

化工

风雨送春归， 飞雪迎春到

-化工行业 2019 年中期策略

**评级：增持（维持）**

分析师：商艾华

执业证书编号：S0740518070002

Email: shah@r.qizq.com.cn

分析师：张倩

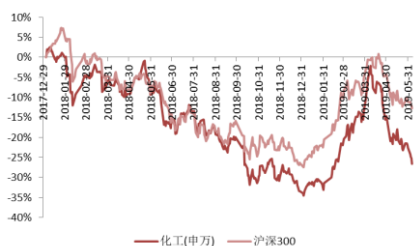
执业证书编号：S0740518120002

Email: zhangqian@r.qizq.com.cn

### 基本状况

上市公司数	334
行业总市值(百万元)	3057308.14
行业流通市值(百万元)	1115109.17

### 行业-市场走势对比



### 相关报告

《中泰化工 2019 年年度策略——潮落拾遗珠，拥抱需求确定性》2019.01.02

### 投资要点

- **宏观展望：全球经济环境复杂多变，油价维持震荡。** **宏观经济：**2018 年全球经济美国一枝独秀，其他多数国家下行压力显著。展望 2019 年下半年，我们认为中美贸易关系不乐观和美联储降息预期叠加，全球经济环境更加复杂多变。我国消费政策大力提振下游需求，宏观政策和市场预期同比去年向好，市场信心增强；**油价：**2019 年 1-5 月布油均价 66 美元/桶，相比 18 年末上涨 13 美元/桶。预计下半年受美原油运力提升、需求疲弱和开采成本支撑等影响，布油均价在 65 美元/桶左右。
- **行业回顾与展望：业绩整体提升，估值处于历史绝对底部。** **产能集中：**2016 年以来安监和环保整治趋严带来产能供给端收缩，全国化工企业数量明显下降，行业龙头扩大资本开支，集中度提升。2019 年上半年安全化工事故频繁进一步引发市场对化工产业持续变革的预期增强；**存货下降：**4 月全国化工品库存同比下滑 125.6 亿元 (YOY-2%)，较 19 年年初存货下滑 410 亿元 (-6%)；**价格分化：**上半年化工品价格下降明显，整体价格处于历史中枢位置偏下位置。石油化工 PPI 指数同比略有上升，化学工业 PPI 指数略有下滑。染料等细分产品价格明显上涨，继续保持分化。我们认为上半年以来化工品价格调整周期接近尾声，目前化工产品价格指数处于过往 7 年中枢偏下位置；**业绩提升：**2019Q1 化工板块毛利率 17.4%，环比提升 2.3%。净利润率 4.0%，环比提升 2.8%。ROE 11.4%，同比提升 2.2%；**估值极低。**截至 19 年 6 月 6 日，申万化工板块市盈率 17.42 倍，低于板块历史估值均值 (34.5 倍)；市净率 1.76 倍，低于历史估值均值 (2.92 倍)。
- **投资策略：风雨送春归，飞雪迎春到，积极配置化工子板块龙头个股。**化工行业整体受国内外宏观影响业绩不佳，即风雨。短期安全生产督查进一步加速落后产能收缩，即飞雪，许多经营不佳的中小企业可能陆续破产，龙头企业受益。目前，**化工板块估值处于历史绝对低估状态，已基本反映了产品价格进一步下跌、企业盈利继续下滑、安监环保督查力度持续提升、中美贸易关系不明朗等多种不利因素的负面预期。**尽管短期产品价格和板块估值仍存在进一步小幅下行风险，但事实上为投资者带来极佳低价买入优质资产的机会。长期看，未来宏观环境一旦企稳，负面因素逐渐消除，板块反弹空间和力度大，**化工板块有望获得行业  $\beta$  收益。**同时，安全环保执行到位，财务状况稳健，具有长期研发和技术壁垒的**优质龙头企业可作为防守配置，获得长期的估值溢价和  $\alpha$  收益。**因此我们 19 年下半年的策略围绕有需求支撑的优质细分子行业，针对不同风险偏好的投资者进行推荐弱周期、强周期、成长型、新材料和优质龙头个股等投资机会。
- **1、弱周期品种，建议关注农化、轮胎板块。**上游需求增加，建议关注磷化工和钾肥板块**兴发集团 (600141.SH)、新洋丰 (000902.SZ) 及藏格控股 (000408.SZ)；**农药板块受益于农药大省江苏省安全环保检查趋严，供给收缩。下游受季节影响，病虫害增多，杀虫剂农药需求大幅增加的预期增强，利好农药龙头企业：**扬农化工 (600486.SH)、利尔化学 (002258.SZ)；**具有

- 新增产能和成长属性的**国光股份** (002749.SZ)；  
轮胎板块，具有消费属性的弱周期行业，替代市场前景广阔。建议关注**玲珑轮胎** (601966.SH)；
- **2、染料行业受益于供给格局变化，高景气周期有望维持。**建议关注**浙江龙盛** (600352.SH)，**闰土股份** (002440.SZ)；
  - **3、PVC 开工率逐步提升，盈利较强。**PVC 行业的产能释放进度受到环保等政策影响，审批程序日益严格。2019 年计划新增装置如期投产概率较低，地产施工端也会带动相关 PVC 制品的需求，行业整体盈利也有望边际改善。建议关注**中泰化学** (002092.SZ)。
  - **4、天然气行业步入十年黄金发展期。**我们预计至 2020 年，为黄金 I 期，16-20 年天然气消费量复合增速或达 15%；2020-2025 年为黄金 II 期，随着天然气价格市场化改革的加速推进，天然气价格下行带动发电、城市燃气和工业燃料等诸多应用领域的需求爆发。建议关注**新奥能源** (2688.HK)、**新奥股份** (600803.SH)、**广汇能源** (600256.SH)。
  - **5、氢能产业迎来政策、技术和市场机遇。**建议关注具有产氢和运氢能力的企业：**恒力股份** (600346.SH)、**卫星石化** (002648.SZ)、**滨化股份** (601678.SH)、**东华能源** (002221.SZ)、**中材科技** (002080.SZ)、**鸿达兴业** (0020002.SZ) 等。
  - **6、抢占高地！新材料布局正当时。**建议关注细分子行业需求高增的“国六”系列**国瓷材料** (300285.SZ)、**万润股份** (002643.SZ)；电子化学品领域的**飞凯材料** (300398.SZ)、**扬帆新材** (300637.SZ) 以及 OLED 材料的**强力新材** (300429.SZ)；氟化工龙头企业**巨化股份** (600160.SH)。
  - **7、重点推荐化工行业中具备不断整合能力的白马龙头。****万华化学** (600309.SH)、**华鲁恒升** (600426.SH) 和**龙蟒佰利** (002601.SZ) 等公司。
  - **风险提示：**宏观经济超预期下行的风险、产品价格不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险、全球贸易关系加剧摩擦的风险、全球市场动荡的风险。

## 内容目录

<b>宏观回顾与展望：全球经济疲弱，中国经济触底</b> .....	<b>- 9 -</b>
全球经济 18 年美国独秀，19 年全球经济环境更加复杂多变.....	- 9 -
国内经济下行压力较大，消费政策提振下游需求.....	- 11 -
<b>化工全行业稳健增长，龙头集中度提升</b> .....	<b>- 14 -</b>
化工上市公司业绩改善，分化明显.....	- 22 -
化工板块估值仍处历史底部区间.....	- 24 -
<b>2019 年下半年策略：积极配置化工子板块龙头个股</b> .....	<b>- 27 -</b>
<b>弱周期品种，农化、轮胎需求稳步提升</b> .....	<b>- 28 -</b>
磷肥产业链机会确定性较强.....	- 30 -
钾肥价格有望持续上涨.....	- 33 -
兴发集团（600141.SH）.....	- 34 -
新洋丰（000902.SZ）.....	- 34 -
扬农化工（600486.SH）.....	- 35 -
利尔化学（002258.SZ）.....	- 36 -
国光股份（002749.SZ）.....	- 36 -
轮胎板块：消费属性弱周期板块，替换市场前景广阔.....	- 37 -
玲珑轮胎（601966.SH）.....	- 39 -
<b>染料板块：供给收缩，高景气有望维持</b> .....	<b>- 40 -</b>
浙江龙盛（600352.SH）.....	- 42 -
闰土股份（002440.SZ）.....	- 42 -
<b>PVC 开工率逐步提升，盈利较强</b> .....	<b>- 43 -</b>
中泰化学（002092.SZ）.....	- 44 -
<b>天然气步入黄金十年发展期</b> .....	<b>- 44 -</b>
新奥股份（600803.SH）.....	- 46 -
<b>氢能产业迎来政策、技术和市场机遇</b> .....	<b>- 47 -</b>
卫星石化（002648.SZ）.....	- 52 -
滨化股份（601678.SH）.....	- 52 -
鸿达兴业（002002.SZ）.....	- 52 -
嘉化能源（600273.SH）.....	- 53 -
<b>抢占高地！新材料布局正当时</b> .....	<b>- 54 -</b>
高端产品国外垄断，国内电子化学品步入发展黄金期.....	- 54 -
飞凯材料（300398.SZ）.....	- 56 -
扬帆新材（300637.SZ）.....	- 56 -
折叠屏有望引爆 OLED 显示屏，OLED 材料需求有望爆发式增长.....	- 57 -
强力新材（300429.SZ）.....	- 58 -
“国六”已至，新材料需求提升.....	- 59 -
国瓷材料（300285.SZ）.....	- 59 -
万润股份（002643.SZ）.....	- 59 -
氟化工新材料前景广阔.....	- 60 -
巨化股份（600160.SH）.....	- 62 -

具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的企业 .....	- 63 -
万华化学（600309.SH） .....	- 63 -
华鲁恒升（600426.SH） .....	- 63 -
龙蟒佰利（002601.SZ） .....	- 63 -
风险提示 .....	- 65 -

**图表目录**

图表 1: 主要国家和地区 GDP 季度增速 .....	- 9 -
图表 2: 全球大部分地区 PMI 指数下行.....	- 9 -
图表 3: 美国经济领先指标 CLI4 月份开始下行.....	- 10 -
图表 4: 美国房地产市场见顶回落.....	- 10 -
图表 5: 欧元区经济暂无企稳迹象.....	- 10 -
图表 6: 欧元区利率中枢或进一步抬升.....	- 10 -
图表 7: 中国 GDP 逐渐下行.....	- 11 -
图表 8: PMI 指数下行压力仍在.....	- 11 -
图表 9: 房屋新开工面积与竣工面积的背离.....	- 11 -
图表 10: 我国与美国化工贸易金额平衡 (逐月) .....	- 12 -
图表 11: 化学原料及化学制品出口比重不高.....	- 12 -
图表 12: 化学纤维出口比重较低.....	- 12 -
图表 13: 石油加工等产品出口占比很小.....	- 12 -
图表 14: 橡胶和塑料制品出口占相对较多.....	- 12 -
图表 15: 社会消费品零售额同比增速下行.....	- 13 -
图表 16: 家用空调的库存仍在相对高位 (万台) .....	- 13 -
图表 17: 冰箱的库存仍在相对高位 (万台) .....	- 14 -
图表 18: 汽车库存仍在相对高位 (万辆) .....	- 14 -
图表 19: 下半年油价存在有震荡调整风险.....	- 15 -
图表 20: Permian 盆地现有管输运能及管道投产计划 (千桶/日) .....	- 15 -
图表 21: 3 个月和 10 年期美国债券收益率跌破零.....	- 16 -
图表 22: 2019 年原油供给成本线.....	- 16 -
图表 23: 主要 OPEC 国家财政平衡油价 (美元/桶) .....	- 17 -
图表 24: 全国化工企业数量继续下降 (个) .....	- 17 -
图表 25: 化工板块公司 HHI 集中度指数较高.....	- 17 -
图表 26: 化学原料固定资产投资累计同比上升.....	- 18 -
图表 27: 化学纤维固定资产投资累计同比上升.....	- 18 -
图表 28: 橡胶和塑料固定资产投资累计同比上升.....	- 18 -
图表 29: 石油加工等固定资产投资累计同比上升.....	- 18 -
图表 30: 2018 年江苏省重点农药产能情况 (吨) .....	- 18 -
图表 31: 2018 年江苏省主要化工原料产能情况 (吨) .....	- 19 -
图表 32: 全国化工产品库存下降 (亿元) .....	- 20 -
图表 33: 石油和化工行业 PPI 指数同比略有分化.....	- 20 -
图表 34: 2019 H1 我国化工产品价格下滑明显.....	- 20 -

图表 35: 主要化工产品价格所在位置.....	- 21 -
图表 36: 染料市场成交价格 (元/公斤) .....	- 22 -
图表 37: 化工板块单季度营业收入和净利润同比增长率.....	- 22 -
图表 38: 化工板块单季度销售毛利率和销售净利率.....	- 23 -
图表 39: 2018 年化工子行业营业收入同比增速.....	- 23 -
图表 40: 2018Q4 及 2019Q1 化工子行业营业收入同比增速 .....	- 23 -
图表 41: 2018 年化工子行业归母净利润同比增速 (不包括石油贸易) .....	- 24 -
图表 42: 2018Q4 及 2019Q1 化工子行业归母净利润同比增速.....	- 24 -
图表 43: 化工板块市盈率处于历史底部.....	- 25 -
图表 44: 化工板块市净率处于历史底部.....	- 25 -
图表 45: 2019 年申万一级行业涨跌幅 (截至 2019 年 05 月 31 日) .....	- 25 -
图表 46: 化工指数涨跌幅与沪深 300 指数涨跌幅对比 .....	- 25 -
图表 47: 2019 年化工三级子行业涨跌幅 (截至 2019 年 5 月 31 日) .....	- 26 -
图表 48: 2019 年化工个股涨跌幅 (截至 2019 年 5 月 31 日) .....	- 26 -
图表 49: 玉米价格有望持续回暖.....	- 28 -
图表 50: 小麦价格或将稳定.....	- 28 -
图表 51: 稻谷价格一直保持稳定.....	- 28 -
图表 52: 蔬菜价格周期较快.....	- 28 -
图表 53: 国内玉米的供需平衡表.....	- 29 -
图表 54: 全球玉米的供需平衡表.....	- 29 -
图表 55: 每亩化肥用量和粮食价格的变化同向变化.....	- 30 -
图表 56: 磷酸一铵产量增速大于产能增速.....	- 30 -
图表 57: 2018 年磷酸一铵开工率大幅提升 .....	- 30 -
图表 58: 磷酸一铵产能分布.....	- 31 -
图表 59: 磷酸一铵主要产能位于长江经济带.....	- 31 -
图表 60: 湖北和贵州主要磷矿石限产相关政策.....	- 31 -
图表 61: 磷酸一铵社会库存极低.....	- 32 -
图表 62: 磷矿石产量同比下降 20%.....	- 32 -
图表 63: 磷矿石社会库存处于历史低位.....	- 32 -
图表 64: 世界已探明钾盐储量主要集中在加拿大和俄罗斯.....	- 33 -
图表 65: 钾肥新增产能统计 .....	- 33 -
图表 66: 钾肥价格持续上涨.....	- 34 -
图表 67: 中国汽车产量及同比增速.....	- 37 -
图表 68: 汽车保有量维持 10% 增长 .....	- 37 -
图表 69: 中国汽车销量增速下行.....	- 38 -

图表 70: 国产橡胶轮胎出口稳定.....	- 38 -
图表 71: 橡胶制品行业资本支出大幅下降.....	- 38 -
图表 72: 轮胎行业开工率维持 60-70%.....	- 38 -
图表 73: 橡胶价格价格底部波动.....	- 39 -
图表 74: 天然橡胶库存趋势向上.....	- 39 -
图表 75: 我国染料行业细分产品产量结构比.....	- 40 -
图表 76: 2014-2018 年染料供需平衡情况.....	- 40 -
图表 77: 纺织品需求增速 (布、纱) .....	- 40 -
图表 78: 纺织品需求增速 (涤纶) .....	- 40 -
图表 79: 我国分散染料市场格局.....	- 41 -
图表 80: 我国活性染料市场格局.....	- 41 -
图表 81: 染料市场成交价格快速上涨, 单位 (元/公斤) .....	- 41 -
图表 82: 间苯二酚市场价格 (元/吨) .....	- 42 -
图表 83: 间、对苯二胺出口均价 (万美元/吨) .....	- 42 -
图表 84: PVC 行业产能小幅提升 (万吨/年) .....	- 43 -
图表 85: PVC 开工率稳步提升 (%) .....	- 43 -
图表 86: PVC 新增产能情况.....	- 43 -
图表 87: PVC 期货结算价震荡上行 (元/吨) .....	- 44 -
图表 88: PVC 社会库存季节性下降 (吨) .....	- 44 -
图表 89: 天然气行业研究框架 .....	- 45 -
图表 90: 天然气行业已步入十年黄金发展期.....	- 45 -
图表 91: 我国气价改革历程.....	- 46 -
图表 92: 氢能产业包括上游 (制氢)、中游 (储、运、注氢) 和下游应用.....	- 47 -
图表 93: 主要制氢技术经济性对比.....	- 47 -
图表 94: 部分 PDH 副产氢产能估算和分布.....	- 48 -
图表 95: 部分在建乙烷制乙烯副产氢产能分布.....	- 48 -
图表 96: 部分氯碱化工副产氢产能估算和分布.....	- 49 -
图表 97: 部分炼化一体化项目设计制氢规模.....	- 49 -
图表 98: 相关上市公司布局加氢站规划建设进展 .....	- 50 -
图表 99: 半导体产业链正向中国大陆转移.....	- 54 -
图表 100: 中国大陆是全球电子产品的主要生产基地.....	- 55 -
图表 101: 大陆晶圆厂资本支出猛增.....	- 55 -
图表 102: 全球半导体制造材料市场规模 (亿美元).....	- 55 -
图表 103: 国内半导体制造材料市场规模 (亿美元).....	- 55 -
图表 104: 国内 OLED 面板新增产能.....	- 57 -

图表 105: OLED 材料产业链.....	- 58 -
图表 106: 尾气处理催化材料供应商.....	- 59 -
图表 107: 氟化工产业链图.....	- 60 -
图表 108: 含氟材料主要应用领域.....	- 61 -
图表 109: 萤石价格稳步上行.....	- 62 -

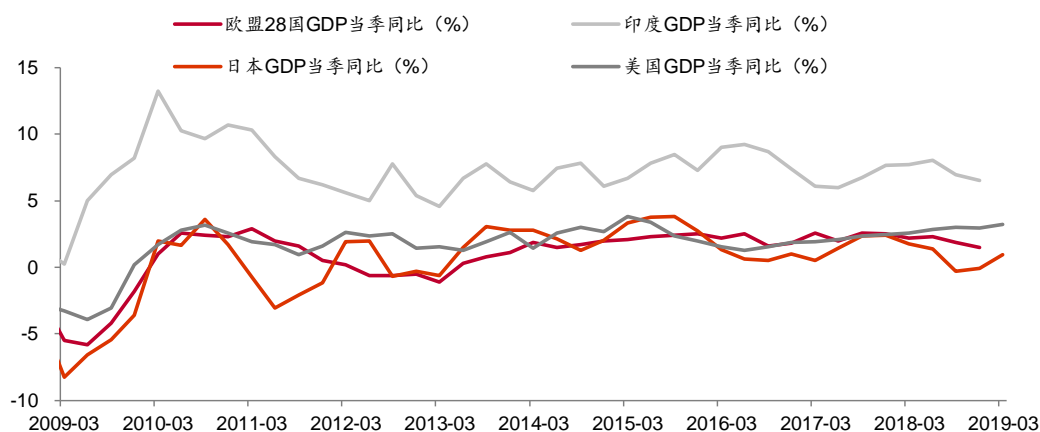


## 宏观回顾与展望：全球经济疲弱，中国经济触底

### 全球经济 18 年美国独秀，19 年全球经济环境更加复杂多变

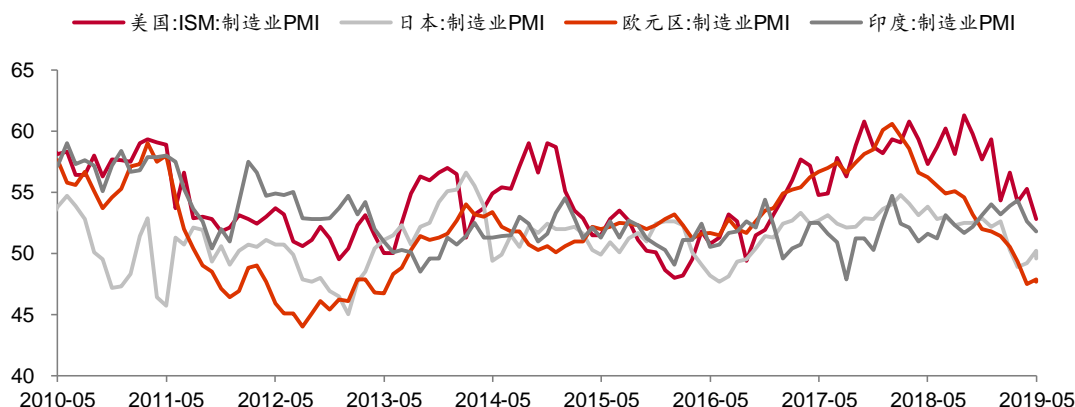
- 2016 年起，中国经济企稳，发达国家经济逐步复苏，油价也逐步回升。直至 2017 年全球经济整体呈现同步复苏格局。2017 年底全球制造业 PMI 开始见顶回落，2018 年，全球经济美国一枝独秀，中国面临下行压力。2019 上半年，美联储加息预期逐渐淡化，同时降息预期增大，为进一步刺激全球经济带来些许利好。但贸易关系对全球经贸和投资的负面影响或进一步显现，全球经济仍存放缓压力。展望 2019 下半年，我们认为全球经济环境更加复杂多变。为此，建议投资者更加关注长期趋势，把握纷繁投资机会中的不变因素。

图表 1：主要国家和地区 GDP 季度增速



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 2：全球大部分地区 PMI 指数下行

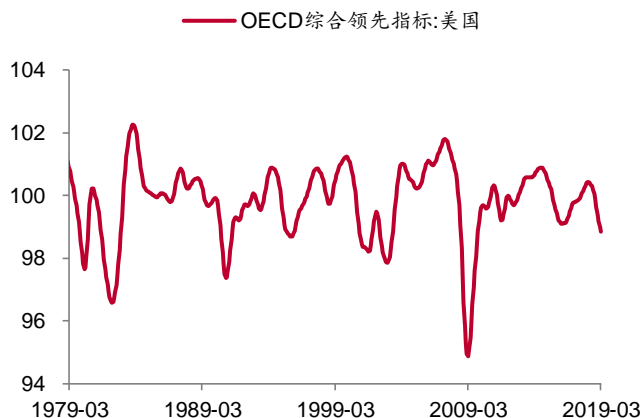


来源：Wind、中泰证券研究所

- 美国增速预期放缓。美国经济领先指标 CLI 在 18 年 4 月见顶回落，预示着美国经济有回落风险。具体来看，2019 年税改对经济的拉动力或将减弱，且美国在目前的财政赤字水平和债务形势下做大规模二次税改的可能性偏低。第二是美国房地产景气度同比走弱，房地产市场回落将极

大可能掣肘美国 2019 年经济增幅。加上美元加息周期、中美贸易关系不明朗的影响，可能进一步制约美国的消费，综合来看，2019 年美国经济增长预期放缓。

图表 3: 美国经济领先指标 CLI4 月份开始下行



来源: Wind、中泰证券研究所

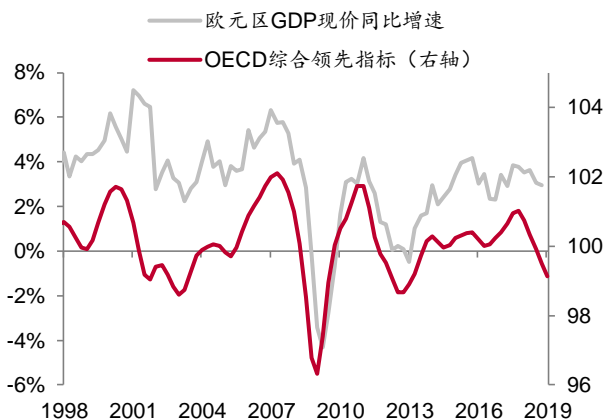
图表 4: 美国房地产市场见顶回落



来源: Wind、中泰证券研究所

- 欧元区还将继续疲软。欧元区自 2017 年年末开始，经济指标有所回落，2019 年受中美经济增长放缓、名义利率抬升以及英国脱欧前景的不确定性三大因素影响，欧元区总需求或全面下滑。从欧元区 OECD 综合领先指标 CLI 来看，本轮 CLI 拐点出现在 2017 年 11 月，去年四季度欧元区实际 GDP 同比就开始下滑。截至 2019 年 3 月欧元区 CLI 仍在持续回落，欧元区经济暂无企稳迹象。

图表 5: 欧元区经济暂无企稳迹象



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 6: 欧元区利率中枢或进一步抬升



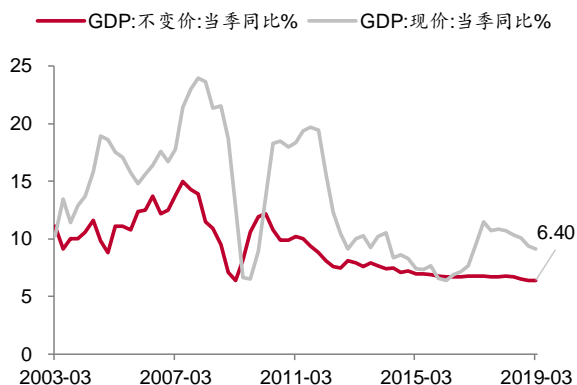
来源: Wind、中泰证券研究所

- 中美经济增长放缓将进一步掣肘欧元区外需。欧元区对美出口占其出口总量的 13.8%，对中国出口占比为 7.4%，2019 年中美经济增速趋势放缓，外需或将明显变弱。加上 2019 年 1 月欧洲央行将不再 QE，欧洲无风险利率中枢或进一步抬升，将较大程度约束欧元区私人信贷增速。
- 因此展望 2019 年下半年，贸易关系对全球需求的负面影响或进一步显现，全球经济仍存放缓压力。

## 国内经济下行压力较大，消费政策提振下游需求

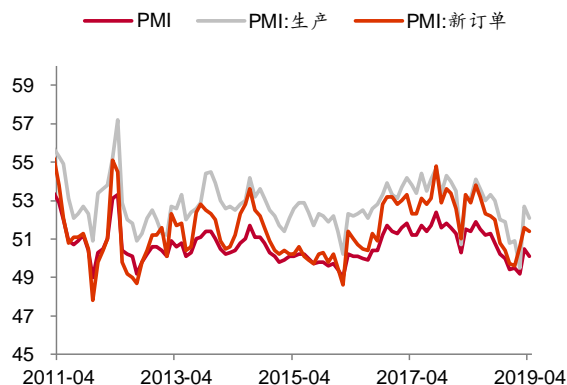
- **中国经济触底，下半年有望企稳。**2018年四个季度季，以及2019年第一个季度，中国实际GDP增速维持在6.8%、6.7%、6.5%、6.4%和6.4%，在全球范围内增速领先，仍处于中高速发展阶段。具体来看，中美贸易关系变量持续，国内社融数据仍在低位，房地产销售增速继续下行。但下游消费有望成为拉动经济的关键动力。

