

化工行业 2019 年 10 月第 2 周周报

中美谈判超预期，化工周期股有望迎来反弹 增持（维持）

2019 年 10 月 13 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

证券分析师 肖雅博

执业证号：S0600519090001

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

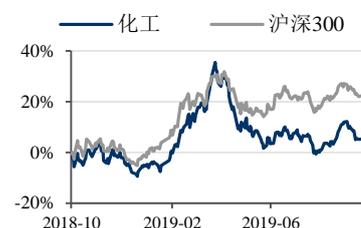
021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

投资要点

- **本周板块表现：**本周化工板块（申万）上涨 2.53%，上证综指报收 2973.66，本周上涨 2.36%，深证成指上涨 2.33%，化工板块略强于大市。
- **本周个股表现：**本周化工板块涨幅居前的个股有**名臣健康**、**光正集团**、**硅宝科技**、**科斯伍德**、**丹化科技**、**永悦科技**、**百傲化学**、**恒天海龙**、**宝莫股份**、**ST 双环**。由于天然气旺季的到来，城市天然气运营商受到市场关注，**光正集团**股价连续 5 日创一年新高。
- **中美贸易谈判取得实质性进展，化工周期股有望迎来反弹：**10 月 10 日至 11 日，中美双方代表团在美国就共同关心的经贸问题进行了第十三轮谈判，本次谈判在在农业、汇率、金融服务、争端解决等领域取得诸多实质性进展。经过一年多的调整，化工行业周期股普遍已处于较低的估值水平，中美贸易谈判的超预期有望成为周期股反弹的重要催化剂。
- **伊朗油轮爆炸导致油价上涨，中东局势紧张增加原油供应不确定性：**10 月 11 日伊朗油轮遭到导弹袭击发生爆炸，当天油价快速拉涨，ICE 布油报收本周报收 60.68 美元/桶，周涨幅 3.85%。相对于沙特石油设施遇袭事件，油轮爆炸事故本身对原油供应的影响有限，但此事件再一次印证了中东地区地缘政治的不稳定对国际原油供给造成的不确定性增加，基于原油供给的不确定性，我们维持原油价格上涨的预期。
- **重点化工品跟踪：**本周对于我们监测的 154 类重点化工品，涨幅居前五的分别是**石脑油**(+10.04%)**环氧氯丙烷**(+8.53%)**二氯甲烷**(+7.59%)**硫磺**(+7.08%)**液化气**(+6.33%)。环氧氯丙烷华东市场市场价由 9 月初最低价 11400 元/吨上涨至本周 15900 元/吨，累计涨幅达 39%。
- **投资建议：**万华化学、华鲁恒升作为化工周期股中低估值的优质标的，有望直接受益于中美贸易摩擦的阶段性缓和，另外，轮胎和新材料板块的确定性较高，值得重点关注。其中，受益于海外产能的释放，轮胎上市公司的业绩普遍有较强支撑；之前受天嘉宜爆炸事件影响停产的苏北化工企业，近期进入核查阶段，中旗股份有望受益；昊华科技定增项目顺利落地，其核心产品 PTFE 受益于 5G 建设带动覆铜板和光缆需求增加，市场空间较大；日科化学竞争对手的 17 万吨/年 CPE 产能即将停产，19 万吨 ACM（CPE 的替代产品）产能目前处于满产满销状态，业绩弹性大。
- **风险提示：**原油供给大幅波动，贸易战形势继续恶化，汇率大幅波动，下游需求不振。

行业走势



相关研究

- 1、《化工行业 2019 年 9 月第 5 周周报：赛轮引入一汽，继续推荐轮胎、新材料板块》2019-09-29
- 2、《化工行业 2019 年 9 月第 4 周周报：沙特复产进度超预期，继续推荐轮胎、新材料板块》2019-09-22
- 3、《化工行业 2019 年 9 月第 3 周周报：油价预期升温，继续推荐轮胎、新材料板块》2019-09-15

表 1：重点公司估值（参考 2019 年 10 月 11 日收盘价）

代码	公司	总市值 (亿元)	收盘价 (元)	EPS			PE			投资评级
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
600309	万华化学	1,405.98	44.78	3.38	3.35	4.31	13.25	13.37	10.39	增持
600426	华鲁恒升	276.37	16.99	1.86	1.52	1.70	9.13	11.18	9.99	买入
600378	昊华科技	162.92	18.17	0.63	0.73	0.83	28.84	24.89	21.89	买入
300575	中旗股份	33.79	25.59	1.58	1.84	2.66	16.20	13.91	9.62	买入
300214	日科化学	35.94	8.44	0.24	0.44	0.62	35.17	19.18	13.61	买入
601058	赛轮轮胎	119.35	4.42	0.25	0.38	0.50	17.68	11.63	8.84	增持
601966	玲珑轮胎	254.88	21.24	0.98	1.22	1.45	21.67	17.41	14.65	买入

