

破灭与新生：化工行业将迎来新一轮供给侧改革

——基础化工行业 2019 年下半年投资策略

行业中期报告

◆**安全生产整治提升开启新一轮供给侧改革，产能周期缺失将重构龙头企业估值：**4月底《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》落地，省内存量化工企业和园区面临消减压力。响水事件后山东和河南等省份的安全整治行动相继高规格展开，长期目标在于落后产能的淘汰和产业的转型升级，全国范围内安全生产整治有望接力环保约束，开启化工行业的新一轮供给侧改革。化工行业经历了近两年的景气周期，但与以往相比并没有迎来全行业的产能周期，龙头企业主导资本开支下行业集中度大幅提升。从估值来看当前2.07X的行业PB处在历史较低水平，具备极大的修复空间，新一轮供给侧改革有望重构提升化工行业和龙头企业估值水平。

◆**中期需求仍待改善，关注中美贸易摩擦对出口的影响：**2019年1-4月制造业投资同比增速下行至2.5%，数据承压下化工品后期需求仍存在不确定性，地产后周期逻辑仍待兑现。出口端贸易摩擦进一步升级，加征关税清单涉及了更为广泛的化学品，除了对相关子行业的直接影响外，更需关注下游冰箱、纺织服装等终端行业出口受阻的情况对上游化工子行业的不利影响。

◆**关注氟化工等供需格局优化的细分子行业：1) 萤石整合加速，氟化工继续景气上行：**长期的无序开采导致了国内萤石行业优质资源减少和开采成本上升。近两年环保趋严下劣质产能退出，行业整合升级加速，供给端持续趋紧叠加需求端氢氟酸和氟化铝稳定增长，萤石和氟化工景气度有望长期上行。**2) 关注农药、染料及原料药行业的产能收缩：**江苏省的农药、染料及原料药行业在全国占据重要地位，高规格的安全环保整治提升必将带来部分企业的退出，重点关注上述行业集中度的提升和龙头企业的估值溢价。**3) 维生素E重新走向寡头垄断格局：**2019年初DSM和能特科技签订合作框架协议，交易完成后VE行业将重回DSM、BASF、浙江医药、新和成四家寡头垄断格局，新一轮超级周期有望出现。

◆**成长股关注电子化学品企业进驻科创板对主板估值的提升：**3月份《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》发布，科创板的推出是实体经济供给侧改革的延续，是助推国内经济结构“补短板”和产业升级的重要动力。电子化学品相关企业成为科创板的热门选择，将会对主板同行业上市企业的估值提升带来正面影响。

◆**投资建议：**江苏引领下全国化工安全整治面临提升，行业有望迎来新一轮的供给侧改革，优质白马推荐**万华化学、华鲁恒升、鲁西化工、龙蟒佰利、新安股份和中泰化学**等；氟化工推荐**金石资源和巨化股份**等；成长股推荐**晶瑞股份、江化微、国瓷材料和万润股份**等；农药推荐**扬农化工、长青股份、先达股份**等；染料推荐**闰土股份**等；维生素建议关注浙江医药和新和成等；其他推荐**中欣氟材**等。

◆**风险分析：**安全生产整治力度对化工行业的影响不及预期；原油价格大幅波动的风险；宏观经济下滑和国际贸易环境风险；产业政策不及预期。

增持（维持）

分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）
021-52523535

qiuxf@ebsecn.com

陈冠雄（执业证书编号：S0930517080003）
021-52523810

chenguanxiong@ebsecn.com

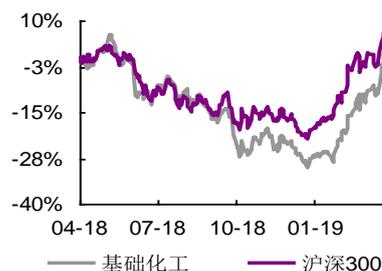
赵启超（执业证书编号：S0930518050002）
010-58452072

zhaogc@ebsecn.com

肖亚平（执业证书编号：S0930519050006）
021-52523809

xiaoyaping@ebsecn.com

行业与上证指数对比图



资料来源：Wind

目 录

1、 安全整治提升，供给端迎来新一轮收缩压力	3
1.1、 《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》落地	3
1.2、 全国范围内安全整治力度提升，供给端迎来新一轮收缩压力	9
2、 需求端仍待改善，关注中美贸易摩擦对出口的影响	11
2.1、 需求端仍待改善，期待地产后周期逻辑的兑现	11
2.2、 贸易摩擦进一步升级，关注对出口端的影响	13
3、 产能周期缺失，化工龙头股估值有望重构提升	16
4、 关注氟化工、维生素 E 和农药等供需格局优化的细分子行业	21
4.1、 氟化工：萤石整合加快，R22 削减配额	21
4.2、 维生素 E：重新走向寡头垄断格局	28
4.3、 农药、染料及原料药：供给收缩预期下降继续维持较高景气	31
5、 成长股关注电子化学品企业进驻科创板对主板估值的提升	34
5.1、 新材料是科创板助推产业升级的重点方向之一	34
5.2、 电子化学品：新材料公司登陆科创板的重要方向	35
5.3、 科创板可能会提升主板上市公司的估值	40
6、 投资建议	40
6.1、 重点覆盖和关注公司	41
7、 风险分析	61
8、 行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	62

1、安全整治提升，供给端迎来新一轮收缩压力

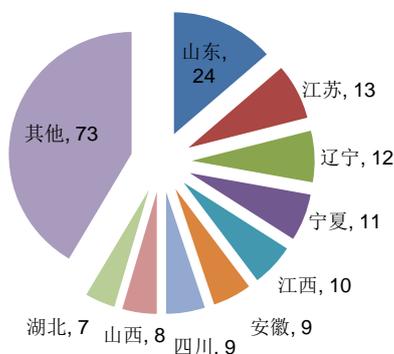
1.1、《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》落地

继前期下发《江苏省化工产业安全环保整治提升方案征求意见稿》后，2019年4月8日江苏省委常委会议对《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》（以下简称“《方案》”）进行讨论，2019年4月27日江苏省委、省政府办公厅正式通知《方案》经江苏省委常委会议审议通过，并向相关单位印发。

化工行业是江苏省的基础性产业和支柱产业，《方案》提出整治提升的总体目标在于深入推进供给侧结构性改革，综合运用法治化和市场化手段，依法依规推进，建设符合产业发展规律、循环发展和产业链完善的绿色安全、现代高端化工产业。

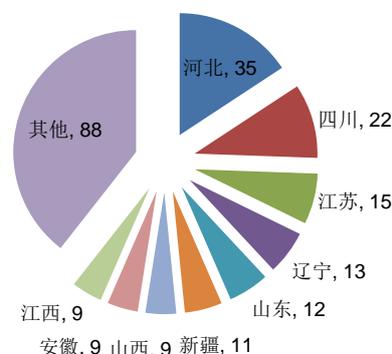
江苏省和山东省是国内化工行业排名前二的两个大省，化学原料及制品的总产值在全国总产值中占比接近50%。作为传统的化工大省强省，上述两省份化工行业的生产技术水平和安全管理水平整体处于国内先进水平，2018年每百家危险化学品生产企业的事故死亡率远低于1.46的全国平均水平（江苏省为0.76，山东省为0.72），但是由于两省危化品生产企业数量基数较高（江苏省1968家，山东省1935家，分列全国第一和第二），从化工事故和致死人数的绝对数量来看，一直是国内化工行业安全事故频发的重灾区。

图 1：2018 年山东和江苏两省化工事故数量居前



资料来源：石油和化工园区公众号

图 2：2018 年各省化工事故死亡人数



资料来源：石油和化工园区公众号

2019年初至今，江苏和山东等省份化工行业安全事故频发。3月21日14时48分许，江苏响水县陈家港化工园区天嘉宜化工厂发生爆炸事故，事故造成78人遇难；3月29日山东省青州市永利珍珠岩厂因液化天然气泄露导致车间发生爆炸，事故造成5人遇难；4月3日江苏中丹技术化工有限公司污水车间废水储罐发生一起火灾事故；4月15日山东齐鲁天和惠世制药有限公司冻干车间地下室发生事故，造成10名工作人员遇难。

江苏省作为传统的化工大省，早在“十二五”期间就发布了《江苏省化学工业发展规划（2016-2020年）》，提出“推动区域布局进一步优化，提升化工园区发展水平和石化行业高质量发展”，并通过化工生产企业专项整治，关闭了2000余家生产规模较小、安全与环保风险较高的化工生产企业。进入“十三五”之后，江苏省又出台了规范园区发展、化工行业转型升级高

质量发展的多项文件，在过去两年全国环保督察的背景下积极推进化工行业的供给侧改革，并将园区由原来 63 家缩减至目前 53 家。在响水爆炸事件发生之后，我们认为随着《安全环保整治提升方案》的落地，安全生产整治将接力环保督查，加速倒逼江苏省化工行业的供给侧改革和产业转型升级。

表 1：“十二五”以来江苏省关于化工行业和园区发展规划的系列文件和措施

时间	相关文件	具体内容
2016 年	《江苏省化学工业发展规划（2016-2020 年）》	加快实施“调整存量，提升增量，优化总量”联动发展战略，将淘汰落后产能与培育战略性新兴产业结合起来。
2018 年 1 月	《江苏省开发区条例》	法律的高度定义了开发区发展的基本原则。
2018 年初	《关于下达 2018 年全省化工企业“四个一批”专项行动目标任务的通知》	要求 2018 年全省计划完成“减化”目标包括关停化工企业 750 家、转移 54 家、升级 950 家、重组 174 家。计划到 2018 年年底，力促全省化工生产企业入园进区率从 38% 提高到 43% 以上。
2018 年 6 月	《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、盐城三市辖区内所有化工园区及园区内所有化工生产企业进行整治。
2018 年 8 月	《关于加快全省化工钢铁煤电行业转型升级高质量发展的实施意见》	规范提升化工园区发展水平，对全省 54 家化工园区进行全面梳理，建立化工园区退出机制，坚决取消不达标化工园区。”
2018 年 8 月	《江苏省化工园区规范发展综合评价指标体系》	对全省化工园区的再一次全面梳理，并计划根据评价结果对园区进行分类整合、改造提升、压减淘汰。
2019 年 2 月	《江苏省化工园区（集中区）环境治理工程的实施意见》 《化工园区（集中区）环境绩效评价体系》	对此 53 家园区提出了更为严格的要求，明确提出“2019 年 9 月底前未达到 80 分的沿海化工园区（集中区）取消化工定位”。
2019 年 4 月	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》	深入推进供给侧结构性改革，将综合运用法治化和市场化手段，依法依规推进，建设符合产业发展规律、循环发展和产业链完善的绿色安全、现代高端化工产业。

资料来源：江苏省政府官网，光大证券研究所整理

根据《安全环保整治提升方案》内容，江苏省安全生产整治的根本意义在于深入推进化工行业的供给侧结构性改革，具体来看将以下三方面作为整治提升的最终目标：**1) 本质安全根本提升**，以更坚决更有力更科学的举措，开展从产品到技术、工艺、设备、从业人员、内部管理和外部监管的全方位、全过程整治。全面提升化工行业产业结构和本质安全水平，努力实现各类风险隐患可防可控。**2) 区域布局明显优化**，坚决贯彻长江经济带“共抓大保护、不搞大开发”要求，大幅压减沿长江干支流两侧 1 公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、化工园区外和规模以下化工生产企业。着力破解“重化围江”突出问题，高起点同步推进沿江地区战略性转型和沿海地区战略性布局。**3) 低端产能大幅减少**，关闭安全和环保不达标、风险隐患突出的化工生产企业，限期取缔和关闭列入国家淘汰目录内的工艺技术落后的化工企业或生产装置，加快退出或转型产能过剩和市场低迷的一般化工品生产加工能力。取消安全环保基础设施差和管理不到位的化工园区（集中区），大幅压减低端落后化工产能。

1.1.1、压减存量企业数量，沿江 1 公里企业等是重点方向

根据《方案》，江苏省虽然未明确规定未来化工企业数量压减具体目标，但总体上仍将压减存量化工生产企业作为重要方向。《方案》延续了 2017 年“四个一批”专项行动的关停标准，由于根据 2017 年“四个一批”专项行动的要求，关停一批化工企业原则上在 2018 年底前全部完成（其中 2017 年底前完成 50%），因此此次方案的出台从标准来看是对“四个一批”专项行动的沿用，从力度来看是对“四个一批”专项行动的加强落实。

《方案》对于化工生产企业安全生产的标准和环境管理提出了具体要求，将对所有化工生产企业进行评估，不达标的立即停产、限期整改，不具备整改

条件和逾期整改不到位的予以关闭，对于工业企业资源集约利用综合评价 D 类的企业加快关闭退出。严格停产整改企业复产验收程序。此外根据《方案》内容，沿江 1 公里生产企业、太湖等环境敏感期生产企业、园区外生产企业和城镇人口密集区危化品企业作为压减的重要目标，从执行依据来看，硬性标准的提出使得关停更具有针对性和可操作性。

根据江苏省化工行业协会数据，截至 2018 年底全省共有化工企业 4280 家，其中规模以上 2642 家，规模以下 1638 家，规模以下企业数量占比高达 38.3%，产业组织结构有待提升。另一方面，江苏化企约 70% 仍分布在沿江地区，其中有 288 家企业位于长江干流和主要支流岸线一公里范围内；沿江建有 31 家化工园区或集中区，但沿海三市化工企业主营业务收入只占全省化工行业的 23.9%，区域分布也不合理。全省仍有 55% 的化工生产企业散布在园区(集中区)外，其中沿江地区未入园企业占比达 68.2%，苏北地区未入园企业占比 39.2%，沿海地区未入园企业有 38.1%，大量不合规化工企业面对较大关停压减压力。

表 2：沿江地区化工生产企业等是未来重点压减方向

沿江 1 公里生产企业	对于沿长江干支流两侧 1 公里范围内的园区外化工企业，原则上 2020 年底前全部退出或搬迁。对确实不能搬迁的企业，逐一进行安全风险和环境风险评估，采用“一企一策”抓紧改造提升；对于沿长江干支流两侧 1 公里范围内的园区内化工企业：逐企评估并提出处置意见，凡是与所在园区无产业链关联、安全和环保隐患大的企业，2020 年底前依法关闭退出。严禁在长江干支流 1 公里范围内新建、扩建化工园区和化工项目。
环境敏感区域生产企业	太湖一级保护区内、京杭大运河（南水北调东线）和通榆河清水通道沿岸两侧 1 公里范围内的企业以及位于生态保护红线区域、自然保护区、饮用水水源保护区等环境敏感区域内的企业，要求 2020 年底前基本关闭或搬迁。
园区外生产企业	加大园区外企业整治、压减、转移、转型力度，安全风险高、环保管理水平差和技术水平低的企业 2020 年底前全部关闭退出。推动产业关联度高、安全和环保达标的企业搬迁入园，完善化工园区产业链。
城镇人口密集区危化品企业	对安全卫生防护距离不达标的企业，要逐一严格审查评估，凡是达不到有关安全环境卫生等标准的，2020 年底前将依法采取关闭退出等措施。
规模以下化工企业	对规模以下企业进一步排查摸底，评估安全和环保风险，不达标企业 2020 年底前全部关闭退出，达标的企业鼓励进入化工园区（集中区）发展。

资料来源：《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》

高水平布局优质化工项目，扶持连云港沿海国家级石化产业基地

《方案》提出，高水平布局优质化工项目。对安全环保规范、符合产业规划的重点骨干企业。在环境容量许可、不新增规划用地的前提下，支持技术改造，支持发展符合产业链要求的绿色高端化工项目，支持配套产业，支持完善产业链。对符合安全环保标准但区域总体容量不足的，要统筹规划调整，针对性推进改造提升。**支持连云港高水平建设沿海国家级石化产业基地。**

根据 2017 年江苏省石化行业“四个一批”专项行动目标任务，除实现传统化工产业结构调整、淘汰落后产能和压缩过剩产能外，进一步优化区域布局也是江苏省化工产业结构布局优化的主线之一，按照要求沿江及内陆地区 20% 产能将实现向沿海的升级转移，使其主营业务收入占比达到 40% 以上，此外全省化工园区进一步优化提升，建成年销售收入 1000 亿元以上化工园区 5 家，500 亿元以上化工园区 20 家。

目前江苏省正在着力打造连云港国家石化基地，其中卫星石化投资建设年产 400 万吨烯烃综合利用示范产业园，项目投资约 330 亿元；盛虹炼化一体化项目计划总投资 776.49 亿元；中化国际和扬农化工集团携手打造的精细化工循环经济产业园规划总投资 300 亿元，主要发展精细化工、高端专用化学品、高端性能材料三大类。上述三个项目投资总计 1400 亿，我们预计每年收入在一千亿元以上，远远超过响水化工园区 100 亿的年销售收入，因此随着方案的落地，未来江苏省化工产能将开始向优势园区和龙头企业集中，龙头企业的发展空间的进一步拓展将成为必然趋势。

1.1.2、开展再评价并压减存量园区数量，严格管理集中区

除压减存量化工生产企业数量和优化提升化工产业布局外，《方案》将压减存量化工园区（集中区）同样作为整治提升的重点目标，今后化工园区（集中区）将无法作为不合规企业的庇护所。

开展再评价，压减存量园区数量：《方案》提出将全面开展对全省化工园区（集中区）的再评价，将按照产业链是否完备的标准，对化工园区和集中区进行分类认定。规模小、产业关联度低、基础设施不完善、安全环境问题突出和周边敏感目标分布密集的取消化工园区定位。被取消化工定位的园区（集中区），严禁新建化工项目，同时大幅压减现有企业数量。

整体来看，江苏省目前 53 家化工园区（集中区）中，南京化学工业园区、泰兴经济开发区、扬州化学工业园、镇江新区新材料产业园、江苏扬子江国际化学工业园等园区，因为产值规模大、产业链相对高端会被保留下来，整体上相比苏南地区（南京、镇江、苏州、无锡、常州）的化工园区，苏北地区（徐州、连云港、宿迁、淮安、盐城）的部分化工园区由于产值规模小、产业链完备程度低以及存在安全环境问题或将面临一定的政策压力。

严格化工集中区的管理：《方案》要求集中区内取缔生产和使用列入《危险化学品目录》中具有爆炸特性化学品的企业或项目，淘汰低端落后、高风险、高耗能和高污染的化工项目。对集中区内生产储存设施与人口密集区域、重点防护目标之间的安全距离进行再确认，不符合要求的立即整改，逾期整改不到位的关闭退出。园区外大型化工企业要比照化工园区（集中区）的相关管理要求。集中区认定和管理趋严表明安全生产整治提升无法外之地，表明今后无法进入化工园区的生产企业生存空间或将进一步被压缩，

我们梳理了江苏 53 家园区距离河流距离，对于沿长江干支流两侧 1 公里范围内的园区内化工企业，太湖一级保护区内、京杭大运河（南水北调东线）和通榆河清水通道沿岸两侧 1 公里范围内的企业以及位于生态保护红线区域、自然保护区、饮用水水源保护区等环境敏感区域内的企业，均存在较大压力。部分沿江园区距离长江太近，园区部分企业面临关闭，化工园区提升势在必行。

表 3：江苏省 53 家化工园区（集中区）统计

所在地	园区（集中区）名称	批复单位	园区级别	2017 年工业总产值（亿元）	园区类型	距离河流距离	河流
南京	南京化学工业园区	江苏省人民政府	省级	>100	石油化工、精细化工及新材料	200m	夹江
徐州	新沂化工产业集中区	徐州市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	2.9km	新戴运河（京杭大运河）

	邳州经济开发区化工产业集中区	徐州市政府	设区的市级	<100	综合	475m	古淮河支流(京杭大运河)
	徐州睢宁桃岚化工园区	徐州市政府	设区的市级	未知	精细化工及新材料	1.5KM	长江
	徐州工业园区(贾汪)	徐州市政府	设区的市级	<100	综合	1.3KM	长江
无锡	江阴高新技术产业开发区化工集中区	无锡市政府	设区的市级	<100	石油化工、精细化工及新材料、综合	800m	长江
	江阴临港经济开发区石化新材料产业园	无锡市政府	设区的市级	100-500	综合	100m	溇渎河
	江阴临港经济开发区利港化工园区	无锡市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	200m	孟津河
	宜兴市化学工业园	无锡市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	400m	锡北运河
	宜兴市官林化工集中区	无锡市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	750m	长江
	锡山经济开发区新材料产业园	无锡市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	1.3KM	金丹溇漕河
常州	常州滨江经济开发区新港片区	江苏省人民政府	省级	500-1000	精细化工及新材料	1KM	长江
	金坛经济开发区盐化工区	常州市政府	设区的市级	<100	盐化工	150m	汶浦港西段
	金坛市金城镇培丰化工集中区	常州市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	1.4KM	长江
	溧阳市南渡新材料工业集中区	常州市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	1KM	长江
	武澄工业园	常州市天宁区政府	区县级	<100	精细化工及新材料	100m	张家港
苏州	吴中经济技术开发区化工集中区	苏州市政府	设区的市级	100-500	综合	1KM	长江口
	苏州浒东化工集中区	苏州市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	100m	京杭运河
	常熟经济开发区(东区)化工集中区	苏州市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	500m	长江
	昆山市千灯精细化工区	苏州市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	300m	长江
	常熟新材料产业园	江苏省人民政府	省级	100-500	精细化工及新材料	500m	长江
	江苏扬子江国际化学工业园	江苏省人民政府	省级	500-1000	精细化工及新材料	1KM	黄海
	张家港飞翔化工集中区	苏州市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	700m	长江
	太仓港区化工园区	江苏省人民政府	省级	100-500	综合	1.8KM	黄海
吴江经济技术开发区化工集中区	苏州市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	1.2KM	灌河	
南通	南通经济技术开发区化工片区	南通市政府	设区的市级	500-1000	精细化工及新材料	750m	灌河
	海门灵甸工业集中区	南通市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	3KM	黄海
	启东经济开发区精细化工园区	南通市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	1KM/7KM	苏北灌溉总渠/淮沐河
	如东沿海经济开发区洋口化学工业园	如东县政府	区县级	100-500	精细化工及新材料	1.5KM	淮沐河
	江苏海安经济开发区精细化工园	江苏环保厅、南通市政府	区县级	<100	精细化工及新材料	150m	盐河
	如皋港化工新材料产业园	南通市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	300m	中山河
连云港	连云港徐圩新区化工产业集中区	江苏省人民政府	省级	100-500	石油化工、精细化工及新材料	2.3KM	黄海
	灌云县临港产业区	连云港市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	700m	淮河入海水道
	连云港市(堆沟港)化学工业园	江苏省人民政府	省级	100-500	精细化工及新材料	350m	长江

	柘汪临港产业区	连云港市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	1.1KM	长江
淮安	淮安盐化新材料产业园区	淮安市政府	设区的市级	100-500	盐化工	638m	长江
	淮安市洪泽经济开发区化工集中区	淮安市政府	设区的市级	<100	综合	300m	长江
	涟水县薛行化工园区	淮安市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	700m	长江
盐城	江苏滨海经济开发区沿海工业园	盐城市政府	省级	100-500	精细化工及新材料	400m	长江
	大丰港石化新材料产业园	江苏省沿海办	省级	100-500	综合	500m	长江
	阜宁高新技术产业园	盐城市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	250m	古马干河(长江支流)
	响水生态化工园区	盐城市政府	设区的市级	500-1000	综合	100m	新沂河
扬州	扬州化学工业园	国家发改委、江苏省政府	省级	500-1000	精细化工及新材料	130m	新沂河南岸、骆马湖下游
镇江	镇江新区新材料产业园	镇江市政府	省级	500-1000	精细化工及新材料	距离河流距离	河流
	江苏省丹徒经济开发区	镇江市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	200m	夹江
	索普化工基地	镇江市政府	设区的市级	<100	综合	2.9KM	新戴运河(京杭大运河)
泰州	姜堰经济开发区化工园区	泰州市政府	设区的市级	<100	精细化工及新材料	475m	古淮河支流(京杭大运河)
	泰州滨江工业园区	泰州市政府	设区的市级	100-500	石油化工	1.5KM	长江
	靖江经济开发区新港工业园		国家级	100-500	综合	1.3KM	长江
	泰兴经济开发区	江苏省人民政府	省级	>1000	精细化工及新材料	800m	长江
	泰州高永化工集中区	泰州市政府	设区的市级	<100	综合	100m	溱潼河
宿迁	沐阳循环经济产业园	宿迁市政府	设区的市级	<100	综合	200m	孟津河
	宿迁生态化工科技产业园	宿迁市政府	设区的市级	100-500	精细化工及新材料	400m	锡北运河

资料来源：光大证券研究所根据江苏省人民政府网站、江苏化工网等公开渠道信息整理

1.1.3、严格准入条件，控制增量产能

除压缩存量化工生产企业数量和化工园区（集中区）外，《方案》提高了江苏的化工产业准入门槛。从安全、环保、技术、投资和用地等方面严格准入门槛，高标准发展市场前景好、工艺技术水平高、安全环保先进、产业带动力强的化工项目。新建化工项目原则上投资额不低于10亿元（列入国家《战略性新兴产业重点产品和服务指导目录（2016）》的项目除外）。