图表 7：中国 GDP 逐渐下行



来源：Wind、中泰证券研究所

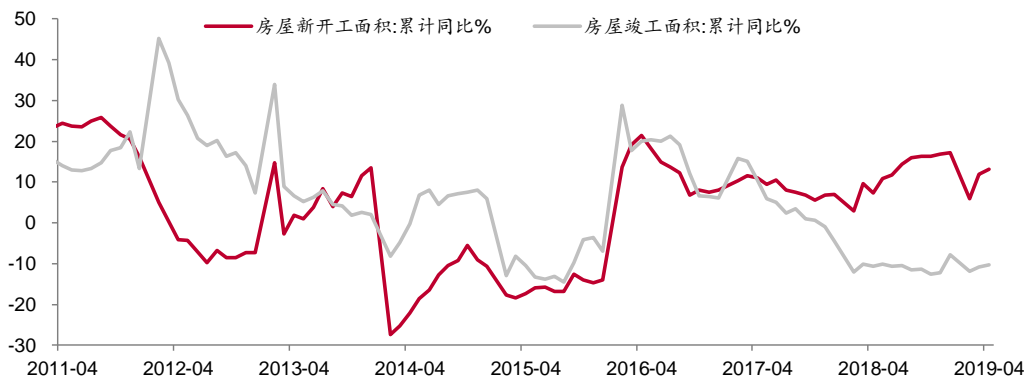
图表 8：PMI 指数下行压力仍在



来源：Wind、中泰证券研究所

- **从化工产品的需求角度分析，**房地产销售继续放缓，社会消费品零售额增速持续低位，加之出口具有不确定性，整体化工产品的需求将有较大压力。
- **地产销售端加速回落，新开工面积与竣工面积背离持续。**2018年至今，建筑地产领域最显著的特点为房地产新开工面积累计同比增速与竣工面积增速出现明显背离。显示出地产开发商较为悲观的预期，战略上选择加快土地库存消化回收资金，导致新开工面积增速提高。而随着房地产融资端紧张态势缓解，高开工累积的待施工面积存在继续施工以交付的需求。

图表 9：房屋新开工面积与竣工面积的背离

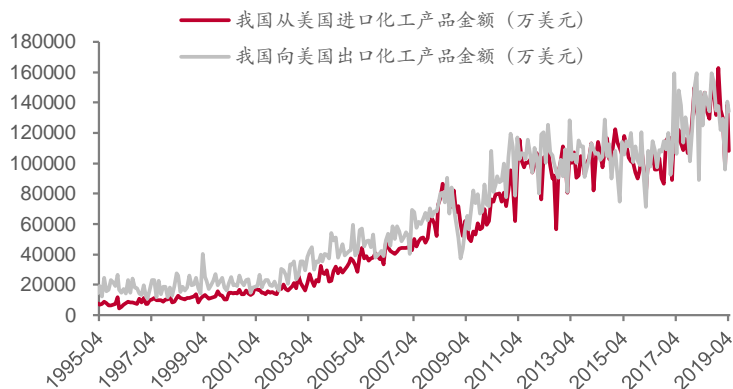


来源：Wind、中泰证券研究所

- **中美贸易争端扰动市场预期。**2019年5月10日，美方将2000亿美元中国输美商品的关税从10%调至25%。化工行业作为国民经济的支柱产业

业，主要用于国内下游产业生产、消费需求，化工原料出口占比仅6%，出口至美国的占比较小。据海关总署的数据，我国与美国化工单月贸易往来金额在14亿美元左右，直接受到贸易的影响总量较小。

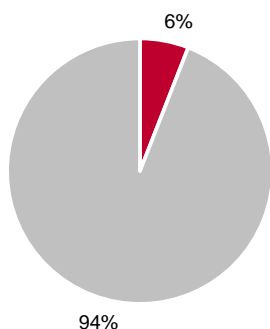
**图表 10：我国与美国化工贸易金额平衡（逐月）**



来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 11：化学原料及化学制品出口比重不高**

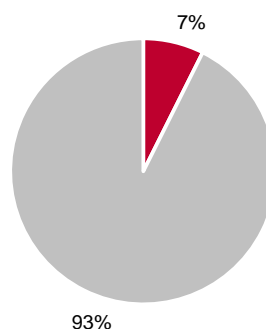
■ 化学原料及化学制品出口 ■ 化学原料及化学制品内销



来源：海关总署、中泰证券研究所

**图表 12：化学纤维出口比重较低**

■ 化学纤维出口 ■ 化学纤维内销

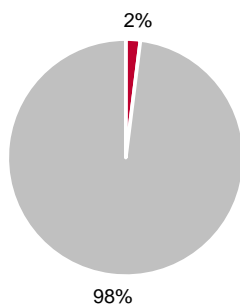


来源：海关总署、中泰证券研究所

**图表 13：石油加工等产品出口占比很小**

■ 石油加工、炼焦及核燃料加工出口

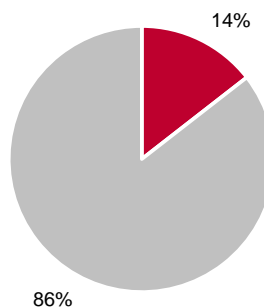
■ 石油加工、炼焦及核燃料加工内销



来源：海关总署、中泰证券研究所

**图表 14：橡胶和塑料制品出口占相对较多**

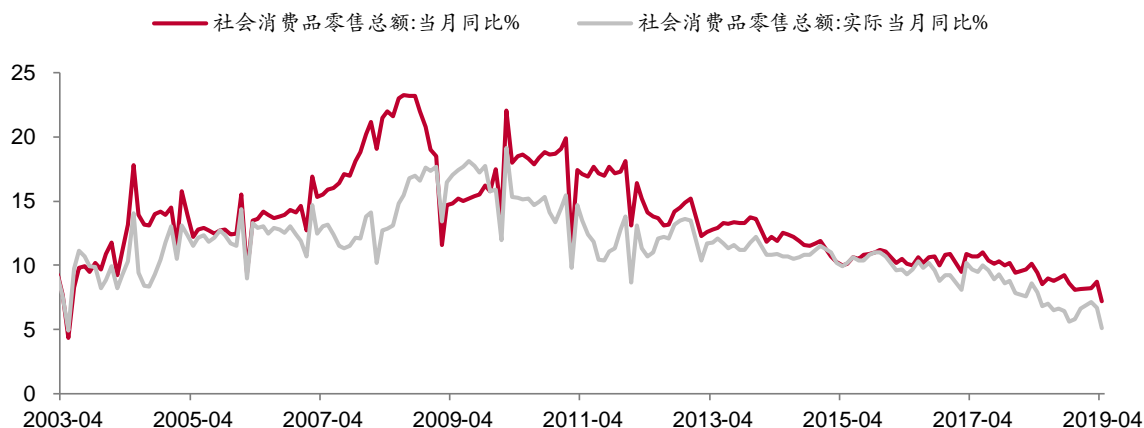
■ 橡胶和塑料制品出口 ■ 橡胶和塑料制品内销



来源：海关总署、中泰证券研究所

- 社零数据显示下游消费能力仍待提升。2019年4月份社会消费品零售总额增长7.2%。19年社会消费品零售额同比增速处于历史较低水平。2019年4月份,社会消费品零售总额30586亿元,同比名义增长7.2%。2019年1-4月份,社会消费品零售总额128376亿元,同比增长8.0%。其中,限额以上单位消费品零售额46212亿元,增长3.5%。

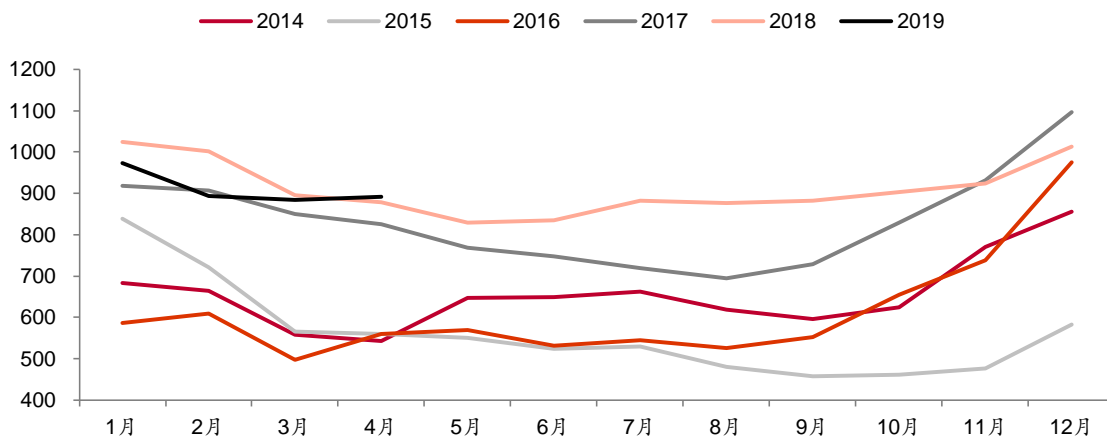
图表 15: 社会消费品零售额同比增速下行



来源: Wind、中泰证券研究所

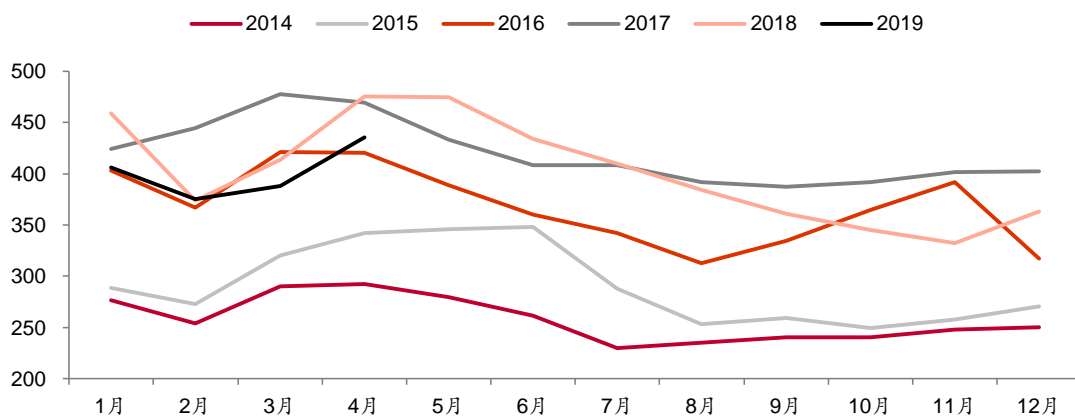
- 三部门出台政策推动汽车、家电等重点消费品更新升级。2019年6月,国家发展改革委、生态环境部、商务部印发《推动重点消费品更新升级畅通资源循环利用实施方案(2019-2020年)》。我国认为,在目前汽车、家电库存仍然处历史高位,产量增速显著下滑等背景下,该政策的推出有望提振下游消费需求的快速增长,为上游化工板块带来利好因素。

图表 16: 家用空调的库存仍在相对高位(万台)



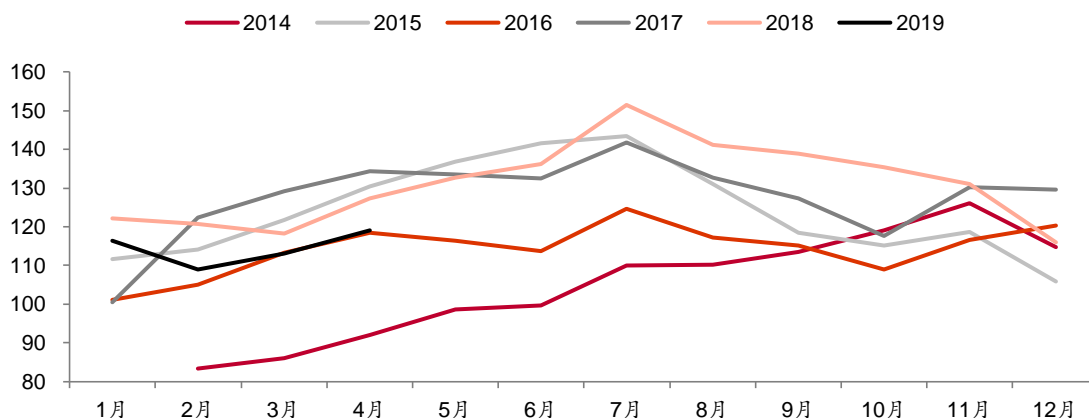
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 17: 冰箱的库存仍在相对高位 (万台)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 18: 汽车库存仍在相对高位 (万辆)

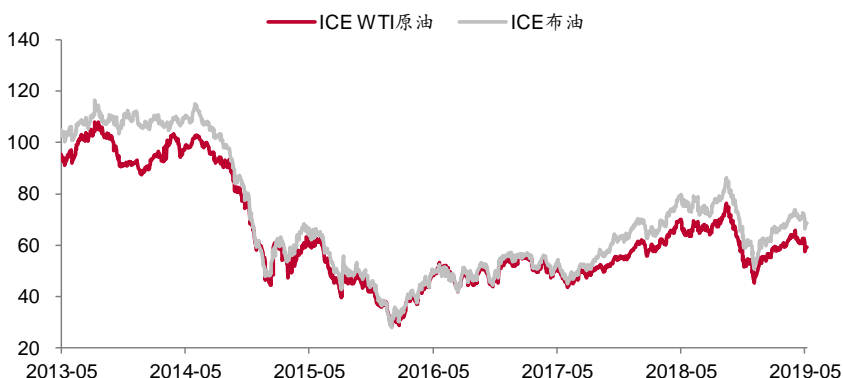


来源: Wind、中泰证券研究所

## 化工全行业稳健增长，龙头集中度提升

- 化工全行业营收保持稳健增长。**2018年石油和化工行业营收、利润增速较快。据国家统计局数据，2018年，全国石油和化工行业主营业务收入12.40万亿元，同比增长13.6%；利润总额8393.8亿元，同比增长32.1%，分别占全国规模工业主营收入和利润总额的12.1%和12.7%；我们预计2019上半年营收、利润仍将稳健增长。
- 从原材料的角度来看，原材料对化工产品的价格支撑有所减弱。**2019年1-5月，布伦特和WTI原油均价分别为66.5美元/桶和57.8美元/桶，较2018年12月底分别提升13、14美元/桶。5月以来价格下跌原因来自两方面：宏观上，发达经济体经济数据疲弱，部分国家PMI数据创10年新低，带来需求端的担忧；微观上，超预期增加的美国原油库存，EIA公布最新数据显示美国原油库存超预期上行至2017年7月份以来的最高值，同时汽油和柴油库存也超预期增加。

图表 19: 下半年油价存在有震荡调整风险

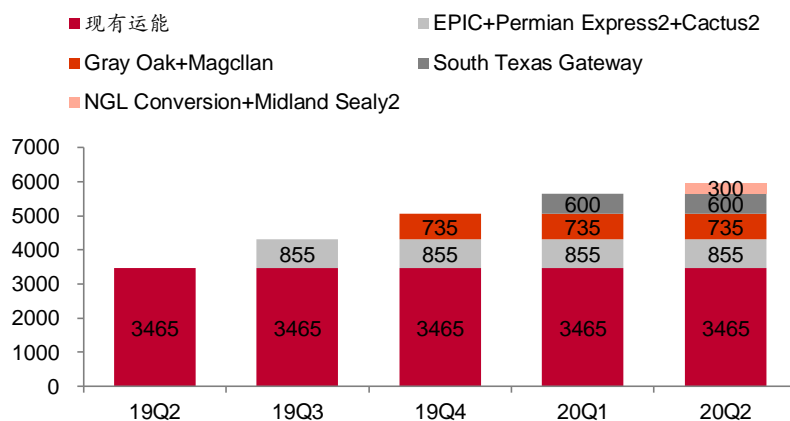


来源: Wind、中泰证券研究所

■ 国际原油价格下半年影响因素来源于以下几方面:

**美原油管道运力提升, 增产预期增大。**为解决管输运能不足的问题, 美国加大输油管道的建设。根据 Genscape 统计, 未来两年内, Permian 盆地至美湾地区的原油输送能力会逐步加强。其中今年三季度左右, 美国 Midland 外运的输油管道开始逐步投产。计划在建管道陆续投产后, Permian 盆地总管输送能将接近翻倍至 505 万桶/日, 新建管运输预计会增加吸收该地区新增产量及消化库存, 届时限制页岩油快速增产的运输瓶颈将明显缓解, 页岩油有可能进一步快速增产, 对油价形成明显冲击。

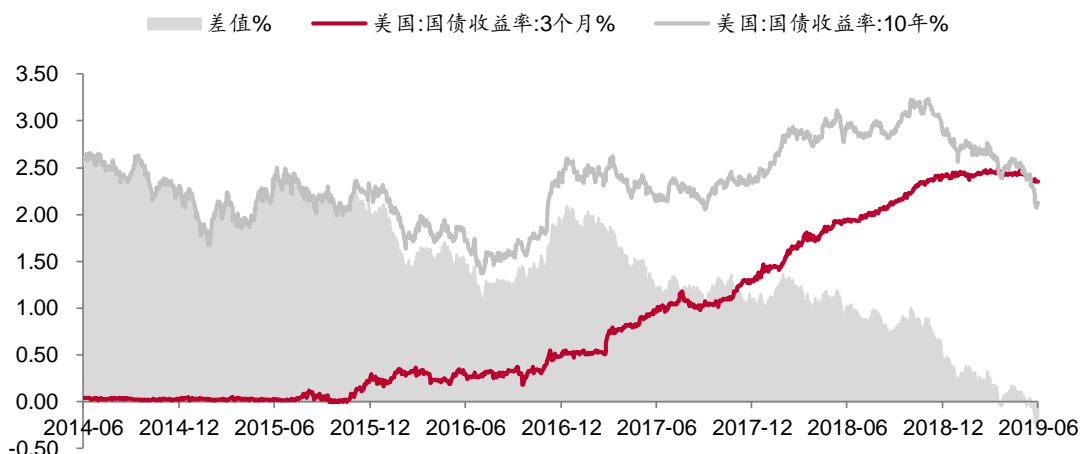
图表 20: Permian 盆地现有管输运能及管道投产计划 (千桶/日)



来源: Wind、中泰证券研究所

**需求相对疲弱。**美国经济数据出现明显弱于预期的走势。一方面来源于近期美国引发的全球贸易争端带来的全球经济增长的担忧, 另一方面也有来源于经济内在的周期规律, 全球经济面临回落风险, 整体原油需求增速将出现回落, 5 月份, IEA 下调 2019 年需求增长至 130 万桶/天, 较前次下滑 9 万桶/天, 是该机构数月以来第一次下调需求增长预期。

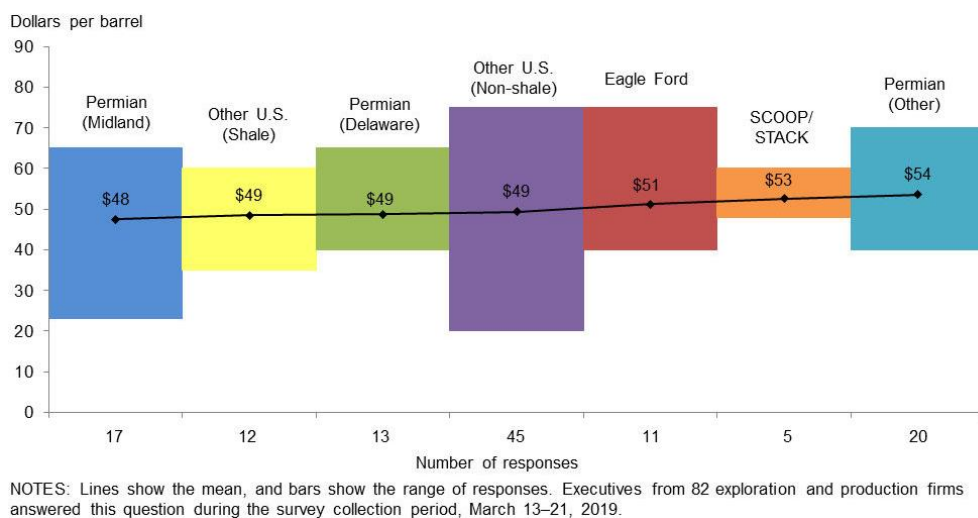
图表 21: 3 个月和 10 年期美国债券收益率跌破零



来源: Wind、中泰证券研究所

**50 美元/桶成本支撑力度较大。**作为原油边际生产商的美国页岩油，其完全生产成本或对原油价格形成一定支撑，目前美国页岩油主产区的平均完全成本在 40 美元/桶左右，边际的完全生产成本在 50 美元/桶左右，产区价格低于 50 美元/桶时，将限制页岩油企业的生产积极性，对油价形成支撑。

图表 22: 2019 年原油供给成本线

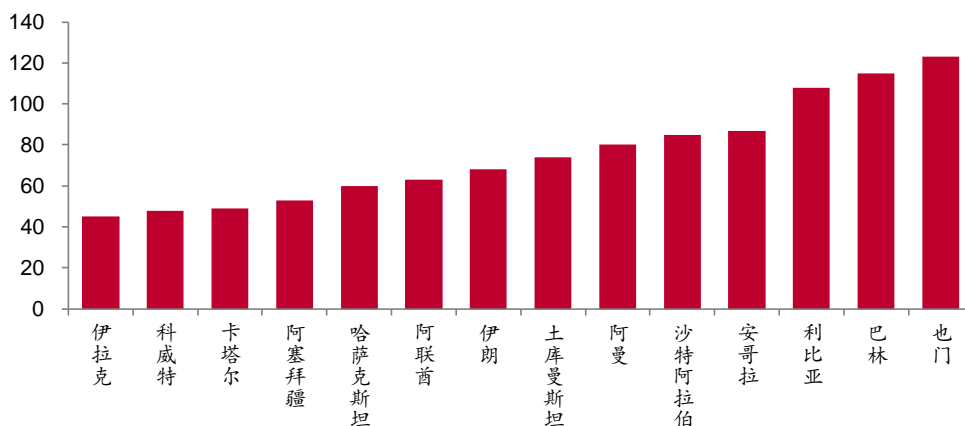


来源: Bloomberg、中泰证券研究所

预计下半年布油价格中枢在 65 美元/桶左右。受制于财政平衡压力的 OPEC 国家，在布伦特油价低于 70 美元/桶时，有动力持续控制产量，支撑油价。整体而言，下半年三季度由于美国输油管道尚未开通，布伦特原油中枢在 65 美元/桶以上，四季度布伦特油价中枢低于 65 美元/桶。



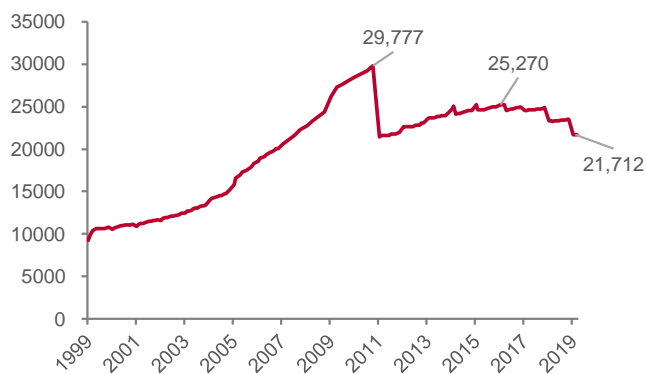
图表 23: 主要 OPEC 国家财政平衡油价 (美元/桶)



来源: Bloomberg、中泰证券研究所

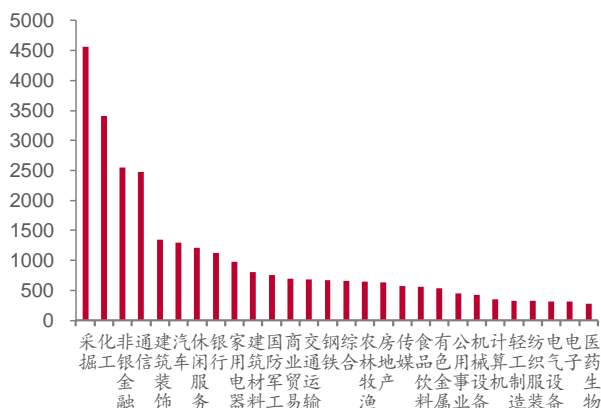
■ 从供给端的角度来看, 经过 16 年开始的供给侧收缩和环保趋严带来供给端压制, 龙头企业的盈利能力恢复到历史高位水平。2016 年 2 月至 2019 年 4 月, 全国化工企业数量由 25270 家下降至 21712 家。原因一方面是宏观经济影响, 另一方面是全国化工行业安监、环保督查力度保持高压状态, 不定期停产造成企业盈利下滑, 部分经营不佳的小企业破产关闭。已上市化工企业集中度持续提升, 龙头企业市占率提高。2018 年化工行业前 8、前 4 企业集中度分别为 68.9%和 63.9%, 较 2017 年分别提升 5.7 个和 7.5 个百分点, 龙头企业市占率提升。HHI (赫芬达尔—赫希曼指数) 指数达到 3414 点, 较历史均值提升 815 点, 在二级行业中仅次于采掘行业。

图表 24: 全国化工企业数量继续下降 (个)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 25: 化工板块公司 HHI 集中度指数较高



来源: Wind、中泰证券研究所

■ 化工行业有望整体进入新的资本开支周期。此在环保边际放松的预期下, 我们认为化工行业整体进入新的资本开支周期, 且原有产能的开工弹性也将释放。但是目前的供给侧环境已经不可能回到 16 年之前的较无序状态, 因此我们认为此轮资本开支周期较弱, 相应的化工产品的价格底部较之前有所抬升, 部分竞争格局优异的子行业的龙头企业也存在依靠此次资本开支周期继续扩大市场份额的机会。

**图表 26：化学原料固定资产投资累计同比上升**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 27：化学纤维固定资产投资累计同比上升**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 28：橡胶和塑料固定资产投资累计同比上升**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 29：石油加工等固定资产投资累计同比上升**


来源：Wind、中泰证券研究所

- 响水“321”事件持续发酵，催化行业整改，供给端明显改善。今年安全事故主要集中在江苏省，当地已于 3 月 22 日在全省范围内对所有化工园区及企业开展安全生产整治。短期产能在江苏省较为集中的子行业及响水园区受影响品类供给端将收缩明显，其他地区同行业公司将直接受益；中长期来看，我们认为此次事故将带来全面及长期的全国范围内的安监环评检查，安全生产规范型企业将持续受益。

