

基础化工

行业研究/深度报告

大宗龙头优势显现，消费成长持续向好

—基础化工行业 2019 年中报总结

深度研究报告/基础化工

2019 年 09 月 06 日

报告摘要：

● 行业分析：板块业绩呈下滑趋势，精细化工持续向好

2019H1 基础化工板块实现营收 6645 亿元，同比增长 3.12%；归母净利润 489 亿元，同比下滑 14.02%。盈利能力呈现小幅下跌趋势，销售毛利率 21.56%，销售净利率 7.78%，同比分别下降 1.12 和 1.73 个百分点。受季节性因素影响，Q2 单季度营收和净利润环比均有所提升。利润角度，细分领域中化学制品板块整体增长较为显著，氮肥、涤纶、两碱、氟化工、聚氨酯表现较差。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先前的判断，预计该趋势仍将延续。

● 市场分析：走势弱于大盘，估值具备向上空间

年初至今，中信基础化工板块涨幅为 12.35%，跑输沪深 300 指数 10.18 个百分点，在 29 个中信一级行业中位列第 18 位，排名靠后。二级板块中，化学原料涨幅居前，整体上涨 16.45%，农用化工表现则相对较弱。从估值角度来看，截至 2019 年 8 月 31 日，CS 基础化工市盈率（TTM，整体法）为 19 倍，低于板块均值 50 倍，处于近五年来历史底部，具备较大的修复空间。

● 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、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利、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，所处行业处在高速成长期，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、万润股份等。

● 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。

盈利预测与财务指标

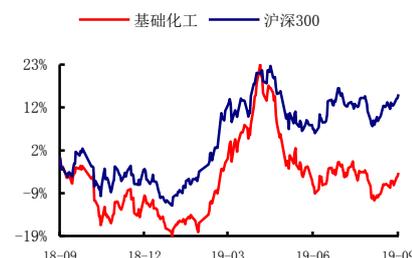
代码	重点公司	现价 9月5日	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600309	万华化学	43.90	3.88	3.71*	4.33*	11.31*	11.83*	10.14*	
600426	华鲁恒升	16.85	1.86	1.61*	1.78*	9.06*	10.47*	9.47*	
002601	龙蟒佰利	13.78	1.12	1.31	1.71	12.30	10.52	8.06	推荐
603505	金石资源	20.15	0.57	1.09	1.47	35.35	18.49	13.71	推荐
600486	扬农化工	53.19	2.89	3.46	4.05	18.40	15.37	13.13	推荐
002734	利民股份	16.69	0.73	1.33	1.78	22.86	12.55	9.38	推荐
300487	蓝晓科技	35.02	0.71	1.37	1.67	49.32	25.56	20.97	推荐
300285	国瓷材料	22.84	0.85	0.64	0.79	26.87	35.69	28.91	推荐
300398	万润股份	13.13	0.49	0.58	0.70	26.80	22.64	18.76	推荐
002001	新和成	23.41	1.43	1.22	1.60	16.37	19.19	14.63	推荐

资料来源：公司公告、民生证券研究院（*为 wind 一致预期）

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 20190812：醋酸、MDI 有望延续强势，有机硅继续调涨
- 2.民生化工周报 20190805：有机硅产业链大幅上涨，MDI 延续强势

目录

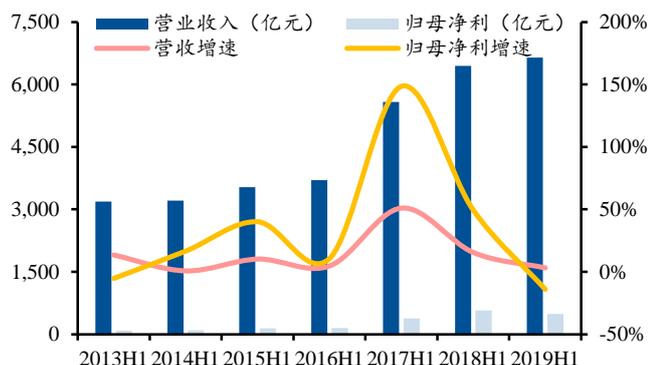
一、行业分析：盈利能力同比下降，子行业分化明显	3
(一) 行业整体：行业景气度继续向下，半数企业业绩下滑	3
(二) 子行业：盈利能力分化明显，精细化工表现较好	6
(三) 关注供需格局持续优化的细分行业及产品	9
二、市场分析：涨幅落后大盘，估值仍处底部	20
(一) 化学原料涨幅居前，农用化工表现较弱	20
(二) 估值处于底部区域，仍具修复空间	22
三、投资策略及组合	23
(一) 大宗化工品走弱，关注龙头长期投资价值	23
(二) 农药受益供给收缩、需求刚性	25
(三) 消费、新材料板块估值已具备吸引力	27
四、风险提示	31
插图目录	32
表格目录	32

一、行业分析：盈利能力同比下降，子行业分化明显

(一) 行业整体：行业景气度继续向下，半数企业业绩下滑

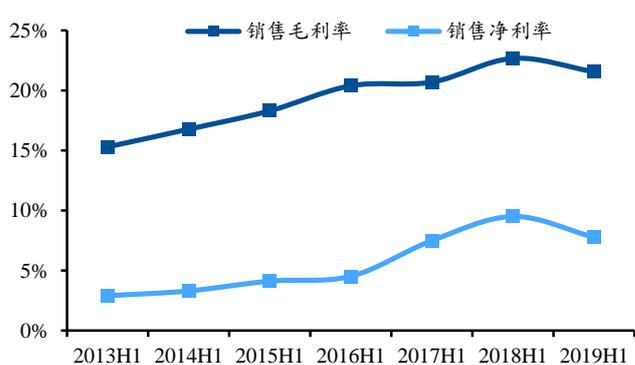
伴随 2018Q4 油价快速下行，终端需求走弱，大宗化工品价格下滑，行业景气高位回落，导致上市公司整体盈利能力降低。2019 年上半年板块营收呈增长态势，但增速继续放缓，归母净利润有所下滑，H1 基础化工行业（中信）实现营业收入 6644.99 亿元，较去年同期增长 3.12%，创下近年来新高；实现归母净利润 488.96 亿元，相比去年同期下降近 80 亿元，降幅达 14.02%；盈利能力较去年同期也呈现小幅下跌趋势，销售毛利率 21.56%，销售净利率 7.78%，同比分别下降 1.12 个百分点和 1.73 个百分点。单季度看，Q2 板块整体实现营业收入 3555.53 亿元，同比微增 0.04%；实现归母净利润 276.31 亿元，同比下滑 11.29%。受季节性因素影响，营收和净利润环比均有所提升。

图 1：基础化工板块上市公司 H1 营收、归母净利润



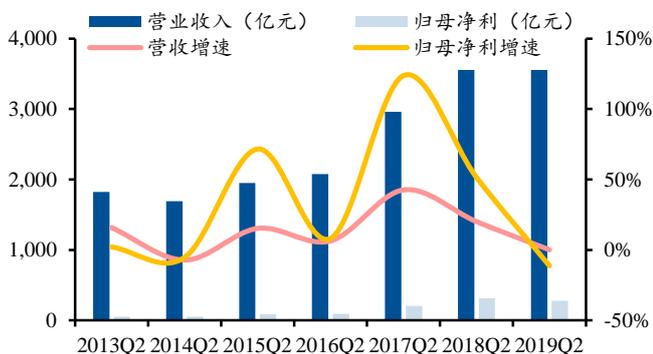
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 2：基础化工板块上市公司 H1 销售毛利率、净利率



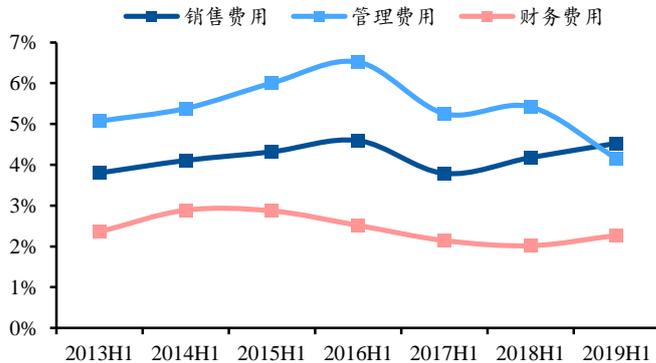
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 3：基础化工板块上市公司 Q2 营收、归母净利润



资料来源：Wind，民生证券研究院

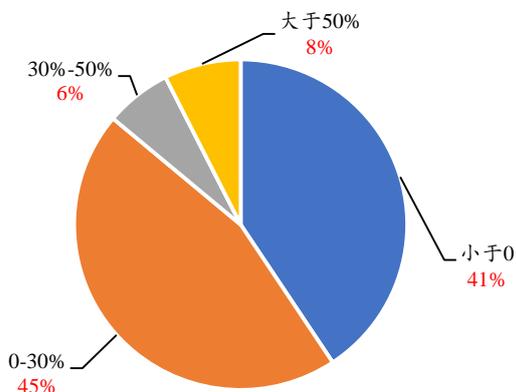
图 4：基础化工板块上市公司 H1 三费占比



资料来源：Wind，民生证券研究院

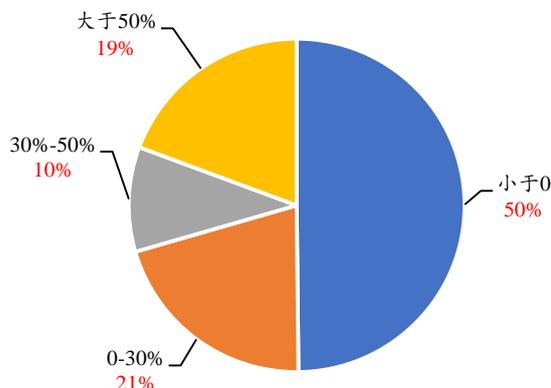
从上市公司角度看，2019 年上半年基础化工行业 59.32% 公司营业收入有所增长，50.17% 归母净利润表现好于去年。295 家上市公司中有 175 家营收较去年上涨，分布最多的增幅范围在 0-30% 之间，公司占比 45.42%；120 家公司营业收入低于去年。归母净利润方面，148 家公司比去年提高，57 家提升幅度大于 50%；147 家上市公司表现下滑。

图 5：2019H1 营收增幅公司数量分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 6：2019H1 归母净利润增幅公司数量分布