此外《方案》提出将强化负面清单管理，要求认真贯彻落实长江经济带发展负面清单指南，制订出台江苏省长江经济带发展负面清单实施细则。严格执行国家和省产业结构调整指导目录。按照控制高污染、高能耗和落后工艺的要求，进一步扩大淘汰和禁止目录范围，对已列入淘汰和禁止目录的产品、技术、工艺和装备严格予以淘汰。此外将对化工安全环保问题突出的地区，实行区域限批。江苏省是农药、医药和染料中间体化工等精细化工品产业的集聚区，我们认为这些项目由于投资额较小，安全环保水平参差不齐，准入条件趋严下未来行业新增产能将获得严格控制。

1.1.4、财税政策支持整治提升，环保水价和电价联动政策将扩大到安全生产领域

《方案》提出将加大财税政策支持。由省级财政安排化工产业安全环保整治提升专项补助资金，分年度对完成整治提升任务并通过省考核验收的市县给予资金补助，对因整治提升影响税收收入的相关市县，实行差别化财力

补助。此外将设立化工产业结构调整投资基金，重点投向化工产业优化布局、转型升级和结构调整等领域，支持土壤修复治理以及腾退土地再利用。

另一方面环保水价和电价联动政策将扩大到安全生产领域，更多地运用市场化手段倒逼相关企业关闭退出，对于高耗能、耗水的生产企业，随着生产成本的提高，未来如果安全环保措施不到位，盈利能力恶化将倒逼产能退出。

1.2、全国范围内安全整治力度提升，供给端迎来新一轮收缩压力

2016年政府提出将“加强供给侧结构性改革，增强持续增长动力”确定为今后政府的重点工作之一。供给侧改革的关键内容之一是要推进产业结构和产能结构的调整，既要做减法，也要做加法。做减法就是要以市场倒逼的方式，法律、技术、环保、质量、安全等手段，化解过剩产能淘汰落后产能。做加法就是要培育促进新产业、新技术、新业态、新模式，加快新经济的发展。

对于石化化工行业而言，由于环境容量污染物排放相对容易定量，企业间环保水平与投入的差异化相对容易评价，因此在过去两年以中央环保督察为核心的环保约束已经成为供给侧改革的重要倒逼手段。而安全生产领域除了装置的本质安全差异之外，与所处细分子行业生产流程特性和企业的生产管理水平有较大的关系，较难通过严格的标准予以进行约束，且需要更为专业、富有经验的专家参与评价，因此在过去倒逼供给侧改革的行动中，安全生产整治尚未提升到与环保约束同等的高度，包括山东和江苏在内的部分省份，一直在积极探索如何发挥安全生产在产业升级转型中的重要作用。

2017年6月，山东省开始部署为期5年的化工产业安全生产转型升级专项行动，指出以安全生产、环保要求、节能指标、质量标准倒逼转型升级，以转型升级保障安全生产，形成标本兼治、持续改进的良性机制。从具体措施看，主要体现在：1) 严格增量管理，把好“安全关”，进一步抬高化工企业准入的投资、技术、人才门槛，从严项目审批，严格试车管理。2) 要调整优化存量，在做好减法提升水平上持续加力。3) 坚决把严重违法违规的市场主体清除出市场，对所有危险化学品生产、储存、运输、经营、使用企业，全面开展安全环保节能评级评价，“一县一册”“一企一档”，摸清底数，全面“体检”、全面整改。4) 要实施进区入园，在集约集聚发展上持续发力，通过产业集聚化、集约化实现高端化、高效化，提升产业安全水平和整体素质。

表 4：山东省化工产业安全生产转型升级专项行动分阶段目标

阶段	时间点	分阶段行动目标
第一阶段	2017年6月至2017年底	立足于治标，以隐患排查整治为主，坚决遏制各类事故的发生。
第二阶段	2017年7月至2020年6月	立足于治本，以推动产业转型升级为主，利用三年的时间，开展化工产业转型升级攻坚行动。
第三阶段	2020年7月至2022年6月	立足于完善巩固，利用两年时间，巩固行动成果，形成规范化、制度化长效机制，把化工产业培育成为安全清洁、绿色低碳、集约集聚、创新高效的重要支柱产业。

资料来源：山东省工业和信息化厅官网

在响水爆炸事件发生之后，随着《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》的靴子最终落地，安全生产整治有望正式接力环保约束成为江苏省化工产业升级转型的又一重要推手，并最终重塑江苏化工产业新格局，摒弃低端

落后产能，建设符合产业发展规律、循环发展和产业链完善的绿色安全、现代高端化工产业。除江苏和山东省外，在国务院应急管理部安排之下，安全生产核查整治行动在其他省份也纷纷高规格展开，而从各省份的具体动作来看，尽管具体措施不一，但整体来看除消除短期安全隐患之外，长期目标都是淘汰安全环保不合规的低端落后产能，并最终实现产业的转型升级。我们梳理了国务院以及各省份近期关于安全生产的政策措施如下：

表 5：国务院以及各省份近期关于安全生产的政策措施

省份	近期出台的关于安全生产的政策和措施
国务院应急管理部	4月24日应急管理部召开开风险保稳定工作视频会议，分析解决当前危化品安全生产问题，会议指出当前危化品安全生产形势严峻紧迫，全方位的系统性风险非常突出，严重威胁人民群众生命财产安全，严重制约经济发展和社会稳定。要求进一步提高政治站位，充分认识到当前危化品安全问题已成为制约全国安全生产形势稳定好转的突出矛盾。要采取果断措施坚决遏制危化品爆炸事故，着力解决基础性、源头性、瓶颈性问题。当务之急是各地要组织专家对企业重新“过筛子”，凡是达不到标准要求的，该停必须停产、该减必须减产，要对危化品企业和管理团队逐一进行安全法制教育，必须在岗在位，死看硬守，严格落实企业主体责任。
江苏省	除关闭响水化工园区，提出“从园区区域、产业层次、用地面积、规划许可、安全监管、环境治理等方面对全省50个化工园区开展全面评价，根据评价结果压减”。4月8日，省委书记娄勤俭主持召开省委常委会议，讨论《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》，会议指出化工是重要基础性产业，也是我省的支柱产业。要历史全面辩证地看待化工产业，坚持实事求是、分类施策，系统推进我省化工产业整治提升工作。对不符合安全生产标准的企业、园区必须关闭，对环保不达标企业、园区必须关停，对落后低端企业必须淘汰。对符合安全生产、环保标准的企业要支持技术改造、支持配套产业、支持完善产业链。对区域总体环境容量不足的，要统筹规划调整，一企一策，针对性实施。要保持有关政策的相对稳定性，严格按照中央要求办。
山东省	4月9日山东省政府安委会根据国务院安委会办公室、应急管理部关于开展危险化学品等重点领域安全生产专项执法检查的部署要求，在全省开展为期3个月的危险化学品、煤矿、非煤矿山、消防、冶金工贸等重点行业领域安全生产专项执法检查，深入排查并消除安全隐患，坚决做到“五个一批”：依法严惩一批违法违规行为，彻底治理一批重大安全隐患，关闭取缔一批违法违规和不具备安全生产条件的企业，联合惩戒一批严重失信企业，问责曝光一批责任不落实、措施不力的单位和个人，坚决遏制重特大生产安全事故的发生，切实维护人民群众生命财产安全。 其中涉及危险化学品行业的检查重点是：一是对涉及硝化反应的化工企业进行“回头看”，二是对停产停业的化工企业进行“回头看”，三是对其他危险化学品生产企业进行执法检查，四是对省政府认定公布的化工园区进行检查。
河南省	4月29日，河南省应急管理厅召开全省应急系统视频会议，部署近期应急管理和安全生产工作，要求对我省各类化工园区严格实行“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。 持续深化危险化学品全过程综合整治：现有73家位于城区的化工企业，6月底前必须全部拿出搬迁改造方案，年底前必须有明显进度。对易燃易爆化工企业特别是7家涉及硝化工艺的企业，地方政府要实行最严格的监管，对不符合安全条件的要依法停产整顿，加快关闭退出，最大限度消灭危险源。
湖北省	4月15日湖北省推进危化品生产企业搬迁改造攻坚指挥部办公室、省沿江化工企业关改搬转专项战役指挥部办公室下发了《关于加强全省沿江化工和危险化学品生产企业安全工作的紧急通知》，要求全面排查沿江化工企业关改搬转和危化品生产企业搬迁改造过程中安全风险隐患，切实加强全省化工行业、化工园区和关改搬转建设项目安全监管和执法检查，有效防范和坚决遏制事故发生。 《通知》要求，各市、州、直管市专项指挥部办公室要重点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，不漏掉一个盲区、不放过一个环节，对存在问题隐患的要限期整改到位。同时，全面排查园化工园区内外安全距离、重大危险源、自动控制系统和防火防爆、应急处置设施等，及时消除重大隐患，严防风险外溢。加快推进本地化工园区日常管理、监测监控、预测预警、应急救援等安全基础设施改造提升和规范化园区建设，全面开展合规园区评估认定，督促达不到安全生产技术标准的化工园区限期整改，整改后仍不达标、不合规园区依法取缔。
河北省	“河北省化工行业安全生产整治攻坚行动方案”要求从2019年3月开始至2020年12月，推动河北省安全生产形势持续好转，当好首都政治“护城河”，全面评估化工企业和园区生存状态，各市成立专门机构进行精准管理、严格管控，鼓励大型化工企业建立相关技工培训机构。方案要求对列入整治范围的所有化工企业和园区，要开展安全生产现状、风险源点等情况全面调查，建立辖区内园区和企业的台账清单，做到“一企一档”、“一园一档”，各市的企业清单和园区清单要由市长签字确认后上报。

	《方案》要求，河北将实现“五个 100%”，列入关停名单的全部关停到位，列入搬迁名单的危险化学品企业全部完成搬迁改造，新建项目入园率 100%;化工园区监管平台与园区内企业安全监控信息对接率 100%;新建项目自动化控制系统装备率 100%;在役装置自动化控制系统改造升级率 100%，重大危险源在线监测监控率 100% 等。
天津市	天津市安委会办公室决定自 4 月 12 日起，通过督促企业自查、专项执法检查 and 重点督导检查等方式，在全市组织开展为期 1 个月的危险化学品、消防等重点行业领域安全生产专项执法检查 work。 在危险化学品行业领域，一是紧盯危险化学品仓储管理等关键环节，摸清每家企业、每个仓库的底数，着力检查危化品单位能否立即提供货物清单、清单与实物是否一致等内容;二是严把隐患整改标准，坚持效果导向，时间服从效果，隐患排查不到位不收兵、整改不到位不收兵;三是加强对化工园区区域安全风险评估与整改情况进行检查，特别是园区内企业对周边单位的安全影响情况。
福建省	福建省生态环境厅要求对沿江沿河、居民聚集区周边的企业，特别是石化、化工企业集中的区域进行强化督查，确保不留死角和盲点。对应急准备和隐患排查情况进行调度，对发现的问题分类梳理，督促企业、化工园区定时限、定措施、定责任人，对组织不严、进展缓慢、查处不力、整改不实、措施不当的问题，将依法依规严肃处理。

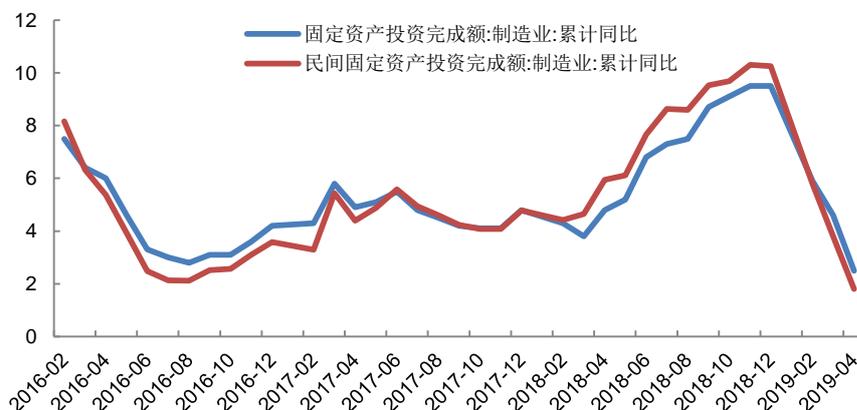
资料来源：中化新网，光大证券研究所整理

2、需求端仍待改善，关注中美贸易摩擦对出口的影响

2.1、需求端仍待改善，期待地产后周期逻辑的兑现

2019Q1 国内经济数据企稳，GDP 同比增长 6.4%，增速环比持平。市场对基本面企稳形成较一致预期。4 月 19 日政治局会议对一季度经济运行作出积极判断，但重提“房住不炒”和“结构性去杠杆”，根据光大证券策略团队的观点，意味着一季度的过度宽松可能向适度宽松转变。而随着货币政策边际调整，未来对消费信心和投资的刺激作用可能边际减弱。4 月经济数据整体较 3 月回落，除了房地产相关数据继续好转，社零 4 月同比增速回落至 7.2%（前值 8.5%），工业增加值 4 月同比增速回落至 5.4%（前值 8.5%），受前期企业盈利回落和外需短期趋弱影响，1-4 月制造业投资同比增速下行至 2.5%（前值 4.6%），民间制造业投资和全社会用电量累计同比增速放缓，制造业数据承压下化工品后期需求仍存在不确定性。

图 3：2019 年 1-4 月制造业固定资产投资增速持续放缓（%）

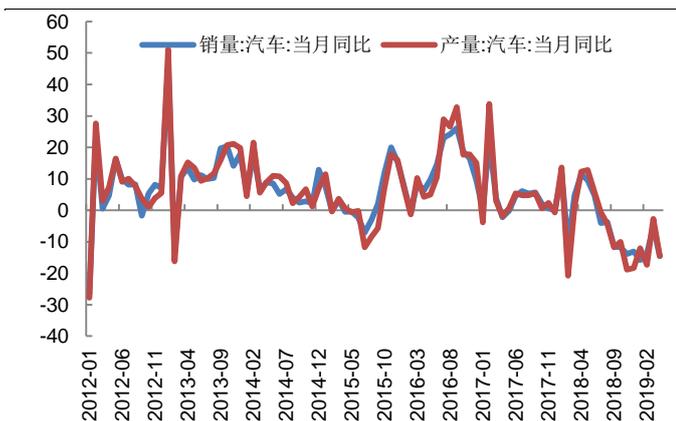


资料来源：WIND

汽车产销继续下滑，库存高位仍有待去化

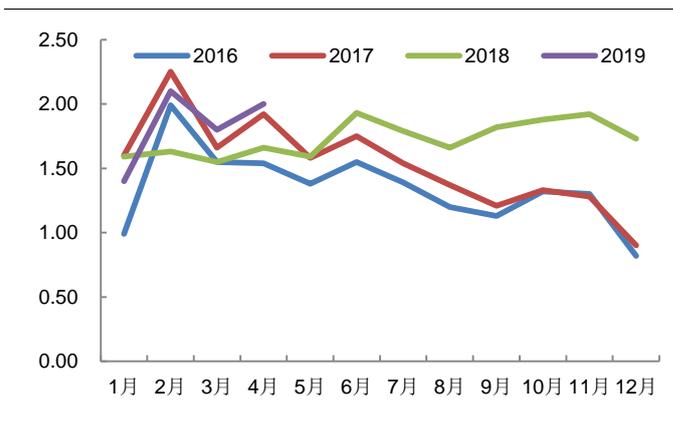
2018年下半年宏观经济和消费周期下行,此外叠加政策刺激因素消退,国内车市整体承压,出货大幅下降。2019年初至今国内汽车行业产销延续下滑态势,1-4月份国内汽车产销量分别同比下降11.0%和12.1%至838.5万辆和834.9万辆。而从经销商库存系数来看,目前仍处在近几年的同期高位水平,行业去库存尚未开启。当后期资金压力下主动去库存从经销商向上游厂家传导之后,预计汽车产量仍面临较大下滑压力,对应的上游车用改性塑料、聚氨酯、涂料等需求不容乐观。

图4: 国内汽车产量和销量同比变化 (%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

图5: 汽车经销商库存系数

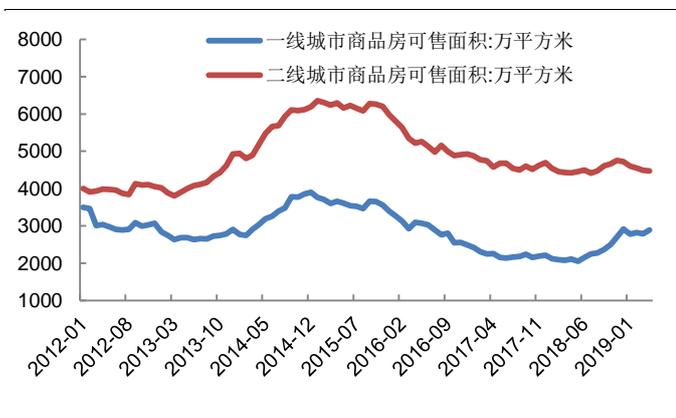


资料来源: WIND, 光大证券研究所

竣工维持负增长, 地产后周期逻辑带动家电库存去化

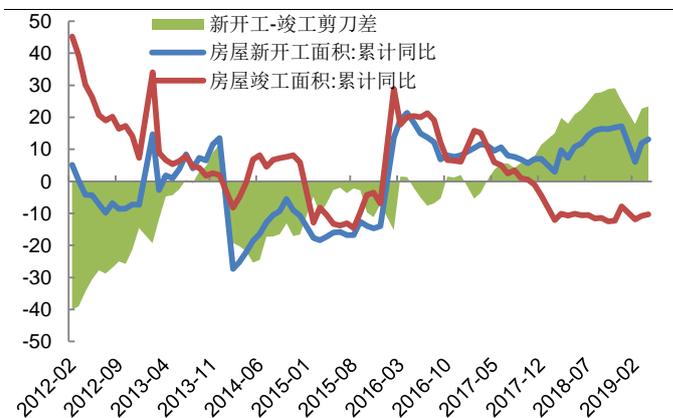
2018年下半年地产新开工持续超预期高增长,基于房地产新开工向竣工端传导的逻辑成为房地产后周期品种需求企稳回暖的重要支撑。我们观察2019年初至今尽管地产新开工面积与竣工面积的剪刀差持续收窄修复,但主要原因来自于土地成交下滑导致的新开工面积的增速下降,而从地产竣工面积来看仍维持较大幅度的负增长。2019年4月房地产销售数据继续改善,30大中城市商品房成交面积同比增长24.3%,展望2019年下半年,随着二三线城市商品房销售面积稳定增长,以及一线城市商品房销售面积的企稳提升,商品库存有望进一步消化并刺激竣工面积增速回暖,地产后周期逻辑期待逐步验证。

图6: 商品房可售面积仍维持高位



资料来源: WIND, 光大证券研究所

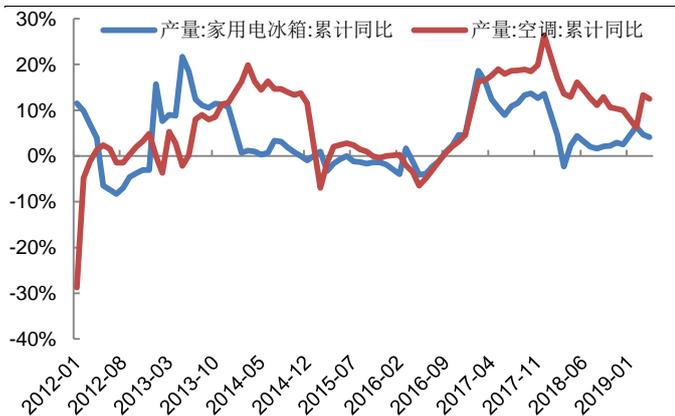
图7: 地产新开工增速下滑, 竣工仍维持负增长 (%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所

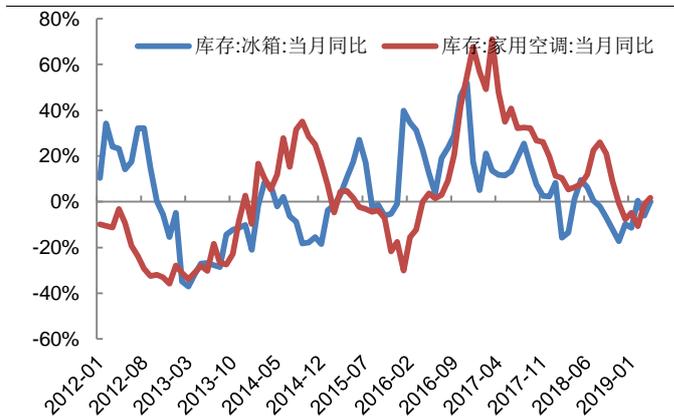
根据光大证券家电研究团队的观点，家电板块的周期性本质是地产后周期和空调库存周期的共振。2018Q3 后空调产销增速在高基数上出现明显下行，面对较弱的需求展望，家电企业对库存控制谨慎，2019Q1 地产产业链逻辑改善（销售+交房）的带动下下游空调和冰箱库存去化理想，而后续随着地产交房逻辑的逐步兑现，家电的稳定消费将对上游化工品需求形成一定支撑。

图 8：冰箱和空调产量同比变化（%）



资料来源：WIND，光大证券研究所

图 9：冰箱和空调库存同比变化



资料来源：WIND，光大证券研究所

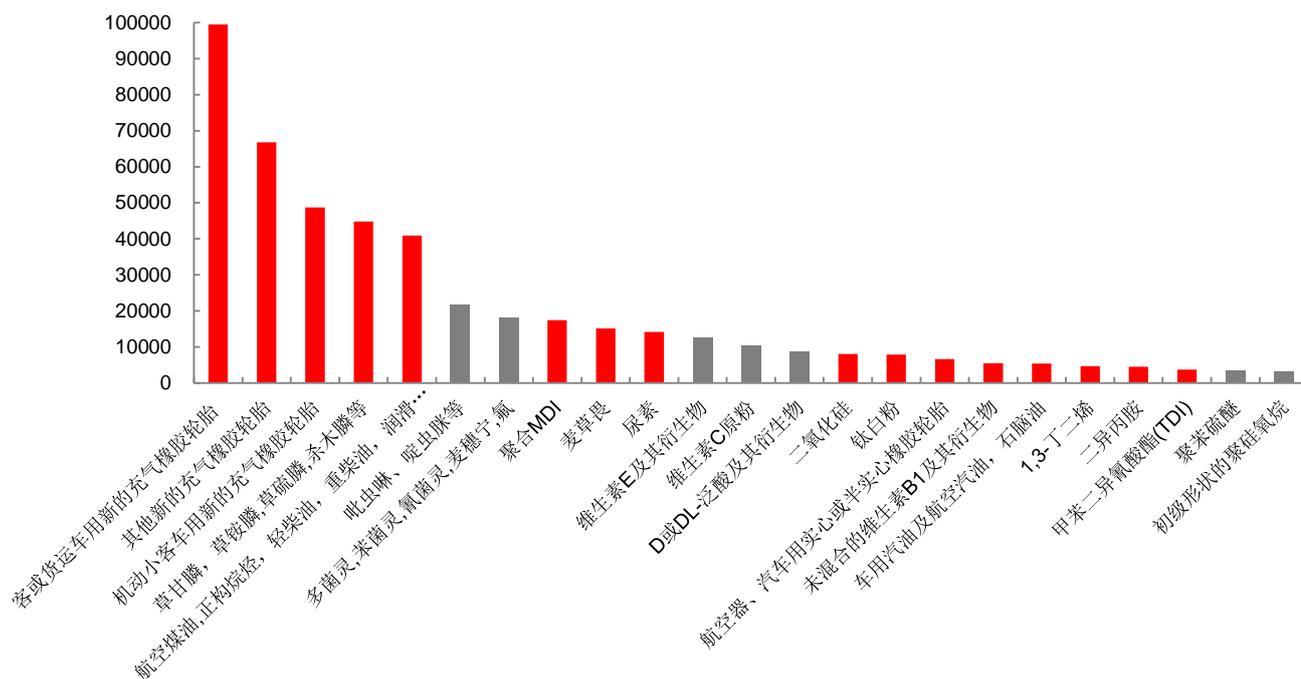
2.2、贸易摩擦进一步升级，关注对出口端的影响

美国方面 5 月 10 日公布了对价值 2000 亿美元中国商品加征 25% 关税的清单，其中涉及中国出口美国的多种化工产品，此次第三轮关税加征将打击比前两轮更广泛的化学品和塑料制品。而考虑到 2018 年 8 月 7 日生效的 160 亿美元加征关税清单中的化工品，加征关税范围基本上已经覆盖了中国对美国出口的化工品上下游全部产业链的品种。而作为反制措施，中国从 6 月 1 日起对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率。

中国对美化工品出口金额和电脑及电子产品、机械电气等行业相比普遍偏小，且主要集中在有机化学品、橡胶制品、医药中间体等优势行业。而从细分品种来看，对美出口金额较多的品种是乘用车或货车轮胎、草甘膦、草铵膦等农药原药、吡虫啉、啶虫脒、航煤等成品油、聚合 MDI、麦草畏、尿素、维生素、二氧化硅、钛白粉、TDI、PPS、聚硅氧烷等。这些品种中，2017 年中国出口金额在美国进口金额中占比超过 50% 的为维生素 B1、30 英寸以上的轮胎、D-泛酸、维生素原粉、聚合 MDI、草甘膦、草铵膦等农药原药和维生素 C 原粉。

我们统计了对美国出口金额较多的大部分化工品种在此次加征关税中受到影响的情况，重卡轮胎、轿车胎、草甘膦、麦草畏等除草剂、聚合 MDI、TDI、钛白粉、丁二烯、烧碱、丙烯酸和大部分丙烯酸酯、氢氟酸、醋酸、己二酸和己内酰胺等都将在原有税率基础上加征 25% 的关税；而吡虫啉和啶虫脒等杀虫剂、多菌灵等杀菌剂、VE、VC、VB、VA、初级形态的 PPS、PVA、POM，改性 ABS，酚醛树脂，PA66 和 PA6 等基础塑料都不在此次加征关税范围之内。