资料来源：wind、东吴证券研究所

内容目录

1. 周观点	5
1.1. 板块及个股表现分析	5
1.2. 中东地缘政治问题显著，原油供应不确定性增加维持油价升温预期	6
2. 投资主线梳理	6
2.1. 投资主线	6
2.2. 本月观点	6
2.2.1. 昊华科技推荐逻辑:	6
2.2.2. 中旗股份推荐逻辑:	7
2.2.3. 日科化学推荐逻辑:	7
2.2.4. 赛轮轮胎推荐逻辑:	7
2.2.5. 玲珑轮胎推荐逻辑:	7
3. 重点跟踪行业动向和公司动向	7
3.1. 重点跟踪行业动向	7
3.1.1. 中美经贸谈判取得实质性进展，美国将暂缓下周对华加征关税	7
3.1.2. 伊朗油轮爆炸，中东地缘政治问题增加原油供给的不确定性	8
3.2. 重点跟踪标的动向	8
3.2.1. 昊华科技: 定增项目顺利落地，产业基金助力发展	8
3.2.2. 联化科技: 医药业务加速，农化业务见底	9
3.2.3. 嘉化能源: 磺化医药发展迅速，氢能业务打开成长空间	10
4. 重点产品涨跌幅分析	11
5. 风险提示	12
6. 重点产品价格及价差走势	13
6.1. 苯链价格及价差走势	13
6.2. PTA 链价格及价差走势	15
6.3. 煤链价格及价差走势	16
6.4. 农药价格及价差走势	18

图表目录

图 1: 本周重点化工产品价格涨幅前五 (%)	11
图 2: 本周重点产品价格跌幅前五 (%)	11
图 3: 纯苯-石脑油价差 (元/吨)	13
图 4: 苯乙烯-纯苯价差 (元/吨)	13
图 5: 环己酮-纯苯价差 (元/吨)	13
图 6: 己二酸-纯苯价差 (元/吨)	13
图 7: 己内酰胺-纯苯价差 (元/吨)	13
图 8: PA6-纯苯价差 (元/吨)	13
图 9: 酚醛树脂-纯苯价差 (元/吨)	14
图 10: 双酚 A-苯酚价差 (元/吨)	14
图 11: PC-纯苯价差 (元/吨)	14
图 12: 苯胺-纯苯价差 (元/吨)	14
图 13: MDI-纯苯价差 (元/吨)	14
图 14: MMA-丙酮价差 (元/吨)	14
图 15: 苯酚-纯苯价差 (元/吨)	15
图 16: 丙酮-纯苯价差 (元/吨)	15
图 17: PX-石脑油价差 (元/吨)	15
图 18: PTA-PX 价差 (元/吨)	15
图 19: DTY 价差 (元/吨)	15
图 20: FDY 价差 (元/吨)	15
图 21: POY 价差 (元/吨)	16
图 22: 短纤价差 (元/吨)	16
图 23: 瓶片价差 (元/吨)	16
图 24: 尿素价差 (元/吨)	16
图 25: 三聚氰胺价差 (元/吨)	16
图 26: 甲醇价差 (元/吨)	17
图 27: DMF 价差 (元/吨)	17
图 28: 醋酸价差 (元/吨)	17
图 29: 醋酐价差 (元/吨)	17
图 30: 煤制乙二醇价差 (元/吨)	17
图 31: 合成气成本 (元/吨)	17
图 32: 功夫菊酯价差 (万元/吨)	18
图 33: 联苯菊酯价差 (万元/吨)	18
图 34: 氯氰菊酯价格走势 (万元/吨)	18
图 35: 苯醚甲环唑价格走势 (万元/吨)	18
图 36: 丙环唑价格走势 (万元/吨)	18
图 37: 吡唑醚菌酯价格走势 (万元/吨)	18
图 38: 烯草酮价格走势 (万元/吨)	19
图 39: 异噁草松价格走势 (万元/吨)	19
图 40: 氟啶脲价格走势 (万元/吨)	19
图 41: 氟啶胺价格走势 (万元/吨)	19

图 42: 草甘膦价格走势 (万元/吨)	19
图 43: 草铵膦价格走势 (万元/吨)	19
表 1: 重点公司估值 (参考 2019 年 10 月 11 日收盘价)	1
表 2: 化工板块本周个股涨幅前十	5
表 3: 化工板块本周个股跌幅前十	5

1. 周观点

1.1. 板块及个股表现分析

本周化工板块（申万）上涨 2.53%，上证综指报收 2973.66，本周上涨 2.36%，深证成指上涨 2.33%，化工板块略强于大市。

本周化工板块涨幅居前的个股有名臣健康、光正集团、硅宝科技、科斯伍德、丹化科技、永悦科技、百傲化学、恒天海龙、宝莫股份、ST 双环。由于天然气旺季的到来加上国内城市天然气运营商今年年收入预期增长，天然气运营商受到资本市场的关注，光正集团股价连续 5 日创一年新高。

