

抓住供给侧机会，共享成长端未来
增持（维持）

2019 年 11 月 19 日

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

投资要点

■ **经济增速放缓，化工景气回落，大宗化学品持续低迷。**受宏观经济增速放缓的影响，大宗化工品整体处于周期低位，化工行业表现较弱，2019 年初到 2019 年 11 月 15 日，中国化工产品价格指数下降 11.88%，且下降趋势尚未减速，同时化工行业企业整体利润先于收入进入负增长阶段。

■ **化工行业进入产能投放期，强者更强或成主旋律。**化纤行业经历 17/18 年集中建设，2019 年逐步进入投产期；化工原料与制品行业固定资产投资完成额于 2018 年下半年恢复正增长，2019 前三季度实现同比增幅 7.60%。近三年来化工行业上市公司（剔除两桶油）的在建工程增幅 115%，市值前 15 的头部公司贡献了 85% 的在建工程增量，行业集中度显著提升，未来强者更强的趋势日益明确。

■ **供给侧改革已经进入下半场，行业格局优化正当时。**前期供给侧改革效果初显，部分细分行业的格局正在优化或重塑。其中轮胎行业凭借“质优价美+成本低位+海外产能”的优势，国内头部轮胎上市公司前三季度业绩持续向好；供给侧改革的深化也为小品种农药原药行业带来更多的投资机会；维生素板块中，VA 供求紧平衡，VE 行业集中度有望进一步提升；PVC 添加剂 CPE 行业中，行业出现较大供给缺口，行业格局正在重塑。

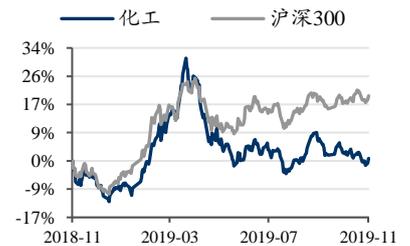
■ **挖掘高景气度细分领域，相关新材料标的具备成长性。**尽管大宗化学品尚处低迷状态，但部分细分领域具有较高景气度，相关化学品需求相对旺盛，如 5G 相关材料、汽车尾气处理材料和电子化学品等都是值得关注的方向。随着 5G 商用时代的开启，高频高速覆铜板中 PTFE 树脂填料需求提升；国六标准推行在即，汽车尾气处理材料的需求有望大幅增长；在半导体产业向大陆转移的过程中，电子化学品的进口替代市场空间广阔。

■ **自下而上把握科技股、军民融合和国企改革的机会。**在外部环境不确定性增加的趋势下，化工板块相关的硬科技、新材料产业值得重点关注；在国防安全压力不断增大，国防投入资源条件趋紧的背景下，军民结合成为重要战略方向；在国企改革过程中，具备机制创新的相关公司有望迎来更大的发展机会。

■ **重点公司：**万华化学、华鲁恒升、玲珑轮胎、赛轮轮胎、联化科技、中旗股份、新和成、浙江医药、日科化学、昊华科技、国瓷材料、万润股份、利安隆、宏大爆破、泰和新材。

■ **风险提示：**油价大幅下跌；周期化工品价格剧烈波动；新项目投产不及预期。

行业走势



相关研究

- 1、《化工行业 2019 年 11 月第 3 周报：大宗化工品持续低迷，关注苏北复产进展》2019-11-17
- 2、《化工行业 2019 年 11 月第 2 周报：大宗化工品持续低迷，关注苏北复产进展》2019-11-10
- 3、《化工行业 2019 年 11 月第 1 周报：大宗化工品维持低迷，轮胎行业持续向好》2019-11-02

表 1：重点公司估值（参考 2019 年 11 月 19 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	
601058	赛轮轮胎	121.51	4.50	0.25	0.44	0.54	18.00	10.23	8.33	增持
300596	利安隆	74.19	36.19	0.94	1.50	1.91	38.50	24.13	18.95	买入
600309	万华化学	1,448.37	46.13	3.38	3.32	3.92	13.65	13.89	11.77	增持
002643	万润股份	114.10	12.55	0.49	0.58	0.67	25.61	21.64	18.73	买入
002683	宏大爆破	94.47	13.36	0.30	0.47	0.68	44.53	28.43	19.65	买入
300575	中旗股份	38.82	29.40	1.58	1.30	2.11	18.61	22.62	13.93	买入
300214	日科化学	35.81	8.41	0.24	0.43	0.77	35.04	19.56	10.92	买入
600378	昊华科技	153.68	17.14	0.59	0.63	0.74	29.05	27.21	23.16	买入

资料来源：wind，东吴证券研究所

内容目录

1. 行情回顾及投资逻辑梳理	4
1.1. 2019 年化工行业呈现分化走势	4
1.1.1. 石油化工：油服板块涨幅领先，民营炼化逐步投产	4
1.1.2. 基础化工：分化趋势明显，后市仍可期待	5
1.2. 油价分析：中期存在上涨空间	6
1.3. 投资逻辑的梳理：三大主线确定投资思路	7
2. 化工行业进入产能投放期，强者更强或成主旋律	8
2.1. 化工景气回落，大宗化学品持续低迷	8
2.2. 化工行业整体进入产能投放阶段	10
2.3. 龙头扩产，强者更强的趋势日益明确	11
3. 供给侧改革进入下半场，行业格局优化正当时	12
3.1. 质优价美+成本低位+海外产能，国内头部轮胎企业持续向好	12
3.1.1. 国产胎质优价美，成为理性车主的替换胎首选	13
3.1.2. 原材料成本整体处于低位水平	13
3.1.3. 海外产能盈利能力突出，成为企业利润的核心增长点	14
3.2. 受益于供给侧改革深化，小品种农药行业迎来发展良机	15
3.3. 维生素 A 供求紧平衡，VE 格局存在逆转可能	16
3.3.1. VA 供求紧平衡，存在刚性缺口	17
3.3.2. 帝斯曼收购阿米瑞斯和能特，VE 的格局存在逆转可能。	17
3.4. CPE 行业格局重塑，行业集中度提升明显	18
4. 挖掘高景气度细分领域，相关新材料标的具备成长性	18
4.1. 5G 商用时代开启，相关材料需求旺盛	19
4.2. 国六推行在即，汽车尾气处理市场空间广阔	20
4.3. 半导体产能转移，电子化学品进口替代加速	21
5. 自下而上把握科技股、军民融合和国企改革的机会	22
5.1. 科技股有望成社会发展新引擎	22
5.2. 军民融合和国企改革相关标的值得关注	23
6. 风险提示	23
6.1. 油价大幅波动的风险	23
6.2. 环保政策的不确定风险	24
6.3. 新项目投产不及预期	24

图表目录

图 1: 石油化工子板块涨跌幅	5
图 2: 石油化工子板块下半年涨跌幅	5
图 3: 石油化工板块 2019 年 1-9 月营业收入同比	5
图 4: 石油化工板块 2019 年 1-9 月归母净利同比	5
图 5: 基础化工板块 2019 年 1-9 月营业收入同比 (%)	6
图 6: 基础化工板块 2019 年 1-9 月归母净利同比 (%)	6
图 7: WTI&Brent 原油价格 (美元/桶)	7
图 8: 美国钻头数量 (部)	7
图 9: 2019 年前三季度中国化工行业景气指数环比下降	9
图 10: 2019 年中国化工产品价格指数环比下降	9
图 11: 2019 年化工行业 PPI 下滑 (上年同期=100)	9
图 12: 化工行业主营业务收入累计同比 (%)	10
图 13: 2019 年化工行业主营业务收入累计同比 (%)	10
图 14: 化工行业利润累计同比 (%)	10
图 15: 2019 年化工行业利润累计同比 (%)	10
图 16: 化工行业固定资产投资完成额: 累计同比 (%)	11
图 17: 化工行业上市公司在建工程集中度 (中信行业分类, 剔除中石化和中石油)	12
图 18: 化工行业上市公司固定资产集中度 (中信行业分类, 剔除中石化和中石油)	12
图 19: 中国汽车保有量及增速	13
图 20: 天然橡胶和合成橡胶价格走势	14
图 21: 除草剂的主要品种的市占以及门类划分	16
图 22: 主要除草剂的复配概览	16
图 23: 主要杀虫剂的复配概览	16
图 24: VA 油产能汇总 (吨)	17
图 25: 主要的 VA 合成路线简图	17
图 26: VE 油产能汇总 (万吨)	18
图 27: 主要的 VE 合成路线概要	18
图 28: PTFE 材料用于 5G 基站中的高频高速覆铜板示意图	19
图 29: 国五标准对催化剂要求更高	20
图 30: 半导体产业的三次转移历史	21
图 31: 化工新材料的战略意义与产业关系	22
表 1: 重点公司估值 (参考 2019 年 11 月 15 日收盘价)	1
表 2: 年涨幅前 15 名股票统计 (截至 2019 年 11 月 15 日)	4
表 3: 北美的管道新增计划	6
表 4: 部分国内轮胎企业的海外 (拟在建) 产能	15
表 5: 2015 年全国 CPE 产能分布	18
表 6: 部分化工新材料领域发展重点	22

