

基础化工

行业研究/投资策略报告

去产能改善周期品供需格局，消费新材料成长性好

—基础化工行业 2019 年中期策略

投资策略报告/基础化工

2019 年 07 月 02 日

报告摘要：

● 板块业绩呈下滑趋势，精细化工持续向好；估值处历史低位，具备向上空间

2019Q1 基础化工板块实现营收 3085 亿元，同比增长 6.79%；但归母净利润 212 亿元，同比下降 17.30%。利润角度，细分板块中合成纤维及树脂板块整体增长较为显著，氮肥、农药、氟化工、聚氨酯、日化表现较差。大宗化工品整体走弱，新材料、精细化工整体相对较好也符合我们 2019 年年度策略报告的判断，预计该趋势仍将延续。

截至 2019 年 7 月 1 日，CS 基础化工板块市盈率 (TTM) 为 20 倍，低于板块估值均值 59 倍，处于近五年来历史底部，具备较大的修复空间。

● 去产能将持续改善行业供需格局；减税降费提振行业整体盈利水平

2017 年江苏出台以“263 行动”为代表的化工行业整治计划，导致 2018 年农药、医药部分中间体供给受限，是农药板块高景气的核心因素。在今年 321 事件后，江苏迅速出台《化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，进一步提升了江苏省化工行业去产能、转型升级的目标。山东、浙江等其他化工大省也相继出台了安全、环保相关的举措来促进化工行业的安全运行与环保标准提升。我们认为，在今年是建国 70 周年这一背景下，安全、环保强监管将显著改善化工行业供需格局，也将长期对行业产生持续向好的影响。

化工行业是资金密集型的高耗能行业，人工需求也相对较多。今年以来，工商业电价下降 10%、制造业增值税率由 16% 下降至 13%、降低社保费率等一系列减税降费的举措逐步实施，预计上述举措的效果将在二、三季度逐渐显现，行业盈利水平有望得到显著提振。

● 投资策略：大宗聚焦龙头，重点布局消费/新材料板块具备长期成长性标的

需求趋弱、价格下行，行业龙头的成本、技术、资金等各方面优势将得到显现，也有利于行业龙头在行业低迷周期实现市场份额提升，强化龙头地位，在景气周期也将会迎来更高的利润空间，建议关注万华化学、龙蟒佰利、华鲁恒升、扬农化工、金石资源等。

具有消费属性的维生素、食品添加剂等行业需求相对刚性，盈利相对稳定优势突出；应用于电子、计算机等新兴领域的新材料标的，所处行业处在高速增长期，将充分受益需求爆发带来的巨大市场容量，建议关注新和成、蓝晓科技、国瓷材料、飞凯材料等。

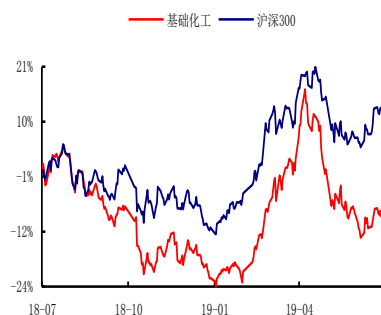
● 风险提示

大宗化工品价格出现超预期波动；成长板块需求释放速度低于预期的风险。

推荐

维持评级

行业与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

分析师：陶贻功

执业证号：S0100513070009

电话：010-85127892

邮箱：taoyigong@mszq.com

研究助理：李骥

执业证号：S0100119010009

电话：021-60876731

邮箱：lijl@mszq.com

研究助理：王静姝

执业证号：S0100118070030

电话：010-85127892

邮箱：wangjingshu@mszq.com

相关研究

1. 民生化工周报 20190701：MDI、PTA 价格持续反弹，关注业绩确定性强标的
2. 民生化工周报 20190617：萤石、维生素相对强势，MDI 价格跌幅居前

盈利预测与财务指标

代码	重点公司	现价 7月1日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600309	万华化学	43.90	3.88	3.96*	4.62*	11.31	11.09*	9.50*	
002601	龙蟒佰利	15.09	1.12	1.49	1.90	13.47	10.13	7.94	推荐
603505	金石资源	19.13	0.57	1.09	1.47	33.56	17.55	13.01	推荐
600486	扬农化工	56.20	2.89	3.44	4.03	19.45	16.34	13.95	推荐
002734	利民股份	15.80	0.73	1.22	1.59	21.64	12.95	9.94	推荐
600352	浙江龙盛	16.73	1.26	1.72*	1.90*	13.28	9.73*	8.81*	关注
300487	蓝晓科技	32.13	0.71	1.35	1.64	45.25	23.80	19.59	推荐
300285	国瓷材料	18.19	0.85	0.64	0.79	21.40	28.42	23.03	推荐
300398	飞凯材料	13.35	0.67	0.77	0.96	19.93	17.34	13.91	推荐
002001	新和成	19.75	1.43	1.22	1.60	13.81	16.19	12.34	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院（*为 wind 一致预期）

目录

一、行业状况：大宗下跌，精细化工品相对较好	4
(一) 板块整体：行业景气高位回落，估值仍具修复空间	4
(二) 子版块：盈利能力分化明显，精细化工表现较好	9
(三) 关注供需格局持续优化的细分行业及产品	11
二、政策红利逐步释放，去产能改善供需格局	18
(一) 减税降费总体利好化工行业，高能耗企业有望受益	18
(二) 安全环保整治持续，行业减量发展，供需格局改善	21
(三) 贸易摩擦进一步升级，关注对出口端的影响	28
三、投资策略及组合	30
(一) 大宗化工品走弱，关注龙头长期投资价值	30
(二) 农药、染料继续受益供给收缩、需求刚性	32
(三) 消费、新材料板块估值已具备吸引力	34
四、风险提示	38
插图目录	39
表格目录	39

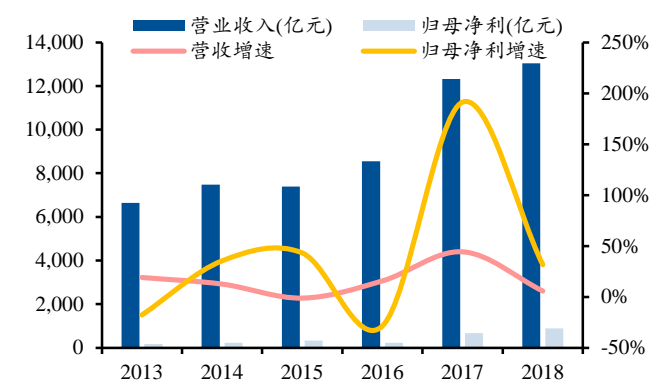
一、行业状况：大宗下跌，精细化工品相对较好

(一) 板块整体：行业景气高位回落，估值仍具修复空间

1、2018 年整体经营状况向好，2019Q1 呈下滑趋势

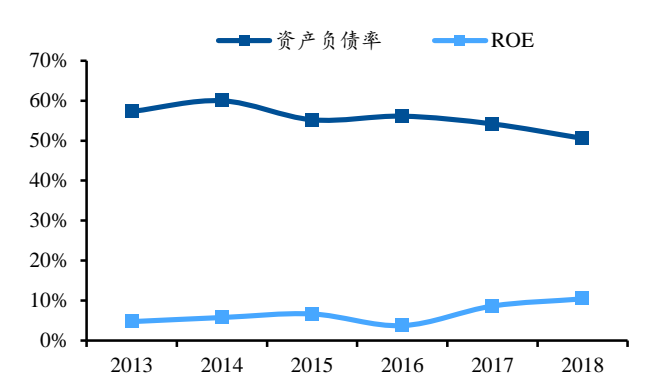
2016 年开始，随着供给侧改革的推进以及国际油价的反弹，基础化工行业营收和净利润持续增长，景气度不断提升。2018 年行业整体经营情况良好，维持了较高的盈利水平，板块（分类标准依据中信证券行业类 CS 基础化工）全年实现营业收入 13035 亿元，同比增长 5.74%；实现归母净利润 887 亿元，同比增长 31.59%。整体 ROE 呈上升趋势，资产负债率有所下滑。上市公司 2018 年 ROE 达到 10.42%，较去年提升 21.04%，增长幅度略有放缓；资产负债率为 50.57%，连续两年呈下降趋势。

图 1：基础化工板块上市公司全年营收、归母净利润



资料来源：Wind，民生证券研究院

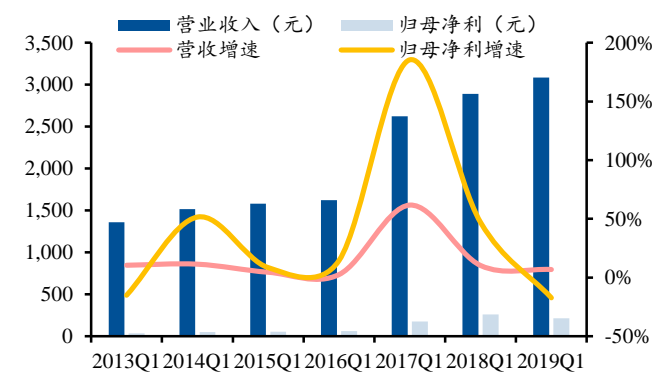
图 2：基础化工板块上市公司全年资产负债率、ROE



资料来源：Wind，民生证券研究院

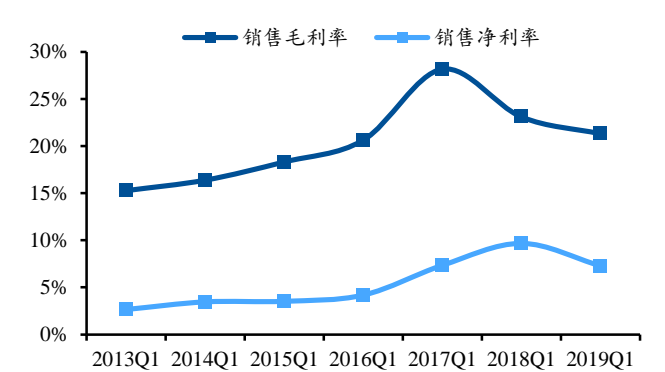
伴随 2018Q4 油价快速下行，终端需求走弱，多数化工品价格下滑，行业景气高位回落，导致了上市公司整体盈利能力的降低。2019 年一季度基础化工板块营收继续呈增长态势，归母净利润有所下滑。Q1 实现营业收入 3085 亿元，较去年同期增长 6.79%；实现归母净利润 212 亿元，相比去年下降近 50 亿元，下降幅度 17.30%，销售利润率较去年同期也呈现小幅下跌趋势，销售毛利率 21.31%，销售净利率 7.28%。

图 3：基础化工板块上市公司一季度营收、归母净利润



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 4：基础化工板块上市公司一季度销售毛利率、净利率



资料来源：Wind，民生证券研究院

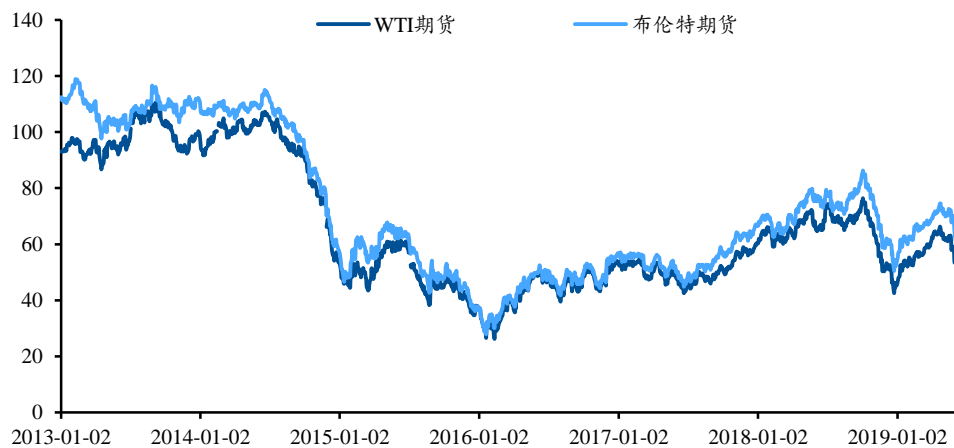
2、油煤价格下行缓解成本压力，供给端产能缩减，需求端预期改善

成本端：“OPEC+”严格执行减产协议，叠加地缘政治、美国制裁伊朗等因素，原油供给端趋紧导致 2018 年前三季度油价大幅上涨。利润驱动下 OPEC 大幅增产，叠加制裁伊朗不及预期、美国原油库存增加、贸易摩擦等利空事件影响下，2018 年 10 月份油价高位回落。2019 年 1 月，“OPEC+”重启减产计划，在供给缩减的影响下油价止跌反弹。直至 4 月底进入用油高峰期，美国原油库存量、产量却意外增多，叠加当前国际经济不景气，市场对原油预期降低，原油价格利空占据多头。2019 年的油价将在减产协议执行率、伊朗产量和出口量的减少情况、美国产量的增加情况之间进行博弈。根据我们石化行业的判断，国际油价在特朗普政府的强制打压下大幅上涨的空间有限，下半年美国的管输瓶颈将得到解决。

煤炭方面，2016 年供给侧去产能政策出台，煤炭价格大幅跳水后企稳，此后一直保持较为稳定水平。2019 年，煤炭去产能将继续推进，预计合计退出在产+在建产能 1 亿吨左右，整体产能增速在 1%左右的低位；但从需求端来看，国内经济景气度不足，下游需求不旺，预计 2019 年煤炭全年均价将向绿色价格区间回归（500-570 元/吨）。

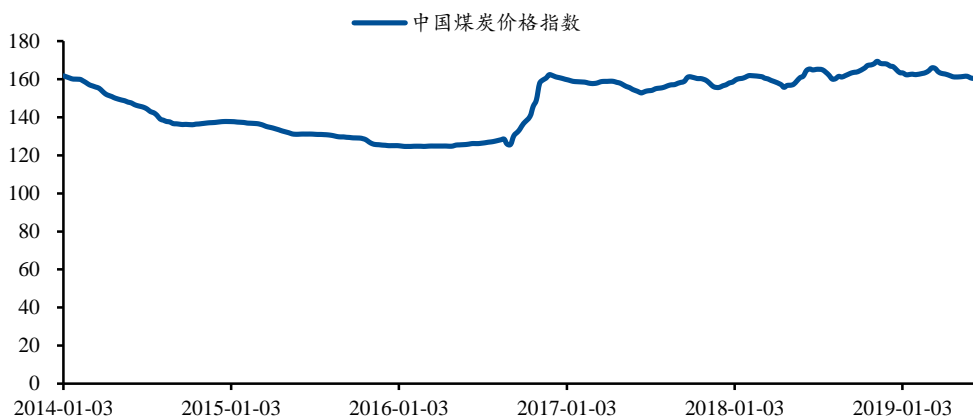
我们判断，2019 年国际油价中枢 60~70 美元/桶，均价较 2018 年有一定幅度下降；而煤价或将稳中有降，逐步回归绿色价格区间。油价、煤价的下行将一定程度上缓解化工行业产品价格下跌的压力。

