



## 强于大市

# 化工行业 2019 年中期策略

公司名称	股票代码	股价(人民币)	评级
扬农化工	600486.SH	56.2	买入
利尔化学	002258.SZ	13.41	买入
卫星石化	002648.SZ	15.46	买入
华鲁恒升	600426.SH	15.25	买入
浙江龙盛	600352.SH	16.73	买入
飞凯材料	300398.SZ	13.35	买入
国光股份	002749.SZ	12.07	买入
桐昆股份	601233.SH	15.75	买入
海利得	002206.SZ	4.18	买入
金禾实业	002597.SZ	18.77	买入
广汇能源	600256.SH	3.63	买入

资料来源：万得，中银国际证券  
以 2019 年 7 月 1 日当地货币收市价为标准

### 相关研究报告

《化工行业 2018 年报及 2019 年一季报综述》  
20190507

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

### 化工

#### 余嫛嫛

(8621)20328550  
yuanyuan.yu@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

#### 鞠龙

(8621)20328513  
long.ju@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060002

#### 王海涛

(8610)66229353  
haitao.wang@bocichina.com  
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

## 景气回落集中度提升，聚焦龙头与确定性

全球经济下行压力显现，需求承压。供给端新一轮扩产产能将陆续投产，行业景气回落。目前部分产品库存处于极低水平，行业估值亦处于历史较低分位。维持行业强于大市评级。判断行业集中度持续提升，龙头企业获得更多市场份额与更高盈利水平。

### 主要观点

- **2019 年上半年行业回顾：**供给端来看，2019 年 1-4 月固定资产投资增速放缓，但上市公司在建工程持续走高，我们判断，此轮行业扩产或主要集中于行业龙头企业。行业内部来看，“响水事故”、园区整顿等政策对部分行业影响仍较大。需求端来看，国内下游需求有所分化，外需面临较大不确定性。需要指出的是，近几个月部分产品库存快速下滑，目前库存处于极低水平，显示实体企业对未来需求的悲观预期。
- **估值较低，已包含悲观预期：**2019 年一季度上市公司总体利润有所下滑，内部分化显著。另一方面，当前估值已处于历史较低水平，隐含市场对未来悲观预期。
- **油价判断：**进入 2019 年，原油价格波动较大。受到全球贸易增速放缓、需求下滑等影响，各机构纷纷下调原油需求预期。展望下半年，我们基于中性偏保守估计，假设中美贸易摩擦不断，甚至在个别时间点出现激化和扩大，欧洲出现更多不稳定因素，英国脱欧的效应持续扩散，民族和信仰问题不断迸发，全球 GDP 增速出现滑落，预计油价中枢可能较 2018 年水平回落 10 美元/桶，即布伦特中枢为 63 美元/桶，WTI 中枢为 56 美元/桶。

### 投资建议

- **维持行业“强于大市”评级。**短期来看，目前部分行业库存处于极低水平，三季度部分产品补库可能引起产品价格反弹。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。重点关注以下几条主线：
- **供给端持续优化的子行业：**农药行业在环保影响下供给持续收缩，龙头企业新项目不断投产贡献业绩增量，推荐利尔化学、扬农化工；染料价格有望维持高位，推荐浙江龙盛。维生素供给端格局优化，关注新和成。
- **需求端因进口替代或渗透率提升的领域：**电子化学品进口替代空间巨大，部分龙头企业获得大基金持股，并进入国际一流企业供应链，推荐飞凯材料，关注万润股份、雅克科技等；消费升级，食品添加剂需求提升，推荐金禾实业。
- **民营大炼化陆续投产，PTA 盈利有望走高。**推荐桐昆股份。关注恒逸石化、荣盛石化、恒力股份等。此外，卫星石化乙烷裂解项目预计 2020 年建成投产，建议关注。
- **行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。**长期重点关注万华化学、华鲁恒升。

### 风险提示：

- 油价异常波动风险；环保政策变化带来的风险；宏观经济大幅下行风险。



## 目录

<b>行业数据回顾：景气回落，有所分化</b> .....	<b>7</b>
全球经济下行压力显现，化工行业景气回落.....	7
国内化工产品价格环比继续回落，利润率出现分化.....	9
下游需求有所分化.....	12
供给端：在建工程继续攀升，园区整顿等对部分行业影响仍较大.....	12
成本端：原油价格“先扬后抑”，中枢价格同比回落.....	15
上市公司 2019Q1 业绩回顾：营业收入增长，利润有所下滑.....	17
小结-景气回落，集中度提升.....	20
<b>供给端持续优化的子行业：维生素、染料、农药</b> .....	<b>21</b>
农药价格高位运行，关注新增产能投放企业.....	21
染料供给寡头垄断，高景气有望维持.....	23
维生素下游需求平稳增长，行业格局改善.....	26
<b>需求进口替代或渗透率提升行业：电子化学品、食品添加剂</b> .....	<b>33</b>
电子化学品快速发展，国产替代空间大.....	33
科创板开板在即，新材料企业估值有望随之提升.....	36
消费升级，食品添加剂需求提升.....	37
<b>行业优胜劣汰，长期看好优秀龙头企业</b> .....	<b>43</b>
MDI 价格短期承压，长期看好万华化学.....	43
华鲁恒升：优秀的煤化工企业，新旧动能转换助力发展.....	46
<b>投资建议</b> .....	<b>48</b>
<b>重点公司估值表</b> .....	<b>49</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>50</b>



## 图表目录

图表 1.摩根大通全球综合 PMI 持续下滑 .....	7
图表 2.发达经济体制造业 PMI 持续下滑 .....	7
图表 3.IMF 预测 2019 年全球 GDP 和贸易增长增速下降 .....	7
图表 4.全球主要经济体出口增速下滑 .....	7
图表 5.全球化工行业 PMI 新订单指数持续下滑 .....	8
图表 6.全球汽车及零部件产量指数走势下滑 .....	8
图表 7.2017 年主要经济体跟美国化工贸易情况 .....	8
图表 8.2017 年对美国化工产品贸易差额排名 .....	8
图表 9.2017 年中国化工产品对美国出口占比情况 .....	9
图表 10.化工行业主营业务收入同比增速 .....	9
图表 11.化学原料及化学制品利润总额走势 .....	9
图表 12.橡胶和塑料制品利润总额走势 .....	10
图表 13.化学纤维利润总额走势 .....	10
图表 14.化学原料及化学制品销售利润率继续走高 .....	10
图表 15.化学纤维、橡胶和塑料制品销售利润率 .....	10
图表 16.化学工业 PPI 走势 .....	10
图表 17.化学原料和化学纤维 PPI 走势 .....	10
图表 18.主要化工产品价格情况 .....	11
图表 19.汽车产量增速回落 .....	12
图表 20.房地产新开工面积和竣工面积同比 .....	12
图表 21.国内家电行业平稳 .....	12
图表 22.国内纱和布产量增速平稳 .....	12
图表 23.化工上市公司在建工程情况 .....	13
图表 24.化工上市公司（剔除涤纶）在建工程情况 .....	13
图表 25.化工行业固定资产投资放缓 .....	13
图表 26.江苏主要农药和染料产能占全国比重 .....	13
图表 27.江苏主要基础化工产能占全国比重 .....	13
图表 28.江苏省化工园区详表 .....	14
图表 29.化学原料及制品历史产成品存货 .....	15
图表 30.橡胶和塑料制品业历史产成品存货 .....	15
图表 31.化学纤维制造业历史产成品存货 .....	15
图表 32.国际原油期货价格走势 .....	16
图表 33.OPEC 原油日产量持续下降 .....	16



图表 34.美国原油产量持续提升 .....	16
图表 35.OECD 地区原油库存 .....	17
图表 36.美国商业原油库存.....	17
图表 37.主要能源机构下调原油需求增量情况 .....	17
图表 38.化工板块经营数据分析 .....	18
图表 39.化工子行业 2019Q1 营业收入同比增长率比较 .....	18
图表 40.化工子行业 2019Q1 归母净利润同比比较 .....	18
图表 41.2019Q1 化工子行业各指标及同比增长.....	19
图表 42.板块市盈率处于较低水平.....	20
图表 43.板块市净率处于较低水平.....	20
图表 44.全球粮食库存情况.....	21
图表 45.全球粮食价格底部企稳 .....	21
图表 46.先正达种子业务恢复增长.....	21
图表 47.全球农药市场销售额底部反弹 .....	22
图表 48.我国农药产量增速持续走低 .....	22
图表 49.我国农药出口情况.....	22
图表 50.陶氏化学库存走高 .....	22
图表 51.巴斯夫化学库存走高.....	22
图表 52.百菌清和代森锰锌价格走势 .....	23
图表 53.草铵膦和草甘膦价格走势.....	23
图表 54.功夫菊酯价格走势.....	23
图表 55.联苯菊酯价格走势 .....	23
图表 56.染料产业链.....	24
图表 57.染料下游应用领域.....	24
图表 58.染料产量占比（2018 年） .....	24
图表 59.我国规模以上企业印染布产量 .....	24
图表 60.纺织业景气指数回升.....	24
图表 61.活性染料产能分布 .....	25
图表 62.分散染料产能分布 .....	25
图表 63.历年染料行业销售收入 .....	25
图表 64.历年我国染料产量.....	25
图表 65.染料中间体价格上涨.....	26
图表 66.活性染料和分散染料市场价格走势 .....	26
图表 67.主要维生素产品 .....	26
图表 68.部分维生素下游需求结构.....	27



图表 69.全球饲料产量稳步上升 .....	27
图表 70.三种不同维生素 A 合成工艺比较.....	27
图表 71.维生素 A 产业链.....	27
图表 72.维生素 A 下游需求结构 .....	28
图表 73.2018 年我国饲料下游分类.....	28
图表 74.能繁母猪存栏量持续下降.....	28
图表 75.生猪存栏量持续下降.....	28
图表 76.肉禽饲料产量持续增长 .....	29
图表 77.禽蛋饲料产量较稳定.....	29
图表 78.维生素 A 出口增速较快 .....	29
图表 79.维生素 A 出口国别 (2019 年 1-4 月) .....	29
图表 80.全球维生素 A 产能分布 .....	29
图表 81.全球柠檬醛产能分布.....	30
图表 82.2010 年至今维生素 A 价格走势.....	30
图表 83.维生素 E 产业链图 .....	31
图表 84.维生素 E 需求结构 .....	31
图表 85.全球维生素 E 市场判断 .....	31
图表 86.维生素 E 出口量持续走高.....	32
图表 87.维生素 E 出口国别 (2019 年 1-4 月) .....	32
图表 88.全球维生素 E 产能分布 .....	32
图表 89.2007 年至今维生素 E 价格走势.....	32
图表 90.国家对显示材料行业的政策支持.....	33
图表 91.LCD 产业链 .....	33
图表 92.液晶面板下游需求.....	34
图表 93.全球液晶面板出货面积 .....	34
图表 94.液晶电视面板的平均尺寸逐年增加 .....	34
图表 95.我国液晶电视面板出货量.....	34
图表 96.大陆液晶面板产能占比持续提升.....	35
图表 97.2018 年全球液晶面板出货量排名.....	35
图表 98. TFT 全球市场份额 .....	35
图表 99. 国内 TFT 液晶材料市场需求.....	35
图表 100.全球及中国半导体销售额 (当季值) .....	36
图表 101.半导体化学品产业链图示.....	36
图表 102.半导体化学品在芯片生产流程中的应用.....	36
图表 103.拟上市科创板化工相关企业汇总.....	37



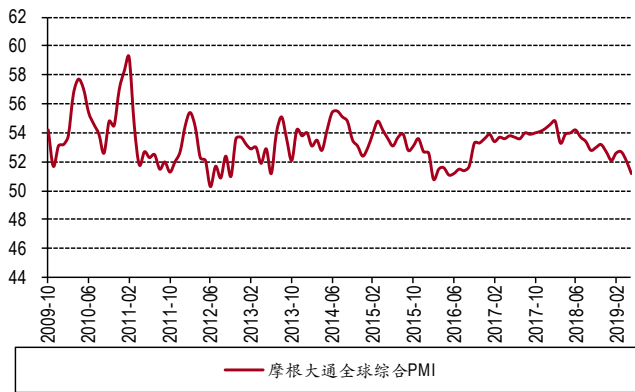
图表 104.甜味剂分类.....	37
图表 105.主要甜味剂发展历程.....	38
图表 106.2017 年全球糖尿病患者人数分布.....	38
图表 107.2017 年糖尿病患者人数排名前十的国家.....	38
图表 108.各国糖税政策.....	39
图表 109.蔗糖仍然是最主要的甜味剂.....	39
图表 110.中国市场低糖产品销售额逐年增加.....	39
图表 111.各种甜味剂对比.....	40
图表 112.2015 年功能性甜味剂市场份额.....	40
图表 113.全球甜味剂市场.....	40
图表 114.美国甜味剂消费量.....	41
图表 115.西欧甜味剂消费量.....	41
图表 116.日本甜味剂消费量.....	41
图表 117.加拿大甜味剂消费量.....	41
图表 118.我国甜味剂以甜蜜素为主.....	41
图表 119.万华化学产业链图.....	43
图表 120.全球 MDI 需求稳步增长.....	44
图表 121.国内电冰箱产量.....	44
图表 122.塑料人造革、合成革产量回升.....	44
图表 123.全球前五大 MDI 产能占比达 88%.....	45
图表 124.全球分地区 MDI 产能.....	45
图表 125.MDI 新增产能.....	45
图表 126.公司石化系列主要中间品及产品产能.....	45
图表 127.华鲁恒升产业链.....	46
图表 128.公司主要产品产能.....	46
图表 129.煤气化技术图.....	47
图表 130.“一头多线”示意图.....	47
图表 131.重点公司估值表.....	49

## 行业数据回顾：景气回落，有所分化

### 全球经济下行压力显现，化工行业景气回落

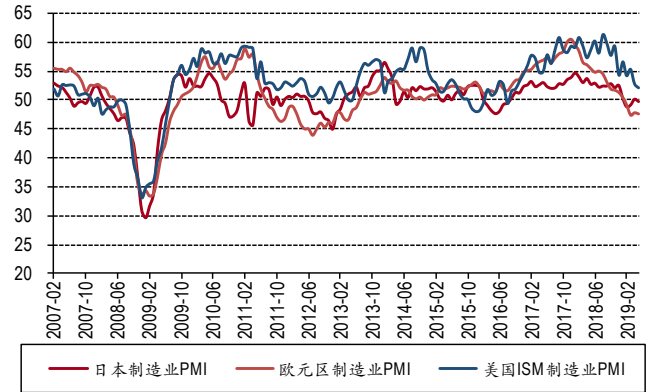
全球经济下滑的态势进一步得到确认。摩根大通公布的5月全球综合PMI仅为51.20，较上月回落0.90个百分点，较去年同期下降2.8个百分点，创两年半来新低。

图表 1. 摩根大通全球综合 PMI 持续下滑



资料来源：万得，中银国际证券

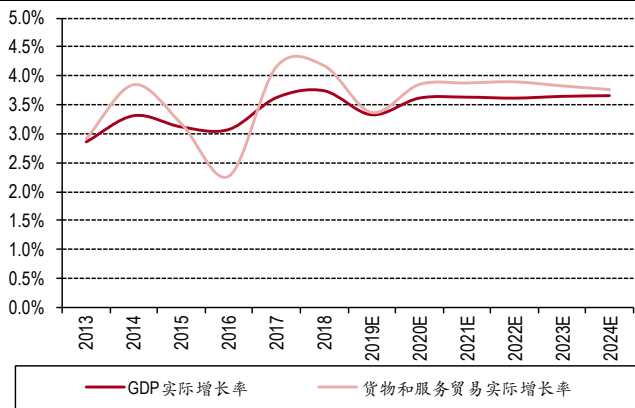
图表 2. 发达经济体制造业 PMI 持续下滑



资料来源：万得，中银国际证券

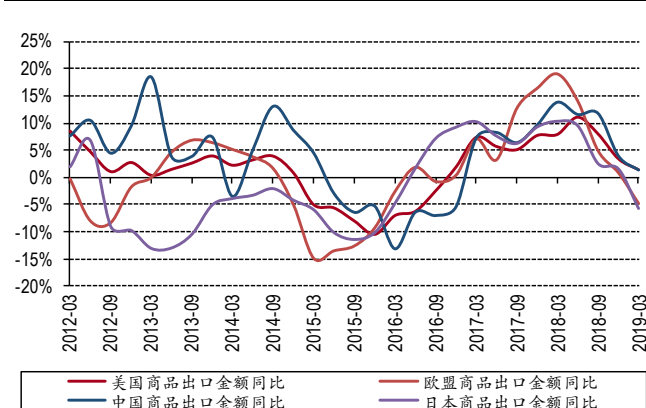
贸易摩擦等事件对全球经济的影响或正在逐步显现。根据国际货币基金组织（IMF）预测，受到贸易摩擦等影响，2019年全球经济增长3.33%，同比下滑0.41个百分点；全球货物和服务贸易增长率3.37%，同比下滑0.80个百分点。从全球主要经济体出口数据同比增速来看，四个主要经济体出口金额增速都大幅下降，其中欧盟和日本在2019Q1已经开始负增长，美国和中国增速分别为1.48%、1.36%。

图表 3. IMF 预测 2019 年全球 GDP 和贸易增长增速下降



资料来源：IMF，中银国际证券

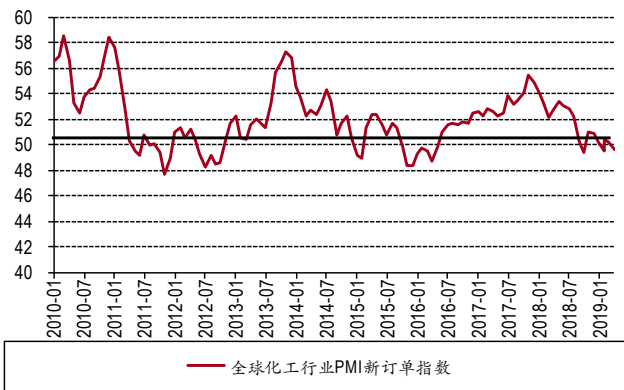
图表 4. 全球主要经济体出口增速下滑



资料来源：万得，中银国际证券

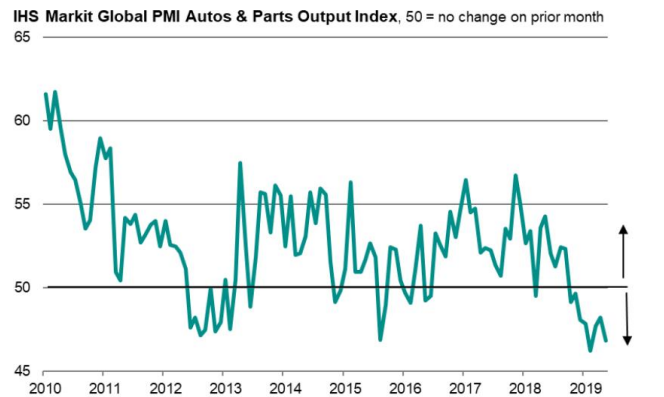
全球化工业 PMI 指数跌破荣枯线。根据 IHS 发布的全球化工业 PMI 数据，其值于 2016 年 6 月突破荣枯线后，2018 年 10 月跌破荣枯线，2019 年 5 月 PMI 指数为 49.6。对应化工产品下游汽车及零部件行业，其指数在 2018 年 10 月击穿荣枯线，至 2019 年 5 月为 46.9，显示行业景气持续下行。

图表 5.全球化工行业 PMI 新订单指数持续下滑



资料来源: IHS, 中银国际证券

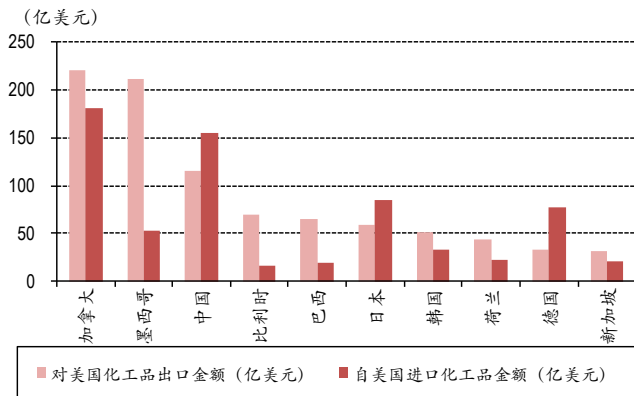
图表 6.全球汽车及零部件产量指数走势下滑



资料来源: IHS, 中银国际证券

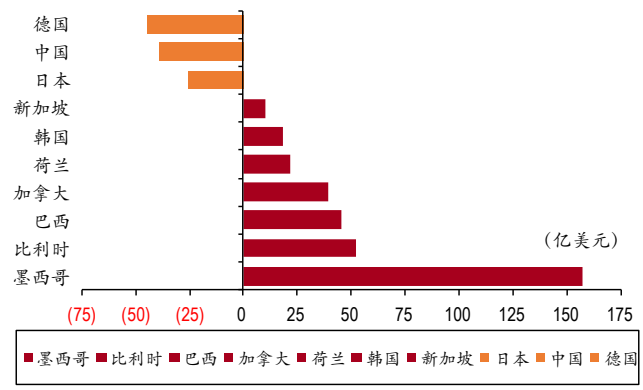
中美贸易争端持续, 对化工产品贸易有影响。根据 ACC 数据, 2017 年我国对美国化工产品出口为 115.36 亿美元, 同时自美国进口化工产品为 154.63 亿元, 整体贸易逆差为 39.27 亿美元。

图表 7.2017 年主要经济体跟美国化工贸易情况



资料来源: ACC, 中银国际证券

图表 8.2017 年对美国化工产品贸易差额排名



资料来源: ACC, 中银国际证券



图表 9.2017 年中国化工产品对美国出口占比情况

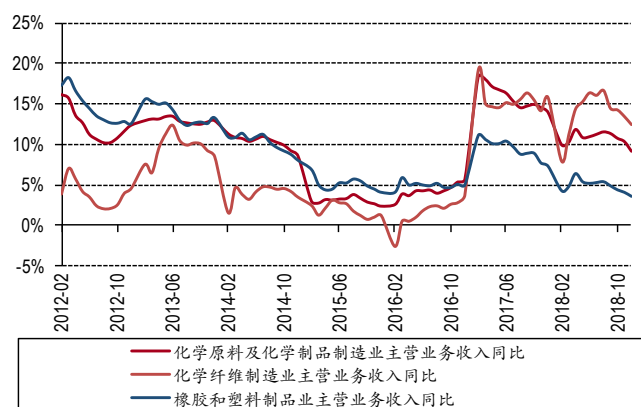
产品名称	出口量 (万吨)	对美国出口量 (万吨)	对美出口占比(%)	产量 (万吨)	出口美国量/总产量占比(%)
甲醇	12.67	5.43	42.86	4,443.37	0.12
乙二醇	1.61	0.57	35.40	48.51	1.18
聚合 MDI	56.24	16.22	28.84	128.27	12.65
甲基丙烯酸甲酯	6.39	1.65	25.83	58.75	2.81
石蜡	51.77	11.85	22.89	139.00	8.53
涤纶短纤	100.96	16.69	16.53	499.90	3.34
载重汽车轮胎	336.99	51.66	15.33	1,398.34	3.69
丙烯酸	7.29	1.09	14.95	200.00	0.55
防老剂	17.21	2.51	14.59	42.30	5.93
苯胺	17.95	2.27	12.65	242.18	0.94
有机硅中间体	21.37	2.58	12.08	195.71	1.32
聚四氟乙烯	2.50	0.30	12.00	5.45	5.51
促进剂	24.58	2.83	11.51	40.00	7.08
PC	28.84	3.06	10.61	63.00	4.86
丙烯酸丁酯	13.58	1.43	10.53	162.00	0.88
粘胶短纤	29.98	3.15	10.51	358.80	0.88
丁酮	11.51	1.09	9.47	46.31	2.35
TDI	11.10	1.05	9.46	76.02	1.38
环氧树脂	7.15	0.67	9.37	116.20	0.58
轿车轮胎	192.54	15.73	8.17	5,142.50	0.31
PS	5.53	0.42	7.59	218.34	0.19
石油焦	93.96	6.80	7.24	2,730.40	0.25
涤纶长丝	206.88	13.38	6.47	2,598.65	0.51
三羟甲基丙烷	1.86	0.12	6.44	8.08	1.48
胶带母卷	51.75	3.29	6.36	194.50	1.69
磷酸	47.47	2.93	6.17	140.00	2.09
阴离子表面活性剂	18.08	1.11	6.14	76.25	1.46
烧碱	152.03	9.14	6.01	3,365.20	0.27
丁腈橡胶	0.72	0.04	5.56	16.60	0.24
钛白粉	83.09	4.62	5.56	230.88	2.00
醋酸乙烯	15.46	0.85	5.50	182.36	0.47
醋酸丁酯	10.23	0.52	5.08	176.48	0.29

资料来源：百川资讯，卓创资讯，中银国际证券

### 国内化工产品价格环比继续回落，利润率出现分化

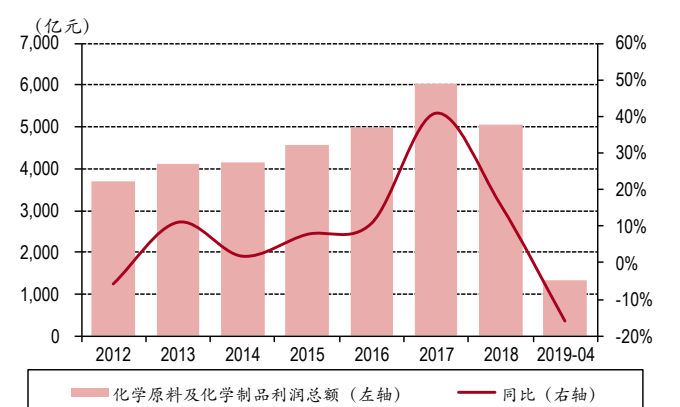
2019 年 1-4 月，化学原料与化学制品业和化学纤维业利润总额出现负增长。我们认为这主要源于 PPI 走低，部分产品价格下降。从利润率角度，橡胶和塑料制品行业利润率维持低位，化学纤维有所向好，化学原料与化学制品维持高位，从产品价格来看，二季度大部分产品价格环比继续下滑。