1. 行情回顾及投资逻辑梳理

1.1. 2019 年化工行业呈现分化走势

由于全球经济增速放缓，大宗化学品处于持续低迷的状态，不过部分细分领域仍获得了较好的市场表现，整体来看，化工行业的走势分化日益显著。

表 2: 年涨幅前 15 名股票统计 (截至 2019 年 11 月 15 日)

证券代码	证券简称	总市值 (亿元)	相对年初 涨跌幅 %	PE (TTM)	下半年涨 跌幅 %	2019Q3 归母 净利同比	主营业务
300777.SZ	中简科技	123	252	82	-16	2034%	高性能碳纤维
603737.SH	三棵树	149	211	41	83	120%	墙面涂料
603360.SH	百傲化学	64	182	24	38	167%	异噻唑啉酮类工业杀菌剂
002524.SZ	光正集团	62	164	111	130	760%	管道天然气和汽车天然气的销售
603256.SH	宏和科技	139	150	118	150	-62%	中高端电子级玻璃纤维布
603983.SH	丸美股份	291	145	54	145	151%	眼部护理
300285.SZ	国瓷材料	226	112	45	38	-3%	无机新材料, 包括电子陶瓷、结构陶瓷、 电子金属浆料、催化材料等
603605.SH	珀莱雅	184	108	53	38	26%	护肤品、彩妆、清洁洗护、香薰等
002395.SZ	双象股份	40	107	133	-8	81%	人造合成革
603026.SH	石大胜华	77	101	23	26	105%	六氟磷酸锂, 电解液特种添加剂, 碳酸 酯类产品
300537.SZ	广信材料	35	97	38	40	245%	高品位、高科技含量的感光新材料
603681.SH	永冠新材	46	94	34	20	-18%	综合性胶黏行业解决方案提供商
600378.SH	昊华科技	145	83	18	6	503%	氟树脂、氟橡胶、聚氨酯功能材料、电 子化学品、特种涂料、特种橡胶制品、 氢气变压吸附、工程设计咨询等
002324.SZ	普利特	71	78	80	32	568%	改性高分子材料及其复合材料
603519.SH	立霸股份	34	77	24	-2	74%	家电用复合材料

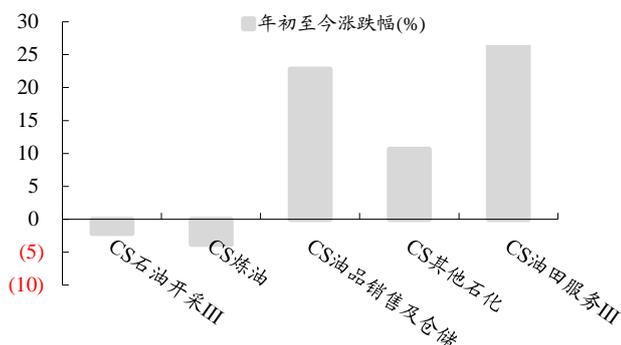
资料来源: wind, 东吴证券研究所

1.1.1. 石油化工: 油服板块涨幅领先, 民营炼化逐步投产

截至 11 月 15 日, 按照中信行业分类的石油石化板块全年整体涨幅为 9.24%, 弱于大盘走势。

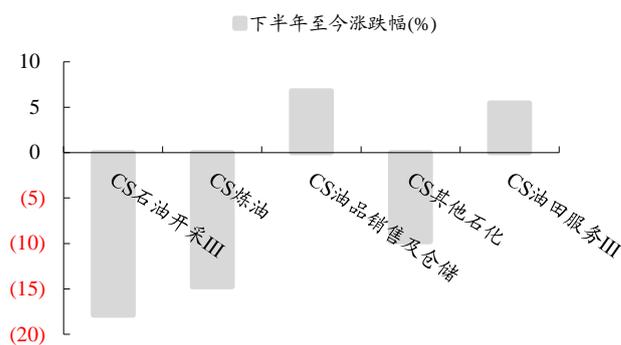
细分来看, 油田服务板块以及而油品销售及仓储板块领涨, 年初至今涨幅分别为 26.79% 和 22.79%; 其他石化年初至今涨幅为 10.63%。炼油板块以及石油开采板块年初至今均有所下跌。回顾 2019 年, 由于短期供需偏紧, 上半年油价总体上行, 石化板块表现较好。进入下半年后, 虽然中美贸易战有所缓和, 但中东地缘政治关系不确定性增加, 受到自六月起油价下行的影响, 石油板块走势较为疲软。

图 1: 石油化工子板块涨跌幅



数据来源: wind, 东吴证券研究所(截至 11 月 15 日)

图 2: 石油化工子板块下半年涨跌幅

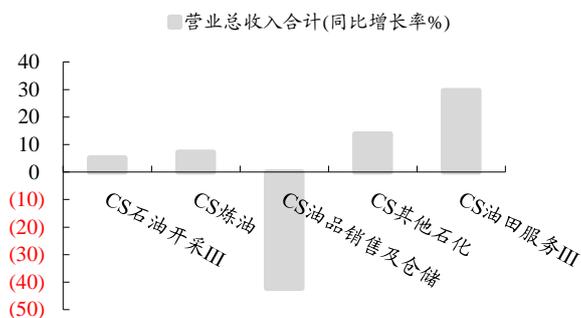


数据来源: wind, 东吴证券研究所(截至 11 月 15 日)

业绩表现上,除了油品销售及仓储之外,石油石化板块较去年同期业绩都有所提升。截至 2019 年三季度,油田服务板块相对其他版块业绩表现亮眼,营业收入和归母净利润分别同比增长 29.59%和 363.69%;其次是其他石化,营业收入和归母净利润分别同比增长 13.76%和 17.37%。石油开采、炼油以及油品销售及仓储的归母净利润同比都有所下降,而油品销售及仓储板块的营业收入跌幅达-42.26%。

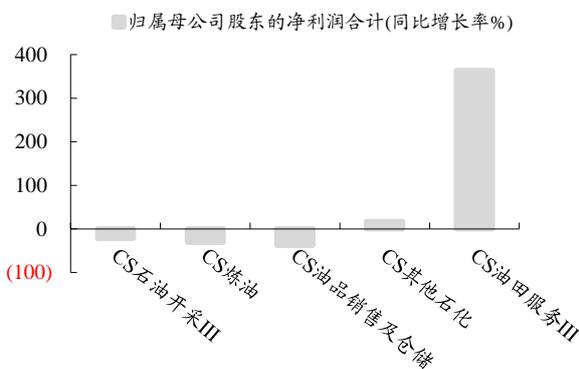
展望 2020 年,我们认为受益于行业景气底部复苏及国内政策的支持,油服板块存在持续向好的可能,应予以重点关注。

图 3: 石油化工板块 2019 年 1-9 月营业收入同比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 4: 石油化工板块 2019 年 1-9 月归母净利润同比



数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.1.2. 基础化工: 分化趋势明显, 后市仍可期待

2019 年前三季度,基础化工行业营业总收入 10329.90 亿元,同比下降 0.01%,实现归母净利润 681.70 亿元,同比下降 25.69%。

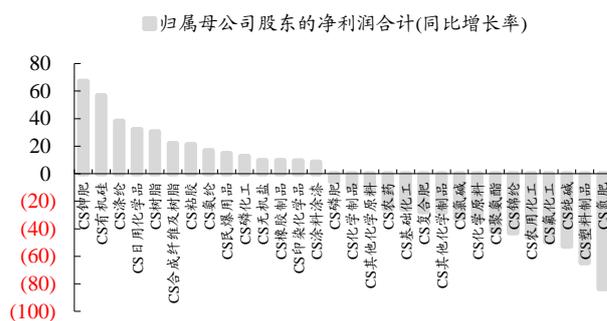
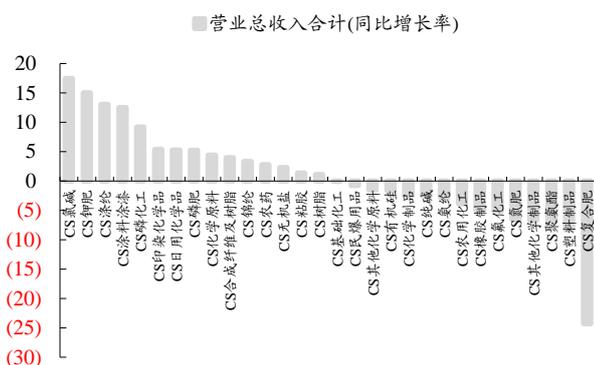
受到“3.21”江苏天嘉宜事故的影响,江苏省又进一步加大省内化工行业整治力度,