图 5：全球原油期货价格走势（美元/桶）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：中国煤炭价格指数



资料来源：Wind，民生证券研究院

供给端：2016 年开始推进的供给侧改革对整个化工行业影响巨大，去产能政策淘汰掉相当一部分落后小企业，产能向产业链一体化布局的龙头企业集中，整个行业趋向于集约化、稳定化。经过 1-2 年的产能建设期，龙头企业通过产能释放获得利润厚增，同时也反向带动了整个行业向好发展。2018 年基础化工行业整体经营情况优异，营收和归母净利润均有小幅提升，2019 年一季度基础化工板块营收继续呈增长态势。2019 年 3 月 21 日，江苏响水“天嘉宜”化工公司发生爆炸事故，造成数百人死亡、受伤，波及周边 16 家企业。天嘉宜是国内第二大染料中间体——间苯二胺生产商，短时间内染料价格因原料供给紧缩大幅跳水。紧随其来的是国内安全环保大检查，国内化工行业面临新一轮去产能。

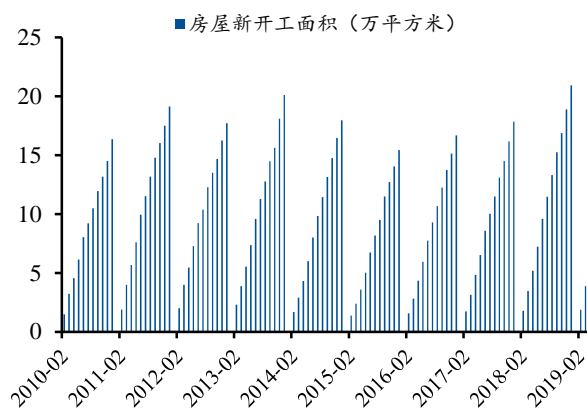
需求端：化工品的下游需求主要是房地产、汽车、纺织服装、农业等，2019 年一季度固定资产投资小幅回暖，房屋新开工面积具有季节性，自年初以来逐步提升。汽车产量略有下滑，2018 年汽车产量 2781.9 万辆，与去年相比下降 4.13%。2019 年初以来，服装鞋帽针纺织品类零售额略有提高。农产品价格虽然处于低位，但农业播种面积保持稳定增长。纺织服装、农产品等化工行业下游产品存在刚性需求，长期来看仍会保持稳定增长。

图 7：固定资产投资增速



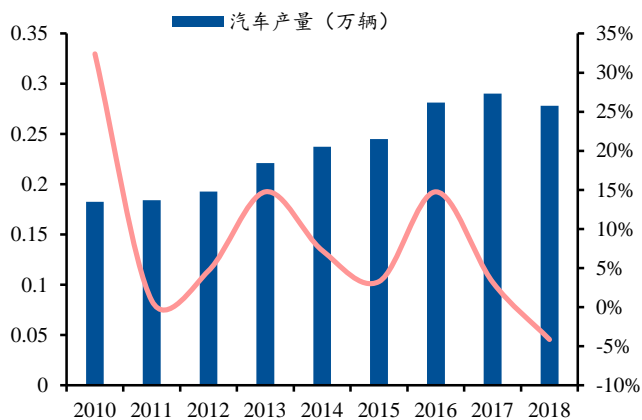
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 8：国内房屋新开工面积



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 9：国内汽车产量及增速



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：国内服装鞋帽针纺织品类零售增速

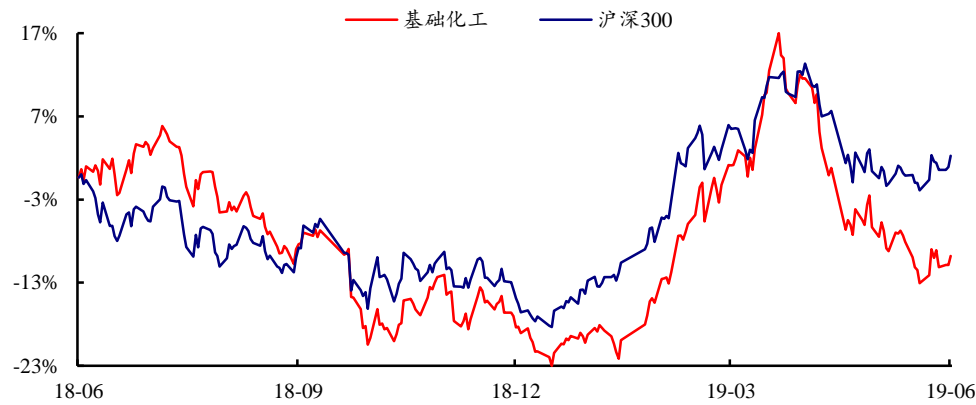


资料来源：Wind，民生证券研究院

3、板块估值处历史底部区间，仍具修复空间

整体来看，基础化工指数同沪深 300 指走势保持一致，2019 年初至今，行业涨幅达 12.67%，在 29 个中信一级行业中位列第 21 位，跑输沪深 300 指数。

图 11：行业与沪深 300 指走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

然而，部分题材依旧强劲，涨幅靠前的上市公司多为新兴行业企业及产品大幅涨价的公司，在涨幅前 20 名公司中，中简科技、鸿达新业、凯龙股份、双象股份表现亮眼，涨幅超 110%，涨幅靠后的 10 家企业大多伴随着营收和利润的持续下滑。

表 1：2019 年基础化工板块个股涨跌幅（截至 2019 年 6 月 15 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.SZ	中简科技	254.64	002450.SZ	*ST 康得	-65.84
002002.SZ	鸿达兴业	127.80	002061.SZ	浙江交科	-39.95
002783.SZ	凯龙股份	118.99	000408.SZ	藏格控股	-39.57

002395.SZ	双象股份	113.16	300429.SZ	强力新材	-38.24
603360.SH	百傲化学	109.79	002470.SZ	金正大	-36.87
002274.SZ	华昌化工	108.67	002442.SZ	龙星化工	-30.14
300325.SZ	德威新材	96.76	300740.SZ	御家汇	-26.33
603026.SH	石大胜华	84.32	600989.SH	宝丰能源	-26.17
300387.SZ	富邦股份	79.40	300072.SZ	三聚环保	-25.20
000859.SZ	国风塑业	74.65	002319.SZ	乐通股份	-22.17
603519.SH	立霸股份	71.97	600423.SH	*ST柳化	-19.90
603906.SH	龙蟠科技	64.55	603379.SH	三美股份	-19.64
300174.SZ	元力股份	63.95	002411.SZ	延安必康	-18.12
600731.SH	湖南海利	58.77	600277.SH	亿利洁能	-17.67
300405.SZ	科隆股份	58.12	002584.SZ	西陇科学	-17.25
300538.SZ	同益股份	57.74	002513.SZ	蓝丰生化	-15.85
603681.SH	永冠新材	56.94	600230.SH	沧州大化	-15.82
600352.SH	浙江龙盛	56.33	300073.SZ	当升科技	-15.06
002496.SZ	辉丰股份	53.13	002909.SZ	集泰股份	-14.55
601678.SH	滨化股份	52.73	002942.SZ	新农股份	-13.54

资料来源：Wind，民生证券研究院

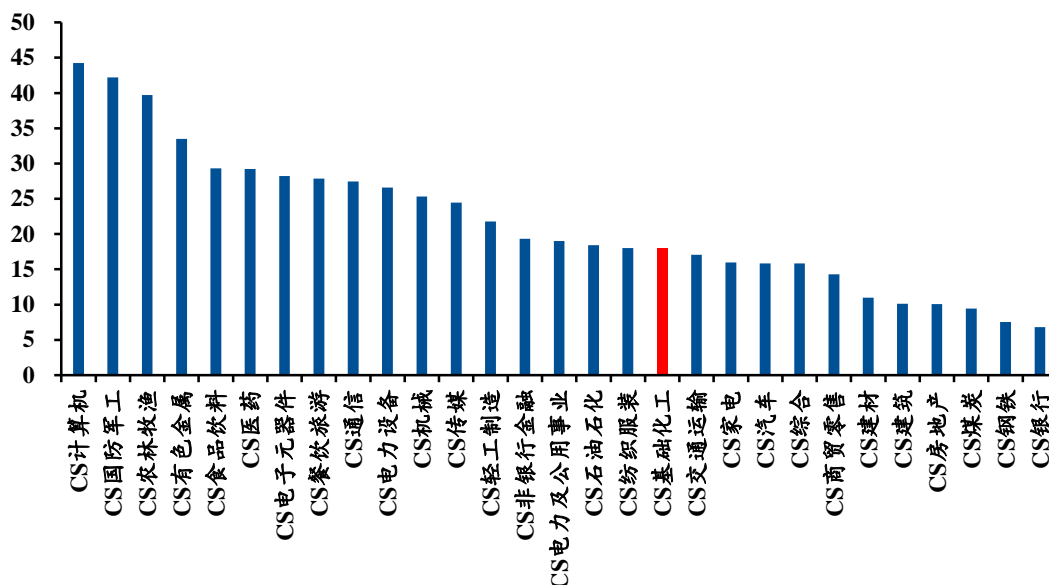
截至2019年6月15日，CS基础化工板块市盈率（TTM）为21.06倍，低于板块估值均值50.93倍，处于近五年来历史底部。从行业比较来看，基础化工与其他行业相比处于中下游位置，排名第18位，估值仍具修复空间。

图 12：CS 基础化工历史估值情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 13: CS 基础化工行业及其他行业估值水平



资料来源: Wind, 民生证券研究院

(二) 子版块: 盈利能力分化明显, 精细化工表现较好

根据中信证券行业分类, 基础化工行业分为合成纤维与树脂、农用化工、化学制品和化学原料四个大类, 可进一步细分为粘胶、涤纶、树脂、钾肥、氮肥、日用化学品、橡胶制品、民爆用品、有机硅、磷化工等 25 个子行业。

具体来看, 2018 年, 农化板块中表现优异的有氮肥和钾肥, 氮肥受 2017 年四季度湖北宜化、泸天化、柳化股份亏损影响, 净利润为负值, 2018 年净利润转亏为盈同增几十倍; 钾肥具有很强的资源属性, 目前是寡头垄断格局, 垄断利润带动了整个行业的发展; 农药在环保趋严的影响下, 产能缩减带动净利润年内增长 8.87%。合成纤维及树脂板块中棉纶和氨纶盈利颇高, 棉纶营收增长 40.7%, 氨纶营收增长 124.80%。2018 年两个成分股之一的神马股份年涨幅巨大, 拉动整个棉纶行业盈利厚增; 涤纶全年营收和净利润大幅下降。化学原料板块中除磷化工外, 其余营收、净利润均有不同程度增长, 磷化工的生产聚集地主要位于长江一带, 为了保护长江流域生态环境, 国家出台“以渣定产”政策, 必将淘汰掉部分不合格产能; 磷矿石在此前供给侧的影响下目前处于库存低位, 价格拥有较大弹性; 磷化工下游磷酸一铵、磷肥供给将缩减; 磷化工未来有很大发展空间。化学制品板块中民爆用品受益于行业工程量的增加盈利呈现三倍增长, 塑料、橡胶受益于原油价格上涨, 盈利良好。

表 2: 基础化工子行业 2018 年、2019Q1 营收、归母净利润情况

板块	2018 年营收 (亿元)	2018Q1 营收 (亿元)	2019Q1 营收 (亿元)	Q1 营收增速	2018 年归母 (亿元)	2018Q1 归母 (亿元)	2019Q1 归母 (亿元)	Q1 归母净利增速
农用化工板块	2974.75	772.99	722.91	-6.48%	178.26	70.90	43.04	-39.29%
氮肥	1132.81	317.29	255.03	-19.62%	89.43	20.10	12.17	-39.46%

钾肥	211.64	29.63	45.17	52.45%	-21.47	-1.89	-1.42	25.15%
磷肥	158.19	38.50	44.11	14.58%	3.73	2.92	3.36	15.18%
复合肥	359.03	109.54	91.99	-16.02%	13.98	7.37	4.55	-38.29%
农药	1113.08	278.03	286.60	3.08%	92.59	42.40	24.38	-42.50%
合成纤维及树脂板块	596.38	186.22	153.46	-17.59%	12.58	6.86	13.02	89.72%
涤纶	93.78	76.40	25.03	-67.23%	-6.60	2.98	3.92	31.51%
氨纶	54.52	7.92	14.11	78.12%	5.29	0.50	1.53	206.21%
粘胶	87.54	25.12	23.94	-4.72%	2.53	0.11	0.40	273.82%
锦纶	149.66	36.39	42.79	17.60%	6.87	1.20	1.97	63.70%
树脂	210.88	40.39	47.59	17.82%	4.49	2.07	5.21	151.11%
化学原料板块	4831.70	1003.80	1177.49	17.30%	373.28	101.16	83.19	-17.76%
纯碱	352.15	79.61	82.95	4.20%	26.71	5.36	4.05	-24.54%
氯碱	1559.79	296.79	386.56	30.25%	92.04	25.48	20.65	-18.95%
无机盐	106.21	24.73	32.09	29.78%	7.45	1.84	2.95	60.12%
氟化工	217.04	53.88	50.49	-6.30%	27.98	5.74	4.17	-27.34%
有机硅	36.90	9.00	8.31	-7.65%	1.95	0.68	0.70	2.44%
磷化工	752.71	151.14	192.40	27.29%	6.22	1.30	1.73	33.09%
聚氨酯	1040.06	221.19	248.24	12.23%	134.64	41.60	31.78	-23.61%
其他化学原料	766.82	167.46	176.46	5.37%	76.29	19.16	17.17	-10.40%
化学制品板块	4633.12	926.64	1031.91	11.36%	323.09	78.26	73.44	-6.16%
日用化学品	463.51	86.00	113.25	31.69%	27.77	9.65	6.76	-29.90%
民爆用品	822.32	46.01	168.60	266.45%	49.63	1.02	10.17	894.20%
涂料油漆	283.76	61.93	69.24	11.81%	35.93	8.93	9.15	2.42%
印染化学品	575.63	134.56	144.13	7.11%	76.86	15.27	21.44	40.42%
橡胶制品	947.60	222.03	214.09	-3.58%	37.22	8.91	9.33	4.68%
塑料制品	692.20	194.25	140.00	-27.93%	31.52	16.19	3.00	-81.48%
其他化学制品	848.10	181.87	182.61	0.41%	64.15	18.29	13.60	-25.65%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2019 年一季度化工各子行业的盈利能力总体呈现下滑趋势, 细分板块表现内部分化, 营收方面, 钾肥、氨纶、锦纶、氯碱、无机盐、磷化工、民爆等子行业增幅较大, 复合肥、涤纶、氟化工、塑料制品板块则有所下滑; 归母净利润方面, 合成纤维及树脂板块整体增长较为显著, 氮肥、农药、氟化工、聚氨酯、日化表现较差。从细分板块来讲, 农化板块整体盈利下滑, 其中磷肥较好, 营收比去年同期增长 14.58%, 归母净利润增长 15.18%; 钾肥虽然营收翻倍, 但归母净利润仍为负值。合成纤维及树脂板块整体盈利向好, 氨纶、锦纶、树脂盈利不同程度增长; 涤纶、粘胶营业收入呈现负增长, 但归母净利润仍然较好, 分别增长 31.51% 和 273.85%。化学原料板块中, 无机盐和磷化工表现优异, 盈利大幅上涨, 其中磷化工表现较好归因于今年上半年趋严的安全环保检查。化学制品板块中民爆用品受益于行业工程量的增加盈利持续增长; 在安全生产事件影响下, 原料供给端缩减, 短期内印染化学品价格暴涨, 带动整个一季度盈利增加。