图表 10.化工行业主营业务收入同比增速



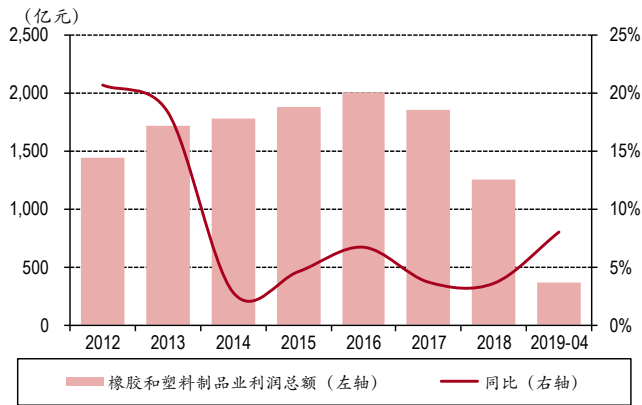
资料来源：万得，中银国际证券

图表 11.化学原料及化学制品利润总额走势



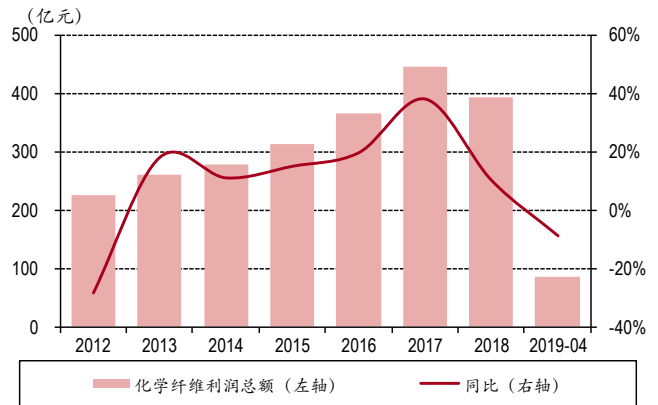
资料来源：万得，中银国际证券

图表 12. 橡胶和塑料制品利润总额走势



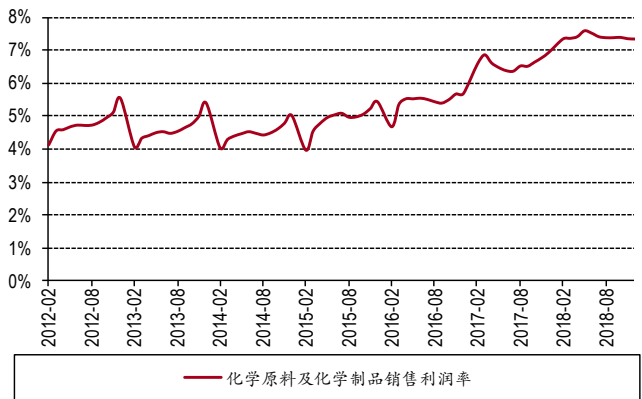
资料来源：万得，中银国际证券

图表 13. 化学纤维利润总额走势



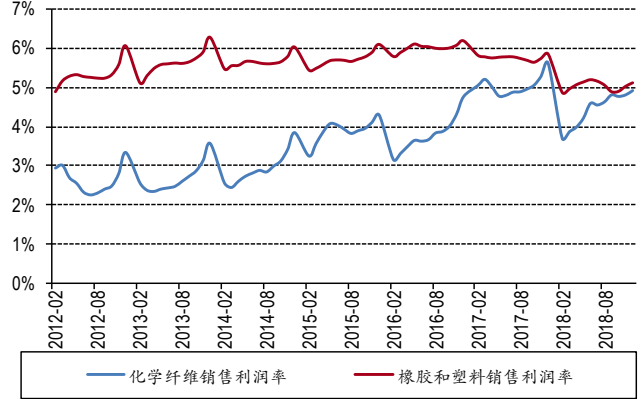
资料来源：万得，中银国际证券

图表 14. 化学原料及化学制品销售利润率继续走高



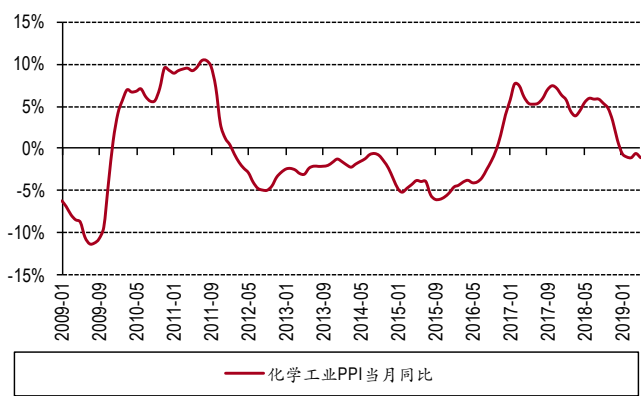
资料来源：万得，中银国际证券

图表 15. 化学纤维、橡胶和塑料制品销售利润率



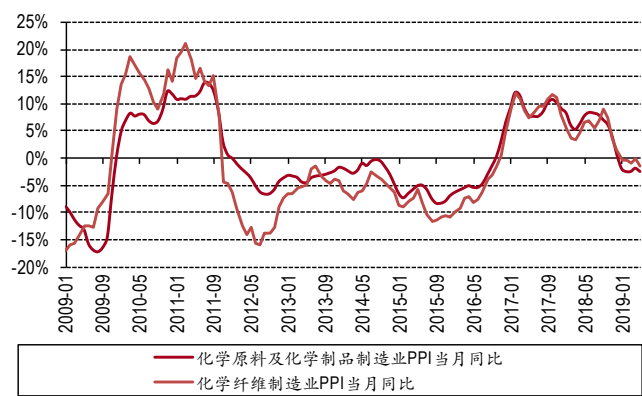
资料来源：万得，中银国际证券

图表 16. 化学工业 PPI 走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 17. 化学原料和化学纤维 PPI 走势



资料来源：万得，中银国际证券

图表 18.主要化工产品价格情况

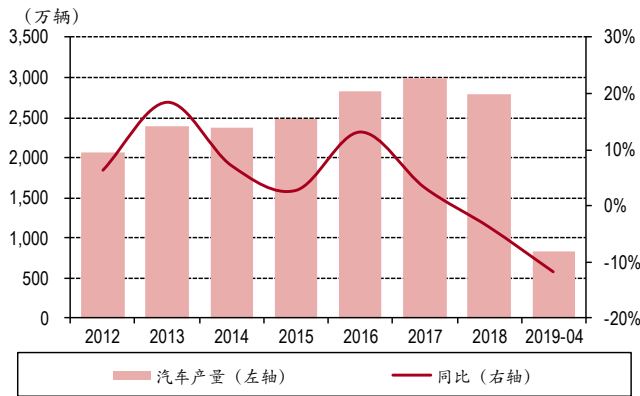
品种	单位	最新价格	最新价格 同比(%)	年初至今价格 变化(%)	2019Q2	2019Q1	环比(%)	2018Q2	同比(%)
WTI原油	美元/桶	57.43	(16.26)	26.47	60	55	9.29	68	(11.62)
NYMEX天然气	美元/mbtu	2.20	(25.35)	(25.75)	3	3	(12.07)	3	(10.90)
石脑油(中石化)	元/吨	5,880	26.18	2.26	6,458	6,412	0.71	4,259	51.64
纯苯(华东地区)	元/吨	4,840	(20.46)	6.96	4,494	4,762	(5.62)	6,233	(27.90)
苯乙烯(CFR华东)	元/吨	8,900	(22.27)	9.88	8,447	8,340	1.29	11,322	(25.39)
丙烯(汇丰石化)	元/吨	7,650	(7.83)	(5.56)	7,183	7,665	(6.28)	8,345	(13.92)
天然橡胶(上海地区)	元/吨	11,500	14.43	6.48	11,377	11,240	1.22	10,627	7.05
丁苯橡胶(华东1502)	元/吨	10,500	(12.86)	(11.02)	11,195	11,738	(4.63)	12,695	(11.81)
顺丁橡胶	元/吨	11,100	(5.53)	(5.93)	11,388	11,859	(3.97)	12,305	(7.46)
乙二醇	元/吨	4,380	(35.21)	(15.77)	4,456	5,086	(12.38)	7,435	(40.06)
甲醇(长三角)	元/吨	2,330	(22.33)	0.87	2,340	2,462	(4.95)	3,113	(24.84)
煤焦油(山西)	元/吨	3,380	3.68	(4.25)	3,260	3,284	(0.74)	3,297	(1.12)
炭黑(黑猫N330)	元/吨	7,400	(12.94)	2.78	7,250	7,200	0.69	8,500	(14.71)
醋酸(华东)	元/吨	2,700	(49.53)	(21.74)	2,685	3,118	(13.88)	4,957	(45.84)
醋酐(华东)	元/吨	4,800	(40.74)	(21.31)	5,381	6,180	(12.93)	8,293	(35.12)
轻质纯碱(华东)	元/吨	1,700	(12.82)	(13.92)	1,849	1,863	(0.76)	1,984	(6.83)
重质纯碱(华东)	元/吨	1,925	(8.33)	(14.44)	1,946	2,084	(6.62)	2,034	(4.32)
32%隔膜烧碱(华东)	元/吨	728	(18.93)	(23.61)	806	882	(8.59)	1,050	(23.25)
PVC(华东电石法)	元/吨	6,788	(1.45)	1.92	6,832	6,489	5.29	6,793	0.58
PVC(华东乙烯法)	元/吨	6,900	(4.43)	(4.07)	7,022	7,009	0.19	7,036	(0.20)
电石(华东)	元/吨	2,983	(10.12)	(3.02)	3,222	3,126	3.06	3,277	(1.69)
DMF(华东)	元/吨	4,625	(13.55)	1.09	4,805	4,827	(0.46)	5,980	(19.65)
己二酸(华东)	元/吨	7,825	(16.76)	0.32	8,038	8,462	(5.00)	9,818	(18.12)
环氧丙烷(华东)	元/吨	9,300	(18.78)	(13.89)	9,943	10,406	(4.45)	11,763	(15.47)
硬泡聚醚(华东)	元/吨	9,450	(14.09)	(10.85)	9,953	10,432	(4.59)	11,350	(12.31)
软泡聚醚(华东散水)	元/吨	9,550	(21.72)	(17.32)	10,475	11,168	(6.21)	12,502	(16.21)
聚合MDI(烟台万华)	元/吨	12,100	(41.40)	4.76	15,657	13,874	12.85	21,548	(27.34)
纯MDI(华东)	元/吨	17,500	(38.60)	(14.63)	21,865	21,623	1.12	28,505	(23.29)
TDI(华东)	元/吨	12,700	(48.16)	(16.72)	14,351	13,473	6.51	27,701	(48.19)
浆粕	元/吨	6,600	(10.57)	(12.58)	6,863	7,258	(5.45)	7,419	(7.49)
棉短绒	元/吨	3,100	3.33	0.00	3,100	3,100	0.00	3,094	0.18
粘胶短纤(华东)	元/吨	11,250	(24.75)	(17.58)	11,992	13,109	(8.52)	14,424	(16.86)
对二甲苯(PX)	元/吨	6,450	(12.24)	(16.88)	7,196	8,641	(16.72)	7,487	(3.89)
PTA(华东)	元/吨	5,920	4.50	(2.07)	6,161	6,464	(4.69)	5,666	8.73
PET切片(华东)	元/吨	7,150	(9.49)	(6.54)	7,352	7,799	(5.74)	8,032	(8.47)
涤纶短纤(华东)	元/吨	7,850	(8.08)	(10.29)	8,178	8,772	(6.77)	8,784	(6.90)
涤纶FDY(华东)	元/吨	9,000	(15.09)	(7.69)	9,286	9,891	(6.12)	10,812	(14.12)
氨纶40D(华东)	元/吨	31,500	(10.00)	(3.08)	32,215	32,467	(0.77)	35,412	(9.03)
己内酰胺(CPL)	元/吨	11,850	(22.48)	(5.95)	13,241	13,310	(0.52)	15,243	(13.13)
丙烯酸	元/吨	7,000	(15.66)	(18.60)	7,681	8,379	(8.34)	7,752	(0.92)
丙烯酸甲酯	元/吨	9,600	(15.79)	(11.11)	10,285	10,731	(4.16)	10,986	(6.38)
丙烯酸乙酯	元/吨	10,400	(9.57)	(3.70)	10,655	10,724	(0.65)	11,120	(4.18)
PA66长丝(华东)	元/吨	26,500	(18.46)	(24.29)	28,874	33,424	(13.61)	32,522	(11.22)
黄磷(四川)	元/吨	14,900	4.20	2.05	15,107	15,041	0.44	14,640	3.19
磷酸	元/吨	4,600	(4.17)	0.00	4,600	4,600	0.00	4,796	(4.08)
硫酸(浙江巨化98%)	元/吨	670	24.07	0.00	651	670	(2.84)	562	15.88
DAP(长三角)	元/吨	2,700	(1.46)	(6.90)	2,753	2,858	(3.66)	2,779	(0.94)
MAP(四川金河55%)	元/吨	2,100	(4.55)	(8.70)	2,100	2,260	(7.08)	2,200	(4.55)
液氨(河北新化)	元/吨	2,850	2.89	(10.94)	2,856	3,008	(5.05)	2,907	(1.74)
尿素(华鲁恒升(小颗粒))	元/吨	1,900	(4.04)	(3.06)	1,963	1,913	2.59	1,947	0.78
硝酸(长三角)	元/吨	1,785	13.69	9.85	1,639	1,545	6.09	1,618	1.30
三聚氰胺(长三角)	元/吨	5,300	(35.37)	(20.90)	5,785	6,237	(7.24)	7,546	(23.33)
氯化钾(青海盐湖60%)	元/吨	2,350	2.17	(2.89)	2,350	2,408	(2.39)	2,265	3.76
草甘膦(长三角95%)	元/吨	23,800	(16.49)	(10.19)	24,534	25,254	(2.85)	26,237	(6.49)
甘氨酸(河北)	元/吨	11,200	(19.42)	0.00	11,786	10,863	8.49	12,591	(6.40)
甲基环硅氧烷	元/吨	16,200	(53.04)	(12.43)	19,536	18,800	3.91	33,126	(41.03)
离子膜烧碱(99%)	元/吨	2,880	(22.16)	(28.00)	2,942	3,688	(20.23)	4,104	(28.31)
华东萤石粉(湿粉)	元/吨	3,050	35.56	(8.96)	2,868	2,871	(0.09)	2,326	23.32
R22(巨化)	元/吨	17,200	(4.44)	(14.00)	17,257	18,578	(7.11)	18,110	(4.71)
R134a(巨化)	元/吨	28,000	(6.67)	(17.65)	28,714	32,739	(12.29)	32,780	(12.40)
钛白粉	元/吨	16,250	(4.69)	0.62	16,428	16,339	0.55	17,342	(5.27)

资料来源:百川资讯,卓创资讯,中银国际证券注:截止6月23日

### 下游需求有所分化

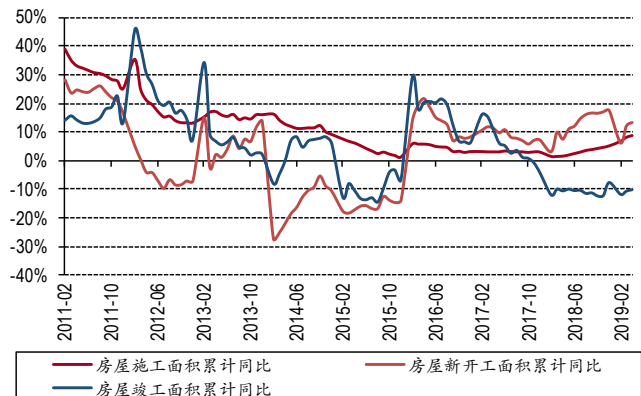
从国内需求角度来看，2019年1-4月国内汽车产量为832.40万辆，同比下滑11.80%。而房地产新开工面积同比增速回升，有望提升需求。此外，国内家电制造业、纺织业（包括纱和布）产量增速回落。总体而言，国内市场对化工行业产品需求分化。

图表 19. 汽车产量增速回落



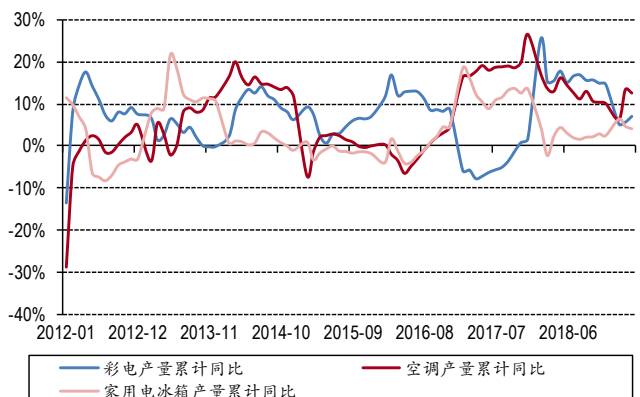
资料来源：万得，中银国际证券

图表 20. 房地产新开工面积和竣工面积同比



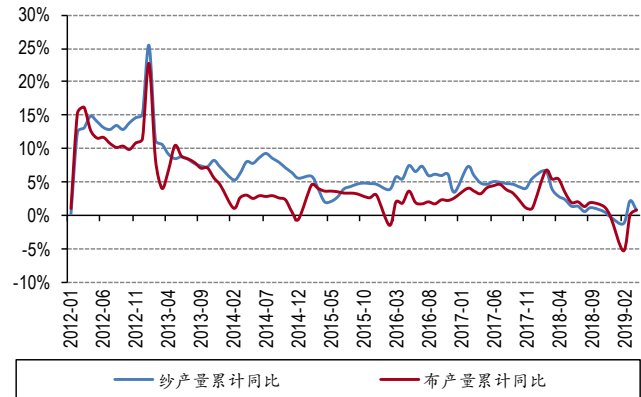
资料来源：万得，中银国际证券

图表 21. 国内家电行业平稳



资料来源：万得，中银国际证券

图表 22. 国内纱和布产量增速平稳



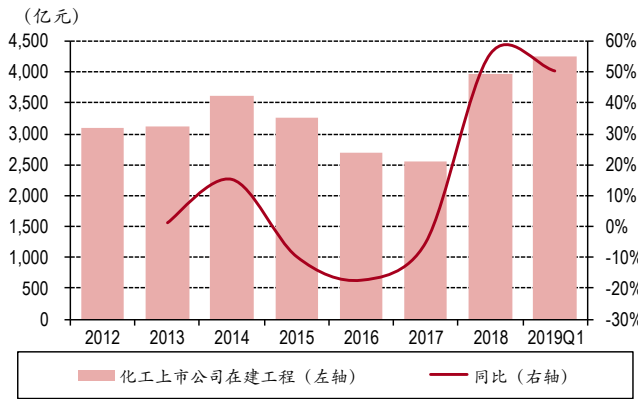
资料来源：万得，中银国际证券

### 供给端：在建工程继续攀升，园区整顿等对部分行业影响仍较大

#### 行业固定资产投资增速放缓

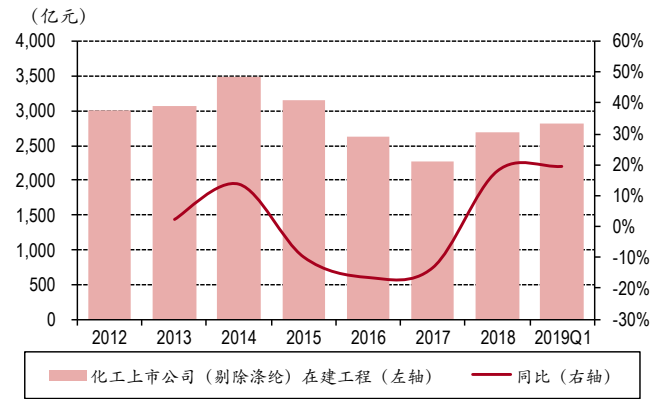
根据国家统计局披露的2019年1-4月固定资产投资额，化学原料及制品固定资产投资和橡胶、塑料制品行业固定资产投资增速下滑，而化学纤维制造业固定资产投资由正转负，判断部分化工行业产能扩张减缓。但从化工行业上市公司在建工程数据来看，2019Q1化工行业在建工程为4,249.31亿元，同比上升50.37%。扣除涤纶板块后同比增长19.49%。我们判断，此轮行业扩产或主要集中于行业龙头企业。

图表 23.化工上市公司在建工程情况



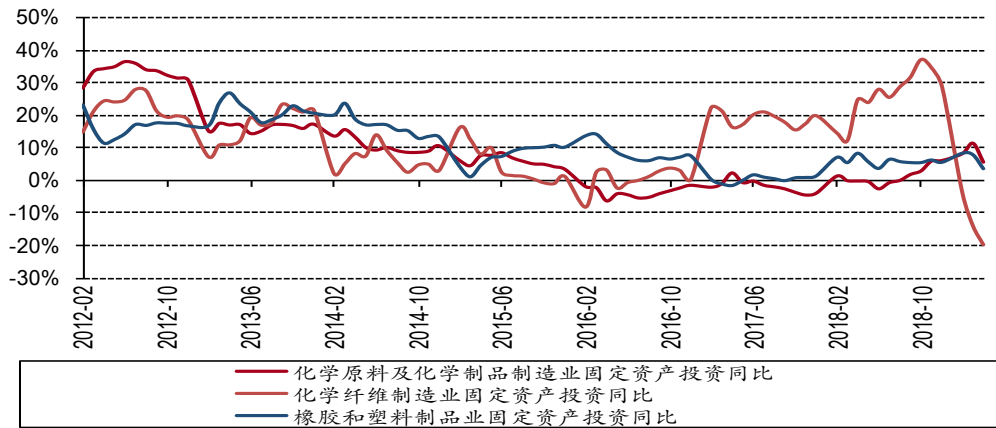
资料来源：万得，中银国际证券

图表 24.化工上市公司（剔除涤纶）在建工程情况



资料来源：万得，中银国际证券

图表 25.化工行业固定资产投资放缓

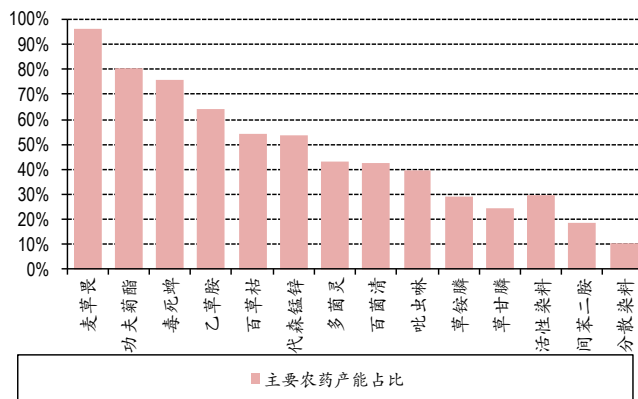


资料来源：万得，中银国际证券

**环保督查和“响水事件”对行业影响较大**

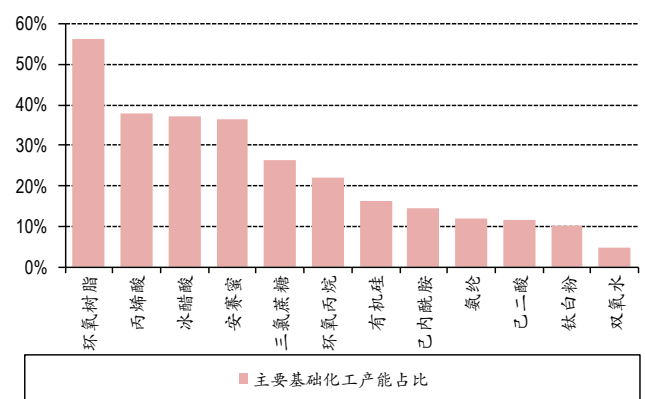
“响水事件”对行业影响深远。2019年4月8日江苏省召开会议对《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》进行讨论，并于4月27日审议通过。《方案》指出，江苏将大幅减少化工企业数量，化工园区或由50个减至20个，同时将大幅压缩沿长江干支流两侧1公里范围内、环境敏感区域、城镇人口密集区、规模以下等化工生产企业。到2020年底，江苏化工生产企业数量或减少到2,000家。江苏作为国内化工大省，不少产品产能国内领先，此次事件将对江苏乃至全国部分产品供应格局产生深远影响。