资料来源：Wind，民生证券研究院

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 7：全球原油期货价格走势（美元/桶）

图 8：中国煤炭价格指数



资料来源：Wind，民生证券研究院



资料来源：Wind，民生证券研究院

供给端：自 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 9 月份化工行业固定资产投资增速转正并开始抬升、逐步缩小与全社会固定投资增速之间的差距，历时两年半的景气周期最终不可避免的踏入历史循环，产能扩张逐步抬头。江苏响水“3.21”、山东济南“4.15”、河南三门峡“7.19”三起特大化工安全事故发生后，应急管理部印发“两个导则”加强化工园区风险排查叠加国庆环保安全检查，化工行业供给侧重构持续，其中染料、农药、橡胶助剂、助剂等子行业受影响较大。

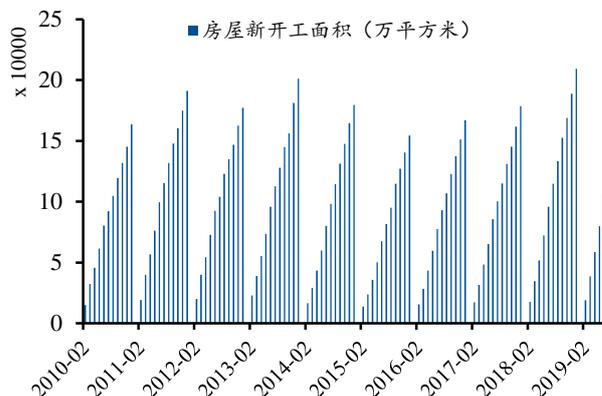
需求端：化工品的下游需求主要是房地产、汽车、纺织服装、农业等，2019 年上半年固定资产投资累计完成额与上年同期基本持平，固定资产投资增速较上年小幅回落，房屋新开工面积较上年同期增多，截至 2019 年 7 月，房屋新开工面积 125715.88 万平方米，较上年同比增加 9.53%。汽车产量略有下滑，2018 年汽车产量 2781.9 万辆，与去年相比下降 4.13%。2019 年初以来，服装鞋帽针纺织品类零售额处于 5 年来中等水平，但增速略有提高。农产品价格虽然处于低位，但农业播种面积保持稳定增长。纺织服装、农产品等化工行业下游产品存在刚性需求，长期来看仍会保持稳定增长。

图 9：固定资产投资增速



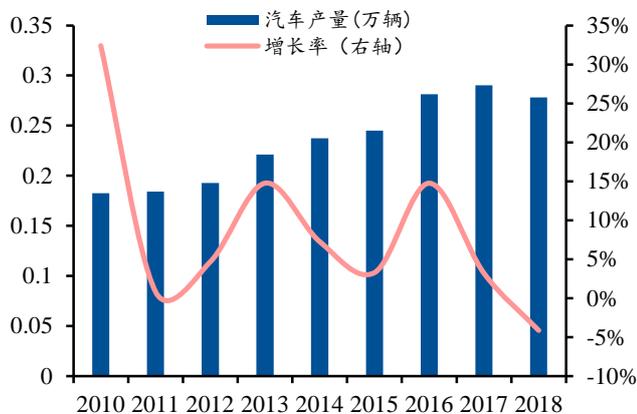
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 10：国内房屋新开工面积



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 11: 国内汽车产量及增速



资料来源: Wind, 民生证券研究院

图 12: 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

(二) 子行业: 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。

表 1: 基础化工子行业 2019H1、2019Q2 营收情况

板块	2018H1 营收 (亿元)	2018Q2 营收 (亿元)	2019H1 营收 (亿元)	2019Q2 营收 (亿元)	H1 营收 增速	Q2 营收 增速
农用化工板块	1517.18	744.19	1504.59	781.68	-0.83%	5.04%
氮肥	550.68	233.39	530.88	275.85	-3.60%	18.19%
钾肥	89.75	60.12	107.38	62.21	19.64%	3.47%
磷肥	80.49	41.99	90.13	46.02	11.98%	9.60%
复合肥	234.44	124.90	184.81	92.82	-21.17%	-25.68%
农药	561.82	283.79	591.39	304.79	5.26%	7.40%
合成纤维及树脂板块	688.39	502.17	420.56	267.10	-38.91%	-46.81%
涤纶	452.45	376.05	102.47	77.44	-77.35%	-79.41%
氨纶	27.08	19.16	25.82	11.71	-4.65%	-38.88%
粘胶	43.41	18.29	45.78	21.84	5.46%	19.41%
锦纶	75.91	39.52	80.50	37.71	6.04%	-4.60%
树脂	89.53	49.14	165.98	118.39	85.39%	140.91%
化学原料板块	2235.02	1231.22	2471.25	1293.76	10.57%	5.08%
纯碱	172.86	93.25	170.01	87.06	-1.65%	-6.63%
氯碱	698.15	401.36	824.11	437.55	18.04%	9.02%
无机盐	51.26	26.53	62.28	30.19	21.51%	13.82%
氟化工	109.16	55.28	125.80	75.31	15.24%	36.24%
有机硅	18.68	9.68	17.13	8.82	-8.34%	-8.96%
磷化工	345.05	193.91	402.48	210.08	16.64%	8.34%

聚氨酯	478.98	257.79	510.10	261.86	6.50%	1.58%
其他化学原料	360.88	193.42	359.34	182.88	-0.43%	-5.45%
化学制品板块	2003.13	1076.49	2248.59	1212.99	12.25%	12.68%
日用化学品	225.86	139.86	235.78	122.53	4.39%	-12.39%
民爆用品	118.42	72.41	435.81	267.21	268.02%	269.02%
涂料油漆	136.44	74.51	151.36	82.12	10.93%	10.21%
印染化学品	292.95	158.39	281.45	137.32	-3.93%	-13.30%
橡胶制品	471.54	249.51	448.39	234.30	-4.91%	-6.09%
塑料制品	353.76	159.51	303.93	160.24	-14.09%	0.46%
其他化学制品	404.16	222.29	391.88	209.27	-3.04%	-5.86%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

2019年上半年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、磷肥、树脂、氯碱、无机盐、氟化工、磷化工、民爆用品、油漆涂料等子行业 H1 整体增幅较大, 均超 10%, 而氮肥、氟化工、民爆等 Q2 单季度营增长显著, 总体显示出化肥、磷化工等子行业的高景气维持; 复合肥、涤纶、有机硅、塑料制品等子板块上半年收入则有所下滑, 其中复合肥、氨纶、日用化学品、印染化学品板块二季度同比下降明显。

归母净利润方面, 合成纤维及树脂和化学制品板块整体增长较为显著, 农用化工、化学原料板块表现较差。从细分板块来讲, 磷肥、粘胶、树脂、有机硅、民爆用品等板块表现亮眼, 在行业景气下行背景下, 仍能维持较高的盈利水平; 而钾肥、复合肥、涤纶、纯碱、氯碱、氟化工、聚氨酯、塑料制品等子板块业绩下滑较多, 主要是受大宗商品价格同比下跌幅度较大影响。

表 2: 基础化工子行业 2019H1、2019Q2 归母净利润情况

板块	2018H1 归母 (亿元)	2018Q2 归母 净利 (亿元)	2019H1 归母 (亿元)	2019Q2 归母 净利 (亿元)	H1 归母净利 增速	Q2 归母净利 增速
农用化工板块	135.71	64.81	92.62	52.97	-31.75%	-18.27%
氮肥	51.52	31.42	25.62	13.45	-50.27%	-57.19%
钾肥	-7.47	-5.58	-1.89	-0.47	-74.64%	-91.50%
磷肥	6.35	3.43	8.08	8.11	27.22%	136.37%
复合肥	13.88	6.51	9.52	4.97	-31.38%	-23.59%
农药	71.43	29.03	51.30	26.92	-28.19%	-7.30%
合成纤维及树脂板块	40.54	33.68	45.50	32.48	12.22%	-3.58%
涤纶	28.36	25.38	7.39	3.47	-73.95%	-86.34%
氨纶	2.86	2.36	3.27	1.74	14.38%	-26.28%
粘胶	0.48	0.37	1.34	0.94	180.64%	155.69%
锦纶	4.04	2.84	3.02	1.05	-25.17%	-62.93%
树脂	4.81	2.74	30.49	25.28	533.53%	821.77%
化学原料板块	220.99	119.83	171.96	90.23	-22.19%	-24.70%
纯碱	21.40	16.04	9.00	4.95	-57.95%	-69.15%
氯碱	50.96	25.48	40.87	20.48	-19.80%	-19.62%

无机盐	4.85	3.01	6.06	3.11	24.96%	3.32%
氟化工	14.44	8.70	12.27	8.10	-15.00%	-6.85%
有机硅	1.16	0.48	1.50	0.80	28.91%	65.68%
磷化工	2.91	1.61	3.34	1.61	14.84%	0.12%
聚氨酯	82.75	41.15	64.93	33.15	-21.54%	-19.44%
其他化学原料	42.51	23.35	33.99	18.02	-20.06%	-22.85%
化学制品板块	171.42	90.73	178.88	105.56	4.35%	16.35%
日用化学品	14.01	4.36	15.70	8.94	12.04%	105.01%
民爆用品	7.99	6.97	27.94	17.77	249.69%	154.96%
涂料油漆	21.56	12.63	21.26	12.11	-1.39%	-4.11%
印染化学品	36.27	18.58	48.17	26.73	32.80%	43.85%
橡胶制品	19.85	10.94	22.27	12.94	12.18%	18.26%
塑料制品	30.30	14.11	7.88	4.93	-73.98%	-65.04%
其他化学制品	41.44	23.15	35.66	22.15	-13.94%	-4.30%

资料来源：Wind，民生证券研究院

总体来看，上半年**农用化工**板块整体业绩下滑，二季度有所回暖，其中磷肥板块表现较好，营收比去年同期增长 11.98%，Q2 同增 9.60%，归母净利润增长 27.22%，Q2 同增 136.37%，主要归因于年初“三磷整治”开启磷肥行业环保供给侧改革使部分企业受益和磷酸一铵上游原料价格下滑；钾肥虽然营收增幅较大，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，粘胶、树脂业绩不同程度增长；锦纶营业收入呈现正增长，但归母净利润有所下降，上半年较上年同期变动分别为 6.04%、-25.17%。**化学原料**板块中，无机盐和磷化工表现优异，上半年营收和归母净利大幅上涨，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业绩持续增长，上半年营收和归母净利同比增长分别 268.02%和 249.69%；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，带动上半年盈利增加。