表 3：2019 年中报业绩预告披露情况

股票代码	公司	2019 年中报业绩预告
002409.SZ	雅克科技	净利润约 8604.18 万元~9663.80 万元,增长 103.00%~128.00%
002810.SZ	山东赫达	净利润约 7040.2 万元~8000.23 万元,增长 120.00%~150.00%
002709.SZ	天赐材料	净利润约 7000 万元~9500 万元,下降 78.70%~84.30%
000902.SZ	新洋丰	净利润约 61938.84 万元~70017.82 万元,增长 15%~30%
002591.SZ	恒大高新	净利润约 5700 万元~7000 万元,增长 265.82%~349.26%
300777.SZ	中简科技	净利润约 4577.73 万元,增长 3.18%
000731.SZ	四川美丰	净利润约 4500 万元~6500 万元,下降 47.03%~63.33%
002054.SZ	德美化工	净利润约 4,300 万元~5,700 万元,增长 51.04%~100.22%
000912.SZ	泸天化	净利润约 4000 万元~6000 万元,下降 31.32%~54.21%
002165.SZ	红宝丽	净利润约 3500 万元~4000 万元,增长 238.00%~286.00%
002917.SZ	金奥博	净利润约 3,161.74 万元~3,636.00 万元,增长 0.00%~15.00%
002092.SZ	中泰化学	净利润约 30,000 万元~60,000 万元,下降 51.73%~75.86%
002094.SZ	青岛金王	净利润约 28,138.62 万元~34,533.76 万元,增长 120.00%~170.00%
002748.SZ	世龙实业	净利润约 259.52 万元~1297.6 万元,下降 50.00%~90.00%
002136.SZ	安纳达	净利润约 2,000 万元~4,000 万元,下降 21.42%~60.71%
002734.SZ	利民股份	净利润约 19561.91 万元~20591.49 万元,增长 90%~100%
002643.SZ	万润股份	净利润约 19283.41 万元~25068.43 万元,变动幅度为:0%~30%
002226.SZ	江南化工	净利润约 18,346.93 万元~21,584.62 万元,增长 70.00%~100.00%
002061.SZ	浙江交科	净利润约 17,900 万元~23,900 万元,下降 64.38%~73.32%
002053.SZ	云南能投	净利润约 16,700 万元~19,600 万元,增长 178.44%~226.79%
002395.SZ	双象股份	净利润约 1,518.73 万元~2,241.93 万元,增长 5.00%~55.00%
002258.SZ	利尔化学	净利润约 13032.37 万元~20851.79 万元,下降 20.00%~50.00%
002381.SZ	双箭股份	净利润约 10916.88 万元~13100.26 万元,增长 50%~80%
002539.SZ	云图控股	净利润约 10897.55 万元~13621.94 万元,增长 20%~50%
002827.SZ	高争民爆	净利润约 1,000 万元~1,500 万元,下降 44.78%~63.19%
002211.SZ	宏达新材	净利润约 0 万元~500 万元,下降 64.49%~100.00%
002496.SZ	辉丰股份	净利润约-5,000 万元~0 万元
002562.SZ	兄弟科技	净利润约-2,557.62 万元~0 万元

资料来源：Wind，民生证券研究院

就 2019 年中报业绩预告披露情况来看，雅克科技、山东赫达、恒大高新、红宝丽、利民股份、江南化工、双箭股份等公司业绩增长幅度较大，盈利提升确定性较强，此类企业多集中于农药、电子化学品，化工新材料等板块。

（三）关注供需格局持续优化的细分行业及产品

1、萤石：行业规范出台，稀缺属性显现

我国萤石资源较为丰富。目前探明的萤石矿藏约 2.2 亿吨，其中萤石含量较高且易于开采的约 6000 万吨。从全球范围内来看，中国是萤石资源最为丰富的国家，萤石产品产量占全球

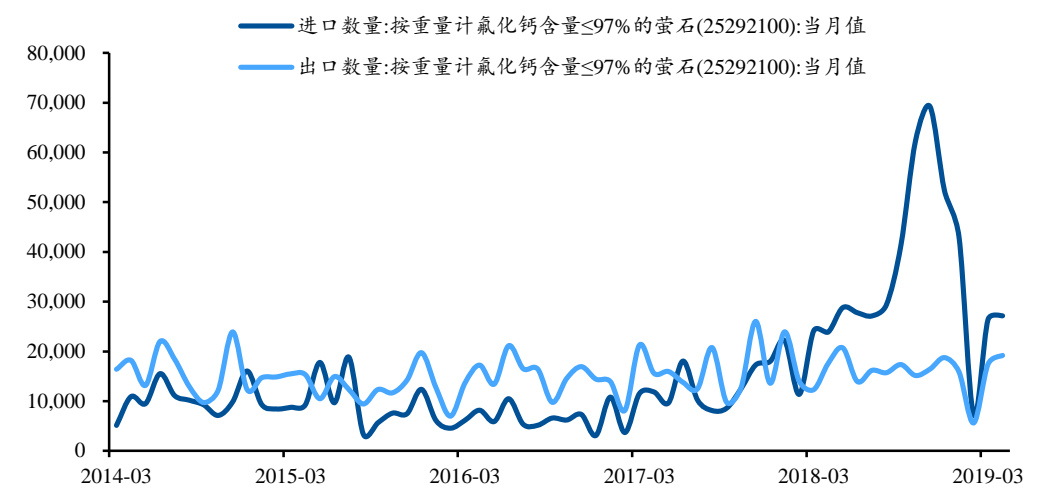
60%以上。从地域分布上来看，我国的萤石资源在南北方均有分布，北方主要分布在内蒙、甘肃等地，南方主要分布在浙江、湖南、江西等地。

我国萤石产量与出口量长期占据全球一半以上，这使得我国萤石的储采比急剧下降。因此我国不断采取措施保护国内萤石资源，一方面限制萤石资源的开采，另一方面限制萤石的出口。2019年1月工信部起草了《萤石行业规范条件（征求意见稿）》，新建和扩建萤石选矿项目要与淘汰落后相结合，鼓励在资源富集地发展萤石选矿加工。萤石开采项目的开采规模应与资源储量规模相适应，并符合相关规划政策。新建萤石开采项目的开采矿石量不低于5万吨/年；上述规范条件实施前已投产的开采项目若扩建，开采矿石量不低于2万吨/年。

由于在萤石资源的采选过程中会伴随产生尾砂，废水等废弃物，并伴有一定程度的噪声，且萤石行业具有“小，散，乱，差”的特点，在环保高压下，众多不达标的矿山被停产，产能降低，出现了供给不足的形势。由于萤石开采过程中会产生高氟废水、尾矿废渣，行业内绝大多数小型矿井没有安全和环保设施，未来实行规范化开采，进行行业整合是大势所趋。2012年至今，全国萤石产量保持在400万吨左右，年增长率趋近于零。自2017年以来，萤石价格中枢持续上移，稀缺属性逐步显现。

另一方面，自2018年以来，氟化钙含量 $\leq 97\%$ 的萤石的进口量首次大于出口量，标志着市场供给不足，同时国内由于内蒙古矿山整改、环保和安全检修等原因，复产可能不及预期，加之安徽广德4.30生产企业大面积停车，江西地区雨水较多以及矿山修路增加矿山开采难度等因素，萤石粉市场总体供应偏紧。

图 22：萤石进出口数量对比

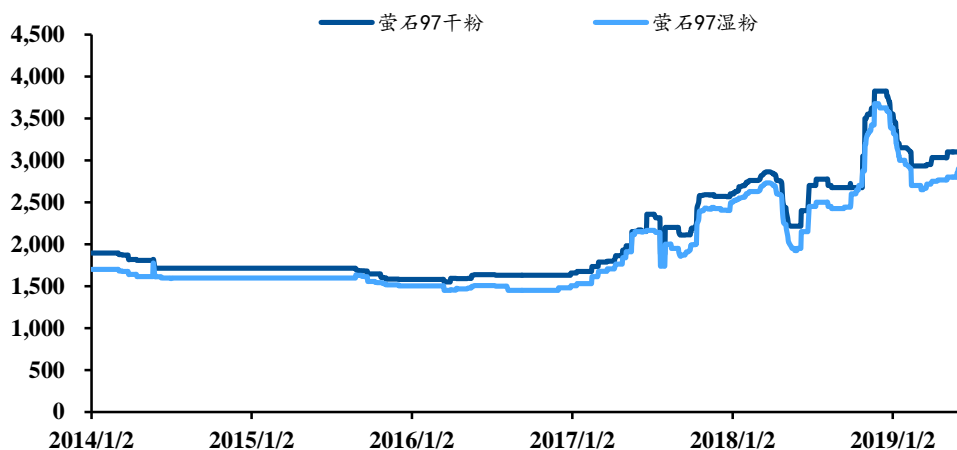


资料来源：Wind，民生证券研究院

下游行业需求整体稳中有升。萤石的下游行业主要是光学工业，冶金工业，陶瓷工业，建材工业等。氢氟酸是萤石最主要的下游产品，在萤石需求中占比高达53%，其次是氟化铝，占比是18%。此外，萤石是氟化工产业链的基础原材料，氟化工主要产品有无机氟化物，制冷剂，含氟精细化学品等。短期来看，当前制冷剂旺季来临，需求有望边际回暖。长期来看，2020-2022年为三代制冷剂配额基准年，国内厂商扩产意愿强烈以此来抢占未来市场，需求带

动强劲，且发达国家今年分别有削减的 HFCs 产能，因此 HFCs 出口有望增加，萤石需求也会随三代制冷剂产量大幅增加而提升。

图 23：萤石价格走势



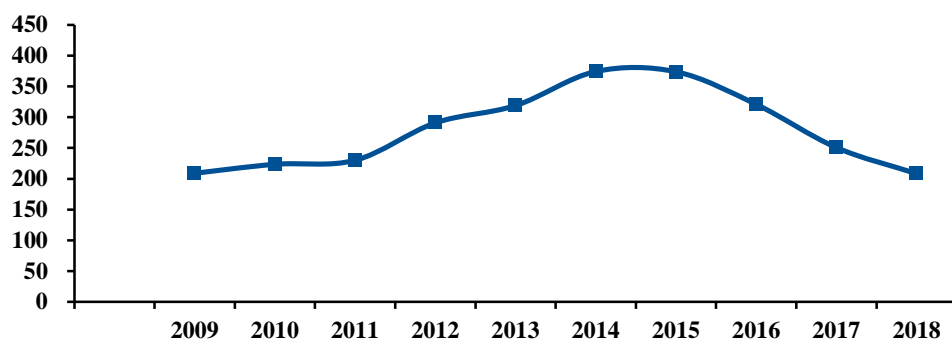
资料来源：Wind，民生证券研究院

目前看，萤石精粉主流价格维持在 2900-3400 元附近，近期部分厂家开始涨价，涨价幅度在 100 元左右，另外下游氢氟酸价格走强，从需求端有所拉动。前期萤石价格下跌的原因主要是伴随天气转暖，北方产能复产，供给端产能增加导致的萤石价格常规性调整。长期看，伴随《萤石开采和生产控制规定》、《萤石行业准入标准》陆续发布，行业准入门槛明显提升，将会使行业“小、散、乱”产能得到整治并持续退出，萤石供应或将长期趋紧，价格中枢呈现上升趋势。

2、农药及中间体：环保政策持续施压，供给收缩明显

2018 年中国农药产量下降、利润上升，行业结构调整加快。6 月 3 日，中国农药工业协会第十届三次理事会在会上表明，2018 年全国规模以上农药生产企业累计生产农药 208.3 万吨，同比下降 9.5%；利润总额达 227.04 亿元，同比增长 37.9%；主营业务收入 2323.73 亿元，同比增长 12.9%；行业加速实现结构调整。根据全国农业技术推广服务中心的预测，2019 年国内种植业结构会有所调整，预计 2019 年各种作物对农药的需求可能会略高于去年。同时，2018 年，农药行业进行了更深入的改革与调整，市场供需结构发生转变，受全球粮食价格上涨、上游原油价格回升影响，加之管理新政、环保重压和供给侧结构性改革的深化，农药行业结构调整提速，农药产业转移和企业兼并重组态势明显，农药产品价格也强势上涨，部分农药供需紧张。

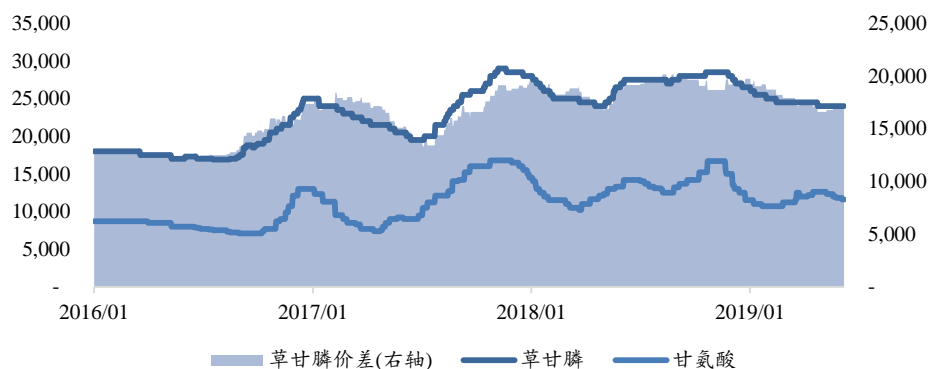
图 24: 我国化学农药产量



资料来源: Wind, 民生证券研究院

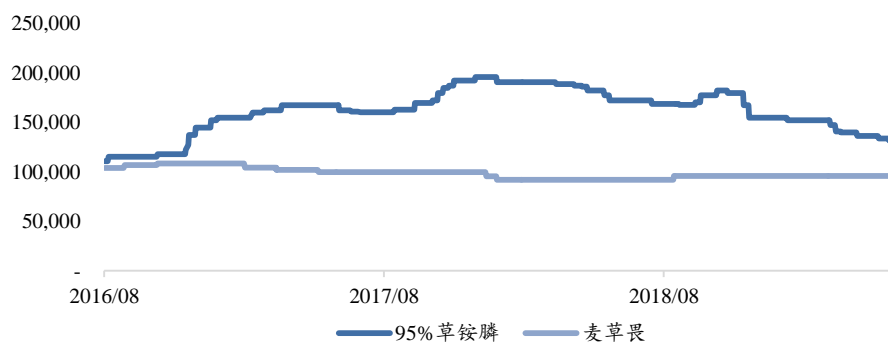
响水“321”安全事件发生后,受安全排查影响,农药及中间体供给收缩。江苏省高度重视,4月27日正式下发《江苏省化工行业整治提升方案》,全国范围内也已开始化工产业园环境安全隐患全面排查工作。“3•21”事件对化工安全环保甚至产业格局产生深远影响,行业门槛将进一步提高,不合格园区及企业未来只能退出,农药原药和中间体等停产企业复工恐将有所延迟,甚至出现新的大面积停产现象,受此影响间苯二胺等产品供应紧张,对下游染料、农药中间体等行业的相关产品正常生产造成较大影响。