图表 26.江苏主要农药和染料产能占全国比重



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 27.江苏主要基础化工产能占全国比重



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 28.江苏省化工园区详表

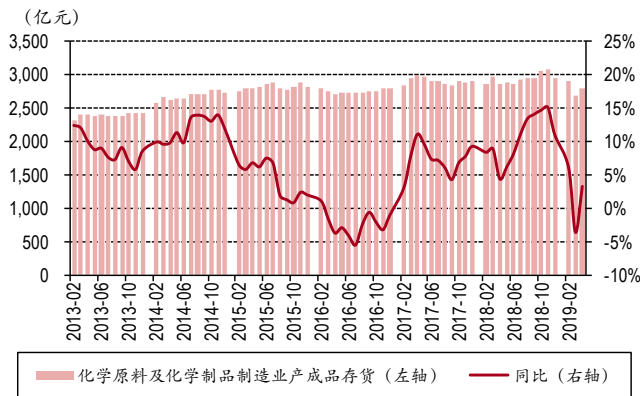
所在地	园区(集中区)名称	批复单位	园区级别	2017年工业总产值(亿元)	园区类型
南京	南京化学工业园区	江苏省人民政府	国家级	>100	石油化工、精细化工及新材料
徐州	新沂化工产业集中区	徐州市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	邳州经济开发区化工产业集中区	徐州市政府	市级	<100	综合
	徐州睢宁桃岚化工园区	徐州市政府	市级	未知	精细化工及新材料
	徐州工业园区(贾汪)	徐州市政府	市级	<100	综合
无锡	江阴高新技术产业开发区化工集中区	无锡市政府	市级	<100	石油化工、精细化工及新材料
	江阴临港经济开发区石化新材料产业园	无锡市政府	市级	100-500	综合
	江阴临港经济开发区利港化工园区	无锡市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	宜兴市化学工业园	无锡市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	宜兴市官林化工集中区	无锡市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	锡山经济开发区新材料产业园	无锡市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
常州	常州滨江经济开发区新港片区	江苏省人民政府	国家级	500-1000	精细化工及新材料
	金坛经济开发区盐化工区	常州市政府	市级	<100	盐化工
	金坛市金城镇培丰化工集中区	常州市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	溧阳市南渡新材料工业集中区	常州市政府	市级	<100	精细化工及新材料
苏州	武澄工业园	常州市天宁区政府	市级	<100	精细化工及新材料
	吴中经济技术开发区化工集中区	苏州市政府	市级	100-500	综合
	苏州浒东化工集中区	苏州市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	常熟经济开发区(东区)化工集中区	苏州市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	昆山市千灯精细化工区	苏州市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	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
	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
	张家港飞翔化工集中区	苏州市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	太仓港区化工园区	江苏省人民政府	省级	100-500	综合
	吴江经济技术开发区化工集中区	苏州市政府	市级	<100	精细化工及新材料
南通	南通经济技术开发区化工片区	南通市政府	市级	500-1000	精细化工及新材料
	海门灵甸工业集中区	南通市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	启东经济开发区精细化工园区	南通市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	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
	江苏海安经济开发区精细化工园	江苏环保厅	区县级	<100	精细化工及新材料
	如皋港化工新材料产业园	南通市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
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
	灌云县临港产业区	连云港市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	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
	宿迁生态化工科技产业园	宿迁市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	柘汪临港产业区	连云港市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
淮安	淮安盐化新材料产业园区	淮安市政府	市级	100-500	盐化工
	淮安市洪泽经济开发区化工集中区	淮安市政府	市级	<100	综合
	涟水县薛行化工园区	淮安市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	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
盐城	大丰港石化新材料产业园	江苏省沿海办	省级	100-500	综合
	阜宁高新技术产业园	盐城市政府	市级	100-500	精细化工及新材料
	响水生态化工园区	盐城市政府	市级	500-1000	综合
扬州	扬州化学工业园	江苏省政府	国家级	500-1000	精细化工及新材料
	镇江新区新材料产业园	镇江市政府	国家级	500-1000	精细化工及新材料
镇江	江苏省丹徒经济开发区	镇江市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	索普化工基地	镇江市政府	市级	<100	综合
泰州	姜堰经济开发区化工园区	泰州市政府	市级	<100	精细化工及新材料
	泰州滨江工业园区	江苏省政府	国家级	100-500	石油化工
	靖江经济开发区新港工业园	江苏省政府	国家级	100-500	综合

资料来源: 新华网, 生态环保部, 中银国际证券

### 部分产品存货下滑

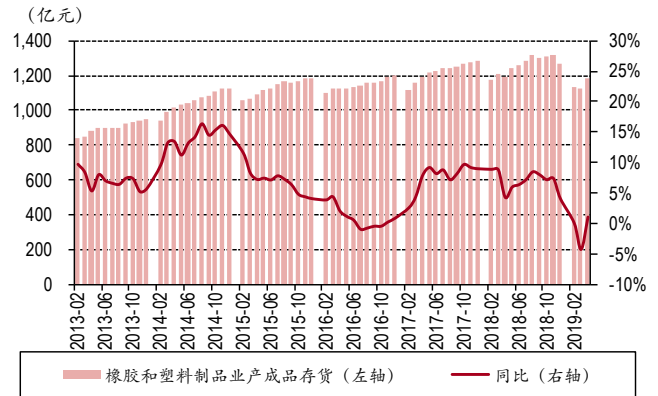
根据国家统计局数据, 2019年1-4月, 化学原料及化学制品和橡胶塑料制品历史存货有所下滑。化学纤维制造业产成品存货有所上升。

图表 29.化学原料及制品历史产成品存货



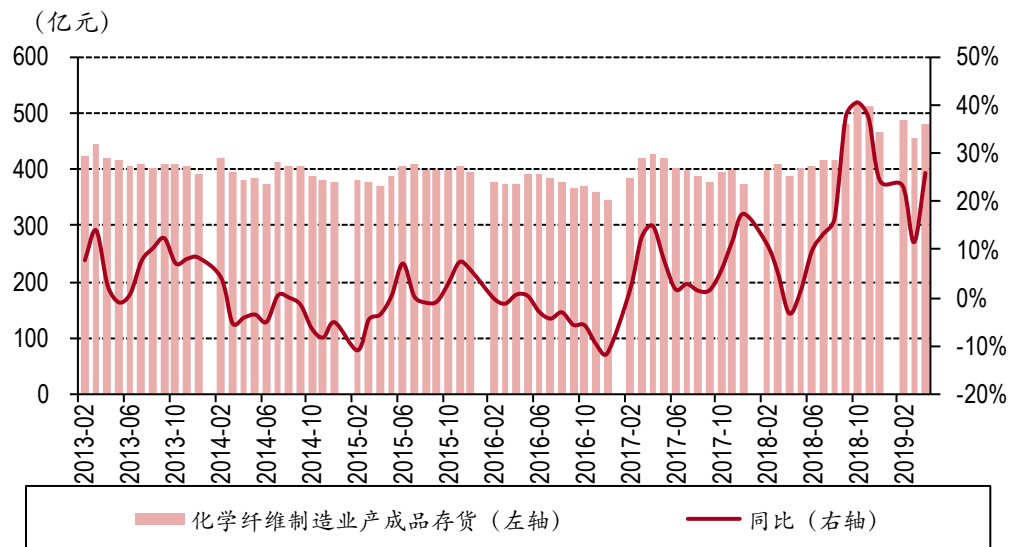
资料来源：万得，中银国际证券

图表 30.橡胶和塑料制品业历史产成品存货



资料来源：万得，中银国际证券

图表 31.化学纤维制造业历史产成品存货

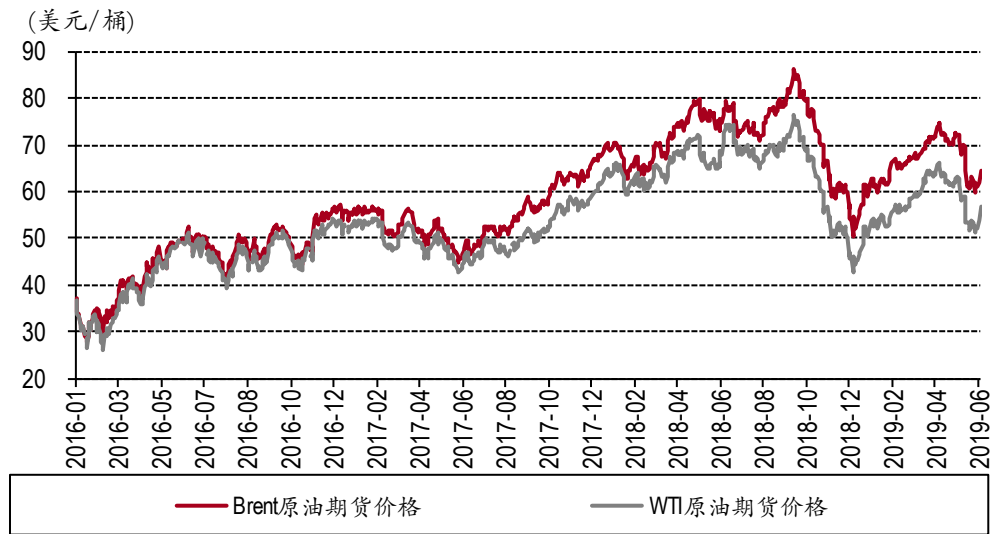


资料来源：万得，中银国际证券

### 成本端：原油价格“先扬后抑”，中枢价格同比回落

截至 2019 年 6 月 30 日，WTI 均价为 59.43 美元/桶，同比下降了 19.85%。2019 年一季度，在中美贸易摩擦短暂缓和之际，国际油价从 2018 年年底的低位开始逐步回升。2019 年 5 月 8 日，美国政府正式宣布将对 2000 亿美元中国进口商品征收的关税从 10% 提高到 25%，受此影响，全球主要机构对经济增长展望负面，纷纷下调预期，原油需求预计将受到压制，油价开始快速下跌。近期，随着美国与伊朗关系紧张，并且美国商业原油库存大幅下降，国际原油价格有所回升。

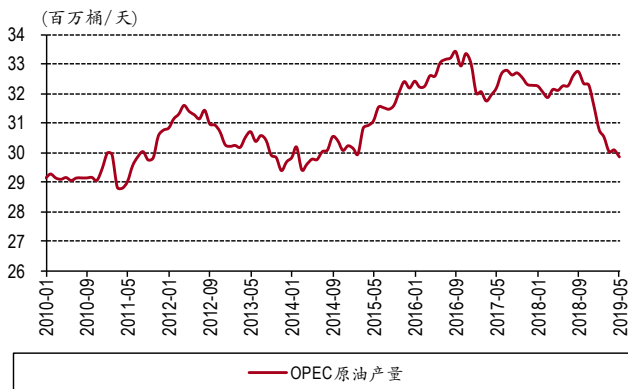
图表 32.国际原油期货价格走势



资料来源：万得，中银国际证券

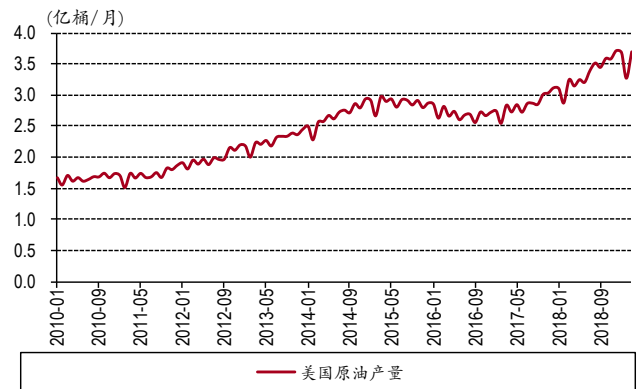
自 OPEC 达成减产协议后，执行情况整体较好。自 2018 年四季度开始，委内瑞拉内政局势持续恶化，伊朗原油出口屡受美国制裁，上述两国的原油产量也因此出现了快速下滑的迹象，带动 OPEC 原油日产量持续下滑。另一方面，美国的原油产量则从 2016 年四季度开始随油价底部反弹而持续提升。

图表 33.OPEC 原油日产量持续下降



资料来源：OPEC，中银国际证券

图表 34.美国原油产量持续提升

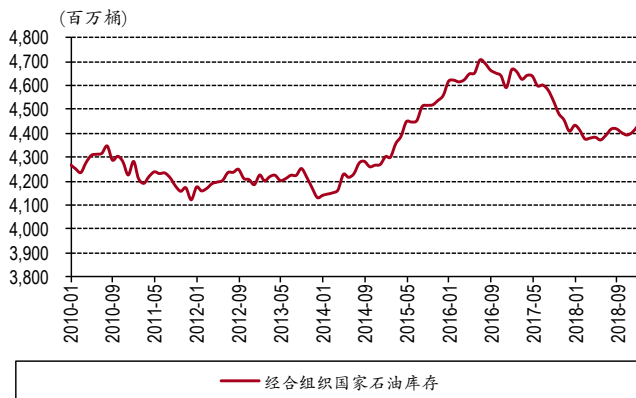


资料来源：OPEC，中银国际证券

**库存水平下降至 2015 年年初水平。** 库存是影响油价走势的重要指标。库存去化多伴随着油价走高，反之，库存则成为油价的压制因素。随着 OPEC 石油减产导致供给端收缩，世界石油库存水平从 2016 年年中开始逐步下降，国际原油的供需关系及油价也随之恢复到较为正常的水平。

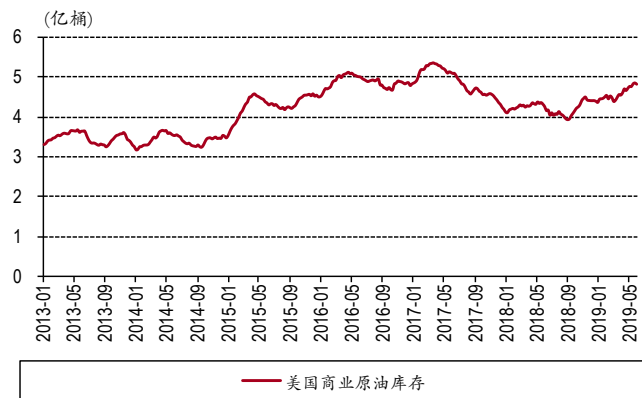


图表 35.OECD 地区原油库存



资料来源: OPEC, 中银国际证券

图表 36.美国商业原油库存



资料来源: OPEC, 中银国际证券

**经济不振拖累原油需求增长, 各机构下调预期。**国际能源署 (IEA) 已经连续两个月下调了石油需求预测, 认为 2019 年全球石油日均需求增长 120 万桶, 比 5 月报告预测下调了 10 万桶。IEA 认为原油需求下降的原因包括今年全球贸易增速放缓至十年来最疲软水平、受温暖冬季的影响, 日本的原油需求下降、以及欧洲石化行业走弱导致欧洲原油需求的下降。美国能源信息署 (EIA) 在 6 月份《短期能源展望》中预测, 2019 年全球石油日均需求增长 122 万桶, 比 5 月报告预测下调 16 万桶。欧佩克 (OPEC) 6 月份《石油市场月度报告》将 2019 年全球石油日均需求增幅预期下调至 114 万桶, 比 5 月预测下调了 7 万桶。

图表 37.主要能源机构下调原油需求增量情况

机构	预计 2019 需求增量 (万桶/天)	下调幅度 (万桶/天)	下调时间
EIA	122	16	2019 年 6 月
OPEC	114	7	2019 年 6 月
IEA	120	10	2019 年 6 月

资料来源: 各机构月报, 中银国际证券

回顾年初在年度策略报告中的判断, 我们认为, 在中美贸易摩擦、地缘政治、OPEC 减产等背景下, 2019 年原油价格面临较大不确定性。情景一, 乐观估计, 假设中美贸易摩擦、英国脱欧、美伊争端等事件的发展得到温和处理, 全球 GDP 继续保持 3.5% 左右的增长, 预计油价中枢有望在 2018 年的基础上提高 5 美元/桶左右, 即布伦特中枢为 78 美元/桶, WTI 中枢为 71 美元/桶。情景二, 中性偏保守估计, 假设中美贸易摩擦不断, 甚至在个别时间点出现激化和扩大; 欧洲出现更多不稳定因素, 英国脱欧的效应持续扩散, 民族和信仰问题不断迸发, 全球 GDP 增速出现滑落, 预计油价中枢可能较 2018 年水平回落 10 美元/桶, 即布伦特中枢为 63 美元/桶, WTI 中枢为 56 美元/桶。结合上半年经济发展趋势以及油价走势, 我们继续维持年初两个情景的判断, 但是修正两个情景发生的概率, 认为 30% 的可能出现乐观情景, 70% 的可能出现中性偏保守情景。

### 上市公司 2019Q1 业绩回顾: 营业收入增长, 利润有所下滑

根据申万化工分类, 剔除掉部分主业脱离化工业务的上市公司, 化工行业共 315 家上市公司, 2018 年营业收入合计达 47,884.54 亿元, 同比增长 20.37%, 2019Q1 营业收入合计达到 11,693.94 亿元, 同比增长 13.44%。行业内上市公司在 2018 年合计实现归母净利润为 1,714.87 亿元, 同比增长 22.24%, 2019Q1 归母净利润为 402.96 亿元, 同比下滑 20.07%, 源于部分子行业景气下滑, 行业盈利下降。

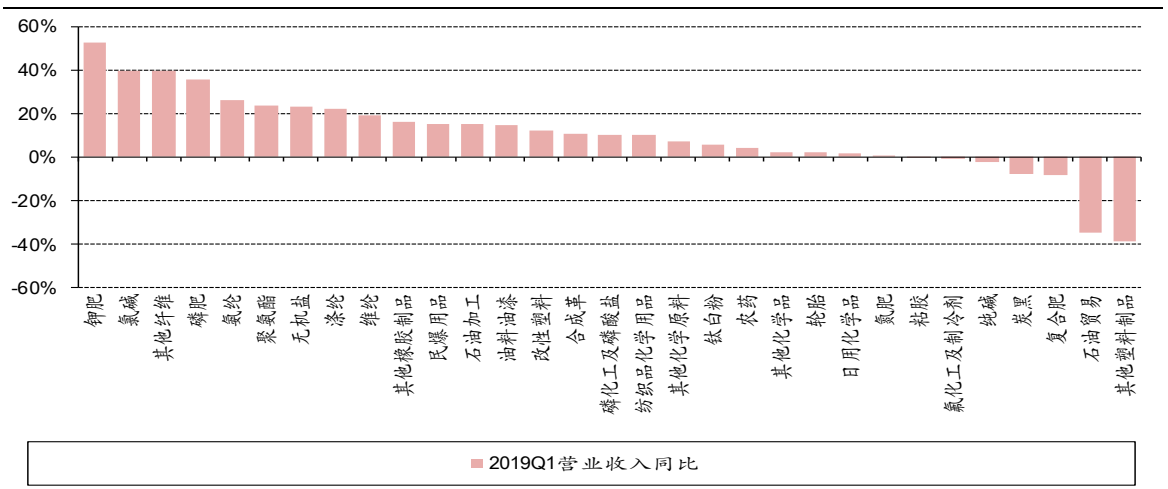
图表 38.化工板块经营数据分析

类别	2018 年	2017 年	2019Q1	2018Q1
营业收入 (亿元)	47,884.54	39,781.25	11,693.94	10,308.44
收入增速 (%)	20.37	25.81	13.44	
归母净利润 (亿元)	1,714.87	1,402.89	402.96	504.17
业绩增速 (%)	22.24	35.26	(20.07)	

资料来源: 万得, 中银国际证券

各化工子行业营业收入同比普遍较好。在基础化工与石油化工共 31 个子行业中, 2019Q1 除去粘胶、氟化工及制冷剂、纯碱、炭黑、复合肥、石油贸易、其他塑料制品等行业以外, 化工其他子行业营业收入均实现正增长, 其中钾肥、氯碱、其他纤维、磷肥、氨纶、聚氨酯、无机盐、涤纶等行业增速超过 20%。需要指出的是, 钾肥行业增速较快主要是盐湖股份金属镁、纯碱、碳酸锂销量提升。

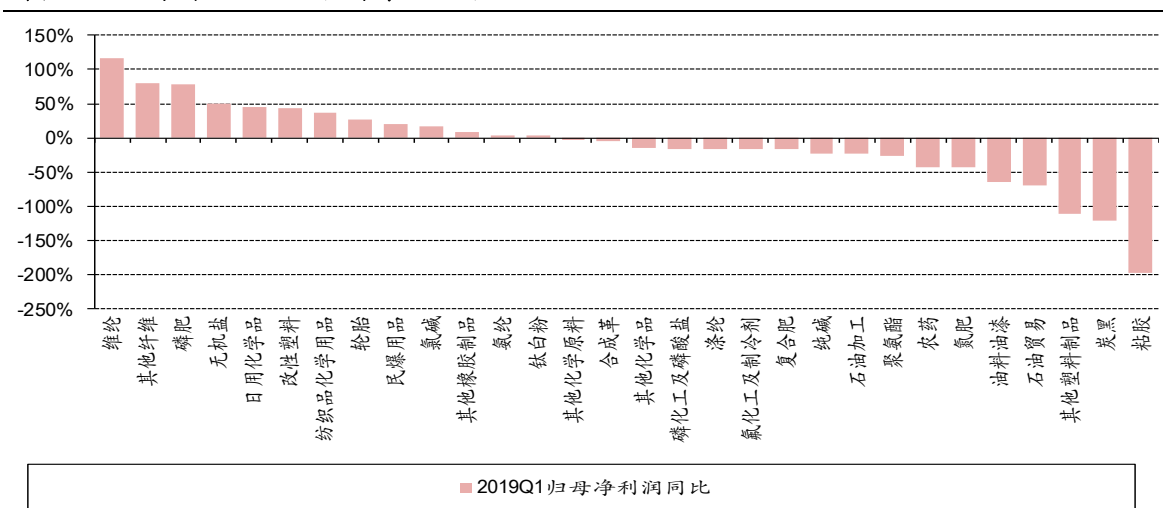
图表 39.化工子行业 2019Q1 营业收入同比增长率比较



资料来源: 万得, 中银国际证券

化工子行业归母净利润表现各不相同, 2019Q1 下降明显。2019Q1 化工子行业分化较为明显, 大部分行业增速下滑, 主要是行业景气下滑所致。涤纶、其他纤维、磷肥、无机盐、日用化学品、改性塑料、纺织品化学用品等行业增速超过 30%。2019Q1 粘胶行业归母净利润增速大幅下降 196.73%, 主要是因为澳洋健康的大幅亏损, 而板块其他公司均实现高增长。

图表 40.化工子行业 2019Q1 归母净利润同比比较



资料来源: 万得, 中银国际证券

子行业中, 2019Q1 销售毛利率同比上升的子行业有 14 个, 其中同比上升较多钾肥、其他纤维、维纶、粘胶等行业。

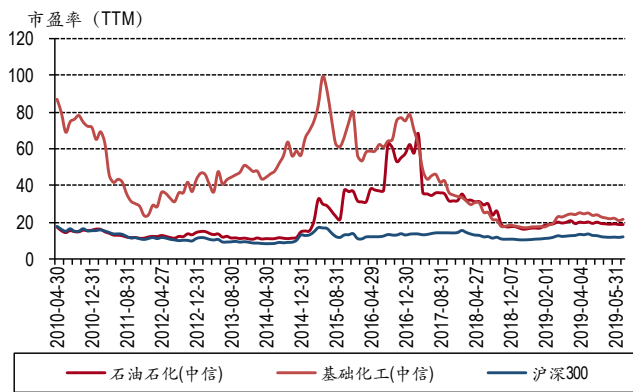
图表 41.2019Q1 化工子行业各指标及同比增长

板块名称	销售毛利率 (%)	毛利率变动 (%)	ROE (摊薄) (%)	ROE 变动 (%)	存货周转率 (次)	存货周转率同比 (%)	应收账款周转率 (次)	应收账款周转率同比 (%)
石油加工	16.75	(2.59)	2.04	(0.62)	3.17	2.14	8.87	(13.27)
石油贸易	4.73	0.84	0.30	(0.68)	3.65	(14.61)	7.97	(4.32)
纯碱	24.22	(0.69)	1.84	(0.67)	2.16	51.73	5.29	11.50
氯碱	14.76	(4.09)	2.43	0.14	3.85	49.20	4.33	5.95
无机盐	38.96	2.02	2.88	0.35	1.40	12.02	1.13	(23.24)
其他化学原料	19.42	1.23	1.57	(0.17)	2.89	5.55	0.91	5.45
氮肥	15.84	(3.79)	2.37	(3.70)	2.28	3.40	11.75	0.09
磷肥	13.30	(3.72)	1.35	0.57	1.29	18.82	2.98	13.75
钾肥	35.81	6.92	(0.58)	0.13	1.17	40.99	1.97	(11.54)
复合肥	19.23	1.91	2.40	(0.65)	1.30	(6.71)	4.49	(22.28)
农药	29.80	(0.59)	2.62	(2.33)	0.95	(4.97)	1.21	(11.37)
钛白粉	34.60	0.68	4.01	0.28	1.31	(5.20)	2.10	(5.65)
日用化学品	27.73	0.22	2.45	0.58	1.50	(13.55)	1.92	11.50
油料油漆	28.46	(1.68)	0.53	(1.12)	1.11	9.86	0.64	(10.14)
民爆用品	23.26	(0.57)	0.41	0.03	1.54	3.25	0.48	(6.13)
纺织化学品用品	38.80	(0.02)	4.42	0.56	0.27	4.65	1.20	(9.75)
氟化工及制冷剂	22.92	0.72	2.70	(1.81)	1.93	(6.38)	1.99	(25.78)
磷化工及磷酸盐	13.41	(2.24)	0.60	(0.12)	1.47	4.38	3.74	13.83
聚氨酯	23.14	(12.26)	5.15	(4.21)	2.30	42.26	3.55	(21.72)
其他化学品	22.17	0.41	1.87	(0.57)	1.47	(4.13)	1.36	(10.14)
涤纶	7.16	(1.83)	2.59	(1.58)	2.01	(23.85)	12.88	17.93
维纶	18.84	3.57	0.95	(1.88)	1.54	(0.25)	2.95	9.72
粘胶	12.09	3.31	(0.15)	(0.32)	1.30	5.15	2.48	(32.40)
氨纶	19.24	(2.94)	2.49	(0.13)	1.63	47.38	2.05	7.51
其他纤维	20.34	6.12	3.20	0.67	2.06	(10.97)	1.76	(7.12)
合成革	24.89	0.07	1.28	(0.12)	1.26	8.11	1.56	(21.34)
改性塑料	15.19	(0.85)	2.97	0.92	1.73	23.18	1.36	18.43
其他塑料制品	18.81	(8.90)	(0.27)	(2.52)	1.04	(27.00)	0.62	(27.82)
轮胎	15.43	0.58	1.92	0.25	1.79	6.47	1.97	0.74
其他橡胶制品	31.44	(0.31)	2.56	(0.91)	1.31	(9.18)	0.67	(26.43)
炭黑	8.58	(12.61)	(0.84)	(5.11)	2.01	7.49	1.19	(3.15)

资料来源: 万得, 中银国际证券

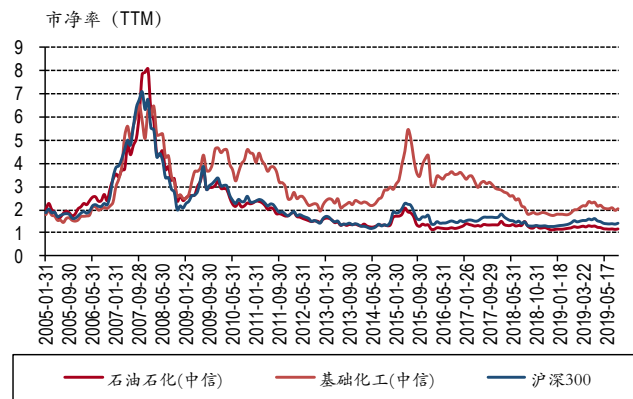
**估值水平处于历史底部。**近两年基础化工和石油化工行业盈利保持增长, 但是整体板块大幅调整, 行业估值整体下行, 截止 2019 年 6 月 28 日, 石油化工和基础化工动态 PE 分别为 19.20、21.61, 动态 PB 分别为 1.15、2.07。