**图表 30：2018 年江苏省重点农药产能情况（吨）**

产品	江苏	江苏产能占比	总计
三唑酮	18.5	100%	18.5
己唑醇	8	100%	8
麦草畏	30	96.2%	1.2
吡蚜酮	8.5	84.2%	10.1
功夫菊酯	8.2	80.4%	10.2
毒死蜱	73	76.0%	96
丙环唑	6	66.7%	9
氟虫腈	1	66.7%	1.5

乙草胺	50	64.1%	78
戊唑醇	10.8	60.0%	18
三环唑	3.2	56.1%	5.7
噻虫嗪	8	55.9%	14.3
百草枯	24.2	54.0%	44.8
代森锰锌	35	53.8%	65
啞菌酯	5.3	49.1%	10.8
精喹禾灵	0.8	47.1%	1.7
吡虫啉	12.2	43.3%	28.2
多菌灵	25	43.1%	58
百菌清	19.5	42.4%	46
苯醚甲环唑	3	41.1%	7.3
烟嘧磺隆	1.2	33.3%	3.6
草铵膦	10.8	29.1%	37.15
螺螨酯	0.3	27.3%	1.1
草甘膦	182	24.2%	752

来源：卓创资讯、中泰证券研究所

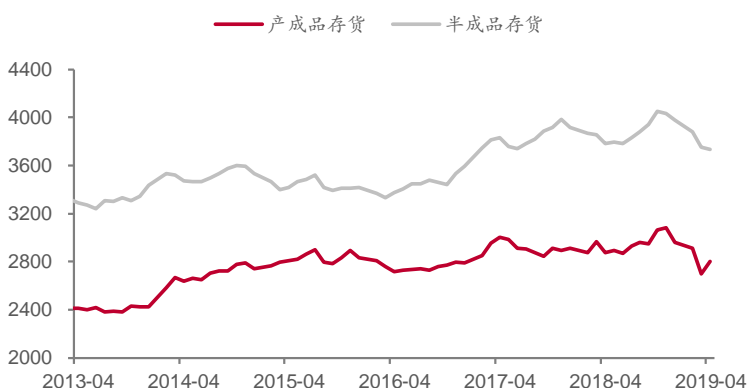
**图表 31：2018 年江苏省主要化工原料产能情况（吨）**

产品名称	江苏产能	江苏产能占比	总计
丙二醇甲醚	31.8	77.94%	40.8
乙二醇丁醚	8	66.67%	12
PS	160.5	44.14%	363.6
醋酸乙酯	140	40.35%	347
脂肪醇	26	39.69%	65.5
冰醋酸	310	35.23%	880
丙烯酸酯	121	33.9 %	356
聚醚多元醇	174.5	32.31%	540.1
甘油	47.5	32.23%	147.4
醋酸丁酯	37	31.36%	118
二甲苯	653	27.72%	2356
甲苯	346	26.29%	1316
环氧乙烷	118	26.02%	453.5
正丁醇	7	25.98%	277.18
异丁醇	7	24.80%	28.23
苯乙烯	187.5	20.34%	921.7
乙醇	273.6	20.21%	1353.6
丙酮	30	18.93%	158.5
二乙二醇	1 .3	18.83%	54.7
环氧丙烷	44	13.21%	333
己二酸	30	11.68%	256.8
苯胺	39	10.53%	370.5
MMA	8.5	9.14%	93

辛醇	20.5	8.63%	237.5
纯苯	99	7.75%	1277
丙烯	262	7.2 %	3640

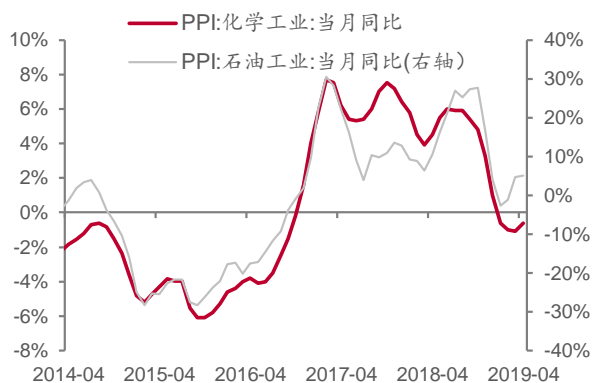
来源：卓创资讯、中泰证券研究所

- 化工品库存持续下降。**据国家统计局的数据，截至 2019 年 4 月底，全国化工产品存货 6532 亿元，同比下降 125.6 亿元 (YOY-2%)，较 19 年年初存货下滑 410 亿元，即 6 个百分点。其中产成品存货同比下降 77.6 亿元，半成品存货同比下滑 47.9 亿元。

**图表 32：全国化工产品库存下降 (亿元)**


来源：国家统计局、中泰证券研究所

- 2019 上半年化学工业 PPI 指数同比回落。**2019 上半年主要化工产品价格走弱，CCPI 指数由年初 4611 点下降至 4250 点，低于历史 7 年 4870 点均值。石油化工 PPI 指数略有上升，化学工业 PPI 指数同比略有下滑。综合来看，19 年面临大部分化工行业供需格局由紧平衡走向弱平衡，产品价格仍存在下行的风险。但是本轮周期复苏中行业集中度明显提升，龙头企业定价能力持续增加，且有望受益于此轮资本开支周期。因此长期我们仍看好产业链一体化布局完整，核心壁垒优势突出的龙头企业。此外，推荐关注具有弱周期，成长属性板块。

**图表 33：石油和化工行业 PPI 指数同比略有分化**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 34：2019 H1 我国化工产品价格下滑明显**


来源：Wind、中泰证券研究所

图表 35：主要化工产品价格所在位置

产品	单位	最新价格	历史价格分位数
尿	元/吨	2083	95%
氨纶	元/吨	39000	87%
磷矿石	元/吨	560	85%
磷酸二铵	元/吨	2575	83%
无烟煤	元/吨	1090	82%
轻质纯碱	元/吨	1896	81%
PVC	元/吨	6830	79%
二氯乙烷	元/吨	2930	78%
重质纯碱	元/吨	1957	77%
涤纶长丝 DTY	元/吨	9100	75%
氢氟酸	元/吨	11100	74%
涤纶长丝 FDY	元/吨	9800	74%
双氧水 (27.5%)	元/吨	1250	74%
溶解浆内盘	元/吨	6600	72%
三氯甲烷	元/吨	2980	70%
钛白粉	元/吨	16300	69%
电石	元/吨	3275	69%
锦纶 DTY	元/吨	19000	69%
乙烯	元/吨	8050	68%
二氯甲烷	元/吨	3020	67%
丙烯	元/吨	7300	66%
碳酸二甲酯 DMC	元/吨	5500	62%
粘胶短纤	元/吨	11550	58%
固体烧碱	元/吨	3100	54%
聚四亚甲基醚二醇 PTMEG	元/吨	20250	54%
磷酸一铵	元/吨	2188	53%
对二甲	元/吨	6980	52%
环氧丙烷	元/吨	9400	52%
液化天然气	元/吨	3721	51%
纯 MDI	元/吨	19500	51%
乙二醇 MEG	元/吨	4350	49%
精对苯二甲酸 PTA	元/吨	5616	48%
醋酸	元/吨	2670	48%
顺丁橡胶	元/吨	11357	45%
原盐	元/吨	190	43%
聚碳酸酯	元/吨	16500	43%
辛醇	元/吨	7190	39%
正丁醇	元/吨	6510	38%
棉花	元/吨	12654	38%
丁二烯	元/吨	250	38%
聚合 MDI	元/吨	13050	36%
硝酸	元/吨	1730	35%
丙烯酸	元/吨	7500	33%
天然橡胶	元/吨	11975	29%
维生素 A	元/千克	390	27%
六氟磷酸锂	万元/吨	11	25%
草甘膦	元/吨	24300	24%
甲苯二异氰酸酯 TDI	元/吨	12650	23%

来源：百川资讯、卓创资讯、Wind、中泰证券研究所

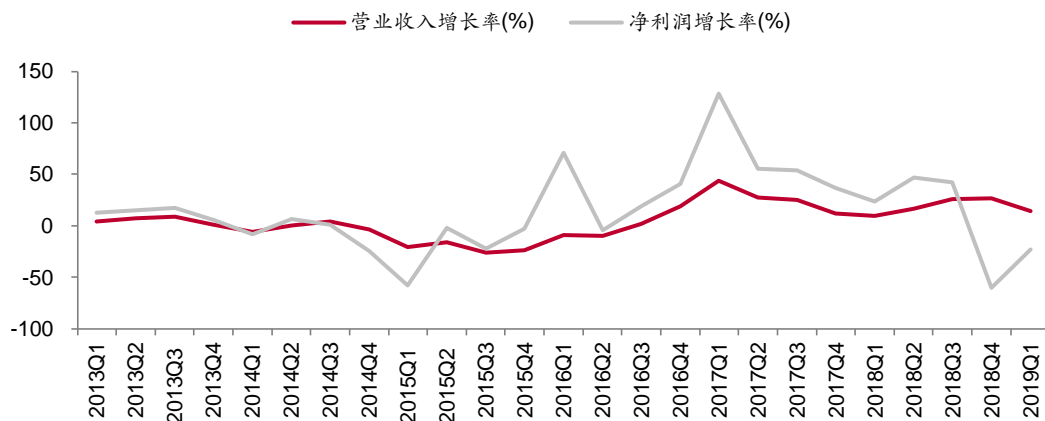
**图表 36：染料市场成交价格（元/公斤）**

产品名称	强度	5月	4月	3月（下旬）	3月（上旬）	2月
分散黑 ECT	300%	43-45	49-51	45-47	38-39	37-38
活性黑 WNN		27-28	27-28	26-27	25-26	25-26
硫化黑 BR	150%	8-8.5	8-9	8-9	8-9	9-10
酸性黑 LD	140%	28-29	29-3	30-31	27-28	29-30
还原物		51-52	50-52	45-47	42-43	42-43
H酸		41-42	41-43	36-38	34-36	34-35
对位酯		25-25.5	25-26	25-26	23-24	24-25

来源：Wind、中泰证券研究所

### 化工上市公司业绩改善，分化明显

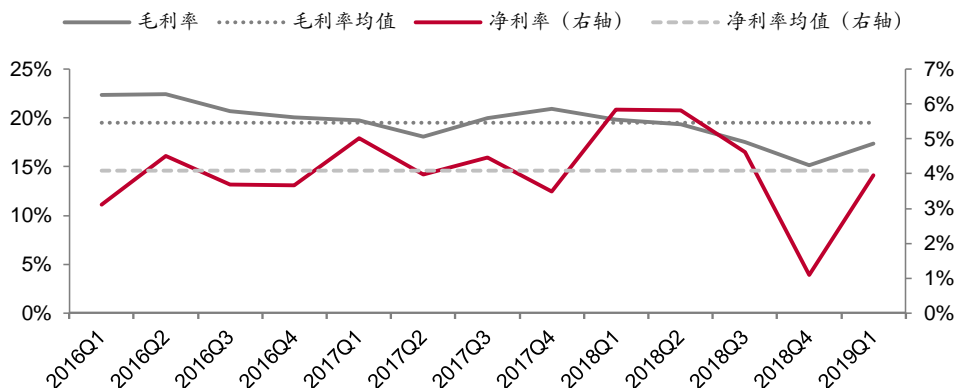
- 上市公司业绩表现良好，营收增速高于化工全行业均值。**2018年以来，化工行业上市公司结束营业收入同比增速下滑，进入上升趋势。2018年实现营业收入 49177.92 亿元，同比上升 21.62%；实现归属于母公司的净利润 1806.49 亿元，同比提升 24.44 个百分点。2019 年 Q1 实现营业收入 12008.05 亿元，同比增长 14.61%，实现归母净利润 473.71 亿元，同比下滑-22.72%，环比增长 217.85%，相较于 18 年 Q4 业绩大幅改善。

**图表 37：化工板块单季度营业收入和净利润同比增长率**


来源：Wind、中泰证券研究所

- 从销售毛利率来看，2018 年整体毛利率和净利率小幅下降，2019Q1 毛利率和净利率均触底反弹。**

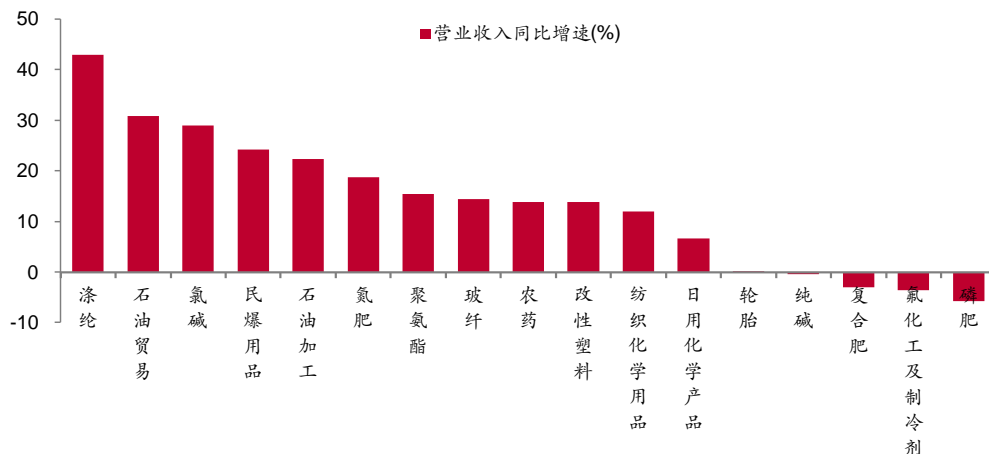
图表 38: 化工板块单季度销售毛利率和销售净利率



来源: Wind、中泰证券研究所

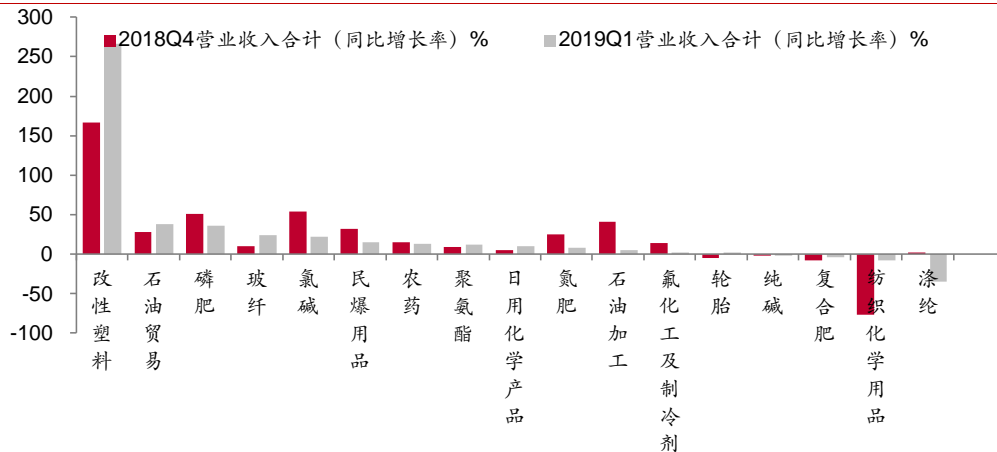
■ 2018 年化工子行业营收增速较快。在申万 26 个三级子行业中, 仅有 4 个行业未能实现营业收入正增长, 其中收入增速最快为涤纶行业, 增速高达 42.95%。

图表 39: 2018 年化工子行业营业收入同比增速

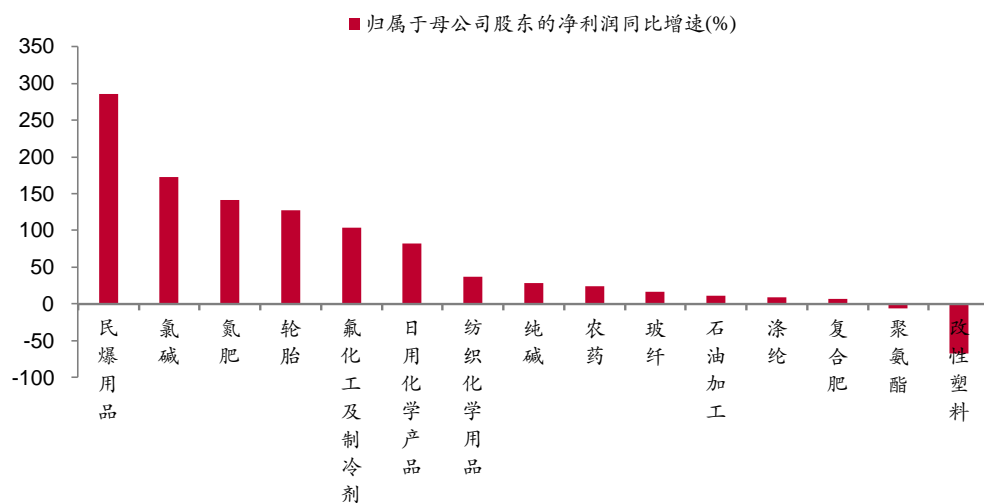


来源: Wind、中泰证券研究所

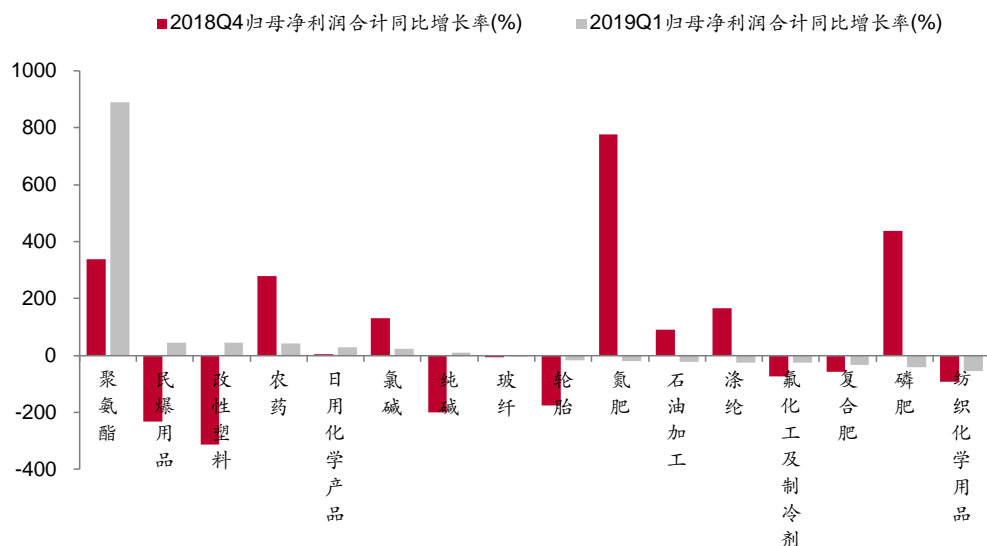
图表 40: 2018Q4 及 2019Q1 化工子行业营业收入同比增速



来源: Wind、中泰证券研究所 (民爆板块单一样本)

**图表 41：2018 年化工子行业归母净利润同比增速（不包括石油贸易）**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 42：2018Q4 及 2019Q1 化工子行业归母净利润同比增速**


来源：Wind、中泰证券研究所

### 化工板块估值仍处历史底部区间

- 化工板块估值弹性大，目前处于底部区间。截至 2019 年 6 月 6 日，申万化工板块市盈率 17.42 倍，低于板块历史估值均值（34.5 倍）；申万化工板块市净率 1.76 倍，低于板块历史估值均值（2.92 倍）。

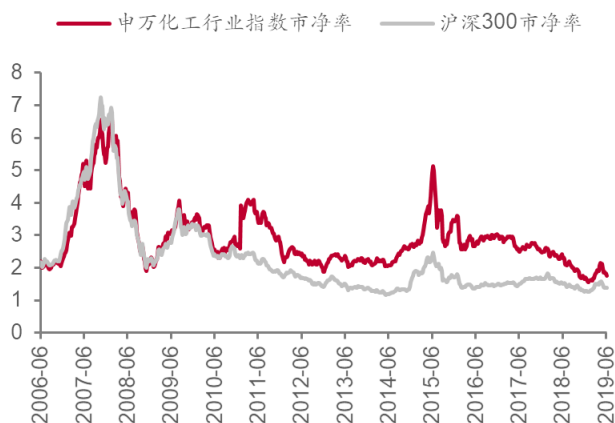


图表 43: 化工板块市盈率处于历史底部



来源: Wind、中泰证券研究所

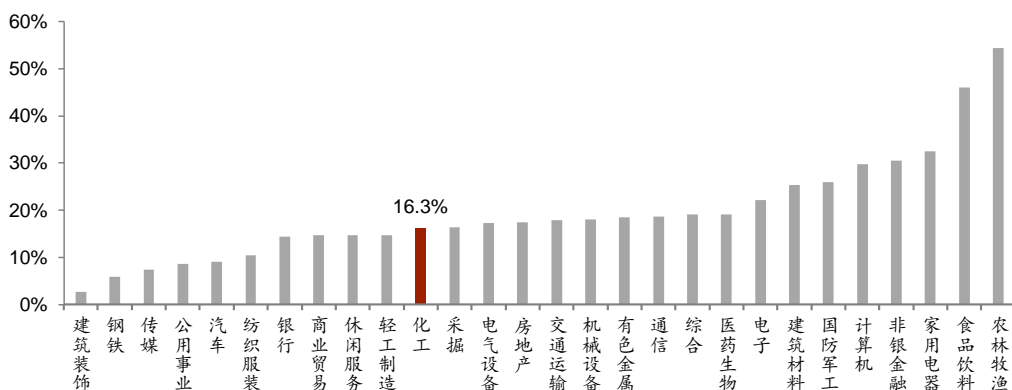
图表 44: 化工板块市净率处于历史底部



来源: Wind、中泰证券研究所

- 截至 2019 年 5 月 31 日, 化工行业涨幅达 16.3%, 在 28 个申万一级行业中位列第 18 位。2019 年 1-5 月, 化工指数跑输沪深 300 指数。

图表 45: 2019 年申万一级行业涨跌幅 (截至 2019 年 05 月 31 日)



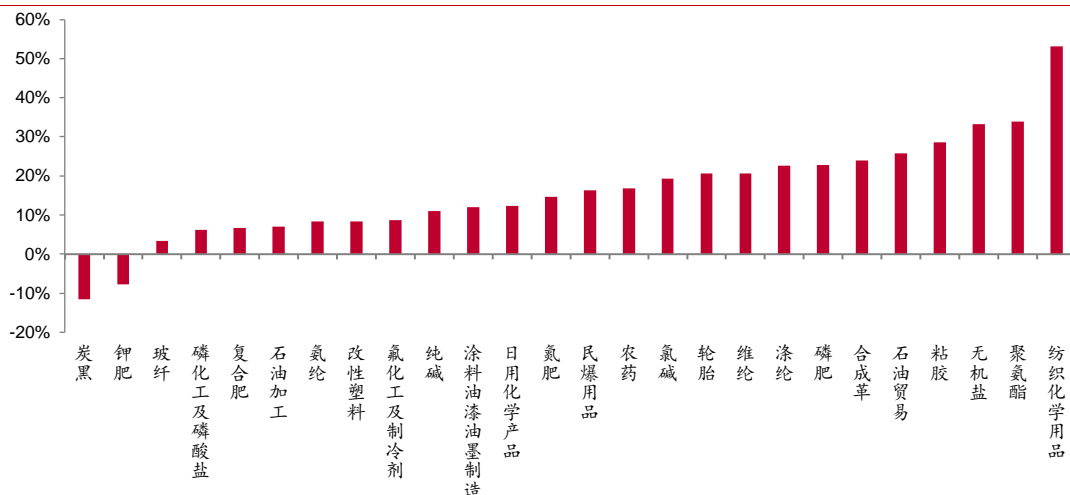
来源: Wind、中泰证券研究所

图表 46: 化工指数涨跌幅与沪深 300 指数涨跌幅对比



来源: Wind、中泰证券研究所

- 化工子行业涨跌幅差异较大，在申万 26 个化工子行业中，纺织化学用品行业涨幅最大，为 53.05%，其与跌幅最大的炭黑行业相差了 64.55 个百分点。

**图表 47：2019 年化工三级子行业涨跌幅（截至 2019 年 5 月 31 日）**


来源：Wind、中泰证券研究所

- 个股方面，截至 2019 年 5 月 31 日，涨幅靠前的公司多为新兴行业企业（氢能、电子化学品等）及产品大幅涨价的企业（浙江龙盛、石大胜华、百傲化学等）。在涨幅前 20 名中，第一名是新股中简科技、第二名是涉氢能业务股华昌化工，涨幅 144.6%。涨幅靠后的 20 家企业大多出现营业收入和营业利润的持续下滑。

**图表 48：2019 年化工个股涨跌幅（截至 2019 年 5 月 31 日）**

涨幅前 20 名			跌幅前 20 名		
股票代码	公司	涨跌幅 (%)	股票代码	公司	涨跌幅 (%)
300777	中简科技	185.5%	002450	*ST康得	-62.3%
002274	华昌化工	144.6%	002470	金正大	-35.0%
300174	元力股份	124.6%	000408	藏格控股	-34.1%
000159	国际实业	109.7%	300429	强力新材	-31.9%
300325	德威新材	105.5%	002741	光华科技	-24.2%
603360	百傲化学	102.7%	300740	御家汇	-21.8%
300387	富邦股份	101.6%	002319	乐通股份	-17.6%
300405	科隆股份	100.7%	002442	龙星化工	-17.0%
002783	凯龙股份	96.0%	601113	华鼎股份	-17.0%
002002	鸿达兴业	92.7%	300073	当升科技	-14.1%
603681	永冠新材	91.7%	300644	南京聚隆	-13.7%
000859	国风塑业	90.5%	000953	*ST河化	-11.1%
002395	双象股份	88.6%	300743	天地数码	-10.8%
603026	石大胜华	83.1%	002068	黑猫股份	-10.7%
300169	天晟新材	75.3%	002584	西陇科学	-10.6%
603906	龙蟠科技	73.1%	603379	三美股份	-10.5%
600352	浙江龙盛	71.7%	600277	亿利洁能	-9.9%
600378	天科股份	64.0%	300037	新宙邦	-9.0%
002496	辉丰股份	63.5%	002513	蓝丰生化	-8.8%
600731	湖南海利	61.6%	600230	沧州大化	-8.4%