图 25: 草甘膦价格走势及价差



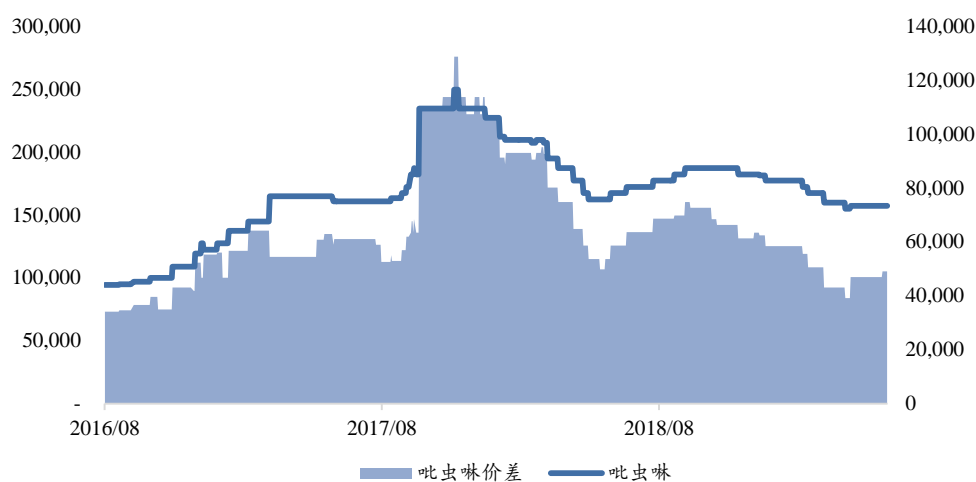
资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 26: 95%草铵膦和麦草畏价格走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 27：吡虫啉价格走势及价差



资料来源：Wind，民生证券研究院

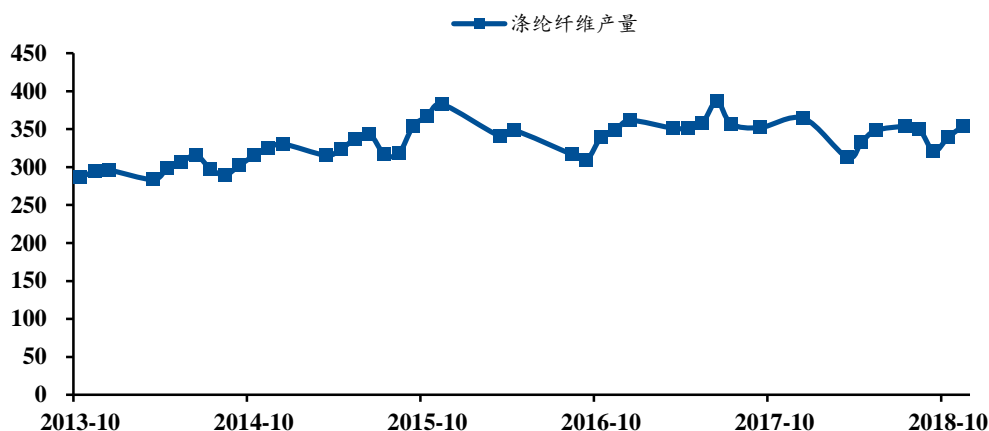
3、染料：纺服需求韧性较强，供给端面临强收缩

响水爆炸事件对染料行业供给格局影响深远。染料属于较为复杂的有机物，生产程序多，工艺复杂，对于安全措施的要求较高，若不完全按照安全生产规范进行，极易发生事故。响水爆炸事件发生后，第一层影响是染料中间体间苯二胺供应紧张，间苯二胺是染料（尤其是分散染料）常用中间体，发生爆炸的企业天嘉宜具备间苯二胺产能 1.7 万吨，仅次于浙江龙盛（产能 6.5 万吨），并且国内对于间苯二胺的产能较为集中，此次爆炸预计影响约 20% 左右的供应量，供应商的报价也已由事故前不到 5 万元/吨上涨至 10 万元/吨，间苯二胺供应的减少推动了染料价格上涨。

同时由于此次爆炸事件的影响，天嘉宜所在的响水化工园区内众多染料及中间体企业停产，涉及分散及活性染料产能约 5 万吨，约占全国分散及活性染料总产能 5%，使供给进一步收缩，与此同时江苏乃至更大范围内的对染料企业的安全检查及整治影响整体开工，且前期停产企业的复产进度大概率延后，因此预计将在较长时间内推动染料价格中枢上行。

同时国内纺服需求保持较强韧性，叠加印染环节集中度持续提升，也进一步推动了染料价格上涨。染料的直接下游为印染企业，其中涤纶和棉布分别为分散染料和活性染料对应的主要下游纺织品。根据国家统计局数据，2018 年国内涤纶产量为 3809 万吨，同比增长 8.1%；2018 年 1-11 月棉纱产量为 1740 万吨，同比下降 3.6%。此外，涤纶长丝 2018-2019 年产能涨幅较大，预计会刺激分散染料的需求进一步增长。

图 28：我国涤纶纤维产量（万吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

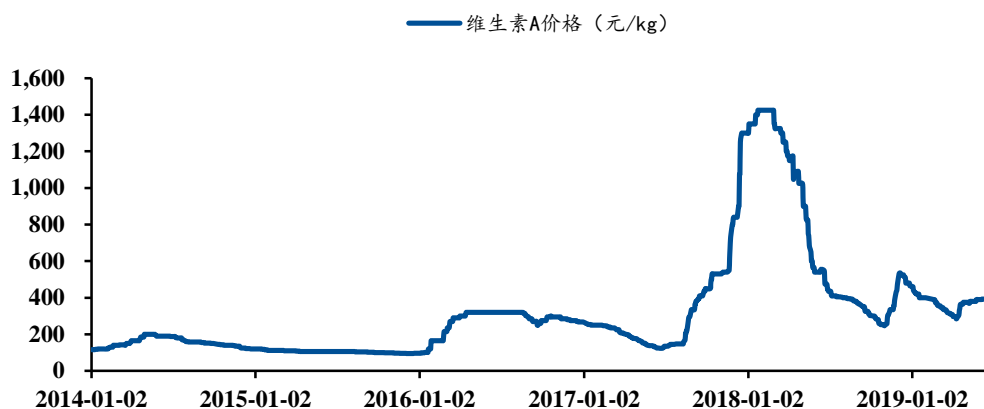
4、维生素：VA 供给缩减，价格利好支撑；DSM 合作能特科技将重塑 VE 行业格局

维生素 A 生产工艺复杂，技术壁垒高，行业进入难度大。目前全球共有 6 家维生素 A 生产商，国外三家分别是帝斯曼（DSM）、巴斯夫（BASF）、安迪苏（Adisseo）；国内有新和成、浙江医药、金达威。由于维生素 A 供给集中度高，全球产能及产量增加主要依靠巨头企业扩产，未来三年除了巴斯夫计划 2020Q3 新增产能 1500 吨/年，其余寡头企业均无扩产计划，行业格局相对稳定。

柠檬醛是维生素 A 的上游中间体，柠檬醛供应是否充足对维生素 A 生产至关重要。2017 年 10 月 31 日，巴斯夫位于德国路德维希港的柠檬醛工厂发生火灾事故，导致其柠檬醛停产。巴斯夫作为全球最大的柠檬醛供应商，占全球产能 81% 以上。供给端缩减叠加下游产品生产需要较长周期，直接导致维生素 A 价格大幅上涨。2019 年 4 月中旬，帝斯曼瑞士工厂因废水处理菌种被污染而停产 2-3 个月，期间维生素 A 产品停报停签，帝斯曼作为全球产能最多、市场占有率最大的维生素 A 生产商，其停产直接导致供给端趋紧。近期，国内安全生产大检查以及环保督查“回头看”工作全面开展，致使国内厂商生产缩减，厂商发货偏紧，维生素 A 市场货紧价挺。全球维生素 A 供给趋紧，短期内价格有望增长。

维生素 A 主要用于下游饲料生产中，下游产业应用占比约为 71%。在各大饲料产品中，鸡饲料占比最高，为 44%，猪饲料占比 27%。鸡肉和猪肉两种商品具有替代作用，近期国内非洲猪瘟肆虐，需求端可能转变消费需求，减少猪肉的消费量继而转向消费鸡肉，鸡养殖业饲料需求会增多而猪养殖业饲料需求会减少。短期国内猪养殖企业对饲料及其上游原料维生素 A 的需求可能有所减少，但长期来看饲料作为刚需品，其需求仍会稳定增长。另外，全球饲料产量一直保持平稳增长，我国维生素出口量一直保持高速增长，非洲猪瘟对维生素需求影响有限。

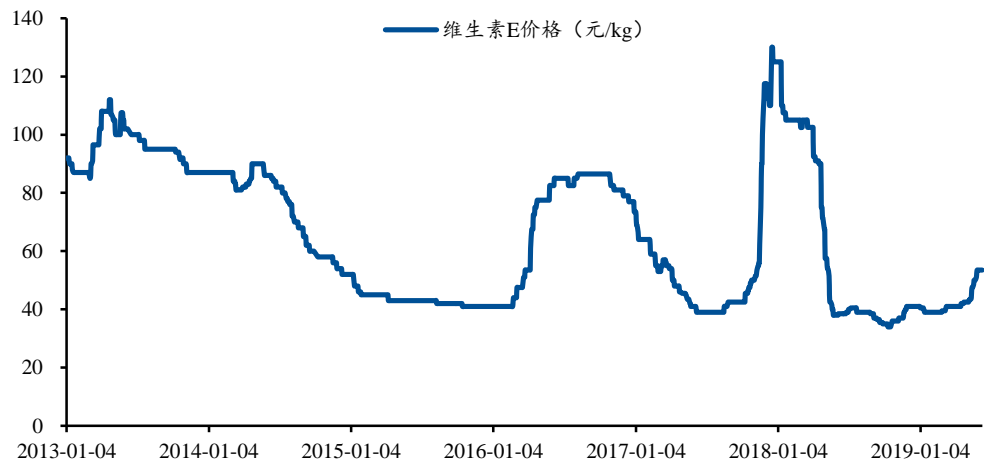
图 29：国内维生素 A 价格走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

2019 年 1 月冠福控股全资子公司能特科技与帝斯曼签订框架协议，双方约定就维生素 E 及其中间体业务组建全资子公司，此举有利于提升维生素 E 行业的集中度，帝斯曼是行业内的龙头企业，能特科技虽然进入维生素 E 行业时间短，但其拥有的技术优势使其成本低于行业平均水平，二者合作能够占行业总产能的 40% 以上，必将重塑行业格局，提高行业集中度。叠加近期国内安全环保检查，行业供给收缩。维生素 E 产品价格有望进入上升渠道。非洲猪瘟虽然使得生猪数量减少，猪饲料需求减少，但由于鸡肉能够替代猪肉，养殖业对鸡饲料的需求可能增多，长期来看养殖业对刚需品饲料及其上游原料维生素 E 需求不会减少。

图 30：国内维生素 E 价格走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

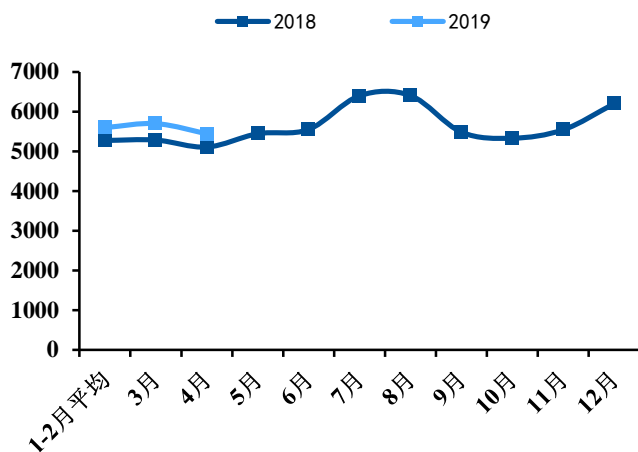
二、政策红利逐步释放，去产能改善供需格局

（一）减税降费总体利好化工行业，高能耗企业有望受益

1、电价持续下调，主要利好高耗能企业

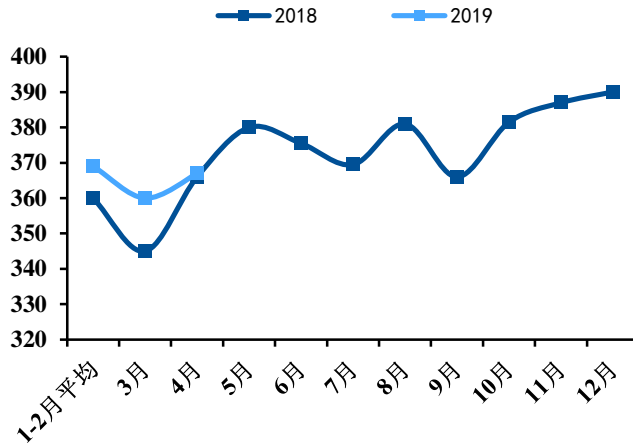
根据中国电力企业联合会的统计，2019年1-4月份，全国全社会用电量22329亿千瓦时，同比增长5.6%，增速比上年同期回落3.8个百分点。化学原料制品、非金属矿物制品、黑色金属冶炼和有色金属冶炼四大高载能行业用电量合计6174亿千瓦时，同比增长3.1%，增速比上年同期回落1.3个百分点，合计用电量占全社会用电量的比重为27.7%，对全社会用电量增长的贡献率为15.6%。其中，化工行业用电量1465亿千瓦时，同比增长2.3%，增速比上年同期提高0.6个百分点。