图表 42. 板块市盈率处于较低水平



资料来源：万得，中银国际证券

图表 43. 板块市净率处于较低水平



资料来源：万得，中银国际证券

### 小结-景气回落，集中度提升

成本端，进入 2019 年，原油价格波动较大。受到全球贸易增速放缓、需求下滑等影响，各机构纷纷下调原油需求预期。展望下半年，我们基于中性偏保守估计，假设中美贸易摩擦不断，甚至在个别时间点出现激化和扩大；欧洲出现更多不稳定因素，英国脱欧的效应持续扩散，民族和信仰问题不断迸发，全球 GDP 增速出现滑落，预计油价中枢可能较 2018 年水平回落 10 美元/桶，即布伦特中枢为 63 美元/桶，WTI 中枢为 56 美元/桶。

供给端来看，2019 年 1-4 月固定资产投资增速放缓，但上市公司在建工程持续走高，我们判断，此轮行业扩产或主要集中于行业龙头企业。行业内部来看，“响水事故”、园区整顿等政策对部分行业影响仍较大。需求端来看，国内下游需求有所分化，外需面临较大不确定性。需要指出的是，近几个月部分产品库存快速下滑，目前库存处于极低水平，显示实体企业对未来需求的悲观预期。

2019 年一季度上市公司总体利润有所下滑，内部分化显著。另一方面，当前估值已处于历史较低水平，隐含市场对未来悲观预期。我们维持行业“强于大市”评级，认为未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。

重点关注以下四条主线：

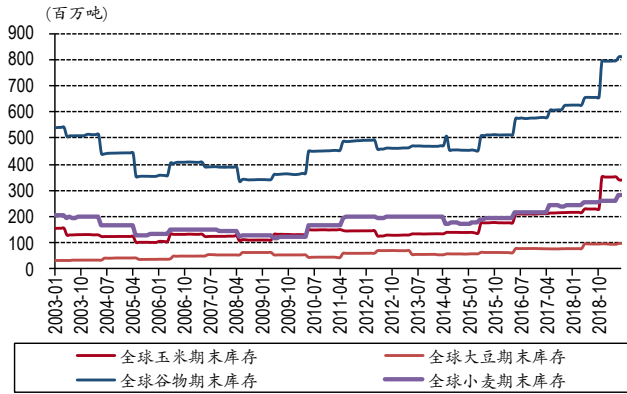
- 1、供给端持续优化的子行业：维生素、染料、农药。
- 2、需求端因进口替代或渗透率提升的领域：电子化学品、食品添加剂。
- 3、民营大炼化陆续投产。
- 4、行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。

## 供给端持续优化的子行业：维生素、染料、农药

### 农药价格高位运行，关注新增产能投放企业

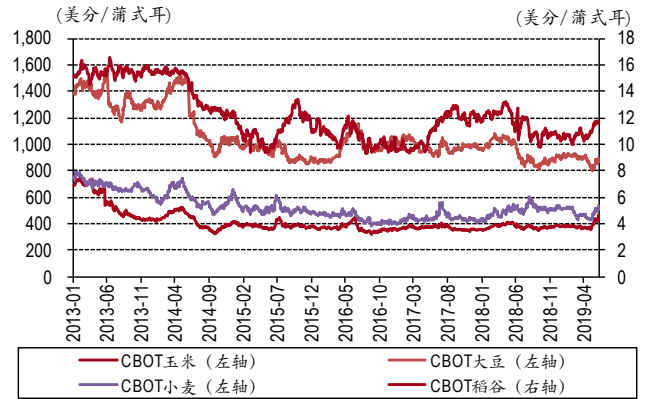
农产品价格底部企稳，利好上游农化产品需求。国际主要粮食价格自 2012 年下降以来，目前仍处于较低位置。随着粮食需求回升，国际主要粮食价格呈现上涨态势。截止 2019 年 6 月 14 日，CBOT 玉米和 CBOT 小麦价格分别为 463.50 美分/蒲式耳、542.00 美分/蒲式耳，同比上涨 20.55%、4.78%。

图表 44.全球粮食库存情况



资料来源：万得，中银国际证券

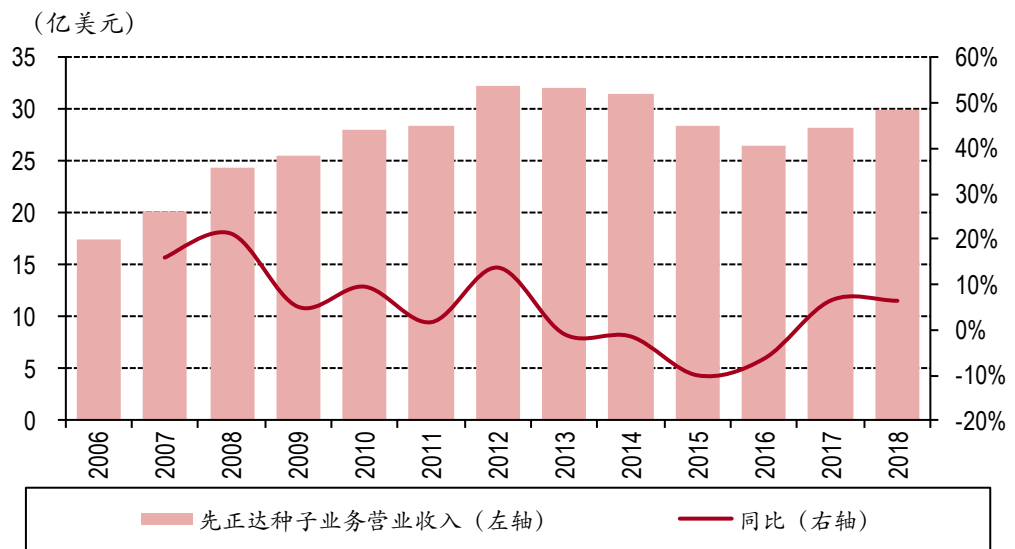
图表 45.全球粮食价格底部企稳



资料来源：万得，中银国际证券

国际种子巨头营业收入增速转正。2018 年先正达种子业务收入为 30.04 亿美元，同比增长 6.30%。全球种子业务领先复苏，昭示种植户对作物市场持乐观看法，或将对农化需求有提振效果。

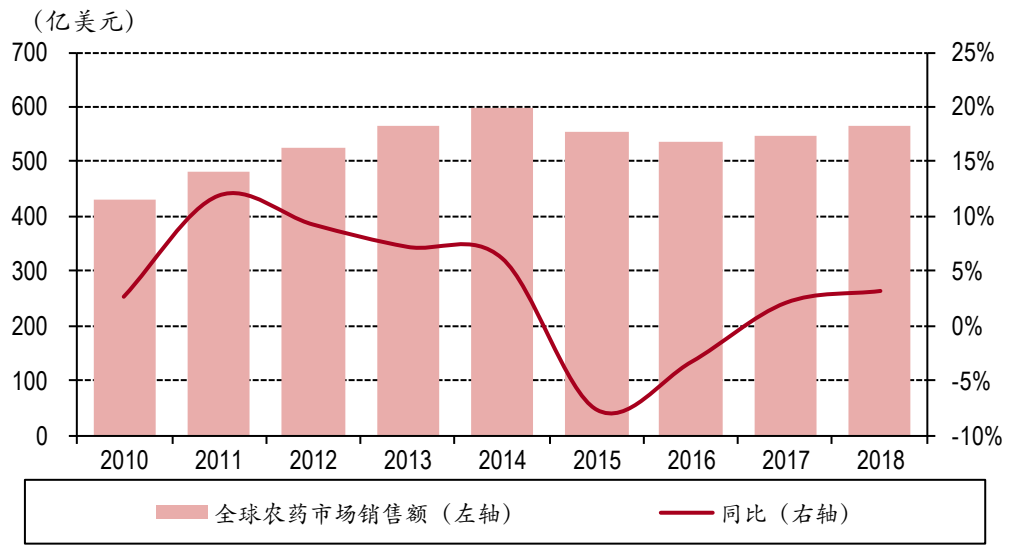
图表 46.先正达种子业务恢复增长



资料来源：Bloomberg, Croprosis, 中银国际证券

全球农化市场销售规模增长较快。根据 Bloomberg 和 Croprosis 的数据，2015 年，因农产品价格下滑，海外农药库存高企，全球农药市场销售额大幅下滑 7.59%，创多年来跌幅之最。随着近些年农化库存下降，供给趋紧，农药较多品种价格上涨，农药行业呈现好转的局面。2017 年全球农用农药销售额为 547.34 亿美元，同比增长 2.15%；2018 年实现销售额 565 亿美元，同比增加 3.23%。

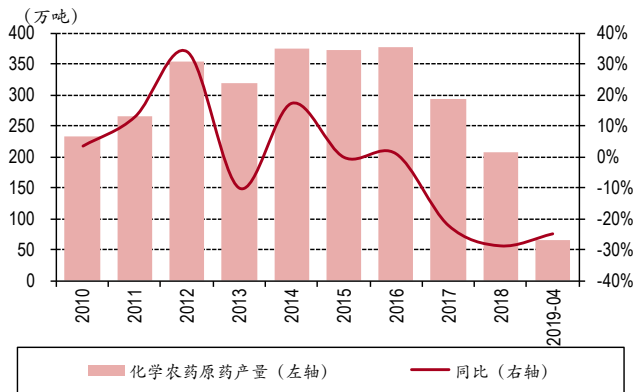
图表 47.全球农药市场销售额底部反弹



资料来源: Bloomberg, Croplis, 中银国际证券

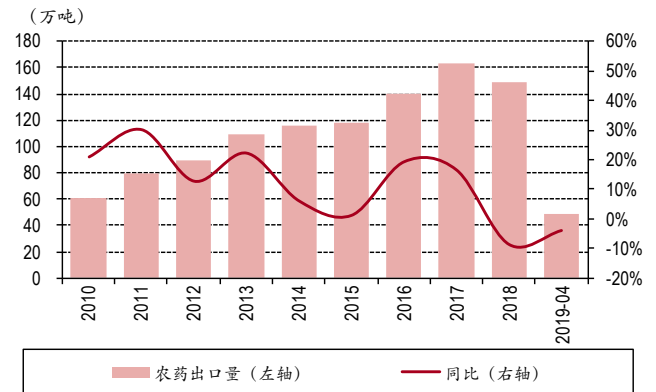
**农药出口量承压, 产量大幅下滑。**自 2016 年下半年开始, 从中央到地方保持安全重问责、环保严监管的高压态势。2019 年 3 月盐城响水事故后, 以农药原药生产为主的苏北多个园区停产, 对农药产量有较大影响。我国 2018 年化学农药产量为 208.30 万吨, 同比减少 28.79%。2019 年 1-4 月, 农药产量为 66.70 万吨, 同比大幅下滑 24.89%, 产量持续负增长。另一方面, 巨头存货继续攀升。2018 年化学农药原药出口为 149 万吨, 同比下滑 8.59%; 2019 年 1-4 月原药出口为 49 万吨, 同比下滑 3.92%。

图表 48.我国农药产量增速持续走低



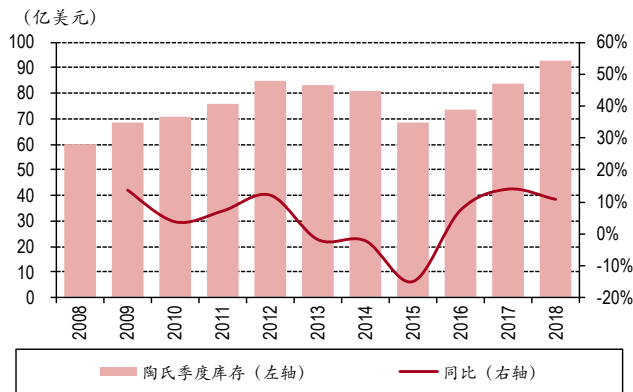
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 49.我国农药出口情况



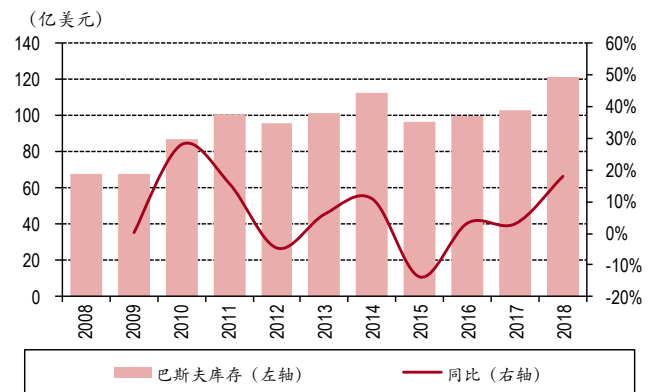
资料来源: 万得, 中银国际证券

图表 50.陶氏化学库存走高



资料来源: Bloomberg, 中银国际证券

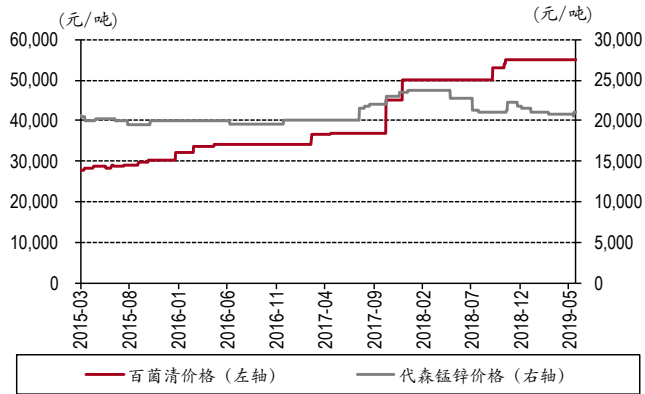
图表 51.巴斯夫化学库存走高



资料来源: Bloomberg, 中银国际证券

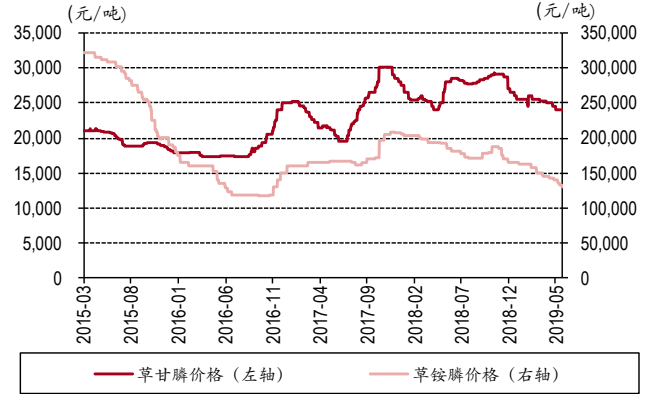
农药合成污染大、对环保要求高。并且随着小企业的退出，龙头企业通过扩产来抢占市场份额。行业龙头公司扬农化工和利尔化学将有较大的资本开支及多个投扩产计划，这对公司盈利的长期增长奠定基础。持续推荐行业优质公司包括扬农化工（菊酯、麦草畏）、利尔化学（草铵膦）等。

图表 52.百菌清和代森锰锌价格走势



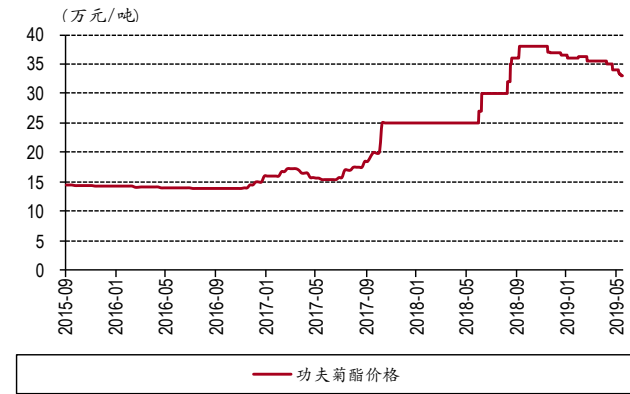
资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 53.草铵膦和草甘膦价格走势



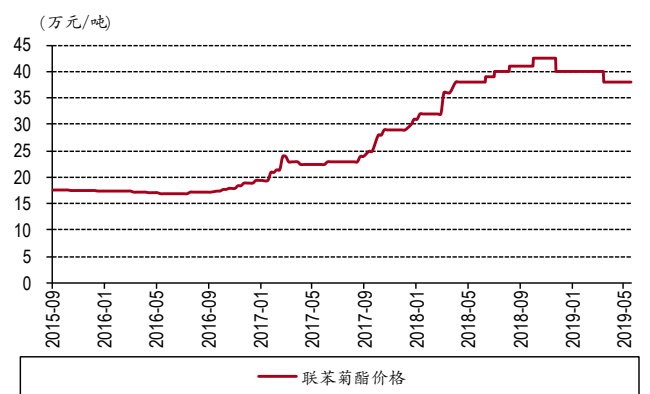
资料来源：百川资讯，中银国际证券

图表 54.功夫菊酯价格走势



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 55.联苯菊酯价格走势

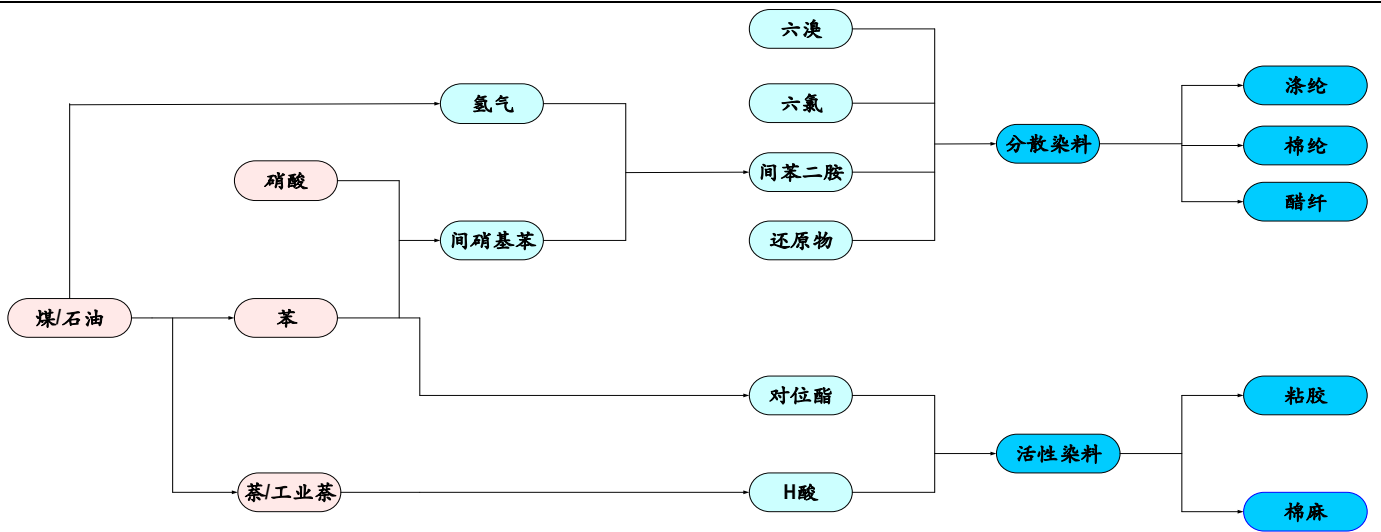


资料来源：中农立华，中银国际证券

### 染料供给寡头垄断，高景气有望维持

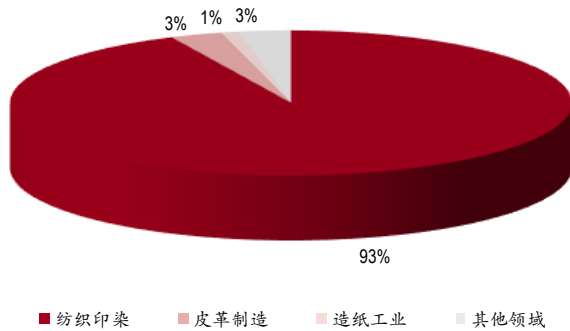
染料主要应用于各种纺织纤维的着色，同时也广泛地应用于塑料、橡胶、油墨等工业。根据染料的性质及应用方法，可分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料等，其中分散染料和活性染料为主要品种。

图表 56.染料产业链



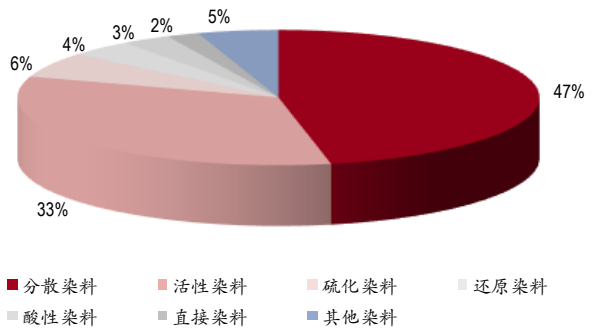
资料来源：前瞻网，中银国际证券

图表 57.染料下游应用领域



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

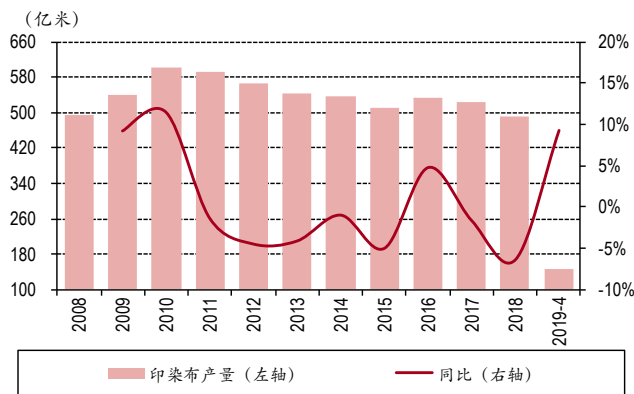
图表 58.染料产量占比 (2018 年)



资料来源：中国染料工业协会，中银国际证券

**下游印染行业回暖。** 纺织印染行业是染料的需求主要下游，占总需求的 93%。2010 年后，受全球经济下行压力增加以及环保督查等因素的影响，我国规模以上企业印染布产量持续下降。进入 2016 年，随着国内经济企稳回升，印染行业着力推进转型升级，印染布产量由连续 5 年负增长开始转正，达到 533.70 亿米，同比增长 4.74%。由于环保等原因，2018 年我国规模以上印染产量为 490.69 亿米，同比下滑 6.46%。2019 年纺织业景气回升，前 4 个月印染布产量为 146.57 亿米。

图表 59.我国规模以上企业印染布产量



资料来源：国家统计局，中银国际证券

图表 60.纺织业景气指数回升

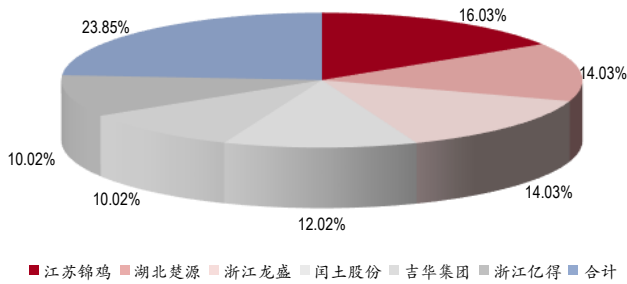


资料来源：万得，中银国际证券



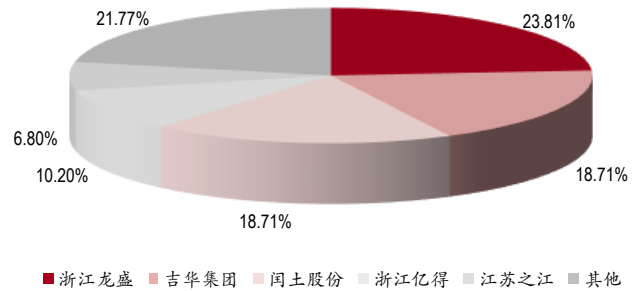
**供给集中度高，行业寡头垄断。**根据卓创资讯的数据，我国染料产量占世界总产量的70%以上，行业集中度较高，生产企业主要集中在浙江、江苏等省份，主要生产企业有浙江龙盛、闰土股份、吉华集团等。近年来国家对于环保的重视程度越来越高，行业的进入壁垒也将显现，小型染料生产企业逐步退出竞争。

图表 61. 活性染料产能分布



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

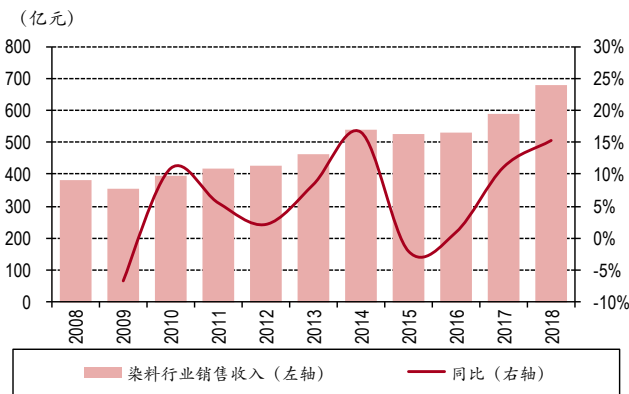
图表 62. 分散染料产能分布



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

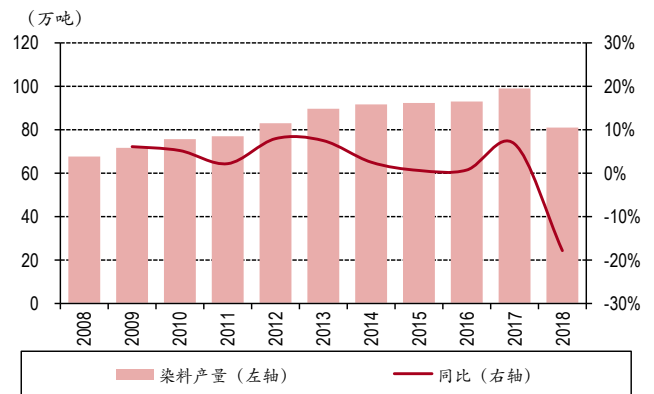
由于浙江及苏北地区的部分园区经历了环保核查回头看 的 考验，染料产量大幅下降。“十三五”开局，染料行业稳中有进，2016 年、2017 年染料产量分别为 92.80 万吨、99 万吨。2018 年以来，浙江及苏北地区供给大幅度下降，导致当年染料产量为 81.20 万吨，同比大幅下降 17.98%。

