 亿元，归母净利润为 26.10、33.40、38.30 亿元，对应 EPS 为 1.21、1.55、1.77 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 16-18 倍 PE 估值，合理区间为 19.36-21.78 元，给予公司“谨慎推荐”评级。

### 3 投资主线二--贸易摩擦加剧、国产替代有望加速的新材料板块

新材料产业中的龙头企业目前主要集中在美国、欧洲和日本，我国高端材料自给率低。2015 年时在电子信息、航空航天等重要领域的关键材料，仅 14% 可实现完全自给，且多为技术含量较低的品种；54% 的国内可以生产，但产量、性能等不能完全满足国内需求；剩余约 1/3 完全依赖进口。2016 年底工信部等四部委联合发布的《新材料产业发展指南》指出，到 2020 年要实现先进基础材料总体要实现稳定供给；关键战略材料综合保障能力要超过 70%；前沿新材料则要取得一批核心技术专利，部分品种实现量产。

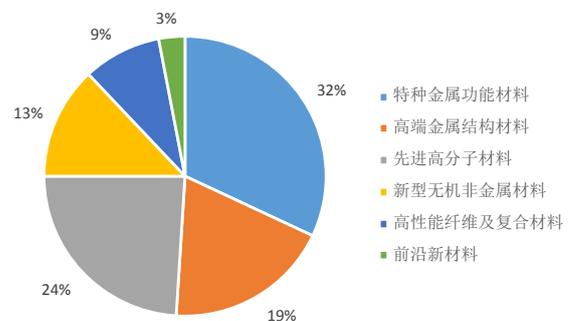
在国家政策大力扶持下，我国新材料产业发展迅速，产业规模由 2010 年的 0.65 万亿元增长至 2017 年的 3.1 万亿元，常年保持 20% 以上的增速。可以预见，未来几年内，新材料产业仍将处于黄金发展期，年均增速有望维持在 20% 以上。

图 18：中国新材料产业整体规模及增速



资料来源：中国产业研究院，财富证券

图 19：中国新材料产业结构



资料来源：中国产业研究院，财富证券

### 3.1 中美贸易战加剧、政策扶持加码，电子化学品国产替代有望加速

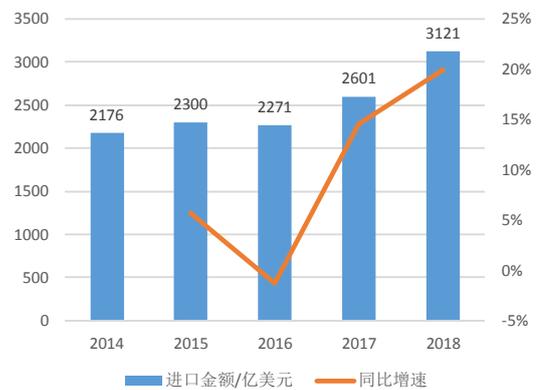
被誉为“精细化工皇冠上的明珠”电子化学品是化工行业中发展最快的领域之一，也是目前我国亟需实现国产化的领域。作为我国进口金额最高的商品，集成电路 2018 年进口额突破 3000 亿美元，占进口总额的 14.6%。

图 20：电子化学品分类



资料来源：新材料在线，财富证券

图 21：我国集成电路进口额破 3000 亿美元



资料来源：海关总署，财富证券

市场需求为半导体产业链的发展提供了历史性的产业发展机遇和空间，为促进我国集成电路发展，国家出台多项政策进行支持，随着集成电路下游产能加速转移到国内，也将带动相关上游材料需求量的提升。