成为今年供给侧改革的重点地区。江苏省作为我国化工工业大省，不少化工企业产能受到强烈冲击，成为今年化工行情的主线。近年来的环保整治以及供给侧改革已经渐渐进入尾声，目前，盐城、连云港等地的化工企业也陆续启动复产程序。

总体而言，各个子行业同比表现不一，从营业收入来看，氯碱、钾肥、涤纶、涂料涂漆板块的营业收入都达到 10% 以上的增长，但是复合肥板块却明显下降 24.27%；从归母净利润来看，钾肥和有机硅板块分别显著上升 67.05% 以及 56.54%；氮肥、塑料制品以及纯碱的降幅均超过 50%。

图 5: 基础化工板块 2019 年 1-9 月营业收入同比 (%)

图 6: 基础化工板块 2019 年 1-9 月归母净利润同比 (%)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

数据来源: wind, 东吴证券研究所

1.2. 油价分析: 中期存在上涨空间

从供求平衡的角度看，原油供气平衡偏弱。部分由于中美贸易摩擦加剧，全球经济增长的前景变得不很确定，主要经济组织纷纷调低 2019 年的全球经济增长目标。世界银行在其最新的《全球经济展望》，将 2019 年的全球经济增长目标从 3% 下修到 2.9%。经济合作与发展组织在其最新的《经济展望》将 2019 年的全球经济增长预测从 3.3% 下修到 3.2%。OPEC 将 2019 年全球经济增长目标从 3.5% 下修到 3.2%。按照这个经济增速，全球 2019 年的原油需求增速估计在 130 万桶/d。

供给层面，短期看，供给相对宽裕，巴西的 6 个 FPSO 深水平台投产，美国的页岩油的产量也是一再超出市场预期，而且随着 Sunrise 管线等管线的投产，页岩油主产区 Mainland 的外输瓶颈也会被打破。

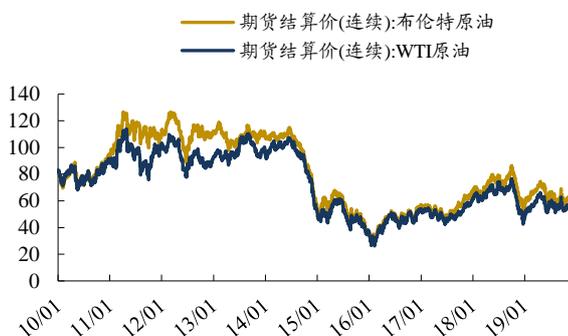
表 3: 北美的管道新增计划

管道	始发地	目的地	运力 (万桶/日)	投入使用时间 (预计)
Cactus II	德州麦卡米	德州科珀斯克里斯蒂	67	2019 年 9 月
EPIC 管道	德州米德兰	德州科珀斯克里斯蒂	90	2020 年 1 月
Gray Oak 管道	德州克伦	休斯敦、弗里波特、科珀斯克里斯蒂	80	2020 年 1 月

数据来源: Wood Mackenzie, 东吴证券研究所

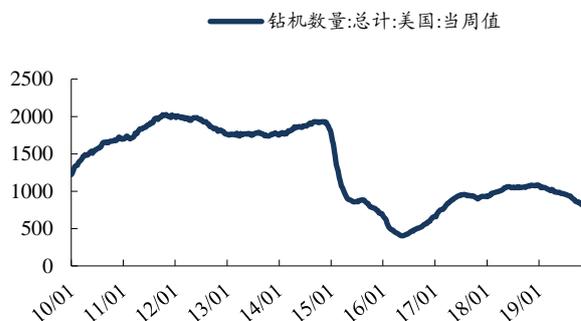
中期看，三个因素使得原油价格仍存上涨空间。首先，IMO2020 推行在即。目前全球市场大概对海运油有 3.5-4mbd 的需求，而新法规对海运油含硫量的规定是在 0.5% 以下，这将导致 1.5mbd 的高硫燃料油的退役，以及市场对低硫燃料油的短缺，而这部分短缺将由煤油柴油高硫燃料油混合油填补。其次，深海采油生产的循环周期长达五到七年，而低油价时期的完成投资项目积累到 2019 年下半年、2020 年上半年就已经用尽。考虑到海上原油产量要保证 1.5-1.6 mbd 的增长才能弥补之前产能的自然衰减，从项目上线到达巅峰产能需要一年时间，所以 2020 年下半年的深海产油导致的供给缺乏将从 2021 年体现出来。最后，目前美国的页岩油主产区已经开始进行大规模的产业并购，雪佛龙、美孚等企业纷纷在页岩油主产区进行产业并购，这也暗示着页岩油开发进入传统石油巨头主导的时代。随着 2019 年下半年 Epic 管线的上线，美国原油出口的瓶颈彻底打通。我们认为，油价有望在 Epic 管道投产后迎来缓步上行的可能。

图 7: WTI&Brent 原油价格 (美元/桶)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 8: 美国钻机数量 (部)



数据来源: 贝克休斯公司, 东吴证券研究所

1.3. 投资逻辑的梳理: 三大主线确定投资思路

供给侧改革始于 15 年底，是过去几年化工行业最重要的投资主线。供给侧改革的直接结果就是龙头的优势进一步凸显，化工的进入壁垒提升，恶性竞争、无序竞争减少，行业格局由乱而治，在重塑过程中不断得到优化。同时部分细分子行业处于成长期，需求将得到大幅提升，行业发展过程中相关领域的标的有望得到快速成长。我们围绕供给侧改革带来的影响和对未来细分高景气度行业的判断，自上而下梳理出三条投资主线：

主线一：供给侧改革下半场，坚持一体化协同发展的企业更有可能逐步做强做大。时至今日，沿海经济发达地区的供给侧改革已经进入下半场，个别地区的环保整治已经进入尾声，其中盐城、连云港等地的化工企业也在陆续启动复产程序。一些大宗品，面临着产能扩张，价格下行的压力。全国范围看，供给侧改革还在稳步深入，不过有关部门的举措更为规范，长期看，化工进入门槛提升，小散污企业的生产经营受到持续打压，一些利基产品的投资机会会长期存在。由于这些产品需求相对稳定，同时环保整治工作

的持续深入使得一些无序发展、盲目发展的小散污企业或者无法持续经营，或者只能在环保约束下低负荷生产经营，这个过程中，坚持一体化协同发展的企业更有可能逐步做强做大。

主线二：扩产集中在龙头，强者更强趋势日益明确。由于全球经济增速放缓，外部形势错综复杂，且贸易摩擦仍存很多不确定性，未来通过制度套利，模式创新，平台红利实现快速逆袭的难度越来越大，因此大资本、大创新或将成为行业发展方向。同时，化工行业整体进入产能投放期，且扩产主要集中在龙头型公司，强者更强的趋势日益明确，从这个角度看，必须对万华化学、华鲁恒升、扬农化工等行业龙头给予足够的关注。

主线三：具备高景气度的细分领域更有望出现机会。另一方面，作为典型的中游行业，化工行业分支众多且下游需求广泛，其中不乏景气度较高的细分领域。5G 商用时代开启了全新网络时代的建设，国六全面推广带来汽车尾气处理市场的爆发，平板显示和半导体向大陆产能转移加速了电子化学品的进口替代过程，这些都是值得投资者重点关注的高景气行业。

另外，在外部形势并不明朗的环境下，自主可控仍然是最好的投资方向，我们认为在化工行业中，具备核心科技、军民融合、国企改革等属性的相关标的也值得期待。

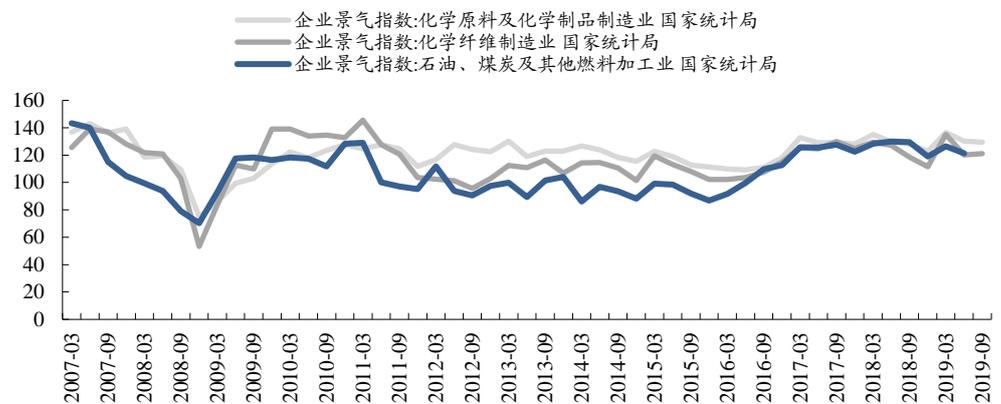
2. 化工行业进入产能投放期，强者更强或成主旋律

2019 年受宏观经济压力影响，大宗化工品整体处于周期低位，化工行业表现较弱。但值得注意的是，即使行业整体比较低迷，但行业间开始出现明显分化，同时考虑到化工行业自 2017 年开始进入到新一轮产能投放期，且扩产多集中在行业头部企业，行业集中度提升明显，行业龙头凭借资金、规模、技术等优势，开始表现出逆周期调节的能力，未来强者更强有望成为主旋律。