表 3：2019 年三季度业绩预告披露情况

股票代码	公司	2019 年三季度业绩预告
002585.SZ	双星新材	净利润约 13086 万元~15704 万元,下降 40%~50%
002539.SZ	云图控股	净利润约 16905 万元~21131 万元,增长 20%~50%
002513.SZ	蓝丰生化	净利润约 2200 万元~3000 万元,增长 162.454%~185.1646%
002250.SZ	联化科技	净利润约 27000 万元~32000 万元,增长 1605.4447%~1884.2307%
002748.SZ	世龙实业	净利润约-2000 万元~-1000 万元,下降 129.8073%~159.6146%
002496.SZ	辉丰股份	净利润约-17500 万元~-12000 万元,增长 28.2183%~50.7783%
000731.SZ	四川美丰	净利润约 8000 万元~11000 万元,下降 48.36%~62.45%
002258.SZ	利尔化学	净利润约 16748 万元~29310 万元,下降 30%~60%
000912.SZ	泸天化	净利润约 15000 万元~20000 万元,下降 47.14%~60.35%
002211.SZ	宏达新材	净利润约 0 万元~400 万元,下降 72.66%~100%
002562.SZ	兄弟科技	净利润约 1888 万元~2643 万元,下降 65%~75%
002061.SZ	浙江交科	净利润约 43500 万元~49100 万元,下降 49.55%~55.3%

002092.SZ	中泰化学	净利润约 40000 万元~60000 万元,下降 70.16%~80.11%
002709.SZ	天赐材料	净利润约 7000 万元~10000 万元,下降 78.84%~85.19%
002741.SZ	光华科技	净利润约 3924 万元~7847 万元,下降 40%~70%
300180.SZ	华峰超纤	净利润约 5546 万元~13866 万元,下降 50%~80%
300740.SZ	御家汇	净利润约 96 万元~1096 万元,下降 90.05%~99.13%
002734.SZ	利民股份	净利润约 27039 万元~30043 万元,增长 80%~100%
002409.SZ	雅克科技	净利润约 15200 万元~17000 万元,增长 62.7%~81.97%
002915.SZ	中欣氟材	净利润约 3730 万元~4244 万元,增长 45%~65%
002591.SZ	恒大高新	净利润约 8000 万元~9500 万元,增长 242.29%~306.47%
300200.SZ	高盟新材	净利润约 12336 万元~14136 万元,增长 85.23%~112.26%
300218.SZ	安利股份	净利润约 3910 万元~4000 万元,增长 1093.2%~1120.67%
002226.SZ	江南化工	净利润约 29944 万元~36361 万元,增长 40%~70%
002810.SZ	山东赫达	净利润约 10227 万元~11364 万元,增长 80%~100%
002094.SZ	青岛金王	净利润约 28422 万元~31671 万元,增长 75%~95%
002165.SZ	红宝丽	净利润约 5790 万元~6600 万元,增长 136%~169%
002054.SZ	德美化工	净利润约 6800 万元~8500 万元,增长 95.07%~143.84%
002053.SZ	云南能投	净利润约 21500 万元~23000 万元,增长 176.01%~195.27%
603227.SH	雪峰科技	净利润约 5798 万元~7515 万元,增长 35%~75%
000565.SZ	渝三峡 A	净利润约 6300 万元~7100 万元,增长 39.4%~57.1%

资料来源: Wind, 民生证券研究院

就 2019 年三季度业绩预告披露情况来看, 蓝丰生化、联化科技、利民股份、雅克科技、高盟新材、安利股份、山东赫达、云南能投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。

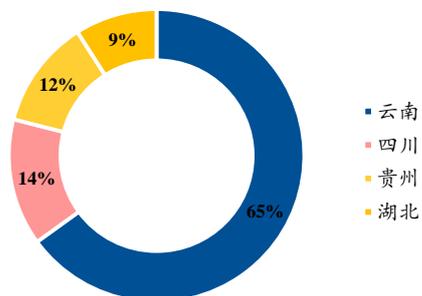
(三) 关注供需格局持续优化的细分行业及产品

1、磷化工：三磷整治，黄磷当先

2019 年 4 月 30 日, 生态环境部印发《长江“三磷”专项排查整治行动实施方案》, 重点解决“三磷”(磷矿、磷化工、磷石膏库)行业中污染重、风险大、严重违法违规等突出生态环境问题。今年将先完成黄磷企业整治, 力争两年时间全面解决长江经济带总磷污染问题。从目前的自查情况来看, 长江流域 692 家“三磷”企业(矿、库)中有 276 家存在生态环境问题, 占比 40%。其中黄磷和含磷农药企业存在问题的比例分别为 42.35%和 34.48%。

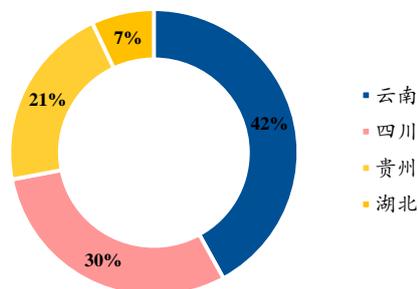
我国黄磷生产主要集中于长江沿岸的云南、贵州、四川、湖北四省, 其中云南占比 50%左右。受供给侧改革叠加环保督察的影响, 黄磷产能由 2015 年的 151.5 万吨降至 2018 年的 142.45 万吨, 供给端明显收缩。生产 1 吨黄磷约消耗 14000 度电, 每年 6-9 月为西南地区丰水期, 电价低廉, 本应是黄磷企业的开工旺季, 但在 7 月 3 日央视《焦点谈栏目》曝光长江上游黄磷厂污染问题后, 滇、黔、川三省黄磷企业停炉检修, 行业开工率降至 50%以下。长期起来看, 随着环保力度加码, 不达标的黄磷企业将加速退出市场, 黄磷供给端有望进一步收缩。

图 13: 黄磷产能分布



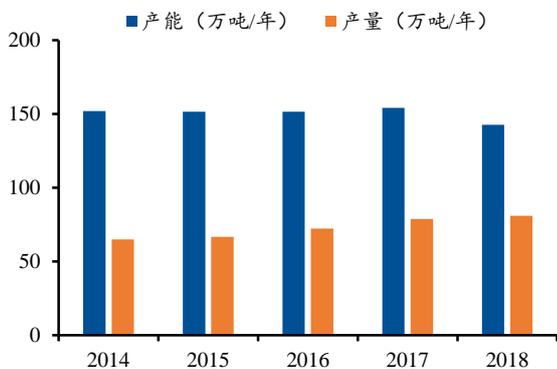
资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图 14: 黄磷产量分布



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图 15: 历年黄磷产能及产量



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图 16: 黄磷企业开工率



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

2017 年以来, 受环保督察及限产政策影响, 原料磷矿石产量缩减, 黄磷供给端收缩导致价格震荡上行。黄磷价格走势具有明显的季节性, 夏季为西南地区丰水期, 电价低廉带动黄磷供给增量致使价格下跌, 今年 7 月黄磷厂污染问题曝光后黄磷价格大幅上涨, 由 15000 元/吨飙升到 24200 元/吨, 涨幅高达 60%, 后由于价格走高抑制下游需求而跌落。

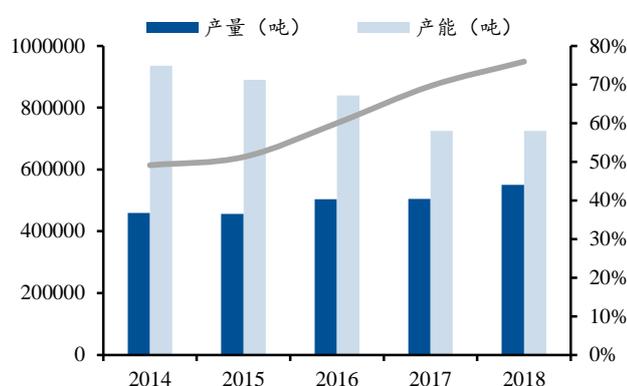
图 17: 黄磷价格走势



资料来源: Wind, 民生证券研究院

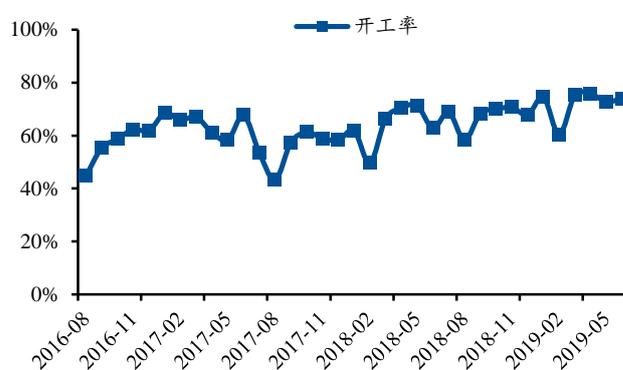
黄磷的下游应用主要是磷酸和三氯化磷，占比分别为 44%和 43%。近年来磷酸产能出现严重过剩的现象，未来或将面临行业整合；三氯化磷主要用于生产草甘膦，草甘膦是目前全球使用范围最广、数量最大的除草剂品种，占据全球 30%的市场份额。供给侧改革及环保高压下，国内草甘膦小产能出清、行业集中度提升，企业开工率由 2015 年的 51%走高至 2018 年的 76%，草甘膦产量逐年递增。我国是草甘膦供应大国，80%产量用于出口，一方面国外百草枯禁产、禁售政策的相继推行为草甘膦带来了增量空间，另一方面转基因作物种植面积持续扩大（年均增长率约为 2%-3%）有利于草甘膦出口量稳定增长，草甘膦产量的增加及出口的增长有助于提振黄磷需求量。