图 10：2017 年中国对美出口化工品种金额及此次加征 25%关税中是否受到影响（单位：万美元）



资料来源：联合国商品贸易统计数据库

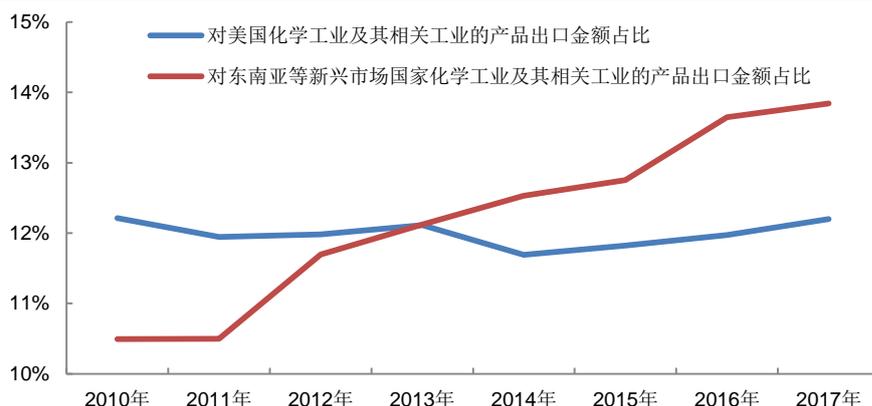
注：红色商品为在原税率基础上加征 25%关税，灰色商品保持原税率不变

根据我们对部分重要化工品在中美间进出口结构的分析，此次美国对 2000 亿美元中国输美产品加征 25%关税，我们认为实质上对国内大部分化工子行业的直接影响有限，但需关注对下游终端行业比如冰箱、纺织服装和塑料制品等行业如果后期出现出口受阻的情况，对上游聚合 MDI、氟化工及制冷剂、聚酯、黏胶短纤以及塑料原料等行业造成的需求下滑的不利影响。

1) 东南亚新兴市场国家已取代美国成为国内化工品的最大出口市场，贸易摩擦升级的直接影响有限

从出口的绝对数量来看，除聚合 MDI 和农药等少数品种之外，大部分化工品的对美出口量在全部出口量中占比有限。随着近年东南亚等新兴市场国家的经济快速增长，带来国内化工品对相应国家和地区的出口需求大幅增长，以及在总出口量中占比的大幅提升，尽管这些品种对美出口的绝对数量仍保持不错增长，但整体来看对美出口占比持续压缩。从单一出口目的国来看，2018 年对美国出口占比靠前的聚合 MDI、钛白粉、丙烯酸及其盐、粘胶和农药（北美洲）的比例分别为 31.9%、6.99%、13.23%、10%和 14.6%，但将东南亚等新兴市场国家作为一个整体来看待的话，其在中国化工品的出口市场中占比已经远超美国，而从 MDI 和钛白粉等行业的厂家反馈来看，新兴市场国家需求的边际变化对国内化工品供需格局的重要性早已大大超出美国市场的变化。

图 11：对东南亚新兴市场国家的出口需求占比已大大超出美国



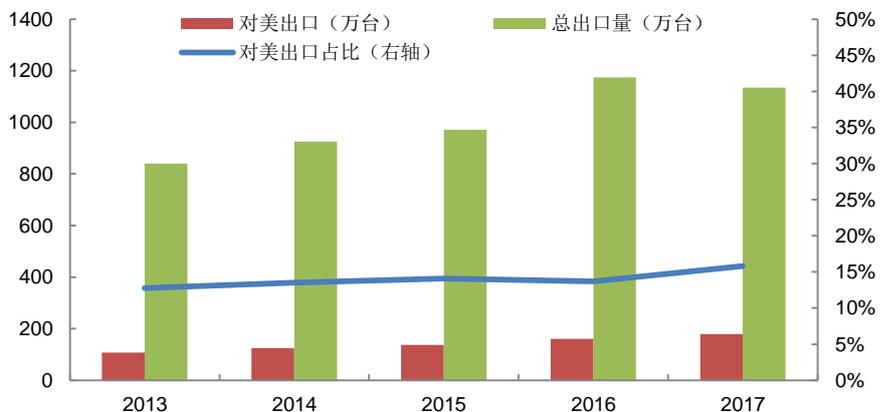
资料来源：WIND

注：东南亚等新兴市场国家统计口径包括越南、泰国、印尼、马来西亚和土耳其

2) 需关注下游终端出口受阻带来的间接影响

相比于加征 25% 关税对国内化工品出口市场的直接影响，我们认为更应关注下游终端行业比如冰箱、纺织服装和塑料制品等行业如果后期出现出口受阻的情况，对上游聚合 MDI、氟化工及制冷剂、聚酯、黏胶短纤以及塑料原料等行业造成的需求下滑的不利影响。

图 12：冰箱（压缩式）对美出口占比比较高



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，光大证券研究所整理

以聚合 MDI 对应的下游冰箱行业为例，2018 中国冰箱、冷柜总出口 4307.72 万台，其中出口至美国 803.60 万台，占总出口的 18.65%，因此用于生产出口到美国的冰箱所需的聚合 MDI 消费量约为 2.4-3.2 万吨，仅占 2018 年国内 260 万吨 MDI 产量的 0.92%-1.23%，尽管占比不高，但考虑到加征关税造成的直接出口下滑影响，以及冰箱出口下滑造成的间接传导影响，对国内聚合 MDI 行业需求端造成的消极影响不容忽视，此外制冷剂需求也将同样考虑上述不利影响。

而以聚酯行业为例，国内大多数聚酯产品出口到美国占比不高，基本在 5% 以下水平，加征关税的直接影响有限，但考虑到对于下游产品的冲击，造成的间接影响巨大。以工业丝为例，下游帘子布、线绳、灯箱广告布等产品出口量要高于工业丝出口量，而下游工厂本身利润空间有限，加征 25% 的

税率基本断绝了出口至美国的可能性。2018 年中国出口至美国民用涤纶长丝总计不到 3 万吨，但下游纺织品服装出口如果受阻将对上游聚酯行业产生巨大的影响，如果后期另外 3000 亿美元中国出口产品加征 25% 关税计划落地，将包含中国对美国出口的所有纺织品服装产品，上游聚酯行业将面临较大的冲击。而实际上从 2019 年 1-4 月份的纺织品服装出口增速来看，我们看到潜在的不利因素已经开始出现。

图 13：2001 年以来我国纺织品服装及全国货物出口增速比较

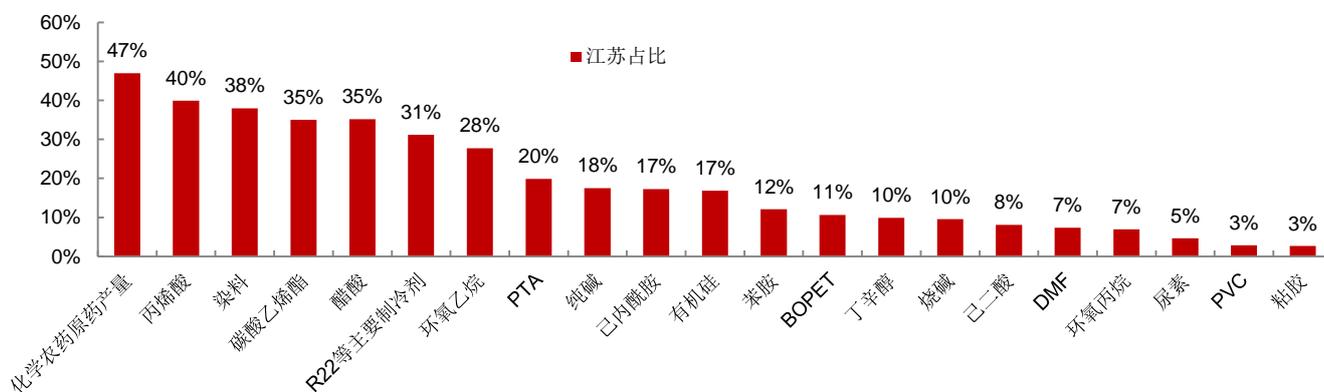


资料来源：WIND

3、产能周期缺失，化工龙头股估值有望重构提升

江苏省作为化工大省，江苏在农药、染料、丙烯酸、醋酸、氟化工、环氧乙烷、PTA、纯碱等方面占了全国供应的大部分，随着《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》的出台，存量生产企业数量和园区数量面临较大减压压力，上述行业将在不同程度上受到或多或少的影响。

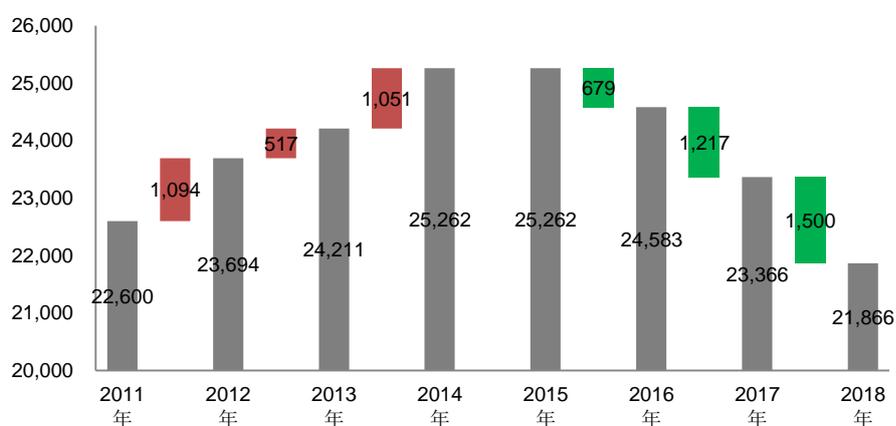
图 14：部分重要化工产品的江苏省产能占比（2017 年）



资料来源：百川资讯，光大证券研究所整理

除了未来江苏省引领的全国范围内的安全环保整治提升为供给端带来收缩预期之外，我们观察到很重要的另外一点，那就是化工行业经历了过去两年的景气周期之后，与以往的景气周期相比，并没有迈向全行业的产能周期。从过去几年情况来看，环保对供给端的影响一直是化工行业的投资主线之一：石化化工行业作为环保核查的约束重点，集约化、专业化成为化工园区和企业下存活下来的必备要素，一方面大批不合规的企业被陆续关停，另一方面环评审批趋严、环境容量指标有限下新进入者有限。2017年国内规模以上化学原料及制品企业数量相比2015年高点下滑1896个至23366个，2018年在此基础上又减少了1500家企业。因此供给端的收缩带来的产品价格弹性是过去几年国内化工行业迎来盈利景气周期的最主要的催化因素。

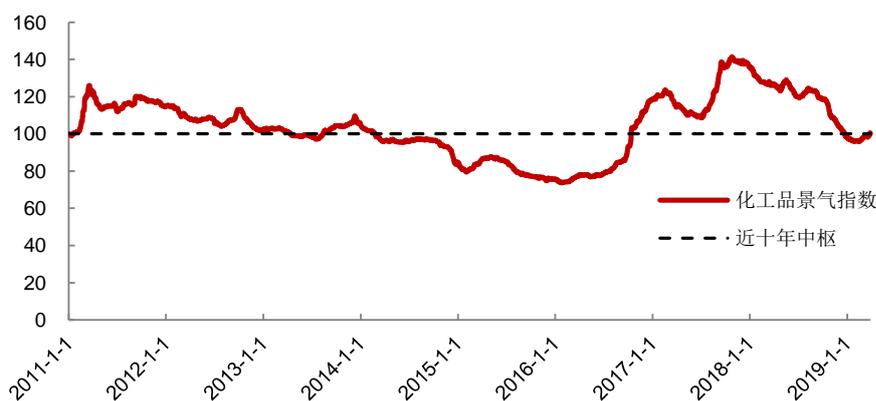
图 15：2015 年后全国规模以上化学原料及制品企业数量大幅下降



资料来源：WIND

注：红色代表当年净新增企业数量，绿色代表当年净退出企业数量

图 16：供给侧改革下化工品景气指数在 2017-2018 年大幅回暖

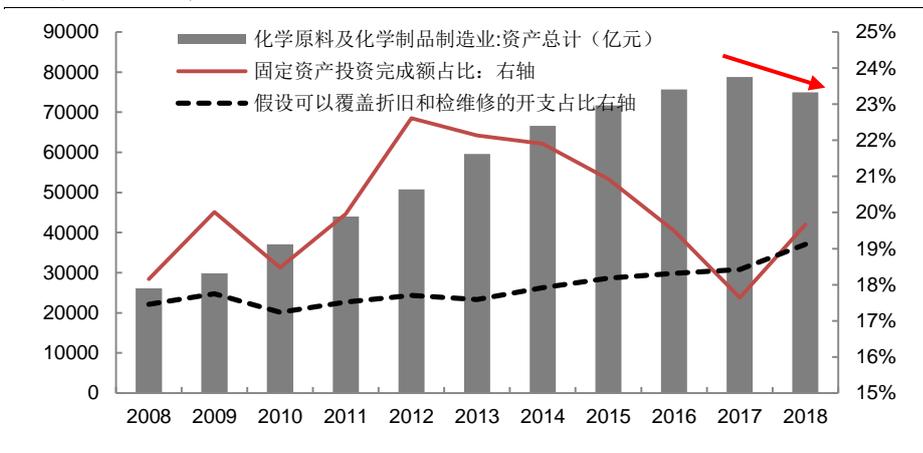


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

2009年之后在货币宽松的背景下国内化学原料及制品行业的资产规模大幅增加，截至2017年全行业资产总计78808亿元，相比2008年增长202.3%。但是随着新增资产折旧规模的大幅提升，用于覆盖折旧和检维修费用的固定资产投资占比逐年提升，假设按照12年的折旧年限和3%的检维修费用比例，我们测算2017年固定资产投资完成额占比须达到18.4%才能维持现有行业资产规模，但当年该比例仅为17.6%，这导致2018年全行业

合计资产总值下降 4.92%。

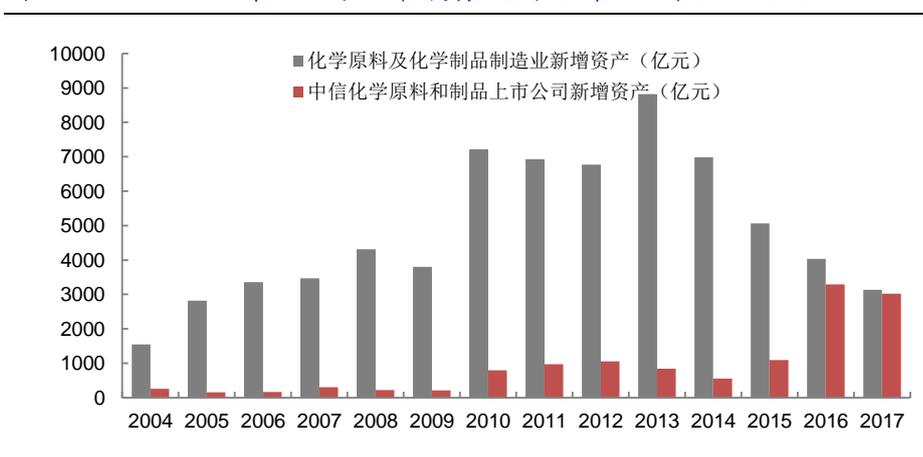
图 17：2017 年固定资产投资仍不足以覆盖折旧和检维修等费用，导致全行业资产总值下降



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

从过去几年的情况来看，一方面随着过去几年高成本产能和安全环保有问题的不合规产能的淘汰出局，另一方面随着行业集中度的提高，经历过去几年的资产负债表修复之后，新增的资本开支基本上全部为行业龙头所贡献，剔除炼化和化纤行业之后的整体资产规模的净增长幅度相比 2010-2015 年大幅下降，2016 年化学原料及制品行业的总资产新增规模仅为 4032 亿元，其中中信三级子行业化学原料和制品里的上市公司贡献了 81.6%，2017 年行业总资产新增规模 3128 亿元，基本上全部为安全环保合规的上市公司所贡献。

图 18：2016-2017 年化工行业新增资产基本全部为上市企业贡献



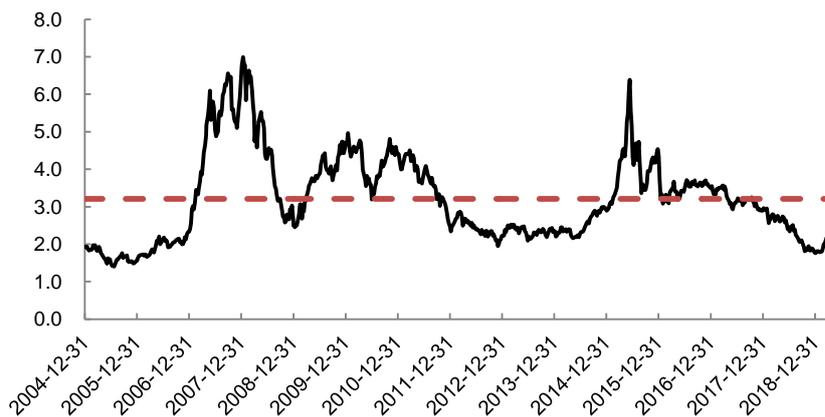
资料来源：WIND

后续来看，随着环保税的推行，环保因素对化工行业供给侧改革的影响将趋于制度化和常态化，而在安全生产整治方面，虽然过去两年山东和江苏等地动作频频，退城入园和园区的重新认定工作也一直在推进之中，但从此次响水事故发生之后各地的应激措施来看，在后续的供给侧改革进程中，安全至少将上升到与环保同样的高度，成为影响未来化工行业供给端的重要因素。

化工股 PB 估值仍处底部，供给端承压下存较大提升空间

2015年后环保约束下的供给侧改革收效显著，随着行业集中度的提升以及盈利能力的回暖，龙头引领下化工行业的资产负债表得到良好的修复，此外随着上一轮产能周期进入尾声，化工行业的净资产规模在2015-2017年间一直处于上升通道，因此化工行业的PB估值在2015年后持续向下调整。我们观察中信基础化工指数的PB目前是2.07X，尽管相比年初有一定提升，但是从2005年后3.21X的历史均值来看，化工股的整体PB估值仍处在历史中低水平，具备较大的修复空间。新一轮供给侧改革即将开启，当前化工行业和龙头企业的估值水平必将迎来重构提升。

图 19: 中信基础化工历史 PB 和历史均值



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

另一方面从PE估值来看，各龙头白马股的估值近期经过较大幅度的波动，但仍处在比较低的水平，根据WIND一致预期，万华、华鲁、鲁西、中泰化学、新安股份、龙蟒佰利、桐昆股份和恒逸石化等龙头企业的PE仍在6-12倍之间，供给端收紧的强烈预期之下仍存较大修复空间。

表 6: 重点公司估值 (截至 2019 年 5 月 31 日)

子行业	公司	当前市值 (亿元)	2019 年 PE (X)	PB (X)
染料	浙江龙盛	539.1	9.6	2.5
农药	扬农化工	154.9	14.5	3.1
MDI	万华化学	1194.4	9.3	3.4
钛白粉	龙蟒佰利	313.9	10.3	2.4
PVC	中泰化学	169.8	6.8	0.9
制冷剂	巨化股份	196.8	9.2	1.6
有机硅	新安股份	78.9	12.5	1.4
萤石	金石资源	45.7	17.3	5.2
综合化工品	华鲁恒升	232.8	8.9	1.8
综合化工品	鲁西化工	172.1	7.3	1.7
PTA、大炼化	桐昆股份	243.0	8.9	1.5
	恒逸石化	383.6	11.0	1.8

资料来源: WIND, 其中 2019 年 PE 来自 WIND 一致预期

除了估值的修复之外，我们认为响水事件对国内化工行业的影响必将是深远的，整个A股化工行业的估值体系有望面临重构，我们的理解如下：

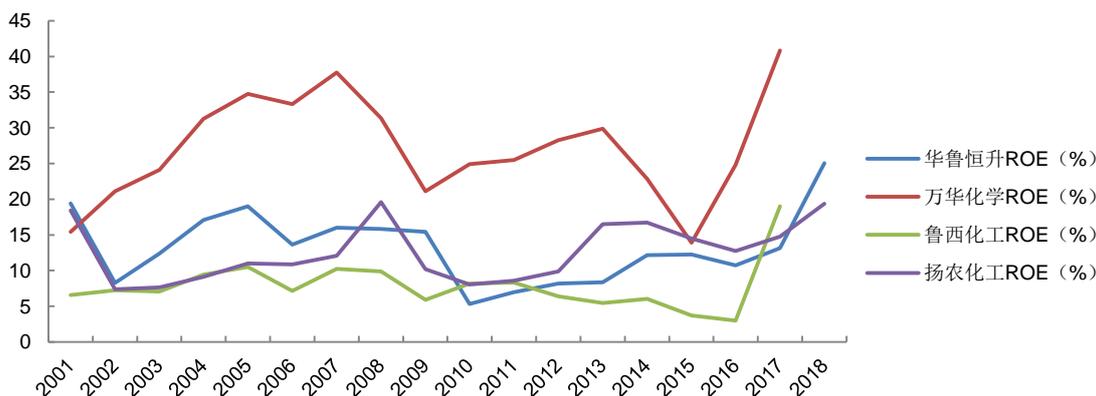
(1) 无论环保核查还是安全生产整治只是化工行业供给侧改革的推手，化工行业供给侧改革的核心要素在于去落后产能，推进产业转型升级和产品

结构调整，并最终打造一批在全球范围内具备核心竞争力的国内企业。

目前市场对于化工子行业和白马股与海外公司的对标仍停留在技术水平、规模优势、一体化水平带来的成本优势方面，而忽视了海外巨头最为珍重的核心竞争力——对于健康、安全和环境高度重视的企业文化，从上个世纪 70 年代以后德国和美国企业的发展来看，相比于业绩的增长和产品的竞争力，安全环保才是海外巨头赖以发展的基础和根基，他们除了掌控技术壁垒之外，在环境保护和健康方面也通过繁杂的环保公约、法规和标准，通过非关税的绿色壁垒形式，掌握了国际贸易政策的话语权。而国内化工企业在壁垒较低的安全和环保方面也与国外同行存在较大的差距。

(2) 事实上我们也确实看到过去几年随着产品结构的调整和运营能力的优化，上市化工企业作为各个子行业的龙头，其资产质量已经获得大幅提升。但被市场所忽视的一点是，这是在环保和安全持续处于高压的阶段实现的，从市场给予的估值水平来看，化工子行业仍延续了近十年来对于周期股的估值框架，即使有估值溢价，也是基于对成长性的预期和业绩确定性的认同，在前期对于环保边际放松的预期之下，纵如万华和鲁西等这种高盈利能力的龙头企业也只能享受到个位数的估值水平。很显著的一点是，在当前园区资源稀缺化的趋势下，龙头企业对于安全和环保的理解程度已经远超国内同行。

图 20：近两年万华化学等龙头公司的 ROE 水平获得大幅提升



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

综上，我们认为在集中度大幅提升之后，在龙头企业规模和一体化的成本优势越发明显的情况下，各龙头企业的 ROE 中枢和盈利中枢已经大幅提升并得到市场的认可；在响水事件之后，安全生产整治对化工行业的影响将会和环保监管一样常态化，目前龙头企业所建立的安全和环保的绿色壁垒并未得到市场足够的估值溢价，后期化工行业的估值有望重构提升。

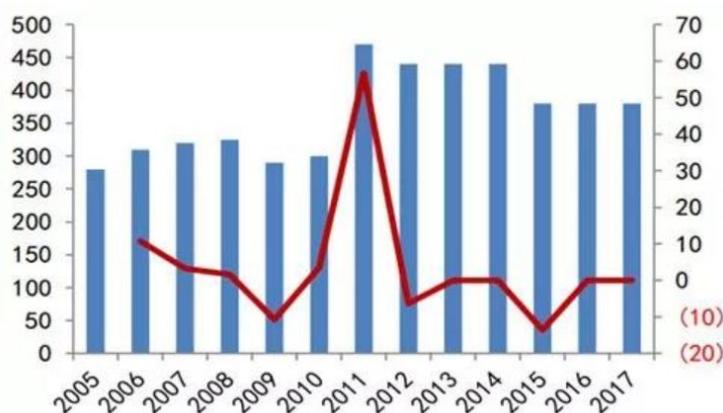
4、关注氟化工、维生素 E 和农药等供需格局优化的细分子行业

4.1、氟化工：萤石整合加快，R22 削减配额

4.1.1、萤石整合加快，景气度有望持续上升

萤石是 CaF_2 的结晶体，是氟产业链的起点，下游主要是氟化工、建材、冶金等领域，是不可再生的战略资源。全球储量3.1亿吨，以南非、墨西哥、中国、蒙古等国家资源最为丰富，而产量最大的为中国，据美国USGS数据，2018年中国共生产萤石精粉350万吨，全球产量为580万吨，中国占全球产量的60.3%。