2.1. 化工景气回落，大宗化学品持续低迷

追踪中国化工行业景气指数，可以发现对于化学原料及制品、化纤、石油煤炭等加工行业，在经历了 2019Q1 的景气度小高点之后，化工行业整体景气度于 2019Q2 和 Q3 季度出现了不同程度的环比下调。

图 9：2019 年前三季度中国化工行业景气指数环比下降



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

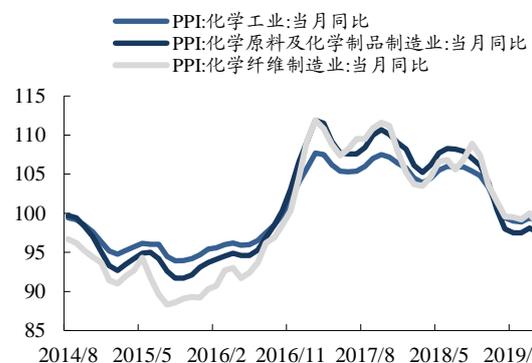
从化工品价格来看，中国化工产品价格指数经历了 2016 年初到 2018 年上半年的上行通道，2018 年四季度开始进入了下行通道，2019 年初到 2019 年 10 月 31 日，中国化工产品价格指数下降 10.37%，且下降趋势尚未减速。反映在化工行业 PPI 上，进入到 2019 年化工行业 PPI 指数均出现负增长，尤其是化纤行业的下降幅度最为突出。

图 10：2019 年中国化工产品价格指数环比下降



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 11：2019 年化工行业 PPI 下滑（上年同期=100）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

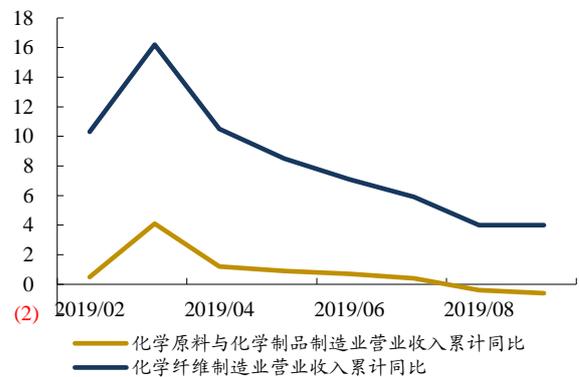
回顾 2000 年以来中国化工行业大周期，可以看到 2002 年、2009 年和 2015 年化工行业主营业务收入累计同比分别处于周期底部，从最近的一个化工周期来看，2016 年 2 月化工行业触底反弹，景气持续到 2018 年上半年，随后进入下行通道，其中从 2019 年 8 月起，化学原料与化学制品制造业营收累计同比出现负增长。

图 12: 化工行业主营业务收入累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

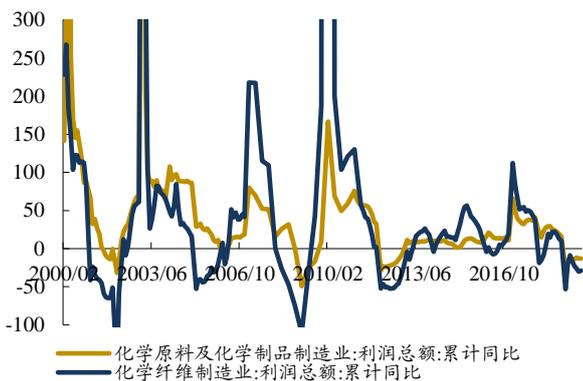
图 13: 2019 年化工行业主营业务收入累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

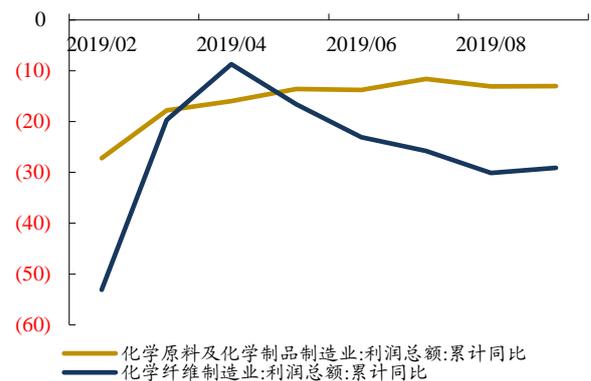
从利润角度来看, 反映出的周期规律与收入基本一致, 但负增长趋势更为明显, 从 2019 年初, 化学原料及制品行业和化纤行业利润先于收入进入负增长通道。

图 14: 化工行业利润累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

图 15: 2019 年化工行业利润累计同比 (%)



数据来源: 国家统计局, 东吴证券研究所

2.2. 化工行业整体进入产能投放阶段

化工行业属于重资产行业, 固定资产投资驱动行业增长。复盘化工行业固定资产投资额, 我们可以发现自 2012 年化工行业进入低迷阶段, 固定资产投资持续放缓, 2016 年初化工行业固定资产投资整体出现负增长。

图 16: 化工行业固定资产投资完成额: 累计同比 (%)



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

随民营大炼化的投资热情高涨，化纤行业固定资产投资于 2017 年率先反弹，2018 年达到最近一个经济周期的高点，随着化纤产能逐步投产放量，可以预见在未来短期内化纤行业规模将率先得到一定程度的复苏。

化学原料与化学制品制造业自 2016 年初固定资产投资进入负增长以来，经历两年半的低迷，于 2018 年下半年再次恢复正增长。截至 2019 年 9 月份，行业固定资产投资累计同比增加 7.60%，从增幅走势来看正增长走势稳健，行业转好仍有一定的持续性。

2.3. 龙头扩产，强者更强的趋势日益明确

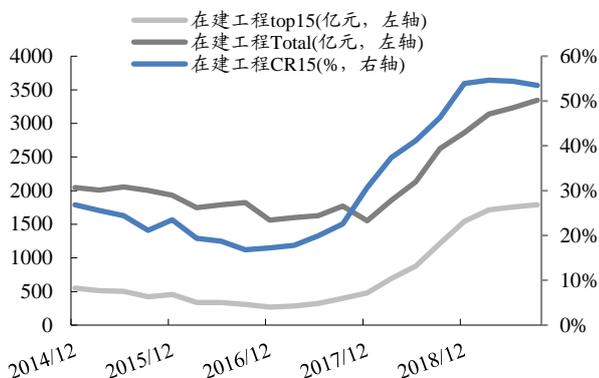
通过复盘中信化工行业 341 家上市公司近五年的在建工程和固定资产，我们认为目前的行业产能扩张主要集中体现在龙头企业，未来强者更强的趋势日益明确。

参考 2019 年 9 月 30 日收盘价，以中信石油化工和基础化工行业的 341 家上市公司为样本（剔除石化和中石油），化工行业市值前 15 的上市公司市值为 7240 亿元，全行业上市公司市值为 25664 亿元，市值前 15 的上市公司市占比为 28.21%。

2014 年末市值前 15 的上市公司在建工程占比为 26.81%，2017 年初至 2019Q3，全行业上市公司的在建工程大幅增加 115%，市值前 15 上市公司在建工程大幅增长 5.68 倍，在建工程集中度提升到了 53.51%。事实上，市值排在 15 名之后的行业上市公司在建工程总和的增幅仅为 20%，市值前 15 的上市公司贡献近三年在建工程增量的 85%。根据化工项目整体 1~3 年的建设周期估计，可以预见的是，随着 2017 年起龙头企业在建工程的大幅增长，行业头部企业的固定资产大幅增长，行业集中度进一步增加，龙头公司规模化效应进一步增强，市场竞争力进一步巩固，强者更强有望成为行业主旋律。

从这个角度看，万华化学、华鲁恒升、扬农化工等龙头标的始终值得关注。

图 17: 化工行业上市公司在建工程集中度(中信行业分类, 剔除中石化和中石油)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