表 2：化工板块本周个股涨幅前十

wind 代码	基础化工	股价 (元)	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	半年涨跌 幅 (%)	年涨跌幅 (%)
002919.SZ	名臣健康	19.20	30.70	19.33	11.38	12.11
002524.SZ	光正集团	11.08	30.05	65.13	93.71	144.59
300019.SZ	硅宝科技	9.58	25.72	13.51	21.88	86.38
300192.SZ	科斯伍德	11.40	23.38	8.78	5.75	36.69
600844.SH	丹化科技	5.65	17.71	30.79	24.72	5.41
603879.SH	永悦科技	9.28	17.32	21.47	(12.38)	54.66
603360.SH	百傲化学	36.68	15.89	10.82	42.53	253.74
000677.SZ	恒天海龙	3.63	15.24	4.01	(11.89)	45.20
002476.SZ	宝莫股份	6.37	13.14	11.36	2.91	33.54
000707.SZ	ST 双环	3.34	12.84	23.70	(26.27)	39.75

数据来源：wind，东吴证券研究所

本周化工板块跌幅前十的标的有华鼎股份、ST 中天、晶华新材、新洋丰、凯美特气、*ST 尤夫、ST 丰山、龙蟒佰利、石大胜华、苏州龙杰。10 月 8 日，华鼎股份因被控股股东三鼎控股集团有限公司占用资金，自 10 月 9 日起实施风险警示，华鼎股份简称将变更为“ST 华鼎”。另外，ST 中天因涉嫌信息披露违法违规，本周公司遭受立案调查。

表 3：化工板块本周个股跌幅前十

wind 代码	基础化工	股价 (元)	周涨跌幅 (%)	月涨跌幅 (%)	半年涨跌 幅 (%)	年涨跌 幅 (%)
601113.SH	华鼎股份	4.11	(14.38)	(29.74)	(50.58)	(37.48)
600856.SH	ST 中天	2.58	(10.73)	(0.77)	(47.13)	(46.69)
603683.SH	晶华新材	14.20	(9.61)	5.50	(8.76)	4.87
000902.SZ	新洋丰	9.52	(7.57)	(15.15)	(8.55)	12.43
002549.SZ	凯美特气	5.62	(6.95)	(5.23)	(20.56)	41.73
002427.SZ	*ST 尤夫	11.92	(6.80)	(0.91)	(29.88)	6.91
603810.SH	ST 丰山	34.04	(6.48)	10.34	(21.22)	(17.80)
002601.SZ	龙蟒佰利	12.02	(5.28)	(13.28)	(27.26)	1.59

603026.SH	石大胜华	34.15	(4.66)	(2.96)	(7.59)	104.00
603332.SH	苏州龙杰	26.28	(4.47)	(1.65)	(27.58)	(3.88)

数据来源：wind，东吴证券研究所

1.2. 中东地缘政治问题显著，原油供应不确定性增加维持油价升温预期

本周 ICE 布油报收 60.68 美元/桶，周涨幅 3.85%。

10 月 11 日，伊朗国家石油公司旗下名为“SABITY”的油轮在沙特吉达港口 60 公里处发生爆炸起火，导致石油泄漏流入红海海域。事件发生后，市场上对于原油供应担忧急剧升温，引发国内外油价大幅飙涨。

此番事故没有造成人员伤亡，原油泄漏也得到了控制。但是在此事件中表现出中东局势不稳定性愈发明显，考虑到中东地区的原油供应不确定性增加，我们预计未来油价会有持续升温。

2. 投资主线梳理

2.1. 投资主线

全球化进程或已中断，弯道超车难度加大，化工行业的集中度在明显提升，可以继续聚焦大资本、大创新类标的，重点推荐万华化学、华鲁恒升等。

同时，若干农药&染料细分行业由于供给侧的剧烈收缩带来结构性的机会，重点推荐中旗股份、海翔药业，关注联化科技。

另外，国防安全压力不断增大，但是国防投入资源条件趋紧使得板块存在投资机会。具体到军民融合和军用材料领域，我们建议投资者重点关注宏大爆破、昊华科技、泰和新材。

轮胎行业随着供给侧改革的深入，行业结构不断优化，集中度进一步增加，轮胎行业头部企业有望做大做强，重点推荐具有海外产能的赛轮轮胎，玲珑轮胎。

维生素随着能特科技升级改造和巴斯夫欧洲工厂低负荷运行带来的供给收缩，VE 行业重回寡头垄断格局，建议关注 VA/VE 重点标的新和成、浙江医药。

2.2. 本月观点

2.2.1. 昊华科技推荐逻辑：

军工配套技术壁垒高：公司的军工配套业务包括航空轮胎、航空航天配套密封件、航空有机玻璃、化学推进剂、整船配套涂料等，技术壁垒高、客户依赖度高；另外公司核心产品 PTFE 受益于 5G 建设带动覆铜板和光缆需求增加、电子特气受益于半导体和面板产能向大陆转移，市场空间较大。