图 21：国内萤石精粉产量（单位：万吨）和同比增速（右轴，单位：%）



资料来源：中国粉体科技网

我国萤石资源的分布不均匀，主要分布于湖南、浙江、江西、福建、安徽、内蒙古、河北等省区，并且我国的萤石矿以伴（共）生型萤石矿为主，单一型萤石矿资源储量相对稀缺，主要分布在浙江、江西、福建、安徽等传统萤石主产区。萤石精粉的生产工艺包括开采和浮选两个环节。萤石原矿的开采根据矿藏的深浅有露天开采和井下开采，井下开采一般包括开拓、采准、回采、放矿、采空区处理等步骤。萤石原矿运抵选矿厂后，经预选挑选出高品位萤石块矿，剩余的普通萤石原矿经过选矿作业制成萤石精粉。萤石选矿一般采用浮选法，浮选流程一般较长，耗水较多，产生的废水以及留下的尾矿是萤石行业的主要环保问题。

萤石矿的开采特别是露天矿的开采比较简单，这导致萤石开采行业有小、散、乱的特点，根据国土资源部的统计，截至2014年我国共有萤石矿山1229座，开采以小型民营企业为主，长期的无序开采导致了我国萤石资源以低度矿、难选矿、伴生矿和以前开采遗留下来的大量尾砂矿为主，行业资源结构的变化由优变劣，开采方式由露天转入井下深层，萤石生产成本普遍增加。

环保约束下萤石供给收缩，行业景气提升

从2010年左右开始，为了整治行业散乱现象，国家出台了一系列的促使萤石行业整合升级的政策，2019年1月25日工业和信息化部(原材料工业司)发布了《萤石行业规范条件(征求意见稿)》，上述文件要求萤石行业要优化存量，调整结构，推进兼并重组，提高产业集中度，并要求新建萤石开采项目的开采矿石

量要不低于5万吨/年，扩建项目开采矿石量要不低于2万吨/年。

表 7：近年来国家出台的一系列萤石行业政策

时间	行业政策	时间	行业政策
2010年1月	国务院办公厅出台《国务院办公厅关于采取综合措施对耐火黏土萤石的开采和生产进行控制的通知》国办发(2010)1号。	2013年6月	工业和信息化部拟公告的符合萤石行业准入标准生产线名单(第2批),公布企业年均处理量约为147.6万吨(按全年生产300d计算)。
2010年2月	工信部等七部委公布《萤石行业准入标准》公告(工联原(2010)87号)。	2016年7月	《关于全面推进资源税改革的通知》(财税[2016]53号)、《关于明确有关资源税品目适用税率的通知》(浙财税政[2016]15号)
2010年5月	国土资源部下发《2010年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》,其中:萤石块矿471万吨,萤石粉244万吨,原矿开采总量为1100万吨。这是国家第1次对萤石矿实行开采总量控制管理。	2016年11月	《全国矿产资源规划(2016-2020年)》
2010年6月	财政部、国家税务总局总局联合下达《关于调整耐火黏土和萤石资源税适用税额标准的通知》,自2010年6月1日起,两部委将萤石资源税由原来的3元/吨调整为20元/吨。	2016年12月	《萤石行业准入标准》生产线名单(第三批)
2011年5月	国土资源部下发《关于下达2011年高铝黏土和萤石矿开采总量控制指标的通知》,其中,总矿石量控制指标为1050万吨,下达各省总量为1000万吨,预留50万吨机动指标,总量比2010年下降50万吨。	2019年1月	《萤石行业规范条件(征求意见稿)》
2012年10月	工业和信息化部公布《萤石行业准入标准》生产线名单(第1批),公布企业年均处理量约为75.3万吨(按全年生产300d计算)。		

资料来源:国务院、工信部等政府网站,光大证券研究所整理

国内供应减少,进口量大增,价格创新高

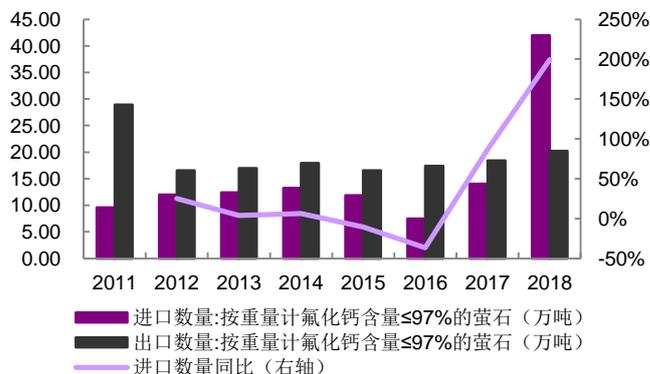
优势资源减少、开采成本提高、环保更加严厉、行业集中度提高下,国内萤石供应减少,2016-2017年国内萤石产量保持在380万吨的水平,2018年国内萤石产量减少到350万吨,同时进口量大增。2018年氟化钙含量小于等于97%的萤石进口量41.97万吨,几乎是2017年的3倍,进口量也首次超过了出口量。在供应紧张的情况下,2018年萤石精粉价格创历史新高达到3800元/吨,全年平均价格2739元/吨,同比大幅上涨34%。

图 22：萤石精粉价格趋势 (单位：元/吨)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 23：萤石进出口趋势



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

萤石进口主要来自周边国家

在2018年以前,我国一直为萤石纯出口国,出口量一度超过70万吨,2018年我国萤石(包含氟化钙含量小于等于97%萤石和氟化钙含量大于97%的萤石)

进口量达51万吨，首次超越出口量而成为纯进口国。

表 8：我国萤石进出口量

时间	出口量 (万吨)	进口量 (万吨)
2011	72.24	9.61
2012	42.77	12.41
2013	45.34	13.76
2014	41.01	13.50
2015	33.66	16.77
2016	37.47	9.86
2017	33.68	16.22
2018	40.40	51.07

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

我国进口萤石的主要来源国是蒙古国，2018年从蒙古国进口的氟化钙含量 $\leq 97\%$ 的萤石为34万吨，同比增长180%。2018年国内萤石精粉价格最高一度达到3800元/吨，全年市场均价也超过2700元/吨，国内企业从国外进口粗加工品再加工成萤石精粉有一定的成本优势，因此进口量大增，进口量的大增也在一定程度上压制了萤石精粉的价格。

表 9：氟化钙含量 $\leq 97\%$ 的萤石进口来源国

2017				2018			
名次	国家与地区	进口量 (万吨)	单价 (美元/吨)	名次	国家与地区	进口量 (万吨)	单价 (美元/吨)
1	蒙古	12.11	149.95	1	蒙古	34.01	155.13
2	台湾地区	0.32	148.97	2	缅甸	4.91	176.35
3	缅甸	0.19	79.21	3	日本	0.69	103.00

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

蒙古国的萤石储量较为丰富，居于世界前列，据USGS统计2018年蒙古国萤石储量为2200万吨，占全球储量的7.10%，蒙古国萤石矿分布比较集中，统称蒙古东部萤石成矿带，其中又分为克鲁伦萤石成矿亚带和东部萤石成矿亚带。克鲁伦成矿亚带内除个别品位低的矿床外，绝大部分矿床已开采；东部萤石成矿亚带内已发现矿床25处，一般尚未开采，可对规模较大、品位较高的矿床进行开采，如苏尔温都尔萤石矿床(预估矿石量为 1438.4×10^3 吨，品位79%)、博尔温都尔萤石矿床(预估矿石量 10400×10^3 吨，品位49.2%)、阿达格萤石矿床(预估矿石量 4000×10^3 吨，品位40-45%)等。

表 10：2018 年全球主要萤石储量国

国家或地区	储量 (矿物量, 万吨)	占比 (%)
墨西哥	6800	21.93
中国	4200	13.55
南非	4100	13.22
蒙古	2200	7.10
其他国家合计	13700	44.20
世界合计	31000	100.00

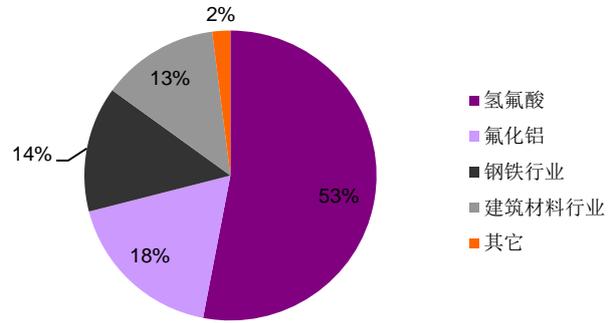
资料来源：USGS

需求端：氢氟酸产能利用率高，需求量增速较快

萤石下游主要是氢氟酸（氟化工）、氟化铝、钢铁、建材等行业，氢氟酸和氟化铝占据了其需求量的72%，2018年氢氟酸产量159.27万吨，同比增长

12.58%，氟化铝需求量是79.26万吨，较2017年增长2.41万吨，增幅3.13%。

图 24：2018 年萤石下游消费结构



资料来源：中国产业信息网

氢氟酸是腐蚀性很强的酸，不论是生产还是运输都有较高的危险性，早在2011年工信部就出台了行业准入条件对氢氟酸的生产进行规范，近年来有效产能逐年减少，据卓创资讯统计，2018年国内氢氟酸总产能225万吨，有效产能为195万吨，产量为159万吨，同比增长12.58%，实际产能利用率81.5%。

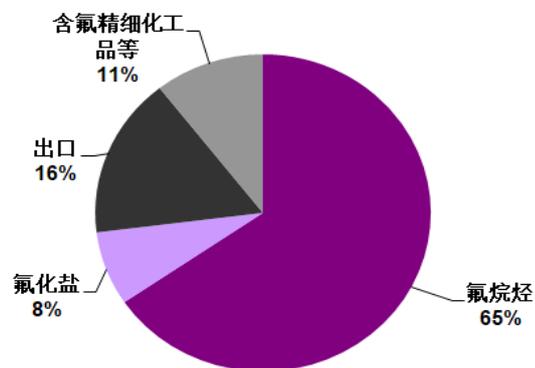
表 11：氢氟酸行业政策

时间	单位	名称	要求
2011	工信部	《氟化氢行业准入标准》	规模 新建生产企业的氟化氢总规模不得低于5万吨/年，新建氟化氢生产装置单套生产能力不得低于2万吨/年（资源综合利用方式生产氟化氢的除外）
2012		《氟化氢生产企业准入公告管理暂时办法》	能耗 每吨氟化氢产品萤石（粉）（氟化钙含量不低于97%）消耗不得高于2.25吨、综合水耗不得高于1吨、年均综合能耗不得超过450千克标煤
			废物处理 含氟石膏渣硫酸钙含量不得低于90%、氟化钙含量不得超过2%、硫酸含量不得超过0.5%，年综合利用率必须在90%（包括签订长期合同委托加工利用）以上。

资料来源：工信部官网，光大证券研究所整理

氢氟酸的下游主要是氟烷烃，需求的增长主要是氟烷烃新增需求多，氟烷烃主要的用途是制冷剂，目前第二代制冷剂R22处于淘汰进程中，第三代制冷剂HFCs在逐步替代第二代制冷剂。HFCs主要品种包括R134a、R125、R32、R410a（R125和R32以1:1混配）、R407c等，它们对氢氟酸的吨耗更大，这意味着随着第三代制冷剂取代R22，对氢氟酸的需求是增大的。

图 25：2018 年氢氟酸下游消费结构



资料来源：卓创资讯

第三代制冷剂新扩产能巨大：第三代制冷剂是“超级温室气体”，1997年通过的《京都议定书》将HFCs列为温室气体，根据《蒙特利尔议定书》第28次缔约方会议通过的关于削减氢氟碳化物的修正案，目前各国的氢氟碳化物削减计划如下：美国等发达国家从2019年开始首先减少氢氟碳化物用量；包括中国在内的100多个发展中国家从2024年开始减少用量；印度和巴基斯坦等其他一些发展中国家从2028年开始减少用量。我国是全球最主要的HFCs生产国家，将在2024年开始冻结HFCs的消费和生产，基准为2020年至2022年的平均量，因此为了在2020年前抢占配额，不少厂家加大了HFCs新产能的建设，尤其以R125和R32的扩产较多：据卓创资讯的统计，R125规划新增产能超过10万吨，而R32在2020年前规划的新产能达到了25万吨，甚至超过了目前的产能，如果全部投产将增加氢氟酸需求接近30万吨、增加萤石需求接近60万吨。

第三代制冷剂出口有望走高，也将加大对氢氟酸的需求：根据《蒙特利尔议定书》第28次缔约方会议通过的关于削减氢氟碳化物的修正案，发达国家自2019年起削减HFCs的消费和生产，到2036年后将HFCs使用量削减至其基准值的15%以内，然而旧的制冷设备从开始使用到淘汰一般需要8-10年的时间，这导致第三代制冷剂在海外依然有很大的需求。我国是全球最大的第三代制冷剂生产国，出口量每年稳步增长，随着发达国家削减生产，出口有望持续走高。

图 26：HFCs 混合物出口量

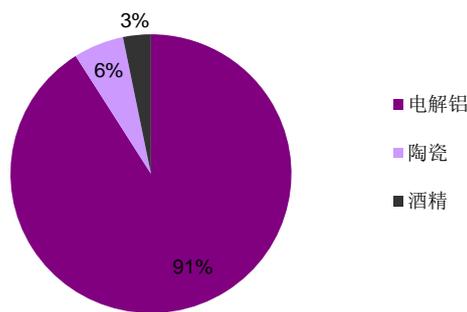


资料来源：WIND

需求端：氟化铝需求稳定增长

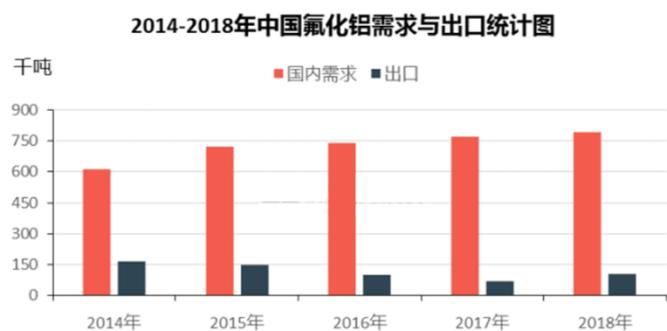
氟化铝的主要用途是在电解铝的时候充当助溶剂，以降低熔点和提高电解质的导电率，据卓创资讯统计，2018年我国氟化铝的产能为148.5万吨，还是处于产能过剩的状态，但从产量来看2013-2018年中国氟化铝需求量呈现稳步增长趋势，每年增幅在2%-5%左右，2018年中国产量是79.26万吨，较2017年增长2.41万吨，仍保持3.13%的增速，未来氟化铝产量保持稳定下将对氢氟酸需求形成支撑。

图 27：2018 年氟化铝下游消费结构



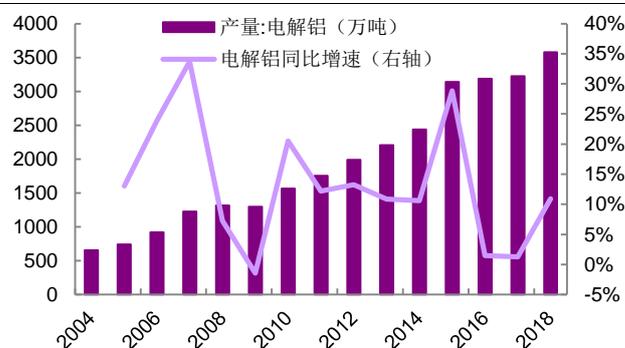
资料来源：卓创资讯

图 28：氟化铝需求变化



资料来源：卓创资讯

图 29：电解铝产量增速



资料来源：卓创资讯

4.1.2、R22：配额再次削减，2020 年将削减更多

第二代制冷剂主要是含氢氯氟烃(HCFCs)，主要产品包括HCFC-22(R22)、HCFC-141b、HCFC-142b等，HCFCs是有名的ODS(Ozone depleting Substances, 消耗臭氧层物质)物质，为保护臭氧层，世界主要国家于1987年签订了旨在控制HCFCs使用的蒙特利尔议定书。

表 12：制冷剂的分类

第二代致冷剂		第三代致冷剂	第四代致冷剂	
甲烷氯化物	氯氟烃 (HCFCs)	氢氟烃 (HFCs)	氢氟烯烃 (HFOs)	自然工质
一氯甲烷	二氟一氯甲烷 (R22)	四氟乙烷 (R134a)	HFO-1366mzz	二氧化碳 丙烷 (R290)
二氯甲烷	R123	五氟乙烷 (R125)	HFO-1233zd	
三氯甲烷	R124	二氟甲烷 (R32)	等等	
四氯化碳	R141b 等			

资料来源：光大证券研究所

根据蒙特利尔议定书，第二代制冷剂开始走向淘汰，发达国家和发展中国家制定了不同的淘汰时间表：发达国家于1996年冻结消费基数，之后有24年的缓冲期，将在2020年完全淘汰第二代的使用；发展中国家淘汰进程略慢于发达国家，于2013年冻结生产和消费量，之后是17年的缓冲期，于2030年完全淘汰使用。我国于1991年加入了《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》伦敦修正案，于2003年加入《关于消耗臭氧层物质的蒙特利尔议定书》哥本哈根修正案。国家相关部门也制定出了详细的第二代制冷剂退出实施计划，2013年将R22等HCFCs的消费和生产水平冻结，其制冷剂用途的生产施行配额制（企业之间

可以进行配额交易），并在2015年削减10%，2020年削减35%，2025年削减67.5%，2030年完全淘汰但保留2.5%的维修量。

此外，根据《关于严格控制新建、改建、扩建含氢氟氯烃生产项目的通知》（环办[2008]104号）和《关于严格控制新建使用含氢氟氯烃生产设施的通知》（环办[2009]121号），环境保护部已暂停新建、改扩建受控用途的HCFCs生产设施，企业即使是申请新建用作原料等特殊用途的HCFCs生产设施也因程序复杂而存在一定的准入壁垒。

按照退出计划，我国从2013年开始冻结HCFCs制冷剂的消费基数，2015年R22的生产配额第一次削减了10%左右，从2013年的30.8万吨削减到27.4万吨，之后的3年生产配额一直保持在27.4万吨左右，从生态环境部发布的《2019年度含氢氟氯烃生产和使用配额、四氯化碳试剂及助剂使用配额、含氢氟氯烃进口配额核发方案的公示》获悉，2019年R22生产配额由2018年的274279吨减少到266821吨，生产配额再次削减，而根据规划，2020年将削减35%，R22的供应将更加紧张。

表 13：2019 年 R22 生产配额细分

企业名称	2019		2018		2017	
	生产配额 (吨)	内用生产配额 (吨)	生产配额 (吨)	内用生产配额 (吨)	生产配额 (吨)	内用生产配额 (吨)
山东东岳化工有限公司	78605	50735	80802	52459	80802	52459
江苏梅兰化工有限公司	55171	44886	56713	46412	56713	46412
浙江衢化氟化学有限公司	57483	46443	59090	48021	44878	35402
浙江省东阳化工有限公司	0	0	0	0	0	0
阿科玛(常熟)氟化工有限公司	15720	1415	16159	1463	16159	1463
浙江三美化工股份有限公司	14008	7705	14400	7967	14400	7967
鹰鹏化工有限公司	0	0	0	0	0	0
常熟三爱富中昊化工新材料有限公司	12652	6621	13006	6846	13006	6846
浙江兰溪巨化氟化学有限公司	12166	10739	12506	11104	12506	11104
临海市利民化工有限公司	12056	6707	12393	6935	12393	6935
自贡鸿鹤化工股份有限公司	0	0	0	0	8574	7613
金华永和氟化工有限公司	5764	4931	5925	5099	5925	5099
山东中氟化工科技有限公司	0	0	0	0	5638	5006
浙江鹏友化工有限公司	1972	1542	2027	1594	2027	1594
江西三美化工有限公司	1224	1080	1258	1117	1258	1117
中昊晨光化工研究院有限公司	0	0	0	0	0	0
合计	266821	182804	274279	189017	274279	189017

资料来源：生态环境部，百川资讯

萤石建议关注金石资源：国内萤石行业中拥有资源储量、开采及加工规模最大的企业，截至2018年公司保有资源储量近2700万吨，对应矿物量约1300万吨，采矿规模102万吨/年，在产矿山7座、选矿厂5家。

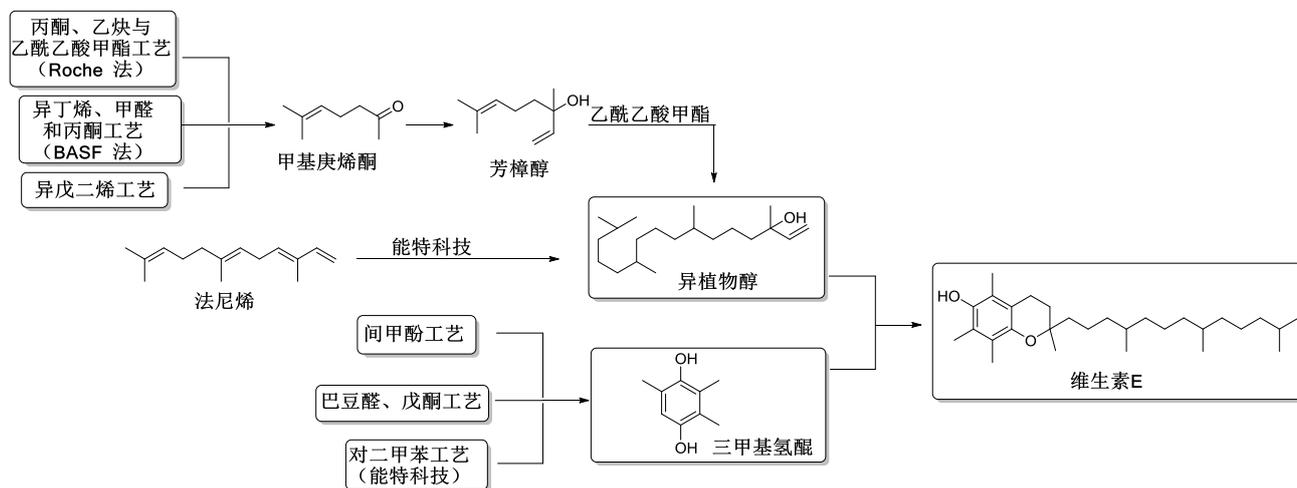
制冷剂建议关注巨化股份：巨化股份第三代制冷剂产能超过15万吨，是国内产能最大的企业，同时R22的产能为11万吨，居国内第二，2019年公司获得制冷剂用途R22的生产配额为6.96万吨，仅次于东岳集团。

其他建议关注三美股份和东岳集团。

4.2、维生素E：重新走向寡头垄断格局

维生素E是一种脂溶性维生素，抗氧化能力较强，可提高机体免疫能力和生育能力。目前维生素E工业生产的技术路线均是通过三甲基氢醌和异植物醇发生环合反应生成。

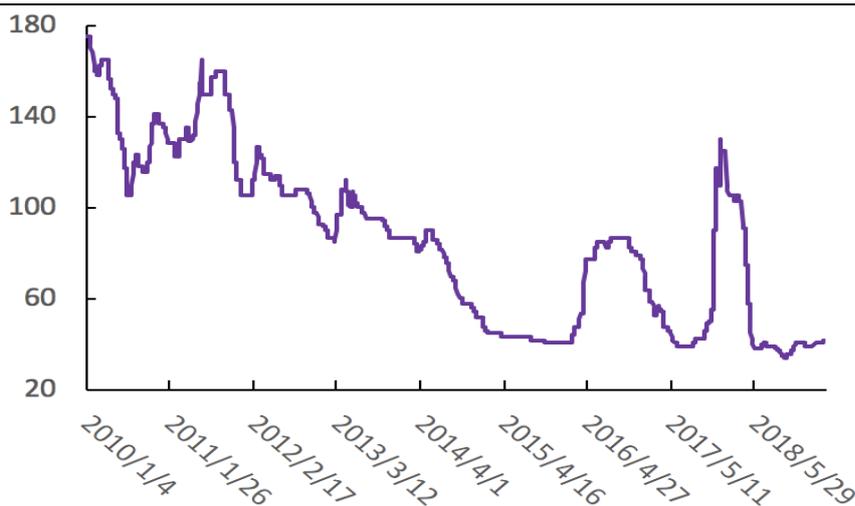
图 30：维生素 E 工业生产的技术路线



资料来源：《维生素生产关键技术与典型范例》，作者郑建仙，光大证券研究所整理

目前维生素E行业主要参与者有DSM（帝斯曼）、BASF（巴斯夫）、浙江医药、新和成、能特科技。2011年能特科技进入三甲基氢醌市场，带动西南合成、北沙制药陆续进入维生素E行业，行业竞争激烈导致维生素E价格下滑。2017年能特科技开发法尼烯制异植物醇路线，3月份年产2万吨维生素E项目成功试生产并开始对外销售，正式进入维生素E市场。除能特科技之外，2012年以后行业一直没有新进入者。