来源：Wind、中泰证券研究所

## 2019 年下半年策略：积极配置化工子板块龙头个股

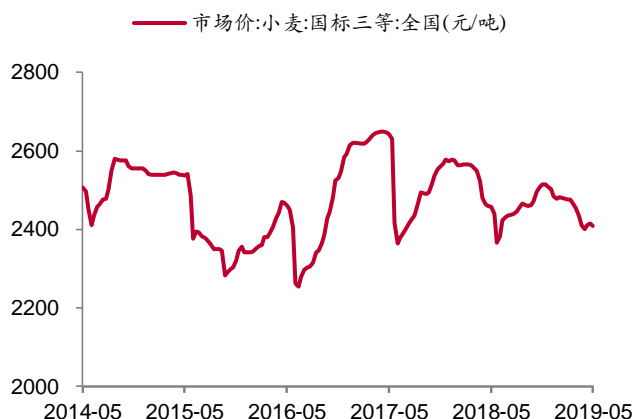
- 投资策略：风雨送春归，飞雪迎春到，积极把握化工板块投资良机。我们认为上半年以来化工品价格调整周期接近结束，目前化工产品价格指数处于过往 7 年中枢偏下位置。化工板块估值处于历史绝对低估状态，基本反映了产品价格进一步下跌、企业盈利继续下滑、安监力度持续提升、贸易关系摩擦不断等多种不利因素的负面预期。尽管短期产品价格和板块估值仍存在进一步小幅下行风险，但事实上为投资者带来极佳低价买入优质资产的机会。长期看，未来宏观环境一旦企稳，负面因素逐渐消除，板块反弹空间和力度大，化工板块有望获得行业  $\beta$  收益。同时，安全环保执行到位，财务状况稳健，具有长期研发和技术壁垒的优质龙头企业可作为防守配置，获得长期的估值溢价和  $\alpha$  收益。因此我们 19 年下半年的策略围绕有需求支撑的优质细分子行业：
- **1、弱周期品种，建议关注农化、轮胎板块。**  
上游需求增加，建议关注磷化工和钾肥板块兴发集团（600141.SH）、新洋丰（000902.SZ）及藏格控股（000408.SZ）；农药板块受益于农药大省江苏省安全环保检查趋严，供给收缩利好扬农化工（600486.SH）、利尔化学（002258.SZ）；具有新增产能和成长属性的国光股份（002749.SZ）；轮胎板块，具有消费属性的弱周期行业，替代市场前景广阔。建议关注玲珑轮胎（601966.SH）。
- **2、受益于供给格局变化，高景气有望维持。。**建议关注浙江龙盛（600352.SH），闰土股份（002440.SZ）。
- **3、PVC 盈利状态较强，开工率逐步提升。**PVC 行业的产能释放进度受到环保等政策的影响，审批程序日益严格。2019 年计划新增装置如期投产概率较低，地产施工端也会带动相关 PVC 制品的需求，行业整体盈利也有望边际改善。建议关注中泰化学（002092.SZ）。
- **4、天然气行业步入十年黄金发展期。**我们预计至 2020 年，为黄金 I 期，16-20 年天然气消费量复合增速或达 15%；2020-2025 年为黄金 II 期，随着天然气价格市场化改革的加速推进，天然气价格下行带动发电、城市燃气和工业燃料等诸多应用领域的需求爆发。建议关注新奥股份（600803.SH）、广汇能源（600256.SH）。
- **5、氢能产业迎来政策、技术和市场机遇。**建议关注具有产氢和运氢能力的企业：恒力股份（600346.SH）、卫星石化（002648.SZ）、滨化股份（601678.SH）、嘉华能源（600273.SH）、鸿达兴业（002002.SZ）。
- **6、抢占高地！新材料布局正当时。**建议关注细分子行业需求高增的“国六”系列国瓷材料（300285.SZ）、万润股份（002643.SZ）；电子化学品领域的飞凯材料（300398.SZ）、扬帆新材（300637.SZ）以及 OLED 材料的强力新材（300429.SZ）；氟化工龙头企业巨化股份（600160.SH）。
- **7、关注化工行业中具备不断整合能力的白马龙头。**万华化学（600309.SH）、华鲁恒升（600426.SH）和龙蟒佰利（002601.SZ）等公司。
- 风险提示：宏观经济超预期下行的风险、产品价格不及预期的风险、原材料价格大幅波动的风险、全球贸易关系加剧摩擦的风险、全球市场动荡的风险。

## 弱周期品种，农化、轮胎需求稳步提升

- 农产品价格相对独立于宏观经济，且目前正处于产品价格的底部位置，行业反转值得期待。对于粮食作物的判断，我们认为玉米随着库存的去化有望迎来持续性的价格上涨，小麦价格偏震荡，稻谷因为收储价格的下降，面临一定压力。农产品价格回暖有望拉动复合肥和农药等化工产品的需求。

**图表 49：玉米价格有望持续回暖**

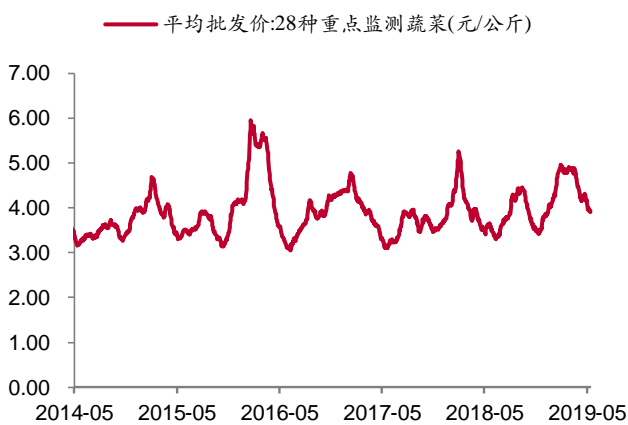

来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 50：小麦价格或将稳定**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 51：稻谷价格一直保持稳定**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 52：蔬菜价格周期较快**


来源：Wind、中泰证券研究所

- 玉米在库存去化、成本抬升、需求增加的不断催化下，供需格局正在转变，是目前粮食作物中价格上涨确定性最强的。从供需平衡表看，国内玉米期末库存消费比将自 14 年来首次下降至 100% 以下，且供小于需消化库存的状态将持续，直至玉米价格大幅上升，造成玉米种植面积的提升或单产的提升来打破目前状态，但这仍需要一定时间。

图表 53: 国内玉米的供需平衡表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
产量	21565	22463	264	25907	25733	25400
进口量	552	317	246	346	500	700
总供给量	22117	22780	510	26253	26233	26100
国内消费量	20200	21750	25500	26300	27500	27900
出口量	1	0	8	2	2	2
总消费量	20201	21750	25508	26302	27502	27902
期末库存	10047	11077	22302	22253	20984	19182
年末库存/消费量	49.7%	50.9%	87.4%	84.6%	76.3%	68.7%

来源: Wind、中泰证券研究所

- USDA 的数据也显示,全球玉米的库存消费比自 2017 年开始快速下降,预计到 2019 年库存消费比将会降至 23.9%。从产量和销量的下滑情况来看,库存的快速消化主要还是依靠产量的稳定和消费的持续提升,特别是中国玉米消耗的提升导致库存的快速去化。

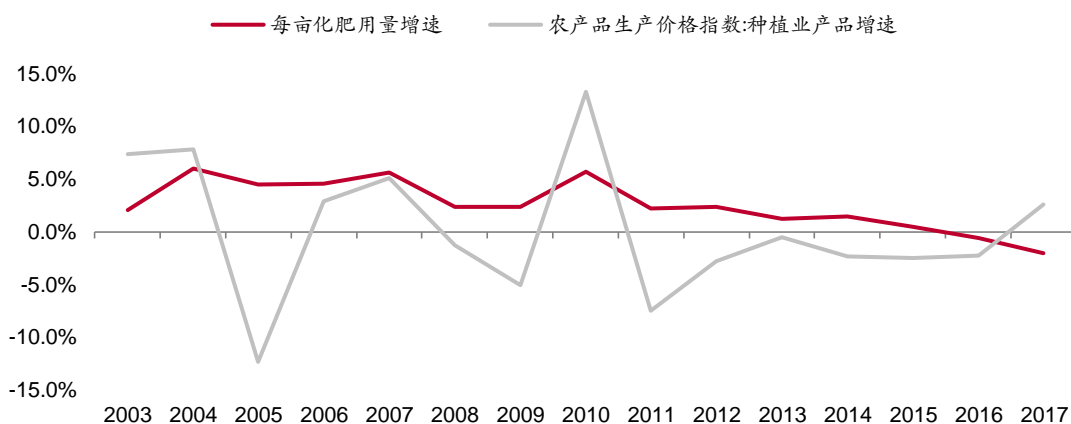
图表 54: 全球玉米的供需平衡表

项目	2014	2015	2016	2017	2018	2019E
产量	101603	97221	112341	107795	111900	113378
进口量	12517	13923	13559	14983	16399	16706
总供给量	114120	111144	125900	122778	128299	130084
国内消费量	98101	96801	108414	109013	113234	114501
出口量	14220	11974	16006	14870	17032	17161
总消费量	112321	108775	124420	123883	130266	131662
期末库存	20982	21393	35075	33928	32594	31471
年末库存/消费量	18.7%	19.7%	28.2%	27.4%	25.0%	23.9%

来源: Wind、中泰证券研究所

- 因此,全球玉米的供需格局随着国内的改善而改善,即使国内进口量加大,也会导致国外的供需偏紧,全球玉米价格的上涨也有了强劲的基本面支撑。
- 化肥需求受农产品价格提振,农产品价格也决定化肥价格空间。施肥不仅能提高土壤肥力,而且也是提高作物单位面积产量的重要措施,化肥也是农业生产最基础而且是最重要的物质投入。据联合国粮农组织(FAO)统计,化肥在对农作物增产的总份额中约占 40%~60%。从农产品价格,特别是粮食价格的变化情况来看,国内每亩化肥用量的变化与粮食价格是同向的,也就是说明在农产品价格更好的时候,农民愿意用更多的肥、更好的肥,即复合肥的需求量与粮价正相关。

图表 55: 每亩化肥用量和粮食价格的变化同向变化



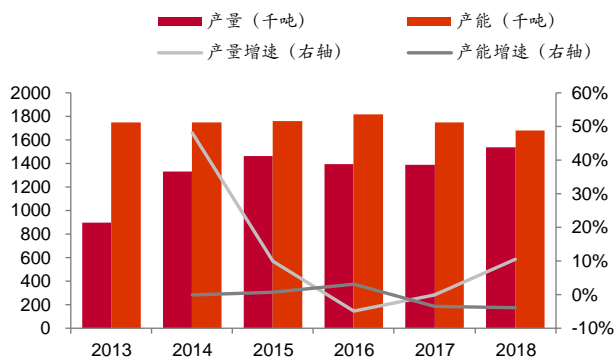
来源: Wind、中泰证券研究所

■ 因此,全球玉米的供需格局都随着国内的改善而改善,即使国内进口量加大,也会导致国外的供需偏紧,全球玉米价格的上涨也有了强劲的基本面支撑。

### 磷肥产业链机会确定性较强

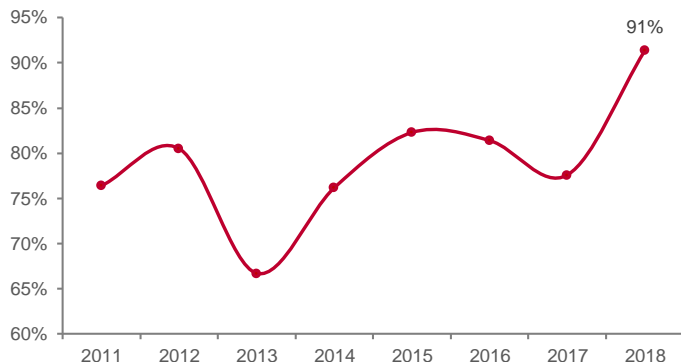
■ 有效产能收缩,磷酸一铵开工率提升。据中国化肥网统计,2015年至2017年2月陆续有95万吨磷酸一铵产能长期停产,占行业总产能的5.4%。2017-18年磷酸一铵产量同比增加较快,开工率大幅提升。我们认为,在环保趋严的情况下,磷酸一铵装置或持续受到影响,有效产能大幅缩减。预计未来环保督查因素仍将深化,磷酸一铵开工率有望继续保持高位。

图表 56: 磷酸一铵产量增速大于产能增速



来源: Wind、中泰证券研究所

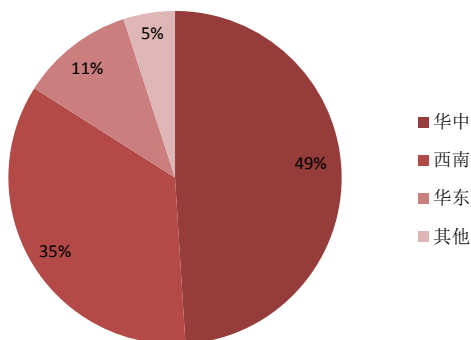
图表 57: 2018 年磷酸一铵开工率大幅提升



来源: Wind、中泰证券研究所

■ “以渣定产”政策开启,磷肥供给持续受到压制,长江大保护将导致沿江磷肥产能继续收缩,开工率上升难度较大。在长江经济带环保大整治行动背景下,整个长江经济带环保整治行动不断升温,长江中上游磷肥企业的生产规模因此将受到严格控制,沿江磷复肥产能将面临新一轮的关停和搬迁改造,产能将进一步收缩,磷酸一铵行业的供需格局或将进一步改善。

图表 58：磷酸一铵产能分布



来源：百川资讯、中泰证券研究所

图表 59：磷酸一铵主要产能位于长江经济带



来源：百川资讯、中泰证券研究所

- 湖北省处于长江经济带，也是主要的磷化工生产聚集地，跟随贵州施行“以渣定产”政策的概率较大，因为湖北地区的磷酸一铵产能占比接近 50%，若湖北省跟进，则将对磷肥，特别是磷酸一铵的整体供应造成较大影响。且从各省份纷纷出台磷矿石环保政策也可以看出，磷矿石环保收紧的趋势已经出现。

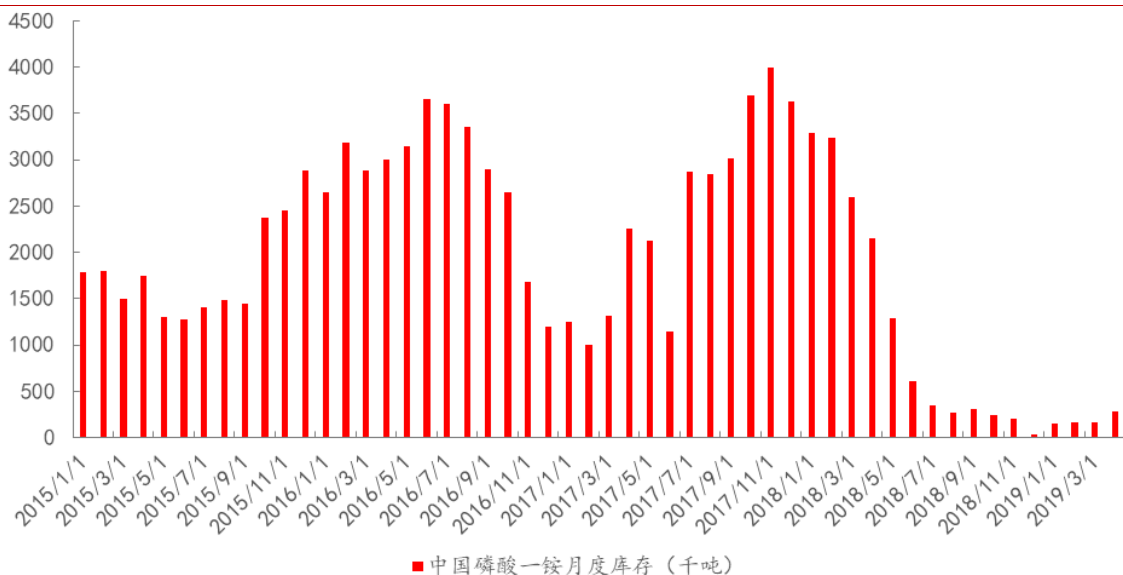
图表 60：湖北和贵州主要磷矿石限产相关政策

湖北省磷矿产相关政策		
时间	监管政策及措施	相关内容
2018.5	《湖北省贯彻落实中央第三环境保护督察组反馈意见整改情况的报告》	湖北省开展“绿盾2017”自然保护区监督检查专项行动，排查国家级自然保护区内各类问题保护区内非法码头、围网养殖、矿产开发等整改工作。
2017.12	《宜昌市总磷污染控制工作方案》	优化磷化工产业布局，开展涉磷化工企业污染治理，计划到2021年关闭18家磷矿，持续开展涉磷企业专项执法行动，加强长江流域总磷污染防控。
2017.11	《宜昌市黄柏河流域保护条例》	完成黄柏河流域磷矿废水提标处理工艺及措施研究。持续加强黄柏河流域东支水资源保护综合执法力度，严厉打击环境违法行为。
2017.1	《湖北长江经济带生态保护和绿色发展总体规划》	实施总磷超标控制单元新建涉磷项目减量替代。关闭生产能力小于50万吨/年的小磷矿，开展磷石膏、磷渣仓储标准化管理，推进磷石膏综合利用。
贵州省磷矿产相关政策		
时间	监管政策及措施	相关内容
2018.04	《关于加快磷石膏资源综合利用的意见》	湖北省开展“绿盾2017”自然保护区监督检查专项行动，排查国家级自然保护区内各类问题，保护区内非法码头、围网养殖、矿产开发等整改工作。
2017.12	《贵州省贯彻落实中央第七环境保护督察组督察反馈意见整改方案》	优化磷化工产业布局，开展涉磷化工企业污染治理，计划到2021年关闭18家磷矿，持续开展涉磷企业专项执法行动，加强长江流域总磷污染防控。
2017.08	《贵州省国土资源厅关于抓紧实施磷山地质环境恢复治理工程的督办通知》	完成黄柏河流域磷矿废水提标处理工艺及措施研究。持续加强黄柏河流域东支水资源保护综合执法力度，严厉打击环境违法行为。
2017.08	《贵州省磷化工产业转型升级方案》	实施总磷超标控制单元新建涉磷项目减量替代。关闭生产能力小于50万吨/年的小磷矿，开展磷石膏、磷渣仓储标准化管理，推进磷石膏综合利用。
2013.1	《贵州能矿资源深加工产业重大生产力布局规划（2013—2020年）》	从严控制磷化工企业的项目建设，相关市政府组织对“小散污”矿产开发企业实施关闭。

来源：中泰证券研究所

- 库存低位，价格将拥有较大弹性。根据卓创资讯，当前磷酸一铵社会库存已下降至历史低点。

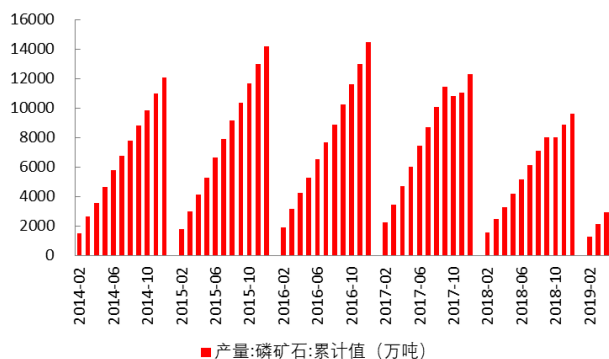
**图表 61：磷酸一铵社会库存极低**



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

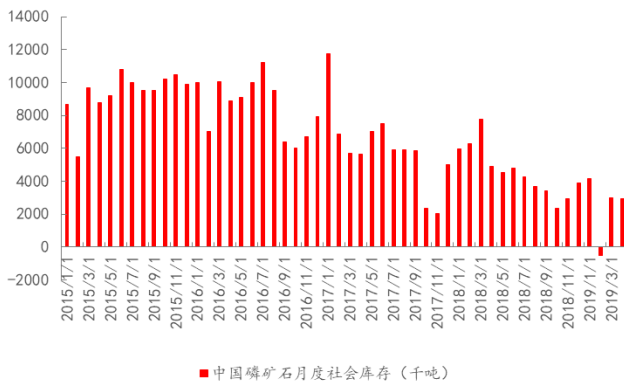
- **磷矿石供给侧改革，价格弹性较大。**2018年1-12月份磷矿石产量累计为8861.4万吨，同比下降19.7%，产量大幅收缩。国土资源部出台的《全国矿产资源规划(2016-2020年)》首次将磷矿列入战略性矿产目录，国家或将长期加强对磷矿石开采的管制。目前，湖北省宜昌市宣布将2018年磷矿开采量控制在1000万吨，这是自2016年以来，宜昌市第三次下调磷矿开采总量这一约束性指标。此外，我国对磷矿开采限制较严，仅探转采的审批流程就需8-10年的时间。2013年国土资源部提出磷矿开采的“三率”标准，具体为磷矿开采回采率地下和露天分别不低于72%和93%、选矿回收率不低于80-85%、尾矿和共伴生矿产资源综合利用率不低于25%和45%，现有的企业需两年内达到标准，否则对采矿权予以关闭或不再办理延续登记手续。在出口方面，2018年磷矿出口关税由15%调整为10%，利好磷矿出口，国内磷矿供应将趋紧。

**图表 62：磷矿石产量同比下降 20%**



来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 63：磷矿石社会库存处于历史低位**



来源：卓创资讯、中泰证券研究所

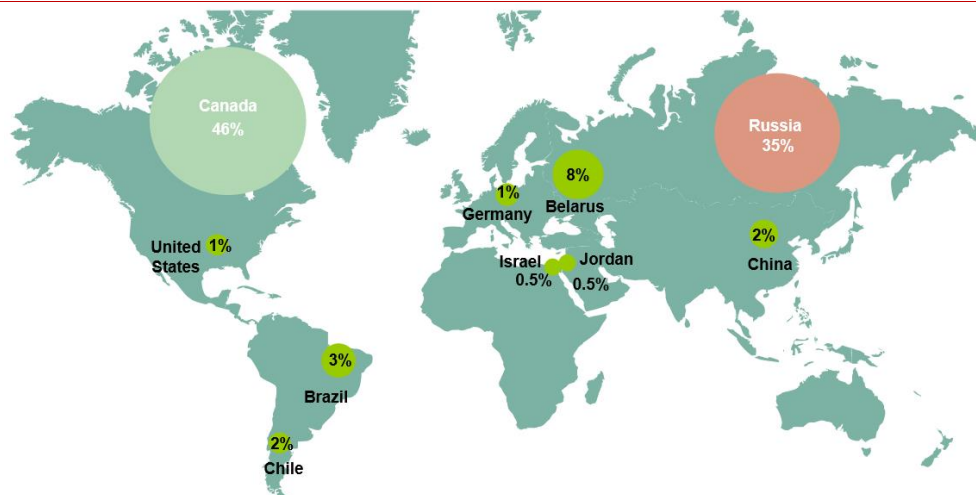
- **磷矿石库存低位。**近年来，我国磷矿石的社会库存量不断下降，目前已降至295万吨的历史低位。国内磷矿供应受限态势下，我们预期磷矿库存有望持续低位，从而推动磷矿石价格有望上涨。



钾肥价格有望持续上涨

- 钾肥的资源属性极强，资源的集中决定了供应商的垄断。全球钾盐资源分布集中度较高，可供经济开采的矿藏主要分布在加拿大、俄罗斯乌拉尔区、白俄罗斯、巴西、中国等地区，其中加拿大、俄罗斯和白俄罗斯是全球最主要的钾肥生产国家，合计储量占比接近9成，资源的集中决定了供应商的垄断，因而钾肥的定价权主要掌握在国际寡头的手中。

图表 64：世界已探明钾盐储量主要集中在加拿大和俄罗斯



来源：Uralkali、中泰证券研究所

- 钾肥供需增量维持平衡。从钾肥需求来看，2017-2022 年全球钾肥需求复合增长率有望维持 3%，年均钾肥需求增长约 200 万吨左右。未来使用地将更多集中在美国、中国、巴西、印度还有东南亚，欧洲等农业发达国家的地区，需求将稳定下来，需求增长主要来自于亚洲以及非洲等新兴市场。2014-2016 年钾肥行业关停产能超过 200 万吨，2017-2022 年行业新增产能与产能退出并存，但是整体新增产能与需求增量相匹配，行业维持寡头垄断和弱平衡状态。

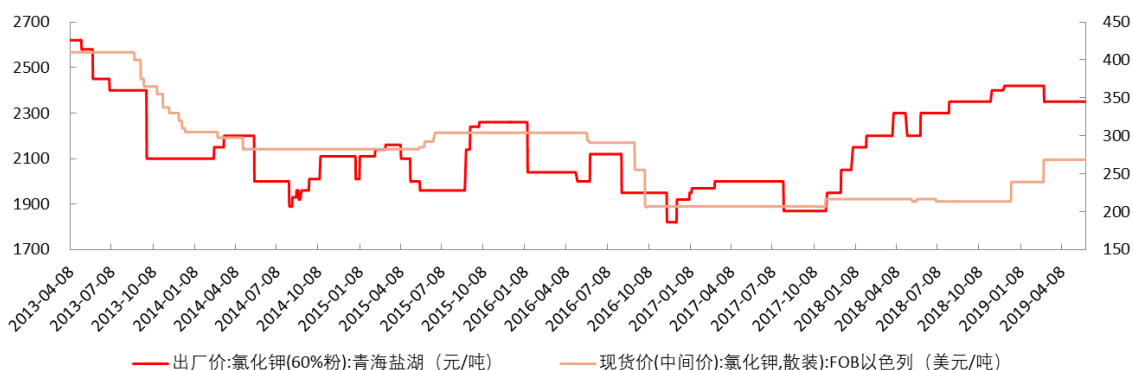
图表 65：钾肥新增产能统计

公司名称	新增产能(万吨)	投产时间
Eurochem	230	2019年初
藏格控股	200	2019年
Uralkali	300	2020年
K+S	286	2023年

来源：Mosaic、中泰证券研究所

- 钾肥价格已从底部回升。随着行业供需格局的逐步改善，钾肥价格也开始从底部回升。近期，青海盐湖 60%含量的氯化钾价格已上涨至 2248 元/吨，从底部上涨 20.8%，但距离上一个周期高点仍有较大空间。