2.2.2. 中旗股份推荐逻辑：

主要产品价格高位，复产后拟投产的产能数量较大。目前天嘉宜事件所在地市已经开始进行复产前的政府现场检查（大丰园区），帮助符合生产安全要求和产业政策的企业尽快复工。另外，今年四季度公司生产车间预料将从之前的 5 个车间恢复到约 15 个车间左右。**目前环保政策的推演有利于中旗股份的潜在业务发展：**公司所在的园区较为规范，供应链稳定性较高，加上园区的配套情况也使得公司有能力和大型跨国公司进行大规模品种的合作。

2.2.3. 日科化学推荐逻辑：

亚星关停导致 CPE 行业供给收缩，ACM 产品弹性大：亚星化学将于 2019 年 10 月 31 日前陆续关停。亚星拥有 17 万吨/年 CPE 产能，产能规模居行业第二，受亚星关停的影响预计 CPE 价格有望快速上涨。若按日科化学 19 万吨 ACM（CPE 的替代产品）产能满产满销，则产品每涨价 1000 元/吨，净利增厚约 1.43 亿元，EPS 增加 0.34 元。

在**外部贸易摩擦升级+内部集中度持续提升**的背景下，轮胎行业出现系统性投资机会。随着海外优质产能的加速释放，包袱小、成本低的相关企业有望脱颖而出，代表国内轮胎企业从中国走向世界。推荐关注**赛轮轮胎、玲珑轮胎**，其中赛轮轮胎弹性相对更大，玲珑轮胎则更加稳健。

2.2.4. 赛轮轮胎推荐逻辑：

越南工厂产能逐步放量拉动业绩快速增长：2019 年形成越南半钢胎产能 1000 万条/年，全钢胎产能 120 万条/年，非公路胎产能 5 万吨/年，2019 年底新增越南全钢胎权益产能 156 万条/年；**高毛利率的巨胎产品加速进口替代成为公司又一利润增长点：**高技术壁垒+高毛利率+高成长空间，进口替代进行时，巨胎产品未来可期。

2.2.5. 玲珑轮胎推荐逻辑：

泰国工厂产能逐步放量拉动业绩快速增长：2019 年泰国产能形成 1500 万条/年半钢胎产能和 180 万条/年全钢胎产能，产能进一步放量拉升业绩；**塞尔维亚工厂 2021 年贡献业绩：**预计 2020 年底塞尔维亚工厂一期 350 万条半钢胎产能和 80 万条/年全钢胎产能投产，2021 年正式贡献增量利润；**坚持主机厂配套战略，配套拉动替换效果隐现。**

3. 重点跟踪行业动向和公司动向

3.1. 重点跟踪行业动向

3.1.1. 中美经贸谈判取得实质性进展，美国将暂缓下周对华加征关税

10 月 10 日至 11 日，中美双方代表团在美国就共同关心的经贸问题进行了第十三轮谈判，本次谈判取得诸多实质性进展：

一：关税争端放缓：美方明确表示，将暂缓原定于 10 月 15 日对华价值 2500 亿美元商品的关税税率从 25% 提升至 30% 的行动；

二：农产品贸易双方获益：双方商定中国将购买 400 到 500 亿美元的美国农产品，对于中国而言，向美国采购自身所需的农产品来满足民众日益增长的消费升级需求，对于美方而言此举将增加对华出口，为低迷的农业发展注入动力，也将有效缓解中国经贸失衡问题。；

三：金融与货币问题有望实现积极互动：中方本着自身经济发展需要和对世界经济负责的态度，进一步扩大金融市场开放，增强货币和汇率政策透明度。同时美方也相向而行，考虑纠正将中国列为汇率操纵国的错误行为。中美在金融与货币领域取得共识，有望为两国经贸关系重回正轨注入重要积极因素。

在中国副总理刘鹤与特朗普总统会面后，双方宣布已达成贸易协议的“第一阶段”，书面协议内容有待进一步商定。虽然中美贸易后续轮次的谈判仍有较大不确定性，但我们认为本次谈判不仅释放贸易争端缓解信号，长期看同共发展也符合两国共赢的长期目标。

3.1.2. 伊朗油轮爆炸，中东地缘政治问题增加原油供给的不确定性

10 月 11 日，伊朗国家石油公司旗下名为“SABITY”的油轮在沙特吉达港口 60 公里处受到两次袭击发生爆炸起火，导致石油泄漏流入红海海域。爆炸事件引起了市场上原油供应担忧，当天国际油价应声飙涨，其中美国 WTI 原油期货市场价与布伦特原油期货价格涨幅均超过 2%。

追溯近期中东原油相关事件可以看出，中东地缘政治的不稳定性加剧。9.14 沙特原油设施遭受袭击，短期内影响国际原油 5% 的供给；7.19 伊朗伊斯兰革命卫队海军在霍尔木兹海峡伊朗水域内扣留了一艘英国油轮“史丹纳帝国”号，之后将其押送至阿巴斯港；7.4 英国海外领地直布罗陀当局以涉嫌违反欧盟制裁向叙利亚运送石油为由，在直布罗陀海峡扣押了装载有伊朗原油的“格蕾丝一号”油轮。