图表 63. 历年染料行业销售收入



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

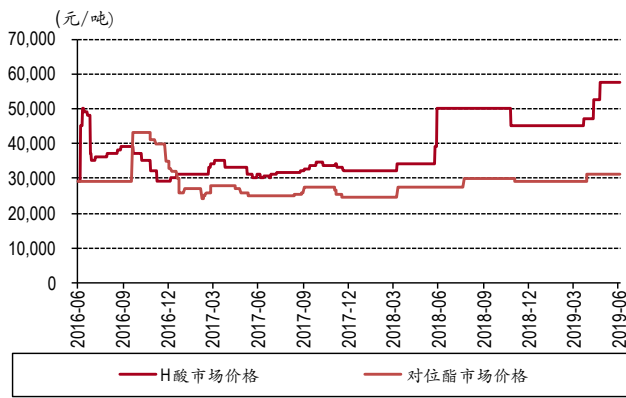
图表 64. 历年我国染料产量



资料来源：中国染料工业协会，中银国际证券

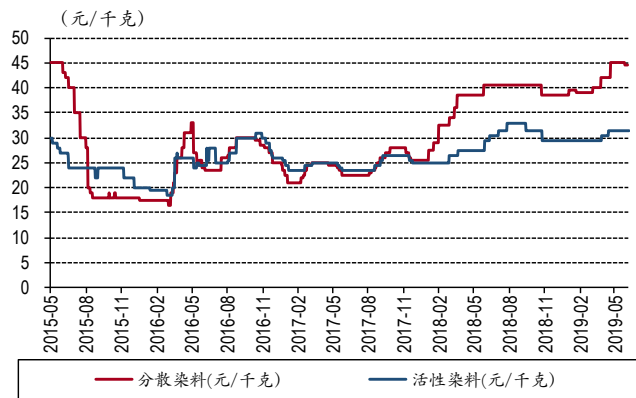
**价格中枢有望上移。**受益于纺服行业景气复苏，需求端提升，而环保督查对于中小染料及中间体工厂的产能去化亦对供给端 的整体缩减有持续而深入的影响，再加上 2019 年 3 月盐城响水事故影响，苏北生产染料企业停产，供给端发生明显收缩。我们认为后续大部分不达标小企业将彻底退出行业，2019 年染料行业仍处于供应偏紧状态，染料价格将维持高位。推荐全球染料龙头浙江龙盛。

图表 65.染料中间体价格上涨



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

图表 66.活性染料和分散染料市场价格走势



资料来源：卓创资讯，中银国际证券

### 维生素下游需求平稳增长，行业格局改善

维生素主要功能是与酶类一起参与机体的新陈代谢，是人和动物体内不可缺少的营养素。目前所知的维生素有几十种，大致可分为脂溶性和水溶性两大类，其中脂溶性维生素包括 VA、VD、VE、VK 等；水溶性维生素包括 B 族以及 VC、VH 等。在维生素行业中，维生素 A、E、C 等属于需求量大 的大品种，全球年需求量都是数万吨。

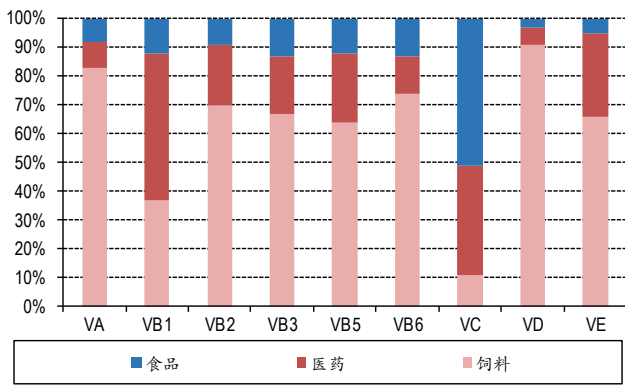
图表 67.主要维生素产品

品类	类别	作用
维生素 A	脂溶性	又称视黄醇，防止夜盲症和视力减退；抗呼吸系统感染
维生素 B1	水溶性	又称硫胺，促进生长；维持心脏、神经及消化系统正常功能
维生素 B2	水溶性	又称核黄素，促进发育和细胞再生
维生素 B3	水溶性	又称烟酰胺/烟酸，参与脂肪酸代谢；协助抗体合成
维生素 B5	水溶性	也称泛酸钙，参与脂肪、糖类能量转化；协助中枢神经系统的发育
维生素 B6	水溶性	也称吡哆醇，参与抗体合成、胃酸的制造、脂肪与蛋白质利用、维持钠/钾平衡
维生素 B9	水溶性	又称叶酸，帮助蛋白质的代谢，促进红细胞的生成和成熟，参与核酸的合成
维生素 B12	水溶性	也称钴胺素，促进红细胞的发育和成熟；维护神经系统健康；促进碳水化合物、脂肪和蛋白质的代谢
维生素 C	水溶性	促进胶原的生物合成，利于伤口愈合
维生素 D3	脂溶性	也称胆钙化醇，提高肌体对钙、磷的吸收，促进生长和骨骼钙化
维生素 E	脂溶性	又称生育酚，维持生殖机能；抗氧化、抗衰老
维生素 H	水溶性	又称生物素，参与脂肪酸和碳水化合物的代谢，促进蛋白质的合成
维生素 K3	脂溶性	促进血液正常凝固

资料来源：公司公告，中银国际证券

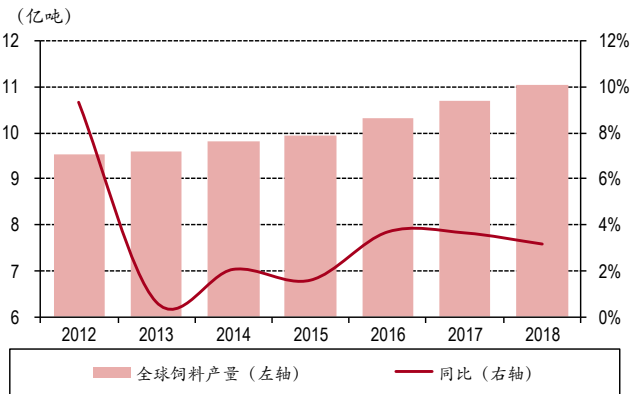
维生素的下游应用主要以饲料为主。根据博亚和讯数据，目前除了维生素 B12、B1、维生素 C 等少数品种，其他大部分维生素品种在饲料中的应用比例在 68% 以上。换句话说，大部分维生素的市场需求主要取决于饲料添加剂行业的发展状况。根据饲料频道统计，2018 年全球饲料产量为 11.03 亿吨，连续第三年超过 10 亿吨，同比增长 3.15%。

图表 68.部分维生素下游需求结构



资料来源: 博亚和讯, 中银国际证券

图表 69.全球饲料产量稳步上升



资料来源: 奥特奇, 中银国际证券

### 维生素 A: 行业集中度高, 行业周期性减弱

维生素 A 是构成视觉细胞内感光物质, 可防止夜盲症和视力减退, 促进发育等, 主要应用于饲料添加剂、医药化妆品和食品饮料。维生素 A 的合成主要原材料为  $\beta$ -紫罗兰酮, 而  $\beta$ -紫罗兰酮是由柠檬醛为起始原料合成, 生产技术壁垒较高。目前, 全球具备维生素 A 生产能力的主要厂家有巴斯夫、帝斯曼、安迪苏、新和成、金达威和浙江医药等。

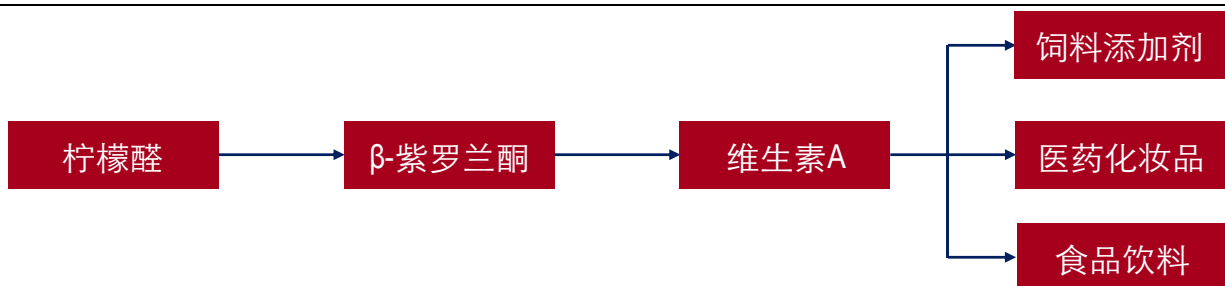
目前维生素 A 的工业合成, 主要有 Roche、BASF 以及浙江医药改进型 BASF 工艺。Roche 和 BASF 合成工艺都是以  $\beta$ -紫罗兰酮为起始原料, Roche 合成工艺技术较为成熟, 但是合成路线较长。浙江医药是将 BASF 工艺进行优化, 避免使用价格较高的三苯基膦, 产品分离效果较好。

图表 70.三种不同维生素 A 合成工艺比较

合成方法	优点	缺点	生产企业
Roche 公司以格式反应为特技术较成熟, 收率稳定, 各反应中间体的特征 C <sub>14</sub> +C <sub>6</sub> 合成路线	体构形比较清晰, 不必使用很特殊的原料	使用的原辅材料高达 40 余种, 数量较大, 合成路线较长, 投资额较大	帝斯曼、新和成、金达威
BASF 公司以 Witting 反应为特征 C <sub>15</sub> +C <sub>5</sub> 合成路线	步骤少, 工艺路线短, 收率高	低温及无水等较高工艺技术要求较高; 三苯基膦价格偏贵, 巴斯夫、安迪苏还原过程需使用剧毒的光气	巴斯夫、安迪苏
浙江医药以 Witting-Homer 反应为特征 C <sub>15</sub> +C <sub>5</sub> 合成路线	产物立体选择性好 (全反式含量可达 90%)、产品分离提纯效果好、产成品收率较高; 避免使用三苯基膦和剧毒的光气	避免使用三苯基膦和剧毒的光气	浙江医药

资料来源: 中国知网, 中银国际证券

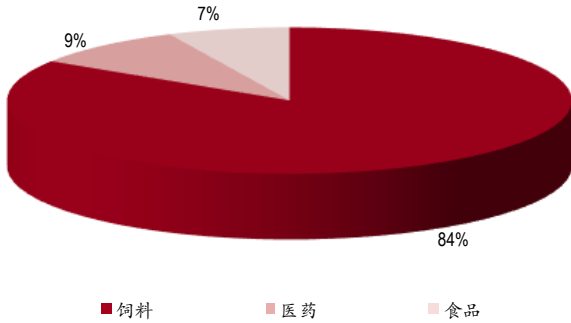
图表 71.维生素 A 产业链



资料来源: 中国知网, 中银国际证券

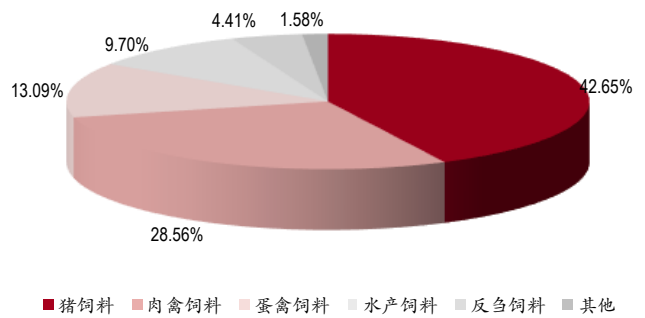
根据产业信息网数据, 维生素 A 主要下游为饲料领域, 占比接近 84%。2018 年全国饲料总产量 22,788 万吨, 同比增长 2.8%。从类别看, 猪饲料 9,720 万吨、同比下降 0.9%, 占比 42.65%; 肉禽饲料 6,509 万吨、同比增长 8.2%, 占比 28.56%; 蛋禽饲料 2,984 万吨、同比增长 1.8%, 占比为 13.09%。

图表 72. 维生素 A 下游需求结构



资料来源：产业信息网，中银国际证券

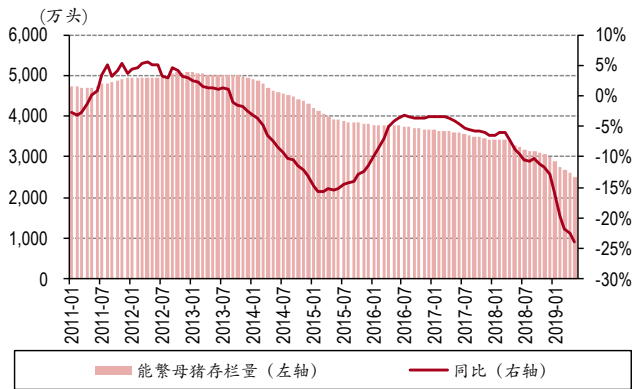
图表 73. 2018 年我国饲料下游分类



资料来源：中国饲料工业协会，中银国际证券

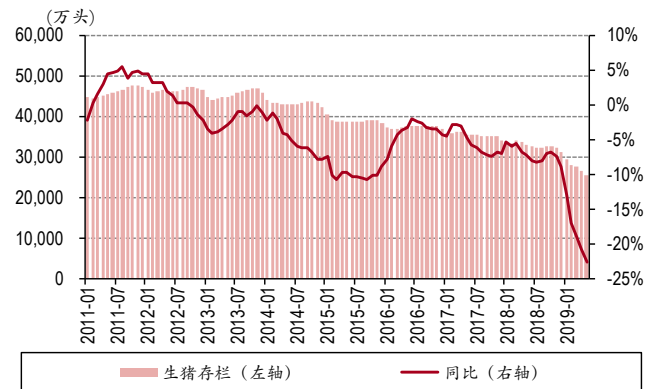
非洲猪瘟对生猪存栏量影响较大，对猪饲料行业有较大影响。生猪存栏量直接作用于饲料需求量而对饲料的销量产生影响，一般来说饲料的销量随着生猪存栏数量的增长而上升。受到非洲猪瘟影响，我国生猪和可繁母猪存栏量持续下降。根据国家统计局数据，截止到 2019 年 5 月，我国生猪存栏量为 25,508 万头，同比下滑 22.70%；可繁母猪存栏量为 2,501 万头，同比下滑 23.87%。

图表 74. 能繁母猪存栏量持续下降



资料来源：国家统计局，中银国际证券

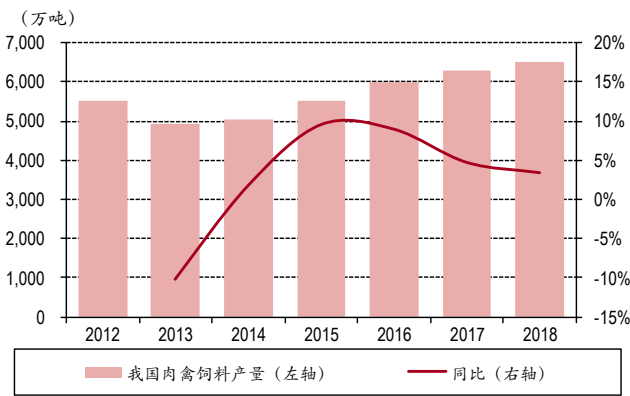
图表 75. 生猪存栏量持续下降



资料来源：国家统计局，中银国际证券

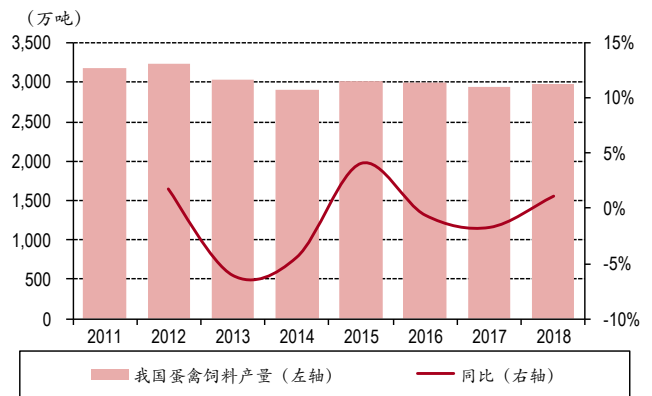
禽料复苏，禽类饲料产量持续增长。禽类在我国养殖业中属于高度工业化的品种，普及度较高。根据中国饲料工业协会数据，禽类饲料产量（包括肉禽饲料和蛋禽饲料）占我国饲料总产量的 40% 左右。根据饲料工业年鉴，2018 年我国肉禽饲料产量为 6,509 万吨，同比增长 3.40%；我国蛋禽饲料产量为 2,984 万吨，同比增长 1.12%

图表 76.肉禽饲料产量持续增长



资料来源：中国饲料工业协会，中银国际证券

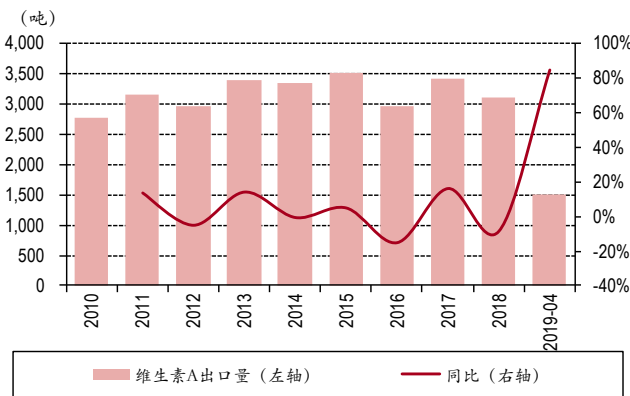
图表 77.禽蛋饲料产量较稳定



资料来源：中国饲料工业协会，中银国际证券

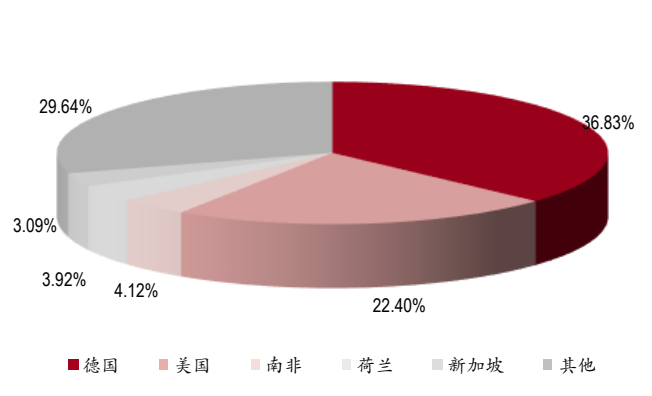
**维生素 A 出口增速回升。**2018 年我国维生素 A 出口量为 3,116.34 吨，同比下滑 8.93%；2019 年 1-4 月出口量为 1,515.44 吨，同比增长 84.64%，其中德国和美国占比 36.83%和 22.40%。

图表 78.维生素 A 出口增速较快



资料来源：海关总署，中银国际证券

图表 79.维生素 A 出口国别 (2019 年 1-4 月)



资料来源：海关总署，中银国际证券

**维生素 A 行业供给寡头垄断。**由于维生素 A 具备较高的技术壁垒，全球仅有六家厂商生产，行业集中度较高。近几年维生素 A 的年需求量为 2.5 万吨，供给和需求保持紧平衡状态。维生素 A 的关键中间体是由  $\beta$ -紫罗兰酮为起始原料，而  $\beta$ -紫罗兰酮通常是由柠檬醛制备。目前，全球主要是巴斯夫、新和成和日本 Kuraray 公司生产，柠檬醛的供给情况直接影响到维生素 A 的价格。

图表 80.全球维生素 A 产能分布

公司	产能 (吨/年)	备注
新和成	10,000	
帝斯曼	7,500	新增 1,500 吨/年，预计明年投产
巴斯夫	6,000	
浙江医药	5,000	规划 1,000 吨/年
安迪苏	5,000	
金达威	2,900	《年产 800 吨维生素 A 油和年产 200 吨维生素 D3 油项目》项目于 2018 年 6 月 6 日通过环评

资料来源：饲料网，中银国际证券

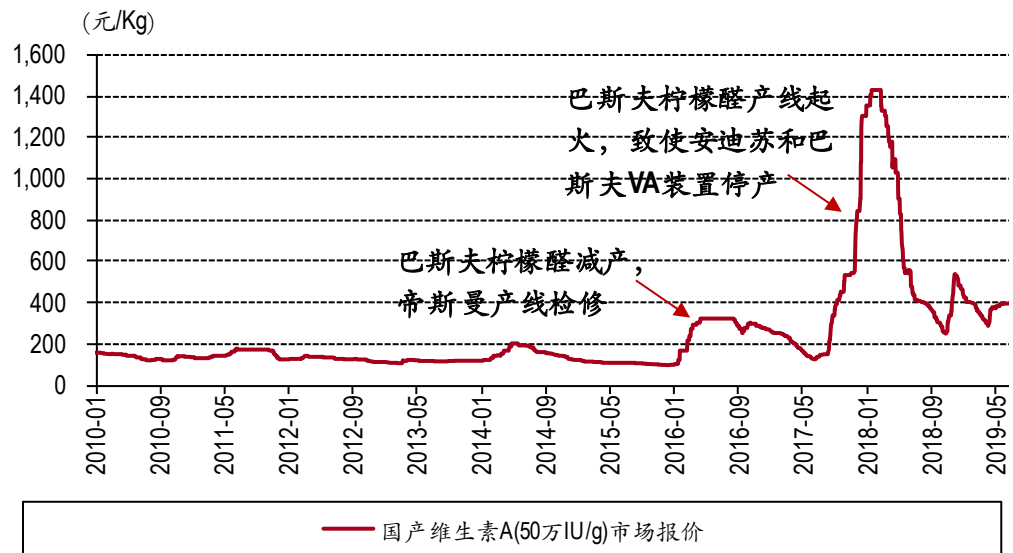
图表 81.全球柠檬醛产能分布

公司	现有产能 (吨/年)	备注
巴斯夫	40,000	
新和成	10,000	
Kuraray (可乐丽)	3,000	
万华化学	/	万华化学 4 万吨/年柠檬醛及衍生物项目

资料来源: 饲料网, 中银国际证券

维生素 A 价格起伏较大。2008-2015 年, 维生素 A 价格始终在低位徘徊, 波动较小。2016 年, 由于巴斯夫柠檬醛装置检修以及帝斯曼产线停产, 维生素 A 价格大幅度上涨, 一度涨至 320 元/Kg, 后续供给端逐渐恢复正常, 2017 年 6 月价格慢慢回落至 123.5 元/Kg。2017 年 10 月, 由于巴斯夫德国工厂柠檬醛装置失火, 致使巴斯夫和安迪苏欧洲工厂维生素 A 停产, 行业供给端剧烈收缩, 因此维生素 A 的价格一路上涨至 1,425 元/Kg。随着巴斯夫重启柠檬醛装置, 维生素 A 价格回调至 247.50 元/Kg。判断后期维生素 A 价格有望持续强势。

图表 82.2010 年至今维生素 A 价格走势



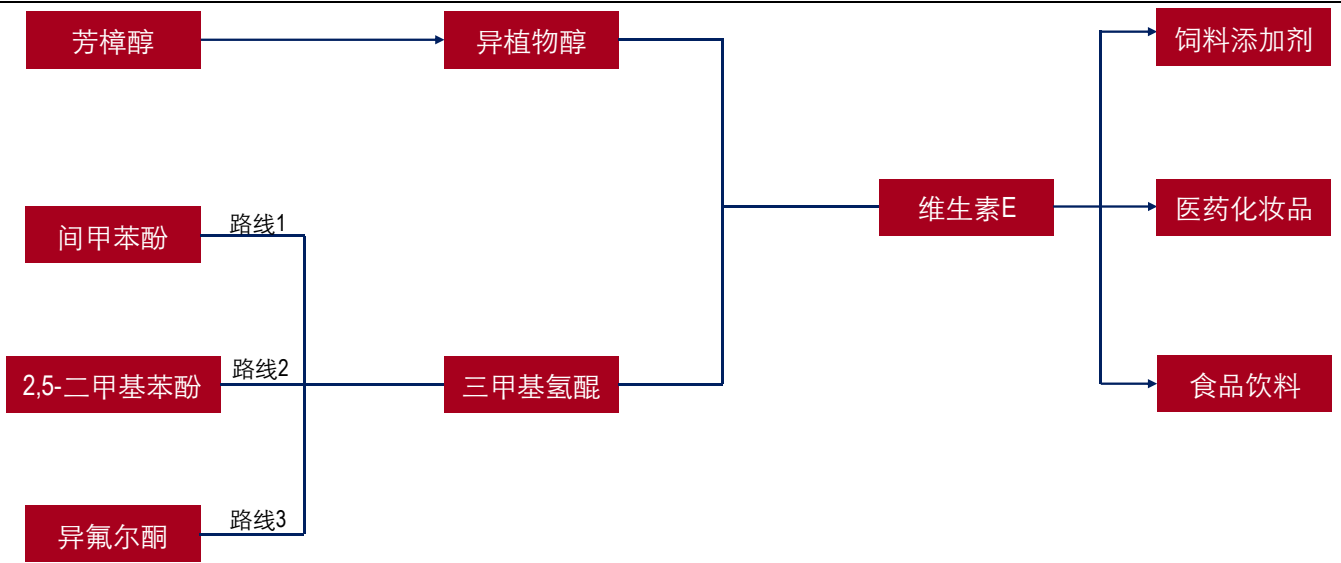
资料来源: 万得, 中银国际证券

### 维生素 E: 帝斯曼收购能特科技, 行业供应格局继续优化

维生素 E 主要分为天然维生素 E 和合成维生素 E 两种。维生素 E 有促进性腺发育, 促性激素分泌, 促成受孕的作用, 也有防止流产等作用。维生素 E 主要通过三甲基氢醌和异植物醇发生环合反应生成。目前, 全球具备维生素 E 生产能力的主要厂家有巴斯夫、帝斯曼、浙江医药、新和成、能特科技、北沙制药和北大医药。

