

中性

——维持

日期：2019年11月21日

行业：基础化工



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070001

证券研究报告/行业研究/年度策略

## 优质龙头穿越周期，聚焦底部回暖+新材料领域

### —2020年基础化工行业投资策略

#### ■ 主要观点

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统主线中我们建议关注低估值优质龙头及底部反转（制冷剂、维生素等）、格局优化细分领域（PVA、高倍甜味剂等），新材料主线中建议关注胶粘剂、面板及半导体配套材料、尾气净化材料、珠光材料、LED应用。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

#### 低估值优质龙头配置价值显现，寻找底部反转及格局优化细分行业

我们认为大部分传统周期行业产品价格触底企稳，价格下降空间大幅缩小，但龙头企业扩产持续进行也使得行业需要经历一段时间来消化填补完市场退出份额后的新增产能，行业供给紧缩导致产品价格大幅提升的现象难以呈现。尽管经历了一轮价格下跌，但产业链一体化能力较好的龙头企业仍然具有较好的ROE水平和相对较低的PB估值，因此，我们重提化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工等）的长期配置价值；此外，在大行业景气下行期，我们仍然能够寻找到处于复苏期和有望底部反转的细分子行业，建议关注有望底部反转的受益于三代HFCs基线期临近的制冷剂子行业（巨化股份、三美股份），受益于原材料价格提升、寡头垄断格局稳固、下游饲料存在回暖预期的维生素子行业（新和成、浙江医药），并持续关注行业马太效应持续增强的PVA行业（皖维高新）、高倍甜味剂行业（金禾实业）。重点关注万华化学、华鲁恒升、巨化股份、新和成、皖维高新、金禾实业。

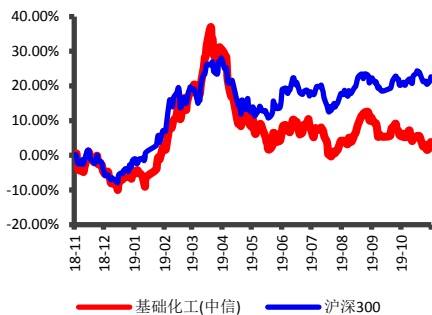
#### 国产替代进程加速，寻找底部反转及格局优化细分行业

随着国内产品技术持续提升，陆续出现了多个进口替代子行业，并且替代品种仍在增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的优势使得包括面板在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着美国对华科技领域限制范围扩大，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）、珠光材料行业（坤彩科技）、尾气处理材料，并关注高速增长LED小间距领域（利亚德、洲明科技、奥拓电子等）。重点关注回天新材、鼎龙股份。

#### 风险提示

原油价格出现大幅波动；下游需求不振；化工企业重大安全事故及环保事故；政策出现变动；系统性风险。

近12个月行业指数与沪深300比较  
(截止至2019年11月20日)



报告编号：HLX19-HG-10

相关报告：

## 重点推荐股票业绩预测（截止 2019 年 11 月 20 日）：

| 代码     | 股票   | 股价    | EPS   |       |       | PE    |       |       | PB  | 投资评级 |
|--------|------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-------|-----|------|
|        |      |       | 2018A | 2019E | 2020E | 2018A | 2019E | 2020E |     |      |
| 600309 | 万华化学 | 46.13 | 3.38  | 3.38  | 3.87  | 13.6  | 13.6  | 11.9  | 3.6 | 谨慎增持 |
| 600426 | 华鲁恒升 | 16.24 | 1.86  | 1.54  | 1.83  | 8.7   | 10.5  | 8.9   | 1.9 | 增持   |
| 600160 | 巨化股份 | 6.82  | 0.78  | 0.44  | 0.53  | 8.7   | 15.5  | 12.9  | 1.4 | 谨慎增持 |
| 002001 | 新和成  | 22.61 | 1.43  | 1.12  | 1.4   | 15.8  | 20.2  | 16.2  | 3.0 | 谨慎增持 |
| 600063 | 皖维高新 | 3.4   | 0.07  | 0.18  | 0.26  | 48.6  | 18.9  | 13.1  | 1.3 | 增持   |
| 002597 | 金禾实业 | 18.68 | 1.63  | 1.47  | 1.75  | 11.5  | 12.7  | 10.7  | 2.6 | 增持   |
| 300041 | 回天新材 | 11.04 | 0.28  | 0.45  | 0.54  | 39.4  | 24.5  | 20.4  | 2.8 | 增持   |
| 300054 | 鼎龙股份 | 8.55  | 0.31  | 0.24  | 0.33  | 27.6  | 35.6  | 25.9  | 2.2 | 增持   |

数据来源：wind 上海证券研究所

## 目 录

|   |           |
|---|-----------|
| <b>一、化工行业概况</b> .....                       | <b>4</b>  |
| 1.1 净利润降幅扩大，去库存启动现金流回暖.....                 | 5         |
| 1.2 子行业：胶粘剂、树脂、橡胶制品等同比持续回暖.....             | 6         |
| 1.3 基础化工行业市场继续呈现弱势.....                     | 7         |
| <b>二、油价低位震荡，化工品价格企稳</b> .....               | <b>8</b>  |
| 2.1 化工品：价格继续筑底，中短期难现整体反弹行情.....             | 8         |
| 2.2 成本端：油价走势符合预期，中短期仍将维持底部震荡...10           |           |
| 2.3 需求端：地产基建有所回暖，消费端市场增速不容乐观...11           |           |
| <b>三、投资策略：关注低估值龙头，聚焦底部复苏子行业及新材料领域</b> ..... | <b>13</b> |
| 3.1 低估值产业链一体化优质企业具长期配置价值.....               | 13        |
| 3.2 关注底部复苏及马太效应增强细分行业.....                  | 14        |
| 3.3 聚焦国产替代进程加速领域.....                       | 19        |
| <b>四、重点推荐公司</b> .....                       | <b>24</b> |
| 4.1 万华化学.....                               | 24        |
| 4.2 华鲁恒升.....                               | 25        |
| 4.3 巨化股份.....                               | 26        |
| 4.4 新和成.....                                | 27        |
| 4.5 皖维高新.....                               | 28        |
| 4.6 金禾实业.....                               | 29        |
| 4.7 回天新材.....                               | 30        |
| 4.8 鼎龙股份.....                               | 31        |
| <b>五、总结</b> .....                           | <b>32</b> |
| <b>六、风险提示</b> .....                         | <b>33</b> |