虽然本次伊朗油轮遭受袭击造成的损失有限，对国际原油供给也没有带来实质性的影响，但本次事件再一次印证了中东地区地缘政治的不稳定对国际原油供给造成的不确定性增加，基于原油供给的不确定性，我们维持原油价格上涨的预期。

3.2. 重点跟踪标的动向

3.2.1. 昊华科技：定增项目顺利落地，产业基金助力发展

事件：

公司发布定增情况报告，以 11.89 元/股的价格向国家军民融合产业投资基金有限责任公司、中国华融资产管理股份有限公司、洛阳国宏投资集团有限公司三家机构投资者

非公开发行 59,438,658 股，共募得资金总额 706,725,643.62 元，扣除发行费用实际募集 701,658,387.18 元。

投资要点：

公司是化工领域难得的科技型龙头企业：公司前身天科股份以变压吸附气体分离技术及成套装置、催化剂产品、碳一化学及工程设计等为主营业务，2018 年 12 月公司收购母公司中国昊华旗下 11 家科研院所，重组标的均为优质化工科技型企业，科研力量雄厚，重组后公司新增氟树脂、氟橡胶、三氟化氮、橡胶密封制品、航空轮胎、特种涂料等产品，正式成为中国化工集团科技板块资本运作平台。

定增项目顺利落地，产业基金助力公司发展。本次非公开发行募得资金将主要用于“晨光院 5000 吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程”、“黎明大成 1000 吨/年电子级三氟化氮扩能改造项目”、“光明院研发产业基地项目”、“海化院先进涂料生产基地项目”、“黎明院省级企业技术中心能力提升建设”等项目，高度契合国家在氟化工、电子特气、军工配套等多个领域的战略规划及发展方向，同时国家军民融合产业基金的支持更是为公司的长期可持续发展提供了充足的动能。

高端聚四氟乙烯产品竞争优势将进一步扩大：尽管上半年中美贸易摩擦升级及国内竞争加剧导致聚四氟乙烯产品价格有所下降，但中高端聚四氟乙烯产品处于进口替代过程中，价格相对坚挺。公司下属晨光院在已有产能的基础上，发挥自身技术优势发展 5000 吨/年高品质改性聚四氟乙烯产品，可用于 5G 基站中的 PCB 覆铜板及半导体等领域，新产能将进一步增强晨光院在国内外含氟聚合物行业的领军地位。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 45.50 亿元、50.72 亿元和 58.13 亿元，归母净利润分别为 6.09 亿元、6.98 亿元和 8.09 亿元，EPS 分别为 0.73 元、0.83 元和 0.97 元，当前股价对应 PE 分别为 25X、22X、20X。维持“买入”评级。

风险提示：军品依赖的风险，子公司整合管理过程中存在不确定性，行业竞争加剧导致产品价格下跌。

3.2.2. 联化科技：医药业务加速，农化业务见底

投资要点：

公司是一家专业从事定制加工的农药&医药中间体企业：公司的业务包括农药、医药和功能化学品三大板块，认证周期长是农药、医药中间体定制加工的共同点。

农药中间体业务基本见底：公司涉足的农药品种主要是跨国公司非专利药或专利保护期即将过期的品种。FMC 是其最大的定制生产客户，杜邦、巴斯夫、先正达也是公司未来有望迎头赶上重要定制客户。近年来，公司的农化业务受到苏北沿海化工园区综合整治的冲击。但值得注意的是，随着全国性的环保综合整治推进，公司的技术优势、

环保优势正逐步转化为订单优势，公司在跨国公司采购体系中的影响力不降反升。同时，公司也在采取措施，如产能互为备份，以应对环保整治带来的综合影响。

医药中间体业务加速发展：公司的医药中间体产品涵盖抗真菌类药物、降血糖类药物、心血管类药物、抗肿瘤类药物、抗病毒类药物以及抗抑郁类药物中间体。经过数年的管线产品积累，公司已经有一系列产品处于商业化初期或即将放量的阶段。产品方面，公司也已经覆盖到对原研药物中有 GMP 要求的高级中间体。收入方面，自 2016 年起，公司医药事业部已连续两年实现营业收入增长 50% 以上。

公司的业务存在反转迹象。国内的环保综合整治始于 2015 年底，从报表数据可见，公司在跨国公司农药中间体采购体系中的影响力不降反升，医药中间体业务收入端也实现了稳定快速的发展。

盈利预测与投资评级：我们预计 2019~2021 年公司营业收入分别为 42.87 亿元、53.98 亿元、64.94 亿元，归母净利分别为 4.37 亿元、6.40 亿元、8.29 亿元，EPS 分别为 0.47 元、0.69 元、0.90 元，当前股价对应 PE 分别为 29X、19X、15X。考虑到目前公司农药业务处于底部，医药业务发展加速，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：响水基地关停的风险，农药需求低迷的风险。