维生素 E 的合成需要经过 20 余步反应, 技术壁垒较高。工业合成维生素 E 的两个中间体为 2,3,5-三甲基氢醌和异植物醇。2,3,5-三甲基氢醌的传统合成路线有间甲酚法、巴豆醛法和氧化异佛尔酮法。异植物醇则是以丙酮、乙炔等基础化工产品为原料, 通过甲基庚烯酮、芳樟醇等中间体最终完成合成。

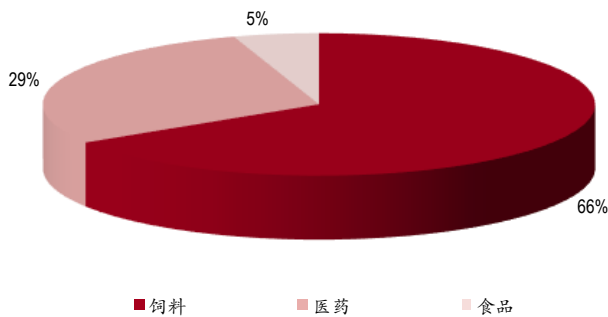
图表 83. 维生素 E 产业链图



资料来源：中国知网，中银国际证券

维生素 E 主要下游为饲料领域，占比接近 66%，同时 29% 应用于医药行业。根据奥特奇预测，2016-2024 年维生素 E 市场需求平均复合增速为 3.50%，预计到 2024 年终端产品销售将达到 24 亿美元。

图表 84. 维生素 E 需求结构



资料来源：博亚和讯，中银国际证券

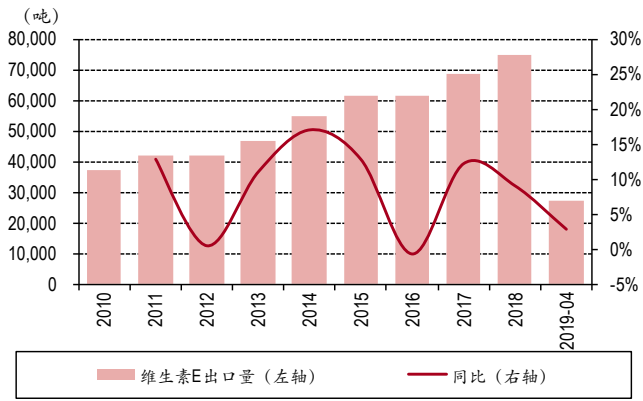
图表 85. 全球维生素 E 市场判断



资料来源：奥特奇，中银国际证券

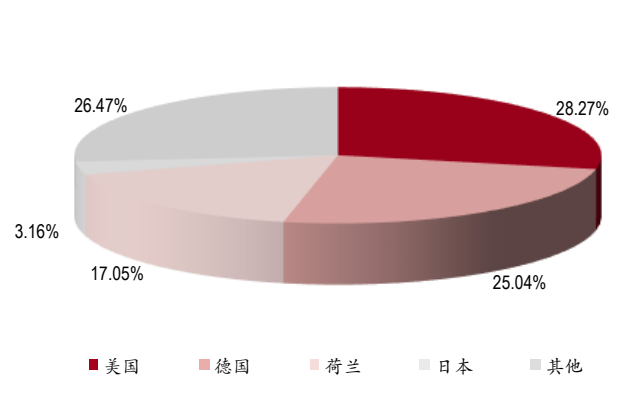
维生素 E 出口持续走高。2018 年我国维生素 E 出口量为 74,977.75 吨，同比增长 9.01%；2019 年 1-4 月出口量为 27,365.72 吨，同比增长 2.80%，其中美国和德国占比 28.27% 和 25.04%。

图表 86. 维生素 E 出口量持续走高



资料来源：海关总署，中银国际证券

图表 87. 维生素 E 出口国别 (2019 年 1-4 月)



资料来源：海关总署，中银国际证券

**帝斯曼收购能特科技，维生素 E 行业供给格局进一步优化。**由于维生素 E 具备较高的技术壁垒，行业集中度较高，主要生产企业有帝斯曼、浙江医药、巴斯夫等。行业新进入者能特科技以较为廉价的对二甲苯替代间甲酚作为三甲基氢醌生产的初始原料，同时与 Amryris 公司签署了法尼烯独家采购协议，以法尼烯为初始原料合成异植物醇。2019 年 1 月，帝斯曼和能特科技签署合作协议，计划组建新公司，帝斯曼直接持有新公司 75% 的股权。

图表 88. 全球维生素 E 产能分布

公司	产能 (吨/年)	备注
帝斯曼	50,000	
浙江医药	40,000	
巴斯夫	40,000	
能特科技	40,000	以对二甲苯为原料，生产三甲基氢醌
新和成	36,000	采用异氟尔酮路线合成三甲基氢醌
福建海欣	30,000	
吉林北沙	20,000	
海嘉诺	20,000	
合计	276,000	

资料来源：博亚和讯，中银国际证券

**维生素 E 价格底部企稳，价格有望上行。**维生素 E 行业经过多年整合后，形成以帝斯曼、巴斯夫、新和成和浙江医药等主要供应商的格局。2013 年随着多家企业连续扩产，以及吉林北沙和福建海欣等新进入者，行业产能扩张，随之维生素 E 价格逐步下滑。2019 年，帝斯曼收购能特科技后，维生素 E 行业竞争格局发生变化，价格有望企稳走高。重点关注国内维生素行业龙头 **新和成**。

图表 89. 2007 年至今维生素 E 价格走势



资料来源：万得，中银国际证券

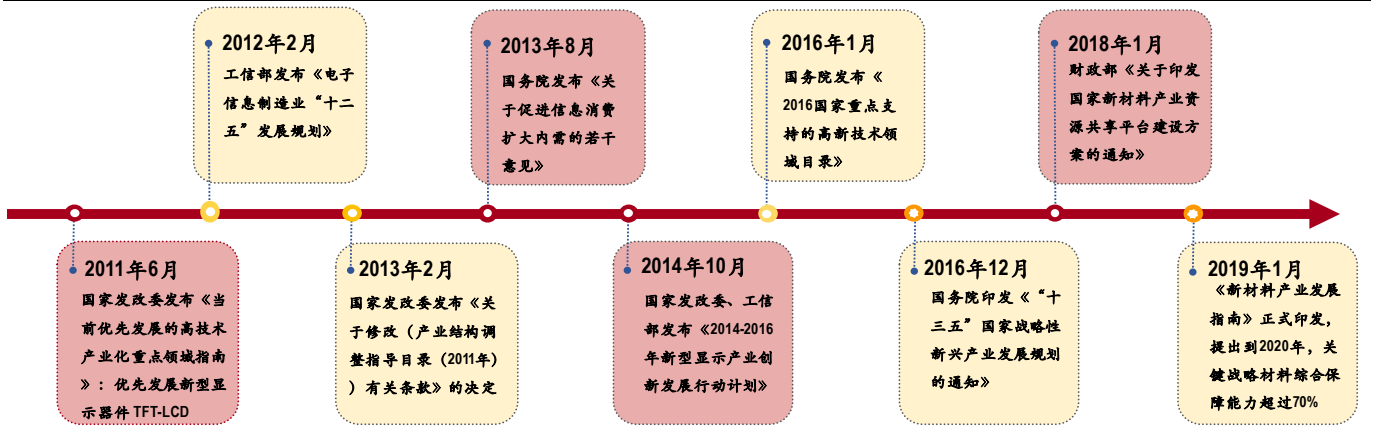


## 需求进口替代或渗透率提升行业：电子化学品、食品添加剂

### 电子化学品快速发展，国产替代空间大

国家鼓励发展平板显示行业。由于显示材料在信息化产品的应用空间较为广阔，因此国家加大了对精细化工行业和显示行业的扶持力度，并出台多项鼓励政策。另一方面，显示材料下游行业大多也属于国家鼓励发展行业，反过来也促进了材料行业的发展。

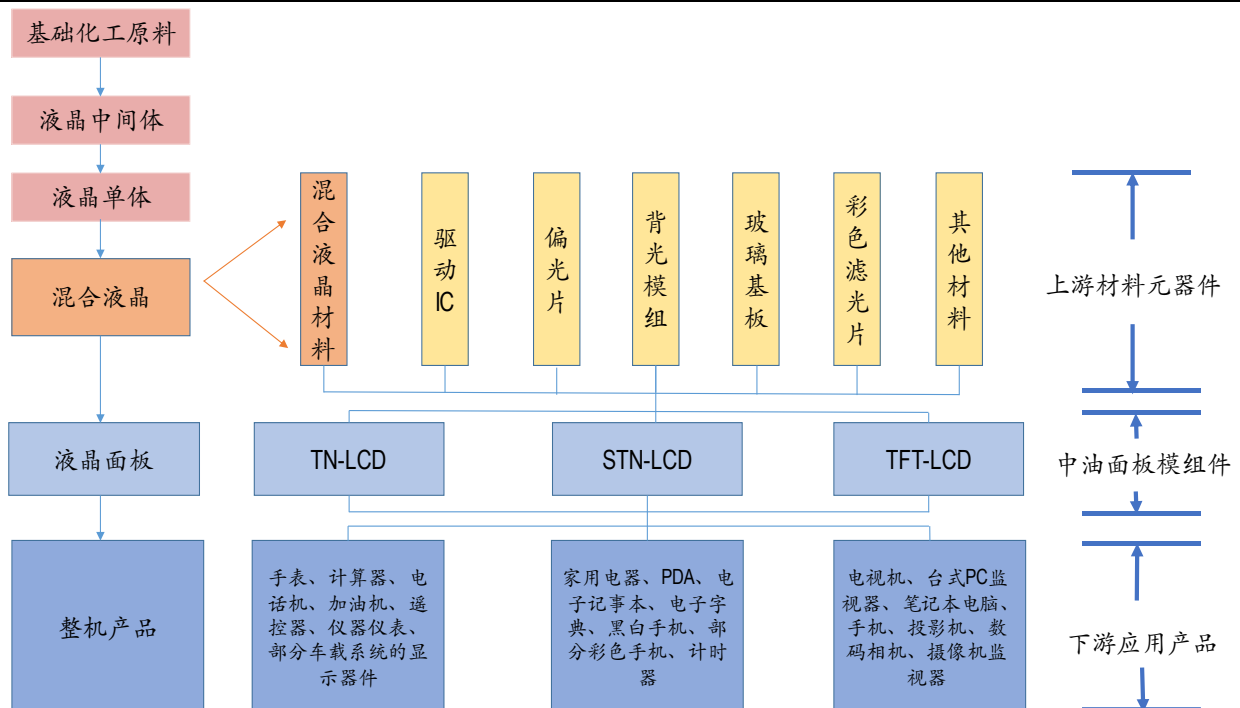
图表 90.国家对显示材料行业的政策支持



资料来源：政府网站，中银国际证券

液晶材料是电子信息领域的特殊材料，是一类具有各向异性的有机化合物，是生产液晶显示（LCD）面板的关键材料之一。液晶材料处于产业链前端，其上游为基础化工原料，中游是液晶面板制作，下游是电子部件产品。液晶材料在制造过程中有三个主要环节：液晶中间体制备、液晶单体合成及提纯和混合液晶配制。在混晶的生产中，对配方的技术和工艺要求高，因此全球混晶材料主要生产企业为德国 Merck、日本 JNC 和 DIC 公司。

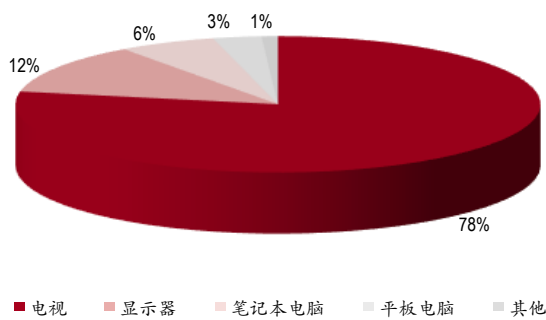
图表 91.LCD 产业链



资料来源：瑞联新材招股说明书，中银国际证券

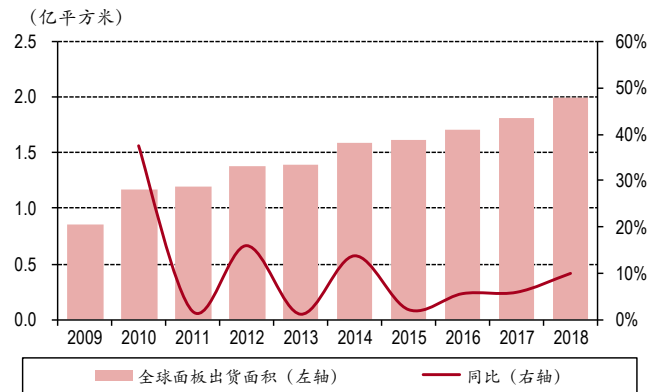
面板出货面积是影响液晶材料需求量的主要因素。液晶面板的出货面积保持稳定增长，从而促进了液晶材料需求量的增长。2018年全球液晶面板出货面积达到1.99亿平方米，同比增长9.94%。而液晶电视是液晶面板的第一大应用领域，液晶电视占据了液晶面板78%的下游市场。2018年我国液晶电视面板出货量为2.89亿片，同比增长9.10%；2019年1-4月液晶电视面板出货量为9,570万片，同比增长7.05%。另一方面，全球液晶电视面板市场会持续朝着大尺寸化的方向发展，加大对高清大屏的需求量。进一步拉动对液晶材料的需求。

图表 92.液晶面板下游需求



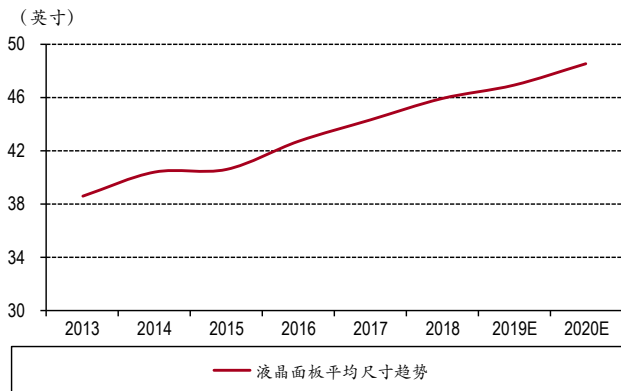
资料来源: Witsview, 中银国际证券

图表 93.全球液晶面板出货面积



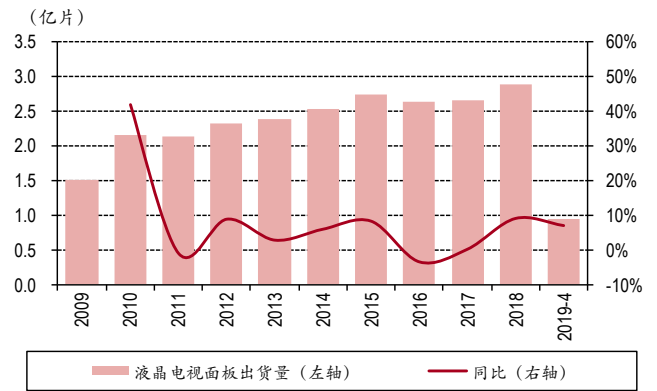
资料来源: Witsview, 中银国际证券

图表 94.液晶电视面板的平均尺寸逐年增加



资料来源: Witsview, 中银国际证券

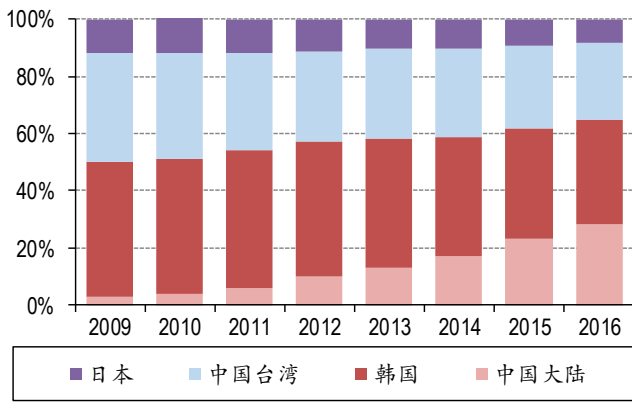
图表 95.我国液晶电视面板出货量



资料来源: 万得, 中银国际证券

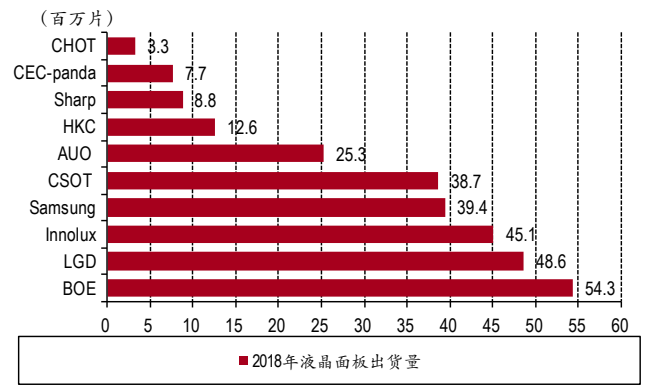
液晶面板制造行业总体产能不断增长，产能向我国大陆地区转移。随着我国京东方、华星光电等面板厂商的迅速崛起，我国面板制造行业迅速发展，打破了被日韩台厂商的垄断格局。国内液晶面板产能持续提升。随着高世代产能高速增长，低世代产能逐渐被淘汰，我国大陆地区企业不断建成投产超高世代线，我国大陆地区产能占比将持续提升。根据群智咨询发布的2018年全球液晶电视面板出货量排名，BOE、LGD、群创光电、三星和华星光电销量领先，占据前五名，其中BOE出货量位列第一。

图表 96. 大陆液晶面板产能占比持续提升



资料来源: Witsview, 中银国际证券

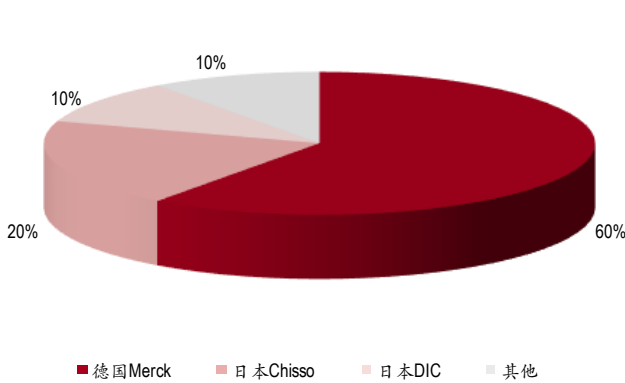
图表 97. 2018 年全球液晶面板出货量排名



资料来源: 群智咨询, 中银国际证券

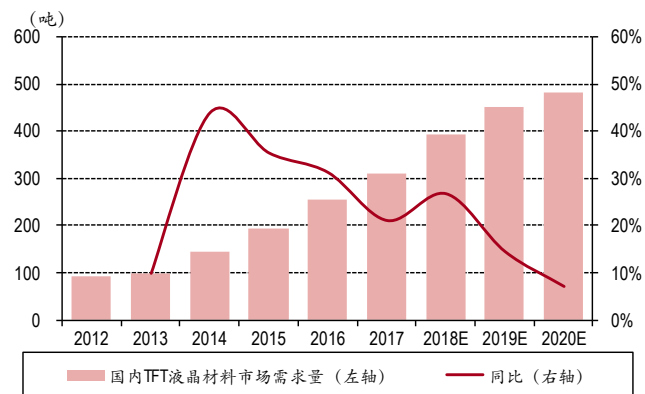
**液晶材料国产化率有望继续提升。**我国液晶材料发展起步较晚，之前产品主要依靠进口，过去 TFT 混晶的专利主要集中于德国 MERCK 和日本 CHISSO、DIC 三家企业。随着生产能力和研发能力的快速提升，国内液晶材料企业逐步掌握混合液晶的生产、控制技术，且产品具有价格优势，液晶材料国产化率有望继续稳步提升。2017 年国内 TFT 液晶材料需求总量为 310 吨，国内市场占全球市场的 40.68%。未来这些液晶面板生产线投产后，将对上游材料需求形成较大增量。据中国产业信息网预计，2020 年国内需求量将达到 482 吨，2017-2020 年国内 TFT 液晶材料需求复合增速为 15.85%。

图表 98. TFT 全球市场份额



资料来源: 国家产业信息网, 中银国际证券

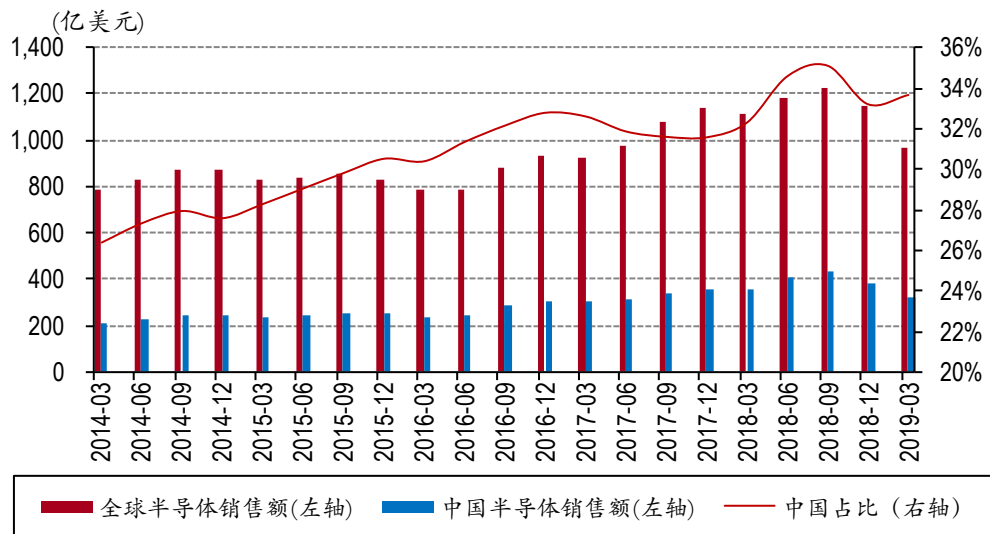
图表 99. 国内 TFT 液晶材料市场需求



资料来源: 国家产业信息网, 中银国际证券

**中国已成为全球最大的半导体消费国，占比约 1/3。**2019 年第一季度，全球半导体销售额为 968 亿美元。其中，中国半导体销售额为 326 亿美元，占全球半导体销售额的比重达到 33.68%。全球和中国的半导体行业保持同步快速增长。

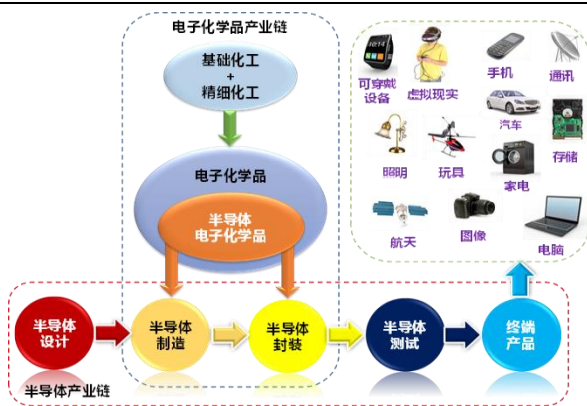
图表 100.全球及中国半导体销售额（当季值）



资料来源：万得，中银国际证券

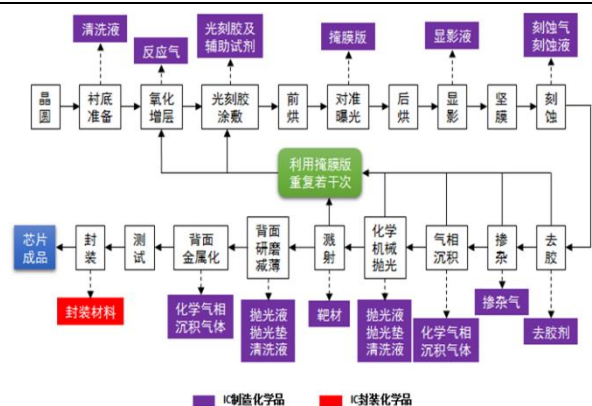
中国半导体化学品进口替代空间巨大。伴随着半导体产业向中国转移，与之配套的电子化学品产业正迎来高速发展。根据国际半导体产业协会(SEMI)数据，2016年全球半导体材料的市场规模约为443亿美元，国内半导体材料的市场规模为65.3亿美元，占全球14.7%。未来随着中国半导体产业的进一步发展和进口替代，半导体化学品市场空间将进一步打开。

图表 101.半导体化学品产业链图示



资料来源：WSTS，中银国际证券

图表 102.半导体化学品在芯片生产流程中的应用



资料来源：新材料在线，中银国际证券

在政策支持、产能转移以及相关企业技术不断突破背景下，国内电子化学品进口替代空间巨大，部分龙头企业获得大基金持股，并进入国际企业供应链，推荐飞凯材料，关注雅克科技、万润股份等。

### 科创板开板在即，新材料企业估值有望随之提升

科创板的建立是落实创新驱动和科技强国战略、推动高质量发展、支持上海国际金融中心和科技创新中心建设的重大改革举措。根据科创板创立的初衷，拟上市企业应当符合科创板定位，面向世界科技前沿、面向经济主战场、面向国家重大需求。优先支持符合国家战略，拥有核心技术，科技创新能力突出，主要依靠核心技术开展生产经营，具有稳定的商业模式，市场认可度高，社会形象良好，具有较强成长性的企业。根据上交所发布的科创板重点鼓励上市的领域中对于新材料领域的定义（先进钢铁材料、先进有色金属材料、先进石化化工新材料、先进无机非金属材料、高性能复合材料、前沿新材料及相关技术服务），结合《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》，落脚到化工行业，我们认为高性能树脂、特种合成橡胶、高性能纤维、功能性膜材料、电子化学品等细分