图 18: 化工行业上市公司固定资产集中度(中信行业分类, 剔除中石化和中石油)



数据来源: wind, 东吴证券研究所

3. 供给侧改革进入下半场, 行业格局优化正当时

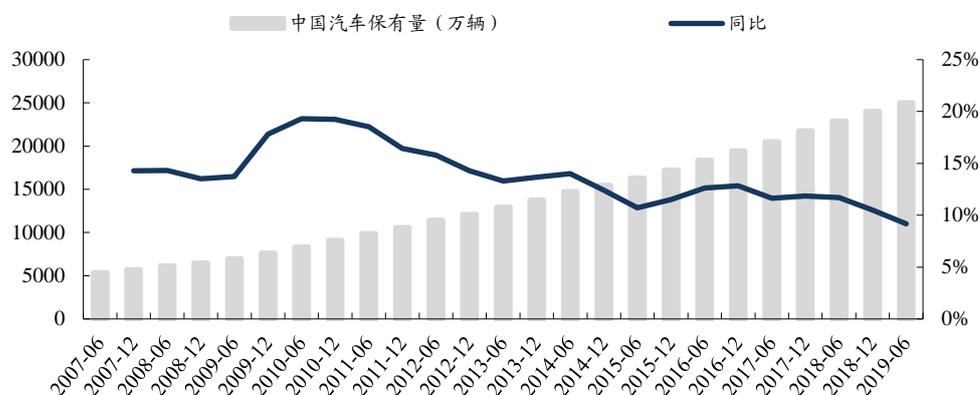
首先, 我们认为供给侧改革的逻辑并没有破坏, 但是细节发生变化。全国不同地区的环保整治的力度、尺度存在差异, 不同地区的环保整治进度也有差别, 个别地区的整治已经结束或者已经进入收官阶段。

从另一个角度来说, 环保整治的规范化使得一些小散污企业的生产经营长期受压, 行业格局正在发生解构、重塑及优化, 部分致力于一体化策略的头部企业有望迎来长期发展良机。

3.1. 质优价美+成本低位+海外产能, 国内头部轮胎企业持续向好

受限于国内汽车产销量的负增长, 中国汽车保有量增速同比有所下滑, 但保有量绝对值仍在持续创新高。据公安部统计数据显示, 截至 2019 年 6 月 30 日, 我国汽车保有量达 2.5 亿辆, 逼近美国 2.53 亿辆的水平, 中国即将成为汽车保有量第一大国, 也为轮胎企业提供一个广阔的轮胎替换胎市场。

图 19: 中国汽车保有量及增速



数据来源：公安部，东吴证券研究所

3.1.1. 国产胎质优价美，成为理性车主的替换胎首选

随着生产技术的进步和管理水平的提高，国产轮胎正逐步向高品质、智慧化、绿色环保方向发展，从国内诸多轮胎企业为国际一二线轮胎企业做代工的角度也能印证这一事实。

同时，从美国进口半钢胎看，2017 年美国从中国进口轮胎均价仅为 27.90 美元/条，整体进口均价为 49.52 美元/条，国产胎价格仅为美国进口轮胎整体均价的 56%。即便按照国内轮胎价格基数加征 50% 的关税，国产轮胎出口美国的单价仍然低于美国进口轮胎均值和绝大多数其他产地的轮胎单价，价格仍具备吸引力。

3.1.2. 原材料成本整体处于低位水平

轮胎的生产成本中，原材料成本约占 80%。原材料中，天然橡胶占比 18% 左右，合成橡胶占比 30% 左右，炭黑占比 24% 左右，三者合计占原材料成本的 75% 以上，占轮胎生产成本的 60%，因此轮胎生产成本对其价格变动十分敏感。

近两年来，炭黑、合成橡胶价格整体均处于低位的平稳状态，而对于天然橡胶，我们认为：从供给端看，短期内天然橡胶产量大幅收缩的概率不大。天然橡胶较长的生长周期决定了很难出现极端大规模砍树行为，同时近年来各主产国天然橡胶产出保持稳定的增长，虽然 2019 年出现泰国旱情和印尼病害等影响橡胶产量的因素，但是相较于增长的产能而言，对橡胶产量影响不大。从需求端看，宏观经济低迷拖累天胶需求。全球经济增速放缓，尤其是作为世界经济的重要引擎，中国的经济增速放缓，对橡胶消费量的影响是显而易见的。2019 全球汽车产销量出现负增长，中国汽车前三季度产量更是同比大幅下滑 13%，直接拖累轮胎需求的增长，进而导致橡胶消费的疲软。

图 20: 天然橡胶和合成橡胶价格走势



数据来源：wind，东吴证券研究所

3.1.3. 海外产能盈利能力突出，成为企业利润的核心增长点

据国家统计局数据，2018 年我国生产轮胎 8.16 亿条，其中出口 4.86 亿条，半数以上轮胎产品通过国际贸易销往世界，因此轮胎出口市场是国内轮胎企业的重要市场。自 2014 年美国对国产轮胎实施双反调查以来，欧美国家分阶段进行多轮次双反调查，国产轮胎的出口市场屡遭重挫，尤其是 2018 年以来中美之间的贸易摩擦为国产轮胎的出口贸易带来较高的税收成本的贸易不确定性。

在双反和贸易摩擦背景下，2014 年起国内头部轮胎企业纷纷布局海外产能，产能集中布局在泰国、越南等东南亚国家，除了可以规避国际贸易摩擦的影响，为国产轮胎参与全球市场竞争开辟出一个相对公平的机会，还可以获得当地政府的税收减免优惠，同时东南亚国家还具有天然橡胶成本优势和人工成本优势。

受益于显著的税收优势和成本优势，海外产能的盈利能力明显高于国内产能。以上市轮胎企业为例，赛轮越南子公司的净利率和 ROE 远远超过赛轮沈阳子公司，玲珑海外产能的净利率中枢在 20% 左右，而玲珑国内产能的净利率中枢不足 4%，当前背景下海外产能优势得以彰显。未来随着新增海外产能的投产，将进一步增强国内轮胎企业的盈利能力。

个股层面，重点推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎。

表 4: 部分国内轮胎企业的海外（拟在建）产能

建设主体	半钢胎 万条/年	全钢胎 万条/年	工程胎 万吨/年	斜交胎 万条/年	投产（预计） 时间
赛轮越南	1000	120	5	-	已投产
赛轮固铂 （越南）	-	240	-	-	2020 年
中策泰国	850	210	1.2	30	已投产
玲珑泰国	1500	180	-	-	已投产
玲珑塞尔 维亚	1200	160	2	-	分三期 2021.3/2023.3/2025.3
森麒麟泰 国	1200	-	-	-	已投产
双钱泰国 （合资）	-	150	5	-	已投产
三角美国	500	100	-	-	2020 年中
通用泰国	600	100	-	-	2021 年初

数据来源：各公司公告，东吴证券研究所

3.2. 受益于供给侧改革深化，小品种农药行业迎来发展良机

江苏是中国比较重要的农药集散地，江苏集中了中国 45% 的农药原药产量，其中大部分产能集中在苏中、苏北。天嘉宜事件直接导致中山生物、南方化工等企业永久关停，周边的盐城、连云港地区的农药中间体以及农药原药企业也被迫停产。不过，江苏省内不同的地区政策差异较大：苏南地区的农药企业的生产经营受到影响，但是仍可正常进行项目的报批。苏中地区不同的园区差异较大，但是整体项目审批较为拖沓。苏北大部分地区目前执行比较严格的安全环保整治措施。

整体看，在供给侧改革进一步深化的背景下，我们认为农药板块的投资机会需要细化，小品种农药原药的投资机会好过大品种农药原药。

首先，农药的品种虽然繁多，但是从作用机理入手，分类可以大大化繁为简，这些品种叠加在一起的体量完全可以和常规的大吨位农药抗衡。由于环保执法不严，长期以来，农药中间体的生产较为无序，不少小品种农药原药合成企业倾向于选择外购中间体。关键中间体的相通以及目前的产业环境使得不少企业开始考虑一体化发展的问题。

其次，长期以来，农药中间体企业倾向于在证照不全的背景下从事农药原药合成，对中小品种的农药原药市场秩序构成挑战。供给侧改革的深入，以及环保整治工作的规范化，不少农药中间体企业因为环境容量受限和执法环境严峻，没有涉足原药合成的可能，只能从事中间体合成产业。小吨位农药原药合成企业的边际生存空间大大改善。