图 表

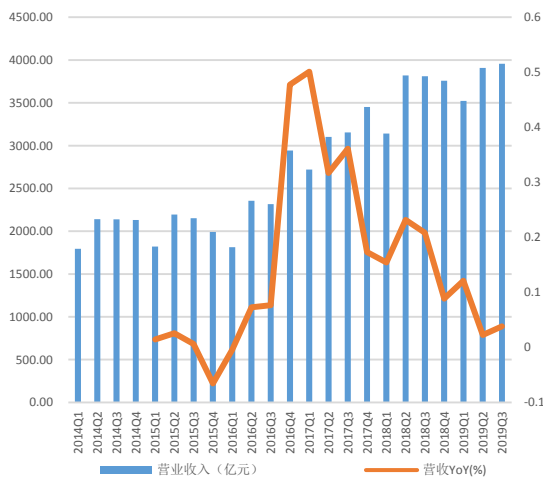
|                                    |    |
|------------------------------------|----|
| 图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图 .....        | 5  |
| 图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图 .....       | 5  |
| 图 3 历年基础化工行业资产负债率示意图 .....         | 6  |
| 图 4 历年基础化工行业库存示意图 .....            | 6  |
| 图 5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和 .....      | 6  |
| 图 6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收 .....    | 6  |
| 图 7 近两季度基础化工子行业营收 YoY .....        | 7  |
| 图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY .....     | 7  |
| 图 9 2019 年初至今 A 股基础化工板块表现 .....    | 7  |
| 图 10 A 股行业估值情况 .....               | 8  |
| 图 11 价格较 19 年初涨幅居前产品示意图 .....      | 9  |
| 图 12 价格较 18 年同期涨幅居前产品示意图 .....     | 9  |
| 图 13 年初至今 ICE 布油价格走势示意图 .....      | 11 |
| 图 14 我国历年房屋新开工面积及增速示意图 .....       | 11 |
| 图 15 我国历年基建投资累计同比示意图 .....         | 11 |
| 图 16 我国历年汽车产量及增速示意图 .....          | 12 |
| 图 17 我国历年空调、冰箱产量及增速示意图 .....       | 12 |
| 图 18 我国历年纺织品产量增速示意图 .....          | 12 |
| 图 19 各行业龙头 PB-ROE 示意图 .....        | 14 |
| 图 20 维生素 A 全球产能示意图 .....           | 16 |
| 图 21 维生素 E 全球产能示意图 .....           | 17 |
| 图 22 PVA 行业主要产能来源示意图 .....         | 18 |
| 图 23 历年我国 PVA 产量及表观消费量示意图 .....    | 18 |
| 图 24 历年我国 PVA 进出口量示意图 .....        | 18 |
| 图 25 安赛蜜市场格局示意图 .....              | 19 |
| 图 26 三氯蔗糖市场格局示意图 .....             | 19 |
| 图 27 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图 ..... | 20 |
| 图 28 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图 ..... | 20 |
| 图 29 胶粘剂下游细分市场示意图 .....            | 21 |
| 图 30 晶圆制造材料占比 .....                | 23 |
| 图 31 国内 LED 应用市场规模示意图 .....        | 23 |
| 表 1 HCFCs 减量进程表 .....              | 14 |
| 表 2 2019 年 HCFCs 配额分配表（单位：吨） ..... | 15 |
| 表 3 大陆 12 英寸晶圆厂产能情况 .....          | 21 |

## 一、化工行业概况

### 1.1 净利润降幅扩大，去库存启动现金流回暖

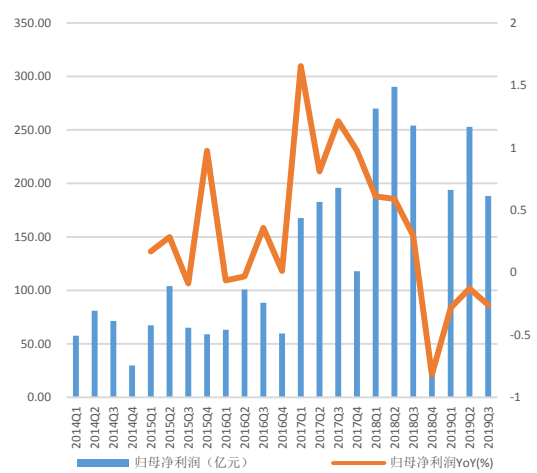
我们选取了 174 家 2014 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，单季度营业收入呈现上升趋势营收增速自 2017 年 Q1 (50.10%) 起出现持续下滑, 19 年 Q3 季度仅为 3.84%; 从归母净利润情况来看, 2017 年 Q1 季度增速达到 165% 之后逐步下滑, 2018 年 Q4 季度增速变负值, 19 年 Q1 和 Q2 季度降幅缩窄, 但 Q3 季度降幅再度扩大, 大行业继续处于景气下行周期。

图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

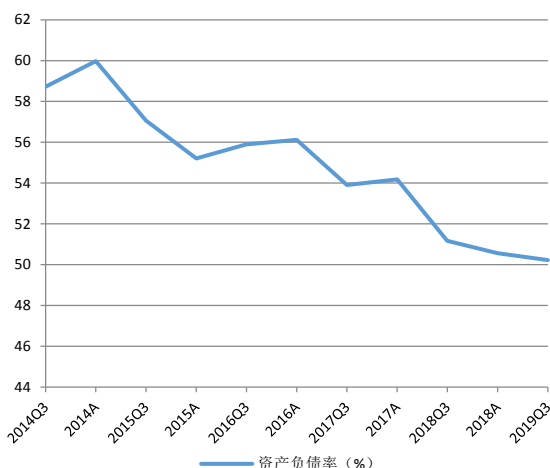
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

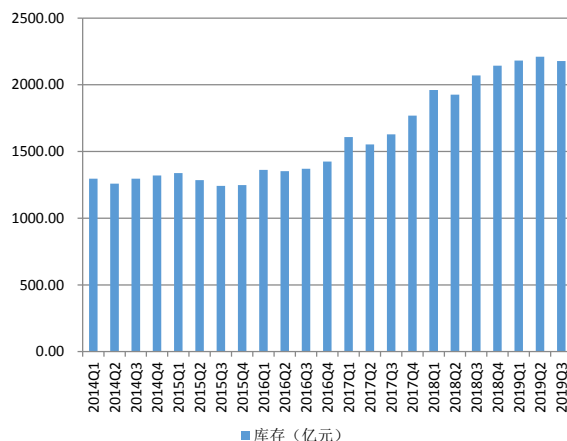
据 Wind 数据显示, 2014 年至今资产负债率呈现下降趋势, 从 60% 左右降至 19 年 Q3 季度的近 50%, 企业负债水平经历了一轮景气周期之后出现逐步下滑。从库存情况来看, 随着龙头企业产能扩张及产品价格提升影响, 库存水平自 17 年起逐步提升, 19 年 Q3 季度首次出现下滑, 在 18 年伴随着多数产品陆续降价, 库存仍然持续升高, 产销率出现下滑, 随着 19 年 Q3 季度的库存出现向下拐点, 我们认为去库存周期已经开启, 预计 1-2 年内行业库存将陆续出清。

图 3 历年基础化工行业资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

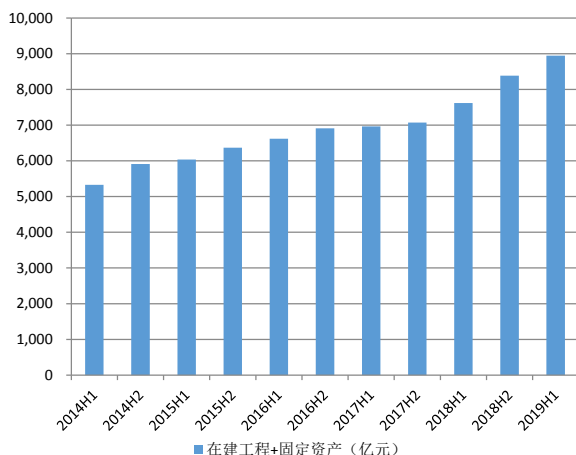
图 4 历年基础化工行业库存示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