图 31：2010-2018 年维生素 E 价格走势（元/千克）



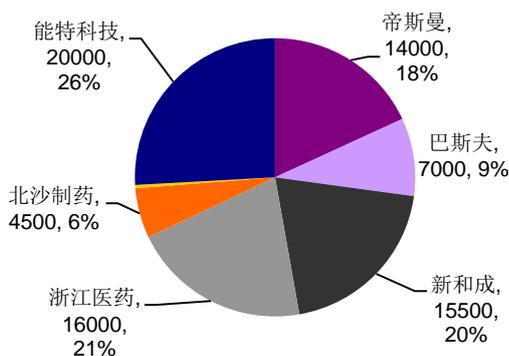
资料来源：WIND

4.2.1、帝斯曼收购能特科技股权，行业格局重新走向寡头垄断

DSM和能特科技在2019年1月签订合作框架协议，交易目标为能特科技直

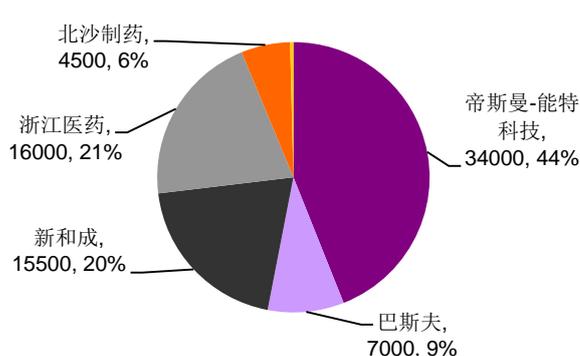
接与间接合计持有能特科技（石首）有限公司（以下简称“石首能特”）75%的股权，直接持有新公司25%的股权；DSM直接持有新公司75%的股权，间接持有石首能特25%的股权。若框架协议最终得以执行，则未来维生素E格局转变为DSM-能特科技、BASF、浙江医药、新和成。能特科技从行业的搅局者，变成了行业格局的维护者，各家产能开工率都处于高位。各家心态有望从价格战转变为行业协同，确保行业有较好的利润率。

图 32：2018 年全球维 E 企业产能和占比（单位：吨）



资料来源：博亚和讯

图 33：2019 年交易完成后维 E 行业新格局（单位：吨）



资料来源：博亚和讯

以史为鉴，2007-2011 年维生素 E 超级周期回顾

2007-2011 年维生素 E 进入了一轮超级周期，从 2007 年 1 月初的 50 元 / 千克上涨到了 2008 年 6 月份的 260 元 / 千克，而且在 2008 年-2011 年这 5 年时间里基本上保持了 150 元 / 千克以上的高价。这是维生素历史上前所未有的新一轮超级周期，回顾这一轮超级周期，主要原因如下：

最重要的驱动力是行业格局的显著改善：2008 年初安迪苏宣布退出维生素 E 的生产，使得维生素 E 的生产企业只剩下四家：巴斯夫、DSM，浙江医药和新和成。直接引爆了涨幅最大的一波行情；**突发事件导致中间体供应紧张：**如 2011 年受日本地震影响，间甲酚供应紧张；**维生素 E 行业的高壁垒：**一是反应复杂。维生素 E 合成需经过 20 余步反应，每一步反应收率差一个点，成本将会受到大幅影响；二是投资高。2 万吨维生素 E 油装置，需要投入资金 20 亿。

图 34：维生素 E 在 2007-2011 年迎来超级周期（元 / 千克）



资料来源：WIND

这一轮超级周期由于维生素 E 价格长期维持高位，行业毛利率处于高位，使得新和成和浙江医药均维持 10 亿元左右年利润，为浙江医药和新和成长期资本结构的改善奠定了基础。

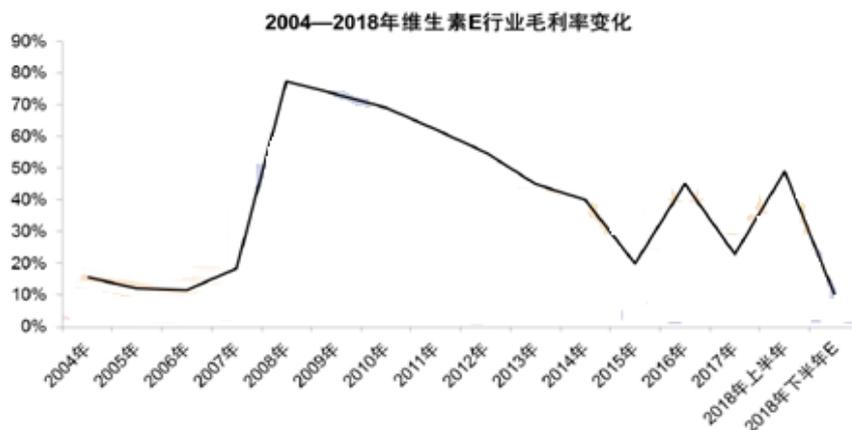
图 35：2008-2012 年新和成和浙江医药净利润



资料来源：WIND

从历史上来看，维生素 E 行业即使在格局较差的时候，即 2004-2007 年毛利率仍维持在 10-20% 之间，而当行业格局好转的时候，即 2008-2012 年间毛利率最高上升到 80% 左右。2018 年下半年至今维生素 E 毛利率维持 10% 左右，仍处于历史较低水平。

图 36：2004-2018 年维生素 E 行业毛利率变化

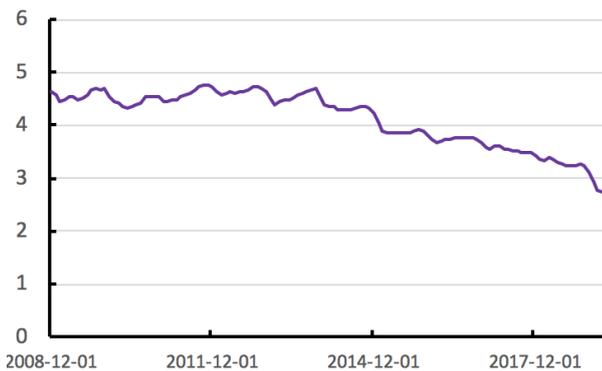


资料来源：博亚和讯

4.2.2、维生素 E 需求增加，有利于价格上涨

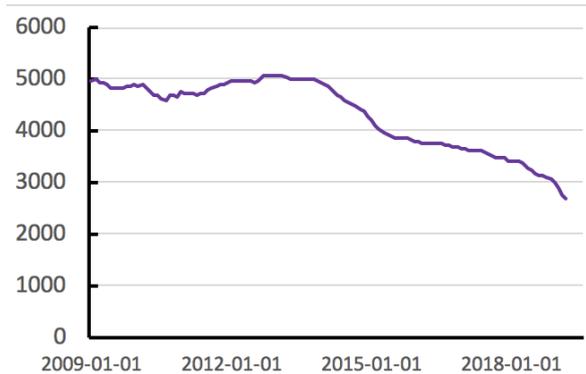
近日由于非洲猪瘟的影响，DSM 决定提高预混料中与免疫力直接相关的维生素含量以弥补疫病环境下对动物健康和生产性能的影响，主要涉及的品种是维生素 E 和维生素 A。DSM 作为行业龙头，在其指导下整个饲料行业对维生素需求有望出现整体抬升。另一方面，猪瘟事件的影响消除之后企业将加大补栏带来短期的需求增加，也会促进维生素 E 需求的增加。

图 37: 2009-2019 年 4 月国内生猪存栏量 (亿头)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 38: 2009-2019 年 4 月生猪: 能繁母猪存栏量 (万头)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

随着能特和 DSM 交易的推进, 维生素 E 行业主要参与者又变成了原先的四家 DSM、BASF、浙江医药、新和成, 维生素 E 重新进入寡头垄断格局。我们预期维生素 E 将出现新一轮超级周期, 投资建议关注浙江医药、新和成。

表 14: 相关上市公司弹性

公司	股本数 (亿)	产能 (吨) (2018 年)	维生素 E 粉 (50%) 每上涨 10 元 / 千克增加净利润 (亿元)	增厚 EPS (元)
浙江医药	9.65	40000	2.93	0.30
新和成	21.49	33000	2.42	0.11
ST 冠福	26.34	40000	1.47	0.055

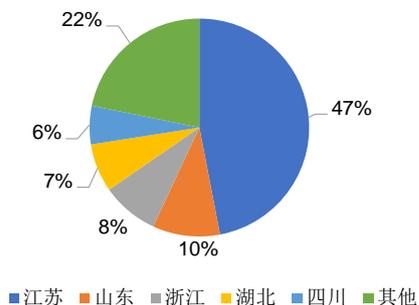
资料来源: WIND, 光大证券研究所测算

4.3、农药、染料及原料药: 供给收缩预期下降继续维持较高景气

安全生产整治提升对农药行业的影响

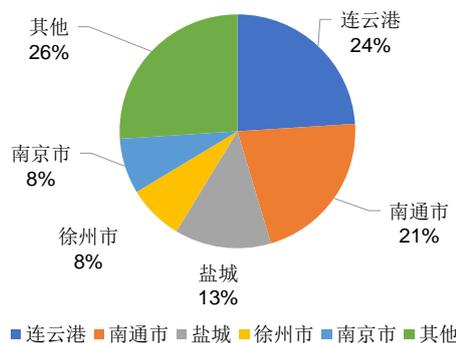
“全国农药看江苏, 江苏农药看苏北”, 江苏特别是苏北农药在全国占据重要的地位, 2017 年全国约 250 万吨的化学原药中大约有 120 万吨原药产自江苏, 占全国产量的 47%。而江苏农药生产主要集中在南通、盐城、连云港等地, 统计农药排污许可证的情况, 盐城和连云港两地占到江苏省化学农药企业数量的 35%。2018 年 4 月以来, 盐城、连云港两地环保风暴, 园区停产, 对国内的农药供给端带来较大影响, 供给趋紧下农药产品价格高涨, 维持高位。总结起来, 2018 年全国农药行业产能萎缩价格高企。

图 39：2017 年国内化学农药原药各省市产量占比



资料来源：WIND

图 40：2017 年江苏省各市化学农药企业数量占比



资料来源：WIND

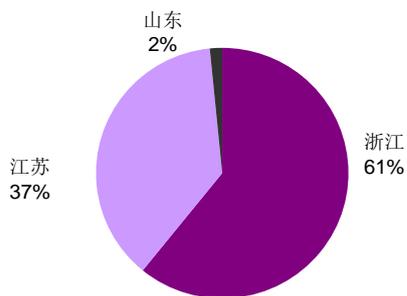
江苏实行高标准化工行业整治提升方案，必然将带来农药企业的退出，行业集中度有望得以提升，对国内农药企业影响深远。长远来看，环保和安全是企业的核心壁垒，目前企业的核心壁垒已变为环保和安全，我们建议重点关注环保和安全规范运行的企业，环保规范的企业减少出现突发黑天鹅的可能性，可享受环保和安全稀缺资源带来的溢价。

行业集中将是农化行业未来 3-5 年的主旋律，而安全和环保是最重要推手，未来几年仍将持续推进行业集中进程。此轮集中过程赋予了一些农药企业成长的机会，能否在集中格局中受益将影响企业的未来发展潜力。

全产业链和规模效应是企业竞争力的重要源泉。从产业链的角度出发，产业链向上延伸，可以确保公司中间体的供应，同时可以坐享全产业链利润，进一步降低成本，带来竞争优势。但同样也带来了产业链过长，管理成本过高等问题。但从目前的安全和环保推行情况来看，国内农药产业的发展有望改变粗放式增长和产能扩张的速度比拼，改变一拥而上抢登、抢产火热品种，往深耕细作的方向努力。

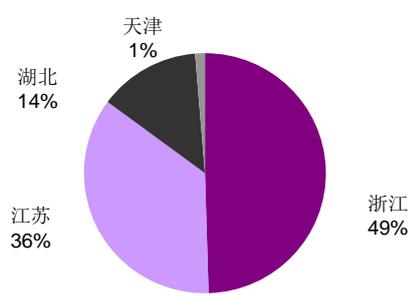
安全生产整治提升对染料行业的影响

图 41：2017 年国内分散染料各省市产量占比



资料来源：WIND

图 42：2017 年国内活性染料各省市产量占比



资料来源：WIND

虽然国内染料产能大部分分布在浙江，但是江苏中间体产能占比较大，若考虑把在江苏有中间体的产能计算在内，分散染料产能占全国 38%，活性染料产能占全国 36%。在国内仅次于浙江。国内染料行业集中度高，CR4 占比高，行业格局好。

2018 年中国染料市场整体维持高位运行，价格居高不下导致市场需求情况转弱，中间环节备货减少以及染厂采购计划收紧令市场刚需出现下滑。苏北等地区出现了大范围停产整顿，其中包含多家大型染料工厂，染料企业产能收缩，2018 年国内染料产量同比 2017 年出现下降。

响水事故的天嘉宜化工具有 1.7 万吨间苯二胺产能，间苯二胺是间苯二酚、N,N-二乙基间二酰胺基苯胺等染料中间体的原材料，其在染料的下游主要是分散红和分散蓝。从全球间苯二胺格局来看，浙江龙盛间苯二胺的产量约为 6.5 万吨，位居全球首位，其中 3.5 万吨用于间苯二酚的生产配套，3000 吨用于分散染料配套，剩余的约 2.7 万吨外售。美国杜邦产能 2.3 万吨，排名全球第二。爆炸将导致间苯二胺供给趋紧，间苯二酚和分散染料供给短缺。

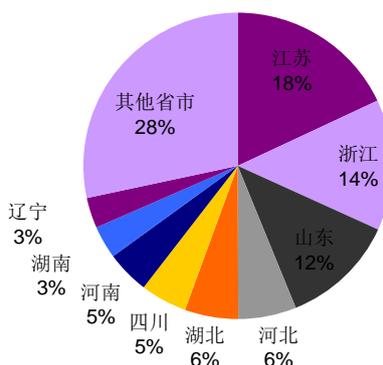
此外在此次响水事故中，园区内的江苏之江（分散染料产能全国第五）、响水恒利达（分散染料，江苏吴中子公司）受损严重，其中江苏之江紧邻爆炸中心，厂区基本夷为平地，多名员工伤亡，活性染料方面有安诺其、陈氏染料、蒽醌类中间体有金隆生物，响水园区共有 13 家公司染料公司，短期面临停产后染料报价持续上升。但染料仍需要关注下游印染行业对染料价格的接受度，行业需要一个顺畅的涨价传导链条，涨价才有持续性。

安全生产整治提升对医药中间体和原料药行业的影响

国内原料药产能基本分布在浙江、江苏。从化学原料药排污许可证发放情况来看，江苏企业数量位居全国首位，高于浙江，厂家家数占全国 18%。但相比起原料药大省的浙江，江苏的医药中间体和原料药企业集中在初级中间体，高级中间体和原料药企业占比较小，更多提供初级原料给产业链的下游。

原料药行业的特点是产品品种多，需要专用配套的中间体，一般一个企业做一类的几个原料药或者几个品种，国内还没有出现大型的原料药企业，总体集中度低。在行业自身发展动力和环保安全双重压力下，部分企业关停将带来行业集中度的提升。

图 43：国内化学原料药企业各省市占比（2018 年）



资料来源：全国排污许可证信息平台，光大证券研究所整理

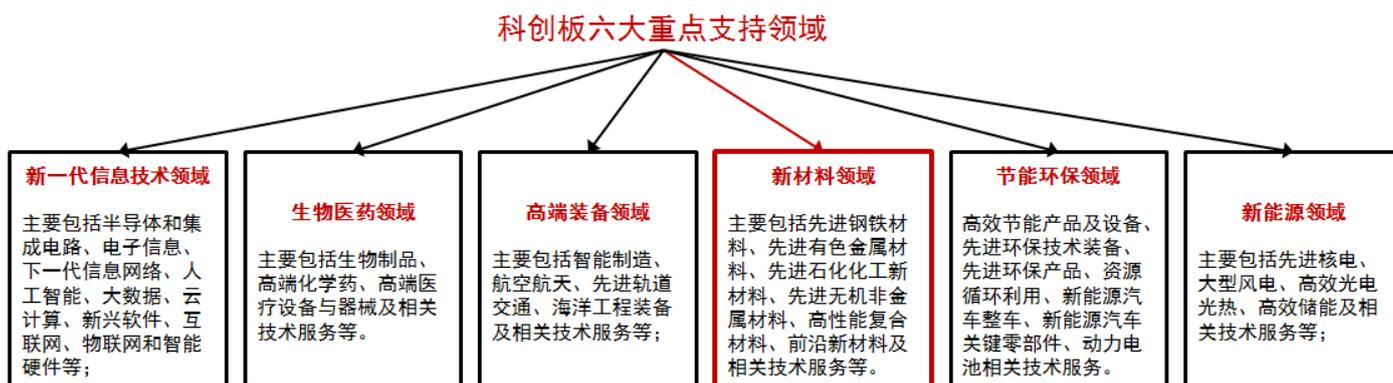
5、成长股关注电子化学品企业进驻科创板对主板估值的提升

5.1、新材料是科创板助推产业升级的重点方向之一

上海证券交易所3月3日发布了《上海证券交易所科创板企业上市推荐指引》，我们认为科创板的推出一方面是实体经济供给侧改革的延续，是助推国内经济结构“补短板”和产业升级的重要动力；另一方面，也是资本市场供给侧结构性改革的开启。

经过数十年的发展，我国已建成了全球最为完整的工业产业体系，成为全球最大的制造业国家，但是在芯片等诸多尖端领域我们仍然缺失。现阶段国内经济增长模式正向高质量增长阶段发展，但产业升级很难用传统的经济模式去推动，对于轻资产、高研发投入的科技创新领域，尤其是生物技术、数据技术、移动互联网领域、芯片制造领域，唯有通过国家资本或社会资本直接投资推动，活跃的科技创新与活跃的资本市场相配合，因此科创板推出的核心在于补产业缺失短板，在于助推国内产业转型升级。

图 44：新材料是科创板重点支持的六大领域之一



资料来源：光大证券研究所整理

具体到行业来看，《指引》明确了对6大领域的科创企业的重点支持，分别为新一代信息技术领域、高端装备领域、新材料领域、新能源领域、节能环保领域、生物医药领域，我们注意到上述领域完全与《中国制造2025》明确的十大重点领域相吻合，具体到新材料领域，我国新材料产业总体处于成长和追赶阶段，与发达国家仍存在较大差距，因此科创板《指引》对该领域的扶持实际上是相关产业扶持政策的延续。

国内新材料发展迅速，已在部分领域取得突破

化工新材料指的是具有传统化工材料所不具备的优异性能或特殊功能的新型化工材料，主要包括先进高分子材料（工程塑料、高性能分离膜、高性能纤维、氟硅树脂、聚氨酯材料等）和电子化学品等高端专用化学品。化工新材料是国民经济基础性、先导性产业，是《中国制造2025》重点发展的十大领域之一，受到国家的重点扶持和培育，在传统化工周期品市场饱和、产能过剩且步入下行周期的情况下，不难理解国家寻找新的经济增长点的意图。

“十一五”以来，我国化工新材料在工艺技术方面取得了重要突破，氟硅材料、聚氨酯材料、工程塑料、高性能橡胶等行业装置能力快速增长，光伏材料、有机硅等产能居世界前列，MDI、间位芳纶等生产技术已达到或接近国际水平。“十二五”期间，化工新材料产能扩张速度达到阶段性顶峰，2017年，我国化工新材料产业规模达到 2800 亿元，市场总消费规模约为 5000 亿元，化工新材料进口额约 2300 亿元，占化工产品总进口额的 20%（化工产品进口额达 1.13 万亿元）。按产量统计，2017 年国内产量约为 1894 万吨，消费量达 2930 万吨，自给率仅为 64%。（数据来源：《中国化工新材料产业发展报告》，中国石油和化学工业联合会化工新材料专委会 组织编写）

细分领域仍与美日存在较大差距

虽然我国化工新材料已经取得了长足进步，整体产量和产值居于世界前列，但在很多细分领域和美国、西欧、日本等还有一定差距，我国化工新材料发展仍然面临以下问题：部分新材料产业化程度还较低，比如茂金属聚丙烯、聚醚醚腈、T700 级碳纤维、12 英寸晶圆用电子化学品等等国内还处于空白或起步阶段；部分新材料虽已国产化，但产品质量与进口产品差距还很大，不能满足国内需求，比如 PC、POM、聚苯醚、PVDF 太阳能背板膜、TAC 膜等；部分化工新材料的关键配套原料产业化程度还有待提高，比如己二腈完全依赖进口、异丁烯法 MMA 尚未产业化等。现在科创板的推出，有望加速国内化工新材料行业的发展，缩短与先进国家的差距。

5.2、电子化学品：新材料公司登陆科创板的重要方向

综观化工新材料子行业，国内电子化学品与国外的差距是最大的。电子化学品主要是指太阳能电池、面板显示、半导体、电池等领域的一系列材料，细分产品众多，比如半导体材料又包括单晶硅、光刻胶、湿电子化学品、电子特气等子领域，国内在太阳能电池、低世代线面板、6 英寸及以下晶圆、电池用电子化学品领域已经基本实现自给，但高世代线面板、8 英寸及以上晶圆用电子化学品基本依赖进口。此外随着近年来下游液晶面板和晶圆厂向国内转移以及新能源汽车的高速发展，相关电子化学品的发展不断加速，相关材料公司的发展不断提速，电子化学品相关企业成为科创板的热门选择，截至 2019 年 6 月 6 日，申报科创板的化工新材料公司基本集中于电子化学品行业。

表 15：申报科创板化工新材料公司（截至 2019 年 6 月 6 日）

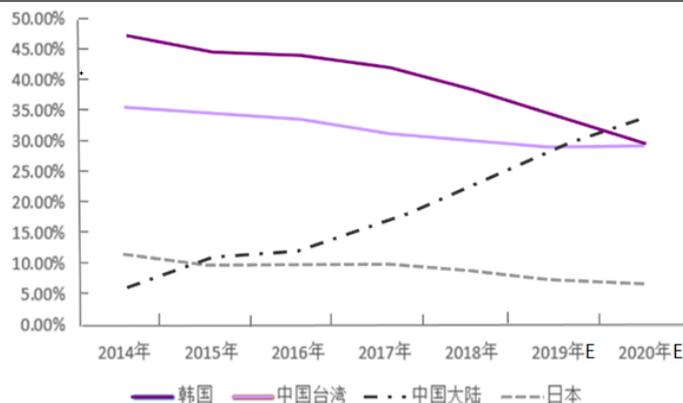
公司名称	主营业务	细分子行业	2018 年营收 (亿元)	2018 年净利润 (万元)	备注
天奈科技	碳纳米管导电剂	锂电材料	3.27	6758	新宙邦参股
安集科技	抛光液	半导体材料	2.48	4496	
容百科技	三元正极材料	锂电材料	30.41	21288	
联瑞新材	硅微粉	半导体封装材料	2.78	5836	
久日新材	光引发剂	光刻胶	10.05	17592	
神工股份	单晶硅	半导体材料	2.82	10657	
长阳科技	光学膜	面板材料	6.91	8678	
华特股份	氟碳气体	电子特气	8.17	6789	
硅产业	单晶硅	半导体材料	10.10	1120	上海新阳参股
八亿时空	混晶	面板材料	3.94	11448	飞凯材料参股

资料来源：WIND，光大证券研究所整理

5.2.1、高世代平板产线向国内转移先行, 面板电子化学品需求开启

由于技术、成本等方面的优势, TFT 液晶显示器 (TFT-LCD) 已经成为显示器之主流。近年来, 面板行业需求较为稳定, IHS Markit 的研究分析表明, 尽管市场对于因中国产能扩张而导致面板价格大幅下降和竞争加剧感到担忧, 2018 年全球大尺寸薄膜晶体管 (TFT) 液晶显示 (LCD) 面板的出货量仍再次上升。特别是在电视和显示器面板的带动下, 面板出货面积增至 1.9909 亿平方米, 比上年增长 10.6%。

图 45: 全球 LCD 产能分布



资料来源: 飞凯材料公司公告

从全球 TFT-LCD 产业格局来看, 2015 年之前韩国、中国台湾、日本是全球主要的 TFT-LCD 生产地, 从 2014 年开始, 各大面板企业开始在中国大陆集中投建 LCD 面板工厂, 大陆地区产能占比从 2009 年 3.2% 上升到 2016 年 27.5%, 面板主要生产基地开始从韩国和中国台湾向大陆转移。IHS Markit 预计 2016-2019 年大陆面板产能复合增速 26%, 2020 年中国大陆将超越韩国成全球最大产区。

表 16: 大陆主要高世代 LCD 产线投产概览

厂商	工厂	产线	投产时间	产能 (万片/年)
京东方	北京 B4	8.5	2011Q4	132
	合肥 B5	8.5	2013Q4	108
	重庆 B8	8.5	2015Q1	108
	福州 B10	8.5	2017Q1	108
	合肥 B9	10.5/11	2018Q1	144
	武汉 B17	10.5/11	2020E	144
南京熊猫	南京	8.5	2015Q1	72
中电	咸阳	8.6	2018Q1	87
	成都	8.6	2018Q4	87
华星光电	深圳 T1	8.5	2011Q3	120
	深圳 T2	8.5	2015Q2	120
	深圳 T6	10.5/11	2019Q1	168
惠科	重庆	8.5	2017Q1	72
	滁州	8.5	2019Q1	108
	郑州	10.5/11	2020Q3E	108
	绵阳	8.5	2020E	144
苏州三星	苏州	8.5	2013Q4	66
LG-D	广州	8.5	2014Q3	72

资料来源: wind

高世代 LCD 新产能基本集中大陆。在 2018 年全球高世代 LCD 面板产线新增产能主要有四条，京东方合肥 10.5 代线、中电（CEC）咸阳和成都的 8.6 代线，友达（AUO）8 代线扩充产能；2018-2019 年，高世代 LCD 面板产能面积同比增速分别为 35%、44%，高世代线成为行业主要增长。在 2018~2019 年全球高世代线新增产能中，国内企业新增产能的占比分别达到 85%、82%，新产能基本集中在大陆地区。

随着国内的高世代生产线的陆续投产，必然会带动整个面板用电子化学品的国内需求。以混晶为例，随着国内的高世代生产线的陆续投产，我们预计到 2020 年国内液晶混晶需求量将达到 515 吨，占全球总需求量的近 50%，带来巨大市场需求。