图表 66: 钾肥价格持续上涨



来源: Wind、中泰证券研究所

### 兴发集团 (600141.SH)

- 公司是国内磷化工龙头企业，也是国内草甘膦和有机硅龙头企业。公司紧紧围绕丰富的磷矿资源，深挖磷化工下游潜力，用有磷矿石产能 450 万吨，精细磷酸盐产能 18.25 万吨，有机硅单体产能 20 万吨，草甘膦产能 18 万吨，磷铵产能 60 万吨和氯碱产能 31 万吨。此外，公司拥有水电站 31 座，总装机容量达到 16.87 万千瓦，提供成本相对低廉、供应稳定的电力保障，自给率在 50% 左右。
- **磷化工行业景气复苏。**当前在磷矿石、磷肥等产能去化周期下，供给出现大幅收缩，而需求端由于农产品价格回暖导致需求稳健，造成磷矿石和磷肥等价格上涨，预计行业景气复苏有望持续。目前磷肥社会库存低位，需求的好转有望使得磷复肥行业迎来较强复苏周期，有望带动磷化工行业整体复苏。
- **草甘膦盈利能力回暖，有机硅以量换价。**在经过三年的价格低位后，草甘膦行业的低端产能逐步退出，而受转基因作物种植推广、跨国企业补库存周期到来和农产品价格预期回升的影响，供需面出现改善，加之环保核查限制厂家开工，我们认为草甘膦行业进入景气周期。公司控股子公司（75%）泰盛化工拥有草甘膦产能 13 万吨/年，为国内最大草甘膦生产企业，同时控股子公司宜昌金信（75%）拥有 8 万吨/年的甘氨酸的生产能力，产业链优势突出。加之公司现金收购的内蒙古腾龙现有 5 万吨/年草甘膦原药的产能，收购完成后，上市公司控制的产能变为 18 万吨/年，占我们统计的全国有效总产能比接近 25%，龙头地位突出。17 年下半年有机硅装置技改扩能顺利完成，公司有机硅单体产能由 16 万吨/年增加至 20 万吨/年，同时其有机硅子公司兴瑞公司拟投资 6.88 亿元建设有机硅技术改造升级项目，建成后公司有机硅单体产能将扩大至 36 万吨/年。草甘膦涨价产业链优势凸出，现金收购腾龙化工巩固龙头地位。
- **风险提示：**环保导致公司停产或搬迁的风险、主要产品价格或不及预期的风险、并购资产整合或不及预期的风险。

### 新洋丰 (000902.SZ)

- **国内磷复肥行业龙头企业。**公司具有年产各类高浓度磷复肥 800 万吨的

生产能力和 320 万吨低品位矿洗选能力，配套生产硫酸 280 万吨/年、合成氨 15 万吨/年、硫酸钾 15 万吨/年、硝酸 15 万吨/年，是国内磷复肥行业龙头企业，经过多年的产品深耕和渠道经营，成本优势和渠道优势较为突出，在整体化肥行业低迷期，业绩于 17 年率先于行业回暖。我们预计农产品价格有望逐步向上，有望开启磷复肥行业的景气大周期，公司作为行业龙头将率先受益。

- **成本优势突出，复合肥单吨成本低行业约 180 元。**据测算，由于公司产业链一体化、拥有钾肥进口权，以及得天独厚的区位优势带来的综合成本优势约在 180 元/吨，对于复合肥行业来说，公司的成本竞争优势较为突出。且公司不断进行产品结构优化，重点发力毛利率高的高端新型复合肥产品，新型复合肥毛利率高于常规复合肥超过 4 个百分点，预计新型复合肥占复合肥销量比将从 16 年的 11.64% 提升至 18 年 20%，带动公司盈利能力进一步提升。
- **渠道优势突出，粘性较强，合作 10 年的经销商超过 50%。**公司拥有较强的渠道粘性，合作 10 年的经销商超过 50%，多样的品种和多层次的渠道模式进一步增强了公司的渠道粘性，同时由于新洋丰的产品具有较强成本优势，毛利水平较高，有能力给经销商更多的激励。就算在农产品价格低迷，农资市场较差的环境下，公司仍然具有通过让利经销商，将复合肥的成本优势转化为更多市场份额的能力，龙头地位将不断提升。
- **农产品价格预期回升，磷复肥供给侧改革正在进行，磷复肥大周期有望开启。**加之磷复肥副产品磷石膏的安全处置是环保关注的要点，贵州率先实行的“以渣定产”政策有望在其他磷肥主产区推行，中小型磷肥企业压力剧增，部分落后产能有望持续退出市场。目前磷肥社会库存处于低位，需求的好转有望使得磷复肥价格具有较大弹性。
- **风险提示：**常规复合肥价格大幅波动的风险、新型复合肥放量或不及预期的风险、磷酸一铵价格大幅波动的风险、农产品价格或不及预期的风险。

#### 扬农化工（600486.SH）

- **麦草畏龙头，优嘉项目持续贡献成长性。**公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，技术优势、品牌优势和产业链优势突出，优嘉二期项目的持续放量，将为公司稳步快速发展保驾护航。明星产品麦草畏有望受益于孟山都转基因作物的顺利推广而放量，公司目前具有麦草畏产能 2.5 万吨/年，是全球麦草畏龙头企业，行业竞争格局优异，未来发展值得期待。此外，公司近期公告将建设 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯和 200 吨/年羟吡啶酯农药等新项目，我们认为后续随着优嘉项目的持续放量和落地，在满足农药行业发展要求的同时，将实现公司盈利能力和产品结构将不断优化，培育新的效益增长点，不断提升公司整体竞争力。
- **菊酯量价齐升贡献超预期利润，草甘膦价格中枢有望持续提升。**由于常态化环保对供应端的压制以及原材料成本的显著上涨形成支撑，我们认为农用菊酯和草甘膦等农药子行业或迎来较长周期的景气期。加之因为竞争对手的关停，公司的产品价格持续提升，目前如功夫菊酯的价格已经达到 37 万元/吨，较 17 年底部价格提升超过 100%，后续出口订单或有望跟涨。草甘膦价格近期也重回涨势，价格中枢逐步持续上移，公司将持续受益。
- **风险提示：**下游需求或不及预期的风险、麦草畏推广进度或不及预期的风险、环保督察力度或不及预期的风险、资产收购项目不及预期的风险。

## 利尔化学 (002258.SZ)

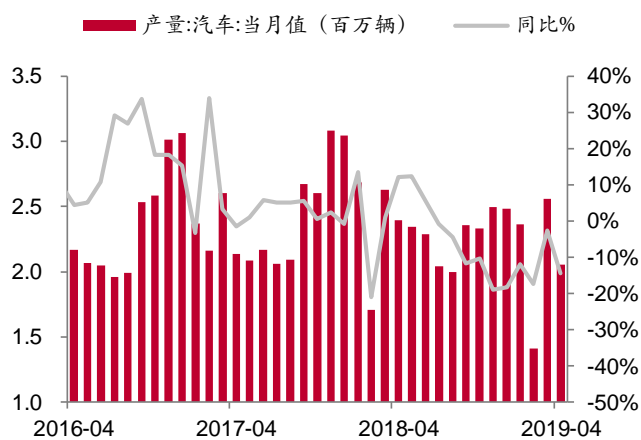
- **农药第一梯队白马，技术优势领先。**利尔化学是国内农药原药企业中第一梯队的白马，近三年营业收入增速逐年提升，复合增速 32.8%，净利润快速增长，复合增速 63.2%，未来高速发展态势有望保持。公司目前拥有四川绵阳、江苏南通、四川广安三大生产基地：绵阳基地以氯代吡啶类高效安全农药为主，规模仅次于陶氏益农为全球第二；南通基地以取代脲类、磺酰脲类除草剂以及相关中间体为主，依托光气稀缺资源，发展前景广阔；广安基地承接众多明星产品（草铵膦、丙炔氟草胺、氟环唑等），包含部分氯代吡啶类除草剂的上游中间体，目前处于建设期，是公司未来发展的主要增长点。
- **明星产品草铵膦，市场持续扩大之中。**受益于全球范围内的百草枯禁用和草甘膦抗药性日益严重引发的替代需求，草铵膦的市场需求将继续爆发。2-3 年的时间来看，草铵膦较为明确的需求增量上线在 3.06 万吨，而且草铵膦还将对草甘膦的非转基因应用领域产生部分替代（全球理论值 4.12 万吨），需求增量空间相较于 17 年全球消费量的 1.22 万吨非常明显。目前国内有效产能约在 1.44 万吨/年，全球新增产能中仅拜耳（巴斯夫）的 6000 吨和利尔的 10000 吨形成有效供给概率较大，但是在未来 2-3 年之内逐步释放，草铵膦新增产能冲击影响较小。我们认为草铵膦的市场将会不断发展，广安基地建成后，利尔将成为全球草铵膦龙头，将显著受益于明星产品草铵膦市场的发展。
- **广安利尔是增量来源，江苏基地潜力大。**广安基地是利尔化学着力打造的新生产基地，包含了数种明星农药产品，以及部分氯代吡啶类农药的中间体，其中丙炔氟草胺、氟环唑等即将投产产品盈利能力强劲，有望支撑公司继续快速扩张。江苏快达拥有稀缺光气资源，在下游需求稳步提升的情形下，稀缺性将逐渐凸显，且还有往新材料方面发展的潜力。江苏快达 15-17 年净利润的增速分别为 134.4%、79.4%和 101.2%，较快发展状态有望保持。
- **风险提示：**农药原药价格大幅波动的风险、环保态势或不及预期的风险、新产品放量或不及预期的风险。

## 国光股份 (002749.SZ)

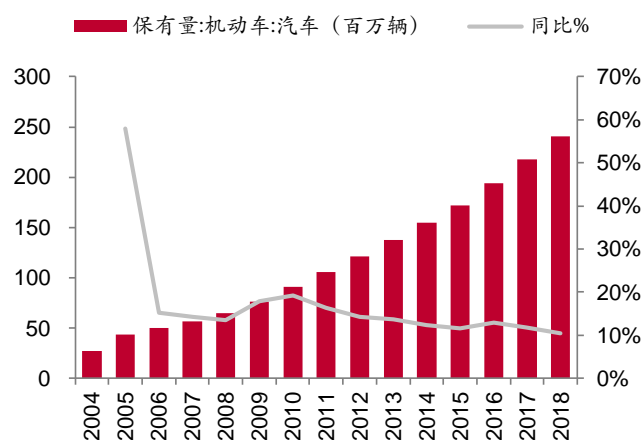
- **公司是国内植物生长调节剂龙头企业。**公司产品植物生长调节剂、杀菌剂和水溶性废料主要用于园林和农业领域。公司通过在产品性能、服务、销售渠道及持续研发投入的优势，成为我国植物生长调节剂细分行业龙头企业。
- **产能规划贡献未来业绩成长。**公司现有产能 1.01 万吨，其中农药产能约 5000 吨。公司计划扩产项目：（1）IPO 募投项目，2100 吨/年植物生长调节剂原药；1.9 万吨/年环保型农药制剂、6000 吨/年植物营养品，预计 2019 年 Q3 实现投产。（2）可转债项目：新增原药产能 1201 吨，制剂产能 3 万吨，专用水溶性肥料产能 5 万吨，预计 2020 年底之前建成。
- **风险提示：**产能释放进展不达预期；下游需求不旺；产品生产安全环保问题。

**轮胎板块：消费属性弱周期板块，替换市场前景广阔**

- 轮胎行业的发展与汽车工业高度相关，下游主要是各种车领域；其上游主要是天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线、橡胶助剂等原材料。中国轮胎行业快速发展，2005 年中国轮胎产量已经超过美国，成为全球第一大轮胎生产国。2014-2015 年，国内轮胎产量受美国“双反”事件影响，产量有所下滑，于 2016 年恢复增长，近期增长趋势保持平稳。
- **需求端：新车配套市场增长乏力，但保有量市场保持高增。**轮胎市场可以分为配套新车的配套市场和针对轮胎损耗替换的替换市场。新车销量 2018 年下半年以来持续萎靡，但汽车保有量市场持续高增长，维持 10% 左右的增速。高增长的保有量市场是国内轮胎销售增长的主要支撑，为国产轮胎提供广阔的发展空间。此外，国内轮胎企业凭借不断提升产品质量，依靠良好的口碑和性价比，使国产轮胎“走出国门”。
- **自主品牌今年发展迅速，利好国产轮胎企业“近水楼台先得月”。**根据中国汽车工业协会数据显示，我国近十年自主品牌乘用车销量 CAGR 接近 10%，2018 年销量达到近 1000 万辆。国内自主品牌车主要依靠性价比优势吸引消费者，造成其车型主要集中在中低端，且近几年整体呈现毛利率中枢下行的趋势。在此背景之下，国产高性价比的轮胎产品有望抢占更多市场份额。

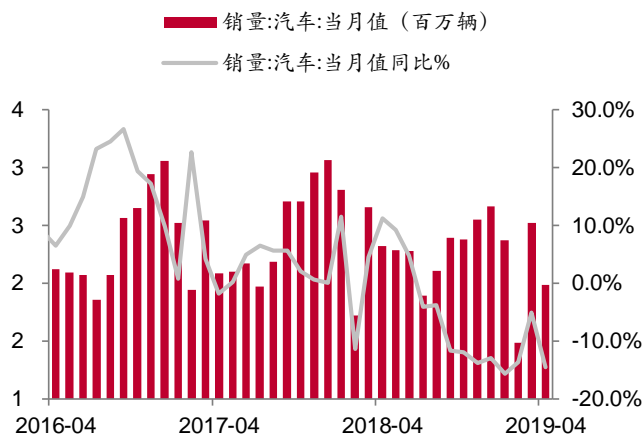
**图表 67：中国汽车产量及同比增速**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 68：汽车保有量维持 10% 增长**


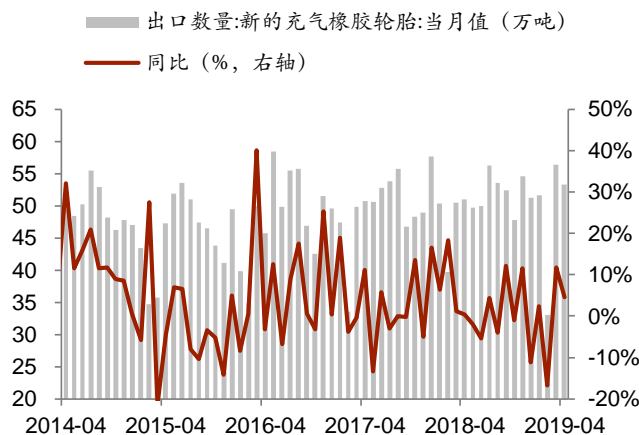
来源：Wind、中泰证券研究所

图表 69：中国汽车销量增速下行



来源：Wind、中泰证券研究所

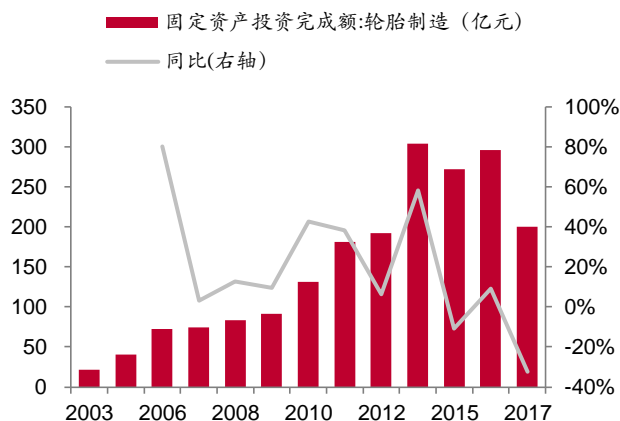
图表 70：国产橡胶轮胎出口稳定



来源：Wind、中泰证券研究所

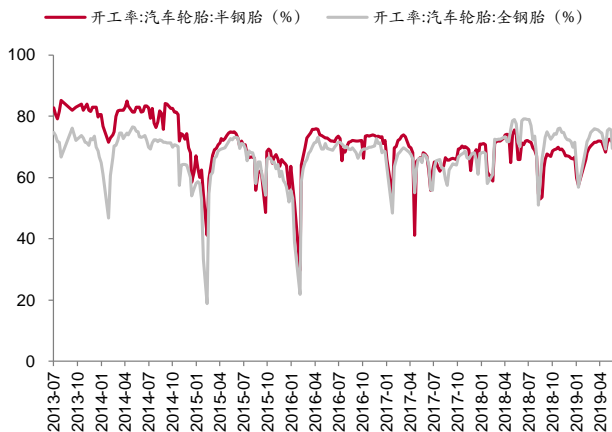
- 供给端：行业去产能力度大，行业集中度提升是大势所趋。** 轮胎行业属于资本密集型行业，由行业固定资产投资完成额数据分析，行业小产能被淘汰力度较大。目前行业开工率数据较 13-14 年高点回落，维持在 60-70% 左右的开工率。行业内规模以上轮胎企业有 500 多家，其中年产量在 50 万条的小产能约占总数的 50%。轮胎行业大省山东省，已明确表示将淘汰炼油、轮胎等行业的落后产能，所以小产能退出，行业集中度提升是大趋势。

图表 71：橡胶制品行业资本支出大幅下降



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 72：轮胎行业开工率维持 60-70%

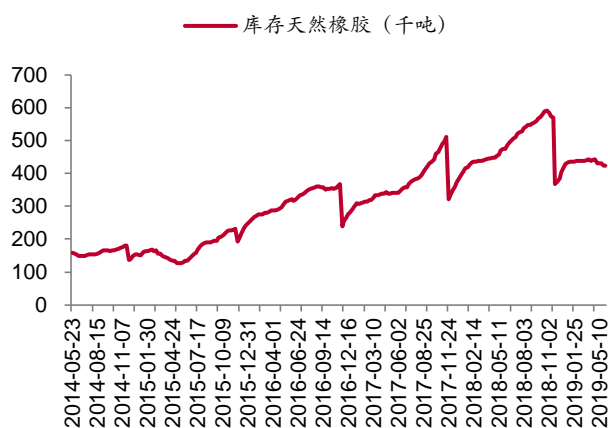


来源：中国海关、智研咨询、中泰证券研究所

- 原材料端：天然橡胶产量大于消费量，价格有望保持低位运行。** 轮胎生产中原材料成本大约占总成本的 70% 左右，其中天然/合成橡胶、帘子布、炭黑等与石油价格高度相关的原材料约占生产成本的 80%。我国天然橡胶产量不足，轮胎行业的原材料主要依靠进口。全球天然橡胶目前的产量大于消费量，且行业库存呈逐年增长趋势，轮胎行业原材料供给端呈现供给过剩的局面，天然橡胶的价格有望维持在目前的低位价格区间。

**图表 73：橡胶价格价格底部波动**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 74：天然橡胶库存趋势向上**


来源：中国海关、智研咨询、中泰证券研究所

- 投资建议：建议关注有望依靠自身品牌建设及持续研发投入，率先跻身国际二线品牌的玲珑轮胎（601966.SH）。

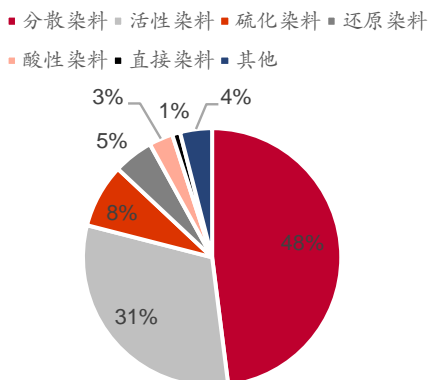
### 玲珑轮胎（601966.SH）

- 公司一季报实现营业收入 40.35 亿元，同比增长 14.9%；实现归母净利润 2.85 亿元，同比增长 26.9%。公司在 19Q1 汽车行业销售下滑的情况下，依靠产品品牌拓展销售市场，实现产品逆势增长。19Q1 实现轮胎销量 1381.12 万条，同比增长 11.7%，销售均价同比增长 2.75%。
- 公司目前产能及规划产能：半钢胎年产能 5450 万条，全钢胎年产能 895 万条。公司目前在建项目：泰国半钢产能 200 万条，全钢产能 35 万条，预计 2019 年达产；广西全钢产能 70 万条，预计年内达产；湖北半钢 350 万条，预计年底达产。
- 海外布局，研发持续投入，看好公司远期战略。公司 18 年底公告计划投资 8.76 亿元建设智能制造及研发基地，产能升级。此外，塞尔维亚半钢 1200 万套，全钢 160 万套及农子胎 2 万套产能已于今年 3 月正式开建。公司资本及研发持续投入，同时加强品牌建设，在规模、品牌、渠道等领域进展较快。公司已成功进入大众等国际一流汽车厂的配套系统，在行业供给集中度持续提升过程中，公司有望率先跻身国际二线轮胎品牌生产企业。
- 风险提示：公司新增扩产计划进展不达预期；原材料价格波动较大影响公司盈利空间；下游需求持续萎靡。

## 染料板块：供给收缩，高景气有望维持

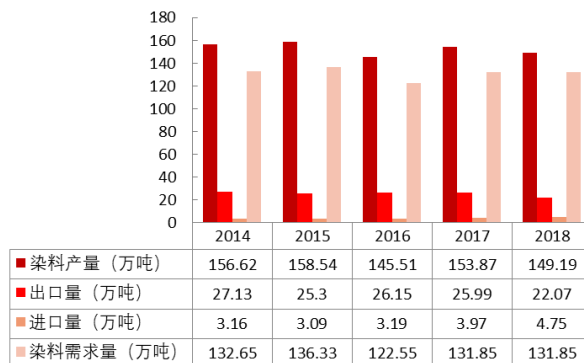
- 染料主要用于各种纺织纤维着色，属于精细化工产品。其中，分散染料及活性染料为最重要的两个品种，2017年产量占比分别为48%、31%。

图表 75：我国染料行业细分产品产量结构比



来源：染化严选、中泰证券研究所

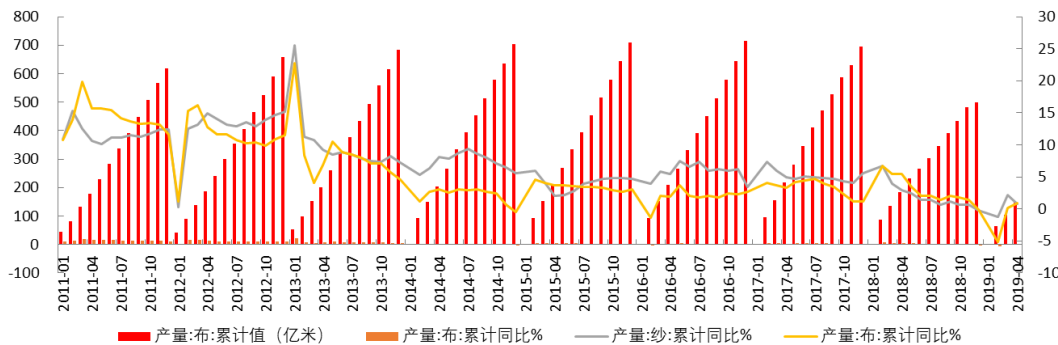
图表 76：2014-2018 年染料供需平衡情况



来源：中国海关、智研咨询、中泰证券研究所

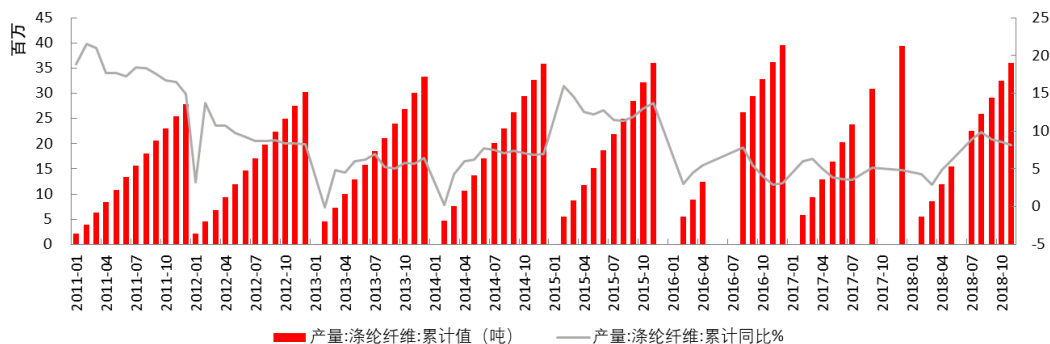
- 染料需求端增长稳定。染料的下游行业主要是纺织行业中的印染，印染对染料的需求占染料总需求的90%左右。19年Q1，染料下游的纱、布及涤纶的产量保持稳定，同比增速个位数增长。

图表 77：纺织品需求增速（布、纱）



来源：Wind、中泰证券研究所

图表 78：纺织品需求增速（涤纶）

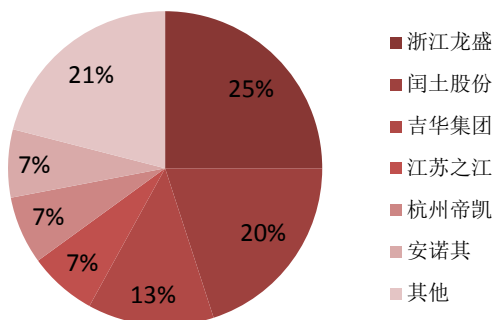


来源：Wind、中泰证券研究所



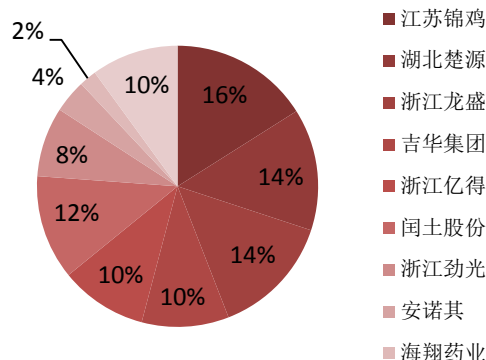
■ **供给端，安监趋严促使供给收缩。**我国染料生产地主要集中在浙江、江苏、山东及湖北等地。龙头企业集中在浙江地区，包括浙江龙盛、闰土集团、吉华集团等大型染料企业。行业内比较大的分散染料和活性染料产能集中度均较高，CR5 分别接近 75%和 70%。

图表 79：我国分散染料市场格局



来源：染化严选、中泰证券研究所

图表 80：我国活性染料市场格局



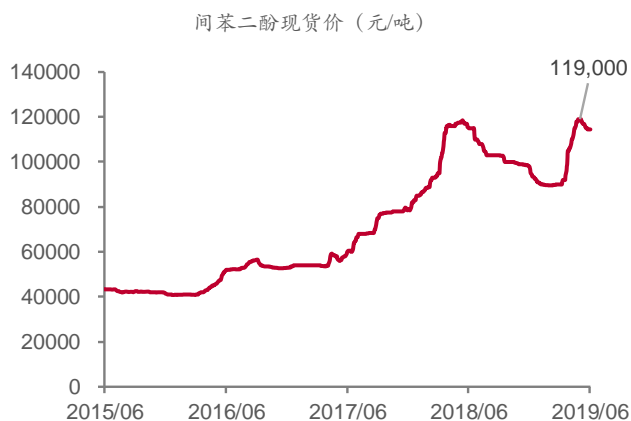
来源：中国海关、智研咨询、中泰证券研究所

■ **响水事件发生园区有 1.7 万吨间苯二胺、超过 6 万吨分散染料及中间体和超过 3 万吨活性染料及中间体。**近期江苏省公示省内化工园区打分情况，响水园区有可能取消化工园区资格，产能直接的缺失造成近期染料及中间体价格迅速上涨。据七彩云数据，间苯二胺报价自爆炸前的 4.5 万/吨左右涨至 15 万元/吨，涨幅高达 233.3%。间苯二胺涨价传导至间苯二酚，其由 5-6 万元/吨涨至 11.9 万元/吨。虽然多种染料及中间体受到下游需求不旺影响，5 月价格较 4 月有所回落，但环保趋严的形式之下，存量产能将持续受到约束，且停产产能复产不容乐观，且一般而言 7-9 月是下游印染企业开工旺季，预期染料及中间体价格有望维持在高位震荡，推荐关注相关受益企业浙江龙盛、闰土股份。