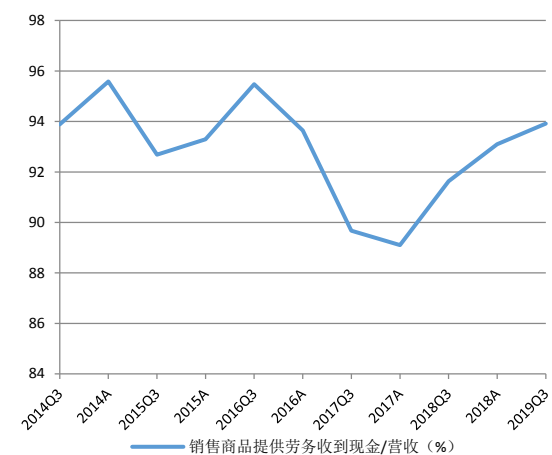
据 Wind 数据显示,基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势,18 年至 19 年上半年提升更为明显,上市公司逆周期扩张符合预期。销售商品提供劳务收到现金与营收的比值自 2017 年起底部回升,2019 年 Q3 季度恢复至 94% 左右。

图 5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收



数据来源: Wind 上海证券研究所

## 1.2 子行业: 胶粘剂、树脂、橡胶制品等同比持续回暖

我们选取了 2014 年至今数据齐全的 174 家基础化工上市公司,根据 wind 数据统计,营业收入方面,钾肥、涤纶、氯碱、日化、民爆细分子行业 19 年单季度增速均为正,复合肥、氟化工、塑料制品、橡胶制品等细分行业 19 年单季度同比均下滑;归母净利润方面,树脂、胶粘剂、民爆、橡胶制品等子行业 19 年单季度同比均上升,复合肥、农药、粘胶、纯碱、氟化工、有机硅、聚氨酯、塑料制品等子行业 19 年单季度均下滑。

图 7 近两季度基础化工子行业营收 YoY

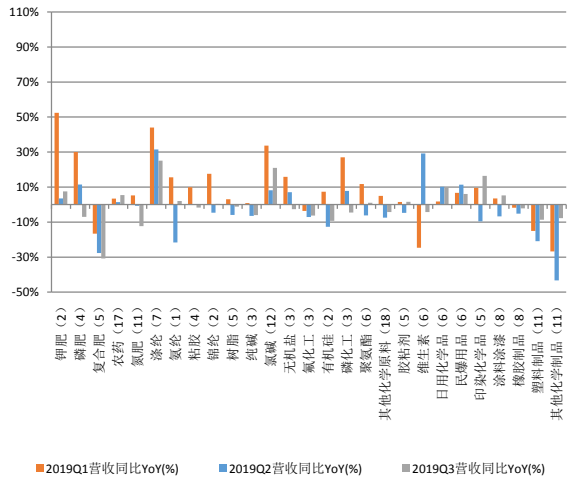
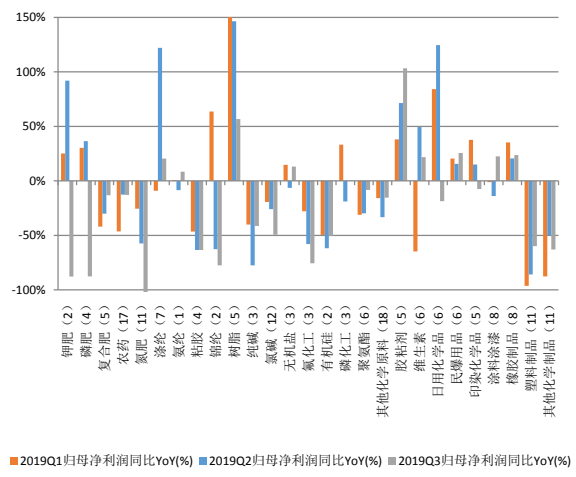


图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY



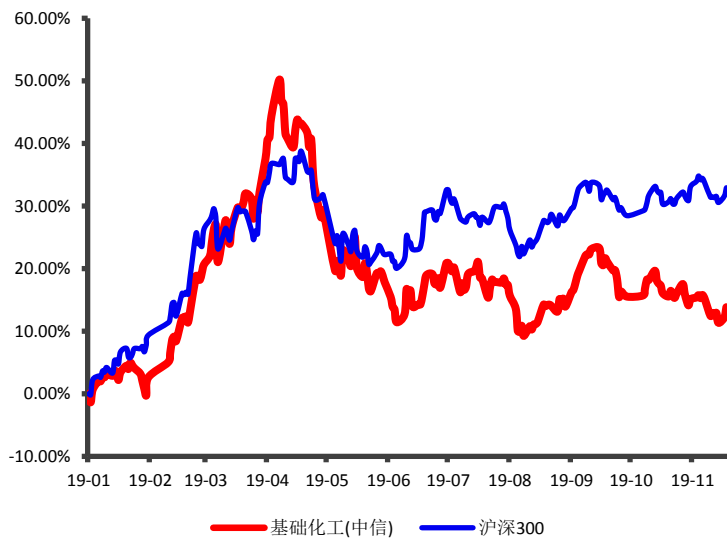
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

### 1.3 基础化工行业市场继续呈现弱势

从 2019 年年初至今,基础化工板块大幅跑输于沪深 300 指数,但个股方面仍然有亮眼表现,三棵树、百傲化学、双象股份、珀莱雅、国瓷材料、石大胜华、广信材料均实现翻倍;白马股万华化学、扬农化工、华鲁恒升等涨幅也分别达到 73.45%、50.70%和 36.47%。

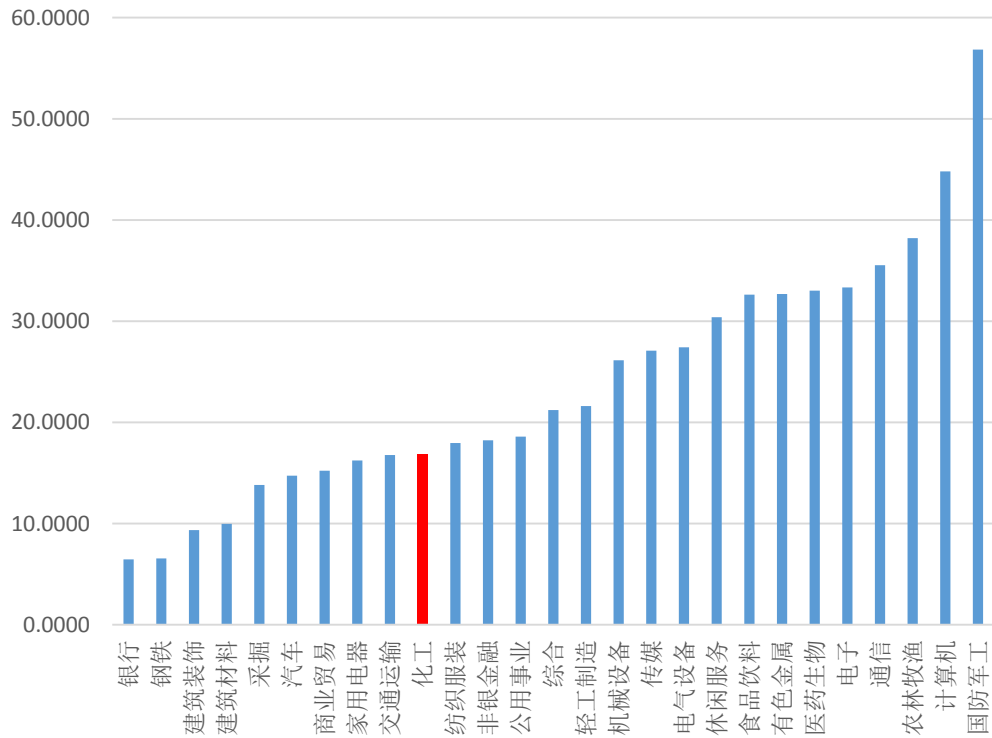
图 9 2019 年初至今 A 股基础化工板块表现



数据来源: wind, 上海证券研究所

从估值上看,基础化工 PE (TTM) 为 18.7 倍(剔除负值后为 16.8 倍),仍然处于近五年来较低位置。而行业 PB 值为 1.9 倍,处于低估状态。从行业比较来看,基础化工行业属于估值属于中等偏低位置(27 个行业从低到高排 10)。