3.2.3. 嘉化能源：磺化医药发展迅速，氢能业务打开成长空间

投资要点：

公司是一家优质的多元化能源化工企业：公司以热电联产为核心，向园区和内部提供电力和蒸汽，向下游延伸形成氯碱、硫酸、脂肪醇（酸）、磺化医药四大业务板块。公司打造的循环经济产业链形成很强的成本管控能力，盈利能力强劲。

公司是园区唯一蒸汽供应商：公司作为嘉兴港区内唯一的蒸汽供应商，热电机组已实现了超低排放，在强有力的环保政策保护下，随嘉兴港区不断增长的经济发展形势和优质稳定的客户资源，公司热电联产业务具备持续稳定增长的盈利能力。

氯碱产业链具备低成本和一体化优势：氯碱装置的最大成本来自电力，公司热电联产自发电配套给氯碱装置，实现氯碱装置低成本运营。氯碱装置副产品实现综合利用，副产氯气正发展布局 PVC 产品链，副产氢气已形成脂肪醇（酸）产品链，副产氯化氢供给硫酸装置，实现产业链一体化运营。

磺化医药系列成为公司发展新引擎：磺化医药中间体应用广泛、需求增长迅速，其中甲苯磺酰氯下游的抗乙肝药替诺福韦随专利到期并进入以药目录，需求迎来快速增长期，邻硝基对甲砷基苯甲酸下游除草剂甲基磺草酮在国内增长潜力大。公司是目前国内规模最大、技术最优、世界领先、种类齐全的磺化医药系列产品制造商，年产 4000 吨 BA 技改项目和年产 3.8 万吨 TA 技改项目逐步释放产量贡献业绩增量，拟再建 4000 吨/年 BA 项目驱动公司未来业绩增长。

氢能业务有望打开成长空间：氢燃料电池产业链从 2018 年开始进入加速增长阶段，公司逐步布局完善“氢气制造、提纯、液化、运输和加氢站”产业链。公司于 2019 年 7 月与浙能集团合作建立国内第一座商用液氢装置预计 2019 年底完工；2019 年 4 月与国富氢能、上海重塑成立江苏嘉化氢能科技有限公司，江苏嘉化氢能计划于 2020 年 4 月建成第一座加氢站；2019 年 9 月设立全资子公司浙江嘉化氢能以负责组织实施公司在氢能领域的技术研发。随着氢燃料电池汽车产业的发展，氢能业务有望打开成长空间。

盈利预测与投资评级：我们预计公司 2019-2021 年营收分别为 57.08 亿元、62.32 亿元和 75.12 亿元，归母净利润分别为 12.43 亿元、13.70 亿元和 17.09 亿元，EPS 分别为 0.87 元、0.96 元和 1.19 元，当前股价对应 PE 分别为 12X、11X 和 9X，考虑到未来磺化医药拟在建产能的投产以及氢能业务的潜在机会，首次覆盖，给予“增持”评级。

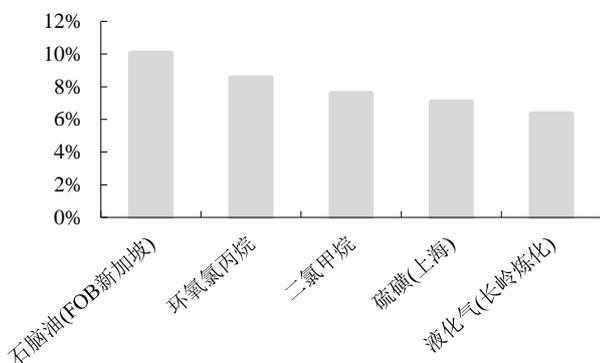
风险提示：在建项目投产进度低于预期；脂肪醇（酸）的原料棕榈仁油价格大幅波动；氢燃料电池产业发展进度不及预期

4. 重点产品涨跌幅分析

本周对于我们监测的 154 类重点化工品，涨幅居前五的分别是石脑油（+10.04%）环氧氯丙烷（+8.53%）、二氯甲烷（+7.59%）、硫磺（+7.08%）和液化气（+6.33%）。环氧氯丙烷保持自 9 月份以来的涨势，华东市场市场价由 9 月初最低价 11400 元/吨上涨至本周 15900 元/吨，累计涨幅达 39%。

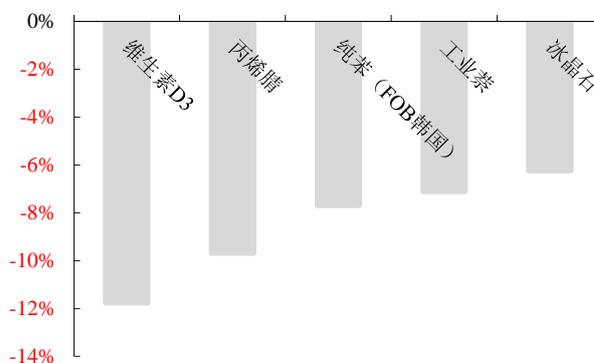
跌幅前五的分别是维生素 D3（-11.76%）、丙烯腈（-9.69%）、纯苯（-7.69%）、工业萘（-7.11%）和冰晶石（-6.25%）。维生素 D3 延续了 8 月份以来的跌势，维生素 D3 从 8 月初 260 元/千克跌至本周 150 元/千克，累计跌幅达 42%。由于安庆石化检修延后加上斯尔邦产量增长，预计 10 月份国内丙烯腈供应量将增加，国庆节后丙烯腈价格开始下跌。