图 18：草甘膦产能、产量及开工率



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 19：草甘膦企业开工率

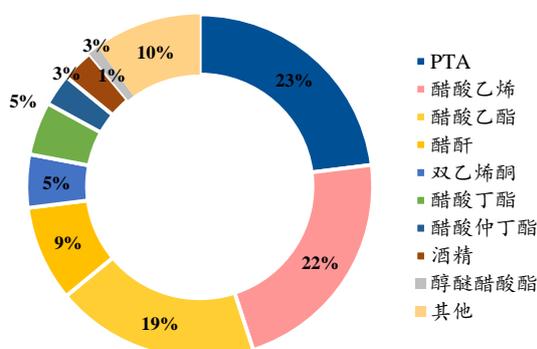


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

2、醋酸：转入中长期上行通道

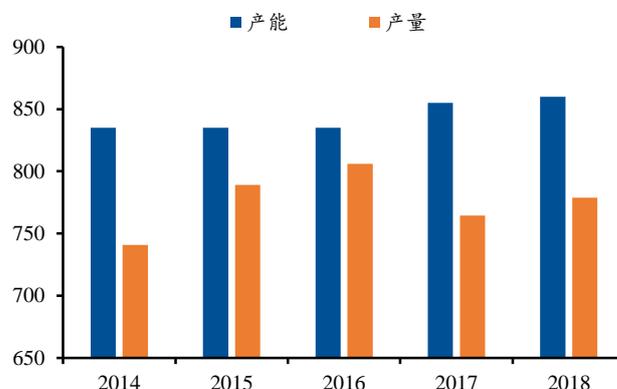
醋酸主要用于生产 PTA、醋酸乙烯、醋酸酯、醋酐等，在化工、轻纺、医药、农药、塑料、橡胶等行业有着十分广泛的用途。我国醋酸生产主要集中于江苏、河南、河北三省，其中江苏产能占比 34.8%，为全国第一醋酸大省。近几年醋酸产能维持在 850 万吨左右，行业整体较为稳定。

图 20：醋酸下游应用



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 21：醋酸产能及产量（万吨/年）



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

表 4：我国醋酸产能分布

地区	产能 (万吨/年)	占比 (%)
江苏	310	34.83%
山东	160	17.98%
河南	110	12.36%
上海	70	7.87%
河北	50	5.62%
安徽	50	5.62%
重庆	40	4.49%
陕西	35	3.93%
天津	35	3.93%
宁夏	30	3.37%
合计	890	100%

资料来源：Wind，民生证券研究院

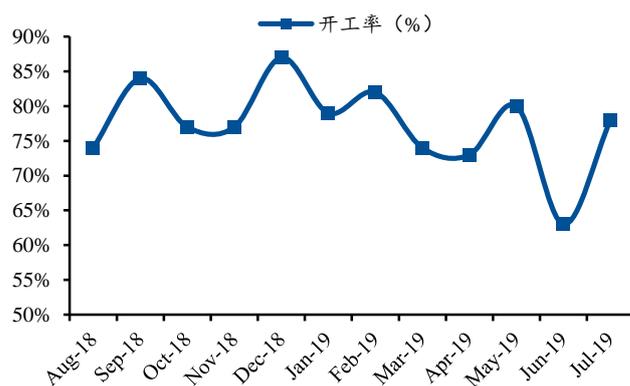
2018 年四季度以来，在原料甲醇价格下跌、下游需求走弱的影响下，醋酸价格开始走弱。进入 2019 年，响水爆炸事件以及随之而来的安全环保大检查导致下游醋酸酯类企业开工率下降，醋酸需求不振，价格继续下跌。5 月下旬，恒力 35 万吨醋酸装置投产，短期供给增多对醋酸市场造成一定冲击。2018 年海外醋酸装置达到寿命周期，频繁检修，而 2019 年海外醋酸装置运行稳定，鲜有事故问题，致使国内出口下降。上述因素作用下，醋酸价格由 2018 年 10 月份的 5250 元/吨降至 2019 年 5 月底的 2450 元/吨。

图 22：甲醇价格走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 23：醋酸行业开工率



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

6 月醋酸企业集中检修，上海华谊 45 万吨装置、安徽华谊 50 万吨装置和江苏索普 80 万吨装置均停车检修，同时塞拉尼斯 120 万吨装置、恒力石化 35 万吨装置低负运行，行业开工率走低至 63%，醋酸价格开始触底反弹。7 月 19 日，河南义马气化厂发生爆炸事件，造成 15 人死亡，数百人受伤，目前公司已全面停产，其中年产 30 万吨醋酸供给缩减。虽然义马气化厂醋酸产能全国占比 3.3%，但由于此前供应面集中检修导致目前醋酸库存处于低位，市场供

给消化库存，此次事件成为醋酸价格上涨的催化剂。

图 24：醋酸价格走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

中长期来看，供给端：恒力 35 万吨醋酸投产后，2020 年前国内无新增产能计划；需求端：2019 年至 2021 年国内 PTA 企业计划放量 2000 万吨以上，若按照单耗 0.04 吨来算，将带来 80 万吨醋酸需求增量，醋酸价格将转入上行通道。

表 5：2019-2021 年国内新增 PTA 产能

企业	地区	新增产能 (万吨/年)	预计投放时间
川化新天府	四川	100	2019 年 3 月
新凤鸣一期	嘉兴	220	2019 年底
恒力石化 4#	大连	250	2019 年底
恒力石化 5#	大连	250	2020 年上半年
虹港石化 2#	连云港	240	2020 年
中金石化	宁波	330	2020 年
海南逸盛 2#	海南	220	2020 年
福建百宏	福建	250	2020-2021 年
台化宁波	宁波	300	2020-2021 年
中泰化学	新疆	120	2020-2021 年
合计	—	2280	—

资料来源：中纤网，民生证券研究院

3、萤石：供给收缩叠加三代制冷剂配额基准年，价格中枢将保持上行

萤石主要成分为氟化钙 (CaF₂)，是氟化工产业链的上游原料，能够提取制备氟元素及各种化合物。2017 年全球萤石储量 2.7 亿吨，其中中国、巴西、墨西哥、蒙古资源最为丰富，全球占比 50% 以上。2017 年中国萤石精粉产量 380 万吨，全球占比 63.3%，为最大萤石生产国。国内萤石资源分布不均，表现为东部、北部多，中部少，东部主要集中在浙江、河南、安徽、江西，北部主要是内蒙古。其中内蒙古、浙江、河南三省产能占全国总产能的 64.4%。

表 6：世界各国萤石经济可采储量及年产量

国家	可经济开采储量(万吨)	年产量(万吨)	产量占比(%)
中国	4100	380	63.3%
巴西	4100	2.4	0.4%
墨西哥	3200	99	16.5%
蒙古	2200	20	3.3%
西班牙	600	13	2.2%
肯尼亚	500	4.3	0.7%
越南	500	20	3.3%
英国	400	1.3	0.2%
其他	11400	60	10%
合计	27000	600	100%

资料来源：USGS，民生证券研究院

表 7：我国萤石产能分布

省份	可经济开采储量(万吨)	产能占比(%)
内蒙古	30	24.3%
河南	28.5	23.1%
浙江	21	17.0%
安徽	10	8.1%
江西	10	8.1%
河北	6	4.9%
广东	6	4.9%
贵州	4	3.2%
广西	3	2.4%
湖北	3	2.4%
湖南	2	1.6%
合计	123.5	100%

资料来源：USGS，民生证券研究院

萤石行业具有“小、散、乱”的特点，小企业众多且存在违规生产现象，为保护萤石资源、规范行业发展，国家陆续出台了一系列萤石行业整合升级的政策。2016 年国家将萤石列入“战略性新兴产业目录”；2019 年 1 月工业和信息化部发布《萤石行业规范条件（征求意见稿）》，要求新建萤石开采项目采矿量不低于 5 万吨/年，扩建项目采矿量不低于 2 万吨/年。

表 8：国内萤石政策梳理

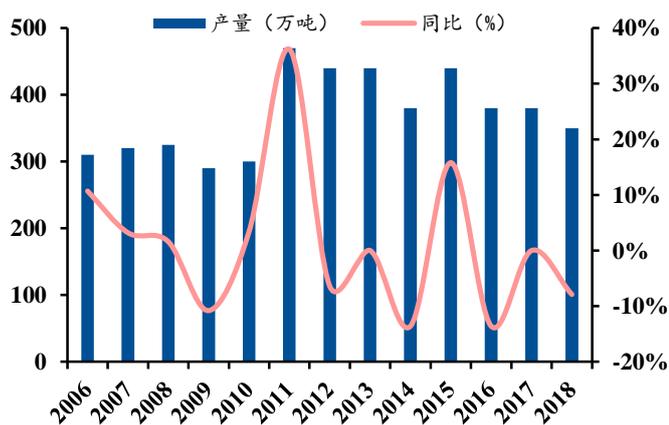
发布时间	发布部门	文件名称	主要内容
2010 年 1 月	国务院办公厅	《国务院办公厅关于采取综合措施对耐火黏土萤石的开采和生产进行控制的通知》国办发（2010）1 号	实行开采和生产总量限制、严格控制新增开采产能等措施
2010 年 2 月	工信部等七部委	《萤石行业准入标准》公告（工联原（2010）87 号）	对萤石企业的生产布局条件、生产规模和工艺与装备等方面做了规定
2010 年 5 月	国土资源部	《2010 年高铝黏土矿萤石矿开采总量控制指标的通知》	对萤石矿实行开采总量控制管理，今后原则上不再受理新的萤石矿的勘查、开采登记申请
2010 年 6 月	财政部、国家税务总局	《关于调整耐火黏土和萤石资源税适用税额标准的通知》	自 2010 年 6 月 1 日起，两部委将萤石资源税由原来的 3 元/吨调整为 20 元/吨

2011年5月	国土资源部	《关于下达2011年高铝黏土和萤石矿开采总量控制指标的通知》	公布企业年均处理量约为75.3万吨（按全年生产300d计算）
2011年9月	工信部	《耐火黏土（高铝黏土）萤石行业准入公告管理暂行办法》	省级工业主管部门负责本地区萤石生产经营企业准入公告申请的受理、审核和推荐工作，监督检查准入条件保持情况，工信部对符合准入标准的企业进行公告并实行动态管理
2012年10月	工业和信息化部	《萤石行业准入标准》生产线名单（第一批）	入选10家符合准入标准的企业
2013年6月	工业和信息化部	《萤石行业准入标准》生产线名单（第二批）	入选14家符合准入标准的企业
2016年7月	财政部、国家税务总局、浙江省财政厅	《关于全面推进资源税改革的通知》（财税[2016]53号）、《关于明确有关资源税品目适用税率的通知》（浙财税政[2016]15号）	全国实施矿产资源税从价计征改革，浙江省对萤石矿从价计征3.5%
2016年11月	自然资源部	《全国矿产资源规划（2016-2020年）》	将萤石列入“战略性矿产目录”
2017年4月	工业和信息化部	《萤石行业准入标准》生产线名单（第三批）	入选13家符合准入标准的企业
2019年1月	工业和信息化部	《萤石行业规范条件（征求意见稿）》	提高萤石行业产业集中度，规定新建、扩产项目的最低矿石开采能力