领域有望受益。

图表 103.拟上市科创板化工相关企业汇总

拟上市公司	主要业务/产品	2018 年收入 (亿元)	2018 年归母净 利润 (亿元)
天奈科技	公司目前是国内最大的碳纳米管生产企业, 产品包括碳纳米管粉体、碳纳米管导电浆料、石墨烯复合导电浆料、碳纳米管导电母粒等, 产品广泛应用于锂电池领域。	3.28	0.68
华特股份	公司主营业务以特种气体的研发、生产及销售为核心, 辅以普通工业气体和相关气体设备与工程业务, 提供气体一站式综合应用解决方案	8.18	0.68
兴欣新材	公司主要从事电子化学品、环保新材料、聚氨酯材料、医药中间体的研发、生产和销售。公司通过在哌嗪领域多年的技术积累, 建立了固定床连续生产哌嗪并联产 N-烷基哌嗪的新工艺, 可灵活调控哌嗪及 N-烷基哌嗪的产出比例	3.02	0.61
长阳科技	公司主要从事反射膜、背板基膜、光学基膜及其它特种功能膜的研发、生产和销售, 通过不断的进行研发投入和技术迭代升级, 实现了液晶显示全尺寸应用领域的突破。公司与韩国三星、韩国 LG、群创光电等境外知名企业开展了深入的合作, 并且在韩国三星电子 VD 部门全球 600 多家供应商中被选入其全球 13 家核心合作伙伴之一, 成为了韩国三星电子光学膜片全球供应商。2017 年末公司已成为全球光学反射膜细分行业龙头企业, 反射膜出货面积位居全球第一, 完成了反射膜的全面进口替代	6.91	0.87
泰坦科技	公司是国内科学服务行业的领先企业。主要客户涵盖高校、科研院所、政府机构和企业研发检测部门等, 分布在生物医药、新材料、新能源、节能环保、食品日化、分析检测、智能制造等领域。公司产品和服务包含自主品牌产品和技术集成第三方品牌, 主要分成三大系列: 科研试剂、科研仪器及耗材、实验室建设及科研信息化服务等实验室综合服务业务, 逐步形成了国内领先的全品类品牌矩阵	9.26	0.6
奥福环保	公司主要产品包括蜂窝陶瓷系列产品和 VOCs 废气处理设备。公司生产的直通式载体、DPF 产品主要应用于柴油车尤其重型柴油车尾气处理, VOCs 废气处理设备主要应用于石化、印刷、医药、电子等行业挥发性有机物的处理。	2.48	0.47
安集科技	公司产品包括不同系列的化学机械抛光液和光刻胶去除剂, 主要应用于集成电路制造和先进封装领域。公司主要采用直接面对终端客户的直销模式, 当产品通过客户评价和测试后, 生产部门再根据客户订单制定量产计划。公司成功打破了国外厂商对集成电路领域化学机械抛光液的垄断, 实现了进口替代, 在半导体材料行业取得了一定的市场份额和品牌知名度	2.48	0.45
联瑞新材	公司是国内规模领先的硅微粉生产高新技术企业, 专注于硅微粉产品的研发、制造和销售。产品可广泛应用于电子电路用覆铜板、芯片封装用环氧塑料以及电工绝缘材料、胶粘剂、陶瓷、涂料等领域, 终端应用于消费电子、汽车工业、航空航天等行业	2.78	0.58
容百科技	公司主要产品包括 NCM523、NCM622、NCM811、NCA 等系列三元正极材料及其前驱体, 产品应用于该等客户前沿的高能量密度电池中, 并主要用于新能源汽车、储能设备和电子产品等下游领域	30.41	2.13
八亿时空	公司是一家专业从事 TN、STN、TFT 型液晶显示材料以及 PDLC 智能薄膜、OLED 液晶显示材料以及特殊用途液晶材料的研发、生产和销售的高新技术企业	3.94	1.14

资料来源: 公司公告, 中银国际证券

### 消费升级, 食品添加剂需求提升

甜味剂是指赋予食品以甜味的食物添加剂, 种类较多。根据热量和营养含量可分为功能性甜味剂和糖醇类甜味剂, 功能性甜味剂主要为糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜、甜菊糖等; 糖醇类甜味剂包括木糖醇、麦芽糖醇等。前者不含或者含少量热量, 不参与人体代谢, 能达到得到甜味的同时少摄入热量。

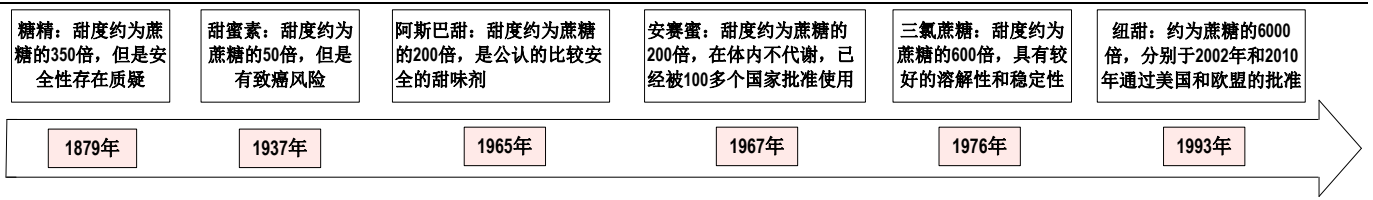
图表 104.甜味剂分类

大类	品种	应用领域
功能性甜味剂	糖精、甜蜜素、阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜、甜菊糖	饮料、点心、罐头、腌制食品、蜜饯、果脯及果糕、酒类、肉食品
糖醇类甜味剂	木糖醇、麦芽糖醇	无糖口香糖

资料来源: 中国知网, 中银国际证券

目前市场上主要的甜味剂，糖精和甜蜜素由于安全性已经在部分国家或地区被限制使用。阿斯巴甜应用较为广泛，占甜味剂市场份额近 50%。安赛蜜的安全性较高，性价比较高，是较为理想的甜味剂产品；而三氯蔗糖作为第五代甜味剂产品，口味纯正，甜味特征曲线几乎与蔗糖重叠，安全性较高，热量值低，性能优于安赛蜜。随着消费升级和健康意识的提升，安赛蜜和三氯蔗糖将逐渐替代糖精、甜蜜素和阿斯巴甜，市场替代空间较大。

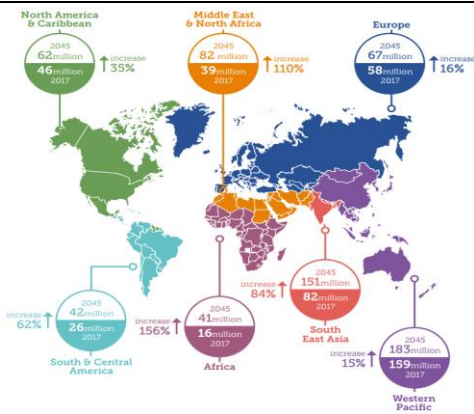
图表 105.主要甜味剂发展历程



资料来源：CNKI，中国产业信息网，中银国际证券

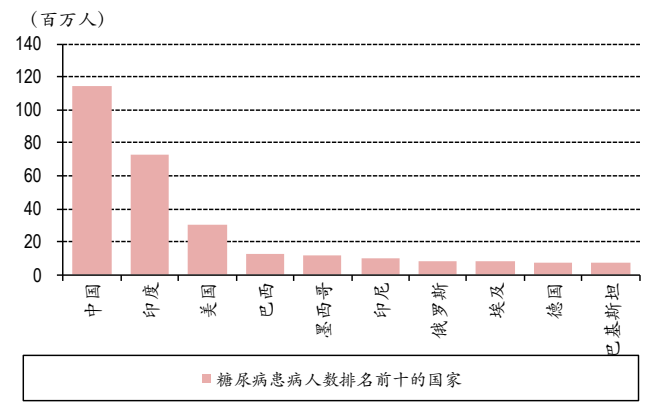
**全球糖尿病人数持续增加。**糖类在生命活动过程中起着重要的作用，是一切生命体维持生命活动所需能量的主要来源。然而，糖类食品摄入过多会引起肥胖、动脉硬化、高血压、糖尿病以及龋齿等疾病。根据国际糖尿病联盟数据，2017 年全球糖尿病患者的人数高达 4.25 亿，预计到 2045 年将高达 6.29 亿人。我国作为人口大国，2017 年糖尿病人总数为 1.14 亿人，占总人口的 8.25%。

图表 106.2017 年全球糖尿病患者人数分布



资料来源：国际糖尿病联盟，中银国际证券

图表 107.2017 年糖尿病患病人数排名前十的国家



资料来源：国际糖尿病联盟，中银国际证券

**部分国家征收糖税，控制糖类食品的摄入。**根据 Canadean 数据调查显示，全球有 51% 的消费者认为糖对身体健康有消极影响。随着世界各国糖税政策的发布，加速了全球含糖饮料行业的改革，以安赛蜜和三氯蔗糖为代表的功能性甜味剂在饮料和食品应用广泛。而我国于 2017 年 7 月印发的《国民营养计划（2017-2030 年）》提出广泛开展以“三减三健”（减盐、减油、减糖，健康口腔、健康体重、健康骨骼）的纲领性文件，旨在推动国民健康饮食习惯的形成和巩固。

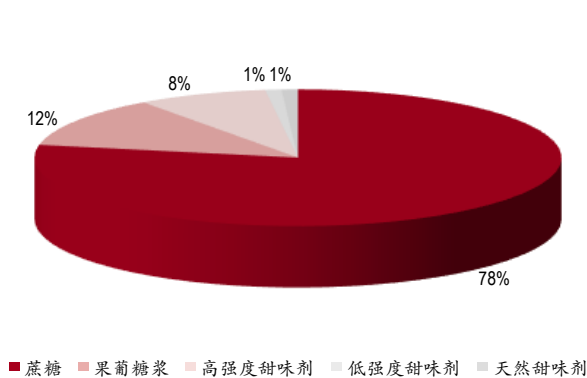
图表 108. 各国糖税政策

国家名称	开始时间	糖税政策内容
墨西哥	2014 年	对含糖饮料额外征税 10%，对非必须高卡路里食物征税 8%。执行一年，墨西哥含糖饮料的总消费量下降了 12%
智利	2014 年	对含糖饮料征税，同时对无糖饮料减税
美国	2015 年	已经有 33 个州颁布了征收糖税的法律
爱尔兰	2016 年	增加 20% 糖税
葡萄牙	2017 年	对糖含量低于 80g/L 的饮料征税 0.15 欧元，高于 80g/L 的饮料征税 0.3 欧元
沙特	2017 年	对能量饮料和碳酸饮料分别征税 100% 和 50%
印度	2017 年	对果汁或果肉饮料征税 12%，对含糖碳酸饮料征税 40%
南非	2018 年	对含糖量在 4g/100mL 以上的饮料征税 0.21 兰特/g
英国	2018 年	在英国本土生产和进口的所有软饮料糖税分每 100 毫升含糖 5 克以上和 8 克以上两档，最高税率达 20%
爱尔兰	2018 年	对糖含量在 5g/100mL 以上的饮料征税 0.2 欧元/L，对糖含量在 8g/100mL 以上的饮料征税 0.3 欧元/L

资料来源：中国知网，中国糖酒网，中银国际证券

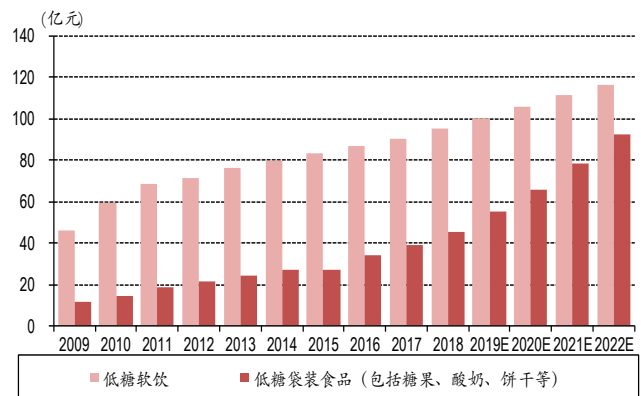
**低糖产品销售逐年增加，功能性甜味剂将迎来较大市场增量空间。**由于安赛蜜、三氯蔗糖等人工甜味剂不参与机体代谢，热量较低，安全性高，甜度优于蔗糖。因此，使用人工甜味剂代替蔗糖、果糖的成本较低，这就使得食品生产商转向人工甜味剂市场。据 LuxResearch 数据，2017 年全球甜味剂市场中，蔗糖占比高达 78%，而功能性甜味剂占比为 9%。随着消费者对少糖或者无糖产品认可度的提升，功能性甜味剂有望加速替代蔗糖。据 Euromonitor 数据，全球和中国的低糖产品销量逐年增加。

图表 109. 蔗糖仍然是最主要的甜味剂



资料来源：LuxResearch，中银国际证券

图表 110. 中国市场低糖产品销售额逐年增加



资料来源：Euromonitor，中银国际证券

随着消费者安全意识的增强以及消费升级，阿斯巴甜和糖精的使用比例因健康因素与价格因素逐年走低，将来逐步会被安赛蜜和三氯蔗糖取代。第一、二代人工合成甜味剂如糖精、甜蜜素的安全性存在较大风险，因此英国、美国和中国等对糖精实行限产限销、总量控制，并且在食品饮料中添加都有严格限制。第三代人工合成甜味剂阿斯巴甜的安全性也渐遭怀疑，部分消费者可能产生诸如呕吐、恶心等类似过敏症状。由于阿斯巴甜在体内代谢为天冬氨酸和苯丙氨酸，因此，对有苯丙酮酸尿症的患者不能食用。

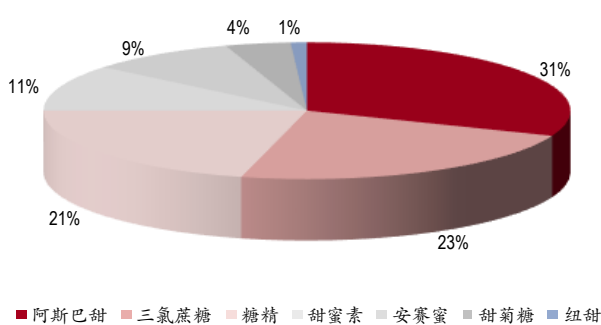
图表 111.各种甜味剂对比

名称	甜度倍数	安全性
蔗糖	1	安全，但是热量较高。不适于糖尿病患者、肥胖人士等使用
葡萄糖	0.8	安全，但是热量较高。不适于糖尿病患者、肥胖人士等使用
木糖醇	1.2	安全性较好，无显著不良反应报告
糖精	500	引致肿瘤风险；西方多国禁用
甜蜜素	50	引发多种疾病风险；西方多国禁用
阿斯巴甜	200	受到一定质疑；曾经被美国 FDA 拒绝批准使用作为代糖；苯丙酮尿症患者不宜使用
安赛蜜	200	安全性较好，无显著不良反应报告
三氯蔗糖	650	安全性较好，无显著不良反应报告
纽甜	6,000	安全性较好，无显著不良反应报告
甜菊糖	200	安全性尚未得到普遍承认

资料来源：中国知网，金禾实业可转债说明书，中银国际证券

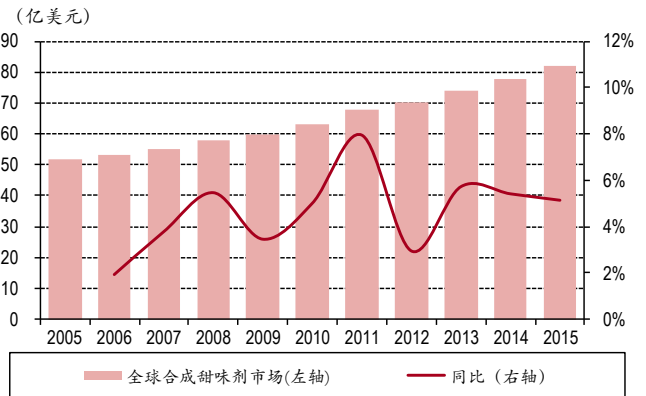
根据 grandviewresearch 数据，2015 年功能性甜味剂的产品（比如饮料、食品）总计规模达到 82 亿美元，其中阿斯巴甜占比为 31%，三氯蔗糖为 23%。全球功能性甜味剂规模将保持持续且稳定增长，预计到 2024 年达到 191 亿美元。由于消费者可能对阿斯巴甜安全性的质疑，百事可乐和可口可乐公司有限的使用，预计未来三氯蔗糖市场占有率将提升。

图表 112.2015 年功能性甜味剂市场份额



资料来源：HealthHypeDaily，中银国际证券

图表 113.全球甜味剂市场

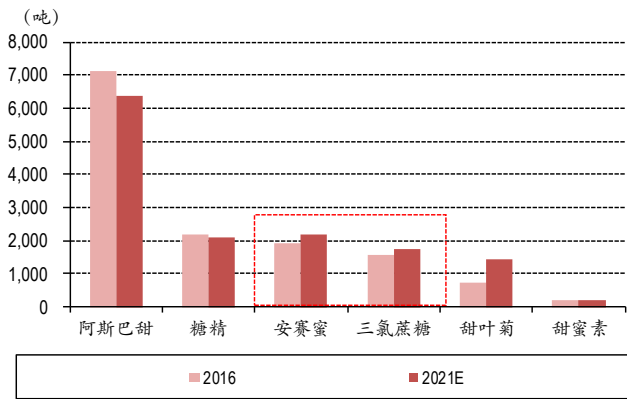


资料来源：grandviewresearch，中银国际证券

根据中国化工信息周刊数据，美国是主要的甜味剂消费国，2016 年甜味剂消费总量为 1.38 万吨，其中阿斯巴甜占比为 51.35%，安赛蜜和三氯蔗糖占比分别为 13.95%、11.41%。随着消费者对安赛蜜和三氯蔗糖认可度的增强，其市场占有率将提升。预计 2021 年消费量将达到 1.42 万吨，阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖消费占比分别为 44.81%、15.47%、12.25%。此外，西欧、加拿大等市场的三氯蔗糖和安赛蜜市场占有率有望提升。

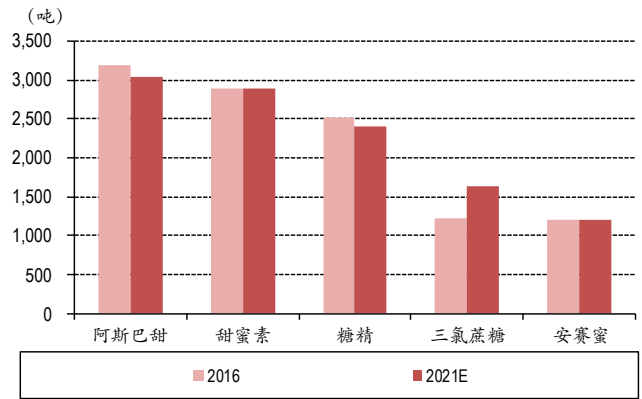


图表 114.美国甜味剂消费量



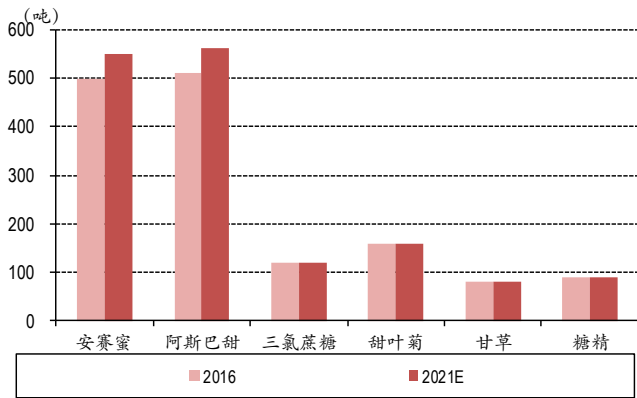
资料来源：中国化工信息周刊，中银国际证券

图表 115.西欧甜味剂消费量



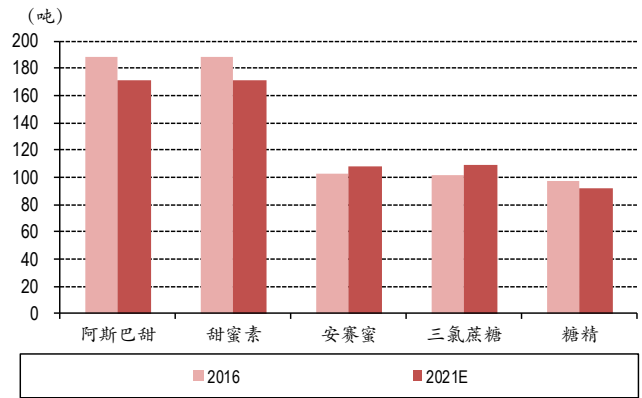
资料来源：中国化工信息周刊，中银国际证券

图表 116.日本甜味剂消费量



资料来源：中国化工信息周刊，中银国际证券

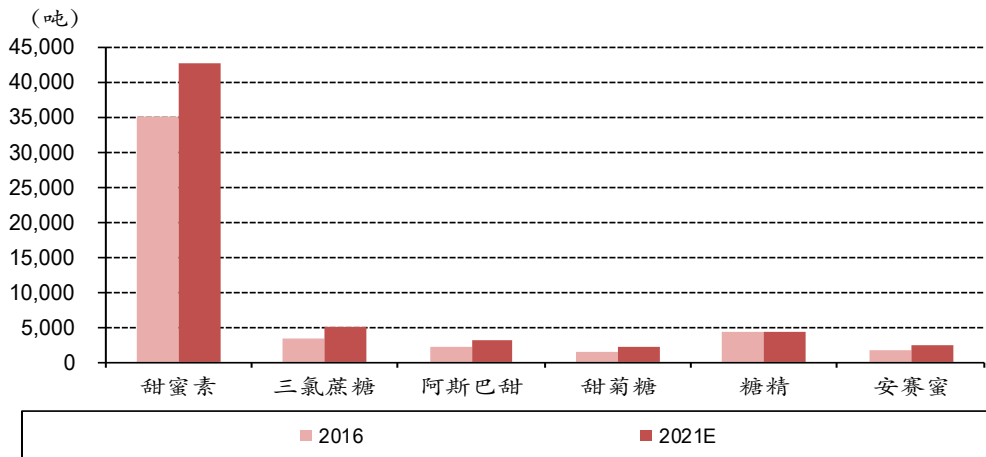
图表 117.加拿大甜味剂消费量



资料来源：中国化工信息周刊，中银国际证券

我国是全球最大的甜味剂消费国。2016 年我国甜味剂消费量为 4.95 万吨，其中甜蜜素占比高达 70.76%。而发达国家常用的阿斯巴甜、安赛蜜和三氯蔗糖分别占消费量的 6.81%、4.48%和 3.66%，明显低于其他国家消费水平。功能性甜味剂在我国有较大的发展空间。

图表 118.我国甜味剂以甜蜜素为主



资料来源：中国化工信息周刊，中银国际证券



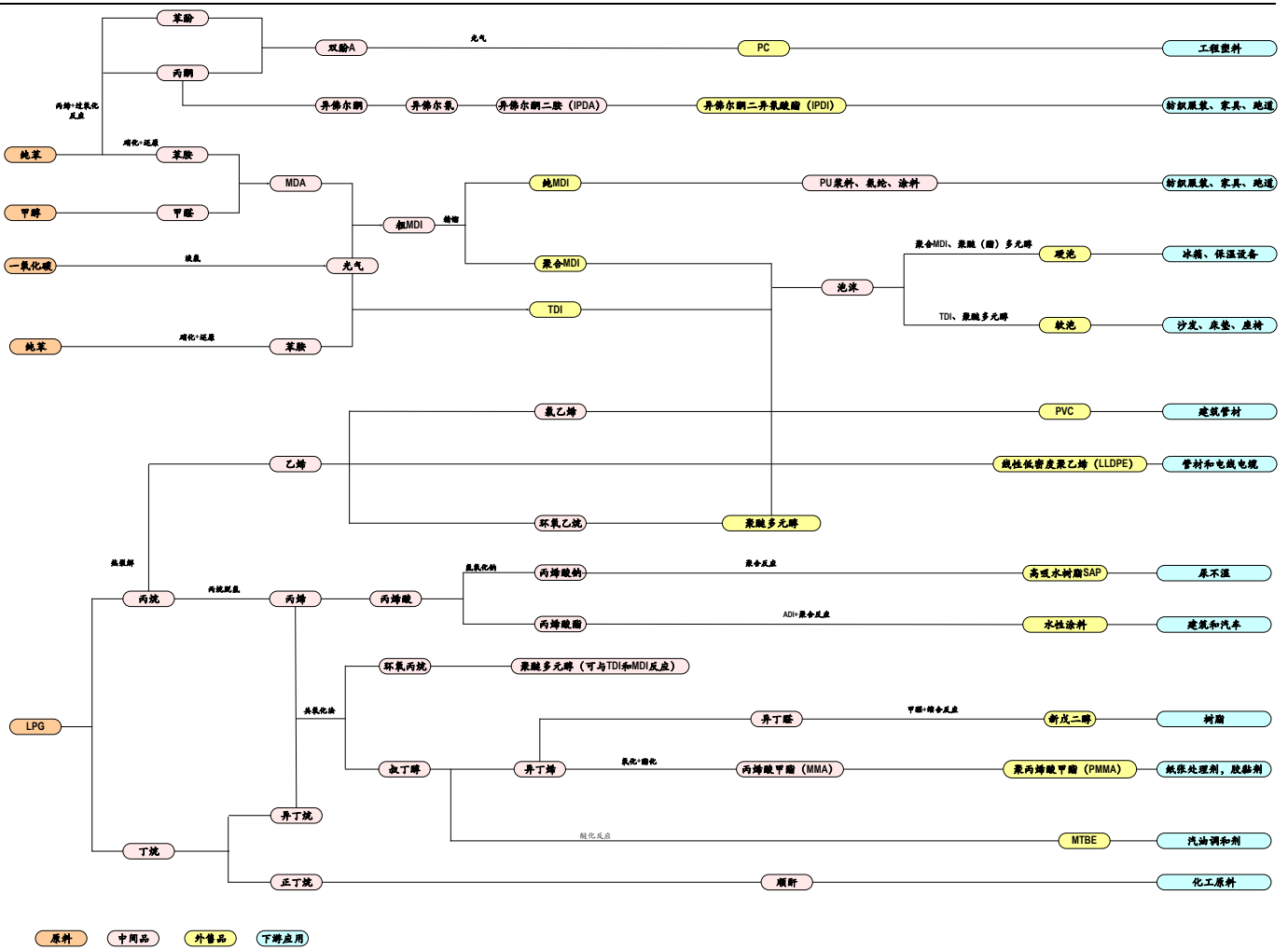
金禾实业股份有限公司是一家主要从事精细化工产品 and 基础化工产品生产、研发和销售的国家高新技术企业，是国内甜味剂行业龙头企业。目前具备安赛蜜产能 1.2 万吨/年，三氯蔗糖 2,000 吨/年，甲（乙）基麦芽酚为 4,000 吨/年。2017 年 11 月，公司与定远县人民政府签订了《金禾实业循环经济产业园项目框架协议书》，协议约定公司在定远盐化工业园内投资 22.5 亿元建设循环经济产业园，拟定总投资额为 22.5 亿元，其中一期投资额 8-10 亿元，二期投资额 10-12 亿元。项目主要针对公司现有化工产品上游原料的开发，实现产业链的一体化整合，发挥成本优势，有利于公司在食品添加剂、医药中间体等领域进行拓展。根据公司公告，2018 年 9 月公司定远一期项目已经通过环评，目前已经处于项目实施阶段。随着新一代甜味剂在我国市场渗透率提升，公司业绩有望上升一个台阶。