图 1：本周重点化工产品价格涨幅前五（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 2：本周重点产品价格跌幅前五（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

5. 风险提示

原油供给大幅波动：受中东局势不确定性影响，中东各产油国的原油供给可能出现大幅波动；

贸易战形势继续恶化：中美双方互加关税增加贸易壁垒提升出口贸易压力，涉及出口业务的企业受此影响；

汇率大幅波动的风险：受贸易战影响，人民币兑美元汇率出现大幅波动，对相关标的外汇管理带来一定考验；

下游需求回落的风险：全球避险情绪上升，下游需求有疲软态势，周期性行业充当其冲。

6. 重点产品价格及价差走势

6.1. 苯链价格及价差走势

图 3: 纯苯-石脑油价差 (元/吨)



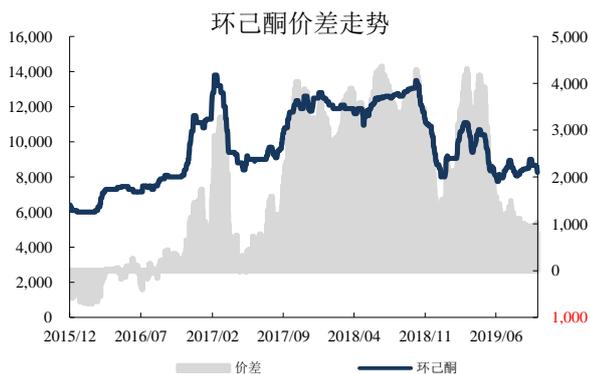
数据来源: wind, 金银岛, 东吴证券研究所

图 4: 苯乙烯-纯苯价差 (元/吨)



数据来源: wind, 金银岛, 东吴证券研究所

图 5: 环己酮-纯苯价差 (元/吨)



数据来源: 金银岛, 隆众化工, 东吴证券研究所

图 6: 己二酸-纯苯价差 (元/吨)



数据来源: 金银岛, 隆众化工, 东吴证券研究所

图 7: 己内酰胺-纯苯价差 (元/吨)



数据来源: wind, 金银岛, 东吴证券研究所

图 8: PA6-纯苯价差 (元/吨)



数据来源: wind, 中塑在线, 东吴证券研究所

图 9：酚醛树脂-纯苯价差（元/吨）



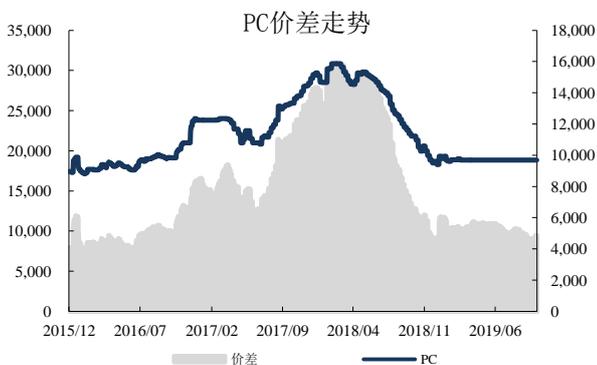
数据来源：金银岛，中塑在线，东吴证券研究所

图 10：双酚 A-苯酚价差（元/吨）



数据来源：金银岛，隆众化工，东吴证券研究所

图 11：PC-纯苯价差（元/吨）



数据来源：金银岛，隆众化工，东吴证券研究所

图 12：苯胺-纯苯价差（元/吨）



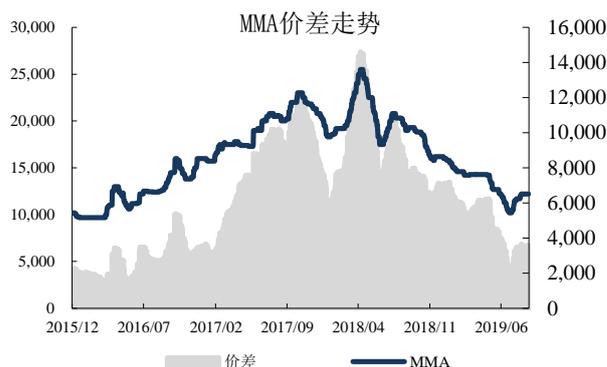
数据来源：金银岛，隆众化工，东吴证券研究所

图 13：MDI-纯苯价差（元/吨）



数据来源：钢之家，金银岛，隆众化工，天天化工网，东吴证券研究所

图 14：MMA-丙酮价差（元/吨）



数据来源：隆众化工，钢之家，东吴证券研究所

图 15: 苯酚-纯苯价差 (元/吨)