图 31：2018、2019 分月全社会用电量（亿千瓦时）



资料来源：中国电力企业联合会，民生证券研究院

图 32：2018、2019 化工行业分月用电量（亿千瓦时）



资料来源：中国电力企业联合会，民生证券研究院

2019年3月5日，国务院政府工作报告明确提出一般工商业电价再下降10%的目标。同月29日国家发改委发布《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》要求，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间，全部用于降低一般工商业电价，新一轮一般工商业电价原则上自2019年4月1日起执行。第一批一般工商业电价下调空间，主要来自于电网企业增值税税率由16%调整为13%空间。

5月15日，国家发改委再发文《关于降低一般工商业电价的通知》，第二批一般工商业电价下调政策启动，相对于第一批集中在电网企业增值税，本轮下调空间更加多样化。首先是重大水利工程建设基金征收标准降低50%形成的降价空间；其次是电网企业固定资产折旧年限、跨省跨区专项工程输配电价空间；另外是省内水电企业非市场化交易电量、跨省跨区外来水电和核电企业（三代核电机组除外）非市场化交易电量形成的降价空间；最后是一般工商业用户参与电力市场化交易电价下降空间。目前，各省市也已纷纷出台文件，下调一般工商业电价。

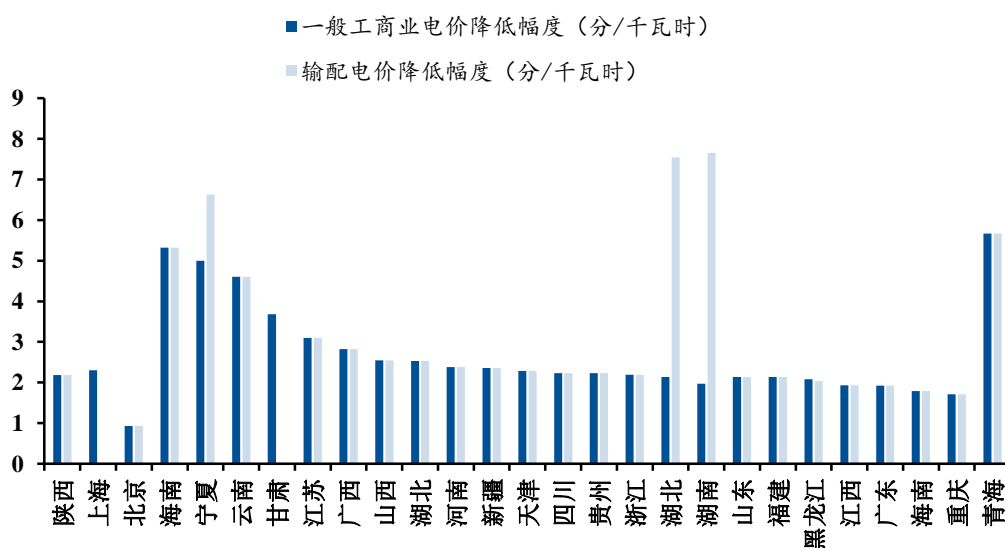
表 4：2019 年以来电价下调相关政策

政策	发布日期	发布单位	主要内容
《2019 年政府工作报告》	2019.3.5	国务院	深化电力市场化改革，清理电价附加收费，降低制造业用电成本，一般工商业平均电价再降低 10%
《关于电网企业增值税税率调整相应降低一般工商业电价的通知》	2019.3.27	国家发展改革委	电网企业增值税税率由 16% 调整为 13% 后，省级电网企业含税输配电价水平降低的空间全部用于降低一般工商业电价，原则上自 2019 年 4 月 1 日起执行。
《关于降低一般工商业电价的通知》	2019.5.15	国家发展改革委	重大水利工程建设基金征收标准降低 50% 形成的降价空间（市场化交易电量除外）；专项工程降价形成的降价空间；因增值税税率降低到 13% 形成的降价空间等全部用于降低一般工商业电价。积极扩大一般工商业用户参与电力市场化交易的规模，通过市场机制进一步降低用电成本。省（区、市）价格主管部门相应降低当地一般工商业电价的具体方案，于 7 月 1 日正式实施。

资料来源：政府官网，民生证券研究院

中电传媒电力传媒数据研发中心统计显示，截至 6 月初，我国已经有 27 个省级电网企业完成第一轮下调，平均降价幅度为 2.67 分/千瓦时。第一轮一般工商业电价下调范围基本实现全国覆盖。分区域来看，南方、西北局部省份下调空间较大，而东北、华中降低空间相对较小。

图 33：2019Q1 我国各省份一般工商业电价降幅情况



资料来源：中电传媒电力传媒数据研发中心，民生证券研究院

化工行业用电量占比较大，电价下调整体利好行业盈利。其中对基础化工品部分子行业影响较大，预计本次电价下调主要将利好高能耗企业，其中磷化工、氯碱等化工子行业受益最为

显著。同时，龙头企业可以利用规模效应，进一步扩大成本领先优势，有望加速行业洗牌，提升行业集中度，进而带来更好的竞争格局。

2、增值税率、社保费率下调，整体利好化工行业

近年来增值税改革持续推进，2019年3月，国务院政府工作报告指出，深化增值税改革将制造业等行业现行16%的税率降至13%，同时下调养老保险单位缴费比例，同月20日财政部、税务总局、海关总署联合发布《2019年增值税改革细则》，宣布原适用16%税率的，税率调整为13%；原适用10%税率的，税率调整为9%。4月国务院发布降低社保费率具体方案。

表 5：2019 年以来增值税、社保费率相关政策

政策	发布日期	发布单位	主要内容
《2019 年政府工作报告》	2019.3.5	国务院	深化增值税改革，将制造业等行业现行 16% 的税率降至 13%，将交通运输业、建筑业等行业现行 10% 的税率降至 9%，确保主要行业税负明显降低；保持 6% 一档的税率不变。 下调城镇职工基本养老保险单位缴费比例，各地可降至 16%。
《2019 年增值税改革细则》	2019.3.20	财政部、税务总局、海关总署	增值税一般纳税人（以下称纳税人）发生增值税应税销售行为或者进口货物，原适用 16% 税率的，税率调整为 13%；原适用 10% 税率的，税率调整为 9%。
《关于印发降低社会保险费率综合方案的通知》	2019.4.1	国务院	2019 年 5 月 1 日起，降低城镇职工基本养老保险单位缴费比例。各地养老保险单位缴费比例高于 16% 的，可降至 16%；目前低于 16% 的，要研究提出过渡办法。

资料来源：政府官网，民生证券研究院

上述两条举措将显著利好化工企业盈利。增值税率下调将减少产业链整体负担，从实际效果而言，减税的影响取决于企业对于上下游的议价能力。考虑到重点化工上市企业均是各自行业内龙头，且化工行业上游主要为石油、煤炭、矿石等基础原材料，整体议价能力较强，因此减税对行业重点企业均会产生一定程度的净利润提升。此外，降低养老保险单位缴费比例，可以直观地减少企业社保费用支出。

3、2019 年物流新政，便利化工材料运输

3月1日，国家发展改革委等部门发布《关于推动物流高质量发展促进形成强大国内市场的意见》，强调物流业是支撑国民经济发展的基础性、战略性、先导性产业。该意见从七个方面提出了27项具体措施，部署推进物流降本增效有关工作，着力营造物流业发展良好环境，提升物流业发展水平，促进实体经济发展。与此同时，交通运输部研究制定了《提高综合交通运输网络效率工作方案》和《降低交通运输物流成本工作方案》，提出力争通过3年的时间，

推进综合交通网络效率得到明显提升，逐步建立与高质量发展相匹配的交通物流服务体系，物流服务实体经济的能力显著增强。

化工是高污染、高危险的行业，化工行业的原料、材料、辅助材料品种复杂，并且多为易燃、易爆、高挥发、腐蚀性强、有毒、有害的物质，在生产及运输的过程中存在着较大的风险。化工原料产销分布不均，大部分需要异地运输，统一的执行标准将给物流企业跨区运输带来极大便利。交通物流成本的降低也将有利于企业增加收益。

（二）安全环保整治持续，行业减量发展，供需格局改善

1、响水爆炸事件持续发酵，供给格局迎来改善

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

表 6：各省份安全隐患排查工作安排

地区	内容
全国性	国务院安委会发出紧急通知，要求认真贯彻落实江苏响水天嘉宜化工有限公司“3·21”爆炸事故重要指示精神，就进一步做好当前安全生产工作，坚决防范遏制重特大事故作出部署。全面开展危险化学品安全隐患集中排查整治。要对本地区危化品安全状况进行专题研判，组织对所有涉及硝化反应工艺装置和生产、储存硝化物的企业进行全面排查摸底，立即开展安全专项治理，对所有化工园区进行风险评估，及时消除重大隐患。同时，举一反三，深入开展煤矿、非煤矿山、道路交通、消防、建筑施工等其他行业安全隐患排查整治，严防各类事故发生。
北京	从3月23日开始，全市范围内开展为期一周的危险化学品安全大检查。对存在违法违规行为的企业，一律从严处罚、上限处罚。
天津	3月23日至4月1日，天津各相关企业按照检查内容开展隐患自查自改，各级监管部门开展督查检查；4月1日至4月11日，各级监管部门督促企业将隐患彻底整改完毕。
上海	“3.21”后，继续组织对本市危险化学品生产、储存、使用、运输企业开展突击性抽查。各地区、各单位在各相关单位自查自纠的基础上，也将采取“四不两直”方式加大重点检查、突击抽查的频次，形成强大的威慑效应。
山东	山东省应急厅于3月23日派出5个督查组，对德州、东营、淄博、潍坊等11个危险化学品重点市的，42家硝基化合物生产装置企业，进行督导检查。
浙江	“3.21”后，全省要紧盯重大风险，立即开展行动，全力打好危化品安全整治攻坚战。重点聚焦十个方面：一是迅速开展涉及硝化工艺企业检查整治；二是迅速开展固体危险废物储存处置企业检查整治；三是迅速开展危险化学品重大事故隐患检查整治；四是迅速开展油气输送管道高后果区检查整治；五是迅速开展港口和物流危险化学品检查整治；六是迅速开展爆炸物品检查整治；七是迅速开展城镇燃气安全检查整治；八是迅速开展城镇人口密集区危化品生产企业搬迁改造检查整治；九是迅速开展重点化工园区检查整治；十是大力提升危险化学品全生命周期数字化监管能力。
江苏	江苏省委办公厅、省政府办公厅于2019年3月22日上午印发紧急通知，要求切实做好危化品等重点行业领域安全生产工作，立即开展全省化工园区(集中区)、化工企业主要负责人和安全管理人事警示教育，迅速开展全省危化品安全生产大检查，全面排查各类风险隐患，切实夯实各环节责任，坚决防止危化品重特大事故，维护和谐稳定的社会环境。
河北	要从2019年3月开始至2020年12月，进行为期两年的整治攻坚行动。行动分为摸底建档、评估分类、实施攻坚、验收考核、总结巩固五个阶段。3月22日，河北省政府召开化工行业安全生产整治攻坚行动电视电话会议，认真贯彻落实习近平总书记重要指示和李克强总理批示精神，按照省委、省政府部署要求，深刻汲取江苏响水“3·21”爆炸事故教训，对化工行业安全生产整治进行全面安排部署，坚决遏制重特大事故。
河南	2019年3月23日，河南省政府安委办、河南省应急管理厅发出通知，从即日起至6月底前，在全省范围开展危

	<p>化企业隐患排查活动。河南省应急管理厅将组织 5 个督导组,按照“大暗访、大排查、大整治、大执法”的要求,对 45 家中央驻豫和省管危险化学品生产企业进行全面督导检查。各省辖市、各县(市、区)应急管理部门同时对 499 家委托许可的危险化学品生产企业、10489 家经营企业进行全面拉网式检查。</p>
广东	<p>2019 年 3 月,提出要结合实际,迅速制定危险化学品和涉爆等重点行业领域执法行动方案,以问题为导向,确保执法监察发现问题准、采取措施准、查处依据准,持续深化执法检查,深入推进安全生产各项整治。2019 年 3 月 24 日,珠海市委常委、常务副市长王庆利 3 月 23 日带队对市内化工及危化品企业进行安全生产检查,要求各单位认真落实企业安全生产主体责任和安监部门的监管责任,坚决防范事故发生。</p>
海南	<p>2019 年 3 月 23 日至 30 日,进行督查工作,提出重点市县要结合实际做好工作,澄迈、洋浦、东方要加强督查督办,督促应急部和省厅两次专家服务检查发现问题隐患的彻底整改。</p>
重庆	<p>决定从 3 月 22 日起至 3 月 31 日,在全市范围内全面开展危险化学品等涉危涉爆隐患集中排查整治,组织开展重点行业领域安全隐患大排查大整治大执法,督促企业落实主体责任,扎实做好安全生产工作。</p>
云南	<p>要求有关单位在 2019 年 3 月 23 日至 4 月 23 日,全面排查全省范围内所有危险化学品生产、储存、经营、运输、使用企业和危险废弃物处置单位。</p>
贵州	<p>从 3 月起至 9 月底,在全省深入开展危险化学品、煤矿、道路交通、消防、非煤矿山、烟花爆竹和民爆器材、工贸行业、旅游安全、洪涝灾害、地质灾害等重点行业和领域的排查整治,抓好危险化学品安全监管“最后一公里”。</p>
陕西	<p>响水爆炸后,决定在全省范围内立即开展危险化学品易燃易爆有毒场所的安全排查整治。此次排查整治范围包括:对全省范围内涉苯及苯的衍生物(含甲苯、乙苯、二甲苯、苯乙烯、苯酚等),其他易燃易爆有毒危险化学品企业进行全面排查。</p>
辽宁	<p>3 月 22 日,辽宁省应急管理厅下发紧急通知,按省委、省政府领导的指示要求,要求各市立刻组织开展危险化学品企业安全生产大检查,深刻汲取 3 月 21 日江苏天嘉宜化工有限公司发生爆炸事故的教训,切实加强辽宁省危险化学品安全生产工作,坚决防范重特大事故。</p>
黑龙江	<p>“3.21”后,提出各地、各相关行业部门要按照构建防范遏制重特大事故双重预防机制工作要求,进行全员、全过程的安全风险研判,要立即组织开展危险化学品行业领域督查检查,彻底排查隐患,落实管控和整改措施,确保生产过程各部位各环节均处于安全稳定受控状态。</p>
青海	<p>3 月 22 日,青海省安委会办公室印发紧急通知,要求各市州人民政府、省安委会相关成员单位深刻吸取事故教训,深入贯彻落实习近平总书记和李克强总理重要批示指示精神,举一反三,切实做好青海省化工行业领域(含危险化学品生产、经营、使用、储存、运输、废弃处置环节)安全生产工作。</p>
安徽	<p>“3.21”后,提出要全面开展安全生产大排查大清理行动,对危险化学品、矿山、建筑施工、交通等重点行业领域开展拉网式、立体式安全生产风险隐患排查,不留死角,不留盲区。对查出的问题要列出问题清单、责任清单,实行最严格、最彻底整改。要抓住重点,突出重点园区、重点地区、重点企业,提高安全防控监测信息化管理水平,将严重违法违规企业纳入“黑名单”管理。</p>
福建	<p>3 月 22 日,福建省应急管理厅要求立即开展全省化工园区(集中区)、化工企业主要负责人和安全管理干部警示教育,迅速开展全省危险化学品安全生产隐患排查治理,切实夯实各环节责任,有效管控各类安全风险。</p>
江西	<p>“3.21”后,提出要深入开展专项整治,对危化品、化工、煤矿、非煤矿山、烟花爆竹、建筑工地、道路交通等行业企业,开展拉网式排查,对发现的突出问题、安全隐患和薄弱环节,挂牌督办、紧盯不放、全面整改。</p>
湖北	<p>“3.21”后,提出要集中组织对近三年来国家、省、市、县检查企业(单位)发现的隐患问题和整改情况进行起底回头看,重点突出硝化工艺、加氢工艺、磺化工艺、烷基化工艺等重点工艺和重大危险源企业的排查,检查企业风险排查是否无死角,管控措施是否全面到位。</p>
贵州	<p>从 3 月起至 9 月底,在全省深入开展危险化学品、煤矿、道路交通、消防、非煤矿山、烟花爆竹和民爆器材、工贸行业、旅游安全、洪涝灾害、地质灾害等重点行业和领域的排查整治,抓好危险化学品安全监管“最后一公里”。</p>
青海	<p>“3.21”后,立即组织对化工企业及城乡接合部、农村、偏僻院落、废旧厂房等场所进行“地毯式、拉网式、全覆盖”隐患排查整治。</p>
四川	<p>“3.21”后,要求紧盯重点行业、重点企业、重点环节、重点部位、重点时段,深入开展安全生产隐患集中排查,对所有化工园区开展风险评估,把风险隐患消灭在萌芽状态。</p>