## 行业优胜劣汰，长期看好优秀龙头企业

### MDI 价格短期承压，长期看好万华化学

万华化学业务涵盖 MDI、TDI、聚醚多元醇、环氧丙烷、甲基叔丁基醚、丙烯酸及酯等产品，TPU、ADI、SAP、PC、PMMA、特种胺等精细化学品及新材料产品，实现产品多元化和产业链一体化发展。

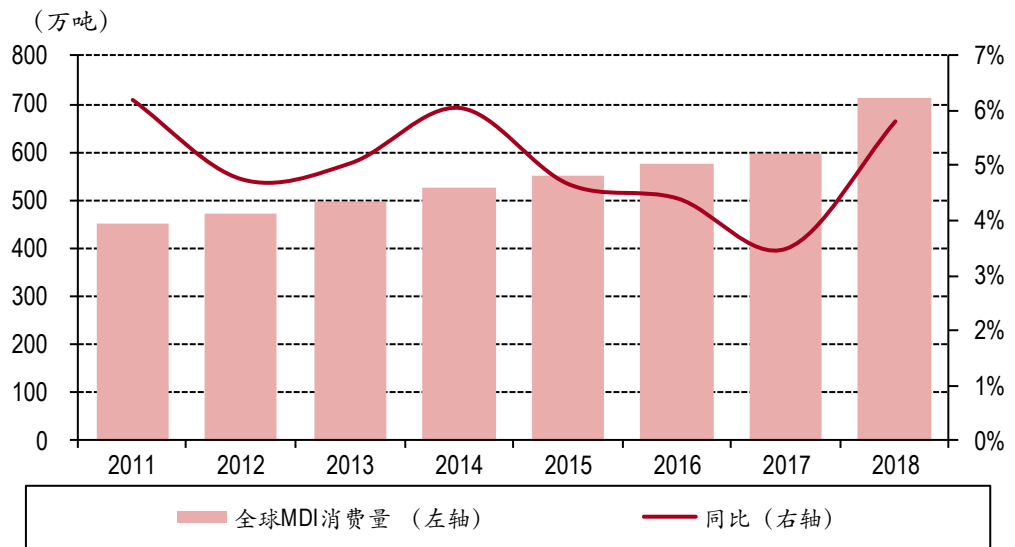
图表 119. 万华化学产业链图



资料来源：公司公告，中银国际证券

**MDI 全球需求稳步增长。**伴随全球经济的发展，MDI 消费量自 2011 年的 451.10 万吨增长至 2018 年的 714.15 万吨，复合增长率达 6.32%。2015 年以来，MDI 需求量增速有所降低，但总体规模仍然增长。假设全球 MDI 需求增速维持 5%，每年将有 36 万吨需求增量。

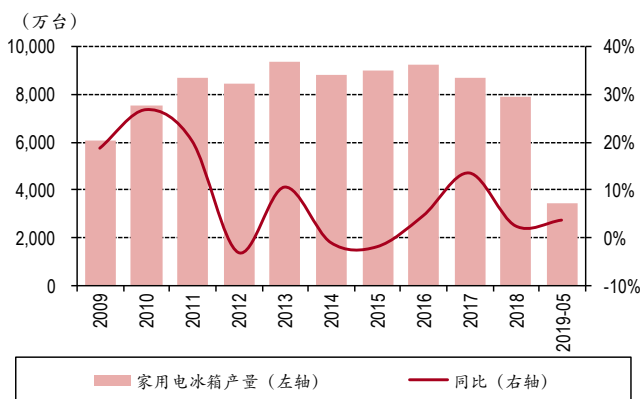
图表 120.全球 MDI 需求稳步增长



资料来源: IHS, 中银国际证券

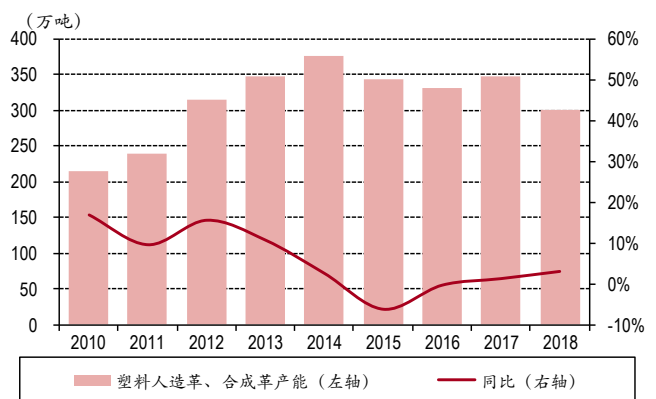
国内 MDI 主要用于生产冰箱保温层和合成革。我国电冰箱产品仍然保持较高的生产量, 2018 年产量为 7,876.70 万台, 同比增长 2.50%, 并且 2019 年前五个月继续保持较稳定增速; 2018 年合成革产量为 299.51 万吨, 同比增长 3.06%。综合判断, 国内 MDI 下游将保持小幅增长态势。

图表 121. 国内电冰箱产量



资料来源: 中国化工信息周刊, 中银国际证券

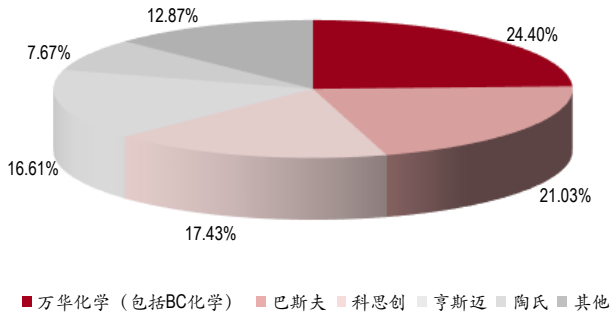
图表 122. 塑料人造革、合成革产量回升



资料来源: 中国化工信息周刊, 中银国际证券

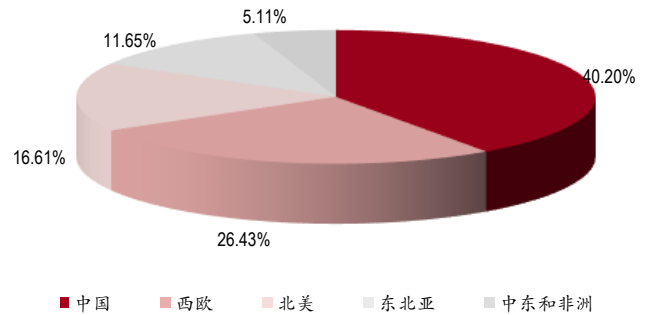
全球 MDI 产能集中度较高。由于 MDI 具备较高的技术壁垒, 全球仅有少数厂商生产。根据 Bloomberg 数据, 全球 MDI 产能为 860.8 万吨, 前五大厂商产能占比超过 88%, 分别为万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈和陶氏, 行业集中度较高。万华化学吸收合并万华化工后, 其 MDI 产能达 210 万吨/年 (BC 化学具备 30 万吨产能), 一举超过巴斯夫 MDI 产能 (181 万吨/年)。

图表 123.全球前五大 MDI 产能占比达 88%



资料来源: Bloomberg, 中银国际证券

图表 124.全球分地区 MDI 产能



资料来源: Bloomberg, 中银国际证券

**供给紧平衡, 需求持续增长。**从全球新建产能看, 2018-2020 年全球 MDI 产能将扩增 251 万吨, 其中上海联恒 (巴斯夫合营) 扩增 24 万吨/年已经投产, 其他项目还在规划或者建设之中。另一方面, 近年来, 飓风等不可抗力频频对行业供给造成阶段性影响。

图表 125.MDI 新增产能

公司	新增产能 (万吨/年)	备注
万华化学	120	万华化学 (宁波) 技改至 150 万吨/年; 万华化学 (烟台) 技改至 110 万吨/年; 美国基地新建 40 万吨/年装置
科思创	37	科思创 (上海) 技改至 60 万吨/年; 德国扩增 22 万吨/年
上海联恒 (巴斯夫合营)	24	2018 年上半年已投产
福建康乃尔	40	通过环评
巴斯夫	30	路易斯安那州盖斯马尔工厂扩增 30 万吨/年, 预计于 2020 年正式启动

资料来源: 卓创资讯, 百川资讯, 生意社, 中银国际证券

**八角工业园区整合石化一体化产业链。**万华化学烟台八角工业园区除了 60 万吨/年 MDI 产能以外, 主要定位在于功能材料和特种化学品提供原材料, 如环氧丙烷用于合成聚醚, 丙烯酸用于合成高吸水性 SAP 树脂材料, 丙烯酸酯用于合成水性涂料等。

**万华化学一体化优势明显, 具备较强的成本优势。**公司自主研发并掌握了先进的液相光气法 MDI 生产技术。公司 PDH 副产 3 万吨氢气可用于苯胺合成, 苯胺自给率已经达到 65% 以上, 同时公司在园区内自备热电站和循环水装置, 完善的产业链使得公司 MDI 成本在行业内处于领先的位置, 保持较强的市场竞争力。同时, 多个新材料及石化项目将陆续投产贡献未来业绩增量。

图表 126.公司石化系列主要中间品及产品产能

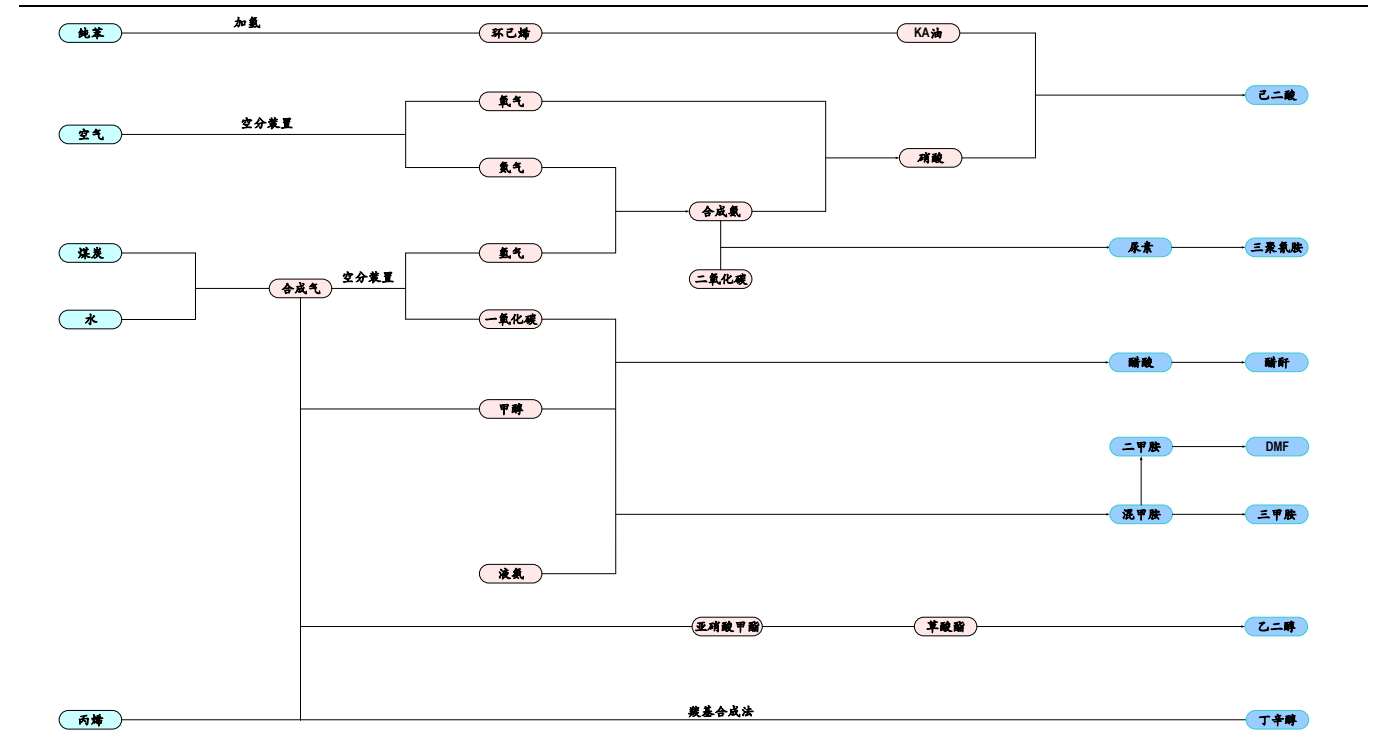
产业链	产品名称	产能 (万吨/年)	备注
丙烷脱氢	丙烯	75	重要化工原料, 用作合成聚丙烯、环氧丙烷、丙烯酸等 用于制造管材, 应用于建筑行业 用于合成聚醚
	聚氯乙烯	40	
	环氧乙烷	15	
丙烯酸及酯	丙烯酸	30	用于合成 SAP 树脂、合成水性涂料、胶黏剂
	丙烯酸甲酯	3	
	丙烯酸乙酯	3	
	丙烯酸丁酯	36	
	丙烯酸异辛酯	2	
异丁烷共氧化	环氧丙烷	26	合成聚醚多元醇
	叔丁醇	65	溶解和化工原料
	甲基叔丁基醚	82	汽油调和剂
多元醇	正丁醇	30	合成树脂、涂料等
	新戊二醇	4	

资料来源: 公司环评报告, 公司公告, 中银国际证券

**华鲁恒升：优秀的煤化工企业，新旧动能转换助力发展**

华鲁恒升专注于资源综合利用和协同发展，打造了“一头多线”的循环经济产业链，主要产品包括尿素、醋酸及衍生品、DMF、己二酸及中间体、有机胺、乙二醇等。

图表 127. 华鲁恒升产业链



资料来源：公司公告，中银国际证券

公司作为我国煤化工行业的优秀企业，以技术领先的煤气化平台为抓手，坚持节能降耗为导向。经过多年发展，形成了尿素、DMF、醋酸、己二酸、丁辛醇和乙二醇等产品线。根据公告，公司计划建设 30 万吨/年己内酰胺并配套下游切片、16 万吨/年精己二酸项目，以及其他绿色化工新材料项目，产品结构仍在不断优化。

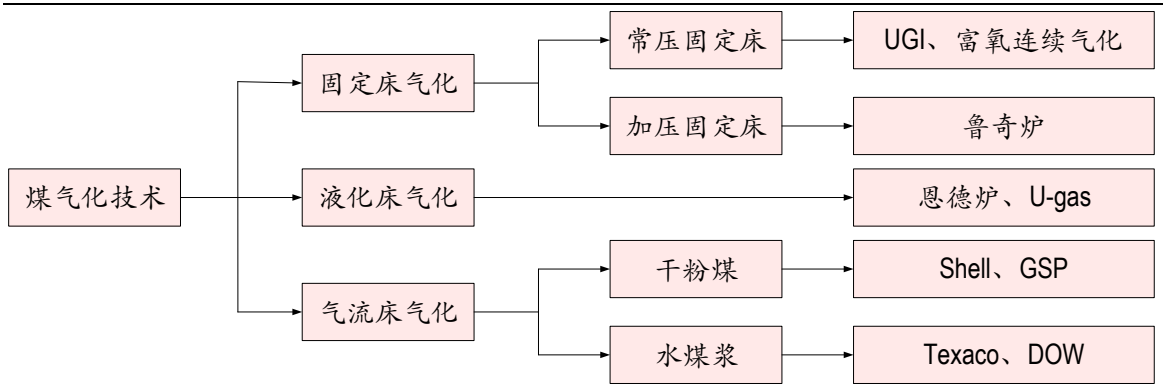
图表 128. 公司主要产品产能

类别	产品	现有产能 (万吨/年)	备注
肥料	尿素	180	主要用于农业生产、工业加工
	复合肥	60	
有机胺	DMF	25	主要用于 PU 浆料、医药、农药、食品添加剂、电子行业、其他行业
	混甲胺	20	
醋酸及其衍生品	醋酸	60	主要用于制作醋酸酯、PTA，醋酸乙烯，氯乙酸和甘氨酸
	醋酐	5	
己二酸及中间体	己二酸	16	己二酸用于生产 PU 浆料、尼龙 66 等；环己酮用于生产己二酸和己内酰胺
	环己酮	5	
多元醇	丁醇	8	正丁醇主要应用在丙烯酸丁酯、醋酸丁酯、DBP；异辛醇主要应用在 DOP，DOT；乙二醇主要应用在聚酯、防冻液、不饱和树脂、聚氨酯等
	辛醇	12	
	煤制乙二醇	55	
其他	三聚氰胺	5	主要用于塑料及涂料工业，也可作纺织物防缩处理剂

资料来源：公司公告，中银国际证券

随着环保趋严，煤的清洁高效利用技术逐步受重视。煤气化技术作为煤炭清洁高效利用的重要基础和关键技术，在煤炭清洁转化过程中发挥至关重要的作用。公司率先在 2004 年建设了气化压力为 6.5MPa、处理煤量为 750 吨/天的气化炉系统，于 2005 年 7 月正式投入运行。公司采用水煤浆气化技术替代固定床气化工艺，该技术运用多喷嘴（四喷嘴）水煤浆加压气化技术，操作连续性强，产品煤气压力高可省去后续气体压缩工段，碳转化率可达到 98% 以上。

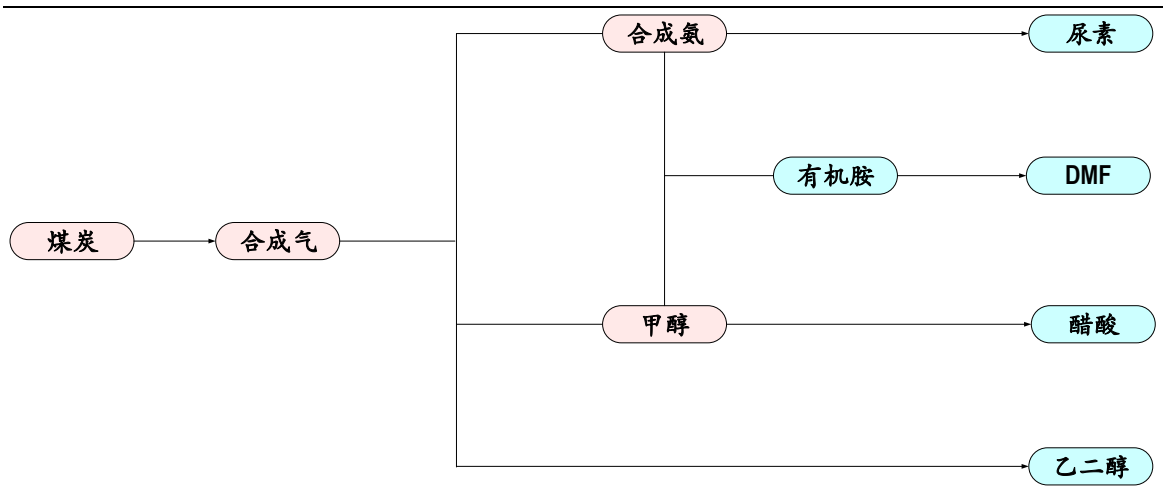
图表 129. 煤气化技术图



资料来源：CNKI，中银国际证券

公司以煤气化为技术平台，合成气为原料来合成氨、甲醇等产品，产品进一步加工为 DMF、乙二醇、醋酸等下游产品。公司可以根据市场需求积极调整产品结构，增加化工产品占比，可以降低风险，有效增收创利。首先，根据尿素、甲醇和醋酸的市场行情，公司可以对氨醇装置进行有效调节；其次，DMF 和有机胺原料同为甲醇和合成氨，公司可以根据有机胺和 DMF 市场需求情况进行调节；最后，乙二醇原料合成气来自醋酸节能改造工程，与醋酸进行柔性联产。

图表 130. “一头多线”示意图



资料来源：公司环评报告，中银国际证券

从景气角度看，公司主要产品价格继续下跌的趋势在减缓，长期看如乙二醇和醋酸等盈利回归的可能性较大；从估值角度看，公司成本和工艺技术优势明显，是煤化工行业龙头，估值处于较低位置，未来随着新建己内酰胺和精己二酸产能的投产，公司盈利有望上一个新的台阶。长期跟踪来看，公司向下风险有限，向上空间则比较确定，继续推荐。



## 投资建议

维持行业“强于大市”评级。短期来看，目前部分行业库存处于极低水平，三季度部分产品补库可能引起产品价格反弹。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。

重点关注以下几条主线：

供给端持续优化的子行业：农药行业在环保影响下供给持续收缩，龙头公司新项目不断投产贡献业绩增量，推荐**利尔化学**、**扬农化工**；染料价格有望维持高位，推荐**浙江龙盛**。维生素供给端格局优化，关注**新和成**。

需求端因进口替代或渗透率提升的领域：电子化学品进口替代空间巨大，部分龙头企业获得大基金持股，并进入国际一流企业供应链，推荐**飞凯材料**，关注**万润股份**、**雅克科技**等；消费升级，食品添加剂需求提升，推荐**金禾实业**。

民营大炼化陆续投产，PTA 盈利有望走高。推荐**桐昆股份**。重点关注：**恒逸石化**、**荣盛石化**、**恒力股份**等。此外，**卫星石化**乙烷裂解项目预计 2020 年建成投产，建议关注。

行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。长期重点关注**万华化学**、**华鲁恒升**。



## 重点公司估值表

图表 131.重点公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价 (元)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产 (元/股)
					2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600486.SH	扬农化工	买入	56.20	174.16	2.89	3.29	4.02	19.45	17.08	13.98	14.93
002258.SZ	利尔化学	买入	13.41	70.32	1.10	1.23	1.57	12.17	10.92	8.56	5.64
002648.SZ	卫星石化	买入	15.46	164.74	0.88	1.16	1.53	17.51	13.39	10.10	7.54
600426.SH	华鲁恒升	买入	15.25	248.07	1.86	1.45	1.59	8.22	10.52	9.58	7.42
600352.SH	浙江龙盛	买入	16.73	544.28	1.26	1.82	2.13	13.24	9.20	7.86	6.14
300398.SZ	飞凯材料	买入	13.35	69.11	0.55	0.70	0.93	24.30	19.15	14.35	5.12
002749.SZ	国光股份	买入	12.07	45.00	0.63	1.15	1.47	19.18	10.48	8.24	4.32
601233.SH	桐昆股份	买入	15.75	287.41	1.16	1.36	1.61	13.56	11.59	9.78	8.41
600346.SH	恒力石化	未评级	12.36	870.03	0.47	1.07	1.58	26.19	11.55	7.82	5.46
002493.SZ	荣盛石化	未评级	12.26	771.29	0.26	0.57	0.93	47.98	21.51	13.18	3.33
002206.SZ	海利得	买入	4.18	51.12	0.29	0.34	0.41	14.56	12.22	10.17	2.38
000703.SZ	恒逸石化	未评级	14.07	399.83	0.69	1.22	1.74	20.38	11.53	8.09	6.77
600309.SH	万华化学	未评级	43.90	1378.35	3.38	3.96	4.62	12.99	11.09	9.50	12.36
002381.SZ	双箭股份	未评级	8.23	33.87	0.38	0.54	0.68	21.66	15.24	12.10	3.99
300214.SZ	日科化学	未评级	6.33	26.95	0.24	0.46	0.66	26.23	13.76	9.59	3.81
002643.SZ	万润股份	未评级	10.71	97.37	0.49	0.58	0.70	21.91	18.47	15.30	4.88
002597.SZ	金禾实业	买入	18.77	104.88	1.63	1.61	2.10	11.51	11.65	8.93	6.74
600256.SH	广汇能源	买入	3.63	246.62	0.26	0.37	0.49	14.14	9.92	7.36	2.23

资料来源：万得，中银国际证券

注：股价截止日 2019 年 7 月 1 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期



## 风险提示

(1) 油价异常波动风险。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美国加息、减产协议退出或者执行率下降、地缘政治风险等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。

(2) 环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和对于此类行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

(3) 经济异常波动。化工产品与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。我国进入改革开放深水区，“三去一降一补”持续推进，作为典型的周期性行业，化工行业又将面临供给侧改革的相关政策的影响。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司在未来6个月内超越基准指数20%以上；
- 增持：预计该公司在未来6个月内超越基准指数10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；
- 减持：预计该公司股价在未来6个月内相对基准指数跌幅在10%以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来6个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来6个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深300指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普500指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2)中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分公开发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路200号  
中银大厦39楼  
邮编200121  
电话:(8621)68604866  
传真:(8621)58883554

## 相关关联机构：

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
致电香港免费电话：  
中国网通10省市客户请拨打：108008521065  
中国电信21省市客户请拨打：108001521065  
新加坡客户请拨打：8008523392  
传真:(852)21479513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话:(852)39886333  
传真:(852)21479513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街110号8层  
邮编:100032  
电话:(8610)83262000  
传真:(8610)83262291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F,1Lothbury  
LondonEC2R7DB  
UnitedKingdom  
电话:(4420)36518888  
传真:(4420)36518877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道1045号  
7BryantPark15楼  
NY10018  
电话:(1)2122590888  
传真:(1)2122590889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话:(65)66926829/65345587  
传真:(65)65343996/65323371