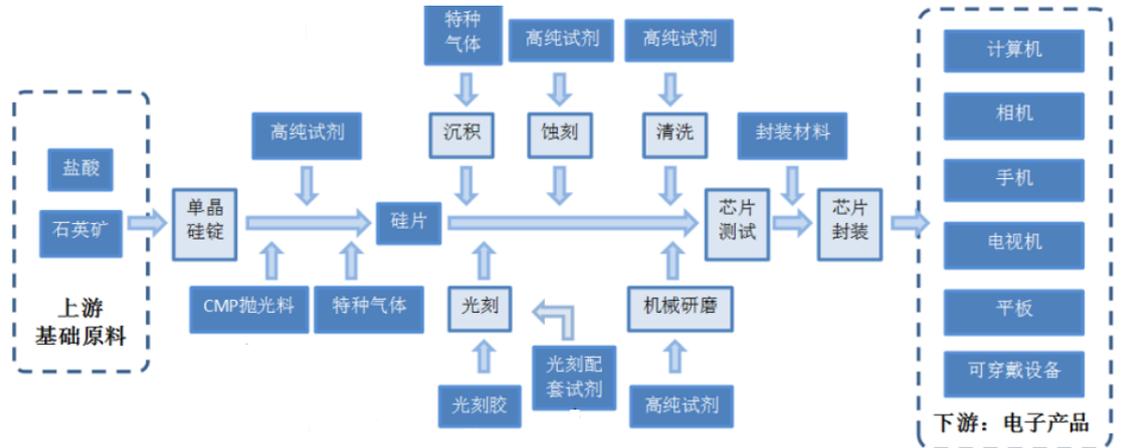
表 4：国家出台多项政策推进集成电路发展

时间	文件	主要内容
2014.6	国家集成电路产业发展推进纲要	2020 年与国际先进水平的差距逐步缩小，全行业销售收入年均增速超过 20%，实现 16/14nm 制造工艺规模量产，封装测试技术达到国际领先水平，关键装备和材料进入国际采购体系的任务目标。
2014.10	--	工信部宣布由国开金融、中国烟草、亦庄国投、中国移动、上海国盛等企业共同发起成立国家集成电路产业投资基金，规模 1387 亿元。大基金一期投资项目中，集成电路制造占 67%，设计占 17%，封测占 10%，装备材料类占 6%。
2016.3	十三五规划	提出要瞄准技术前沿，把握产业变革方向，围绕重点领域，优化政策组合，拓展新兴产业增长空间，抢占未来竞争制高点，使战略性新兴产业增加值占国内生产总值比重达到 15%。大力推进先进半导体等新兴前沿领域创新和产业化，形成一批新增长点。
2019.5	--	为保持对集成电路产业的持续投资，经国务院批准决定开展国家集成电路产业投资基金(二期)的募集工作，集资金额约为 2000 亿元左右。主要聚焦集成电路产业链布局投资，重点投向芯片制造以及设备材料、芯片设计、封装测试等产业链各环节。

资料来源：工信部网站等，财富证券

2019年5月，美国商务部工业和安全局把华为加入该部门实体名单，其基本不会授予名单外企业向名单内实体出口、再出口或（国内）转移受《出口管理条例》管控之货物的许可。中兴事件和此次美国制裁华为将芯片产业国产化推至风口浪尖，也给我们敲响的警钟。该事件有望加速国内高科技产业链的国产化进程，尤其是半导体产业链，上游相关材料行业的国产替代也迎来发展良机。

图 22：以集成电路为代表的半导体产业链



资料来源：中国产业信息网，财富证券

2008年之前，8-12英寸晶圆制造材料几乎100%依赖进口，目前关键材料品种覆盖率达到25%，国产化率达到20%。我们长期看好电子化学品板块，也相信其国产替代步伐加快，但目前没有特别纯正的上市标的，建议关注飞凯材料、鼎龙股份、时代新材等相关公司。

表 5：我国电子化学品国产化程度

	发展现状	相关公司
半导体硅片	世界前五大厂商日本信越等市场份额超过90%；国内竞争力明显不足，产能集中于6英寸及以下，8英寸以上产能有限，12英寸几乎为空白，进口依赖度极高。	上海新阳（300236）、宁波金瑞泓、申和热能、有研总院和重庆超硅等
电子气体	中高端电子气体被跨国公司垄断；国内已经拥有一批代表性的电子气体公司，并取得了一定突破，但总体技术水平与高端IC工艺要求还有较大差距，大部分企业对气体在半导体工艺过程中的服役状况和工艺条件缺乏深刻理解；生产规模小，纯度不高，各批次质量不稳定等。	中船重工718所、光明院、黎明院、巨化股份（浙江博瑞电子）、南大光电（300346）、雅克科技（002409）等
湿化学品	IC制程湿化学品主要依赖进口或被外资企业产品占据；国内企业存在技术差距，Grade2级湿化学品（6英寸晶圆加工用）国产化率（本土企业的市场份额）约为80%。Grade3级湿化学品（8英寸晶圆加工用）的国产化工艺技术及分析测试技术成熟，但生产设备及包装材料只有部分企业可规模化生产，国产化率约为10%。Grade4级湿化学品（12英寸	江化微（603078）、晶瑞股份（300655）、飞凯材料（300398）、江阴润玛电子、江阴化学试剂、苏州瑞红、浙江凯圣氟化学、达诺尔等