资料来源:民生证券研究院整理

响水化工园区建立于 2002 年 6 月,位于响水县东北部,规划面积 20 平方公里。园区经过长达 10 年的发展历程,企业已形成了“1234”态势,即:拥有绿利来 1 家驰名商标,培育威

尔化工、联化科技 2 家“国家高新技术企业”，形成盐化工、石油产业、生物化工 3 条产业链，裕廊化工、联化科技、威尔化工、雅克化工 4 家上市公司。此次爆炸涉及相关染料企业约 16 家，农药类企业 8 家。4 月 4 日，盐城市委常委会上提出，要以壮士断腕的意志和决心，彻底淘汰整治安全系数低、污染问题严重的小化工，彻底关闭响水化工园区，支持各地区建设“无化区”。响水化工园区内约 55 家公司，主要涉及到间苯二胺、异噁草松、邻氯苯腈等产品。

表 7：响水化工园区情况梳理

类型	主要公司	主营	产品	可比上市公司
染料类企业约 16 家左右	江苏之江化工	分散染料	产染料 40000 吨, 滤饼 20000 吨, 中间体 10000 吨	浙江龙盛：染料龙头，分散染料 14 万吨、间苯二胺外卖 3 万吨左右 闰土股份：11 万吨分散 吉华集团：7 万吨分散 亚邦股份：2.2 万吨分散、6000 吨还原
	江苏安诺其	活性染料	活性印花、数码印花、低温活性、涤棉-浴染料	
	江苏陈氏染料	活性染料	年产中间体 2000 吨, 染料年产 1 万吨左右	
	恒利达	染料、医药中间体	2.8 万吨有机染料、5000 吨分散染料	
	华盛化工	分散染料	年生产能力滤饼 4000 吨, 成品 5000 吨	
	金隆生物	还原染料、医药中间体等	还原染料 2500 吨、1-氨基蒽醌 2000 吨	
	天嘉宜	染料中间体等	间苯二胺 1.7 万吨、邻苯二胺 2500 吨等	
	虹艳化工	分散、活性染料	4200 吨分散染料、800 吨活性燃料	
农药类企业 8 家	联华科技	农药中间体	异噁草松 1500 吨、联苯菊酯 1500 吨、邻氯苯腈 8000 吨、氟磺胺草醚 200 吨等	扬农化工：一体化农药龙头，菊酯龙头 利尔化学：一体化草铵膦龙头 长青股份：小扬农，2400 吨硫磺胺草醚、1000 吨啶虫脒、3000 吨甲草胺 利民股份：保护性杀菌剂龙头，1000 吨硝磺草酮 雅本化学：原药及中间体总产能达 7000-8000 吨 百傲化学：工业杀菌剂龙头，1 万吨邻氯苯腈，其中 7000 吨在建 先达股份：3500 吨异噁草松、3000 吨烯草酮 海利尔：1500 吨啶虫脒 江山股份：1 万吨乙草胺 新安集团、兴发集团：草甘膦产能分别为 8 万吨、18 万吨
	江苏威耳	农药及中间体	啶虫脒 400 吨、CCMPI1200 吨、DCTF1500 吨	
	绿利来	农药原药中间体、制剂	产品年生产能力 2 万吨，主要产品乙草胺、丁草胺	
	裕廊化工	农药、中间体	双甘膦 1.5 万吨，草甘膦 2 万吨等	
	响水中山生物	农药原药	3 万吨莠去津、3000 吨硝磺草酮、1 万吨甲草胺	
	盐城南方化工	农药中间体、制剂	烯草酮 1200 吨、氟噻草胺 300 吨等	

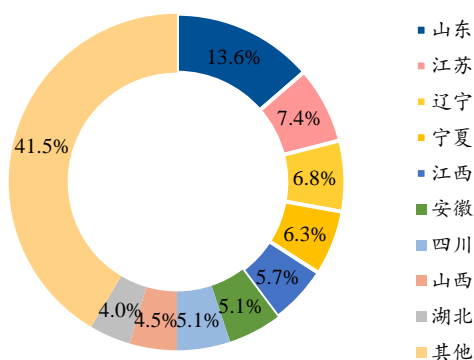
资料来源：民生证券研究院整理

我们认为，短期内的环保整治的力度和持续性不会低于上一轮，农药原药和中间体等停产企业复工恐将有所延迟，甚至出现新的大面积停产现象；染料行业遭受直接冲击，未来整个染

料产业链供给都将持续紧缩，推动染料及中间体价格中枢上行。

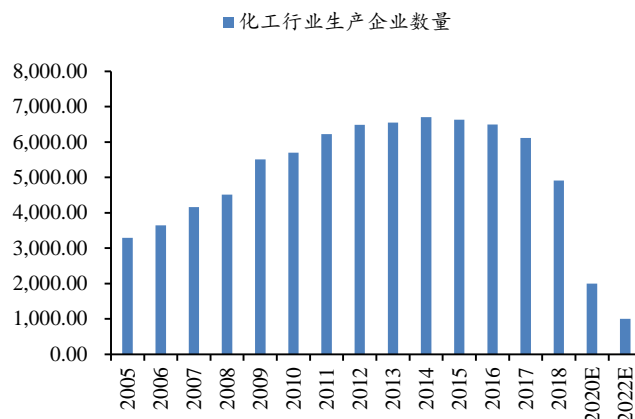
近几年来，化工安全事故频发，但得益于化工安全整治力度的不断提升，化工安全事故总量逐年递减。山东、江苏等仍是化工事故发生的高频地，2018年，全国共发生176起化工安全事故，江苏省发生13起，仅次于山东排列全国第二。

图 34：2018 年各省化工事故分布图



资料来源：石油和化工园区，民生证券研究院

图 35：江苏省化工企业数量变化



资料来源：Wind，民生证券研究院

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

表 8：江苏省化工行业整治工作方案梳理

文件名称	《江苏省“两减六治三提升”专项行动实施方案》	《全省沿海化工园区（集中区）整治工作方案》	《化工行业整治提升方案（征求意见稿）》
出台时间	2017年	2018年	2019年
总体目标	开展全省化工企业“四个一批”专项行动，大力减少全省落后化工产能，到2020年实现“减化”三大目标： 1、全省化工企业数量大幅减少 2、化工行业主要污染物排放总量大幅减少 3、化工园区内化工企业数量占全省化工企业总数的50%以上	全面树立创新绿色安全发展导向，全面落实化工产业提质增效转型升级要求，全面淘汰退出落后低端化工产能，全面整治化工园区和企业的环境污染等突出问题，着力调存量、控增量、减总量，调结构、优布局、促规范，抓创新、提门槛、强监管，实现沿海化工园区、化工企业规范有序、高质	紧紧围绕本质安全、绿色发展、环境友好、各类风险可控的目标要求，到2020年底，全省化工生产企业数量减少到2000家；到2022年，全省化工生产企业数量不超过1000家

量、可持续发展

整治范围	全省	沿海地区南通、连云港、盐城三市辖区内所有化工园区及园区内所有化工生产企业	全省
总体要求	2017年3月底前完成对全省化工企业摸底排查,梳理“关停一批、搬迁一批、升级一批、重组一批”清单,明确整改标准和要求。2017年4月底前制定分年度工作计划,明确责任单位、责任人和完成时限。关停一批化工企业原则上在2018年底前完成(其中2017年底前完成50%);搬迁一批、升级一批、重组一批化工企业原则上在2020年6月底前完成	化工园区:落实全省“两减六治三提升”专项行动方案的要求,提出化工园区的环保、安全等整治标准,逐个园区排查薄弱环节和存在问题,列出问题清单,制定整改措施,限期治理到 位 化工企业:对化工园区内化工企业现状进行逐个排查,分别按照关停、转移、升级、重组对每个企业提出处置意见和实施方案,明确推进时间表	根据化工企业“四个一批”专项行动提出的标准,安全环保不达标的化工生产企业立刻停产、限期整改,不具备整改条件和逾期整改不到位的予以关闭,工业企业资源集约利用综合评价D类的企业逐步关闭退出

资料来源:民生证券研究院整理

江苏减量发展、转型升级化工行业趋势确定,结合国家产业升级整体要求,未来浙江、山东等化工大省跟进是大势所趋,我们认为,化工行业牌照化减量发展将奠定其长期投资价值,全国范围的退城进园加速将进一步加大龙头企业竞争优势,位于优质园区的优质企业将迎来价值重估,化工企业分化将逐步加速、加剧,具有一体化优势的龙头企业最为受益。

5月8日,国务院安委会办公室发布《关于开展2019年全国“安全生产月”和“安全生产万里行”活动的通知》,2019年全国“安全生产月”活动将于6月1日至30日在全国范围内统一开展,全国各省市相关部门和单位要采取多种形式启动“安全生产月”活动;此外,“安全生产万里行”与“安全生产月”同步启动,于12月份结束。6月1日起,全国过半省市落实、开展“安全生产月”相关活动,其中不乏山东、江苏、浙江等化工大省。从短期来看,继响水爆炸事件发生以来,各省在加大安全整治方面力度空前,将化工行业再次推向安全整治的高点,后续难免带来一系列企业停产、整改,直接导致行业整体的供给收缩。

表9: 各省安全生产月活动一览表

省份	时间	活动内容
山东省	6月1日-30日	“安全生产齐鲁行”与“安全生产月”同步启动
江苏省	6月1日-30日	“四项专题行”与“安全生产月”同步启动,以宣传贯彻《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》为主题
浙江省	6月1日-30日	组织媒体记者深入省内危化品企业,对生产、运输、储存、废弃物处理和安全生产管理、相关法律法规制度贯彻落实情况进行跟踪报道,特别是针对危化品大检查、危化品“十条”工作推进落实情况,开展深入报道。
福建省	6月1日-30日	“八闽安全发展行”活动与“安全生产月”同步启动
湖北省	6月1日-30日	“安全生产楚天行”与“安全生产月”同步启动,结合安全执法和危险化学品

		重点县专家指导服务等工作，有针对性地开展安全法规知识普及、咨询服务、隐患排查等宣传报道和非法违法行为、违规违章作业等曝光活动。
吉林省	5月31日开启	“白山松水安全行”活动与“安全生产月”同步启动，紧盯国务院安委会第一考核巡查组对我省2018年度安全生产和消防工作考核巡查反馈意见中指出的政府层面10个问题、企业层面74项隐患和危险化学品安全问题
辽宁省	6月1日-30日	“安全生产辽沈行”活动与“安全生产月”活动同时启动，至年底结束，共组织、区域行和专题行、“网上安全生产万里行”、帮扶基层主题宣传行等4项活动。
山西省	6月1日-30日	“三晋安全行”活动，将组织由安全生产专家和媒体记者组成的采访团，对国务院安委办安全生产和消防工作考核巡查、危险化学品安全生产专项巡查、全国化工行业企业明查暗访和省内“三个专项”行动中发现问题的整改情况进行回头看
海南省	6月1日-30日	“安全生产西部行”与“安全生产月”同步启动
甘肃省	6月1日-30日	“安全生产陇原行”与“安全生产月”同步启动
内蒙古、陕西省	6月1日-30日	“安全生产万里行”与“安全生产月”同步启动
河南省、四川省、天津市	6月1日-30日	紧盯安全生产和消防工作考核巡查、危险化学品安全生产专项巡查、全国化工行业企业明查暗访中发现的问题，跟踪报道整改和落实情况

资料来源：国家应急管理部，民生证券研究院

2、环保压力不减，各省加快淘汰落后产能，新材料发展获重视

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

表 10：化工行业相关政策汇总一览表

政策	发布日期	发布单位	主要内容
《石油和化学工业“十二五”发展规划》	2011.12	工业和信息化部	有效增加烯烃、有机原料、合成材料、化工新材料和专用化学品等国内短缺石化化工产品的供给能力。加快发展高端石化化工产品。围绕培育壮大战略性新兴产业、改造提升传统产业，重点发展国民经济建设急需的化工新材料及中间体、新型专用化学品等高端石化化工产品。
《产业结构调整指导目录（2011 年本）》	2013.2	国家发改委	对有关条目进行了调整，其中高效、安全、环境友好的农药新品种、新剂型（水基化剂型等）、专用中间体、助剂（水基化助剂等）的开发与生产列为国家鼓励类产业。
《中国制造 2025》	2015.5	国务院	进一步放宽市场准入，修订钢铁、化工、船舶等产业政策，支持制造企业通过委托开发、专利授权、众包众创等方式引进技术和人才。
《石油和化学工业“十三五”发展指南》	2016.4	中国石油和化学工业联合会	围绕产品质量档次提升加快技术升级，基础化工产品从工业级向电子级、医药级、食品级方向发展；加快修订清洁生产技术推广方案和清洁生产评价指标体系，开展清洁生产技术改造和清洁生产审核。