图表 81：染料市场成交价格快速上涨，单位（元/公斤）

产品名称	强度	5 月	4 月	3 月（下旬）	3 月（中旬）	2 月
分散黑 ECT	300%	43-45	49-51	45-47	38-39	37-38
活性黑 WNN		27-28	27-28	26-27	25-26	25-26
硫化黑 BR	150%	8-8.5	8-9	8-9	8-9	9-10
酸性黑 LD	140%	28-29	29-30	30-31	27-28	29-30
还原物		51-52	50-52	45-47	42-43	42-43
H 酸		41-42	41-43	36-38	34-3	34-35
对位酯		25-25.5	25-26	25-26	23-24	24-25

来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 82：间苯二酚市场价格（元/吨）**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 83：间、对苯二胺出口均价（万美元/吨）**


来源：Wind、中泰证券研究所

### 浙江龙盛（600352.SH）

- **染料行业龙头，多业务协同发展。**通过整合德司达，公司已经成为全球最大的纺织化学品生产企业。公司目前拥有染料年产能超过 30 万吨、助剂超过 10 万吨，在全球位居首位。公司以染料为依托，逐渐完成一体化，向上游拓展。目前拥有中间体产能 11.5 万吨，其中间苯二胺年产能约 6.5 万吨，间苯二酚年产能约 3 万吨。子公司科永化工着手布局活性染料中间体项目，进一步巩固行业龙头地位。此外，公司 2010 年开始涉足房地产项目，主要集中在上海地区，未来有望贡献额外收益。
- **全国化工行业环保安监趋严，公司染料及中间体有望量价齐升，一体化优势凸显。**受益于响水事件，公司染料及中间体价格迅速上涨。同时，根据公司 19Q1 数据披露，公司染料销量 57498 吨，较去年同比增长 7.1%。公司中间体及染料一体化布局，在行业中间体产能缺失的情况下，抢占更高染料市场份额，达到量价齐升态势。
- **风险提示：产品价格大幅波动；环保安全检查影响正常生产；下游需求不旺。**

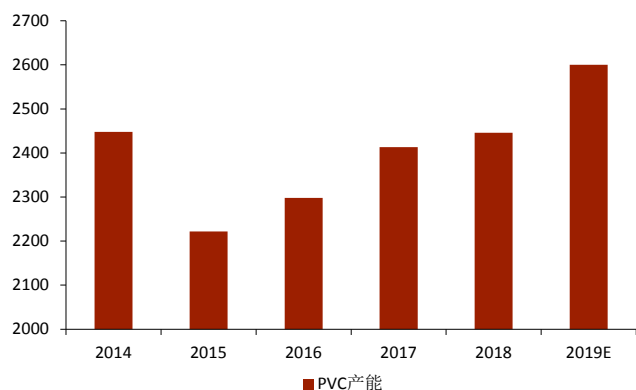
### 闰土股份（002440.SZ）

- **产业链一体化，多产品布局。**公司形成从热电、蒸汽、氯气、烧碱到中间体、染料等完善的一体化产业链染料，增加公司抗风险能力。目前公司有中间体 H 酸和对位酯产能各 2 万吨，染料助剂保险粉产能 5 万吨。化工原料方面，离子膜烧碱产能 16 万吨，双氧水产能 9 万吨，氯化苯产能 4 万吨及混硝基氯苯产能 3 万吨。
- **安全环保趋严，利好龙头企业。**根据卓创统计，自响水爆炸事件之后，分散染料及活性染料开工率有所下降，供需压力增加带动染料价格大幅上涨。H 酸、对位酯价格分别上涨至 4.2 万元/吨、2.5 万元/吨，比 18 年年初上涨 30.0%及 26.5%。染料端价格大幅上涨，间接有利于淘汰下游落后产能，提高行业集中度，利好行业龙头发展。
- **风险提示：产品价格大幅波动；环保安全检查影响正常生产；下游需求不旺。**

## PVC 开工率逐步提升，盈利较强

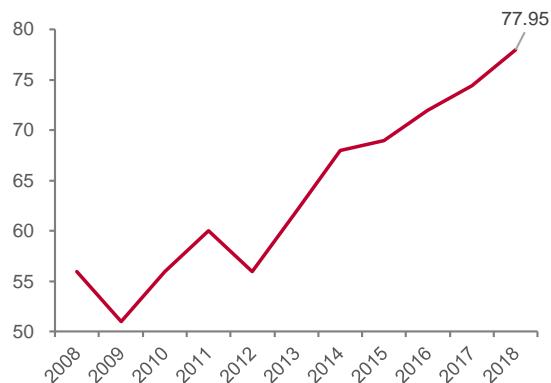
- PVC 原有产能逐步收缩。**2013-15 年 PVC 行业在市场化调节下，有效产能处于逐步下降的趋势，累计降幅在 250 万吨左右，2015 年 PVC 产能达到低点 2222 万吨，这三年落后产能逐步被淘汰，企业整体生产积极性不高。2015 年年底 PVC 供需面重新回到相对平衡的状态，2016-2018 年 PVC 市场运行情况好转，产能再度开始增加。2018 年中国 PVC 产能在 2446 万吨，较 2017 年增加 33 万吨，增幅 1.37%。

图表 84: PVC 行业产能小幅提升 (万吨/年)



来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

图表 85: PVC 开工率稳步提升 (%)



来源: Wind、中泰证券研究所

- PVC 新增产能供给受限。**2018 年年初统计的拟投建新增产能在 200 万吨左右，但受制于各种因素影响，实际投产的产能仅在 82 万吨，所以原本计划 2018 年投产的其他装置大部分延期到 2019 年进行投产，因此 2019 年计划新增产能依然较多，大约在 216 万吨。但从近几年的新增产能投产情况来看，PVC 行业的产能释放进度越来越受到环保等政策的影响，而且审批程序日益严格，所以，虽然 2019 年依然有较多装置计划新增，但部分装置可能并不会如期投产，有待进一步跟踪。且地产施工端也会带动相关 PVC 制品的需求，行业整体盈利也有望边际改善。

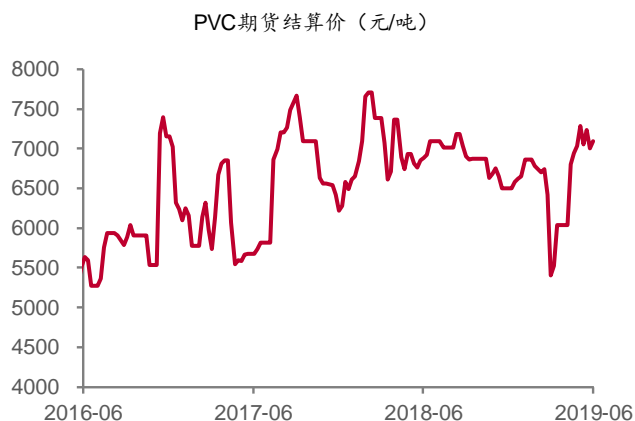
图表 86: PVC 新增产能情况

企业名称	新增产能	粉/糊	生产工艺	投产时间
河北盛华	20	粉	电石法	计划2019年投产
德州实华	20	粉	姜钟法	计划2019年投产
安徽华塑	16	粉	电石法	计划2019年投产
宁夏金昱元	20	粉	电石法	计划2019年投产
聚隆化工	40	粉	乙烯法	计划2019年3月投产，另外23万也计划开，但工艺还在论证
青岛海晶	40	粉	乙烯法	计划2019年一季度投产
泰州联成	15	粉	乙烯法	计划2019年投产
新疆中泰	20+6	粉+糊	电石法	计划2019年投产
山东朗晖	1	糊	电石法	计划2019年投产
中盐吉兰泰	16	糊	电石法	计划2019年投产
唐山三友	2	糊	电石法	计划2019年投产
总计	191+25 (粉+糊)			
乌海中联	50	粉	电石法	计划2020年投产
烟台万华	40	粉	乙烯法	计划2020年二季度投产
金晖兆丰	50	粉	电石法	计划2020年6-7月份投产
鄂尔多斯	40	粉	电石法	计划2020年投产
总计	180			

来源: 卓创资讯、中泰证券研究所

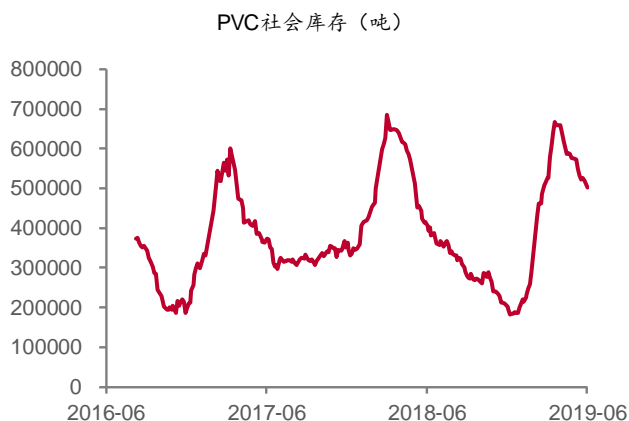
- PVC 价格震荡上行,库存步入季节性下降周期。截至 2019 年 6 月 8 日, PVC 期货结算价 7090 元/吨,较 18 年底上涨 470 元/吨 (+7.1%)。目前 PVC 社会库存呈季节性下降趋势,预计对 PVC 价格有一定支撑。

图表 87: PVC 期货结算价震荡上行 (元/吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

图表 88: PVC 社会库存季节性下降 (吨)



来源: Wind、中泰证券研究所

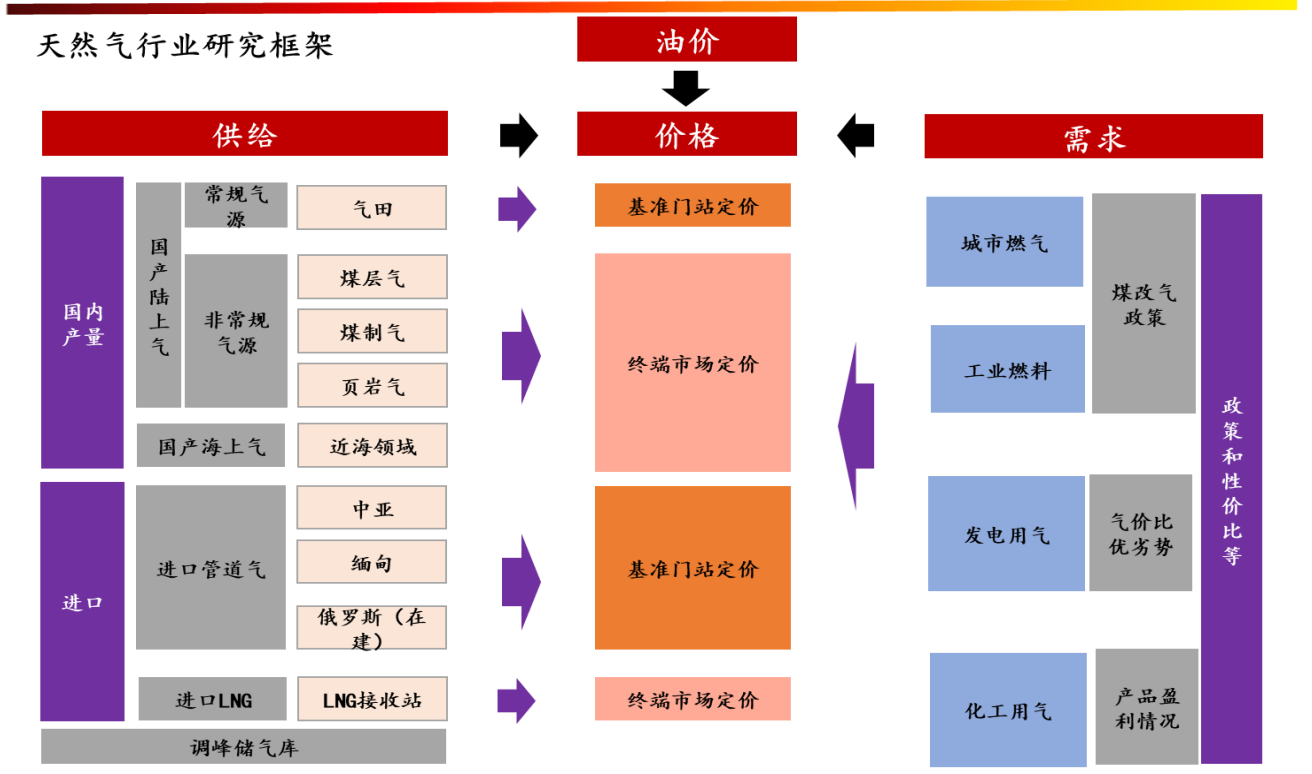
### 中泰化学 (002092.SZ)

- **PVC 全产业链优势对抗周期下行,烧碱盈利能力仍强。**公司近年来致力于向上游完善 PVC 产业链,逐步掌控氯碱产业所需的煤炭、原盐、石灰石等资源,夯实了原料供应基础,具备了氯碱行业的低成本资源条件,也使得公司能够获取原材料上涨带来的额外收益,一体化布局步入丰收。烧碱价格仍有望维持高位,使烧碱盈利能力仍强。
- **业绩表现优秀,价值存在低估。**2018 年公司实现营收 702 亿元,同比增长 71%,实现归母净利 24.3 亿元,同比增长 1.07%,经营活动现金流量净额 63.9 亿元,同比增长 70%。2018 年公司累计生产聚氯乙烯树脂(含糊树脂) 176.75 万吨,离子膜烧碱(含自用量) 123.51 万吨,粘胶纤维 55.53 万吨,粘胶纱 30.49 万吨,电石 263.04 万吨,发电 127.34 亿度。目前公司市净率 0.85 倍,市盈率 7.3 倍,处于历史低位。
- **风险提示:**产品价格大幅下行的风险、项目投产不达预期的风险。

### 天然气步入黄金十年发展期

- **天然气板块建议关注:**新奥能源 (2688.HK)、新奥股份 (600803.SH)、广汇能源 (600256.SH)。
- **政策推动天然气行业快速发展。**当前环保依然较为严格,在环保重压下,对于能源结构调整和煤炭使用量的控制提升至新的高度,而天然气作为清洁能源,在国家层面已成为未来能源发展的重要方向。当前顶层政策正推动天然气作为清洁能源不断发展。

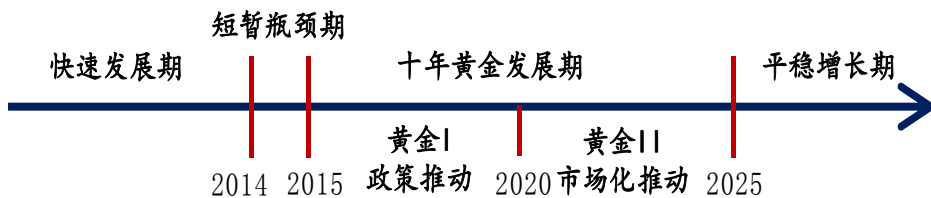
图表 89：天然气行业研究框架



来源：中泰证券研究所

- **天然气行业已步入十年黄金发展期。**天然气行业于 2016 年迎来行业拐点，已步入快速发展的黄金十年。我们预计至 2020 年，为黄金 I 期，在“煤改气”顶层政策的推动下和天然气相较于替代能源在城市燃气和交通领域已具备经济性的情况下，城市燃气和工业燃料需求将迎来爆发；2020-2025 年为黄金 II 期，随着天然气价格市场化改革的加速推进，天然气价格下行带动天然气在发电、城市燃气和工业燃料等诸多应用领域的需求爆发，我国天然气需求在此阶段将维持高速增长趋势。天然气行业也将迎来重要的十年黄金发展期。

图表 90：天然气行业已步入十年黄金发展期



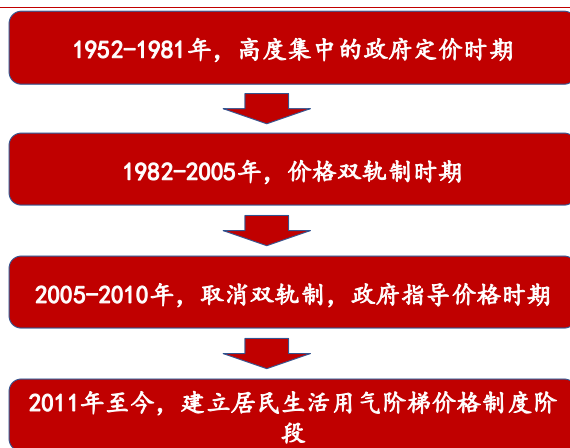
来源：中泰证券研究所

- **黄金 I 期：煤改气政策推动需求高增。**到 2020 年，我们认为“煤改气”政策是天然气需求维持高速增长的重要推手，再加上环保趋严常态化倒逼清洁能源的消费进程加速，由于天然气的气价比相较于替代能源在城市燃气端已具备优势，天然气需求有望在城市燃气持续爆发，在工业燃料领域，政策推动燃煤锅炉的“煤改气”持续快速增长，助力天然气行业在“十三五”期间迎来十年黄金发展期的黄金 I 期。在黄金 I 期，在天然气的需求旺季，即采暖季，天然气需求总量较高，季节性的供需处于偏紧，

甚至供不应求状态。

- **黄金 II 期：市场化推动需求高增。**我们认为，2020 年之后，随着我们气价改革的不断推进，天然气价格在部分领域有望逐步走低，从而带动天然气需求持续高增。从美国天然气行业发展历史经验来看，天然气价格下降直接推动了天然气需求的快速增长，而随着天然气价格逐步市场化之后，天然气价格也由于供给的大幅增加出现下行趋势。当前阶段，我国工业用气价格较高，如果要有效提振工业领域对于天然气的需求，天然气价格下行趋势是必然。

**图表 91：我国气价改革历程**



来源：中泰证券研究所

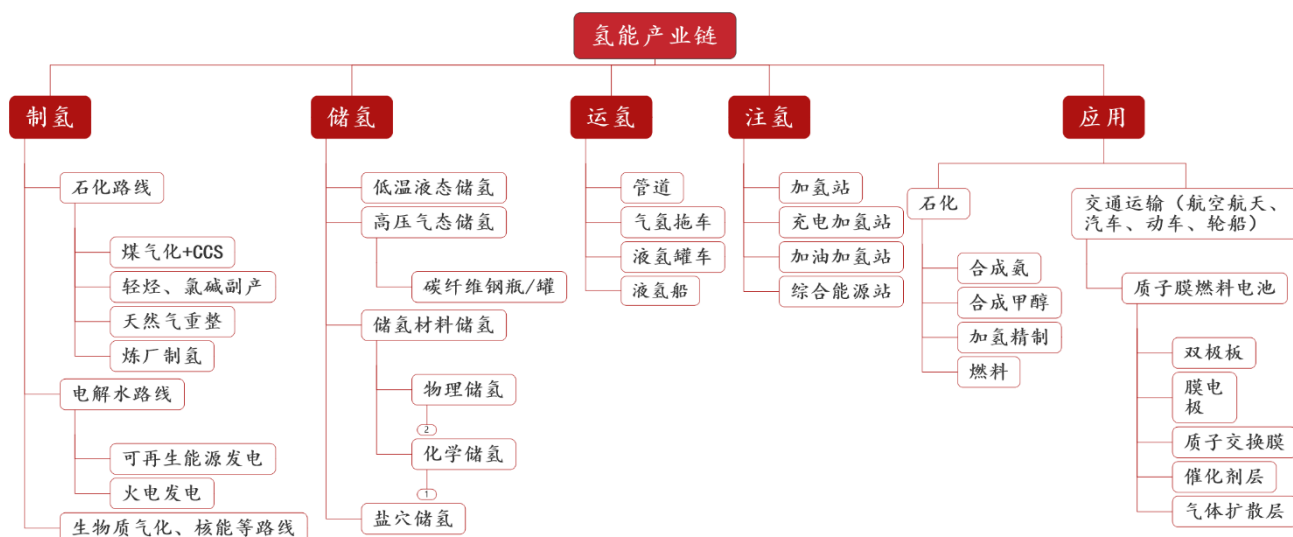
### 新奥股份（600803.SH）

- **天然气上下游优质龙头企业。**公司主要业务涵盖液化天然气生产/销售与投资，能源技术工程服务，甲醇等能源化工产品生产、销售与贸易，煤炭的开采、洗选与贸易，以及生物制农兽药原料药及制剂的生产与销售。公司明确了“定位于天然气上游资源获取，成为最具创新力和竞争力的天然气上游供应商”的发展战略，并确立了致力于以天然气产业链上游业务核心竞争力打造的发展路径，即加快海外天然气寻源的节奏打通国际天然气通道，挖掘国内资源以建立气源有效补充渠道。
- 目前，公司已与 Santos 建立了长期战略合作关系，同时也启动了收购东芝在美国的子公司 TAL100%股权的事项，项目交割后将公司将获取 220 万吨/年的 LNG 液化能力。未来公司推进与国际天然气企业在上游的合作，投资海上天然气区块权益；同时公司积极洞察国内重点区域天然气资源，开展多种形式合作方式获取低成本气源。公司将通过持续提高装备运营、项目管理、联盟合作能力的打造，以提升天然气资源掌控能力和一体化服务能力。
- **投资建议：**公司是天然气行业优质龙头企业，市净率 1.49 倍，处于历史低位，推荐关注。
- **风险提示：**天然气价格大幅波动，原料价格大幅波动。

## 氢能产业迎来政策、技术和市场机遇

- **氢能产业迎来政策、技术和市场机遇。**我国氢能产业处于导入期，政策支持、技术革新和市场普及是氢能产业规模化的关键。据《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，我国将于 2020 年实现燃料电池汽车批量生产和规模化示范应用。我们认为发展氢能产业迎来前所未有的机遇：**一是政策支持**，氢能产业正在取得政策自上而下的资金支持，加氢基础设施建设的审批条件有望放宽，配套政策和资金有利于解决加氢站前期资金投入大、氢站运营的安监审批难等问题；**二是技术革新**，大规模制氢、储运氢和加氢成本高、电堆贵金属使用量大、催化剂易中毒等技术问题已经有解决途径；**三是市场普及**，氢能终端使用成本接近传统燃料，消费者对于氢燃料汽车的有效需求将大幅提升，进而促进整个产业的快速发展。同时，产业界加快布局上下游，市场投融资热度持续上升。目前中国氢能产业与 2013 年锂电池政策环境、技术条件和产业资本参与度热度极为相似。

图表 92：氢能产业包括上游（制氢）、中游（储、运、注氢）和下游应用



来源：中泰证券研究所

- **上游制氢：从化石能源到可再生能源电解水制氢。**我们认为，从化石能源到可再生能源电解水制氢是传统能源转型、发展氢经济的必经之路。在东部地区，低成本的副产氢有望填补氢气缺口；煤气化制氢具备成本优势，能够优化炼厂的物料平衡，是炼厂制氢的重要发展方向；在氢能产业起步阶段，具备副产氢和煤制氢产能的化工企业有望受益需求快速增长。未来可再生能源电解水制氢成本有望大幅下降，化工企业利用余热余电制备氢气，可实现资源循环利用。

图表 93：主要制氢技术经济性对比

能源利用类型	制氢转化途径	成熟度/稳定性	环保性	能源价格	生产成本（元/吨氢）
清洁煤	煤气化	成熟/稳定	耗水，需配套 CCS	550 元/吨	8300-12500
天然气	甲烷水蒸气重整	成熟/稳定	较环保	3 元/立方米	10400-18100
甲醇	甲醇水蒸气重整	成熟/稳定	较环保	2750 元/吨	25000-30000
石脑油	催化重整副产分离	成熟/稳定	耗能	6000 元/吨	10000-18000
副产物	工业副产分离	成熟/稳定	较环保	-	8000-14000

电解水	低谷电	成熟/稳定	环保	0.3 元/kWh	20000
	大工业用电			0.6 元/kWh	38000
	可再生能源弃电	较成熟/不稳定	环保	0.1 元/kWh	10000
	风能	较成熟/不稳定	环保	-	22300
	太阳能	不成熟/不稳定	环保	-	36600
核能	S-I 热化学循环	不成熟/稳定	环保	-	12800
	Cu-Cl 热化学循环	不成熟/稳定	环保	-	22300
生物质能	生物质气化	较成熟/不稳定	环保	-	9700

资料来源：《能源与节能》2019 年第 2 期、《中国能源》2019 年第 2 卷、《化工进展》2018 年第 37 卷、《天然气化工》2015 年第 40 卷、中泰证券研究所

- **东部地区氢需求量大，副产氢有望填补缺口。**我国氢资源供需分布地域性差异大，现有和新增氢资源消耗主要集中在中东部地区。东部地区工业副产气制氢放空率高，可规模化发展。PDH 和乙烷裂解装置主要分散在沿海地区，氯碱副产氢装置分散于三北和沪浙地区。副产氢以液氢运输的方式，优先供应邻近 200km 范围内需氢用户较为合适。

图表 94：部分 PDH 副产氢产能估算和分布

	公司	产能 (万吨/年)	对应副产氢估算 (万吨)	地点
PDH 已建成产能	天津渤化	60	2.7	天津
	浙江卫星	90	4.1	浙江
	绍兴三圆	45	2.0	浙江
	宁波海越	60	2.7	浙江
	张家港扬子石化	60	2.7	江苏
	万华化学	75	3.4	山东
	京博石化	13	0.6	山东
	神驰化工	20	0.9	山东
	河北海伟集团	50	2.3	河北
	齐翔腾达	10	0.5	山东
	宁波福基石化	66	3.0	浙江
	东明石化	9.5	0.4	山东
	浙江卫星二期	45	2.0	浙江
	东华能源	120	5.5	江苏、浙江
	总计	724	33	
PDH 待投产产能	巨正源	60	2.7	广东
	广东鹏尊	45	2.0	广东
	中国软包装集团	60	2.7	福建
	浙江华泓 (华谊)	45	2.0	浙江
	金能科技	75	3.4	山东
	总计	285	13.0	

资料来源：亚化咨询，中泰证券研究所

图表 95：部分在建乙烷制乙烯副产氢产能分布

公司	产能 (万吨/年)	对应副产氢估算 (万吨)	地点
新浦化学	65	4.1	江苏
卫星石化	250	15.6	江苏
塔里木油田	60	3.8	新疆
烟台万华	10	0.6	山东
兰州石化 (长庆)	80	5.0	甘肃
合计	465	29.1	