数据来源: 金银岛, 隆众化工, 东吴证券研究所

图 16: 丙酮-纯苯价差 (元/吨)



数据来源: 金银岛, 隆众化工, 东吴证券研究所

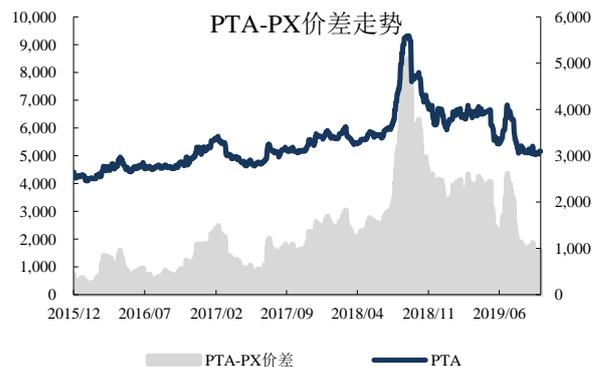
6.2. PTA 链价格及价差走势

图 17: PX-石脑油价差 (元/吨)



数据来源: wind, 金银岛, 东吴证券研究所

图 18: PTA-PX 价差 (元/吨)



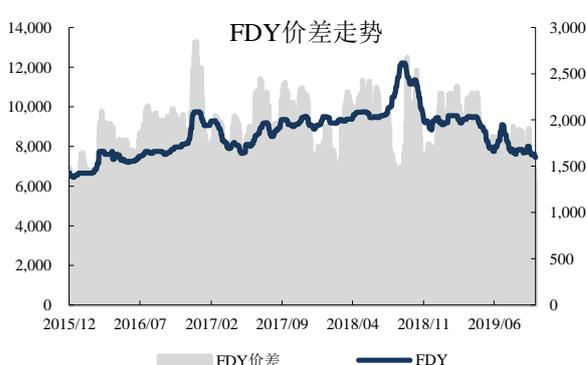
数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 19: DTY 价差 (元/吨)



数据来源: wind, 隆众化工, 东吴证券研究所

图 20: FDY 价差 (元/吨)



数据来源: wind, 隆众化工, 东吴证券研究所

图 21: POY 价差 (元/吨)



数据来源: wind, 隆众化工, 东吴证券研究所

图 22: 短纤价差 (元/吨)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 23: 瓶片价差 (元/吨)



数据来源: wind, 金银岛, 东吴证券研究所

6.3. 煤链价格及价差走势

图 24: 尿素价差 (元/吨)



数据来源: wind, 海运煤炭网, 东吴证券研究所

图 25: 三聚氰胺价差 (元/吨)



数据来源: wind, 海运煤炭网, 东吴证券研究所

图 26: 甲醇价差 (元/吨)



数据来源: 金银岛, 海运煤炭网, 东吴证券研究所

图 27: DMF 价差 (元/吨)



数据来源: 隆众化工, 海运煤炭网, 东吴证券研究所

图 28: 醋酸价差 (元/吨)



数据来源: 金联创, 海运煤炭网, 东吴证券研究所

图 29: 醋酐价差 (元/吨)



数据来源: wind, 海运煤炭网, 东吴证券研究所

图 30: 煤制乙二醇价差 (元/吨)



数据来源: 金银岛, 海运煤炭网, 东吴证券研究所

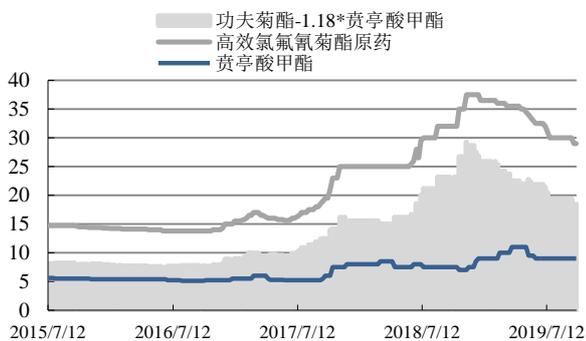
图 31: 合成气成本 (元/吨)



数据来源: 海运煤炭网, 东吴证券研究所

6.4. 农药价格及价差走势

图 32: 功夫菊酯价差 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 34: 氯氰菊酯价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 36: 丙环唑价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 33: 联苯菊酯价差 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 35: 苯醚甲环唑价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 37: 吡唑醚菌酯价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 38: 烯草酮价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 39: 异噁草松价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 40: 氟啶脲价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 41: 氟啶胺价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 42: 草甘膦价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

图 43: 草铵膦价格走势 (万元/吨)



数据来源: 中农立华, 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

- 买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；
- 增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；
- 中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；
- 减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；
- 卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

- 增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；
- 中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；
- 减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所
苏州工业园区星阳街 5 号
邮政编码：215021
传真：（0512）62938527
公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>