《石油和化学工业发展规划（2016-2020年）》	2016.9	工业和信息化部	加快培育化工新材料,突破一批具有自主知识产权的关键核心技术,打造一批具有较强国际影响力的知名品牌,建设一批具有国际竞争力的大企业、高水平化工园区和以石化化工为主导产业的新型工业化产业示范基地,不断提高石化和化学工业的国际竞争力。
《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》	2016.11	国务院	进一步发展壮大新一代信息技术、高端设备、新材料、生物、新能源汽车、新能源、节能环保、数字创意等战略性新兴产业,推动更广领域新技术、新产品、新业态、新模式蓬勃发展,建设制造强国,发展现代服务业,为全面建成小康社会提供有力支撑。
《“十三五”生态环境保护规划》	2016.12	国务院	全面加强石化、有机化工、表面涂装、包装印刷等重点行业挥发性有机物控制。
《新材料关键产业化实施方案》	2017.12	国家发改委	重点发展新一代锂离子电池用特种化学品、电子气体、光刻胶、高纯试剂等高端专用化学品。

资料来源:中商产业研究院,民生证券研究院

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

从山东、广东以及浙江等主要化工大省的产业规划来看,加快淘汰危险化学品落后的工艺、技术、装备和过剩产能,成为各省重要工作导向,各省逐渐重视新材料、新能源领域。

表 11: 山东省新材料规划文件梳理一览表

省份	文件	内容
山东省	《山东省新材料产业“1351”工程实施方案（2018-2020年）》	1、打造高端化工新材料特色产业基地。以烟台万华、鲁西化工等为依托,发挥我省聚氨酯、聚碳酸酯等化工新材料现有优势,着力打造万华工业园、鲁西化工新材料产业园等国家级高端石化产业园区,形成全国领先的高端化工新材料特色产业基地; 2、氟硅新材料特色产业基地。以山东省氟化学化工材料重点实验室和国家首个含氟功能膜材料重点实验室为依托,发挥亚洲最大的氟硅材料生产基地规模效应,完善从萤石初加工到功能膜材料完整的产业链条,拓宽以新环保、新材料、新能源为核心产业的氟硅高新技术产业链条,打造淄博氟硅新材料特色产业基地
	《山东省新材料产业发展专项规划（2018—2022年）》	重点发展有机氟、有机硅、聚氨酯、高吸水性树脂材料、聚碳酸酯、烯丙基类树脂、高性能热塑性弹性体、特种工程塑料、特种橡胶、电子化学品及封装材料、高端绿色助剂、功能性膜材料、高性能聚烯烃专用料、海工装备用聚脲系列防腐涂料、海水淡化用特种膜等化工新材料,推进产业化进程,形成特色园区。开发高性能润滑油脂、环保型水性涂料、农药中间体等量大面广精细化产品,深入对接下游细分需求市场,不断巩固提升相关领域的领先优势。

资料来源：山东省政府网，民生证券研究院

表 12：广东省化工产业规划文件梳理一览表

省份	文件	内容
广东省	《广东省战略性新兴产业发展“十三五”规划》	1、提升先进基础材料制造水平。加快推动先进基础材料工业转型升级，围绕有色金属材料，高端聚烯烃、特种合成橡胶及工程塑料等化工材料
		2、推动关键战略材料规模应用。重点发展高性能碳纤维、芳纶纤维等高性能纤维及复合材料，高性能永磁、高效发光、高端催化等稀土功能材料，宽禁带半导体材料和新型显示材料
		1、推进产业结构调整，加快淘汰危险化学品落后的工艺、技术、装备和过剩产能，提升产业工人的能力素质，降低安全风险，提高企业本质安全水平
广东省	《广东省危险化学品安全监管“十三五”规划》	2、积极推进危险化学品生产储存专用区域或聚集区域，安全管理一体化建设。到 2020 年，创建若干安全管理一体化示范化工园区
		3、在 2020 年底前，涉及“两重点一重大”的危险化学品生产、储存企业按规定全面完成自动化控制系统及安全连锁配置及改造

资料来源：广东省应急管理厅，民生证券研究院

表 13：浙江省化工产业规划文件梳理一览表

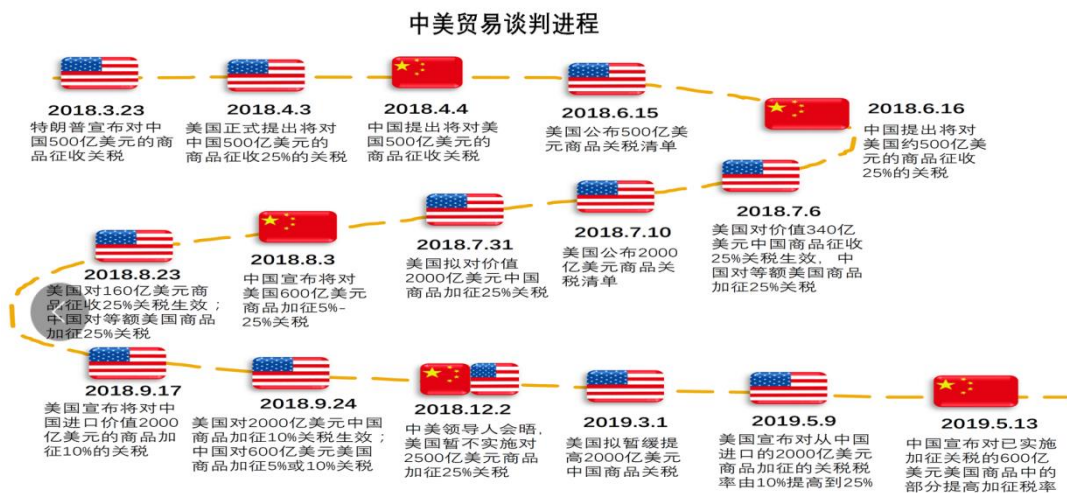
省份	文件	内容
浙江省	《浙江省石油和化学工业“十三五”发展规划》	1、大力发展高端石油化工产品，提高差异化、高附加值产品比重，淘汰落后产能 2、力争打扫 2020 年，从基础通用化学品向高档先进高分子材料转型基本完成，氟硅高分子材料、特种橡胶、工程塑料、复合膜材料、高端电子化学品、热塑性聚氨酯、节能环保新材料、高性能聚烯烃新材料等先进高分子材料产业实现快速发展

资料来源：浙江省政府网，民生证券研究院

（三）贸易摩擦进一步升级，关注对出口端的影响

中美贸易战自 2018 年 3 月开始，到目前为止已持续一年多，谈判过程曲折。美国方面 5 月 10 日公布了对价值 2000 亿美元中国商品加征 25% 关税的清单，其中涉及中国出口美国的多种化工产品，此次第三轮关税加征将打击比前两轮更广泛的化学品和塑料制品。

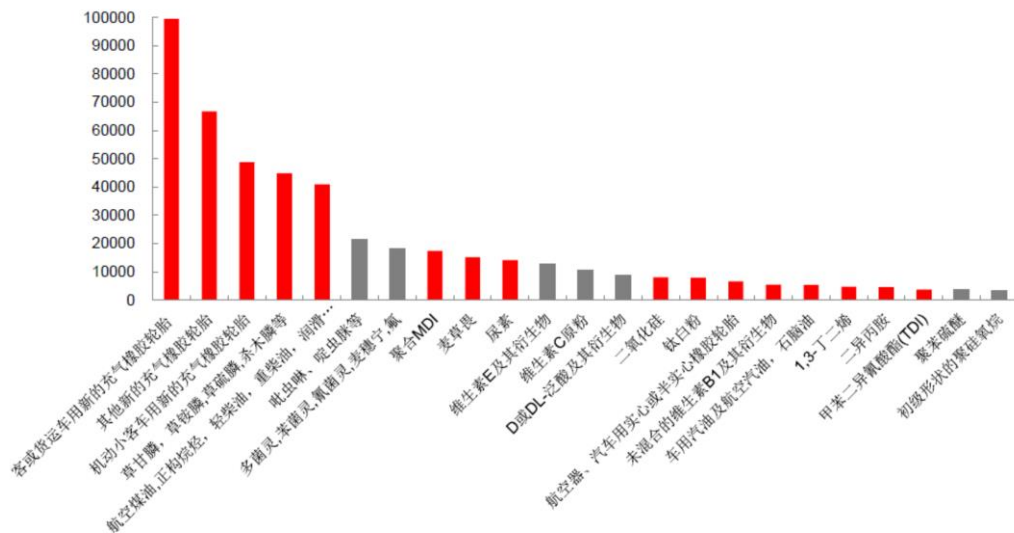
图 36: 中美贸易谈判进程



资料来源: 民生证券研究院整理

中国对美国化工品出口金额与电子、机械等行业相比较小, 且主要集中于有机化学品、橡胶制品等优势行业。从细分品种来看, 对美出口额较多的产品有草甘膦、草铵膦、麦草畏、吡虫啉、啶虫脒等农药原药, 橡胶轮胎, 聚合MDI, 尿素, 维生素, 二氧化钛白粉等。

图 37: 2017 年中国对美出口化工品种金额 (单位: 万美元)



资料来源: 联合国商品贸易统计数据库, 民生证券研究院

当前, 东南亚新兴市场国家正逐步取代美国成为国内化工品的最大出口地, 我们认为, 此次美国加征关税实质上对国内大部分化工子行业的直接影响有限, 同时汇率贬值也起到了对冲效果。

三、投资策略及组合

(一) 大宗化工品走弱，关注龙头长期投资价值

当前，基础化工行业景气度高位回落，大宗化工品整体走弱，产品价格随下游需求的疲软及新增供给的释放而出现下跌，短期来看，行业整体估值水平已反映了悲观预期，多数化工品跌价空间较小，长期来看，化工产业集约化，企业合园区数量减少，资源向龙头企业集中是大势所趋，未来化工企业分化将加速、加剧，具有一体化优势的龙头企业最为受益。建议关注业绩稳健扎实，产业链一体化配套完善，具备成本、资金、技术等优势的低估值细分领域龙头，推荐万华化学、龙蟒佰利、金石资源。

1、万华化学：集团化工资产整体上市，未来业绩更上一层楼

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

2、龙蟒佰利：钛白粉景气度高，氯化法产能迎快速增长

并购新立钛业，公司氯化法钛白粉产能实现快速增长。公司近期拟以 8.29 亿元挂牌低价竞购云冶集团持有的新立钛业 68.10% 股权及 52.1 亿元债权，并需要承担 1.69 亿元的历史遗留问题费用。新立钛业规划产能为 6 万吨氯化钛、1 万吨海绵钛，并且配套 6 万吨高钛渣等产能。新立整体产线先进、规划合理、配套完善。本次并购将使公司快速新增 10 万吨氯化法钛白粉产能，并且公司本部的 20 万吨氯化法也将于近期投产，预计到 2020 年公司钛白粉产能有望达 100 万吨/年，较 2018 年增长 60% 以上。届时公司产能居国内第一，全球第三。

海绵钛+高端钛合金，钛产业链布局日趋完善，将成为新的业绩增长点。公司致力于钛产业的全产业链运营。上游方面，公司通过与安宁铁钛签订 5 年 50 万吨钛精矿采购的“战略合作框架协议”、以及在攀西延边建设“50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程项目”等项目，致力于保障原材料的供给。下游方面，公司则布局高端钛材料的深加工项目。2019.4.8，公司公告计划投资 19.8 亿元建设 3 万吨高端钛合金新材料项目，建设周期 2 年。而本次并购的新立钛业有 1 万吨海绵钛产能，海绵钛是钛合金的原料，本次并购一方面有利于公司钛产业链布局的完善、发挥钛白粉产能的协同作用，另一方面，海绵钛、高端钛合金具有较高的产品附加值，未来高端钛材料将成为公司新的业绩增长点。

钛白粉供需格局良好，景气度高。供给端：国内严禁新上硫酸法钛白粉产能，在环保趋严等因素下，国内硫酸法产能整体呈收缩趋势；而氯化法工艺技术壁垒高新增产能有限，上市公司中仅龙蟒佰利一家现有 6 万吨/年的氯化法产能；全球钛白粉头部企业除公司外、短期几无新增产能。需求端：国内相对稳定，出口将延续增长趋势。在上述多重因素作用下，钛白粉供需格局整体呈良好趋势。公司 2 月份、3 月份已经连续 2 次提高钛白粉报价，合计提高 1000 元/吨（出口合计上调 200 美元/吨），显示行业具有较高景气度。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.49, 1.90, 2.33 元, 对应 PE 为 10.1X、8.0X、6.9X, 参考申万化工指数动态约 16 倍 PE 水平, 维持“推荐”评级。

风险提示: 钛白粉价格出现超预期的波动, 竞购新立、氯化法产能投放进度低于预期。

3、金石资源: 制冷剂扩产助力需求提振, 萤石行业景气上行

萤石行业龙头, 保有资源储量丰富, 技改扩产有序推进。公司是我国萤石行业中拥有资源储量、开采及生产加工规模最大的企业, 也唯一的氟化工上游资源型上市公司, 现保有资源储量约 2700 万吨, 合矿物量近 1300 万吨, 国内占比超过 20%; 拥有萤石采矿权 7 个, 探矿权 8 个, 采矿规模达 102 万吨/年, 处于行业绝对领先地位。公司 2018 年全年净利润同增 78%, 2019Q1 业绩实现翻倍增长, 盈利能力大幅提升。公司计划今年生产各类萤石产品 35-45w 吨, 当前兰溪金昌矿业投资新建的 20 万吨/年选矿项目持续推进, 年底有望投入生产; 内蒙翔振矿业选矿生产线技术改造进展顺利, 预计 2020 年完全达产。未来公司将进一步加大产能建设, 提升市场占有率, 引领行业发展。

下游需求逐步回暖, 行业整合升级加速、景气提升。需求端: 下游行业需求整体稳中有升, 长期来看, 2020-2022 年为三代制冷剂配额基准年, 国内厂商为抢占未来市场, 扩产意愿强烈, 需求带动强劲, 且发达国家今年分别有削减的 HFCs 产能, 因此 HFCs 出口有望增加, 萤石需求也会随三代制冷剂产量激增而大幅提升。短期来看, 当前制冷剂旺季来临, 需求有望边际回暖。供给端: 2018 年氟化钙含量小于等于 97% 的萤石进口量为 41.97 万吨, 约为 2017 年的 3 倍, 进口量也首次超过出口量, 标志着市场供给不足。长期来看, 随着《萤石行业准入标准》、《萤石行业规范条件(征求意见稿)》等文件的发布, 行业整合升级为大势所趋, 准入门槛显著提升, 目前国家要求新建产能规模不低于 5w 吨/年, 扩建产能规模不低于 2w 吨/年。短期来看, 内蒙萤石的产量在全国占比约 20%, 目前企业复产情况并不乐观, 对短期供给影响较大。截至 5 月, 国内萤石价格约为 2900 元/吨, 较去年同期上涨 20% 以上, 预计未来价格中枢仍将继续上移。