资料来源：国务院办公厅、财政部、商务部、国家税务总局、国土资源部等官网，民生证券研究院

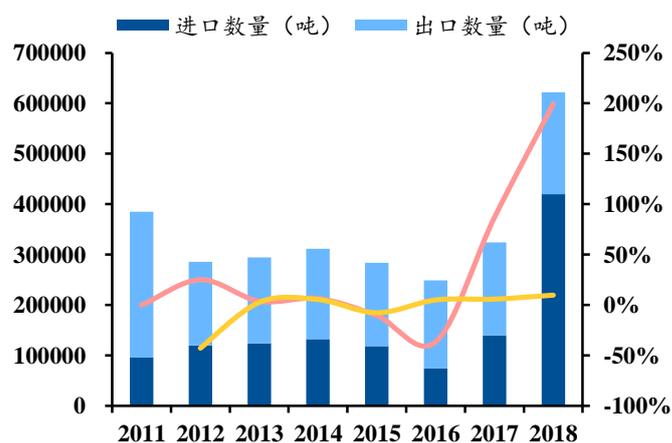
萤石选矿过程中易产生有害气体、固体废物，造成水体污染、粉尘污染等环境问题，是安全环保检查的重点对象。近几年，环保高压下部分落后小产能逐渐退出市场，萤石供给端收缩，2018年我国萤石产量350万吨，同比下降7.9%。2018年国内萤石进口量41.98万吨，同增200%，首次超过出口量，反映出国内供给不足。今年以来“2.23”西乌旗银漫矿难事故，以及4.30安徽广德生产企业大面积停车事件导致萤石供给偏紧。预计2019年萤石产量约300万吨，将减少15%以上，国内供应持续紧缩。

图 25：我国萤石产量及增速



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

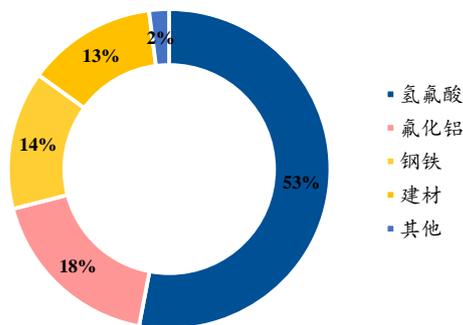
图 26：萤石进出口量及增速



资料来源：wind，民生证券研究院

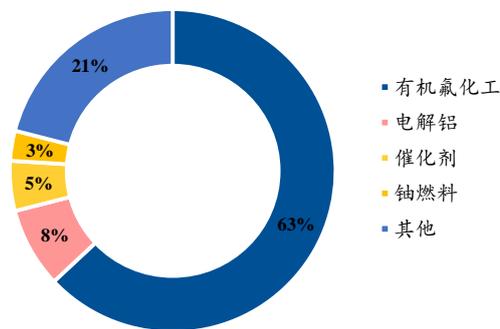
萤石的主要下游应用为氢氟酸，在萤石需求中占比高达53%，氢氟酸主要用于有机氟化工产品的生产中，占比约为63%，其中又以制冷剂生产为主。目前全球二代制冷剂R22处于淘汰进程中，发达国家将于2020年削减99.5%二代制冷剂消费量，包括我国在内的发展中国家2015年开始逐步削减R22，2030年累计削减97.5%。随着二代制冷剂的逐步淘汰，三代制冷剂的替代作用将凸显。

图 27: 萤石下游应用



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图 28: 氢氟酸下游应用



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

表 9: 全球二代制冷剂削减进程

时间	发达国家削减量	发展中国家削减量
基线	1989 年平均 HCFC 消费量+2.8% CFC 消费量	2009-2010 年 HCFCs 生产量与消费量的均值
1996	冻结到基线	
2013		冻结到基线
2010	-75%	
2015	-90%	-10%
2020	-99.5%	-35%
2025		-67.5%
2030		-97.5%
2020-2030	允许保留 0.5% 作为必要维修用途	
2030-2040		允许保留 2.5% 作为必要维修用途

资料来源: 《蒙特利尔议定书》第 19 次缔约方会议, 民生证券研究院

三代制冷剂 HFCs 类产品主要包括 R134a、R125、R32、R410a (R125 和 R32 以 1:1 混配) 等。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。2019、2020 年国内三代制冷剂将扩产 36.7 万吨, 对应氢氟酸需求增长 30 万吨, 萤石需求增长 120 万吨。且发达国家今明两年分别有削减 HFCs 产能计划, 发达国家第一集团今年会削减 10%, 发达国家第二集团明年将削减 5%, HFCs 出口有望增加, 并带动萤石需求增量。

表 10: 三代制冷剂产量、产能及扩产情况

制冷剂	目前产量 (万吨)	目前产能 (万吨)	2019 扩产 (万吨)	2020 扩产 (万吨)
R32	18	28.2	13	9
R134a	14.5	23.5	3	4
R125	14	22.8	0	7.7
合计	46.5	74.5	16	20.7

资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

表 11: 全球三代制冷剂削减进程

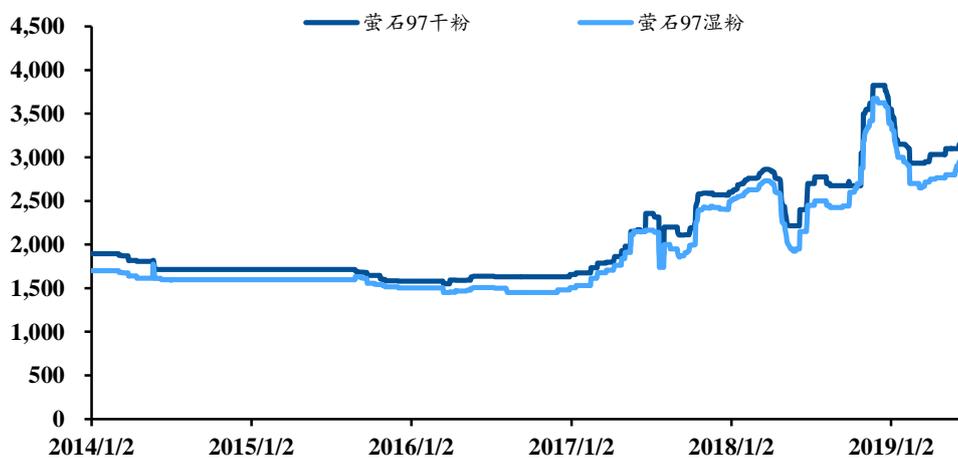
时间	发达国家第一集团	发达国家第二集团	发展中国家第一集团	发展中国家第二集团
基线	2011-2013 年平均 GWP 值+15% HCFC	2011-2013 年平均 GWP 值+25% HCFC	2020-2022 年平均 GWP 值+65% HCFC	2024-2026 年平均 GWP 值+65% HCFC

2019	-10%		
2020		-5%	
2024	-40%		冻结到基线
2025		-35%	
2029	-70%	-70%	-10%
2032			-10%
2034	-80%	-80%	
2035			-30%
2036	-85%	-85%	
2037			-20%
2040			-50%
2042			-30%
2045			-80%
2047			-85%

资料来源：《蒙特利尔议定书》基加利修正案，民生证券研究院

萤石价格波动表现为季节性，北方冬季寒冷，内蒙古等地萤石企业基本处于停产状态开工率走低，供给减少，价格走高。环保高压影响下萤石粉价格中枢自 2017 年开始上移，2018 年达到历史高点 3800 元/吨。供给端不断收缩，下游需求稳定增长，预计萤石价格中枢将保持上行趋势。

图 29：萤石价格走势

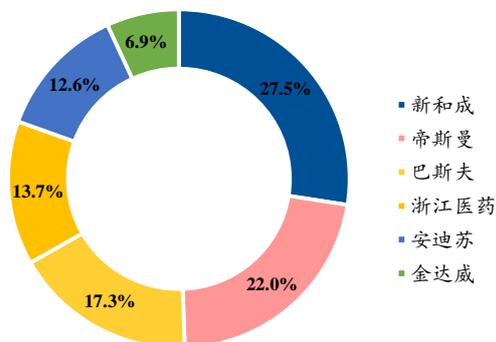


资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

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

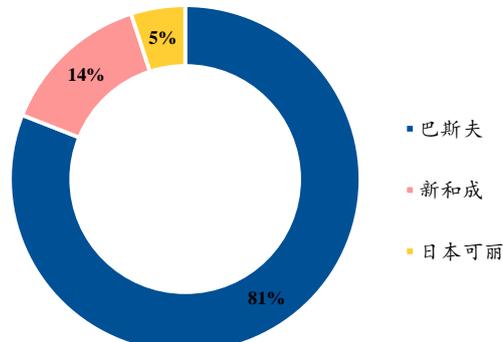
维生素 A 生产工艺复杂，技术壁垒高，行业进入难度大。目前全球共有 6 家 VA 生产商，国外三家分别是帝斯曼 (DSM)、巴斯夫 (BASF)、安迪苏 (Adisseo)；国内有新和成、浙江医药、金达威。由于维生素 A 供给集中度高，全球产能及产量增加主要依靠巨头企业扩产实现，未来三年除巴斯夫计划 2020Q3 新增产能 1500 吨/年，其余寡头企业均无扩产计划，行业格局相对稳定。

图 30: VA 全球产能格局



资料来源：百川盈孚，民生证券研究院

图 31: 柠檬醛全球产能格局



资料来源：Wind，民生证券研究院

柠檬醛是 VA 的上游中间体，柠檬醛供应是否充足对 VA 生产至关重要。2017 年 10 月 31 日，BASF 于德国路德维希港的柠檬醛工厂发生火灾事故导致工厂停产。BASF 作为全球最大的柠檬醛供应商，全球产能占比 81%。柠檬醛供给不足使 VA 供给端缩减，叠加下游产品生产长周期，VA 价格大幅上涨，由 170 元/吨涨至 1425 元/吨，价格翻涨 8 倍。2019 年 4 月中旬，DSM 瑞士工厂因废水处理的菌种被污染而停产 2-3 个月，期间 VA 产品停报停签。6 月中旬 BASF 因德国工厂 A1000 及 AD3 设备出现故障，VA 停报停签预计持续至 10 月。DSM 和 BASF 作为市占率较大的全球两大 VA 生产商，今年以来两家公司的两起事故使 VA 供给端大为缩减，将对 VA 价格形成强支撑。