资料来源：亚化咨询，中泰证券研究所



**图表 96：部分氯碱化工副产氢产能估算和分布**

企业	2017 年烧碱产量 (万吨)	副产氢放空率以 30% 计, (万吨)	地点
中泰化学	122.0	0.9	新疆
氯碱化工	74.5	0.6	上海
滨化股份	67.8	0.5	山东
三友化工	54.5	0.4	河北
君正能源化工集团	49.2	0.4	内蒙古
鸿达兴业	46.0	0.4	内蒙古
方大化工	43.9	0.3	辽宁
嘉化能源	32.2	0.2	浙江
英力特化工	18.3	0.1	宁夏
金路集团	15.1	0.1	四川
亚星化学	11.7	0.1	山东
合计	535.0	4.0	
其他产能	2876.2	21.6	

资料来源：亚化咨询，中泰证券研究所

- 大规模煤气化制氢不仅具备成本优势，且能够优化炼厂的物料平衡，是炼厂制氢的重要发展方向。**在典型的大型炼油厂的油品生产中，氢气成本仅次于原油成本居于第二位。因此尽可能以低成本获得高品质氢气已经成为炼油厂的迫切要求。煤/石油焦制氢仍然是中国炼厂制氢的主流工艺路线。石化炼化企业建设煤制氢装置，转型成制氢厂，可缓解炼厂氢源紧缺的问题。

**图表 97：部分炼化一体化项目设计制氢规模**

公司名	炼油产能	PSA 规模 (Nm <sup>3</sup> /h)	估算制氢规模 (万吨/年)	制氢路线
恒力石化	2000 万吨/年炼化一体化	730,000	36	煤制氢
中海油惠州炼化	2200 万吨/年炼油改扩建及 100 万吨/年乙烯工程	N/A	20	煤制氢
浙江石油化工	4000 万吨/年炼化一体化	480,000	11	煤制氢
盛虹炼化	1600 万吨/年炼化一体化	440,000	17	煤制氢
中石化海南炼化	100 万吨/年乙烯及炼油改扩建工程	90,000	7	煤制氢
中国兵器工业集团	精细化工及 1500 万吨/年原料工程	N/A	13	煤制氢
中化泉州	100 万吨/年乙烯及炼油改扩建	N/A	10	煤制氢
中委广东石化	2000 万吨/年重油加工工程	130,000	9	煤制氢
北方华锦化学工业集团	现有基地原料工程优化升级改造	N/A	7	煤制氢
中石化燕山石化	1200 万吨/年炼化一体化	N/A	7	煤制氢
中科合资广东	1500 万吨/年炼化一体化	80,000	N/A	煤制氢
中石油云南石化	1300 万吨/年炼油	110,000	12	天然气制氢
洛阳石化	1800 万吨年炼油扩能改造工程	80,000	N/A	N/A
唐山旭阳	1500 万吨/年炼化一体化	180,000	4	N/A
河北新华联合石化	2000 万吨/年炼化一体化	N/A	N/A	N/A

资料来源：中国石油和石化工程研究会，中泰证券研究所

- 可再生能源电解水将成为制氢终极模式。**可再生能源电解水制氢成本约 30-40 元/kg，降低电力成本、提升电解槽效率是该制氢路线的关键点。我国可再生能源发电资源主要集中于西部地区，西部部分地区电价最低仅 0.4 元/kWh，甚至存在严重的弃电现象，但东部地区售价高达 0.75 元/kWh，整体不够便宜。据世界能源理事会预测，到 2030 年，可再生能源电解水制氢项目的经济性将达到商业化应用要求。如果考虑到电价随着时间推移逐渐下降，而化石能源价格逐步上升，可再生能源制氢将具有成本优势；PEM 电解水制氢技术的成熟有望加快推广，可匹配可变可再生能源的信号波动，能对

- 电网灵活性调峰，将富余电能转化为氢气储存。
- **电解水制氢有望率先大规模应用于石化等重工业。**制氢技术的变革有利于加速石化企业绿色转型。传统重工业耗能大，碳排放高，能源转型在即，有望率先应用电解水制氢工艺。大型化工企业拥有资金实力、氢工业应用技术和完善的公用工程设施。合成氨和炼化企业需要大规模用氢，利用化工装置余热蒸汽发电，进而电解制得氢气并合成燃料，将能在二氧化碳减排方面产生协同效应，降低生产成本，掺入现有天然气网络和提供电网服务等也能提升收入。
  - **中游供氢：用供氢体系构建和谐用能社会。**安全、低成本的供氢体系是构建氢能社会的关键。能源化工企业有望成为供氢网络的建设者和受益者。我们认为，在安全、低成本的前提下，因地制宜，宜氢则氢，宜电则电，构建多元化的供氢体系，有利于实现多种能源相互补充和智慧能源网。供氢体系可参照以下几种供能网络：网络一：电网输送电能制氢；网络二：由气体管网远距离运输氢；网络三：水路运输液氢；网络四：工业副产氢陆运，点对点运输；网络五：企业自建铁路运氢。
  - **上市公司加氢站规划建设有序。**截至2019年5月，据我们不完全统计，全国已累计建成32座加氢站，其中广东省、江苏省加氢站已建成12座和5座。相关上市公司规划未来将加大加氢站网络布局和建设。石油企业有望试点先行加氢站建设，循序渐进推进，通过油气氢电多元化加注模式减少投资风险。

**图表 98：相关上市公司布局加氢站规划建设进展**

上市公司	加氢站名称或相关公告	计划建成时间	加氢站数量	地区
东华能源	东华港城 LPG/加氢合建站	已建成，未来将加大加氢站布局和建设	1	连云港
中国石化	云浮新兴二环路西加油加氢站	同上	1	云浮
中国神华	神华如皋加氢站	同上	1	如皋
美锦能源、国鸿氢能	云浮市锦鸿云安加氢站	已开工	1	云浮
雪人股份	2019年3月，公司公告拟在重庆市两江新区投资设立燃料电池发动机及其核心零部件制造项目，项目拟总投资45.5亿元，将通过三期建设，最终达到年产10万套燃料电池发动机及电堆等核心部件的产能。同时在重庆市分期建设35座加氢站。	2019-2021年建设17座加氢站	35	重庆
首航节能	2019-2024年，北京首航艾启威节能技术股份有限公司计划在大同投资建设10-20座加氢站，在2020年6月前，北京首航艾启威节能技术股份有限公司承诺在城市区域内建设2-3座加氢站。	2020-2024年	10-20	大同
卫星石化	2019年4月29日公司披露，将与浙能集团签署战略合作协议，共同推动浙江省内氢能产业发展。合作双方约定，由浙能集团发挥省属能源企业全产业链优势，牵头探索加氢站安全标准体系建设，到2022年依托综合供能服务站建成加氢示范站20座。	2022年	20	浙江
伯肯节能	2019年1月23日，伯肯节能与安徽省濉溪县人民政府签署了“投资建设氢能产业链项目”的正式协议书。根据协议，伯肯节能将在濉溪县投资建设3座加氢站、一座制氢站及光伏发电厂(用于电解水制氢)，并提供100台燃料电池公交车、50辆市政环卫车、50台物流车在当地示范运营。	规划中	3	淮北
金通灵	2018年10月22日，金通灵氢能与江苏省如皋市经济技术开发区签订了《氢能产业投资项目合作框架性协议书》。根据协议，金通灵氢能将在园区建设以下项目：(1)燃料电池空气压缩机和氢能备用电源的研发制造；(2)投资建设运营如皋氢能燃料电池产业园智慧能源岛；(3)投资建设运营如	同上	-	如皋

	皋加氢站(根据如皋市整体规划); (4)投资建设运营年产 2000 万立方的生物质制氢项目; (5)投资建设运营压缩空气站(根据园区整体规划)。			
厚普股份	2019年4月,厚普股份与 Air Liquide 的全资子公司 Air Liquide Advanced Technologies S.A. 签订《合资合同》,双方决定在成都市郫都区共同投资设立一家从事在氢能源市场开发、制造和销售具有价格竞争力的综合加氢站的合资公司。ALAT 在全球参与建设及投资运营的加氢站有 100 余座(含 70Mpa 加氢站)及 8 座液氢装置,具有丰富的加注站设备数据及相关技术。	同上	-	-
中国石化	2018 年年报中首次加入“推动加氢站、充换电站取得实质性突破”。目前中国石化氢气年产量达 200~300 万吨,未来氢气成本可低至 20 元-30 元/kg。产氢方式主要为三种:制氢装置产氢、炼油重整副产氢、乙烯生产副产氢,氢气纯度高,具备大规模生成能力,可保证充足气源供应。中国石化在加氢站建设方面已做出总体部署和安排,积极推进加氢站建设。完善的油站网络可有效缓解加氢站用地及审批压力,丰富的安全生产管理经验有助于加氢站安全运营,充足的石化资源和熟练的制氢技术可有效支持氢能生产与供应。	同上	-	-
中国石油	2019 年 4 月新闻报道中国石油北京销售分公司与北京海珀尔签署战略合作协议。双方计划将北六环和京藏高速交汇处的加油站,扩建为液/气氢加氢、加油合建站,同时建设一座附属氢能应用示范展示中心; 2018 年 9 月 19 日海珀尔、中石油河北公司与张家口交投签署《战略合作框架协议》,三方将围绕氢能供给产业链成立合资公司,在张家口地区布局加氢站组网建设并承担相应示范运营及日常管理。	同上	-	北京、张家口
鸿达兴业	2019 年 2 月 1 日,鸿达兴业发布公告称,乌海化工收到内蒙古自治区乌海市发展与改革委员的项目备案批复文件,同意乌海化工在乌海市海勃湾区、海南区、乌达区共计建设 8 座加氢站。5 月 14 日,第一座加氢站就已经投入使用,同时鸿达兴业还表示,其余 7 座加氢站的建设工作正在有序推进中。	同上	-	乌海
美锦能源	2018 年年报披露公司将加大布局加气站和加氢站。	同上	-	-
华昌化工	2018 年 4 月 17 日,华昌化工发布公告,公司收到江苏省张家港保税区发改委《江苏省投资项目备案证》,拟投资 1020.8 万建设氢气充装站项目。	同上	-	张家港
滨化股份	公司已经与亿华通合资设立的滨华氢能源公司,目前以氢气压缩、精制为主要业务,其长远发展方向是立足滨化,通过氢能的生产及氢能产业的运营,推动氢能的城市公交、物流配送、定距离运输、加氢站等多领域的应用及发展。	同上	-	-

资料来源:公司公告,北极星储能网,中泰证券研究所

#### ■ 氢能板块建议关注:

- 1. 具有副产氢和煤制氢产能的企业。**中国石化(200-300 万吨副产氢)、**中国石化**(炼化项目配套氢产能)、**中国神华**(煤直接液化制氢产能 20 万吨,总产能 421 万吨)、**恒力股份**(炼化项目配套氢产能)、**卫星石化**(2.6 万吨富余氢)、**滨化股份**(1.6 万吨副产氢)、**万华化学**(3.4 万吨副产氢)、**东华能源**(6 万吨副产氢)、**美锦能源**(全产业链布局,5.9 万吨副产氢,控股云浮锦鸿 60% 股权,控股佛山飞驰 51.2% 股权,参股鸿基创能)等。
- 2. 具备运氢、储氢装备生产能力的公司。**中国石化(拥有 5610 公里天然气管线、25 公里氢气管线)、**中国石化**(拥有 51751 公里天然气管线、216.4km 管线主要用于输送焦炉煤气和氢气混合物)、**中国神华**(拥有铁路资产,具备运氢条件)、**京城股份**(自主知识产权碳纤维储氢气瓶生产能力)、**中材科技**(具备氢气瓶生产能力)、**富瑞特装**(液氢容器、氢

气增压装置等装备生产能力);

### 3. 规划加氢站建设的公司。东华能源、鸿达兴业、美锦能源、卫星石化、华昌化工、滨化股份等公司。

- **风险提示:** 副产氢原料和产品价格大幅波动; 煤炭价格大幅上涨; 加氢站建设审批慢; 下游氢气需求不达预期等。

#### 卫星石化 (002648.SZ)

- 卫星石化成立于 2005 年, 2010 年 9 月变更为股份有限公司, 于 2011 年在深交所上市。该公司是国内首家拥有 C3 产业链一体化的上市公司。C3 化工主要是丙烯及其下游, 如 PP、PO、MPG、丙烯酸及酯、丁辛醇类等。
- **公司副产高纯度氢气, 探索高附加值应用。**公司 90 万吨的 PDH 装置产生的氢气除了供给配套的 22 万吨双氧水装置外, 每年仍有 2.6 万吨富余。在建的乙烷裂解制乙烯装置未来能释放约 16 万吨氢气, 氢气总产能近 30 万吨。公司将不断探索副产氢气的高附加值应用, 打造清洁能源产业。
- **公司计划携手浙能集团建设加氢站。**2019 年 4 月 29 日公司披露, 将与浙能集团签署战略合作协议, 共同推动浙江省内氢能产业发展。合作双方约定, 由浙能集团发挥省属能源企业全产业链优势, 牵头探索加氢站安全标准体系建设, 到 2022 年依托综合供能服务站建成加氢示范站 20 座。
- **风险提示:** 新建和合作加氢站项目进度慢; 原料和产品价格大幅波动。

#### 滨化股份 (601678.SH)

- **公司是山东氯碱龙头企业。**公司具备烧碱产能 65 万吨/年、环氧丙烷产能 28 万吨/年、三氯乙烯产能 8 万吨/年。公司建立了综合配套的循环经济产业链, 形成了循环经济一体化的产业模式, 公司的水、电、原盐等生产要素的自给率较高, 生产成本较低。电子级氢氟酸项目于 2018 年 7 月开始试生产, 产品达到 G4 等级要求。六氟磷酸锂项目、环氧氯丙烷项目及氢能项目正在积极推进。
- **公司积极布局氢能产业项目。**公司拥有副产氢产能 1.6 万吨/年。已与亿华通合资设立的滨华氢能源公司, 目前以氢气压缩、精制为主要业务, 其长远发展方向是立足滨化, 通过氢能源的生产及氢能产业的运营, 推动氢能的城市公交、物流配送、定距离运输、加氢站等多领域的应用及发展。
- **风险提示:** 氢能项目不达预期; 原料和产品价格大幅波动。

#### 鸿达兴业 (002002.SZ)

- **公司拥有完整的氢能应用产业链。**公司主营业务包括制氢、储氢及氢能综合应用业务; PVC、改性 PVC、PVC 生态屋、PVC 医药包装材料等 PVC 新材料等。目前公司拥有“氢能源、新材料、大环保和交易所”的完整产业体系, 形成了完善的一体化循环经济产业链。公司拥有完整的制氢、储氢、运氢及氢能应用产业链, 公司下属子公司乌海化工、鸿达氢能源研究院致力于氢能

的生产、存储和应用方面的研究、开发及应用，以及氢液化、加注氢业务的研究和经营。

- **公司加氢站、氢液化工厂布局进度加快。**2019年5月，公司全资子公司乌海化工在乌海市海南区海化工业园建设的第一座加氢站成功投入使用，向氢燃料轿车、大巴车及工业车辆提供合格的氢气。该加氢站加注能力包含35MPa和70MPa两种气体加注方式，同时设置液氢储罐。该加氢站是内蒙古自治区第一座正式运营的加氢站，将引领和带动乌海市氢能城市建设，推动氢能社会发展。乌海化工拟在乌海市共建设8座加氢站，其余7座加氢站的建设工作正在有序推进中。同时公司与北京航天试验技术研究所开展氢能技术研发、装备研制推广等方面合作，合作建设我国首套民用液氢工厂，结合公司现有装置的制氢能力，将实现液氢大规模制取、储存，大大提高氢气运输效率，降低运输成本，向实现液氢技术民用迈进了重要一步。氢能源作为环保领域的新型清洁能源，是用途广泛的“绿色能源”，而以氯碱装置生产氢气，是氢气生产的主要途径，是低成本制取氢气的重要来源之一。
- **风险提示：**加氢站建设进度和盈利不达预期；氢能技术研发的不确定性；

#### 嘉化能源（600273.SH）

- **氢资源合理回收利用。**公司是中国化工新材料（嘉兴）园区的核心企业，主要生产蒸汽、氯碱、脂肪醇（酸）、磺化医药系列产品以及硫酸系列产品。2018年公司氯碱系列产品生产能力为烧碱29.7万吨/年，为浙北地区（嘉兴、湖州）唯一生产商。公司的氯碱产品有：30%、32%、48%烧碱、液氯、高纯盐酸、次氯酸钠和副产品氢气，副产氢0.57万吨。副产品氢气通过管道输送至德山化工、合盛硅业等下游企业以实现全部回收利用，有效解决氯碱产品的平衡问题和氢气产品的充分利用。嘉化能源拥有国内单套脂肪醇产能最大的装置，脂肪醇生产所需的蒸汽和氢气（氯碱装置副产）等，通过公司自身产业配套管输降低生产成本。
- **设立产业基金，加快氢能产业布局。**2019年3月28日，公司与三江化工、空气化工产品公司签订战略合作协议，三方将在富氢气体综合利用项目开展高层次、多维度、多领域的深度合作，提高公司氢气产品的附加值，利用长三角城市群燃料电池发展的契机，推进低碳能源综合利用；2019年4月10日，公司与国投聚力签订战略合作协议，国投聚力愿意成为嘉化能源的战略股东，双方在氢能源领域进行合作，完成以液氢工厂为核心的制氢、储氢、运氢、加氢站的区域基础设施建设；富瑞氢能公司、嘉化能源化工股份有限公司以及上海重塑能源集团有限公司战略合作，共同投资5000万元成立合资公司，致力从事加氢站等氢能基础设施的建设和运营业务，合资公司首期规划在张家港和常熟建设三座加氢站，以确保区域内合作方200辆燃料电池物流车的运营，未来三年将计划在长三角地区建设不少于50座加氢站，初步实现江苏、浙江和上海的加氢站网络布局，助力长三角氢能走廊的建设。
- **风险提示：**产业基金和合作项目进度放缓；氯碱产品价格大幅波动。

## 抢占高地！新材料布局正当时

- 新材料是材料工业发展的先导，是重要的战略性新兴产业。加快培育和发展新材料产业，对于引领材料工业升级换代，支撑战略性新兴产业发展，保障国家重大工程建设，促进传统产业转型升级，构建国际竞争新优势具有重要的战略意义。
- 《中国制造 2025》大力推进新材料产业发展，力争在 2025 年以前使我国新材料产业进入世界一流强国行列。其中把特种金属功能材料、高性能结构材料、功能性高分子材料、特种无机非金属材料 and 先进复合材料作为发展重点，积极发展军民共用特种新材料，加快技术双向转移转化，促进新材料产业军民融合发展。

### 高端产品国外垄断，国内电子化学品步入发展黄金期

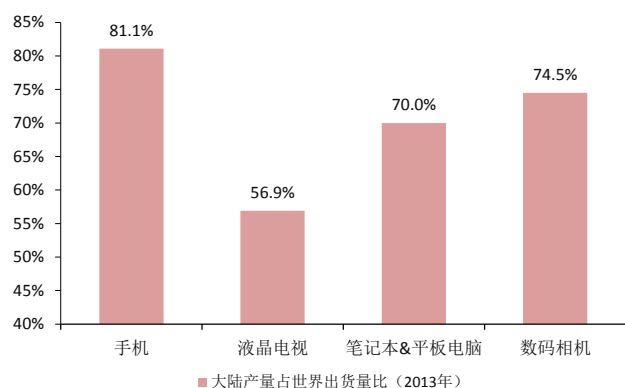
- 我们认为随着电子化学品下游半导体、液晶面板和太阳能产业不断向大陆转移，其国内市场空间将迅速扩大，由此引发的国产化需求将会更加凸显，加之政策与资本的不断推动，进口替代趋势越发确立。恰逢国内电子化学品企业纷纷登陆资本市场，且技术水平不断突破，部分拳头产品已经达到国际先进水平，我们认为国内电子化学品已经达到大规模进口替代的零界点，国内电子化学品步入发展黄金期。

图表 99：半导体产业链正向中国大陆转移

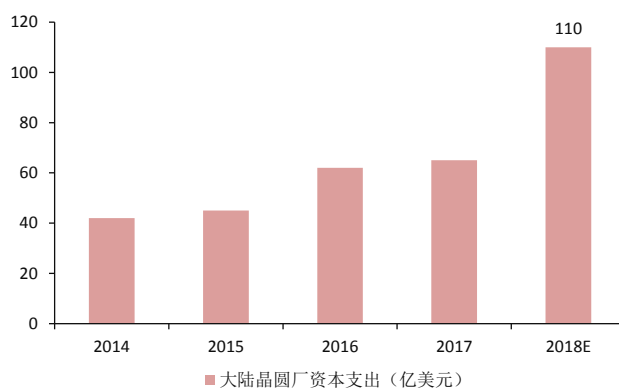


来源：中泰证券研究所

- 半导体等产业的转移也带动着电子化学品产业的转移。从电子化学品的发展阶段来看，基本是跟随着下游产业转移而转移的。20 世纪 90 年代中后期及 21 世纪初，出现了高端电子化学品产品由德、美、日知名企业垄断的局面，欧美企业一度占据全球市场 65% 以上的份额。后来随着平板显示、太阳能电池等电子化学品新市场的开辟及扩大，韩国、中国台湾的电子化学品在世界市场的份额在逐渐提高，欧美电子化学品企业市场地位不断受到冲击，占有市场约 35% 的份额。因而，我们认为随着大陆太阳能、平板显示市场的成熟以及半导体市场的崛起，内地的电子化学品产业在迅速兴起。

**图表 100：中国大陆是全球电子产品的主要生产基地**


来源：Wind、中泰证券研究所

**图表 101：大陆晶圆厂资本支出猛增**


来源：Wind、中泰证券研究所

- 电子产业向中国转移的根本性原因在于庞大的需求和强大的生产配套，具有不可逆性。中国大陆是全球最大的电子产品生产和消费市场，进而成为半导体产业中心指日可待。2014 年我国共计生产手机 16 亿部，占全球产量高达 85%，2016 年年我国生产手机 21 亿部，同比增长 13.6%，保持较快增长速度。此外，在液晶电视、电脑、手机、家电等电子产品领域，中国大陆也是的最主要的生产基地，因此，中国大陆是全球半导体最主要的消费市场。
- 供需缺口将倒逼我国整个半导体行业的发展，也意味着大的成长和国产替代空间。近来大陆启动大量的晶圆厂投资，成为全球半导体设备支出成长最快速的地区。据 SEMI17 年 1 月份报告指出，预期今年晶圆厂建厂支出金额将倍增至 40 亿美元，占今年全球晶圆建厂支出金额的 7 成。大陆积极扩张晶圆厂产能，预估 2018 年全年资本支出将超过 100 亿美元。新增产能预计在 2018 年到 2019 年密集投产，届时使大陆晶圆厂的产能全球市占率达到 18%~19%，紧随中国台湾和日本之后，名列全球第三位。

**图表 102：全球半导体制造材料市场规模 (亿美元)**

全球半导体制造材料市场规模(亿美元)			
	2015	2016	2017
硅片	71.5	69.8	70.4
掩膜版	32.7	33.4	34.4
光刻胶	13.3	13.4	13.5
光刻胶及配套试剂	18	18.1	18.3
电子气体	35	34	34.9
工艺化学品	14.2	14.8	14.7
靶材	6.3	6.5	7.3
CMP材料	15.9	16.4	17.2
其他材料	30.2	31.8	32.8
总计	237.1	238.2	243.5

来源：SEMI、中泰证券研究所

**图表 103：国内半导体制造材料市场规模 (亿美元)**

我国半导体制造材料市场规模(亿元)			
	2015	2016	2017
硅片	110.54	119.44	125.6
掩膜版	41.45	45.89	50.68
光刻胶	17.09	18.91	20.2
光刻胶及配套试剂	17.99	19.58	24.24
电子气体	32.02	46.45	51.41
工艺化学品	13.16	14.27	18.36
靶材	7.96	8.79	10.65
CMP材料	20.13	23.22	25.71
其他材料	30.04	35.24	40.4
总计	290.38	331.79	367.25

来源：SEMI、中泰证券研究所

- 我们认为中国大陆是世界最主要的电子产品生产区域，旺盛的需求是半导体产业生根发展的土壤，而政策和资金的积极导向有望加快集成电路等产业进口替代进程，半导体等产业正在向中国大陆等地区转移，从而加快大陆电子化学品行业的发展。

**飞凯材料 (300398.SZ)**

- **紫外固化材料发展势头良好，5G 有望带动光纤需求。**2018 年公司的紫外固化涂料业务回暖，呈现出量价齐升态势。5G 有望带来需求增量，据测算，5G 商用化光纤需求量估计将达到 1.92 亿芯公里，相较 4G 需求量显著提升，有望进一步提振紫外固化涂料的需求。
- **国内高端液晶材料龙头，受益行业高速发展。**在政策支持、产能转移以及相关企业技术不断突破背景下，国内液晶面板行业发展迅速，不断拉动上游液晶材料需求。公司 2017 年 9 月完成收购的和成显示公司为国产中高端液晶材料的重要供应商，与下游客户包括京东方、华星光电、中电熊猫、友达光电等大中型 LCD 面板厂商建立了稳定的合作关系。同时，公司作为战略投资者参与八亿时空定增，更奠定国内液晶材料龙头地位，充分受益液晶显示行业高速发展及国产化率提升。
- **电子化学品业务有望快速拓展。**公司致力于电子化学品产业链整合，通过收购大瑞科技进军封装用锡球领域、参股长兴昆电进军封装用环氧塑封料领域，未来发展值得期待。
- **风险提示：**国产混晶需求不及预期的风险、产品价格下跌的风险。

**扬帆新材 (300637.SZ)**

- **扬帆新材主要生产光引发剂 907、巯基化合物等系列产品，是全球光引发剂及巯基化合物主要生产供应商之一。**2017 年公司光引发剂收入占比 41.1%，巯基化合物收入占比 56.1%。光引发剂主要用于光固化材料中，而光固化材料（UV 涂料、UV 油墨、UV 胶粘剂等）广泛应用于 PCB 电路板、微电子加工、造纸、显示、家用电器、木器加工、光纤通讯等行业。巯基化合物产品目前主要以中间体状态用于医药品、农药和染料制造。
- **光引发剂 907 全球龙头，复制产业链运营模式打造全产品方案提供商。**公司产品 907 的核心优势在于实现了从基础化工原材料（巯基化合物）到最终产品的全产业链生产优势，进而占据全球 60% 的市场。在光引发剂行业，公司目前进行产品束的横向延伸，扩充自己的光引发剂品种，当光引发剂品种达到一定程度之后，就可进行不同光引发剂的复配使用，进而从产品供应商变成方案提供商。更进一步，公司可更大范围地进军光固化配方产品市场，将树脂和助剂等市场也纳入延伸领域。对于单一光引发剂产品，公司打算复制 907 的全产业链运营模式，在光引发剂的市场从横向和纵向维度立体打造公司综合竞争壁垒，未来发展值得期待。
- **巯基化合物是公司核心竞争力的来源，将持续受益于环保趋紧和新品放量。**公司通过多年的积累和发展，在巯基精细化学品制造领域形成了全球领先优势。光引发剂 907 也是依靠巯基化合物等上游而称霸全球，且在目前中高端的光引发剂中有近三分之一的品种具备巯基化合物结构，因此公司具备独特的创新优势和潜力。目前环保助力中间体产品价格上涨，公司盈利能力和龙头的优势将会不断加强。加之公司巯基化合物多为定制中间体，新品若放量将带来较大的业绩弹性，18 年 H1 的新品中间体放量是公司业绩高增的主要原因之一。
- **风险提示：**产品价格大幅波动的风险、新增产能建设或不及预期的风险、下游需求或不及预期的风险。