表 17：2020 年国内混晶需求量测算表

现有产能	京东方	中电	华星光电	天马	惠科	龙腾	合计	用量(吨/条月)	年液晶需求量(吨)
8.6 代线	3 条	1 条	2 条		1 条		7 条	2.35	197.4
6 代线	3 条	1 条					4 条	0.9	43.2
4.5-5.5 代线	3 条			5 条		1 条	9 条	0.54	58.32
在建									
8.6 代线	1 条	2 条			1 条		4 条	2.35/1.9	102
10.5-11 代线	1 条		1 条		1 条		3 条	3.18	114.48
合计							7 条		216.48
年需求量(吨)	200.16	90.12	94.56	32.40	91.92	6.48			515.4

资料来源：飞凯材料公司公告，光大证券研究所测算

目前，国内平板显示领域 6 代线及以下用电子化学品基本实现国产化，但 8 代线及以上用电子化学品主要还是依赖进口，替代空间大，比如混晶、湿电子化学品、彩色/黑色光刻胶、偏光片 TAC 等等。国内面板产业的快速发展，也产生了一批优秀的材料上市企业，比如湿电子化学品领域的江化微、液晶单晶领域的万润股份、混晶领域的飞凯材料等等，但是也还有一大批暂时达不到主板上市条件的优秀公司可以为科创板提供候选，比如混晶领域的八亿时空就已经在科创板申报上市。

5.2.2、集成电路国产化加速，电子化学品市场处在爆发前夜

集成电路是与原油并列的最大进口产品，本土扶持政策发力。2016 年中国集成电路产品贸易逆差连续两年超过 1600 亿美元，进口额达到 2271 亿美元，已经连续 4 年超过 2000 亿美元。为了扭转这一局面，一系列促进国内集成电路产业发展的政策得到颁布，2014 年国务院发布的《国家集成电路产业发展推进纲要》提出成立专项国家产业基金，之后国家集成电路产业投资基金募集了超过 1300 亿资金来扶持国内集成电路产业的发展，已经投资的公司包括紫光集团、中芯国际、长电科技、中微半导体、艾派克等半导体产业链公司，现在二期基金也已经在筹备当中。而在《中国制造 2025》中则明确制定了目标到 2020 年我国芯片自给率要达到 40%，到 2025 年自给率要达到 50%。这些政策和资金的扶持无疑给国内集成电路产业带来巨大机遇。

表 18：集成电路产业相关政策

时间	政策	备注
2015 年	《集成电路产业“十三五”发展规划》	到 2020 年，全行业销售收入年复合增长率为 20%，达到 9300 亿元
2015 年	《科技部重点支持集成电路重点专项》	“核心电子器件、高端通用芯片及基础软件产品”和“极大规模集成电路制

		造装备及成套工艺”列为国家重点科技专项
2015年5月	《中国制造2025》	将“推动集成电路及专用装备发展”作为重点突破口，以集成电路产业核心能力的提升推动“中国制造2025”战略目标的实现。
2015年3月	《关于进一步鼓励集成电路产业发展企业所得税政策的通知》	集成电路封装、测试企业以及集成电路关键专用材料生产企业、集成电路专用设备生产企业，根据不同条件可以享受有关企业所得税减免政策。
2014年6月	《国家集成电路产业发展推进纲要》	到2020年全行业销售收入年均增速超过20%；到2030年集成电路产业链主要环节达到国际先进水平；成立国家集成电路产业基金。
2011年2月	《进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展若干政策》	

资料来源：发改委，科技部

在产业政策的扶持下，国内集成电路企业的竞争实力不断壮大，特别是集成电路设计行业。2015年我国集成电路企业销售总额达到3609.8亿元，设计、制造、封测三个产业的销售额分别为1302亿元、883亿元、1394亿元，产业结构更趋平衡。在国家大众创新、万众创业政策激励下，2015年众多的集成电路设计企业如雨后春笋般涌现。从企业实力角度来看，中国集成电路企业实力不断增强。2016年海思半导体已经成长为全球第6大设计企业，紫光收购展讯和锐迪科后，企业规模快速壮大，成为全球第10大设计企业。

中国成为未来12吋晶圆厂新增产能主要建设地。据ICInsights统计，截至2015年底全球量产的12吋(300mm)晶圆厂总共是95座，已经占据全球晶圆产能的63.1%，预测到2020年将增加至68%。中国在国内产业政策的引导下，近年来投入集成电路产业的资金大量增加，未来几年一直到2020年中国将是12吋晶圆厂新增产能的主要投放地，在目前已经确定兴建的19座晶圆厂中就有12座在中国，这将拉动国内整个产业链的发展。

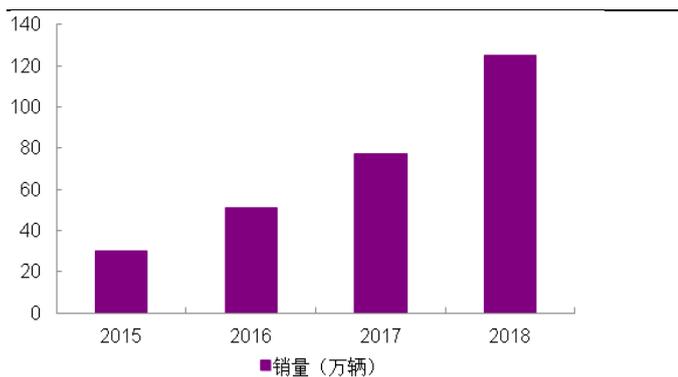
国内晶圆制造发展将促进上游电子化学品的国产化。芯片的制造包括前期硅片制造、清洗、光刻、离子注入、蚀刻、化学气相沉积(CVD)、物理气相沉积(PVD)、化学物理机械研磨(CMP)、后续的封装等，所需要用的材料包括固态(如硅片、靶材、抛光垫等)、湿电子化学品(各种高纯试剂、光刻胶、抛光液等)、高纯气体(通用气体和特种气体，完成离子注入、CVD、蚀刻等)。目前国内6英寸晶圆制造材料已经部分实现国产化，但8英寸及以上晶圆制造用电子化学品大部分被国外企业垄断，随着国内晶圆制造厂的兴起，这些材料的国产化必将给上游原材料厂商带来巨大商机。

近年来，国内半导体晶圆制造用电子化学品行业产生了一批优秀的上市公司，比如靶材领域的江丰电子、湿电子化学品领域的晶瑞股份、电子特气领域的南大光电等等，但也有一批优秀企业暂时还达不到主板上市条件，它们将成为科创板的热门选择，比如单晶硅片领域的上海硅产业集团已获上交所科创板上市申请受理，抛光液领域的安集微电子2019年6月5日已成功过会。

5.2.3、电动汽车市场空间巨大，期待世界级的锂电材料公司诞生

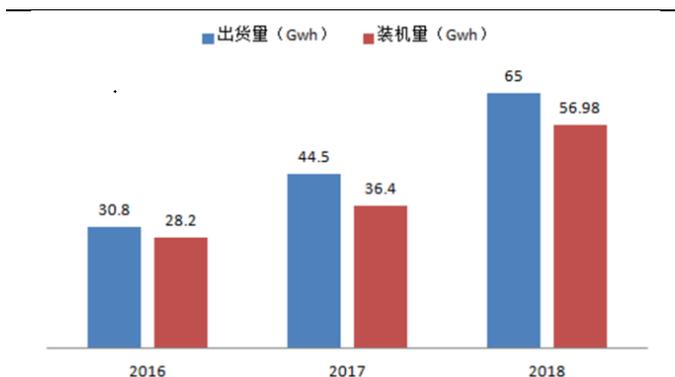
过去几年，国内电动汽车高速发展，从2015年全年实现销量30.2万辆，到2018年实现销量125万辆，年均增速达到60%。电动汽车的高速增长也带动了锂离子动力电池的高速增长，从2016年的30.8Gwh增长到了2018年的65Gwh，年均增速达到45%。

图 46: 国内电动汽车销量



资料来源: 中汽协

图 47: 国内动力电池出货量和装机量



资料来源: 高工锂电

动力电池的高速增长带动了对电池用电子化学品的需求, 主要材料包括正极(磷酸铁锂、三元等)、负极(人造石墨、天然石墨、硅碳)、电解液、隔膜(干法、湿法)、铝塑膜、集流体(铜箔、铝箔)、粘结剂(水性、油性 PVDF)、导电剂(碳纳米管、石墨烯、炭黑)等, 其中正极、负极、电解液、隔膜用量最大, 已基本实现国产化。

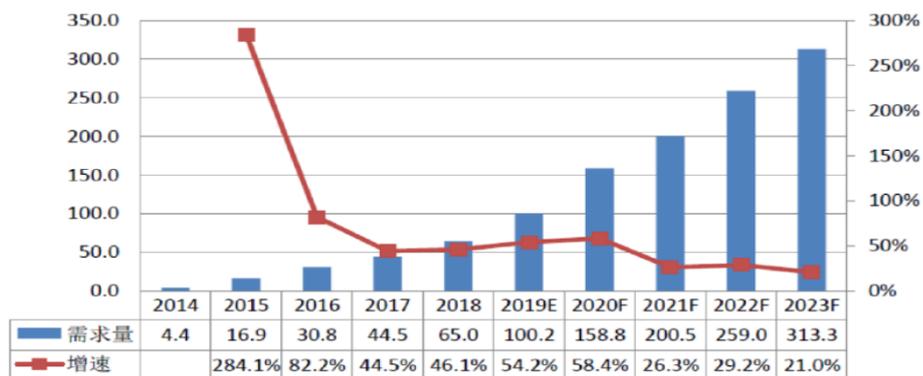
我们预计未来几年电池用电子化学品的需求仍将保持较快增速, 这主要得益于全球电动汽车快速增长带来的动力电池需求增长。据高工锂电预计, 全球动力电池到 2023 年到突破 500 Gwh, 2019-2023 年的年均复合增速达 36%, 中国动力电池到 2023 年将突破 300 Gwh, 2019-2023 年的年均复合增速将达 37%。

图 48: 2014-2023 年全球动力锂电池出货量分析及预测 (GWh)



资料来源: 高工锂电, 天奈科技招股说明书

图 49：2014-2023 年中国动力锂电池出货量分析及预测 (GWh)



资料来源：高工锂电，天奈科技招股说明书

国内已经产生了一批优秀的电池材料上市公司，比如正极材料公司当升科技、负极材料公司璞泰来、电解液公司天赐材料和新宙邦、隔膜公司星源材质和恩捷股份等等，未来仍将产生一大批优秀的上市公司，其中必然有登陆科创板的优秀企业，比如天奈科技、容百科技等都已经正在科创板申报材料。

5.3、科创板可能会提升主板上市公司的估值

科创板的推出不仅将为处于发展初期的小微企业融资提供新的途径，而且对同行业上市公司的影响也是巨大的，我们认为影响主要来源于两方面：

一是在对新材料企业的估值进行思考时，我们发现：1) 对于拥有核心技术和足够市场空间的标的，市场总是愿意给予较高估值溢价，2) 进入导入期末期的标的的估值会急速提升。因此当化工新材料企业登陆科创板后，如果能获得较高估值就有可能提升主板同行业上市公司的估值；

二是对于参股科创板公司的主板上市公司，如果参股仅仅是财务投资，将受益于科创板上市后此部分股权价值的提升，如果是和公司自身业务有协同作用的战略参股，则不仅将受益于股权价值提升，还有可能受益于由此带来估值提升。

6、投资建议

4月底《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》落地，省内存量化工企业和园区面临消减压力。响水事件后山东和河南等省份的安全整治行动相继高规格展开，长期目标在于落后产能的淘汰和产业的转型升级，全国范围内安全生产整治有望接力环保约束，开启化工行业的新一轮供给侧改革。

化工行业经历了近两年的景气周期，但与以往相比并没有迎来全行业的产能周期，龙头企业主导资本开支下行业集中度大幅提升。从估值来看当前2.07X的行业PB处在历史较低水平，具备极大的修复空间，新一轮供给侧改革有望重构提升化工行业和龙头企业估值水平。

综上所述我们建议适当提高石化化工的配置，**优质白马股**推荐万华化学、华鲁恒升、鲁西化工、龙蟒佰利、新安股份和中泰化学等；**氟化工**推荐金石资源和巨化股份，建议关注多氟多和东岳集团；**成长股**推荐晶瑞股份、江化微、

国瓷材料和万润股份，建议关注上海新阳和飞凯材料等；**农药**推荐扬农化工、长青股份、先达股份，其他建议关注利尔化学等；**染料**推荐闰土股份，其他建议关注浙江龙盛、海翔药业等；**维生素**建议关注浙江医药和新和成等；其他推荐中欣氟材等。

6.1、重点覆盖和关注公司

6.1.1、万华化学（600309.SH）

公司 2018 年实现营业总收入 606.21 亿元，同增 14.11%；经营性净现金流 192.57 亿元，同增 79.85%；归母净利 106.10 亿元，同减 4.71%；公司 2019Q1 完成吸收合并万华化工，期内实现营业收入 159.52 亿元，按调整后的合并财务报表作为前期比较数据，同减 8.30%；经营性净现金流 45.06 亿元，同减 9.69%；归母净利 27.96 亿元，同减 45.98%。

公司 2019 年 2 月完成吸收合并事项新股发行登记及万华化工所持股份的注销工作。随着吸收合并后整体上市的完成，公司在完善全球产业布局 and 解决同业竞争方面获得突破性进展，将为未来跨越式发展打下重要的体制基础。此外公司 2018 年 11 月公告宣布将在美国路易斯安那州康文特郡建设 MDI 一体化项目，建成后将实现 MDI 的美国本土化生产和经营，可充分降低国际贸易政策和关税风险，并进一步完善公司全球化布局。公司积极推进石化二期项目建设，未来 C2 和 C3 领域的双线布局将大幅完善聚氨酯产业链的配套布局，石化系列业务有望持续为公司产生稳定而巨大的现金流，为后续资本开支和长期发展提供坚实的保障。

投资建议：维持公司 2019-2021 年盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 分别为 4.00/4.82/5.65 元，维持“增持”评级。

风险提示：MDI 价格大幅下滑；石化项目投产低于预期；新材料项目建设进度低于预期。

表 19：万华化学业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	60,621.19	72,709.82	78,526.61	84,808.73
营业收入增长率	14.11%	19.94%	8.00%	8.00%
净利润（百万元）	10,610.38	12,561.23	15,130.89	17,728.03
净利润增长率	-4.71%	18.39%	20.46%	17.16%
EPS（元）	3.38	4.00	4.82	5.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	31.41%	30.73%	29.87%	28.63%
P/E	11	9	8	7
P/B	3.5	2.9	2.3	1.9

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.2、华鲁恒升（600426.SH）

公司 2018 年实现营业收入 143.56 亿元，同比增长 37.94%；实现归母净利润 30.20 亿元，同比增长 147.10%；公司 2019Q1 实现营业收入 35.43 亿元，同比增长 3.03%；实现归属上市公司股东的净利润 6.42 亿元，同比下降 12.51%。

近两年来随着公司传统产业升级及清洁生产综合利用、锅炉结构调整、肥料功能化项目、空分节能技术改造、50万吨煤制乙二醇、10万吨三聚氰胺（二期）项目的投产，此轮资本开支已基本完成，而随着化工品价格的回归，公司新阶段的盈利中枢已经奠定。公司目前主营产品中除己二酸和丁辛醇外全是合成气衍生产品，2018年净资产收益率达到上市以来最高水准，煤气化平台的资产利用水平已经挖掘到较高程度。公司公告未来将投建精己二酸品质提升项目和酰胺基尼龙新材料项目，加深切入纯苯下游产业链，打造“环己酮-己内酰胺-尼龙6切片”的一体化产业链，公司选择深度切入盈利能力更强的纯苯下游有望提升资产利用水平，并打开了未来几年持续成长的想象空间。

投资建议：维持公司2019-2021年盈利预测，预计2019-2021年EPS分别为1.55、1.62、1.62元，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅波动的风险；主营产品价格大幅波动的风险；项目建设进度慢于预期的风险。

表 20：华鲁恒升业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	14,356.82	13,549.50	14,226.98	14,226.98
营业收入增长率	37.94%	-5.62%	5.00%	0.00%
净利润（百万元）	3,019.65	2,513.61	2,631.36	2,633.34
净利润增长率	147.10%	-16.76%	4.68%	0.08%
EPS（元）	1.86	1.55	1.62	1.62
ROE（归属母公司）（摊薄）	25.02%	17.53%	15.76%	13.83%
P/E	7	9	8	8
P/B	1.8	1.5	1.3	1.1

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为2019年6月6日

6.1.3、鲁西化工（000830.SZ）

公司2018年实现营业总收入212.84亿元，同增35.04%；经营性净现金流52.65亿元，同增31.41%；归母净利30.67亿元，同比增长57.29%，扣非后31.48亿元，同增60.60%；公司2019Q1实现营收49.69亿元，同增1.54%，经营性净现金流6.04亿元，同增21.99%，归母净利3.62亿元，同比减少55.73%。

公司2018年积极实施新旧动能转换重大工程，己内酰胺二期等项目顺利投产，实现了产业结构的优化和填平补齐。各生产装置长周期稳定运行，高毛利率产品营收规模大幅增长，资产质量提升下公司近两年业绩大幅增长。受前期油价大跌和需求转弱影响，2019Q1产品价格处于近期低点，公司多元醇原料路线改造等项目投产预期下，业绩拐点向上可期。

投资建议：维持公司2019-2021年盈利预测，预计EPS分别为1.66、2.24、2.40元，维持“买入”评级。

风险提示：原油价格波动带来的产品价格下滑和库存损失风险；宏观经济下滑风险。

表 21：鲁西化工业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	21,284.85	20,752.73	24,220.87	25,674.13
营业收入增长率	35.04%	-2.50%	16.71%	6.00%
净利润（百万元）	3,066.99	2,430.18	3,288.23	3,518.63
净利润增长率	57.29%	-20.76%	35.31%	7.01%
EPS（元）	2.09	1.66	2.24	2.40
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.54%	19.53%	21.70%	19.67%
P/E	6	7	5	5
P/B	1.4	1.2	1.0	0.8

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.4、龙蟒佰利（002601.SZ）

公司 2018 年实现营收 104.40 亿元，同增 1.78%；经营性净现金流 20.31 亿元，同减 14.23%；归母净利 22.86 亿元，同减 8.66%；公司 2019 年一季度实现营收 27.78 亿元，同增 9.02%，归母净利 6.23 亿元，同增 4.19%。

公司 2018 年产销维持稳定，但受钛白粉原材料价格上涨导致毛利率略有降低。2019Q1 国内钛白粉企业出货良好，库存处于低位，而社会和下游库存经前期消化之后也已进入补库阶段，公司前期连续两次引领国内厂家对钛白粉价格进行上调。国内后期投产钛白粉装置将以氯化法为主，预计投放进度较为缓慢，钛白粉市场景气维持下公司业绩有望稳定增长。公司 20 万吨氯化法二期项目近期宣布启用，此外公司公告拟建设 50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣项目以及 3 万吨海绵钛生产线，布局上游资源同时向产业链下游纵向延伸。随着产品结构向氯化法产品的转型升级以及向高端钛材领域的拓展，公司竞争优势有望进一步加强。

投资建议：维持公司 2019-2021 年盈利预测，预计 EPS 分别为 1.56、1.68 和 1.94 元，维持“增持”评级。

风险提示：下游需求变化存在不确定性；原料端的价格大幅波动；公司氯化法产能投产进度不及预期；环保政策或将导致硫酸法产能开工受限。

表 22：龙蟒佰利业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	10,440.59	11,927.87	13,571.18	15,440.90
营业收入增长率	1.78%	14.25%	13.78%	13.78%
净利润（百万元）	2,285.73	3,169.10	3,420.19	3,953.30
净利润增长率	-8.66%	38.65%	7.92%	15.59%
EPS（元）	1.12	1.56	1.68	1.95
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.40%	19.75%	17.83%	17.32%
P/E	14	10	9	8
P/B	2.5	1.9	1.6	1.4

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.5、新安股份（600596.SH）

公司 2018 年实现营业收入 110.01 亿，同比增长 51.19%，实现归属于上市公司股东净利润 12.33 亿元，同比增长 131.52%。2019 年一季度实现

营业收入 28.63 亿元，同增 7.46%，实现归属于上市公司股东净利润 1.19 亿元，同比减少 53.93%。

由于国外经济复苏，对 DMC 的需求增加以及 2018 年没有新增产能投放，有机硅 2018 年景气高企，公司现有有机硅单体产能 34 万吨，受益于行业的高景气，未来公司在镇江江南化工有限公司还将扩建 20 万吨有机硅单体产能，然而到了 2019 年一季度，DMC 大幅降价，一季度平均市场价格为 18893 元/吨，同比下跌 35.4%，价差同比下滑 44%，一季度公司有机硅、草甘膦产能正常发挥，产销量与上年同期相比基本持平。

投资建议：公司是有机硅、草甘膦龙头企业之一，看好公司长期发展，我们维持盈利预测，2019-2021 年 EPS 分别为 1.20、1.43、1.91 元，维持“增持”评级。

风险提示：环保力度不及预期；下游需求大幅下滑；产品价格大幅下滑。

表 23：新安股份业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	11,001	10,232	10,893	12,102
营业收入增长率	51.19%	-6.99%	6.46%	11.10%
净利润（百万元）	1,233	850	1,008	1,350
净利润增长率	131.52%	-31.10%	18.65%	33.88%
EPS（元）	1.75	1.20	1.43	1.91
ROE（归属母公司）（摊薄）	21.84%	13.67%	14.45%	16.81%
P/E	6	9	8	6
P/B	1.4	1.2	1.1	1.0

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.6、中泰化学（002092.SZ）

中泰化学股份有限公司拥有氯碱化工、纺织工业与供应链贸易三大业务板块，主营聚氯乙烯树脂（PVC）、离子膜烧碱、粘胶纤维、粘胶纱四大产品，配套热电、兰炭、电石、电石渣制水泥、棉浆粕等循环经济产业链，同时围绕产业链开展现代贸易、现代物流、供应链管理的绿色化工智能制造生产企业。2018 年公司已形成 173 万吨聚氯乙烯树脂、120 万吨离子膜烧碱、73 万吨粘胶纤维、270 万吨粘胶纱、238 万吨电石、193.75 万千瓦背压机组的产量规模。

氯碱龙头企业，一体化循环经济产业链优势明显

公司通过并购重组等方式，向上配置氯碱化工所需的煤炭、兰炭、焦炭、原盐、石灰石等资源，降低原材料供应成本，向下扩大粘胶纤维、粘胶纱的生产能力，完成烧碱、粘胶纤维等产品的内部消化，从而成功构建了“煤炭—热电—氯碱化工—粘胶纤维—粘胶纱”的上下游一体化循环经济产业链条，在积极发挥产业协调优势效应的同时，形成公司在资源、成本、人才、规模、安全环保、技术创新、品牌效应等方面的核心竞争力，打造产品结构差异化、高端化、智能化、集群化、园区化、国际化的氯碱化工、纺织工业生产基地。

同时，公司利用新疆乌鲁木齐“一带一路”新丝绸之路经济带核心区的区位优势，围绕产业链开展“+贸易”模式，在保证贸易风险安全可控的前提下，促进公司整体收益稳步增加，实现“产业+贸易”双增长。

聚焦主业，积极向石油化工延伸

公司以“成就世界级具有传世地位的能源化工企业集团”为发展方向，在做大做强氯碱化工的基础上，依托产业政策和新疆地区丰富的自然资源，向现代煤化工、石油化工、精细化工等领域拓展，实现向高精尖化学品领域的突破，推动公司产业升级，打造高质量发展新路径。

氯碱化工方面，公司通过积极推动托克逊高性能树脂产业园项目建设，以及 PVC 改性、PVC 助剂及高端 PBT、PBAT、特种 PVC 新材料的研发和推广，促使公司 PVC 产品在满足门窗建材的基础上，向市政管廊、通讯设备、高端制造等领域进军，成为消费品升级的主要代表；纺织工业方面，随着阿拉尔富丽达二期 20 万吨纤维素纤维项目的投产，以及其产品质量适合纺高端纱线的特性，进一步优化了公司粘胶纤维和粘胶纱的产品结构，拓展了高端市场，增强了产品的市场竞争力；石油化工及精细化工方面，通过投资中泰石化、美克化工、新鑫科技和天雨煤化，以及推进相关项目建设的举措，优化了生产要素，进一步整合产业价值链，打造公司长远竞争力与新的利润增长点。

盈利预测

根据 WIND 数据，2018 年房屋新开工面积同比增速高企，但竣工面积增速同比负增长，假设 2019 年竣工面积同比增速回暖，PVC 需求量稳定增长，以及公司托克逊能化项目正在建设当中，公司此项业务 2019-2021 年营收增速分别为 10%、15%、15%，毛利率分别为 28%、25%、25%；公司贸易业务近年来大幅扩张，假设未来增速有所放缓但仍然维持较高增速，2019-2021 年营收增速分别为 20%、10%、10%，毛利率分别 2%、2%、2%；公司纱线业务和粘胶纤维营收增速 2019-2021 年分别为 25%、20%、10%。