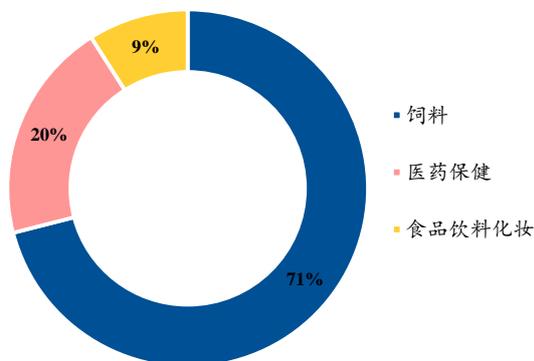
图 32: 维生素 A 价格走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

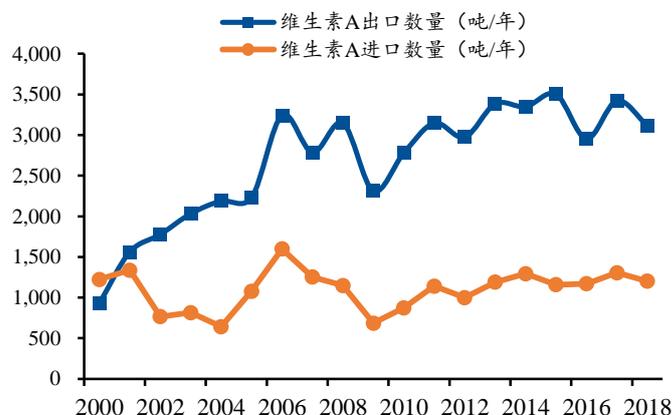
维生素 A 主要用于下游饲料生产中，下游产业应用占比约为 71%。2018 年 8 月，我国辽宁发现第一起非洲猪瘟（ASF）病例，ASF 具有发病时间短、死亡率高的特点。目前国内非洲猪瘟肆虐已有一年时间，对国内猪养殖业造成了严重影响，并导致国内猪饲料需求量减少。但是长期来看，饲料作为刚需品，其需求仍会稳定增长，且我国饲料生产以出口为主，近年来我国维生素出口量一直保持稳定增长，非洲猪瘟对维生素需求影响有限。

图 33: VA 下游应用



资料来源: 百川盈孚, 民生证券研究院

图 34: VA 进出口量



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益曼特, 8 月 29 日公告益曼特已完成工商登记, 后期会对相关设施停产升级, 供给收缩或驱动 VE 价格进一步上移。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, 必将提升行业集中度, 重塑行业格局。

虽然非洲猪瘟对猪饲料需求造成一定影响, 但长期来看饲料作为刚需品需求并不会会有大幅缩减。且国内非洲猪瘟肆虐已经一年有余, 养殖人的心态由恐慌归于平静, 在高利润的刺激下部分复养意愿正在逐步复苏, 或将带动饲料需求量增长。叠加国内趋严的安全环保检查, 行业供给有望收缩, VE 价格或将触底反弹。

图 35: 维生素 E 价格走势



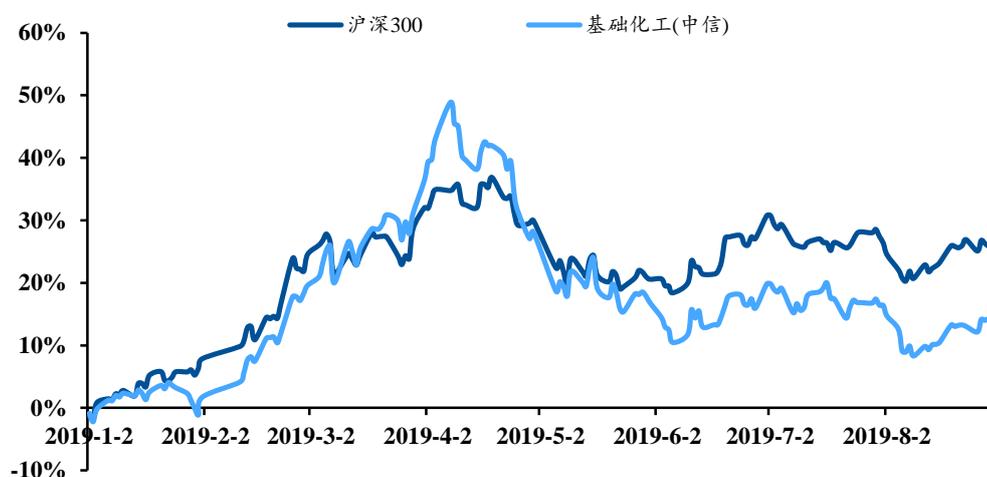
资料来源: Wind, 民生证券研究院

二、市场分析：涨幅落后大盘，估值仍处底部

（一）化学原料涨幅居前，农用化工表现较弱

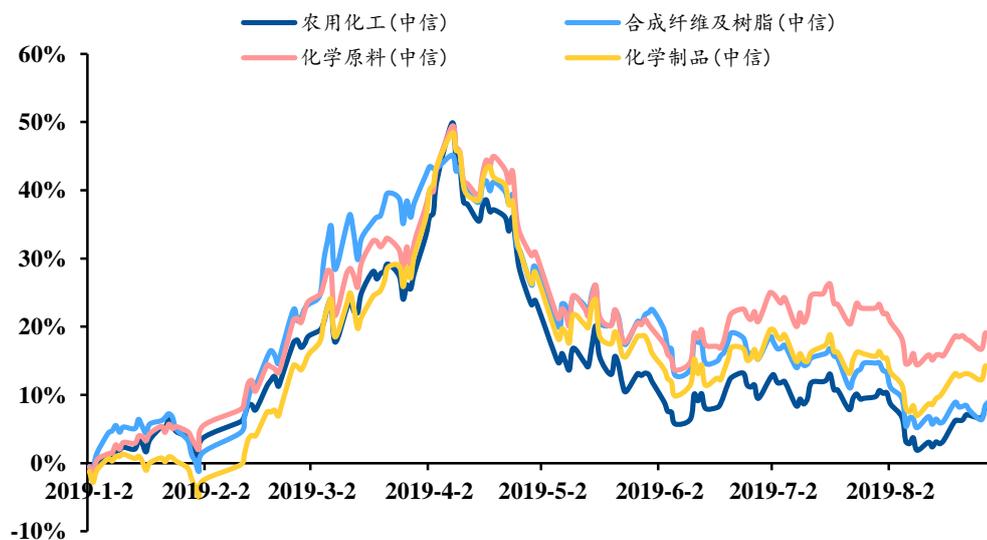
整体来看，中信基础化工指数与沪深 300 指数走势基本保持一致，2019 年初至今，中信基础化工板块涨幅为 12.35%，跑输沪深 300 指数 10.18 个百分点，在 29 个中信一级行业中位列第 18 位，排名靠后。二级板块中，化学原料涨幅居前，年初至今整体上涨 16.45%，农用化工表现则相对较弱。

图 36：基础化工指数与沪深 300 指数走势比较



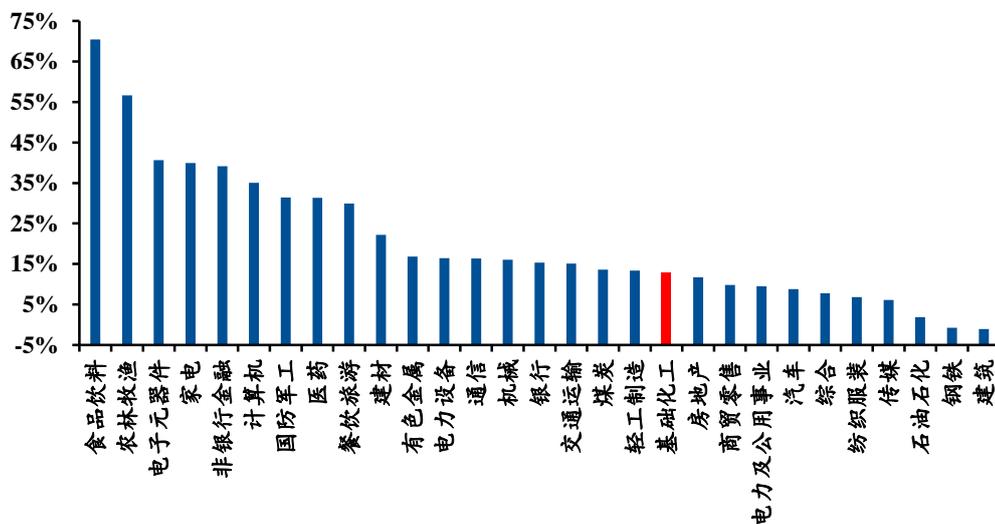
资料来源：Wind，民生证券研究院

图 37：二级板块指数走势



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 38: CS 基础化工行业及其他行业年初至今涨跌幅 (截至 2019 年 8 月 31 日)



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、宏和科技、百傲化学、三棵树表现亮眼,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 12: 2019 年基础化工板块个股涨跌幅 (截至 2019 年 8 月 31 日)

涨幅前 20 名			跌幅前 20 名		
股票代码	公司	涨跌幅 (%)	股票代码	公司	涨跌幅 (%)
300777.SZ	中简科技	361.28	002450.SZ	*ST 康得	-53.93
603256.SH	宏和科技	205.64	002470.SZ	金正大	-49.68
603360.SH	百傲化学	167.49	002061.SZ	浙江交科	-48.29
603737.SH	三棵树	135.67	300072.SZ	三聚环保	-35.95
002395.SZ	双象股份	108.23	600989.SH	宝丰能源	-35.10
300285.SZ	国瓷材料	103.58	603217.SH	元利科技	-33.59
002274.SZ	华昌化工	96.36	002442.SZ	龙星化工	-32.28
002783.SZ	凯龙股份	89.60	002319.SZ	乐通股份	-31.79
300387.SZ	富邦股份	87.44	002741.SZ	光华科技	-30.58
603605.SH	珀莱雅	83.25	300740.SZ	御家汇	-29.06
002683.SZ	宏大爆破	76.37	600230.SH	沧州大化	-24.66
603519.SH	立霸股份	74.37	300429.SZ	强力新材	-24.03
603681.SH	永冠新材	74.31	000408.SZ	藏格控股	-22.99
300537.SZ	广信材料	69.98	600423.SH	*ST 柳化	-22.25
600078.SH	澄星股份	69.83	300727.SZ	润禾材料	-21.93
603983.SH	丸美股份	68.73	002584.SZ	西陇科学	-21.56
600309.SH	万华化学	68.11	600277.SH	亿利洁能	-21.42
300174.SZ	元力股份	62.50	603810.SH	ST 丰山	-21.37