图 21: 除草剂的主要品种的市占以及门类划分



资料来源: Wind, 百川资讯, 东吴证券研究所

我们注意到, 复配是目前农药制剂的主要发展方向, 这些农药制剂一般以一种原药为主, 根据不同的使用场景会选择添加不同的辅助原药。我们认为, 除了一体化外, 如果能够实现相关品种的系列化, 相关多元的标的可以享受一定程度的溢价。

个股层面, 我们重点推荐联化科技、中旗股份、先达股份。

图 22: 主要除草剂的复配概览



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图 23: 主要杀虫剂的复配概览



资料来源: Wind, 东吴证券研究所

3.3. 维生素 A 供求紧平衡, VE 格局存在逆转可能

维生素行业需求稳定, 行业供给格局较好, 一直是市场关注的焦点。

目前 VA 供求平衡偏紧, 随着帝斯曼对能特和 Amyris 的整合, VE 的格局也会重回寡头格局, 相关产品后市表现值得期待。

和市场预期不同, 我们认为非洲猪瘟会促进生猪养殖的集中化, 带动 VE、VA 用量

的增加，行业格局进一步集中。

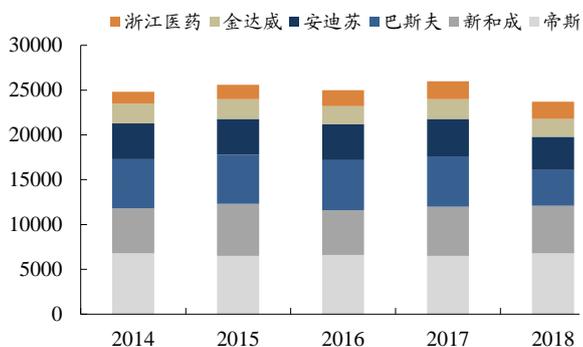
3.3.1. VA 供求紧平衡，存在刚性缺口

目前，全球 VA 结晶的产能估计在 8000 吨左右，需求大约维持在 7000 吨多一些。

产能扩张方面，浙江医药有 500 吨的结晶产能扩张，巴斯夫在 2021 年底有大约 500 吨的产能扩张（巴斯夫现有结晶产能 2000 吨左右，扩产 1500 吨结晶，但是部分产能有整合，预计整合后产能扩张 30%）。考虑到海外的产线较老，开工不稳，供求平衡偏紧。

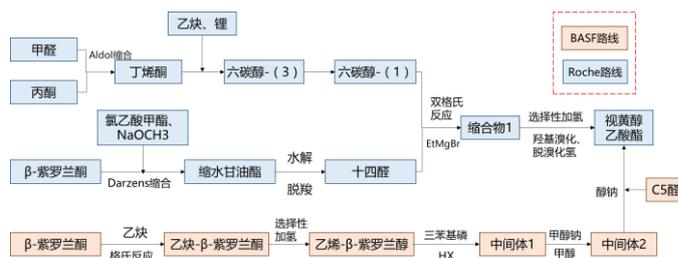
猪瘟对 VA 的需求构成制约，但是一方面猪瘟导致禽料需求增加，禽料的 VA 添加比例高过猪料。另一方面，中国目前生猪的集中养殖比例大约 50%，此次猪瘟会加速生猪养殖业的集中化；如果生猪养殖的比例再提升 50%，预计可以拉动 VA 粉（50 万单位）的需求 1000 到 2000 吨。

图 24: VA 油产能汇总 (吨)



资料来源：百川资讯，东吴证券研究所

图 25: 主要的 VA 合成路线简图



资料来源：《维生素 A 合成工艺》，东吴证券研究所

3.3.2. 帝斯曼收购阿米瑞斯和能特，VE 的格局存在逆转可能。

和 VA 不同，目前的 VE 的格局供求偏松。

目前，全球 VE 油的产能 9 万吨左右，需求大约在 8 万吨，需求增速大约维持在 2% 到 3%。

不过 VE 的供给格局较好，目前全球的 VE 生产集中在 6 家企业手中。

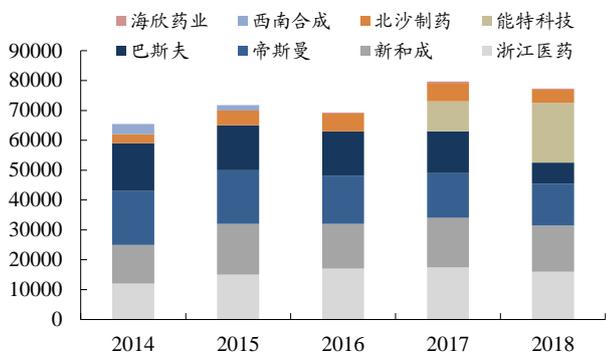
随着帝斯曼出手整合 Amyris 和能特科技，预计 VE 的格局会发生重要变化。

帝斯曼的 VE 油产能 2.2 万吨，但是帝斯曼的 VE 需求约占全球总供给的 30%，由于 Amyris 和能特科技的搅局，VE 的行业格局遭到冲击，此次帝斯曼直接并购 Amyris 和能特科技，行业格局有望进一步集中。

不仅如此，目前现有的企业中间有个别企业依赖能特科技的氢醌，帝斯曼对能特的收购将威胁到相关企业的原料保障。

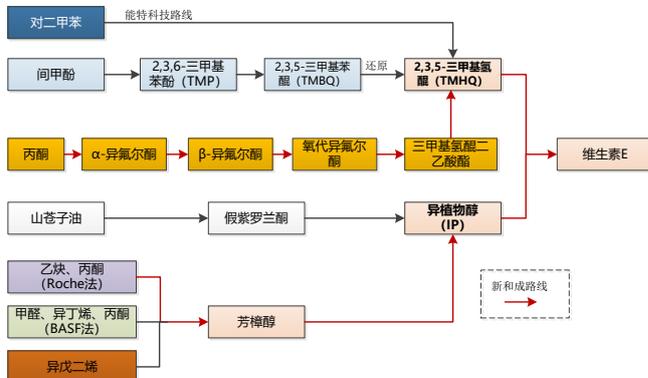
非洲诱发生猪养殖集中化，同样会拉动 VE 的需求，我们认为 VE 粉的需求可能会增加。猪瘟同样也会对 VE 的需求构成制约，但是一方面猪瘟导致禽料需求增加 3000 到 6000 吨。

图 26: VE 油产能汇总 (万吨)



资料来源: 百川资讯, 东吴证券研究所

图 27: 主要的 VE 合成路线概要



资料来源: 《合成维生素 E 的研究进展》, 东吴证券研究所

个股层面, 重点推荐新和成、浙江医药。

3.4. CPE 行业格局重塑, 行业集中度提升明显

根据卓创资讯的统计数据, 2015 年国内 CPE 的总产能约为 105.3 万吨, 其中大型装置在整体供应中占比最大, 排名前四的厂家产能占比高达 35.14%, 而小型装置的数量虽然占比达到三分之二, 但产能仅占 32.76%, 可见规模型企业才是我国 CPE 生产的主力军。

表 5: 2015 年全国 CPE 产能分布

分类	装置 (万吨)	数量	产能统计 (万吨)	产能占比
大型装置	≥5	4	37	35.14%
中型装置	5 < 产能 ≤ 2	13	33.8	32.10%
小型装置	<2	34	34.5	32.76%
合计	-	51	105.3	100%

数据来源: 卓创资讯, 东吴证券研究所

2019 年 10 月 31 日, 亚星化学发布公告称现有生产厂区已全面停产, 预计未来 3 个月内无法全面恢复生产。亚星化学的 CPE 产能为 17 万吨/年, 仅次于日科化学位居国内第二。考虑到今年 4 月杭州科利化工的盐城产能已因天嘉宜事件停产至今, 叠加此次亚星化学的全面关停, 预计 CPE 将出现 30% 以上的供给缺口, 行业格局正处于重塑进程中, 日科化学已正式成为 CPE 行业的绝对龙头。未来伴随着行业格局的优化和新项目的落地, 日科化学有望全面打开成长空间。

4. 挖掘高景气度细分领域, 相关新材料标的具备成长性

尽管大宗化学品尚处低迷状态，化工行业整体缺乏系统性的投资机会，但部分细分领域具有较高景气度，相关化学品需求相对旺盛，如 5G 相关材料、汽车尾气处理材料和电子化学品等都是值得关注的方向。