图 10 A 股行业估值情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

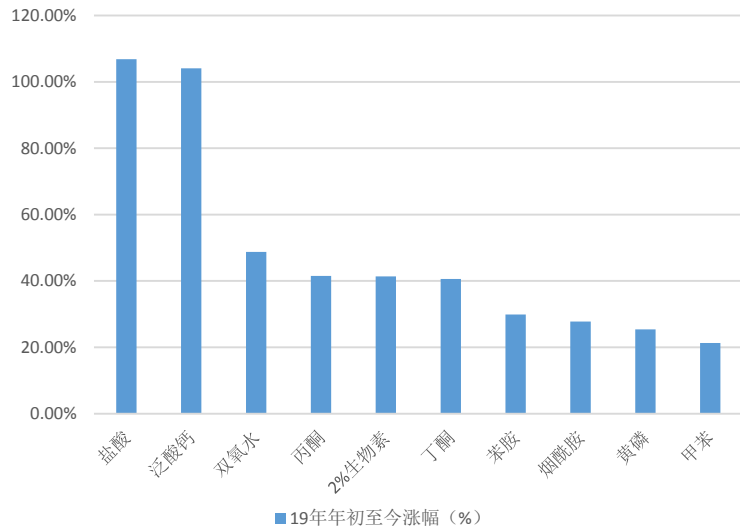
## 二、油价低位震荡，化工品价格企稳

### 2.1 化工品：价格继续筑底，中短期难现整体反弹行情

据百川盈孚统计，我们跟踪的 159 种化工品中较年初上涨的品种有 28 个，盐酸、泛酸钙涨幅超过 100%，双氧水、丙酮、2% 生物素、丁酮涨幅超 40%，苯胺、烟酰胺、黄磷、甲苯、磷酸涨幅超 20%；跌幅超过 20% 的品种有 37 个，其中，维生素及氟化工制冷剂系列产品跌幅较大，VD3 跌幅达到 67.71%，VB2、VB12、VA、VC 跌幅分别达到 42.78%、41.38%、29.52% 和 21.88%，R125、R134a、R410a、R22、R32、无水氢氟酸跌幅也达到了 40.35%、39.40%、36.00%、33.33%、30.00% 和 33.06%。



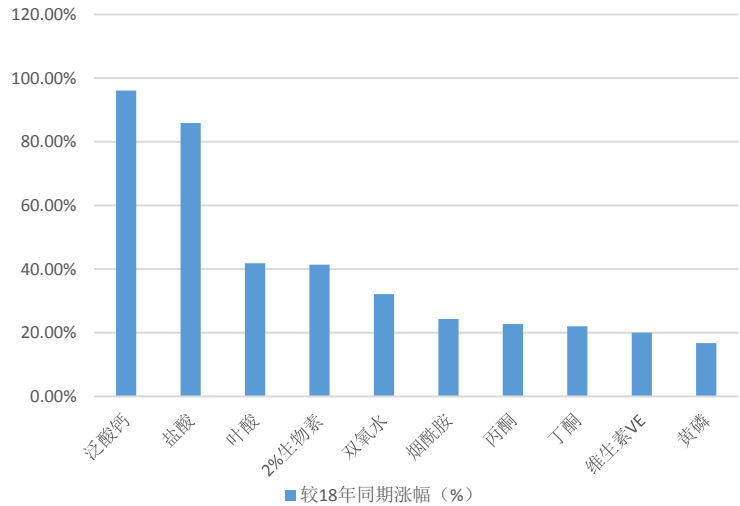
图 11 价格较 19 年初涨幅居前产品示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

与 2018 年同期相比，价格上涨的品种仅有 18 个，泛酸钙、盐酸、叶酸、2%生物素等涨幅超过 40%，双氧水、烟酰胺、丙酮、丁酮、VE 涨幅超 20%；跌幅超过 20% 的有 68 个品种，其中维生素、氟化工制冷剂系列产品跌幅居前，PA66、TDI、硫酸、固体烧碱、醋酸、草铵膦、己内酰胺、丙烯酸及酯等跌幅均超过 30%。

图 12 价格较 18 年同期涨幅居前产品示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

我们认为化工品筑底阶段正在轮流进行，未来随着环保督查持续深入及新产能投放的互相制约，多数行业供需格局能够维持相对稳定状态。对于行业集中度相对较高的细分子行业供需结构相对稳定，新进入者较少，龙头企业将进一步提升市占率，增强定价权。未来一年内仍为行业新增产能逐步投放期，消化库存及新增产能将使得化工品整体价格难以出现向上突破，但去库存情况较好及行业

出清程度较高的细分行业将先一步进入回暖期。

## 2.2 成本端：油价走势符合预期，中短期仍将维持底部震荡

今年以来国际油价出现了大幅波动，年初受 OPEC 减产及地缘政治影响，国际油价开启反弹，美油和布油一度突破 66 和 73 美元，随着委内瑞拉局势边际影响改善，美国对伊朗制裁、全球贸易摩擦加剧及中东动荡局势缓和及全球经济增速放缓，原油价格出现回落，符合我们之前的预期。我们认为中短期内油价仍将处于低位震荡状态，布油价格中枢预计将在 60-65 美元区间波动。

供应方面：美国能源信息署(EIA)公布报告显示，截至 11 月 1 日当周，美国原油库存增加 792.9 万桶至 4.468 亿桶，市场预估为增加 272.1 万桶。美国精炼油库存减少 62.2 万桶，连续 7 周录得下滑，跌至 2018 年 6 月以来最低水平，市场预估为减少 61.4 万桶。美国汽油库存减少 282.8 万桶，连续 6 周录得下滑，跌至 2017 年 11 月以来最低水平，市场预估为减少 172.8 万桶。更多数据显示，上周俄克拉荷马州库欣原油库存增加 171.4 万桶，连续 5 周录得增长，且创 9 月 27 日当周(6 周)以来最大增幅。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)周五(11 月 8 日)公布数据显示，截至 11 月 8 日当周，美国石油活跃钻井数减少 7 座至 684 座。美国石油活跃钻井数 10 月减少 30 座，已经连续 11 个月录得减少，创纪录最长周期。