300699.SZ	光威复材	62.13	002411.SZ	延安必康	-21.25
300538.SZ	同益股份	62.11	600228.SH	ST昌九	-20.97

资料来源：Wind，民生证券研究院

（二）估值处于底部区域，仍具修复空间

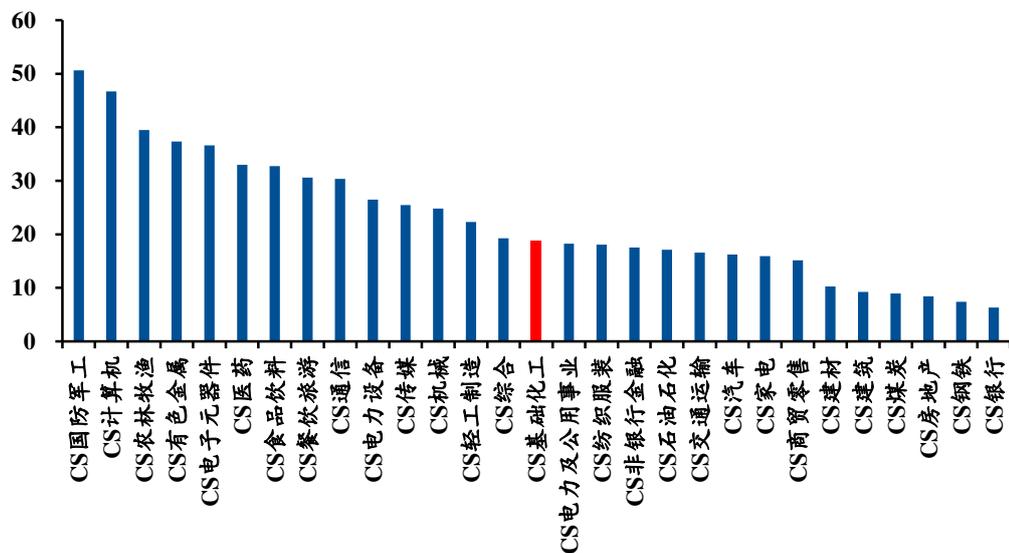
从估值角度来看，截至2019年8月31日，CS基础化工板块市盈率（TTM，整体法）为18.67倍，低于板块均值49.68倍，处于近五年来历史底部。行业比较而言，基础化工与其他行业相比处于中下游位置，排名第15位，估值仍具修复空间。

图 39：CS 基础化工历史估值情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图 40：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

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、华鲁恒升、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、华鲁恒升：煤化工龙头企业，50 万吨乙二醇贡献增量产能

技术先进、“一头多线”柔性多联产模式优势明显。公司现有三套先进的水煤浆气化平台，氨醇产能 320 万吨，目前主要产能包括尿素 220 万吨/年、醋酸 60 万吨/年、55 万吨/年乙二醇、DMF 25 万吨/年、混甲胺 20 万吨/年、20 万吨/年多元醇、己二酸 16 万吨/年等。公司先进的水煤浆气化平台以烟煤为原料，能耗及环保优势显著；公司“一头多线”的协同联产体系，可根据市场变化及时调整产品结构，提高了抵御市场风险的能力，同时提升了公司整体的盈利水平。

50 万吨煤制乙二醇投产，成本优势显著。公司 50 万吨/年乙二醇项目于 2018 年 3 季度投产，该项目总投资 26 亿左右，相较于之前 5 万吨示范项目单吨投资大幅降低，得益于公司现金的水煤浆气化平台，公司乙二醇相较于国内同类项目，成本有 500~1000 元/吨的优势。按照 1000 元/吨净利测算，50 万吨/年乙二醇项目稳产后，每年可为公司带来 5 亿元净利润。

醋酸盈利能力强，业绩弹性大。受益于出口需求增加以及 PTA 行业景气度回升、2020 年以前是醋酸产能释放空窗期，我们持续看好醋酸行业供给格局的改善。公司现有醋酸产能 60 万吨，完全成本在 1800 元/吨一下，按照目前价格，盈利水平仍然强劲。公司业绩对醋酸价格有较大弹性，根据我们的估值模型，醋酸价格上涨 1000 元/吨，公司 EPS 增厚约 0.23 元。

3、龙蟒佰利：钛白粉稳中向好，新建并购打造多个增长极

公司钛白粉整体稳定，矿产品毛利大幅提升；提价彰显钛白粉稳中向好。上半年公司合计销售钛白粉 30.74 万吨，同比增长 2.26%；毛利率 42.99%，同比小幅下滑 2 个百分点的主因是产品价格较去年同期略有下滑。报告期公司采选铁精矿 177.34 万吨，小幅增长 2.47%，得益于公司调整销售策略、深加工产品增加以及铁矿石价格大幅上涨等举措、因素，公司矿产品毛利率同比大幅提升 11 个百分点至 52%，成为公司业绩保持相对稳定的重要因素。公司近期

发布提价公告，自 8 月 15 日起，公司各型号钛白粉销售价格在原价基础上对国内各类客户上调 500 元人民币/吨，对国际各类客户上调 50 美元/吨。我们判断，国际上氯化法所需原料高钛渣供给紧张局面难有改观，国内硫酸法产能整体收缩，钛白粉供需格局整体良好，钛白粉价格有望维持稳中向好格局。

20 万吨氯化法等多个项目逐步投产，钛全产业链运营成为新的业绩增长点。 报告期公司新建 20 万吨氯化法钛白粉项目实现投产试运行，目前公司钛白粉产能 95 万吨（含在建），国内市占率接近 30%。公司正在建设的 3 万吨高端钛合金项目、50 万吨攀西钛精矿升级转化氯化钛渣项目将于 2020~2021 年逐步进入投产期，钛全产业链运营在加强公司综合竞争优势的同时，也将成为公司新的业绩增长点。

战略收购新立钛业，产业链延伸再下一城；打造东南亚地区桥头堡。 报告期公司完成对新立钛业 98.39% 股权的并购。新立现有 6 万吨氯化法、1 万吨海绵钛、8 万吨高钛渣生产线。通过本次并购，公司新增海绵钛产能；新立地处云南楚雄州，未来有望成为公司进军东南亚地区的桥头堡及重要的战略增长极。

预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.31, 1.71, 2.10 元，对应 PE 为 10.4X、7.9X、6.4X，公司成长性良好，估值显著低于参考申万一级化工行业动态 PE 约 16 倍的估值水平，维持“推荐”评级。

风险提示：钛白粉价格出现超预期波动；公司新建项目推进不及预期。

4、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，且发达国家今明年分别有削减的 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、14 倍、11 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，建议持续关注确定性受益的农药板块，推荐**扬农化工、利民股份**等。

1、扬农化工：业绩增长稳健，长期发展动力十足

业绩符合预期，麦草畏需求疲弱致营收微降。公司 2019H1 实现营收 28.94 亿元，同减 6.49%，归母净利润 6.27 亿元，同增 11.46%；其中 Q2 单季实现营收 13.34 亿元，归母净利润 3.00 亿元，环比小幅下滑；综合毛利率 34.79%，较去年同期提升 3.6 个百分点。在中美贸易摩擦升级、国内供给侧改革持续深入、江苏重大安全事故后安全环保监管趋严等多重因素的叠加影响下，业绩仍保持稳健增长，基本符合预期。就具体品种来看，上半年杀虫剂实现销量 0.79 万吨，同增 8.56%，均价 23.08 万元/吨，同增 11.87%，公司抓住了菊酯主要品种短时期内供应紧张、量价齐升的有利契机，持续保持了良好的经济效益；除草剂实现销量 2.08 万吨，均价 3.08 万元/吨，同比均有不同程度的下滑，主要是受麦草畏需求低迷，销售依旧弱势的影响。整体而言，菊酯产品均价提升带来的业绩增量可对冲麦草畏销量下滑造成的利润缩减，未来全球市场的推广将带动产品需求回暖，公司盈利能力有望保持稳定。

菊酯景气有望延续，看好麦草畏长期需求。2019 年以来，由于上游贵亭酸甲酯、功夫酸等中间体市场货源有所增加，菊酯产品价格整体出现回调，当前功夫菊酯市场报价 30 万元/吨，较年初下滑近 20%；联苯菊酯出口为主，受印度方面冲击报价降至 34 万元/吨；氟氰菊酯原药库存减少，价格在 10.5 万元/吨左右。然而随着国内安全环保监管趋紧，省内不达标企业及园区陆续关停，菊酯供给端存在优化潜力，价格有望逐步回暖，公司具备菊酯原药及关键中

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，随着草甘膦抗性问题的日益凸显，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/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯、200吨/年羟吡啶酯农药项目，总投资4.3亿，预计实现年均营收10.23亿元。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3.46、4.05和4.56元，对应PE为16、14和12倍，参考SW农药板块当前21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：业绩翻番超预期，携手威远迎增长

主营产品量价齐升，业绩持续超预期。公司2019H1实现营收10.88亿元，同增52.65%，归母净利润1.99亿元，同增92.98%；其中Q2单季实现营收6.91亿元，归母净利润1.16亿元，环比大幅提升；综合毛利率27.59%，较去年同期下滑0.9个百分点。公司业绩翻番，实现超预期增长，主要原因在于：（1）本部主要杀菌剂代森锰锌、硝磺草酮及乙磷铝等品种较去年同期收入增长，双吉去年受部分因素影响导致业绩异常下滑，今年通过调整销售策略等方式实现反弹。（2）在供给受限、需求旺盛背景下，百菌清景气不减，价格持续高位，2019H1百菌清均价在5.5-6万元/吨，同比大幅提升，同时公司参股的新河公司新增1万吨百菌清产能于2018Q4建成后逐步放量、快速达产，产品量价齐升助力业绩增长显著。（3）威远6月底完成交割，5月31日开始确认收入，对公司业绩增厚明显。