4.1. 5G 商用时代开启，相关材料需求旺盛

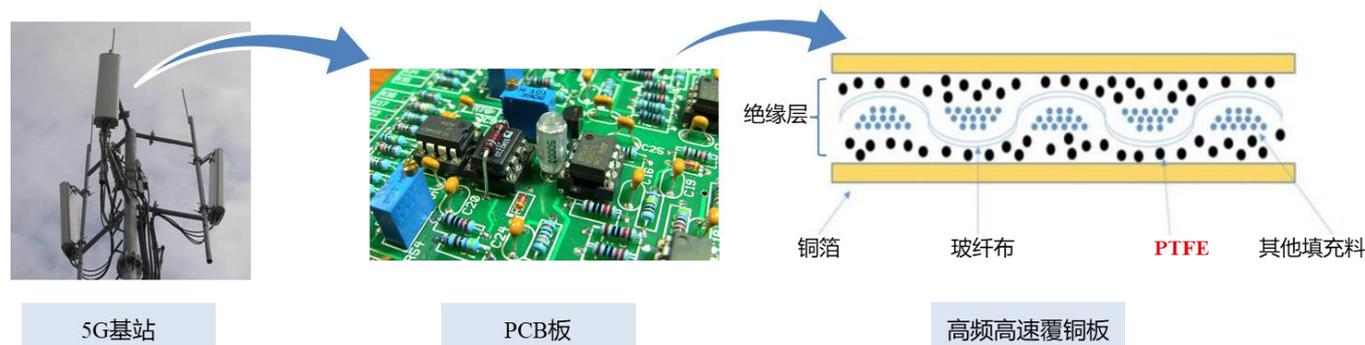
5G 指的是第 5 代无线通信技术，相对于 4G 网络，5G 不仅仅提高网速和优化移动宽带体验，更在于连接新行业和催生新服务，比如推进工业自动化、大规模物联网、智能家居、自动驾驶等。

工信部于 2019 年 6 月 6 日正式向中国移动、中国联通、中国电信和中国广电四家企业发放 5G 牌照，中国正式进入 5G 商用元年。据前瞻产业研究院的预测，2019 年至 2026 年将是 5G 网络主要建设期，基站、天线等核心硬件市场需求有望爆发。

5G 网络高频特征显著。从通信原理来看，载波频率越高，其可实现的信号带宽也就越大。4G-LTE 的频段最高频率约在 2GHz 左右，因而其可用频谱带宽只有 100MHz；在 5G 毫米波频段中，28GHz 与 60GHz 是最有望应用在 5G 通信的两个频段，其中，28GHz 的可用频谱带宽可达 1GHz，60GHz 每个信道的可用信号带宽则可达 2GHz，频谱带宽可翻 10 倍不止。为了更快与更高的峰值传输量，5G 向着更高的频率、更低的延迟、更宽的带宽方向发展。

有“塑料王”之称的 PTFE（聚四氟乙烯）材料，以其优异的介电常性能和高性价比，成为 5G 时代优选的树脂材料。随着 5G 基站需求的显著增长，将同步带动 PTFE 材料需求的大幅上升。根据我们的研究，PTFE 可用于高频高速覆铜板主体材料，对 PTFE 的需求约为 30~40 亿元的市场空间，目前该产品对外依存度较高，进口替代的市场机遇大。

图 28: PTFE 材料用于 5G 基站中的高频高速覆铜板示意图



数据来源：中英科技招股书，东吴证券研究所

个股层面，我们重点推荐昊华科技、国瓷材料。其中，昊华下属晨光院 PTFE 树脂产能为 2.2 万吨/年，仅次于山东东岳位居国内第二位，且产品定位高端，研发实力突出。目前晨光院在自贡市晨光工业园区内建设“高品质 5000 吨/年高品质聚四氟乙烯悬浮树脂及配套工程”，在建悬浮树脂产能全部为高端产品，产品的拉伸强度和断裂伸长率等

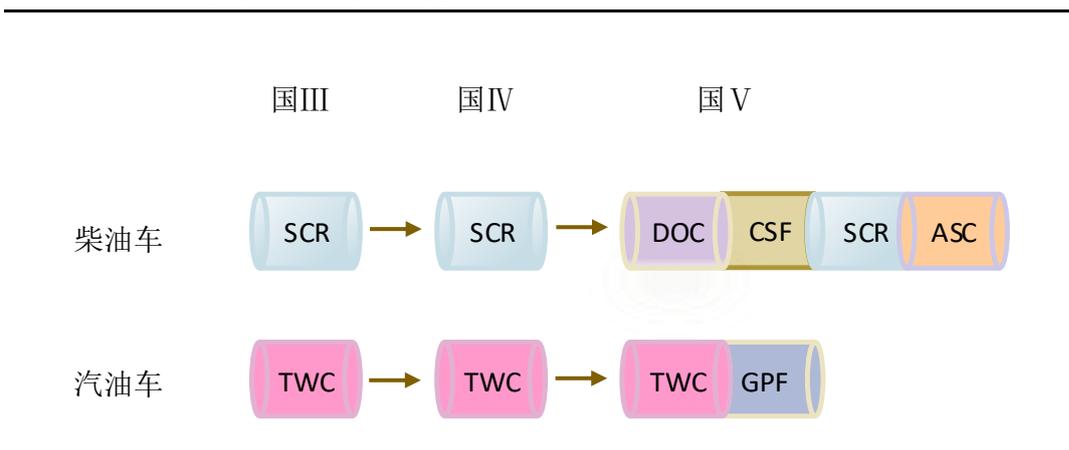
技术指标较现有产品均有较大的改善，颗粒粒径也控制的更加精细。预计项目于 2019 年底投产，新产能的投建能够进一步优化公司产品结构，有效填补进口依赖市场。另外，国瓷材料是国内最大的陶瓷材料生产商，通过内部扩张和收购兼并，目前产品已涵盖电子陶瓷介电材料、结构陶瓷材料、建筑陶瓷材料、电子金属浆料、催化材料等领域，同时公司也在积极探索与 5G 相关业务的产业结合，目前已完成了数个产品的前期布局，为未来业务扩展奠定了基础。

4.2. 国六推行在即，汽车尾气处理市场空间广阔

我国的汽车尾气处理起步较晚，但是进步很快。我国在上世纪末才开始普及三元催化，但是由于当时的汽车普遍使用化油器，空燃比难以控制，催化效率有限。中国在 2000 年发布了国 I 排放标准，并随后逐渐颁布了越来越严格的标准，按照最新的实施计划，2020 年 7 月 1 日开始全国的重型柴油车将全面执行国六标准，而最新的国六标准和欧洲的欧六，美国的 LEVIII/TIER3 标准非常接近，也就是说在短短的十几年内，中国排放标准发展的程度相当于欧美国家半个世纪走过的道路。

柴油发动机属于压燃发动机，需要采用几种不同催化剂的组合来满足排放要求。柴油车的后处理系统需要达到四个目的：减少碳氢化合物的排放，减少一氧化碳的排放，减少氮氧化物的排放和减少颗粒物的排放。相应的催化剂是 DOC，CSF，SCR 和 ASC。几种催化剂各自独立工作，但彼此又有关联。在设计后处理系统时，对于不同的车辆，不同的排放要求，需要决定使用哪种技术路线，以及后处理系统的构造。一般先考虑可行性和系统的性能是否可以满足要求，然后再从成本，方便性和顾客使用经验等方面予以考虑。

图 29：国五标准对催化剂要求更高



数据来源：庄信万丰，东吴证券研究所

个股层面，我们重点推荐万润股份。公司是全球领先的汽车尾气净化催化剂生产商庄信万丰的核心合作伙伴，开发并量产了多种新型尾气净化用沸石环保材料。公司现有产能满产满销，同时“沸石系列环保材料二期扩建项目”计划于 2019 年年底前投产使用。另外公司于 2018 年启动了环保材料建设项目，将新增 7000 吨沸石产能，其中 4,000

吨为 ZB 系列沸石，主要是满足客户在中国和欧洲的扩产计划；3,000 吨为 MA 系列沸石，主要面向国内市场。随着国六标准的全面执行及公司沸石系列环保材料项目的陆续投产，公司将成为在技术和销量均处于世界前列的高端沸石系列环保材料生产商。

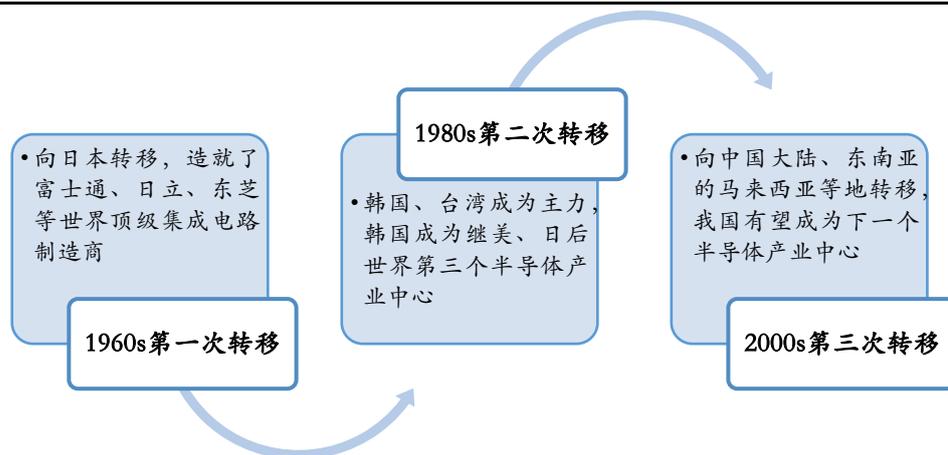
4.3. 半导体产能转移，电子化学品进口替代加速

从经济学角度看，产业转移是不同国家或地区根据要素优势差异进行的产能再分配。

半导体产业目前已经经历了两次产业转移，第一次是从 1960s 到 1980s 美国向日本的转移，第二次是 1980s 开始的从美国、日本向韩国、台湾的转移，如今正处在往我国进行第三次产业转移的阶段。