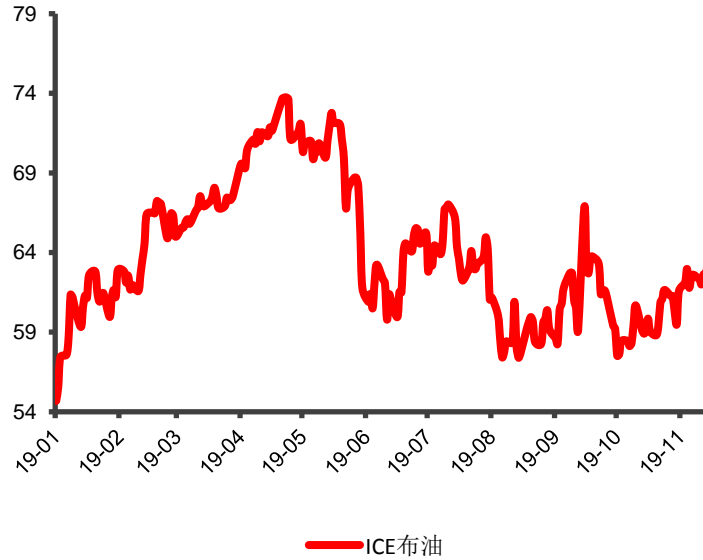
美国能源信息署(EIA)周三(11 月 13 日)发布短期能源展望报告指出，预计 11 月美国原油产量将触及纪录新高的 1300 万桶/日，同时上调 2019 和 2020 年的美国产量预期。EIA 报告显示，2019 年美国原油产量料将增加至 1229 万桶/日，较上月预估上调了 3 万桶/日，并预计 2020 年美国原油产量将进一步增加至 1329 万桶/日。此外，EIA 将 2019 年全球原油需求增速预期下调 9 万桶/日至 75 万桶/日，并将 2020 年全球原油需求增速预期上调 7 万桶/日至 137 万桶/日。

需求方面：美国能源信息署(EIA)周二(10 月 8 日)发布短期能源展望报告称，将 2019 年美国产量增幅预估上调至 127 万桶/日，达到 1226 万桶/日，之前增幅预期为 125 万桶/日。但 2020 年美国产量增幅预估下调至 91 万桶/日，预计将达到 1317 万桶/日，之前预估为 1323 万桶/日。另一方面，EIA 将 2019 年全球原油需求增速预期下调 5 万桶/日至 84 万桶/日，并将 2020 年全球原油需求增速预期下调 10 万桶/日至 130 万桶/日。

在 OPEC 在最新发布年度报告中下调了未来的全球原油需求增长预估，认为 2024 年全球原油需求将增长至 104.8 亿桶/日，而 2040 年将增长至 1.106 亿桶，低于去年预测的 1.117 亿桶/日。同时 OPEC 预计未来五年内市场对该组织的原油需求也将下滑，2024 年

料将减少至 3280 万桶/日，低于 2019 年的 3500 万桶/日，主要是受到美国页岩油以及其他主要竞争对手产量攀升的市场份额压榨影响。

图 13 年初至今 ICE 布油价格走势示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

### 2.3 需求端：地产基建有所回暖，消费端市场增速不容乐观

化工行业下游覆盖地产、基建、医药、汽车、家电、食品、纺织、电子、交运、军工等多个领域，需求端增速与国民经济增长关联度较高，因此，宏观经济增速放缓阶段，化工行业下游需求增长也会有一定程度放缓。

地产和基建两架马车近期有回暖趋势，房屋新开工面积 2019 年 10 月重回两位数增长，基建增速 2019 年以来在 2.5%-3.5%之间呈现上升趋势，预计将重新带动涂料、玻璃、PVC、钛白粉等多个领域需求回升。

图 14 我国历年房屋新开工面积及增速示意图

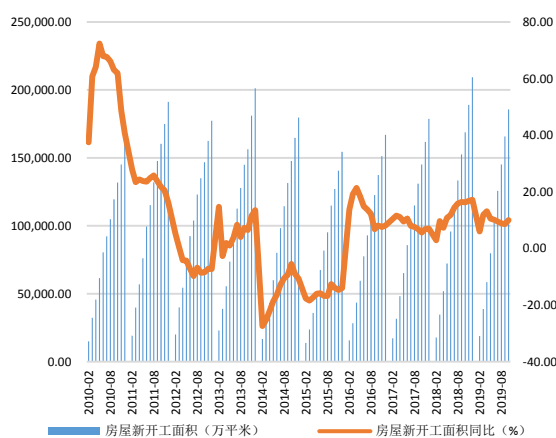


图 15 我国历年基建投资累计同比示意图

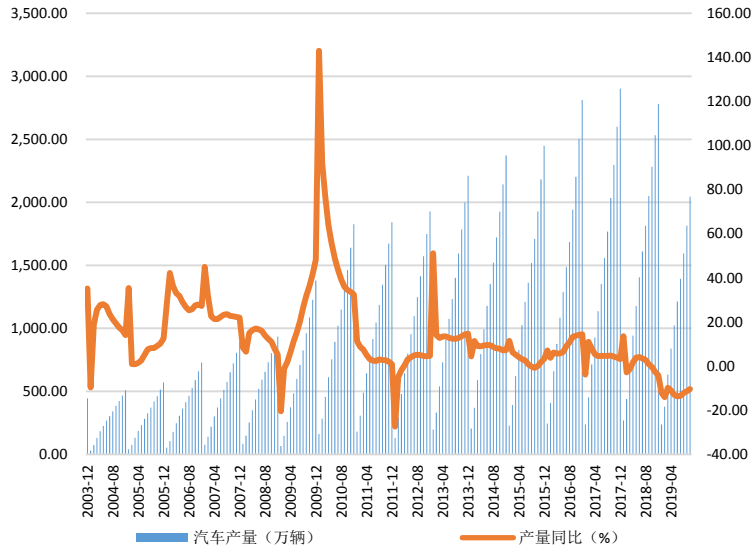


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

汽车产量方面, 2018年10月起产量出现同比下滑, 至2019年2月降幅一度达到14.08%, 10月降幅缩窄至10.40%, 降幅连续4个月出现缩窄。预计将对窗膜、改性塑料、车用胶、轮胎、内饰、安全带等多个领域产生积极影响。

图 146 我国历年汽车产量及增速示意图

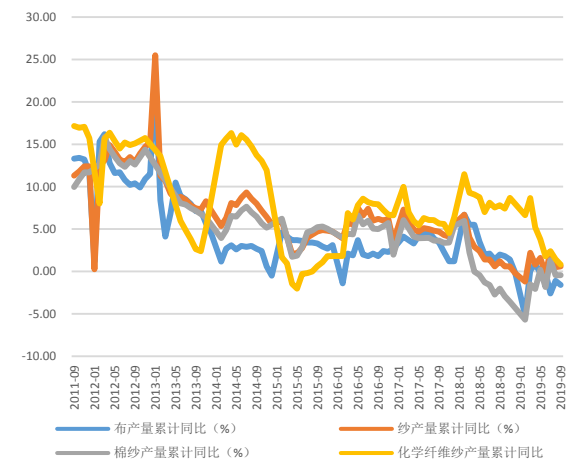
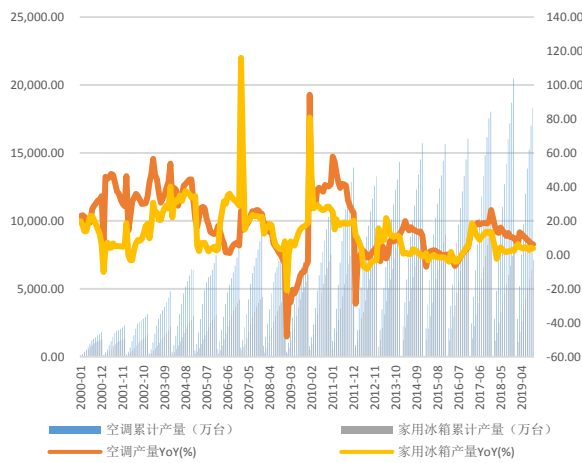