内蒙资源整合进一步推进, 公司迎来发展新历程。2019 年 3 月, 公司与额济纳旗国有资产集团、内蒙古地质矿产勘查、浙江地质矿业投资共同出资的“内蒙古金石实业有限公司”在额济纳旗成立, 其中公司持股占比 67%。新公司将致力于整合开发当地的矿产资源, 主要是萤石资源, 各方力争用 5-10 年的时间, 实现以项目公司勘查、并购等多种方式拥有 3000 万吨可采远景资源储量为目标, 与之配套的“勘查、矿权整合及并购、矿山建设等”总投资约 20 亿元。项目将根据萤石资源储量勘查结果分期分批投入, 未来有望成为公司业绩增长的重要来源。

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.09 元、1.47 元、1.81 元, 对应 PE 分别为 18 倍、13 倍、10 倍, 由于公司是 A 股唯一萤石产品公司, 为稀缺性标的, 参考 SW 采掘板块当前平均 14 倍 PE 水平, 考虑公司作为萤石行业龙头企业, 产能不断扩充, 行业景气提升, 资源整合加速, 给予“推荐”评级。

风险提示: 萤石价格大幅波动; 下游需求不及预期; 新增产能投放不及预期。

（二）农药、染料继续受益供给收缩、需求刚性

响水“321”安全事件发生后，短期内环保整治及安全监管的力度和持续性不会低于上一轮，农药原药和中间体等停产企业复工恐将有所延迟，停限产增多，农产品价格企稳反弹有望带动下需求回暖，产品景气提升；染料行业供给端遭受直接冲击，龙头市占率有望扩大，未来整个染料产业链供给都将持续紧缩，推动染料及中间体价格中枢上行。建议持续关注确定性受益的农药、染料板块，推荐**扬农化工、利民股份、浙江龙盛**等。

1、扬农化工：菊酯景气不减，长期发展可期

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

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

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

暂不考虑并购影响，预计公司2019-2021年EPS分别为3.44、4.03和4.54元，对应PE为16、14和13倍，参考SW农药板块当前19倍的行业平均PE，维持“推荐”评级。

风险提示：下游需求不达预期；产品价格剧烈波动；在建项目进度不达预期。

2、利民股份：深耕杀菌剂市场，并购威远打造综合农化平台

保护性杀菌剂领军企业，盈利能力稳步提升。公司是国内杀菌剂行业龙头企业，产品涵

盖杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大系列共 12 种原药、67 种制剂，其中，代森类杀菌剂产能 4 万吨/年，居国内第一、全球第二；参股子公司新河化工拥有百菌清产能 3 万吨/年，为全球第一；同时还具有 2000 吨/年霜脲氰、5000 吨/年三乙磷酸铝等产品。受益于下游农产品价格回暖及环保督察高压，农药行业步入高景气周期，公司自上市以来业绩保持高速增长。2018 年公司主要产品需求旺盛、量价齐升，市场竞争优势显著，实现营收 15.19 亿元（YOY+6.73%），归母净利润 2.07 亿元（YOY+50.93%），2019Q1 归母净利润同增 40.63%，盈利能力依旧稳步提升。

进入产能集中投放期，全面打开成长空间。公司于 2018H2 开始进入新产能集中投放期，1 万吨代森类产能将于 2019 年 6 月底建成，定位代森高端产品市场，在品质和成本上均具竞争优势；新增 1 万吨百菌清于 2018 年 10 月建成后逐步放量、快速达产，成为公司重要利润来源。当前，年产 500 吨苯醚甲环唑项目也已启动，预计 2019Q4 建成；本部新建的 1000 吨吡唑啉菌酯有望年内完成审批；年产 1 万吨石硫合剂全自动化生产车间也将在 2020 年启动建设。新项目的陆续投产将给公司业绩带来持续增量，进一步打开成长空间。

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

考虑此次并购（按照威远 6 月开始并表 7 个月测算），我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.22、1.59、1.89 元，对应 PE 分别为 13X、10X、7.4X，参考 SW 农药板块平均 18 倍估值水平，维持“推荐”评级。

风险提示：百菌清等产品价格大幅下跌；原材料成本剧烈波动；新项目进展不及预期。

3、浙江龙盛：业绩高增符合预期，一体化优势凸显

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

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

行业供需格局不断优化，公司房地产业务进展顺利。由于“321”事故导致园区整改力度

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

（三）消费、新材料板块估值已具备吸引力

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

1、蓝晓科技：重大项目进展顺利，开拓新领域可期

藏格项目 2 条线确认收入是业绩大幅增长主因，其它各领域增长同样亮眼。报告期实现营收 2.45 亿元，同比增长 86%，主因是各应用领域均有较大幅度的增长，藏格项目确认 2 条线的收入是主要贡献。扣除藏格项目，我们测算公司传统业务净利大约同比增长 65%，亦实现了较大幅度增长，表明公司业绩具有较好的可持续性。另外，公司一季度毛利率 45.95%，同比提升 7 个百分点，主因是高毛利产品类别（如系统装置）占比有所增加且部分原材料价格下降带来成本降低。一季度经营性现金流为负 4130 万元，且同比大幅减少，主因是锦泰等项目采购金额增加所致。

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

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

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.35、1.64、2.14 元，对应 PE 分别为 24、20、15 倍，考虑公司历史 PE（TTM）最低水平在 35 倍左右，且公司技术壁垒高、成长性好，维持“推荐”评级。

风险提示：盐湖提锂技术推广不及预期，相关树脂市场需求低于预期的风险。

2、国瓷材料：材料平台业绩靓丽，多点开花潜力可期

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

下游需求持续扩张，MLCC 粉量价齐升增厚业绩。随着下游新能源汽车电气化、电子消费品智能化的不断发展，MLCC 行业需求快速增长，日韩大厂结构性调整退出造成供需失衡，叠加部分囤货炒货现象，MLCC 价格稳步提升，供不应求短期难以缓解。公司作为国内 MLCC 陶瓷粉体领域龙头企业，产能已由 7000 吨/年扩至 10000 吨/年，与去年相比产销量均大幅增长，后期在汽车电容和陶瓷滤波器/谐振器方面仍有扩产计划，最快将于 2019 年底贡献利润，MLCC 量价齐升为内生增长提供了重要支撑。

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

氧化锆产业链加速延伸，消费电子领域逐步放量。

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

预计公司 2019-2021 年每股收益 0.64、0.79 和 0.97 元，对应 PE 为 29、23 和 18 倍，参考精细化工板块当前平均 33 倍 PE 水平，考虑 MLCC 配方粉涨价有望提供业绩弹性，氧化锆、汽车尾气催化剂业务将构成主要增长点，维持“推荐”评级。

风险提示：新增产能投放不及预期；下游需求不及预期；原材料价格波动剧烈。

3、飞凯材料：下游需求改善，配套材料综合平台前景广阔

配套材料综合平台雏形初现，项目建设稳步推进。公司是我国主要的光纤光缆涂覆材料供应商之一，率先打破了国外巨头的技术垄断，树立了行业领先地位，现拥有紫外固化光纤光缆涂覆材料产能 10000 吨/年，市场占有率达 50% 以上。2017 年起公司通过外延式并购扩大业务版图，顺利切入混合液晶、半导体封装领域，形成了紫外固化材料和电子化学材料并驾齐驱的新材料布局。公司总部位于上海，在安徽、广东、江苏等地均建有大规模生产基地，当前“5500t/a 合成新材料项目”以及“100t/a 高性能光电材料提纯项目”产能正稳步提升，集成电路封装材料基地建设也已开始动工，随着位于安庆集研发和生产为一体的基地不断扩大和完善，公司的配套材料综合平台将初具规模。

大陆 LCD 面板产业崛起，液晶材料市场发展可期。随着全球 LCD 面板产能向大陆转移，未来几年国内高世代线将迎来集中投产，一方面，LCD 面板需求的扩大有望带动上游混晶材料整体用量的提升；另一方面，面板产业竞争加剧将加速降成本需求，现阶段国内液晶材料性能正稳步提升，混晶材料的国产化有望提速。公司和成显示产品主要包括 TN/STN、TFT 型混合液晶，客户覆盖京东方、华星光电、中电熊猫等优质企业，受下游面板降价影响，混晶材料价格存在一定程度的下行压力，但随着国产液晶材料渗透率的不断提升，公司混晶销量有望维持高速增长，盈利能力也将进一步增强。

紫外固化材料龙头，5G 商用提速有望改善行业。自 2018 年下半年以来，下游半导体、光纤光缆行业受国内外经济、贸易形势变化影响，发展速度趋缓，2018 年全球光纤光缆增速放缓至 4% 左右。然而，5G 基础设施建设、HDR 视频等技术革新将为光纤光缆市场的进一步发展提供保障，当前随着 5G 商用逐步拉开序幕，光纤光缆需求有望大幅提升，进而带动紫外固化材料的大幅放量。公司目前拥有涂覆材料产能约 1 万吨，同时正积极拓展 UV 涂料、光刻胶等紫外固化领域，未来随着新产品的逐步量产，该业务有望增厚业绩。

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.77 元、0.96 元、1.22 元，对应 PE 分别为 17 倍、14 倍、11 倍。参考 SW 化学制品板块当前平均 18 倍 PE 水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：5G 商用进程不达预期；光纤光缆需求不及预期；产品价格下降风险。

4、新和成：VE 持续强势，多项目逐步进入投产期

维生素价格反弹，VE 价格持续强势，公司业绩弹性大。维生素价格自 2018 年 10 月底以来，整体呈振荡上行趋势。根据 wind 数据，截止 5 月 28 日 VA 市场报价 390 元/kg，较去年底部价格上涨 57.58%，较 4 月份的阶段低点上涨 36.84%；VE 市场报价 52.5 元/kg，较去年底部上涨 54%，较 4 月份阶段性低点上涨 28%。未来随着养殖行业需求改善，预计维生素价格将延续强势，尤其是 VE 涨幅相对滞后，且价格仍在底部区域，短期有望继续上涨。公司拥有 VA 产能 1 万吨，VE 产能 2.5 万吨，是世界四大维生素生产企业之一，VA/VE 产能均居全国第一，业绩对维生素价格弹性较大，短期将受益于维生素价格的上涨。

麦芽酚、VE、蛋氨酸二期等多个项目逐步进入投运期。2018 年年报显示，公司重大在建工程投资预算金额合计超过 130 亿，新项目的不断投运，将成为公司业绩增长的持续推动力：1、公司拟在山东建年产 6000 吨乙基麦芽酚、3000 吨甲基麦芽酚、3000 吨戊基桂醛、5000 吨己基桂醛、1600 吨女贞醛、1000 吨苯乐戊醇等项目。预计产能 3000 吨的麦芽酚项目有望于今年下半年试车投产。2、蛋氨酸项目二期 10 万吨预计于 2019 年底试车，三期 15 万吨预计 2021 年建成。二期、三期合计总投资 54 亿。3、山东潍坊基地 2 万吨 VE 项目预计 2019 年底投产试车，该项目计划投资 21 亿，达产后预计营收 17.83 亿、实现利税 6.39 亿。4、公司拟在黑龙江投资约 36 亿元建设生物发酵项目，叶红素等各类产品产能合计 39.23 万吨，建设周期 2 年，预计形成营业收入约 20 亿元，利税约 7.08 亿元。

香精香料稳定增长，新材料市场空间大。公司是国内最大的香料生产企业，产能在全球位居前列，芳樟醇、柠檬醛等公司主打产品产销量位居全球前两位。随着世界经济的发展，人

们对食品、日用品的品质要求越来越高,预计未来公司香精香料业务将延续持续稳定增长态势。新材料板块,公司已建成 1.5 万吨 PPS (聚苯硫醚)项目和 1000 吨 PPA (高温尼龙)项目。新材料产业是国家七大战略性新兴产业之一,公司把新材料业务作为公司未来的支柱产业,构建化工聚合、特种纤维等技术平台,不断提升市场竞争力。

预计公司 2019-2021 年每股收益 1.22 元、1.60 元、1.97 元,对应 PE 分别为 16 倍、12 倍、10 倍。公司是维生素行业领先企业,参考申万化学原料药板块动态 21 倍 PE 水平,维持“推荐”评级。

风险提示: VA、VE 等产品价格出现超预期波动;新建产能释放不及预期。

四、风险提示

大宗商品价格大幅下跌；

产能投放不及预期；

下游需求不及预期；

上市公司上下游产业链产品出现超预期波动。

插图目录

图 1: 基础化工板块上市公司全年营收、归母净利润	4
图 2: 基础化工板块上市公司全年资产负债率、ROE	4
图 3: 基础化工板块上市公司一季度营收、归母净利润	4
图 4: 基础化工板块上市公司一季度销售毛利率、净利率	4
图 5: 全球原油期货价格走势 (美元/桶)	5
图 6: 中国煤炭价格指数	6
图 7: 固定资产投资增速	6
图 8: 国内房屋新开工面积	6
图 9: 国内汽车产量及增速	7
图 10: 国内服装鞋帽针纺织品类零售增速	7
图 11: 行业与沪深 300 指走势比较	7
图 12: CS 基础化工历史估值情况	8
图 13: CS 基础化工行业及其他行业估值水平	9
图 22: 萤石进出口数量对比	12
图 23: 萤石价格走势	13
图 24: 我国化学农药产量	14
图 25: 草甘膦价格走势及价差	14
图 26: 95% 草铵膦和麦草畏价格走势	14
图 27: 吡虫啉价格走势及价差	15
图 28: 我国涤纶纤维产量 (万吨)	16
图 29: 国内维生素 A 价格走势	17
图 30: 国内维生素 E 价格走势	17
图 31: 2018、2019 分月全社会用电量 (亿千瓦时)	18
图 32: 2018、2019 化工行业分月用电量 (亿千瓦时)	18
图 33: 2019Q1 我国各省份一般工商业电价降幅情况	19
图 34: 2018 年各省份化工事故分布图	24
图 35: 江苏省化工企业数量变化	24
图 36: 中美贸易谈判进程	29
图 37: 2017 年中国对美出口化工品种金额 (单位: 万美元)	29

表格目录

表 1: 2019 年基础化工板块个股涨跌幅 (截至 2019 年 6 月 15 日)	7
表 2: 基础化工子行业 2018 年、2019Q1 营收、归母净利润情况	9
表 3: 2019 年中报业绩预告披露情况	11
表 4: 2019 年以来电价下调相关政策	19
表 5: 2019 年以来增值税、社保费率相关政策	20
表 6: 各省份安全隐患排查工作安排	21
表 7: 响水化工园区情况梳理	23
表 8: 江苏省化工行业整治工作方案梳理	24
表 9: 各省安全生产月活动一览表	25
表 10: 化工行业相关政策汇总一览表	26
表 11: 山东省新材料规划文件梳理一览表	27
表 12: 广东省化工产业规划文件梳理一览表	28
表 13: 浙江省化工产业规划文件梳理一览表	28

分析师与研究助理简介

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

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

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

分析师承诺

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

评级说明

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

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

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

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

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

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

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

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

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

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

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

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