表 24：中泰化学 2019-2021 年营收拆分及增速预测

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入增速	71.03%	18.06%	11.45%	10.35%
PVC	7.66%	10%	15%	15%
贸易	127.21%	20%	10%	10%
纱线	23.70%	25%	20%	10%
粘胶纤维	25.73%	25%	20%	10%
营业收入 (万元)	7022263.0	8290483.7	9239744.1	10196057.6
PVC	1028946.7	1131841.4	1301617.6	1496860.2
贸易	4724295.0	5669154.0	6236069.4	6859676.3
纱线	474639.0	593298.7	711958.4	783154.3
粘胶纤维	298518.7	373148.4	447778.1	492555.9
毛利率	11.10%	10.10%	9.87%	9.74%
PVC	27.09%	28.00%	25.00%	25.00%
贸易	2.13%	2.00%	2.00%	2.00%
纱线	16.07%	16.00%	16.00%	16.00%
粘胶纤维	27.95%	25.00%	25.00%	25.00%

资料来源：公司公告，光大证券研究所

根据上述假设，我们预计 2019-2021 年公司净利润为 23.58、25.50、27.16 亿元，对应 EPS 为 1.10、1.19、1.27 元，FCFF 估值方法得出的目标价为 9.69 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	7744.65	20.45%
第二阶段	7908.76	20.89%
第三阶段 (终值)	22210.07	58.66%
企业价值 AEV	37863.48	100.00%
加: 非经营性净资产价值	5091.20	13.45%
减: 少数股东权益 (市值)	3634.52	-9.60%
减: 债务价值	18520.91	-48.91%
总股本价值	20799.25	54.93%
股本 (百万股)	2146.45	
每股价值 (元)	9.69	
PE (隐含)	8.82	
PE (动态)	7.20	

资料来源: 光大证券研究所

风险分析: 下游行业景气度不及预期的风险; 新产能投放不及预期的风险; 发生环保安全事故的风险。

表 25: 中泰化学业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	41,059.0	70,222.6	82,904.8	92,397.4	101,960.6
营业收入增长率	75.75%	71.03%	18.06%	11.45%	10.35%
净利润 (百万元)	2,402.3	2,428.0	2,358.8	2,550.3	2,716.9
净利润增长率	30.31%	1.07%	-2.85%	8.12%	6.53%
EPS (元)	1.12	1.13	1.10	1.19	1.27
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.07%	12.83%	11.28%	11.01%	10.64%
P/E	7	7	7	6	6
P/B	0.9	0.8	0.8	0.7	0.6

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.7、金石资源 (603505.SH)

公司 2018 年实现营业收入 5.88 亿元，同比增长 55.64%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.38 亿元，同比增长 78.49%。公司 2019 年一季度实现营业收入 1.32 亿元，同比增长 33.11%；实现归属于上市公司股东净利润 4149.65 万元，同比增长 103.03%。

公司是国内萤石行业中拥有资源储量、开采及加工规模最大的企业，保有资源储量约 2700 万吨，对应矿物量约 1300 万吨，公司目前已有采矿规模达 102 万吨/年，在产矿山 7 座，且全部为单一型萤石矿，开采规模达到或超过 10 万吨/年的大型萤石矿达 6 座，居全国第一。萤石景气度有望持续上升，2019 年一季度公司实现净利润 4149 万元，同比增长 103%，随着紫晶矿业和翔振矿业的投产，公司 2019 年萤石产品的产量将提升 60%以上，2019 年公司有望继续量价齐升。

投资建议: 我们维持盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 为 1.20、1.49、1.83 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游制冷剂需求下滑的风险；内蒙古萤石资源整合不及预期的风险。

表 26：金石资源业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	588	950	1,219	1,439
营业收入增长率	55.64%	61.58%	28.39%	18.04%
净利润（百万元）	138	289	358	439
净利润增长率	78.49%	109.82%	23.94%	22.62%
EPS（元）	0.57	1.20	1.49	1.83
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.37%	26.58%	26.43%	26.11%
P/E	32	15	12	10
P/B	5.2	4.1	3.3	2.6

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.8、巨化股份（600160.SH）

公司 2018 年实现营业收入 156.56 亿元，同比增长 13.42%，实现归属上市公司股东的净利润 21.53 亿元，同比增长 136.97%；公司 2019 年一季度实现营收 37.7 亿元，同比降 5.7%，净利润 3.70 亿元，同比降 12.8%。

公司第三代制冷剂产能超过 15 万吨，是国内产能最大的企业，同时 R22 的产能为 11 万吨，居国内第二，2019 年公司获得制冷剂用途 R22 的生产配额为 6.96 万吨，仅次于东岳集团。

投资建议：我们维持盈利预测，预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.63、0.74、0.86 元，维持“买入”评级。

风险提示：产品价格大幅下滑的风险；环保力度不达预期的风险。

表 27：巨化股份业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	15,656.27	17,726.03	19,920.52	22,567.95
营业收入增长率	13.71%	13.22%	12.38%	13.29%
净利润（百万元）	2,152.56	1,728.12	2,038.79	2,367.26
净利润增长率	130.11%	-19.72%	17.98%	16.11%
EPS（元）	0.78	0.63	0.74	0.86
ROE（归属母公司）（摊薄）	17.10%	12.43%	12.99%	13.38%
P/E	9	11	9	8
P/B	1.5	1.4	1.2	1.1

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.9、晶瑞股份（300655.SZ）

公司是国内微电子化学品领域的领军企业。超净高纯试剂氟化铵、硝酸、盐酸、氢氟酸达到 G3、G4 等级，氨水、双氧水达到 G5 等级，双氧水已经实现向华虹、方正半导体供货，同时正在按计划推进与国内其他 8 寸和 12 寸标杆性客户的合作；i 线光刻胶已取得了中芯国际天津、扬杰科技、福顺微电子的供货订单，在上海中芯、深圳中芯等知名半导体厂进行测试，2019 年一季度公司实现净利润 578 万元，同比下滑 37.67%。公司高纯双氧水、i

线光刻胶都已经取得国内主流晶圆厂的供货订单，产品品质达到国际水平，未来有望进一步放量。

投资建议：我们维持盈利预测，预计 2019-2021 年 EPS 为 0.47、0.62、0.85 元，维持“增持”评级。

风险提示：湿电子化学品行业竞争加剧；下游领域产业增速不及预期。

表 28：晶瑞股份业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	810.86	975.30	1,203.13	1,459.28
营业收入增长率	51.69%	20.28%	23.36%	21.29%
净利润（百万元）	50.22	71.84	93.87	128.67
净利润增长率	38.81%	43.05%	30.66%	37.07%
EPS（元）	0.33	0.47	0.62	0.85
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.86%	12.50%	14.09%	16.28%
P/E	45	31	24	17
P/B	4.4	3.9	3.4	2.8

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.10、江化微（603078.SH）

公司 2018 年实现营业总收入 8.11 亿元，较上年同期增长 51.69%；实现归属于上市公司股东的净利润 5022 万元，较上年同期增长 38.81%；实现归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 4015 万元，较上年同期增长 25.26%。2019 年一季度公司实现净利润 478 万，同比下滑 44.36%。

公司的湿电子化学产品在平板显示领域竞争优势突出，目前批量供货中电熊猫南京 8.5 代线，未来公司扩能巨大，四川基地 6 万吨/年产能、镇江基地一期 5.8 万吨/年产能的建设都在顺利推进中，预计将于 2020 年 6 月底投产。

投资建议：公司湿电子化学产品在平板显示领域竞争优势突出，但受原材料价格上涨以及新客户的开拓需要时间积累等影响，我们下调 2019-2020 年并新增 2021 年盈利预测，预计 2019-2021 年净利润分别为 4944、6718、8492 万元（原值为 5146、7482、-万元），对应 EPS 分别为 0.45、0.62、0.78 元。产业政策扶持下，国内集成电路企业竞争力不断加强，国内晶圆制造业的发展将加速上游电子化学品的国产化，公司是国内半导体湿电子化学品龙头企业之一，未来产能投放巨大，四川基地 6 万吨/年产能、镇江基地一期 5.8 万吨/年产能的建设都在顺利推进中，预计将于 2020 年 6 月底投产，仍维持“增持”评级。

风险提示：湿电子化学品行业竞争加剧；下游领域产业增速不及预期；产能投放不及预期。

表 29：江化微业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	383.68	431.60	562.07	730.69
营业收入增长率	8.30%	12.49%	30.23%	30.00%
净利润（百万元）	39.92	49.44	67.18	84.92
净利润增长率	-25.62%	23.83%	35.89%	26.41%

EPS (元)	0.37	0.45	0.62	0.78
ROE (归属母公司) (摊薄)	5.19%	6.13%	7.71%	8.94%
P/E	66	53	39	31
P/B	3.4	3.3	3.0	2.8

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.11、国瓷材料 (300285.SZ)

公司是国内最大的陶瓷材料生产商，是全球第二家掌握水热合成技术的公司，上市以来依托水热合成技术，制备纳米级钛酸钡、氧化锆、氧化铝，打破国外垄断，协同化布局高端新材料领域；同时不断通过外延并购布局其他协同性较强的材料业务，外延打造除贵金属催化剂外的汽车尾气催化材料全产业链，收购国内齿科材料龙头爱尔创，不断拓宽成长边界，目前涉足领域包括电子陶瓷介电材料、结构陶瓷材料、建筑陶瓷材料、电子金属浆料、催化材料等。

公司 2018 年全年实现营收 17.98 亿，同比增长 48%；归母净利润 5.43 亿元，同比增长 122%；扣非归母净利润 3.90 亿元，同比增长 95%；公司 2019 Q1 实现营业收入 4.65 亿元，较上年同期增长 43.85%，归母净利润为 1.20 亿元，同比增长 59.08%，扣非归母净利润为 1.15 亿元，同比增长 66.73%。

电子材料板块稳步增长

公司目前 MLCC 陶瓷粉已具备 10000 吨产能，仍有 2000 吨拓展空间。随着智能汽车、智能家居等新兴应用的发展，电子消费品市场呈现快速增长，受益于 MLCC 行业需求改善及可穿戴智能产品陶瓷背板逐步放量，公司电子材料 2018 年全年销量达 1.03 万吨，同比增 57%，营收 6.68 亿，同比增 55%，毛利率同比提升 8.4pct 至 49.9%；氧化锆齿科粉体需求良好，公司生物医疗材料全年销量达 1078 吨，同比增 85%，营收 3.36 亿，同比增 196%。

外延并表增厚业绩增厚公司利润

公司于 2017 年 6 月、10 月先后并表王子制陶、江苏金盛，2018 年 5 月末并表深圳爱尔创，2018 年王子制陶实现扣非净利 0.86 亿、江苏金盛 0.14 亿、爱尔创 0.83 亿，外延并表显著增厚全年业绩。公司通过对爱尔创的全资收购，打通了陶瓷粉体到下游义齿的全产业链，有望实现各环节协同发展，国内齿科行业快速发展，公司作为义齿材料龙头充分受益于行业需求的快速增长。

蜂窝陶瓷受益“国六”标准实施，MLCC 扩产带动粉体需求

“国六”标准将于 2020 年 7 月 1 日起在全国范围内实施，汽车尾气处理系统升级在即，叠加旧车改造领域柴油车“黄改绿”及国四标准下原厂汽、柴油车尾气排放要求趋严，DPF/GPF 等颗粒捕集器用蜂窝陶瓷有望放量，公司作为行业龙头受益程度较高。另一方面，智能手机硬件升级，汽车电子等行业快速发展带动 MLCC 长期需求，村田、三星等龙头企业推进扩产计划，公司粉体有望持续受益。

盈利预测及假设条件

全球电子消费品市场呈现快速增长，受益于 MLCC 行业需求改善及可穿戴智能产品陶瓷背板逐步放量，我们假设公司 2019-2021 年电子材料板块营

收增速分别为 30%、20%和 20%；受益国内齿科行业的快速发展，我们假设公司 2019-2021 年生物医疗材料板块营收增速分别为 10%、10%和 10%；公司蜂窝陶瓷等催化材料受益于国六标准落地，我们假设公司 2019-2021 年催化材料板块营收增速分别为 20%、25%和 20%；其他主营业务营业收入维持约 35%的年均增速；随着各项业务营收规模的增加，毛利率略有下滑。

表 30：国瓷材料 2019-2021 年营收拆分及增速预测（营收单位为万元）

	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	179,777.71	219,060.91	256,770.45	299,938.66
电子材料板块	66,826.10	86,873.93	104,248.72	125,098.46
生物医疗材料板块	33,549.53	36,904.48	40,594.93	44,654.42
催化材料板块	19,599.40	23,519.28	29,399.10	35,278.92
其他主营业务	59,802.68	71,763.22	82,527.70	94,906.85
营收增速	47.6%	21.9%	17.2%	16.8%
电子材料板块		30.0%	20.0%	20.0%
生物医疗材料板块		10.0%	10.0%	10.0%
催化材料板块		20.0%	25.0%	20.0%
其他主营业务		20.0%	15.0%	15.0%
毛利率	44.8%	44.2%	44.3%	44.3%
电子材料板块	49.9%	45%	45%	45%
生物医疗材料板块	54.8%	50%	50%	50%
催化材料板块	65.8%	60%	60%	60%
其他主营业务	36.3%	35%	35%	35%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

根据上述假设，我们预计 2019-2021 年公司净利润为 5.66、6.73、8.10 亿元，对应 EPS 为 0.59、0.70、0.84 元，结合 FCFF 绝对估值结果，公司目标价为 17.27 元，首次覆盖，予以“增持”评级。

FCFF 估值表

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	1455.56	8.35%
第二阶段	6886.66	39.51%
第三阶段（终值）	9089.84	52.14%
企业价值 AEV	17432.06	100.00%
加：非经营性净资产价值	163.88	0.94%
减：少数股东权益（市值）	545.89	-3.13%
减：债务价值	416.34	-2.39%
总股本价值	16633.71	95.42%
股本（百万股）	963.34	
每股价值（元）	17.27	
PE（隐含）	29.38	
PE（动态）	25.81	

资料来源：光大证券研究所

风险提示：1) 公司产品系列较多，下游行业包括 MLCC、瓷砖、消费电子、齿科、汽车尾气催化器等行业，存在下游需求不及预期的风险；2) 公司 2016-2018 年收购王子制陶、戎普电子、江苏金盛、江苏天诺、爱尔创等多

个标的，存在并表业绩不达预期的风险，而溢价收购的标的存在商誉减值的风险。

表 31：国瓷材料业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,217.62	1,797.78	2,183.77	2,558.31	2,986.27
营业收入增长率	78.09%	47.65%	21.47%	17.15%	16.73%
净利润（百万元）	244.82	543.03	566.19	672.94	809.79
净利润增长率	87.75%	121.81%	4.26%	18.85%	20.34%
EPS（元）	0.25	0.56	0.59	0.70	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.86%	16.89%	15.23%	15.56%	16.02%
P/E	60	27	26	22	18
P/B	7.7	4.5	3.9	3.4	2.9

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.12、万润股份（002643.SZ）

公司 2018 年实现营业收入 26.32 亿元，同增+7%，归母净利润 4.44 亿元，同增+15%。公司 2019Q1 实现营业收入 6.62 亿元，同比增加 0.62%，实现归属母公司净利润 1.01 亿元，折 EPS0.11 元，同比增加 58.09%。

公司现有沸石新材料 3350 吨，在建产能 2500 万吨，并发行可转债 12.78 亿元用于扩建年产 7000 吨新型沸石生产线，将受益于未来国六标准的推广。此外，公司引入烟台坤益、露笑集团和高辉科技三家战投，在巩固其 OLED 中间体的生产技术水平的基础上，将继续扩大其产业链整体性和市场份额。

投资建议：维持公司 2019-2021 年盈利预测，预计 EPS 分别为 0.57、0.67 和 0.76 元，维持“买入”评级。

风险提示：下游需求变化存在不确定性；原料端的价格大幅波动；公司氯化法产能投产进度不及预期；环保政策或将导致硫酸法产能开工受限。

表 32：万润股份业绩预测和估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,632	3,044	3,585	4,220
营业收入增长率	7.14%	15.68%	17.75%	17.73%
净利润（百万元）	444	522	610	693
净利润增长率	15.37%	17.35%	16.98%	13.54%
EPS（元）	0.49	0.57	0.67	0.76
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.02%	10.87%	11.69%	12.17%
P/E	20	17	15	13
P/B	2.0	1.9	1.7	1.6

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.13、扬农化工（600486.SH）

扬农化工主要业务来自农药原药的生产与销售。产品包括杀虫剂、除草剂和杀菌剂，是全球卫生菊酯双寡头之一，国内农用菊酯龙头。公司具备完整的卫生菊酯和农用菊酯全产业链。公司除草剂麦草畏产能居全球首位。

公司 2018 年营业总收入 52.91 亿元，同比增长 19.2%，净利润为 8.95 亿元，同比增长 55.7%。其中 2018 年杀虫剂板块收入为 26.50 亿元，占总收入的 50.08%，毛利为 8.68 亿元，占总毛利（15.68 亿元）的 55.33%。除草剂板块收入为 20.23 亿元，占总收入的 38.25%，毛利为 6.04 亿元，占

总毛利的 38.54%。2018 年其他主营业务收入为 5.29 亿元，占总收入的 9.99%，毛利为 0.96 亿元，占总毛利的 6.11%。

公司 2019 年一季度营业总收入 15.7 亿元，同比下降 2.5%，净利润为 3.27 亿元，同比增长 19.4%，净利润创下上市以来单季度业绩新高，受益于菊酯市场供给端收缩，菊酯类价格迅速上升，2019 年一季度杀虫剂营业收入同比上升 35.8%，销售均价同比上涨 17.1%，量增价升。

“3.21”响水化工园区安全事故影响进一步发酵，盐城市政府提出关停陈家港化工园区，全国范围内开启化工行业安全大检查，农药行业产能进一步收缩，产品价格维持高位并有望上涨。公司具备菊酯全产业链，中间体自给，具有成本优势，且公司菊酯业务长单较多，18 年价格上涨有限，19 年受益明显。

公司未来成长上，优嘉公司所处江苏如东，园区安全环保均为国内精细化化工行业标杆，公司园区内具有较好的土地储备，如东三期、四期项目环评有望陆续获批，有望成为公司新增长点，公司未来成长可期。

投资建议：公司菊酯产品价格高位，考虑公司未来中长期成长性，我们维持 19-21 年盈利预测，预计 19-21 年净利润为 13.71、16.46、18.22 亿元，EPS 为 4.43、5.31、5.88 元，维持之前目标价 70.88 元，对应 19 年 16 倍 PE，维持“买入”评级。

风险提示：安全生产风险、菊酯麦草畏等产品价格下跌风险、种植业需求变弱的风险、原材料价格波动风险、耐麦草畏转基因作物推广未达预期、中美贸易争端风险、汇率波动风险。

表 33：扬农化工业绩预测和估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	5,290.73	5,995.21	6,767.57	7,595.40
营业收入增长率	19.21%	13.32%	12.88%	12.23%
净利润（百万元）	895.38	1,371.46	1,646.18	1,821.52
净利润增长率	55.73%	53.17%	20.03%	10.65%
EPS（元）	2.89	4.43	5.31	5.88
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.35%	23.93%	23.59%	21.89%
P/E	17	11	10	9
P/B	3.4	2.7	2.2	1.9

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.14、长青股份（002391.SZ）

公司为国内农药与原药生产龙头企业之一，其主导产品包括吡虫啉、氟磺胺草醚、麦草畏。其中，公司氟磺胺草醚产能 2400 吨，国内市场占有率 60%以上，该产品外销为主，外销占比 60%以上；吡虫啉产能 3000 吨，市场占有率 20%以上，国内排名前三；麦草畏产能 5000 吨，国内排名第二。公司具备完整的吡虫啉和啉虫脒全产业链。

公司 2018 年营业收入 30.01 亿元，同比增长 33.7%，净利润 3.19 亿元，同比增长 40.16%，其中 2018 年杀虫剂板块收入为 15.09 亿元，占总收入的 50.27%，毛利为 4.03 亿元，占总毛利（7.60 亿元）的 53.04%。除草剂板块收入为 12.30 亿元，占总收入的 40.99%，毛利为 2.87 亿元，占总毛利的

37.71%。杀菌剂板块收入为 1.85 亿元，占总收入的 6.15%，毛利为 0.27 亿元，占总毛利的 3.55%。

公司 2019 年一季度营业总收入 7.43 亿元，同比去年一季度增长 14.75%，净利润为 7125 万元，同比增长 7.24%。公司 2019 年一季度主营收入和利润均为上市以来各年一季度业绩新高，主要产品价格同比下滑，单季度销售毛利率为上市以来各年一季度第二低的情况下，净利润仍创下新高，公司业绩增长更多来自主营收入增长，表现出良好的成长性。

公司主要产品吡虫啉、啉虫脒价格仍处于下跌趋势，“3.21”响水化工园区安全事故影响进一步发酵，盐城市政府提出关停陈家港化工园区，全国范围内开启化工行业安全大检查，江苏省出台化工行业提升整治方案，吡虫啉、啉虫脒关键中间体 CCMP 部分产能未来仍面临关停的可能，未来价格有望止跌上涨。公司 CCMP 中间体自给，可享受全产业链带来的成本优势。

公司于 2019 年 2 月 27 日公开发行面值总额 91380 万元可转换公司债券，可转债成功发行，缓解公司资金压力，助力公司成长。1600 吨丁醚脒，5000 吨盐酸羟胺可转债项目已于 2018 年开工建设，有望在 2019 年上半年投产，成为公司 2019 年新增量。剩余募投项目有望逐步开工建设，募投项目产品成长空间明确，技术储备充分，将构成未来几年公司成长主要新增量。同时公司技术储备众多，所在园区质地优良，厂区仍有空余土地资源，有望在此轮农药集中过程中受益，享受集中度上升带来的成长机会。

盈利预测：我们维持 19-21 年盈利预测，预计 19-21 年净利润为 4.17、5.01、5.64 亿元，EPS 为 0.77、0.93、1.05 元（已考虑公司 2018 年年度利润分配资本公积金每 10 股转增 5 股带来的股本增加），对应 2019 年 PE 为 10 倍，维持“买入”评级。

风险提示：安全生产风险、吡虫啉麦草畏等产品价格下跌风险、种植业需求变弱的风险、原材料价格波动风险、耐麦草畏转基因作物推广未达预期、中美贸易争端风险、汇率波动风险。

表 34：长青股份业绩预测与估值指标

指标	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	3,000.80	3,473.11	4,060.58	4,302.34
营业收入增长率	33.65%	15.74%	16.91%	5.95%
净利润（百万元）	319.43	417.13	501.15	564.07
净利润增长率	40.16%	30.58%	20.14%	12.56%
EPS（元）	0.59	0.77	0.93	1.05
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.80%	11.69%	12.71%	12.94%
P/E	13	10	8	8
P/B	1.3	1.2	1.1	1.0

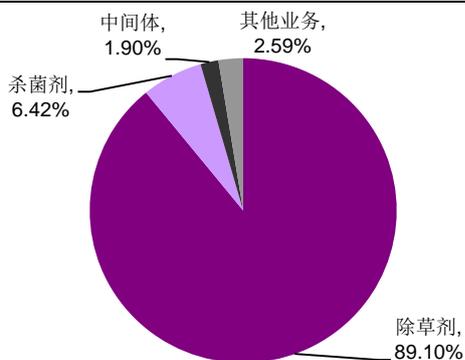
资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.15、先达股份（603086.SH）

先达股份主要业务来自除草剂和杀菌剂原药和相关制剂的生产及销售，其在生产规模、研发实力、产品质量、技术推广等方面均处于国内领先水平。目前，本公司烯草酮、烯酰吗啉原药产量位居国内第一；异噁草松、咪草烟原药产量位居全国第二。

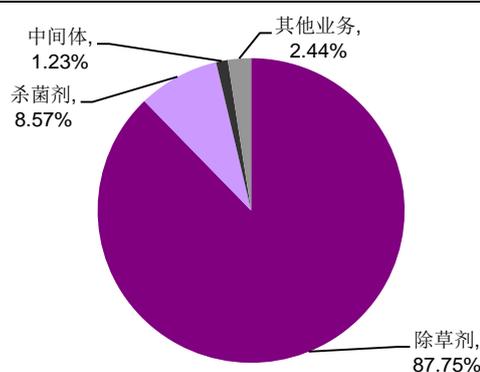
公司 2018 年营业总收入 16.36 亿元, 同比增长 46.21%, 净利润为 2.51 亿元, 同比增长 128.0%。其中除草剂板块收入 14.58 亿元, 占总收入的 89.10%; 毛利为 5.25 亿元, 占总毛利 (5.98 亿元) 的 87.75%。杀菌剂板块收入为 1.05 亿元, 占总收入的 6.42%; 毛利为 0.51 亿元, 占总毛利的 8.57%。公司 2019 年一季度营业总收入 3.61 亿元, 同比增长 15.57%, 净利润为 4060.75 万元, 同比增长 40.72%。

图 50: 先达股份 2018 年主营业务板块营业收入占比



资料来源: WIND

图 51: 先达股份 2018 年主营业务板块毛利占比



资料来源: WIND

公司除草剂业务主要为烯草酮、异噁草松、咪草烟、灭草烟。烯草酮是一种新型早田苗后除草剂, 具有优良的选择性。随着大豆田杂草对草甘膦抗性的产生, 需要草甘膦和烯草酮进行复配, 这是未来烯草酮使用量增长的重要因素。此外, 烯草酮的适用作物还在进一步增加。异噁草松目前市场主要集中在南美和北美, 国内仍处于推广期, 国内具有较大的市场潜力, 同时其可以复配的除草剂众多, 具有较大复配需求潜力。随着国内企业的烯草酮和异噁草松在南美和北美登记的推进, 将进一步打破跨国公司的市场垄断, 国内相关企业具有良好的出口市场前景。