数据来源: wind 上海证券研究所

空调产量增速2019年逐步下滑, 10月降至6.20%, 为17年以来新低, 冰箱产量增速18年以来一直较低, 基本维持在5%以下缓慢增长。纺织品方面, 布、纱产量增速在0%左右波动, 10月降至-2.00%和-0.30%, 棉纱产量增速18年起呈现负增长, 化学纤维纱产量增速18年起也有大幅下滑, 从10%以上降至0.8%, 纺织品整体下滑严重。

图 17 我国历年空调、冰箱产量及增速示意图

图 18 我国历年纺织品产量增速示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

### 三、投资策略：关注低估值龙头，聚焦底部复苏子行业及新材料领域

我们认为大部分传统周期行业产品价格触底企稳，价格下降空间大幅缩小，但龙头企业扩产持续进行也使得行业需要经历一段时间来消化填补完市场退出份额后的新增产能，行业供给紧缩导致产品价格大幅提升的现象难以呈现。尽管经历了一轮价格下跌，但产业链一体化能力较好的龙头企业仍然具有较好的 ROE 水平和相对较低的 PB 估值，因此，我们重提化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工等）的长期配置价值；此外，在大行业景气下行期，我们仍然能够寻找到处于复苏期和有望底部反转的细分行业，建议关注有望底部反转的受益于三代 HFCs 基线期临近的制冷剂子行业（巨化股份、三美股份），受益于原材料价格提升、寡头垄断格局稳固、下游饲料存在回暖预期的维生素子行业（新和成、浙江医药），并持续关注行业马太效应持续增强的 PVA 行业（皖维高新）、高倍甜味剂行业（金禾实业）。

随着国内产品技术持续提升，陆续出现了多个进口替代子行业，并且替代品种仍在增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的优势使得包括面板在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着美国对华科技领域限制范围扩大，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）、珠光材料行业（坤彩科技）、尾气处理材料，并关注高速增长 LED 小间距领域（利亚德、洲明科技、奥拓电子等）。

#### 3.1 低估值产业链一体化优质企业具长期配置价值

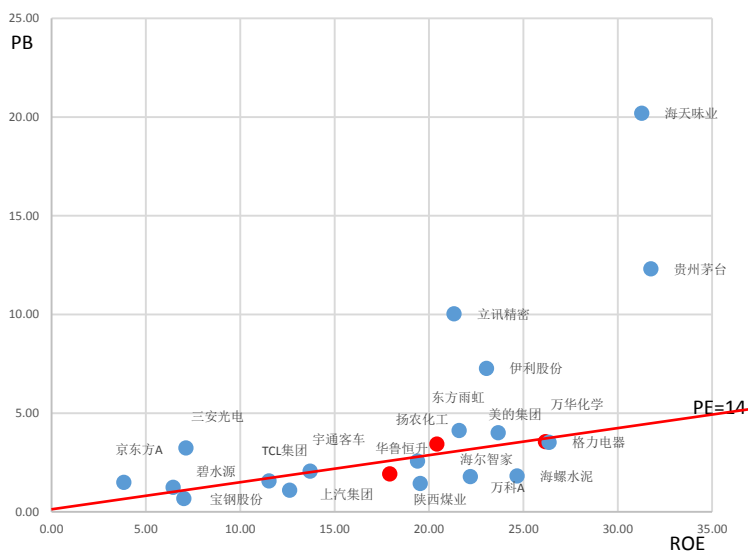
目前化工品多数进入景气下行周期，供给端受龙头企业扩产影响逐步增长，需求端受宏观经济增速放缓影响也进入增速下行周期，2016-2017 年的供给紧张局面难以再现。产品价格自 2018 年起陆续经历了下行调整，企业盈利能力受到影响。

对比前期与当下形势，环保督查、安全生产要求仍然维持较严格趋势，尤其是响水爆炸事件及近两年频发的生产事故为化工行业企业规范化生产提出了更加严格苛刻的要求。尽管对供给端带来边际改善的作用逐步减弱，但退城入园、沿江企业搬迁、安全生产等政策仍然对生产企业的技术、资金等提出了考验。

供需结构恶化的情况下，企业竞争将会加剧，成本及费用控制、产品核心竞争力、稳定生产能力等都将会在新一轮行业洗牌中决定企业的发展状态，因此，具备产业链一体化优势、工艺优化及低成本新路线、高质量产品的龙头企业将进一步提升市场份额，强者恒强格局将进一步显现。

从 PB-ROE 来看，万华化学、华鲁恒升、扬农化工等化工一体化龙头在周期行业中 ROE 较高，且目前产品价格处于较低位置，盈利能力进一步恶化的概率不大，PB 相对不高，具有较好的配置价值。

图 159 各行业龙头 PB-ROE 示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

### 3.2 关注底部复苏及马太效应增强细分行业

#### ■ 制冷剂:

制冷剂主要成分为氟氯卤代物，目前可以分为四代产品，一代 CFCs、二代 HCFCs、三代 HFCs 和四代 HFOs，目前下游主要为家用空调、冰箱、车用空调等领域。

从产品来看，一代、二代产品的 ODP 和 GWP 较高，对臭氧有危害，因此，一代产品目前已经全球淘汰，二代产品处于配额生产期，配额逐步进行缩减，三代产品尽管 ODP 较低，但 GWP 仍然较高，会导致温室效应，主要发达国家 19 年起开始削减 HFCs 配额，发展中国家 2020-2022 年进入基线年，之后进行配额生产，并逐步削减配额。二代及三代产品供给端将得到较好控制，并出现逐步收缩。

表 1 HCFCs 减量进程表

| 主要发达国家 |    | 主要发展中国家 |    |
|--------|----|---------|----|
| 时间     | 削减 | 时间      | 削减 |

|        |           |        |           |
|--------|-----------|--------|-----------|
| 2010 年 | 减量 75%    | 2015 年 | 减量 10%    |
| 2015 年 | 减量 90%    | 2020 年 | 减量 35%    |
| 2020 年 | 减量 99.50% | 2025 年 | 减量 67.50% |
| 2030 年 | 禁用        | 2030 年 | 减量 97.50% |
|        |           | 2040 年 | 禁用        |

数据来源：上海证券研究所整理

二代制冷剂 HCFCs 国内 2018 年总配额约为 27.43 万吨，2019 年将降至 26.68 万吨，目前东岳集团、巨化股份、梅兰化工、三美股份、阿科玛、三爱富等公司为国内规模较大的 HCFCs 生产企业，格局相对稳定，并且三爱富拟出售部分氟化工产业，行业有望进一步优化。