晶圆加工用)中只有少部分企业的少部分产品可以规模化生产,绝大部分产品处于实验室阶段,国产化率约为10%。

光刻胶	国内 IC 制程光刻胶市场自给率不足 10%,特别是 12 英寸硅片用 ArF 光刻胶完全依靠进口。	北京科华、苏州瑞红
抛光材料	国内市场主要被国际大公司占领,近几年随着国家的支持,不断有一些有代表性的国内企业实现突破。	鼎龙股份(300054)
溅射靶材	龙头企业已具备较强竞争力,产品已经打入主流国际市场。	江丰电子、有研新材等

资料来源:财富证券

### 3.2 市场空间广阔、自身条件优越的成长股

除电子化学品外,新材料板块还有一批企业,处于优良赛道,且公司自身技术、研发、管理优势显著,有望借助行业和自身优势,实现市占率快速增加和业绩的快速成长。这一类成长股中建议关注再升科技、国瓷材料等。

#### 国内微纤维玻璃棉细分龙头--再升科技

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

节能环保行业蓬勃发展,募投项目持续投产保障业绩增长。近年来下游半导体投资带来洁净室的更高要求,以及空气净化设备增长,“干净空气”蓝海市场空间广阔;建材行业高效无机真空绝热板芯材及冷链市场的快速发展为“高效节能”产品VIP芯材提供长期市场需求。2018年公司有2.5万吨/年玻璃纤维棉产能、4000吨/年滤纸产能投产,此外,公司1.14亿元可转债项目--“年产4.8万台民用/商用/集体防护空气净化单元建设项目”也在顺利推进中,各业务板块产能大幅扩张为公司后续业绩稳步增长提供保障。

盈利预测与投资评级。预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为13.96、17.03、20.44亿元,归母净利润分别为2.12、2.74、3.47亿元;对应EPS分别为0.30、0.39、0.49元/股,参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司2019年底29-31倍PE估值,合理区间为8.7-9.3元,维持公司“推荐”评级。

#### 国内陶瓷材料龙头--国瓷材料

国内陶瓷材料龙头。公司从上市之初的MLCC粉,通过内生外延,一步步进军陶瓷墨水、氧化锆、陶瓷牙齿、尾气处理的蜂窝陶瓷,并在各个细分领域做到行业头部。2012年初上市以来,公司7年业绩复合增速接近40%。

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

盈利预测与投资评级。预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 23.85、28.81、33.11 亿元，归母净利润分别为 6.00、7.04、8.33 亿元；对应 EPS 分别为 0.63、0.73、0.87 元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司 2019 年底 25-28 倍 PE 估值，合理区间为 15.75-17.64 元，维持公司“谨慎推荐”评级。

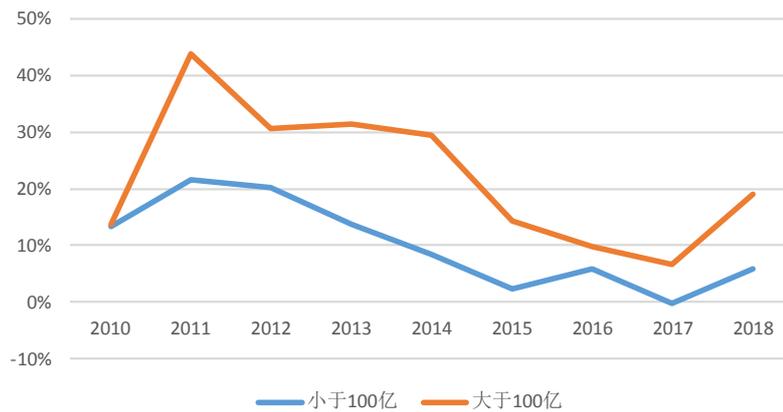
## 4 投资主线三--强者恒强时代，拥抱白马龙头

### 4.1 新一轮产能扩张集中于龙头企业

基础化工作为传统的周期行业，不可避免要经历“产能过剩-行业亏损-产能收缩-产品涨价-企业盈利扩大-产能扩张”的轮回。但在经济发展步入新常态、环保水平愈抓愈紧的当下，未来市场更多的是由“增量渗透率提升”转变成“存量市占率提升”，在此过程中，龙头企业以其技术、规模、资源等优势逐步拉开与二三线企业的差距，实现自身价值和业绩的双升。

对于化工企业，过去行业高盈利期间，行业内大小企业都在扩张，龙头相对并无明显优势，甚至一些小、乱、差的企业靠着环保设施投入少等手段进行“劣币驱逐良币”；而此时，随着环保趋严、投资门槛越来越高（例如江苏省新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元），白马龙头更有能力、更便捷进行产能扩张。此轮景气高点的产能扩张就多集中于细分行业龙头，近三年，市值小于 100 亿的企业“固定资产+在建工程”增速在 5% 以内，市值大于 100 亿的明显较高，未来化工行业属于“强者恒强”的时代。