## 折叠屏有望引爆 OLED 显示屏，OLED 材料需求有望爆发式增长

- 近年来 OLED 技术在中小尺寸显示屏领域发展迅速。OLED 较 LCD 而言，有三大优势：色域广、无需背光板和偏光片、固态结构可实现柔性化。随着目前全面屏、窄边框及曲面屏趋势在智能手机领域的不断渗透，AMOLED 有望率先挤占中小尺寸 TFT-LCD 市场。苹果、谷歌等龙头企业在其核心消费电子产品中采用 OLED 屏幕，将加快其他智能手机制造商对 OLED 面板的采纳。
- 全球 AMOLED 产能将从 2017 年 1190 万平米增至 2022 年 5010 万平米，增幅达 320%，成为面板需求增长的另一动因。据 HIS 统计，2017 年有 36% 的智能手机采用了 OLED 屏幕，而到了 2020 年这一比重有望上升至 53%。2017 年 OLED 市场规模达到 240 亿美元，同比增长 45%，2021 年 OLED 面板市场规模有望达到 680 亿美元，2017-2021 年年复合增长率 CAGR 约 30%。

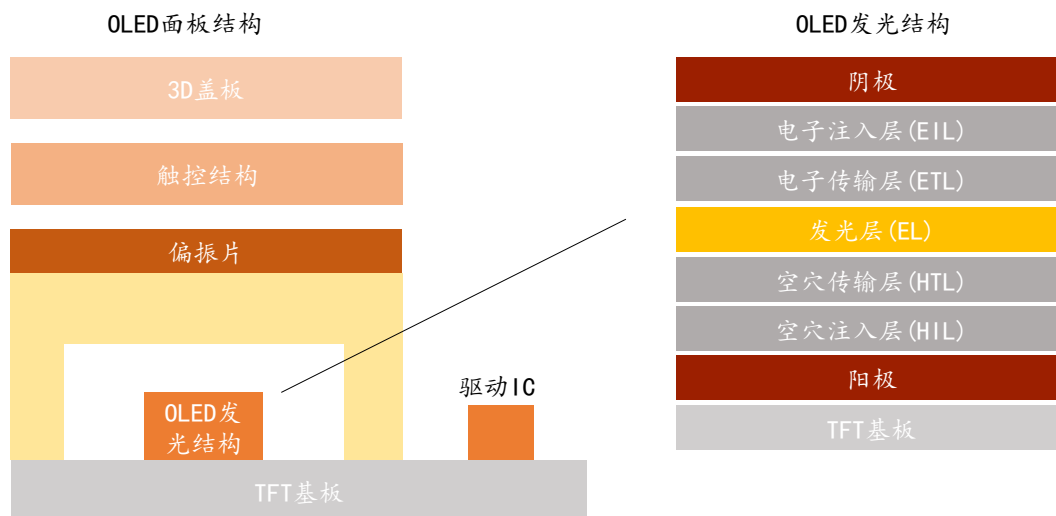
图表 104：国内 OLED 面板新增产能

厂商	代	总产量(片/月)	时间	进程
JDI	G6	13000	2019年第二季度	计划中
LGD	G6	30000	2017年第三季度	建设中
LGD	G6	45000	2018年第二季度	建设中
LGD	G6	30000	待定	计划中
国显光电	G6	30000	2019年第二季度	建设中
和辉光电	G6	30000	2019年第二季度	建设中
华星光电	G6	45000	2020年第一季度	建设中
京东方	G6	48000	2018年第一季度	建设中
京东方	G6	48000	2019年第二季度	建设中
柔宇科技	G5.5	15000	2019年第一季度	建设中
三星	G6	120000	2017年第二季度	建设中
三星	G6	30000	2018年第一季度	建设中
三星	G6	160000	2019年第二季度	建设中
天马	G6	30000	2018年第一季度	建设中
夏普	G4.5	30000	2017年第四季度	建设中
夏普	G6	30000	2018年第三季度	建设中
信利惠州	G4.5	30000	2017年第二季度	建设中
信利惠州	G6	30000	2020年第二季度	计划中

来源：中国电子材料行业协会、中泰证券研究所

- 国内面板企业迎来新一轮投建热潮。目前国内面板企业如京东方等都在投资新建 LCD 及 OLED 产能。据中国产业信息网统计，未来三年 OLED 产线以 6 代线为主，总投资额超过 3000 亿元。**OLED 面板产线建设的加速将带动整条产业链的发展。**与 LCD 产业链一样，OLED 面板产业链较长，设计零部件、产品多，技术路线多元。OLED 产业链包括上游原材料（ITO 玻璃、有机发光材料、驱动 IC 等）、中游 OLED 面板制造和模组组装、下游的显示应用领域。其中，发光材料是 OLED 面板的核心组成部分，其在面板成本中的占比约为 12%。
- 据 IHS 数据，单片 AMOLED 面板中的平均材料成本为 7.2 美元，而预计 2018 年全球 AMOLED 面板出货量将达到 6 亿片，因此 2018 年 OLED 材料市场规模约为 43 亿美元，对应中间体市场份额约为 4 亿美元。

图表 105: OLED 材料产业链



来源：中泰证券研究所

- 有机发光材料又是整个 OLED 产业链中技术壁垒最高的领域，基本被外国企业所垄断，原因是 OLED 终端材料涉及非常多的专利，且主要掌握在欧美和日韩企业的手中，欧美企业以聚合物材料见长，而日韩企业则以小分子材料为主。国内企业在终端材料上的研发起步较晚，缺乏关键的材料专利，限制了单体材料和终端材料制造工艺的发展。
- 目前，我国材料厂商技术能力相比于外资企业还较为落后，我国材料厂商目前主要生产 OLED 材料的中间体和单体粗品，销往欧、美、日、韩等地的企业，这些企业进一步合成或升华成单体。我国作为全球主要的中间体及单体粗品供应国，部分企业已经进入三星、LG 等龙头企业的核心供应链，随着下游 OLED 市场的爆发，将带动材料市场快速发展，我国 OLED 材料企业将率先受益。重点推荐拟与中国台湾显镭光电合资切入发光层、传输层及空穴材料领域的强力新材。

**强力新材 (300429.SZ)**

- **UV 电子化学品龙头。**公司是国内优质的 UV 电子化学品龙头企业，主要产品为光刻胶专用化学品，主要下游为印制电路板 (PCB) 和显示 (LCD/OLED)、半导体领域。公司是全球 PCB 光刻胶的主要材料供应商。公司的 LCD 光刻胶光引发剂系列产品更是打破了巴斯夫等跨国公司对该类产品的垄断，填补了国内空白，获得了中国国家知识产权局、韩国知识产权局、日本特许厅和欧洲专利局授权的多项发明专利。公司还从事半导体 KrF 光刻胶用光酸、光酸中间体及聚合物用单体的生产及销售。目前，光酸中间体已商业化量产，主要客户是日本东洋合成、和光纯药等全球主要 KrF 光刻胶用光酸生产企业；光酸及单体已向 TOK、JSR、住友化学等主要 KrF 光刻胶企业认证销售。
- **携手中国台湾显镭光电，强力显镭有望成为 OLED 材料头部企业。**基于电子化学品领域技术研发和品控优势及显示面板行业客户基础，结合中国台湾显镭 OLED 发光有机材料技术优势，成立控股子公司强力显镭，全面布局 OLED 材料领域。目前强力显镭现阶段 OLED 升华材料已经量

产，已进入国内主要 OLED 面板厂的研发线及生产线，OLED 材料升华生产线已建置 6 台升华机，1 台蒸镀机。强力显镭与 LG 化学签订《实验室运营合作协议》，在成都联合设立 OLED 材料评价实验室，向中国的显示面板厂提供 OLED 材料的方案。此次强力显镭与国际龙头 LG 化学建立合作关系，有助于公司在 OLED 材料领域技术提升，进一步拓展市场，同时为后续可能的深化合作打下基础。

- **风险提示：**PCB 和 LCD 领域需求不及预期、OLED 领域技术拓展不及预期、绿色 UV-LED 固化新业务拓展不及预期。

### “国六”已至，新材料需求提升

2020 年 7 月 1 日起，国内第六阶段机动车污染物排放标准（简称“国六”）将在全国实施。其中，深圳、北京、广州、杭州、天津及上海等城市及山东、河南、海南、广东及河北等省份将在 2019 年 7 月 1 日起提前实施“国六”标准。针对“国六”升级的排放标准要求，尾气处理改进主要是汽油车加装 GPF，柴油车加装 SCR 和 ASC 系统且 SCR 催化剂为铜和沸石体系。“国六”标准的尾气处理需求，预期将带动蜂窝陶瓷、沸石分子筛等新材料需求的快速提升。

图表 106：尾气处理催化材料供应商

	海外企业	国内企业
蜂窝陶瓷	日本 NGK、美国康宁等	王子制陶（国瓷材料）、奥福环保等
分子筛	美国 Zeolyst、日本东曹、德国巴斯夫等	万润股份、江苏天诺等
氧化铝	南非 Sasol、比利时 Solvay、美国 PIDC 等	国瓷材料、中天利等
铈锆	日本 ANAN、比利时 Solvay、加拿大 AMR 等	国瓷材料、天津海赛等
贵金属	德国巴斯夫、英国庄信万丰等	贵研铂业、杭州凯大等

来源：新材料在线，中泰证券研究所

### 国瓷材料（300285.SZ）

- 公司 2018 年实现营业收入 17.98 亿元，同比增长 47.65%，实现归母净利润 5.43 亿元，同比增长 121.81%。2019Q1 实现营业收入 4.65 亿元，同比增长 43.85%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比增长 59.08%。
- **多业务布局，内生外延助力公司高速发展。**2018 年公司 MLCC 业务再创新高；蜂窝陶瓷项目 2018 年实现收入 1.7 亿元，净利润 8836 万元。全资子公司爱尔创 2018 年实现销售收入 3.8 亿元，净利润 8854 万元，超额完成业绩承诺。氧化锆陶瓷快速进入消费电子领域，看好后续产品导入。
- **蜂窝陶瓷项目，打破国外技术垄断。**随着“国六”标准的推行，公司催化材料业务有望实现快速增长。2018 年蜂窝陶瓷项目东营一期工厂建设完成并投产，该产品打破国外技术垄断。
- **风险提示：**下游需求推进不达预期；公司外延扩张产生商誉较大。

### 万润股份（002643.SZ）

- 公司 2019Q1 实现营业收入 6.62 亿元，同比增长 0.62%，实现归母净

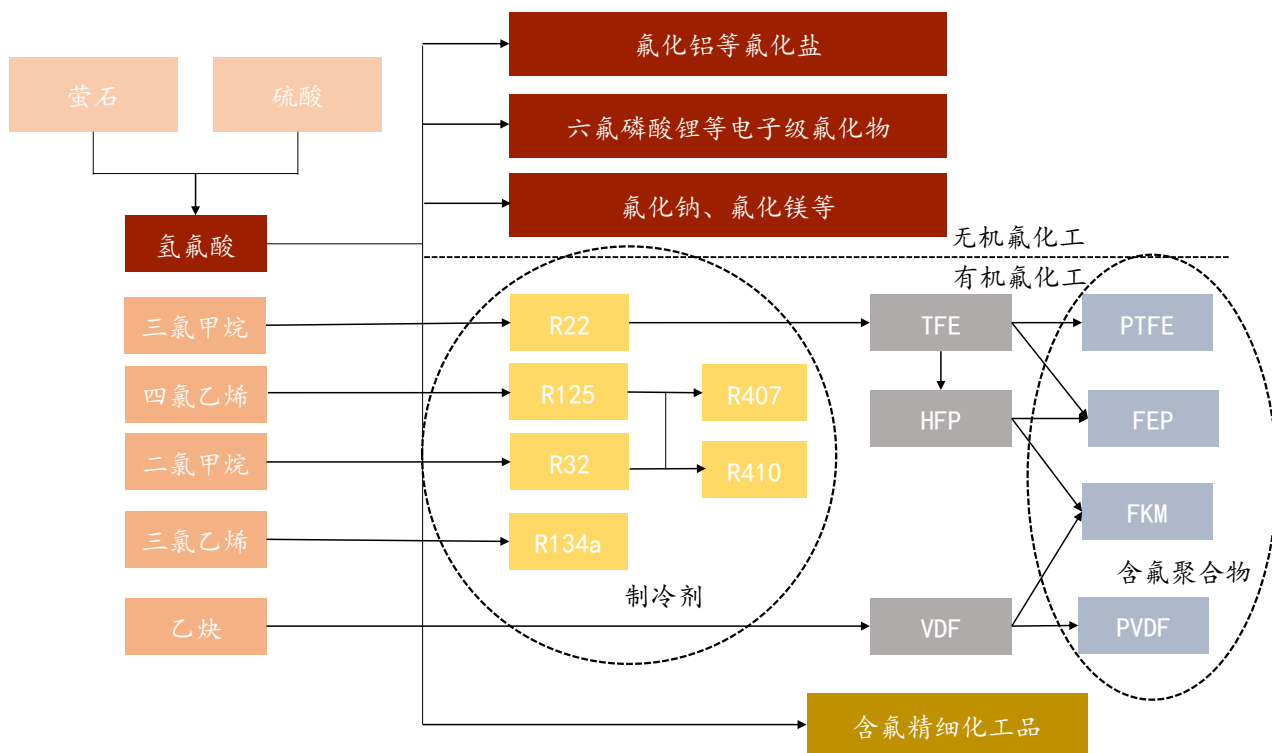
利润 1.01 亿元，同比增长 58.09%。

- **“国六”导向，沸石放量在即。**公司沸石产能持续增加，由 850 吨/年增长至 3350 吨/年，18 年满产满销。公司 2018 年 9 月发布可转债，进一步扩大沸石产能，2020 年有望达到 9850 吨/年。公司绑定庄信万丰，业务放量在即。
- **OLED 业务不断突破。**公司为国内 OLED 领先企业，子公司九目化学 2018 年实现营业收入 2.36 亿元，净利润 2318 万元。随着 2019 年，三星，华为陆续发布可折叠手机及 LG 发布可卷曲电视，下游需求放量有望带动公司 OLED 业务增长。
- **风险提示：**下游需求短时间不能释放；公司扩产进展晚于预期。

### 氟化工新材料前景广阔

- 氟化工泛指一切生产含氟产品的工业，氟作为自然界化学性质最活泼的元素，存在于种类繁多的有机和无机物之中。含氟物质往往具有稳定性高、不沾性好等独特特性，具有较高的工业和商业价值。氟化工产品主要分为无机氟化物、制冷剂、含氟聚合物和含氟精细化学品四大类，后三类统称为有机氟化物。

图表 107：氟化工产业链图



来源：中泰证券研究所

- 含氟聚合物性质优良，运用广泛。聚四氟乙烯（PTFE）、PVDF（聚偏二氟乙烯）与全氟乙烯丙烯共聚物（FEP）是氟聚合物最主要的产品，占据全球约 80% 的含氟聚合物市场。而 PTFE 是最为重要的氟聚合物，被美誉为“塑料王”，是由四氟乙烯单体聚合而成的聚合物，是一种类似

于 PE 的透明或不透明的蜡状物。PTFE 耐热、耐化学品性能良好，摩擦系数低，电气绝缘性能十分优异，能在高温下连续使用。

**图表 108：含氟材料主要应用领域**

新兴产业	含氟材料	应用领域
新能源	含氟背板膜 (PVDF 膜、PVF 膜、ETFE 膜)	太阳能
	含氟前板膜 (ETFE 膜、FEP 膜)	
	叶轮氟涂料、冷却工质	风能
	电解液材料：电解质锂盐 (六氟磷酸锂、三氟甲基磺酸锂、双三氟甲基磺酰亚胺锂、双氟磺酰亚胺锂等)、电解液溶剂 (氟代碳酸乙烯酯)	锂电池
	锂电池电极用粘合剂 (PVDF 粘合剂)	
	隔膜 (PVF 膜)	
	正极材料 (氟化石墨)	
		含氟质子膜
	含氟锂电池材料、氟橡胶	动力锂电池、密封
新兴信息	含氟液晶、含氟电子化学品、电缆	含氟液晶、含氟电子化学品、电缆
新医药	新型含氟中间体、高效氟化试剂	含氟创新农药
节能环保	PVDF 中空纤维膜	污水处理
	PTFE 滤膜	污染物过滤
	氟碳涂料	建筑

来源：《化学工业》、中泰证券研究所

- 根据《中国氟化工行业“十三五”发展规划》，预计“十三五”期间，PTFE 产品将随着其在线缆、节能环保领域中的应用不断加大，预计其需求仍将保持 8% 左右的增长速度。FEP 产品随着高层建筑用通讯电缆、局域网电缆、4G 网络基站、智能手机用导线以及各类特种电缆等方面的需求增长，预计将保持在 10% 左右的增长速度。PVDF 产品将随着风电、泥多佛大产业、新能源、环保、桥梁、建筑等行业的发展，其需求预计将保持 10% 左右的增长速度。ETFE、PFA、PCTFE、PVF 等产品将随着生产技术水平的不断突破，加之国内航空工业、农业、建筑及半导体制造等行业的发展，预计将会以 15% 以上的速度增长。
- 萤石是不可再生稀缺资源，价格有望长期稳步上行。近年来，国家对萤石的相关政策发生较大变化，不断提高萤石开采的门槛，以加大对萤石资源的保护。《全国矿产资源规划（2016-2020 年）》在 2016 年将萤石列入“战略性矿产名录”。资源税等相关政策的出台以及环保相关政策的实施也对萤石矿开采行业造成较大影响。叠加上环保要求的逐渐趋严，萤石小型矿企难以达到开采要求，大规模退出正在发生。近十年来，尽管我国的萤石储量仅占到全球的 15%，但是产量和出口量长期占据全球的 50% 以上。据 USGS 于 2018 年公布的数据显示，中国和墨西哥是世界上产量最大的两个国家，产量分别为 380 万吨和 99 万吨，占全球产量的 63.3% 和 16.5%。由于我国萤石回采率低，据相关测算，按照当前的萤石开采速度，在未来没有新发现可开采萤石资源的前提下，再有 10.8 年的时间，我国的萤石就会枯竭，情况岌岌可危。

**图表 109：萤石价格稳步上行**


来源：Wind、中泰证券研究所

### 巨化股份 (600160.SH)

- **国内氟化工龙头。**公司是国内领先的氟化工、氯碱化工综合配套的氟化工先进制造业基地，主营业务为基本化工原料、食品包装材料、电子化学材料、氟化工原料及后续产品的研发、生产与销售，拥有氯碱化工、硫酸化工、基础氟化工等氟化工、电子化学材料必需的产业自我配套体系，并以此为基础，形成了包括基础配套原料、氟制冷剂、有机氟单体、含氟聚合物、精细化学品、电子化学材料等在内的完整的氟化工产业链，并涉足石油化工产业。
- **产业链配套完整。**公司拥有各类制冷剂产能 30.2 万吨，其中 R22 产能 13 万吨，国内第二；三代制冷剂 R125、R32、R134a 总产能全球龙头，国内唯一用自有技术实现第四代氟制冷剂产业化生产的企业，同时具备 8 万吨无水氢氟酸的原料配套，改性 PTFE1.5 吨/年、FEP0.5 吨/年，PVDC 新型材料 3.5 万吨，技术、规模、上下游协同优势明显。2017 年初至今 R22、R134a、R125、R32 价格大幅上涨，制冷剂价格底部反转带动公司盈利能力大幅增强。
- **积极布局各类含氟新材料，研发实力突出。**公司近来不断向下游扩产各类高附加值的含氟聚合物产品，包括 FEP、PVDF 等。公司目前拥有 PVDC 产能 3.5 万吨/年，规模全球第三，国内市场占有率 60% 以上，未来规划扩产至 10 万吨/年。公司还拥有改性 PTFE1.5 吨/年、FEP0.5 吨/年。此外，公司以现金方式收购控股股东巨化集团有限公司所持有的浙江巨化技术中心有限公司 100% 股权和浙江巨化新材料研究院有限公司 100% 股权，收购完成后，公司的研发实力将近进一步加强，有利于增加公司技术储备，快速增强核心技术自主创新能力，提升公司核心竞争力和可持续发展能力。
- **风险提示：**制冷剂需求减弱的风险、主要产品价格大幅下降的风险、新材料放量或不及预期的风险。

## 具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的企业

- 安全环保执行到位，财务状况稳健，具有长期研发和技术壁垒的优质龙头企业可作为防守配置，获得长期的估值溢价和  $\alpha$  收益。建议投资者关注化工行业中具备不断整合能力的白马龙头，以及具有稳定分红的现金牛企业。

### 万华化学（600309.SH）

- 公司 2018 年实现营业收入 606.21 亿元，同比增长 14.11%；实现归母净利润 106.10 亿元，同比减少 4.71%。公司 2019Q1 实现营业收入 159.52 亿元，按照调整后合并财务报表比较，同比减少 8.3%，实现归母净利润 27.96 亿元，同比减少 45.98%。
- 打造全球化化工巨头。万华是化工行业标杆企业。自 2001 年上市以来，其主营业务由单一的 MDI，拓展到 MDI、TDI、聚醚、丙烯系列产品在内的三大业务板块。
- 拥有异氰酸酯核心高壁垒技术，规划新一代技术扩产计划。全球掌握 MDI 核心技术的企业只有万华、巴斯夫、科思创、亨斯迈、陶氏、东曹及三井等七家公司，CR5 占比超过 88%。公司目前拥有 MDI 产能 210 万吨，后续规划新增并购产能 120 万吨，除此之外，其他公司产能新增有限。
- 一体化园区，多元业务协同发展，构建低成本运营优势。公司拥有一体化园区，整个园区与公司聚氨酯主业相配合，在实现多元发展的同时，产业链布局，优化成本结构，降低园区整体加工成本。
- 风险提示：受中美贸易影响，公司产品销售有阻碍；产品价格持续下滑。

### 华鲁恒升（600426.SH）

- 公司 2019Q1 实现营业收入 35.42 亿元，同比增长 3.03%；实现归母净利润 6.42 亿元，同比下降 12.51%，环比提升 32.4%。
- 公司 2019Q1 主要产品销量均同比有所增长，价差同比扩大主要是乙二醇、DMF、己二酸、正丁醇。
- 拟投项目空间可期。19 年 3 月公司公告拟投资建设 16.66 万吨精己二酸品质提升项目和酰胺及尼龙新材料项目，努力提升合成气附加值，打造一体化新材料产业基地。己二酸项目达产后预计实现年均营收 19.9 亿元，年均利润总额 2.96 亿元；酰胺及尼龙新材料项目达产后可实现年均收入 56.1 亿元，年均利润总额 4.46 亿元，新增 30 万吨己内酰胺、20 万吨甲酸及 20 万吨尼龙 6 切片产能。
- 风险提示：新产能规划进展不达预期；宏观经济下行，影响产品销售；原材料价格波动较大。

### 龙蟒佰利（002601.SZ）

- 钛白粉价格中枢仍处高位，公司持续享受龙头溢价。据卓创资讯，2018

年佰利联出厂均价为 18009 元/吨，较 2017 年均价下降 200 元/吨，钛白粉价格中枢虽有下滑但仍旧维持高位。展望 2019 年，认为钛白粉需求虽处下行周期，但供给端持续钝化有望促使钛白粉供需格局仍旧良好。供给端：2018 年钛白粉新增产能为 10 万吨，产能增速有限。且长期来看，硫酸法新增装置受环保限制，氯化法还有待进一步技术突破，扩产话语权掌握在少数氯化法企业手中，供需结构的持续改善和龙头集中的趋势明显。需求端：外需高增带动需求有望维持稳定。内需方面，2018 年我国商品房销售面积增速为 2.9%，增速回归下行通道，但认为在“稳定内需”的大背景下，房地产销售面积预计较 2017 年有所下滑但仍有望维持在较高水平，从而带动钛白粉需求稳定。再者，由于美国处于“二次置业”带来的地产景气向上周期叠加东南亚地区仍处于地产景气周期，导致海外钛白粉需求向好，叠加国外钛白粉巨头提价，出口有望持续向好。

- **新增产能即将投产，龙头溢价持续。**公司目前具备 56 万吨/年钛白粉名义产能，实际产量可高达近 60 万吨。此外，目前公司正有 20 万吨氯化法扩产项目在建，当前项目建设进度达 65%，有望明年投产，贡献业绩增量，届时公司作为全球钛白粉龙头的地位有望进一步提升。从全球角度来看，氯化法是钛白粉主流工艺，基本由国外企业垄断，随着龙蟒佰利氯化法的优化和扩产，公司将真正拥有争取全球氯化法钛白粉市场的能力，核心资产价值越发凸显。公司持续加码上游钛资源，原材料自给率有望进一步提升。公司目前已拥有较大规模的钒钛磁铁矿资源，拥有 78 万吨钛精矿产能，原材料供应稳定，当前原材料自给率接近 6 成，具有全产业链优势。公司仍在积极布局上游资源，产业链一体化布局仍有望进一步加强。
- **风险提示：**项目投产不达预期的风险、钛白粉价格大幅下行的风险。



## 风险提示

- **宏观经济超预期下行的风险：**宏观经济主要决定大部分化工产品的需求端，若宏观经济超预期下行，可能导致化工产品需求的超预期下行，进而导致相关公司股价表现不及预期。
- **产品价格或不及预期的风险：**从短中期的时间来看，产品价格是相关化工公司业绩弹性的主要来源，也是相关产品行业供需格局的显性表现，如果产品价格不及预期，可能导致相关化工公司业绩不及预期，进而影响股价表现。
- **原材料价格大幅波动的风险：**上游原材料价格通过成本对产品价格和相关上市公司盈利产生很大影响，若上游原材料价格大幅波动，可能导致相关公司失去价格催化剂且业绩也存在较大波动的可能。
- **全球贸易情况不乐观的风险：**在关于进出口关税等多种问题上发达经济体与中国之间存在产生纠纷的可能，若此类情况导致国际贸易情况不乐观，存在较大可能对市场情绪产生影响并对相关进出口依赖较强的化工企业基本面产生冲击。
- **全球市场动荡的风险：**国际政治经济格局错综复杂，国际市场具有一定的不确定、不可控因素。

**投资评级说明:**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明:**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。