表 2 2019 年 HCFCs 配额分配表（单位：吨）

| 企业名称    | 生产配额   | 内用生产配额 |
|---------|--------|--------|
| 山东东岳    | 78605  | 50735  |
| 江苏梅兰化工  | 55171  | 44886  |
| 浙江衢化    | 54989  | 42522  |
| 阿科玛（常熟） | 15720  | 1415   |
| 浙江兰溪巨化  | 14660  | 14660  |
| 浙江三美    | 14008  | 7705   |
| 常熟三爱富   | 12652  | 6621   |
| 临海利民    | 12056  | 6707   |
| 金华永和    | 5764   | 4931   |
| 浙江鹏友    | 1972   | 1542   |
| 江西三美    | 1224   | 1080   |
| 合计      | 266821 | 182804 |

数据来源：百川盈孚 上海证券研究所

从原材料来看，上游萤石粉 19 年 10 月均价 2804.14 元/吨，同比增加 81.82 元/吨，涨幅达到 3%，但环比继续下滑，跌幅为 1.81%，自 18 年 11-12 月暴涨至 3600 元/吨后，持续出现环比回落；无水氢氟酸价格也继续阴跌，均价降至 8520 元/吨左右，环比下滑 6.37%，目前国内产能 250 万吨左右，开工率约在 58%。我们预计原材料价格在未来不出现大量生产企业关停的情况下，将维持在低位，制冷剂企业成本将进入相对可控阶段。

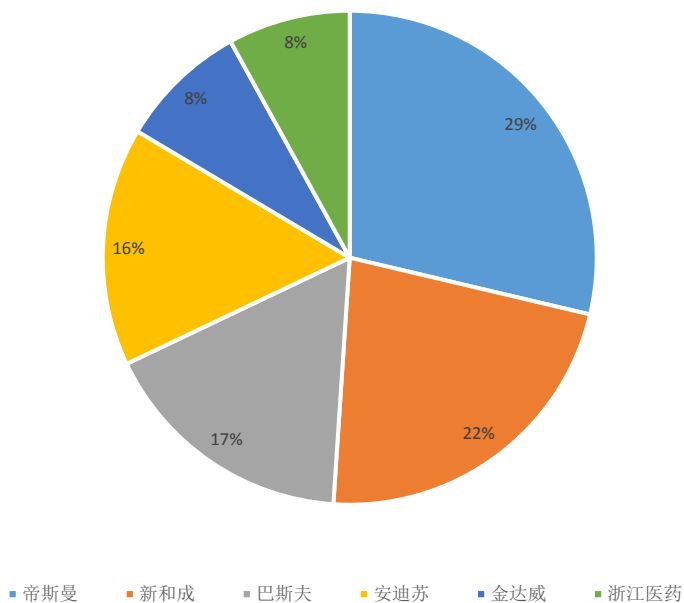
我们认为制冷剂行业受二代配额削减和三代进入基线期影响将进入新一轮供给收缩期，需求端尽管难有高增速，但供需结构仍将持续出现改善，并且原材料价格大概率维持现有价位波动，上游配套不齐全的大企业成本端也将得到较好控制，行业龙头企业（巨化股份、三美股份等）有望持续受益。

■ 维生素：

维生素是维持生命不可缺少的物质，能够参与机体代谢调节，目前维生素可以分为天然维生素和合成维生素，其中合成维生素占比达八成，合成技术较为成熟。从品种来看，可以分为 VA、VE、VB 系列、VC 等多个品种。其下游主要应用领域为饲料、医药、化妆品、食品饮料等。

VA 方面，供给端呈现寡头垄断格局，帝斯曼、新和成、巴斯夫、安迪苏、金达威、浙江医药合计拥有 2.37 万吨产能；需求端受非洲猪瘟爆发影响导致饲料需求减少，VA 需求量也出现了相应减少，导致了全球供给略微过剩；VA 生产过程中的关键中间体为柠檬醛，目前全球生产商仅有巴斯夫、新和成、可乐丽。VA 价格企稳，报价在 310 元/吨左右，我们认为未来供给端仍然稳固，在不出现生产厂商不可抗力及原材料柠檬醛断供的情况下，VA 价格将维持在 300 元/吨以上。

图 20 维生素 A 全球产能示意图

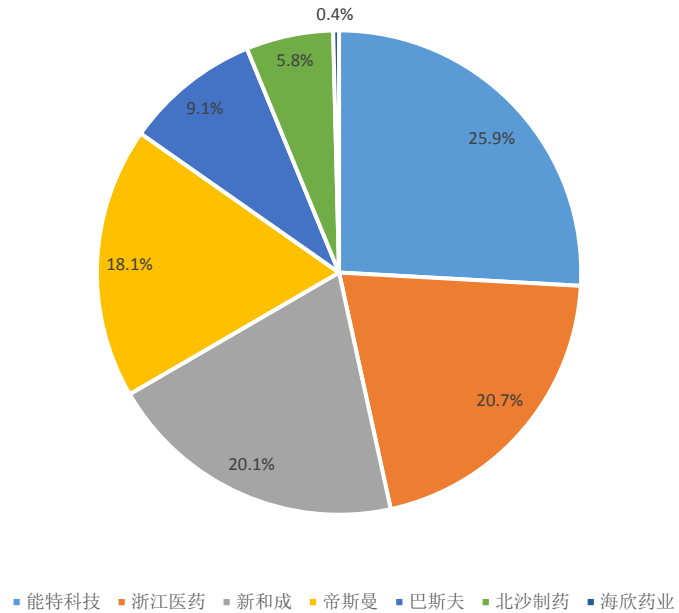


数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

VE 方面，供给端同样呈现寡头垄断格局，能特科技、浙江医药、新和成、帝斯曼、巴斯夫、北沙制药、海欣药业合计拥有 7.73 万吨产能，并且帝斯曼整合能特科技将进一步优化行业格局；需求端受宏观经济增速放缓、饲料消耗下滑等影响，有小幅收缩；VE 合成工艺目前有间甲酚、对二甲苯、异佛尔酮等路线，受间甲酚涨价影响，VE 价格出现底部回升，而新和成等企业合成路线能够大幅减少对间甲酚的使用，从而在此轮涨价中高度受益。