在建产能稳步推进，新项目打开成长空间。公司1万吨代森锰锌新产能已于上半年完成，下半年进行调试，定位代森高端产品市场；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吨吡唑醚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今年建设完毕。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。

并购协同效应显现，业绩增厚可期。公司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，布局以阿维菌素、草铵膦等为首的明星品种，进一步丰富了杀虫剂、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。公司收购威远后将在采购、技术、渠道等产生协同效应，也有利于威远快速打破产能瓶颈，贡献可观利润增量。

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 1.33、1.78、2.16 元，对应 PE 分别为 12X、9X、7X，参考 SW 农药板块平均 21 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。

（三）消费、新材料板块估值已具备吸引力

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，所处行业处在高速成长期，将充分受益需求爆发带来的巨大市场容量，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，建议关注**新和成、国瓷材料、蓝晓科技、万润股份**等。

1、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。

2、国瓷材料：扣非业绩增长超五成，三板块成长动力强劲

非经常性损益同比下滑，扣非业绩符合预期。报告期内，公司非经常性损益金额预计 670 万元，主要为政府补贴，2018H1 非经常性损益金额为 1.24 亿元，主要为公司收购深圳爱尔创产生的投资收益，排除非经常性项目影响，公司电子材料和生物医疗材料以及催化材料等相关业务发展良好，营业收入和利润同比均有所增加，预计实现扣非归母净利 2.34 亿元-2.46 亿元，同增 50%-58%。当前，公司正逐步打造新材料产业化平台，MLCC 粉持续放量，蜂窝陶瓷、氧化锆业务将成为未来业绩增长最大亮点。

国六标准推行叠加进口替代，蜂窝陶瓷市场空间广阔。受益于国六标准和进口替代进程加速，国产蜂窝陶瓷需求进一步加大，未来国六全面推行后，国内市场空间有望翻倍。公司收购王子制陶切入蜂窝陶瓷领域，目前东营新建的两条生产线自动化程度较高，产品各项指标居于国内领先地位，有望不断缩小国产蜂窝陶瓷与康宁、NGK 等国际企业的差距，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。

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。加快在智能穿戴及电子消费品领域的应用，成功进入华为、苹果、三星供应链体系；收购爱尔创，进入快速发展的口腔医疗市场，打通“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。

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，产能已扩至 10000 吨/年，与去年同期相比产销量大幅增长，后期在汽车电容和陶瓷滤波器/谐振器方面仍有扩产计划，MLCC 量价齐升为内生增长提供了重要支撑。

预计公司 2019-2021 年每股收益 0.64、0.79 和 0.96 元，对应 PE 为 29、24 和 19 倍，参考精细化工板块当前历史平均 33 倍 PE 水平，考虑 MLCC 配方粉涨价有望提供业绩弹性，氧化锆、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、蓝晓科技：提锂海外迎突破，种子式发展增长动力足

系统装置营收大幅增长；专用树脂营收、毛利双升彰显核心竞争力。报告期，公司整体净利率提近 5 个百分点至 25.6%。以盐湖提锂为代表的系统装置对应营收 2.6 亿，同比大幅增长 488%，是公司大幅增长主因；同时代表公司核心技术的专用树脂营收 2.86 亿，同比增长 20%，且毛利率大幅提升 8 个百分点至 47%，表明公司在医药、生命科学等附加值高的高端应用领域营收占比在不断提升，突显公司研发、技术优势。报告期公司经现净额为-6195.9 万元，

主要系实施锦泰项目支付贷款增加所致,预计未来锦泰项目的投运将为公司带有源源不断的现金流入。报告期公司资产负债率 49.7%,同比小幅增加。

盐湖提锂海外市场拓展迎突破,持续推进种子式发展不断拓宽发展空间。公司盐湖提锂技术和市场拓展已覆盖低、中、高品位盐湖,在盐湖资源丰富的南美洲市场,已向国外客户提供包括卤水实验,工艺设计,中试以及大型技术方案设计等十几家;在美国等北美区域,已成功开发大型盐湖客户,获得数百万元人民币中试订单,未来有望获得后续大型订单。公司持续推进种子式发展,在镍、钴、铼等金属领域;在西药分离纯化材料、固相合成品系、生命可续色谱材料等生物医药板块;在 VOCs 气体脱除、煤化工尾水深度处理等环保化工板块,公司梯度培育、持续推新,源源不断的为公司发展提供新的业绩增长点。

新产能释放保障需求高增长;取得危废经营资质成为全产业链服务商。目前 2.5 万吨的高陵项目已进入试生产,1.5 万吨的蒲场项目也进入试水阶段。新的生产基地建成后,公司将拥有行业最全的生产线品类,覆盖吸附分离材料全部的主要生产工艺。鹤壁蓝赛取得 10 万吨树脂资源化经营许可资质,标志着成为国内行业唯一的树脂研发、生产、销售和使用后树脂回收资源再利用的全产业链服务商,提升了公司综合竞争优势。

预计公司 2019~2021 年 EPS 分别为 1.37、1.67、2.17 元,对应 PE 分别为 23、19、14 倍,考虑公司历史 PE (TTM) 最低水平在 32 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。

4、万润股份:业绩符合预期,沸石与 OLED 双驱动助成长

业绩稳步增长,销售毛利提升。公司 2019H1 实现营收 12.93 亿元,同增 1.18%,归母净利润 2.31 亿元,同增 19.63%;其中 Q2 单季实现营收 6.31 亿元,归母净利润 1.30 亿元,环比几乎持平;综合毛利率 42.14%,较去年同期提升 5.09 个百分点。公司业绩增长稳健,略超市场预期,主要原因在于:1) 国际油价下行导致基础化工原料价格下降,生产成本降低;2) 高毛利率产品占比逐步增加,产品结构不断优化;3) 受人民币贬值影响,本期产生的汇兑收益同比减少。

国六推行,沸石有望实现放量式发展。国六标准下,柴油机 SCR 将由钒基催化剂转为沸石催化剂,带来沸石需求的纯增量。公司现有沸石分子筛产能 3350 吨/年,并且沸石系列环保材料二期扩建项目第三个车间处于建设期,将于今年年底投产,预计年底总产能将增加至 5850 吨。此外,公司启动沸石系列环保材料扩产项目,项目完成后,将新增 7000 吨沸石产能,其中 4000 吨为 ZB 系列沸石,3000 吨为 MA 系列沸石,环保材料产能的不断释放将支撑公司业绩持续增长。

OLED 材料国内领先企业,未来高增长可期。公司作为 OLED 领域国内领先企业,目前进入了全球 80% 厂商的认证体系,主要产品包括 OLED 单体与 OLED 中间体,由万润母公司、子公司九目化学和三月光电共同打造。九目化学主要从事 OLED 发光材料中间体研发和生产,万润股份和子公司三月光电集中成品材料的研发。随着三星、华为等品牌推出可折叠手机,松

下、索尼等推出 OLED 电视，OLED 材料需求有望迎来爆发。同时公司已有自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商进行放量验证且进展顺利，有望实现盈利快速增长。

预计公司 2019-2021 年 EPS 为 0.58 元、0.70 元、0.86 元，对应 PE 分别为 20 倍、17 倍、14 倍。参考 SW 其他化学制品板块当前平均 23 倍 PE 水平，首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：汇率变动风险；原材料价格大幅波动；项目投产不及预期。

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 H1 营收、归母净利润	3
图 2: 基础化工板块上市公司 H1 销售毛利率、净利率	3
图 3: 基础化工板块上市公司 Q2 营收、归母净利润	3
图 4: 基础化工板块上市公司 H1 三费占比	3
图 5: 2019H1 营收增幅公司数量分布	4
图 6: 2019H1 归母净利润增幅公司数量分布	4
图 7: 全球原油期货价格走势 (美元/桶)	4
图 8: 中国煤炭价格指数	4
图 9: 固定资产投资增速	5
图 10: 国内房屋新开工面积	5
图 11: 国内汽车产量及增速	6
图 12: 国内服装鞋帽针纺织品类零售增速	6
图 13: 黄磷产能分布	10
图 14: 黄磷产量分布	10
图 15: 历年黄磷产能及产量	10
图 16: 黄磷企业开工率	10
图 17: 黄磷价格走势	10
图 18: 草甘膦产能、产量及开工率	11
图 19: 草甘膦企业开工率	11
图 20: 醋酸下游应用	11
图 21: 醋酸产能及产量 (万吨/年)	11
图 22: 甲醇价格走势	12
图 23: 醋酸行业开工率	12
图 24: 醋酸价格走势	13
图 25: 我国萤石产量及增速	15
图 26: 萤石进出口量及增速	15
图 27: 萤石下游应用	16
图 28: 氢氟酸下游应用	16
图 29: 萤石价格走势	17
图 30: VA 全球产能格局	18
图 31: 柠檬醛全球产能格局	18
图 32: 维生素 A 价格走势	18
图 33: VA 下游应用	19
图 34: VA 进出口量	19
图 35: 维生素 E 价格走势	19
图 36: 基础化工指数与沪深 300 指数走势比较	20
图 37: 二级板块指数走势	20
图 38: CS 基础化工行业及其他行业年初至今涨跌幅 (截至 2019 年 8 月 31 日)	21
图 39: CS 基础化工历史估值情况	22
图 40: CS 基础化工行业及其他行业估值水平	22

表格目录

表 1: 基础化工子行业 2019H1、2019Q2 营收情况	6
表 2: 基础化工子行业 2019H1、2019Q2 归母净利润情况	7

表 3: 2019 年三季度业绩预告披露情况.....	8
表 4: 我国醋酸产能分布.....	12
表 5: 2019-2021 年国内新增 PTA 产能.....	13
表 6: 世界各国萤石经济可采储量及年产量.....	14
表 7: 我国萤石产能分布.....	14
表 8: 国内萤石政策梳理.....	14
表 9: 全球二代制冷剂削减进程.....	16
表 10: 三代制冷剂产量、产能及扩产情况.....	16
表 11: 全球三代制冷剂削减进程.....	16
表 12: 2019 年基础化工板块个股涨跌幅（截至 2019 年 8 月 31 日）.....	21

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。