“3.21”响水化工园区安全事故, 响水园区具有排污许可证的农药企业有 8 家, 其中盐城南方拥有 1200 吨烯草酮产能、联化科技两家子公司拥有 1500 吨异噁草松产能。响水园区关停, 对两个产品供给产生了一定的影响, 烯草酮和异噁草松产品价格最近稳中有升。

未来成长方面, 公司 2017 年 10 月设立全资子公司辽宁先达农业科学有限公司, 开始葫芦岛项目建设, 工厂位于辽宁省葫芦岛经济开发区北港工业区, 总投资额约 12 亿元, 一期项目包括年产 6,000 吨原药、10,000 吨制剂项目。预计 2019 年内完成一期工程的施工及项目投产工作。并有望继续在 2019 年开始投建二期、三期工程。辽宁先达农药项目建成完工后, 将在很大程度上改善公司的产能掣肘问题, 未来将成为公司新的、重要的利润增长点。

关键假设、盈利预测及估值:

1、响水园区拥有 1200 吨烯草酮产能和 1500 吨异噁草松产能。响水事故后烯草酮和异噁草松价格企稳后小幅上行, 公司葫芦岛一期项目包括年产 6,000 吨原药、10,000 吨制剂项目有望 2019 年下半年投产, 公司除草剂各产品有望量价齐升, 假设公司除草剂 2019-2021 年营收增长率为 24.56%、42.27%、35.80%, 毛利率分别为 34.24%、35.64%、36.56%。

2、公司杀菌剂烯酰吗啉等品种国内具有较强竞争优势，竞争格局良好，我们预期未来产品产量稳步增长，假设 2019-2021 年营收增长率 29.26%、73.91%、16.95%，毛利率分别为 50.85%、50.85%、49.57%。

3、公司中间体项目相对较小，在公司业务占比小，不为公司重点发展方向，我们假设 2019-2021 年营收增长率-25.95%、0%、0%，毛利率分别为 43.48%、43.48%、43.48%。

表 35：2018-2021 年先达股份营业收入预测

年份	2018A	2019E	2020E	2021E
主要产品营业收入（百万元）				
除草剂	1457.50	1514.35	1815.50	2157.45
杀菌剂	104.98	135.70	236.00	276.00
中间体	31.06	23.00	23.00	23.00
合计营业收入	1593.5	1673.1	2074.5	2456.5
营业收入增速				
除草剂	45.69%	24.56%	42.47%	35.80%
杀菌剂	24.04%	29.26%	73.91%	16.95%
中间体	11.05%	-25.95%	0.00%	0.00%
合计营收增速	46.2%	5.0%	24.0%	18.4%
总营业成本（百万元）				
营业成本	1,010.10	1,075.60	1,297.45	1,520.95
总毛利润（百万元）				
总毛利润	583.44	597.45	777.05	935.50
总毛利率				
总毛利率	35.66%	35.71%	37.46%	38.08%

资料来源：Wind，光大证券研究所预测

根据以上假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入为 16.73/20.75/24.56 亿元，归属于母公司净利润为 3.11/4.02/4.86 亿元，EPS 为 2.77/3.59/4.34 元。结合 FCFF 绝对估值结果，公司目标价为 40.17 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

FCFF 估值表

FCFF 估值	现金流折现值（百万元）	价值百分比
第一阶段	606.47	12.65%
第二阶段	1790.86	37.35%
第三阶段（终值）	2397.32	50.00%
企业价值 AEV	4794.65	100.00%
加：非经营性净资产价值	66.41	1.39%
减：少数股东权益（市值）	0.00	0.00%
减：债务价值	20.00	-0.42%
总股本价值	4841.06	100.97%
股本（百万股）	112.00	
每股价值（元）	40.17	
PE（隐含）	15.58	
PE（动态）	10.26	

资料来源：光大证券研究所

风险提示：安全生产风险、产品价格下跌风险、种植业需求变弱的风险、农作物种植面积下降的风险、原材料价格波动风险、中美贸易争端风险、汇率

波动风险、全球经济持续低于预期。

表 36：先达股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1,118.88	1,635.89	1,673.05	2,074.50	2,456.45
营业收入增长率	29.25%	46.21%	2.27%	24.00%	18.41%
净利润（百万元）	110.11	251.05	310.80	401.69	486.48
净利润增长率	12.09%	128.00%	23.80%	29.24%	21.11%
EPS（元）	0.98	2.24	2.77	3.59	4.34
ROE（归属母公司）（摊薄）	9.85%	18.50%	18.63%	19.85%	19.86%
P/E	29	13	10	8	6
P/B	2.8	2.3	1.9	1.6	1.3

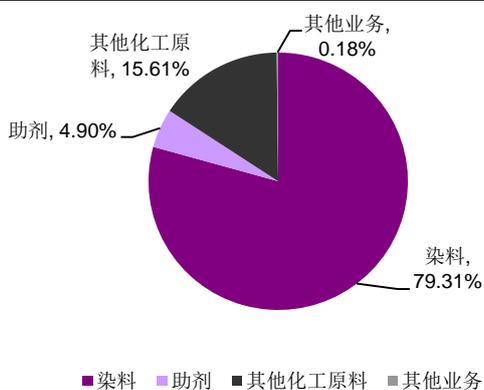
资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.16、闰土股份（002440.SZ）

公司主要从事纺织染料、印染助剂和化工原料的研发、生产和销售。产品包括分散、活性等各种染料、助剂和一系列化工原料。目前，公司拥有年产 19 万吨染料产能，其中分散染料年产 11 万吨，活性染料年产 6 万吨，其他染料 2 吨，中间体配套齐全。

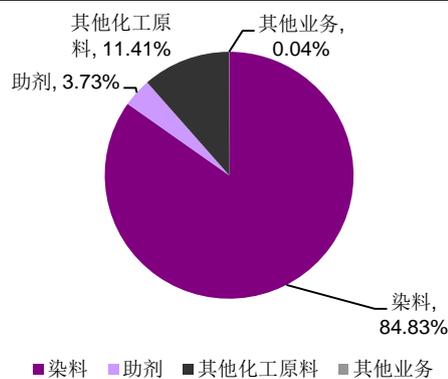
2018 年公司实现营业收入 64.21 亿元，同比(2017 年为 60.57 亿元)增长 6.01%；实现归母净利 13.37 亿元，同比(2017 年为 9.35 亿元)上涨 43.0%，市场份额继续稳居全国第二。公司 2018 年染料板块收入为 51.26 亿元，占总收入 79.31%，毛利为 21.23 亿元，占总毛利（25.03 亿元）的 84.83%。公司 2019 年一季度营业总收入 18.02 亿元，同比增长 12.96%，净利润为 2.6 亿元，同比下滑 15.03%。

图 52：闰土股份 2018 年各业务板块营业收入占比



资料来源：WIND

图 53：闰土股份 2018 年各业务板块毛利占比



资料来源：WIND

重视安全环保，护航企业发展

公司始终遵循循环发展、综合利用、清洁生产、项目联产的方针。公司对“三废”实施无害化、资源化处理，通过改造排废水 60%、废气 80%、固废 40%，实现内部小循环、外部大循环的发展格局。在废水治理上，以硫酸铵项目为例，将废水通过硫酸铵装置后，一方面得到硫酸铵、氯化铵产品，另一方面使母液中 COD 大幅下降，达到排放标准；在废气处理上，公司投资安装了废气收集装置，投用后可减少废气排放量 85%。并且，公司所在的上虞厂区环保不存在重大环保缺陷，环保具有一定优势。

染料全产业链优势明显

公司多年来秉持“后向一体化”发展策略，向上延伸产业链，有效降低生产成本，抵御市场风险能力较强。公司染料产业体系已形成了从热电、蒸汽、氯气、烧碱，到中间体、滤饼、染料等完善的产业链，这在国内染料企业中独树一帜。公司是国内H酸和对位酯的龙头生产企业，分别有年产量2万吨。2016年7月，公司和新和成联手成立赛亚公司，主要生产二氯苯，年产量3万吨，成为闰土染料的基础原材料。一方面，公司通过自己生产基础原材料，抵御市场价格波动；另一方面在减少原材料运输距离的同时，大大提升了安全性能。

环保高压下，受益于染料价格上涨

目前分散染料含税报价已达4万/吨，主流成交价为3.8-4.0万/吨，目前公司分散染料含税成本约2.2万/吨，公司11万吨分散染料产能将贡献毛利15.61亿，未来价格每上涨1000元/吨，公司净利润增长7991万，公司EPS增厚0.056元。活性染料目前含税价格3万/吨，未来每上涨1000元/吨，公司业绩增厚4359万，EPS增厚0.031元。

关键假设、盈利预测及估值：

- 1、响水事故的天嘉宜化工具有1.7万吨间苯二胺产能，间苯二胺在染料的下游主要是分散红和分散蓝。爆炸将导致间苯二胺供给趋紧价格上涨，从成本端带动分散染料上涨，同时园区内的江苏之江（分散染料产能全国第五）、响水恒利达（分散染料，江苏吴中子公司）受损严重，其中江苏之江紧邻爆炸中心，厂区基本夷为平地，活性染料方面有安诺其、陈氏染料受到影响，分散染料部分产能退出市场，未来染料价格有望维持高位，并有进一步上涨的预期，我们假设公司2019年染料成交价有望提升，2020-2021年有望小幅回调，假设分散染料价格分别为5.2、5.0、4.8万元/吨，活性染料价格分别为3.3、3.2、3.1万元/吨，2019-2021年染料营收增长率为31.28%、4.90%、-1.01%，毛利率分别为52.45%、50.14%、47.12%。
- 2、公司助剂短期价格有望上涨，我们假设公司2019-2021年助剂价格分别为0.70、0.69、0.68万元/吨，公司2019-2021年助剂营收增长率为10.40%、8.43%、2.13%，毛利率分别为28.57%、27.54%、26.47%。
- 3、公司其他化工原料主要包含氯碱化工和氯苯等基础化工品，考虑到近期氯碱盈利水平相比2018年高位有所下滑，我们预期公司2019-2021年其他化工原料营收增长率为-14.96%、3.03%、0%，毛利率分别为7.69%、7.69%、7.69%。

表 37：2019-2021 年闰土股份营业收入预测

年份	2018A	2019E	2020E	2021E
主要产品营业收入（百万元）				
染料	5126.5	6730.0	7060.0	6989.0
助剂	317.0	350.0	379.5	387.6
其他化工原料	1008.9	858.0	884.0	884.0
其他业务	11.6	30.0	30.0	30.0
合计营业收入	6464.1	7968.0	8353.5	8290.6
营业收入增速				

染料	8.77%	31.28%	4.90%	-1.01%
助剂	-3.85%	10.40%	8.43%	2.13%
其他化工原料	2.67%	-14.96%	3.03%	0.00%
其他业务	-62.87%	157.73%	0.00%	0.00%
合计营收增速	6.0%	23.3%	4.8%	-0.8%
总营业成本 (百万元)				
营业成本	3,961.46	4,269.60	4,638.60	4,824.60
总毛利润 (百万元)				
总毛利润	2,502.61	3,698.40	3,714.90	3,466.00
总毛利率				
总毛利率	38.72%	46.42%	44.47%	41.81%

资料来源: WIND, 光大证券研究所预测

根据以上假设, 我们预计公司 2019-2021 年的营业收入为 79.68/83.54/82.91 亿元, 归属于母公司净利润为 21.54/21.20/19.62 亿元, EPS 为 1.87/1.84/1.70 元。结合 FCFF 绝对估值结果, 公司目标价为 16.83 元, 首次覆盖, 予以“买入”评级。

FCFF 估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	6785.92	32.00%
第二阶段	6081.33	28.68%
第三阶段 (终值)	8337.19	39.32%
企业价值 AEV	21204.44	100.00%
加: 非经营性净资产价值	923.32	4.35%
减: 少数股东权益 (市值)	477.39	-2.25%
减: 债务价值	241.00	-1.14%
总股本价值	21409.38	100.97%
股本 (百万股)	1150.50	
每股价值 (元)	16.83	
PE (隐含)	9.94	
PE (动态)	6.77	

资料来源: 光大证券研究所

风险提示: 安全生产风险、产品价格下跌风险、服装行业需求变弱的风险、原材料价格波动风险、中美贸易争端风险、汇率波动风险、全球经济持续低于预期。

表 38: 闰土股份业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	6,056.98	6,464.08	7,968.02	8,353.52	8,290.62
营业收入增长率	39.15%	6.72%	23.27%	4.84%	-0.75%
净利润 (百万元)	934.85	1,313.03	2,154.19	2,119.90	1,961.50
净利润增长率	41.62%	40.45%	64.06%	-1.59%	-7.47%
EPS (元)	0.81	1.14	1.87	1.84	1.70
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.35%	16.48%	22.57%	19.25%	15.91%
P/E	15	10	6	6	7
P/B	1.9	1.7	1.4	1.2	1.1

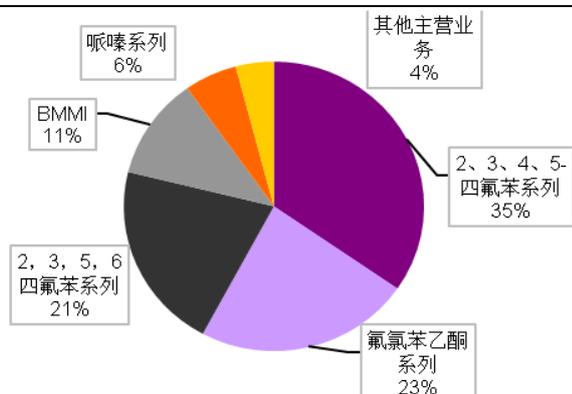
资料来源: WIND, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2019 年 6 月 6 日

6.1.17、中欣氟材 (002915.SZ)

公司主要从事含氟精细化工品开发与生产，产品涵盖含氟医药、含氟农药、新材料与电子化学品等三大领域。公司目前形成以 2,3,4,5-四氟苯甲酰氯、2,4-二氯-5-氟苯乙酮、N-甲基哌嗪为代表的医药中间体；2,3,5,6-四氟苯系列、BMMI 为代表的农药中间体是公司的主导产品，构成公司主要的收入和利润来源。

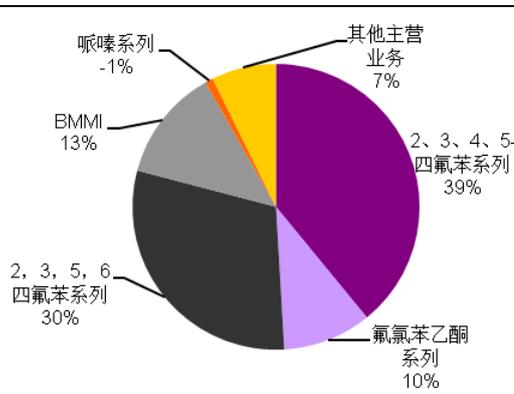
公司 2018 年营业收入 4.39 亿元，同比(2017 年为 4.01 亿元)增长 9.6%；归母净利润为 3600 万元，同比下降 23.14%。公司 2019 年一季度营业总收入 1.21 亿元，同比去年增长 30.16%，净利润为 628.76 万元，同比增长 39.28%。

图 54：中欣氟材 2018 年各业务板块营业收入占比



资料来源：WIND

图 55：中欣氟材 2018 年各业务板块毛利占比



资料来源：WIND

积极拓展新含氟精细产品。公司在抓好老产品老市场的同时，积极开拓新材料、电子化学品及农药中间体等新产品的研发、生产及销售，拓展新市场，实现新产品—新客户—新市场—新目标。公司开发了以 BPEF 为代表的双酚芬系列新材料中间体、奈诺沙星环合酸、电子化学品派瑞林系列，具有较好市场前景，有望成为公司未来新增量。

尝试打造氢氟酸-氟化工产业链。氢氟酸系萤石等含氟资源实现化学深加工、发展氟化工的关键中间产品，是氟化工行业的基础原材料，也是公司氟化工产品的基础原料之一。公司在 2019 年 2 月发布公告，以发行股份及支付现金购买高宝矿业，高宝矿业是一家专注从事氢氟酸、硫酸产品的生产、制造及销售的企业，硫酸以自用为主。其主营业务收入主要来源于氢氟酸，具有 12 万吨硫酸产能，5 万吨无水氢氟酸产能。

关键假设、盈利预测及估值：

1、2017-2018 年氟化工基础原料萤石价格涨幅较大，公司原材料价格上涨明显，公司业务模式以大客户为主，长单居多，原材料价格上涨初期成本传导受阻，公司产品成本上涨，毛利率下滑。我们假设公司医药中间体 2,3,4,5-四氟苯系列 2019-2021 年价格为 7.2 万元/吨，销量分别为 1700、1750、1800 吨，2019-2021 年 2,3,4,5-四氟苯系列营收增长率为 28.70%、2.94%、2.86%，毛利率分别为 37.39%、37.39%、37.39%；氟氯苯乙酮系列 2019-2021 年价格为 5.3 万元/吨，销量分别为 1800、1850、1900 吨，2019-2021 年氟氯

苯乙酮系列营收增长率为 27.42%、2.78%、2.70%，毛利率分别为 26.39%、26.39%、26.39%；公司医药中间体哌嗪系列业务保持平稳，我们假设哌嗪系列 2019-2021 年价格为 4.3 万元/吨，销量分别为 1800、1850、1900 吨，公司 2019-2021 年哌嗪系列营收增长率为 3.22%、0%、0%，毛利率分别为 18.60%、18.60%、18.60%。

2. 农药中间体 2,3,5,6-四氟苯系列、BMMI 受到原料价格上涨，成本上升，毛利率下滑的影响，我们假设公司农药中间体 2,3,5,6-四氟苯系列 2019-2021 年价格为 22 万元/吨，销量分别为 300、330、360 吨，2019-2021 年 2,3,5,6-四氟苯系列营收增长率为 23.48%、10.00%、9.09%，毛利率分别为 42.11%、42.11%、42.11%；BMMI 系列 2019-2021 年价格为 8.6 万元/吨，销量分别为 400、4200、440 吨，2019-2021 年 BMMI 系列营收增长率为 4.48%、5.00%、4.76%，毛利率分别为 33.85%、33.85%、33.85%。

3、公司双酚芬(BPEF)系列、奈诺沙星环合酸、派瑞林系列均为募投项目，随着奈诺沙星逐步放量，5G 应用加速，电子产品的发展，三个产品有望逐步放量，我们假设双酚芬(BPEF)系列 2019-2021 年价格分别为 20、20、18.5 万元/吨，销量分别为 80、330、600 吨，2020-2021 年双酚芬(BPEF)系列营收增长率为 275%、85%，毛利率分别为 30.00%、40.00%、40.54%；奈诺沙星环合酸 2019-2021 年价格为 60 万元/吨，销量分别为 8、20、35 吨，2020-2021 年奈诺沙星环合酸系列营收增长率为 150%、75%，2019-2021 年毛利率分别为 33.33%、41.67%、50.00%；派瑞林系列 2019-2021 年价格分别为 150、135、120 万元/吨，销量分别为 10、80、150 吨，2020-2021 年派瑞林系列营收增长率为 620%、66.67%，毛利率分别为 46.67%、55.56%、58.33%。

表 39：2019-2021 年中欣氟材营业收入预测

年份	2018A	2019E	2020E	2021E
主要产品营业收入（百万元）				
2,3,4,5-四氟苯系列	151.90	195.50	201.25	207.00
氟氯苯乙酮系列	101.71	129.60	133.20	136.80
2,3,5,6-四氟苯系列	92.32	114.00	125.40	136.80
BMMI	49.77	52.00	54.60	57.20
哌嗪系列	24.97	25.80	25.80	25.80
双酚芬(BPEF)系列		16.00	60.00	111.00
奈诺沙星环合酸		4.80	12.00	21.00
派瑞林系列		15.00	108.00	180.00
其他主营业务	18.37	20.00	25.00	25.00
营业收入增速				
2,3,4,5-四氟苯系列	27.98%	28.70%	2.94%	2.86%
氟氯苯乙酮系列	-0.83%	27.42%	2.78%	2.70%
2,3,5,6-四氟苯系列	-1.15%	23.48%	10.00%	9.09%
BMMI	33.36%	4.48%	5.00%	4.76%
哌嗪系列	45.17%	3.32%	0.00%	0.00%
双酚芬(BPEF)系列			275.00%	85.00%
奈诺沙星环合酸			150.00%	75.00%
派瑞林系列			620.00%	66.67%
其他主营业务	-41.55%	8.87%	25.00%	0.00%
总营业成本（百万元）				

营业成本	332.04	372.66	458.60	533.67
总毛利润 (百万元)				
总毛利润	107.01	200.04	286.65	366.93
总毛利率				
总毛利率	24.37%	34.93%	38.46%	40.74%

资料来源：WIND，光大证券研究所预测

根据以上假设，我们预计公司 2019-2021 年的营业收入为 5.73/7.45/9.01 亿元，归属于母公司净利润为 1.06/1.51/2.06 亿元，EPS 为 0.95/1.35/1.84 元。结合 FCFF 绝对估值结果，公司目标价为 23.75 元，首次覆盖，予以“买入”评级。

FCFF 估值表

FCFF 估值	现金流折现值 (百万元)	价值百分比
第一阶段	(547.63)	-19.43%
第二阶段	1293.06	45.88%
第三阶段 (终值)	2073.09	73.55%
企业价值 AEV	2818.51	100.00%
加：非经营性净资产价值	97.83	3.47%
减：少数股东权益 (市值)	0.00	0.00%
减：债务价值	150.00	-5.32%
总股本价值	2766.35	98.15%
股本 (百万股)	112.00	
每股价值 (元)	23.75	
PE (隐含)	25.98	
PE (动态)	20.79	

资料来源：光大证券研究所

风险提示：安全生产风险、产品价格下跌风险、下游需求变弱的风险、氟喹诺酮类抗生素被取代的风险、原材料价格波动风险、中美贸易争端风险、汇率波动风险、全球经济持续低于预期。

表 40：中欣氟材业绩预测和估值指标

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	400.59	439.05	572.69	745.24	900.59
营业收入增长率	16.43%	9.60%	30.44%	30.13%	20.85%
净利润 (百万元)	47.04	36.16	106.47	151.20	206.18
净利润增长率	43.58%	-23.14%	194.47%	42.01%	36.36%
EPS (元)	0.42	0.32	0.95	1.35	1.84
ROE (归属母公司) (摊薄)	10.37%	7.64%	18.73%	21.99%	24.30%
P/E	47	61	21	15	11
P/B	4.9	4.7	3.9	3.2	2.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 5 日

7、风险分析

1) 安全生产整治对化工行业的影响不及预期：2016 年开始国内大规模的环保督查对化工行业供给端带来重大影响，后续环保和安全生产整治力度仍是决定化工行业供给侧改革效果的重要因素，政策力度的放松有可能导致供给端收缩不及预期。

2) 原油价格大幅波动的风险：国际地缘政治风险因素之下，伊朗、委内瑞拉和美国原油出口存在不确定性，此外 OPEC 减产力度的执行仍存在一定的变数，原油价格受消息面影响有大幅波动的风险。

3) 宏观经济大幅下滑和国际贸易环境风险：原油以及下游的化工品需求，都受宏观经济的影响，宏观经济下滑将导致国内下游需求改善不及预期；而全球贸易摩擦以及中美贸易谈判的不确定性，将导致对外出口存在一定风险。

4) 产业政策不及预期：农化等品种受环保监管政策的影响巨大，如果环保监管政策不及预期的严格，将会影响它们的供给、需求，因此要警惕环保等产业政策不及预期的风险。

8、行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

表 41：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x) 18A	投资评级	
			18A	19E	20E	18A	19E	20E		本次	变动
600309.SH	万华化学	37.81	3.88	4.00	4.82	10	9	8	3.5	增持	维持
600426.SH	华鲁恒升	13.43	1.86	1.55	1.62	7	9	8	1.8	买入	维持
000830.SZ	鲁西化工	10.28	2.02	1.66	2.24	5	6	5	1.4	买入	维持
002601.SZ	龙蟒佰利	15.27	1.15	1.56	1.68	13	10	9	2.5	增持	维持
600596.SH	新安股份	10.93	1.80	1.20	1.43	6	9	8	1.4	增持	维持
002092.SZ	中泰化学	7.43	1.08	1.19	1.27	7	6	6	0.8	买入	首次
603505.SH	金石资源	18.34	0.57	1.20	1.49	32	15	12	5.2	买入	维持
600160.SH	巨化股份	6.86	0.78	0.63	0.74	9	11	9	1.5	买入	维持
300655.SZ	晶瑞股份	14.85	0.34	0.47	0.62	44	32	24	4.4	增持	维持
603078.SH	江化微	24.10	0.48	0.45	0.62	51	53	39	3.4	增持	维持
300285.SZ	国瓷材料	15.17	0.87	0.88	1.05	17	17	14	4.5	增持	首次
002643.SZ	万润股份	9.78	0.49	0.57	0.67	20	17	15	2.0	买入	维持
600486.SH	扬农化工	50.44	2.89	4.43	5.31	17	11	9	3.4	买入	维持
002391.SZ	长青股份	7.85	0.89	1.16	1.39	9	7	6	1.3	买入	维持
603086.SH	先达股份	28.06	2.24	2.77	3.59	13	10	8	2.3	买入	首次
002440.SZ	闰土股份	11.84	1.14	1.87	1.84	10	6	6	1.7	买入	首次
002915.SZ	中欣氟材	19.76	0.32	0.95	1.35	61	21	15	4.7	买入	首次

资料来源：WIND，光大证券研究所预测，股价时间为 2019 年 6 月 6 日

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明: A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