图 23：此轮产能扩张则多集中于大企业



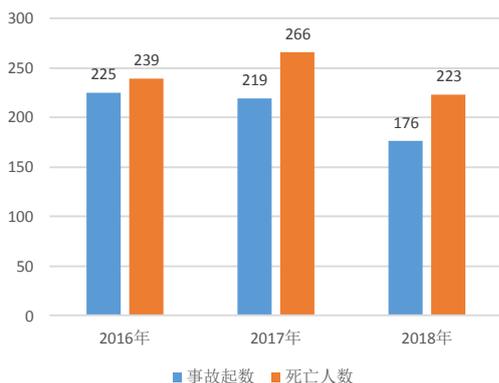
资料来源：wind，财富证券

## 4.2 化工事故频发，行业龙头有望迎来估值溢价

化工相对其他行业而言，“高危”属性显著，稍有不慎即可能发生安全事故。尽管全国化工事故的数量在近三年呈现降低的态势，但2018年仍然发生了176起化工事故，平均每两天发生一起化工事故，远的不说，近期江苏响水“321”重大爆炸事件造成78人死亡的惨案还历历在目。

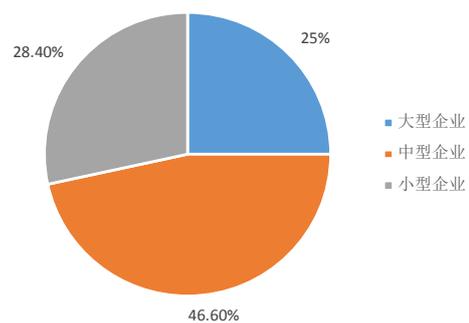
化工事故频发多是由于企业安全投入不足或操作员安全意识缺失造成的。对于大型龙头企业，其经营情况更好、发生安全事故需要承担的损失更大，因而更有动力去进行安全生产投入；此外大型企业在人员操作规范性、员工流动性较中小企业好，因而其发生事故的频率较中小企业小。2018年中小型企业发生的化工事故比例共占全国的75%。

图 24：近三年化工事故起数和死亡人数统计



资料来源：国家应急管理部，财富证券

图 25：中小型企业发生的事故占比 75%



资料来源：国家应急管理部，财富证券

我们厌恶化工事故带来的危害，但我们的衣食住行又离不开化工企业的发展，加强安全投入、规范员工操作才是出路。在事故频发的化工行业，安全、环保等措施做得更有优势的龙头企业们，理应享有更高的估值溢价。

### 4.3 行业白马龙头个股--玲珑轮胎、龙蟒佰利、华鲁恒升

#### 半钢胎龙头--玲珑轮胎

半钢胎龙头，深耕配套市场。公司成立于1975年，是国内半钢胎龙头企业，拥有轮胎产能6500万条/年，其中半钢胎产能5500万条/年。公司深耕配套市场，下游客户涵盖红旗、吉利、长城、上汽通用五菱、比亚迪、长安福特、北美福特、奇瑞等，其中2018年9月实现合资品牌—福特新福睿斯主胎配套，北美福特F150实现全尺寸备胎供应。目前整个汽车销售市场惨淡，下游轮胎企业需求也偏弱，但面临销售压力的整车厂对成本更加敏感，对于品质达标、价格更低的崛起中的轮胎企业，压力存在的同时也为其扩大国内配套市场提供机遇。

出口退税提高利好轮胎企业，公司稳扎稳打增加产销量。2018年底，财政部、国家税务总局联合发文，对轮胎等产品增值税出口退税率由9%提高至13%，玲珑轮胎营收1/3以上为出口，从中受益较大。公司2018年年初科学审慎地制定了“5+3”（即国内五个生产基地，国外三个生产基地）国际化发展总体战略。国内工厂方面，除了招远、德州、柳州三个生产基地外，第四个工厂已于2018年7月在荆门奠基，后期将会在适当时间再建立一个生产基地；海外工厂方面，2013年在泰国建设海外第一工厂，2018年8月确定欧洲塞尔维亚第二工厂选址，2019年3月30日在塞尔维亚举行奠基仪式。通过生产基地的国际化优势布局，一方面有利于增强公司消化订单的灵活性和机动性，另一方面，全球采购、全球生产、全球销售以及全球物流的产供销现代化体系将高质量推动公司整体产业的统筹协调、科学调配和合理运转。