按照雁行模式理论，产业转移的路径按照技术密集与高附加值产业→资本技术密集产业→劳动密集型产业的阶梯式产业分工体系演进。在“雁行模式”中，美国目前属于“头雁”，而我国正在从“尾雁”的位置逐渐往上赶。

图 30：半导体产业的三次转移历史



资料来源：智研咨询，东吴证券研究所整理

电子化学品和大宗化工品的投资逻辑有所不同。对于大宗化工品而言，下游需求相对稳定，中间转化过程也相对成熟，因此大宗化工品企业很多会通过产能的整合和提高来完成规模经济，所以对供给端的关注度很高。与之形成对比的是，电子化学品企业普遍体量较小，受下游需求波动的影响很大，加之技术层面也有较大的优化空间，所以最关注的环节一般是需求端，即来自下游大客户的要求和验证（周期可长达数年），其次是中间过程，包括自身工艺路线的改进、产品良率的提升和专利的保护等。目前，虽然电子化学品还没有像大宗化工品一样表现出完整的周期性，但其成长属性决定了它是具有想象力的方向。

基于产业转移和大客户追随的视角，我们推荐关注 OLED、抛光液、抛光垫、光刻胶、湿化学品等细分领域；个股层面，重点推荐万润股份。

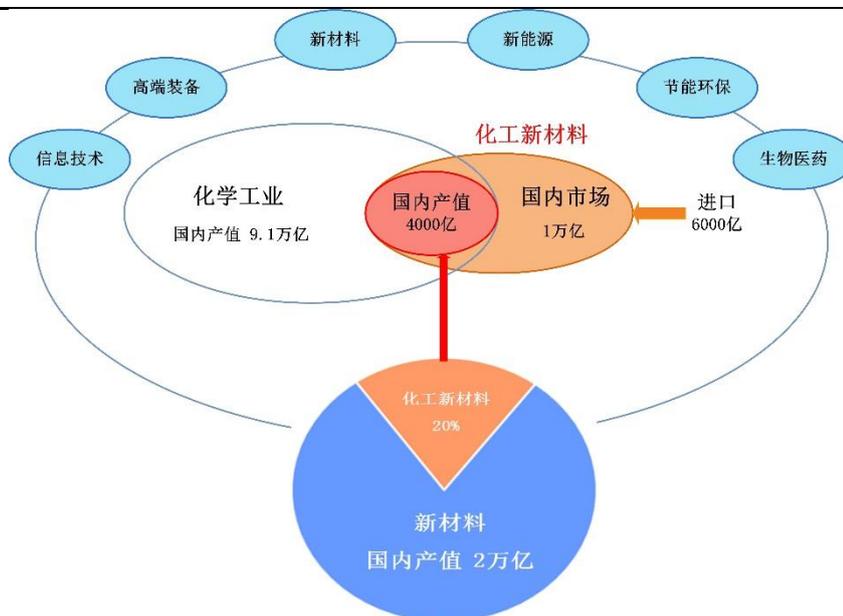
5. 自下而上把握科技股、军民融合和国企改革的机会

5.1. 科技股有望成社会发展新引擎

诸多经验表明，科技发展是大国崛起的关键因素，更是促进股市长牛的重要动力，目前中美贸易摩擦的背后其实不乏科技实力的较量。在外部环境不确定性增加的趋势下，化工板块与之相关的硬科技、新材料产业值得重点关注。

另一方面，新材料行业关系到整个化工产业转型升级的进程。目前我国化工新材料产品市场规模接近 1 万亿元，与此同时，国内化工新材料产品供应整体短缺，2017 年进口金额达 6000 亿元，约占国内化工新材料市场的 60%、全部化工产品进口金额的 40% 以上，所以我国的化工新材料产业还有较大的成长空间。

图 31: 化工新材料的战略意义与产业关系



资料来源：石油和化学工业规划院，东吴证券研究所

化工新材料具有品种多、用量小、专用性强、附加值高、产业关联度大等特点，根据不同细分领域的情况，我们认为未来的关注重点应集中在下述方向。

表 6: 部分化工新材料领域发展重点

产品类别	发展重点	代表产品
电子化学品	满足集成电路小型化的高纯化学品、大功率和高密度集成电路板制造材料高密度布线的封装绝缘材料、电子设备小型化的制造材料	LED 封装材料、混合液晶和关键新型单体材料、偏光片及相关化学薄膜材料、彩色滤光片及相关材料、高纯电子气体和试剂等
塑料添加剂	产品无毒、绿色化，同时提高产品的协同性能	高碳醇酯类、柠檬酸酯类、环氧类、聚酯类和生物降解类增塑剂、无（低）铅、无镉、低粉尘和复合型热稳定剂，无机阻燃剂等

橡胶助剂	产品绿色化，满足轮胎轻量化、低滚动阻力和长寿命等要求	二硫化四苄基秋兰姆（TBzTD）、橡胶助剂预分散母粒、防老剂 4030 和 3100 等、高性能不溶性硫磺、新型加工助剂
密封胶黏剂	满足 VOC 要求的新型高性能产品	改性丙烯酸酯胶、改性聚氨酯胶、改性有机硅密封胶和环氧树脂胶，反应型聚氨酯热熔胶，热熔型、无溶剂型、生态型、光固化型、低温和常温固化型、高固含量型等环保节能胶黏剂
水处理化学品	适合不同水质和用途的水处理剂配方及环保型水处理剂	有机絮凝剂及生物絮凝剂、有机磷酸酯类阻垢分散剂、聚天冬氨酸钠盐及酯等新型绿色环保缓蚀剂及过氧乙酸等新型杀菌剂等

数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

在硬科技、新材料领域，我们建议投资者重点关注昊华科技、利安隆。

5.2. 军民融合和国企改革相关标的值得关注

从美国的经验看，美国最重要的高新技术产业和最关键的技术系统，几乎都是在军事需求带动下产生和发展起来的。实际上，目前所有的民用科技应用，基本是 20 年前的军用技术军转民而来。从西方发达国家的经验看，通过军民融合发展来凝聚国家意志和全社会力量，统筹安全与发展，引领国家由大向强发展，筑牢本国安全和发展的基石具有重要的战略意义。

我国军民融合正在推进：由于历史原因，我国的军民融合的产业基础比较薄弱，实操层面也还有各类体制性、结构性和政策性挑战和障碍。但我们也注意到，目前已经有一些地方国企和民营企业涉足军工业务，并且以股权激励的形式激发技术骨干的创新潜力。

国企改革取得实质性进展：我们注意到部分国有企业建立核心骨干员工中长期激励基金计划，当年度加权净资产收益率大于 10% 可以分级提取激励，激励资金的 80% 必须在三个月内从二级市场购买公司股票，并且三年内不得通过任何方式进行减持。基本实现了国有资产的保值、增值，员工的短期利益和长期利益的均衡。我们也注意到，有的地方国企要求管理层按照高于净资产作价，现金入股，然后和集团签署目标责任书，超额完成的收益可以不对等分红。

军民融合、军用材料、国企改革领域，我们建议投资者重点关注宏大爆破、昊华科技和泰和新材。

6. 风险提示

6.1. 油价大幅波动的风险

石油化工的产业景气程度与油价息息相关，石油价格受到供需、地缘政治、技术发

展等多因素影响，其波动存在一定的不确定性。

6.2. 环保政策的不确定风险

化工子领域中包括很多重污染行业，受环保政策影响较大。环保政策未来仍会趋严，但在具体实施方式上仍存在不确定性。对于化工企业而言，未来已有装置和新建项目均会受到环保政策影响，或因环保政策的影响导致装置开工受限、新项目投产进度延缓等。

6.3. 新项目投产不及预期

建议关注的标的多有内生增长的规划，在建项目较多，受到环保、技术等因素影响，在建项目或有进度不达预期的风险。

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>