盈利预测与投资评级。预计公司2019、2020、2021年实现营业收入分别为177.30、201.45、235.49亿元，归母净利润分别为14.00、16.80、20.10亿元，对应EPS分别为1.17、1.40、1.67元/股，参考同行业估值以及公司业绩增长，给予公司2019年底15-18倍PE估值，合理区间为17.55-21.06元，维持公司“推荐”评级。

#### 钛白粉龙头-龙蟒佰利

钛白粉价格触底回升。受供给端增加有限、需求端回暖态势明显的影响，钛白粉价格触底回升，公司分别于2019年2月和3月提价两次合计提价1000元/吨，且下游消化情况良好，一季度公司钛白粉销量同增10.11%至16万吨（其中三月份单月销量7.35万吨，创历史新高）。

二期氯化法项目如期推进，海绵钛、钛精矿项目后续跟进，致力于打造钛产业一体化企业。目前，中国钛白粉行业正处于硫酸法钛白向氯化法钛白产业转型升级过程当中，公司拥有硫酸法和氯化法两种工艺，一期氯化法项目是国内目前运行最为稳定、续建规模最大的氯化法项目。2019上半年，公司有望实现氯化法一期生产线6万吨至10万吨产能扩增及二期20万吨项目的正式投产，全年氯化法产品销量预计从6万吨增长至15万吨。此外，为实现钛产业一体化战略目标，公司拟建设3万吨高端钛合金项目（延长氯化法钛白粉下游）、50万吨钛精矿升级转化氯化钛渣创新项目（为氯化法提供原料）。投

产后公司将完成钛精矿-氯化钛渣-氯化法钛白粉-海绵钛-钛合金全产业链的转型升级。此外，为与投资者分享发展的红利，公司近年现金分红占净利润比例较高（2016、2017、2018年分别为92%、85%、67%），公司后续仍计划维持较高分红率，高分红为公司提供一定安全边际。

盈利预测与投资评级。我们看好公司扩大氯化法产能后，逐步成长为一家可以参与到全球化竞争的钛白粉企业，考虑到后续新项目建设以及钛白粉价格触底反弹，上调公司盈利预测，预计公司2019、2020、2021年实现营业收入分别为120.31、141.97、164.69亿元，归母净利润分别为30.04、37.61、45.14亿元，对应EPS分别为1.48、1.85、2.22元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司2019年底14-16倍估值，合理区间为20.72-23.68元，维持公司“推荐”评级。

### 煤化工龙头--华鲁恒升

国内煤化工龙头，产品价格有望提升。公司是我国煤化工龙头，是行业内公认的成本管控能力最强的企业。目前拥有产品年产能为氨醇220万吨、尿素180万吨、复合肥30万吨、醋酸50万吨、己二酸16万吨、乙二醇55万吨、三聚氰胺5万吨等，“一头多线”产业链整体成本优势明显。且目前公司大部分产品价格经过去年下半年的下跌，均不在高位，未来产品价格下降概率不大，目前大多数产品价格节后有所反弹。

乙二醇项目投产，后续发展优质绿色化工新材料项目保障未来持续成长。我国乙二醇对外依存度60%，公司50万吨煤制乙二醇装置于2018年10月投产，盈利大幅增厚可期。当前山东省第二批拟认定化工园区已对外公示，新项目审批窗口开启；公司100亿绿色化工新材料项目（乙二醇、精己二酸、氨基树脂、酰胺及尼龙等）被列入新旧动能转换重大项目库第一批优选项目名单，后续建设将有序启动，五年计划布局逐步明朗；多项目陆续投产将助力业绩减小周期波动，实现稳健增长。

盈利预测与投资评级。预计公司2019、2020、2021年实现营业收入分别为149.41、157.23、168.17亿元，归母净利润分别为26.16、28.56、31.54亿元，对应EPS分别为1.61、1.76、1.94元/股，参考同行业估值水平及公司业绩增速给予公司2019年底10-12倍估值，合理区间为16.10-19.32元，给予公司“谨慎推荐”评级。

## 5 风险提示

中美贸易战造成出口下降超预期；

国内需求端受内外因素影响低于预期；

环保、安监政策力度低于预期。

## 投资评级系统说明

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

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

## 免责声明

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

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

本报告信息来源于公开资料，本公司对该信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本公司对已发报告无更新义务，若报告中所含信息发生变化，本公司可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

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

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

## 财富证券研究发展中心

网址：www.cfzq.com

地址：湖南省长沙市芙蓉中路二段 80 号顺天国际财富中心 28 层

邮编：410005

电话：0731-84403360

传真：0731-8440343