图 21 维生素 E 全球产能示意图



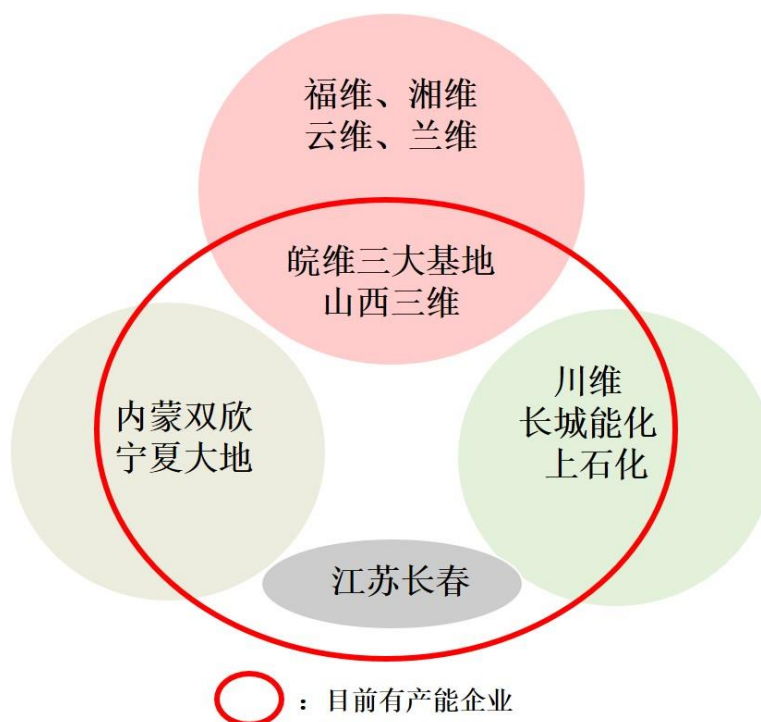
数据来源：博亚和讯 上海证券研究所

■ PVA 行业：

PVA 行业是我们一直跟踪的煤化工细分领域，我们认为 PVA 行业仍处于行业复苏期，市场集中度较高，类似于染料行业整合初期，未来空间较大。

我国 PVA 产量增长迅速，目前占全球产能的 60%；2012 年为上个周期拐点，转入低迷期，2017 年起回暖。前几年市场普遍认为 PVA 行业处于产能严重过剩、供过于求的状态，实际上行业有效产能并不高。国内产能主要产能由传统系、中石化系和西北民营系组成。行业被动去产能持续多年，传统系淘汰了多家设备老、成本高的企业。产量、表观消费量的增长都提示我们 PVA 行业被低估。纵使在近年 PVA 价格走低的时候，产品的表观消费量仍然在逐年增加。部分产能由于成本过高、经营不善等原因陆续退出，实际产能逐年减少。经我们测算，主要厂商名义产能 102.5 万吨，开工率超过 75%。

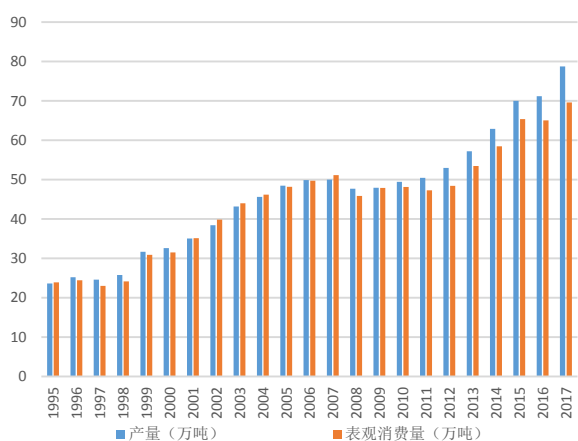
图 162 PVA 行业主要产能来源示意图



数据来源：草根调研，上海证券研究所整理

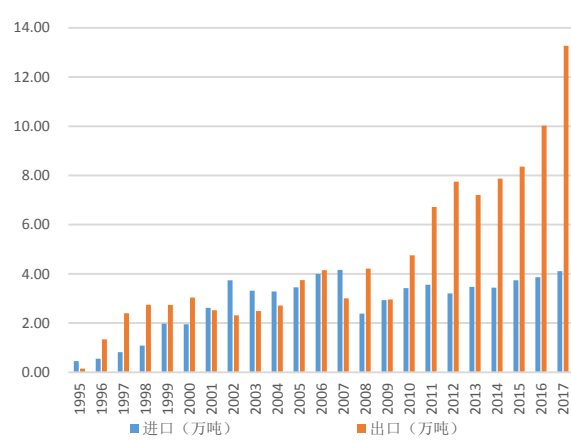
从进出口数据来看，我国 PVA 进口量远低于出口量，且趋于稳定，而出口量近年来连创新高。2010 年出口量在 4 万吨左右，之后在 2011 和 2017 年上两次台阶，2017 年出口量达到 13.27 万吨，同比增长 32.3%。

图 23 历年我国 PVA 产量及表观消费量示意图



数据来源：维纶工业协会 上海证券研究所

图 24 历年我国 PVA 进出口量示意图



数据来源：维纶工业协会 上海证券研究所

我们认为随着湘维 10 万吨产能彻底关停，行业供给端得到了改善，目前仅有皖维系、中石化系和民营系（内蒙双欣、宁夏大地）三足鼎立，行业集中度进一步提升，形成了类似于染料行业整合初期的态势，并且三季度 PVA 价格连续出现提升，复苏拐点已得到确认。我们认为未来 PVA 价格中枢有望继续上移，行业龙头（皖维高新）有望高度受益。

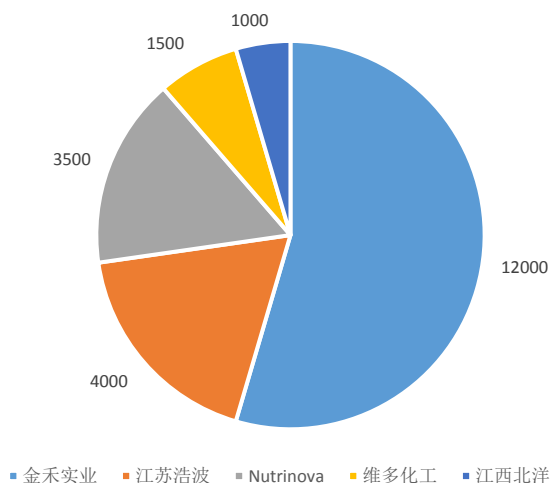
■ 高倍甜味剂行业：

高倍甜味剂是人工合成甜味剂的一个类别，阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜等产品逐步被市场接受。目前，安赛蜜及三氯蔗糖正在成为市场主流，对前几代产品进行逐步替代。

安赛蜜方面，目前金禾实业是全球最大生产商，拥有 12000 吨年产能，全球市占率超过 50%。浩波科技 4000 吨产能面临搬迁问题，中小厂商生产难以稳定，龙头企业受益，安赛蜜 19 年价格上涨至 6-6.5 万/吨。未来随着三氯蔗糖产能下降及行业内潜在供应商出现，价格预计将有所回落。

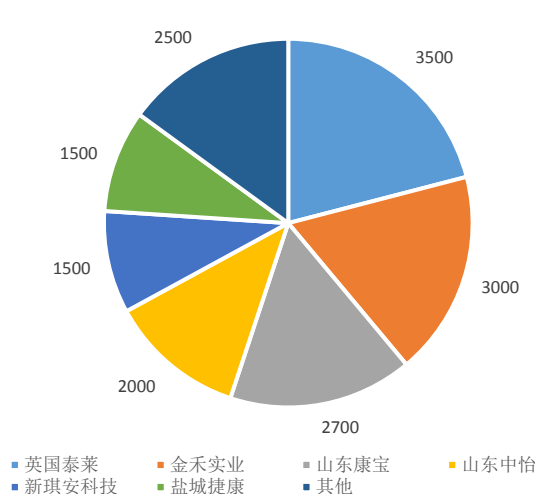
三氯蔗糖方面，英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业，目前拥有 3500 吨产能；国内企业中，金禾实业拥有 3000 吨产能，山东康宝 2700 吨产能，山东中怡 2000 吨产能，但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。18 年三氯蔗糖价格在 20-25 万/吨，低于多数中小厂商成本。未来随着成本线压制和环保趋严，行业龙头有望享受市占率及价格的双提升（行业龙头：金禾实业）。

图 25 安赛蜜市场格局示意图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 26 三氯蔗糖市场格局示意图



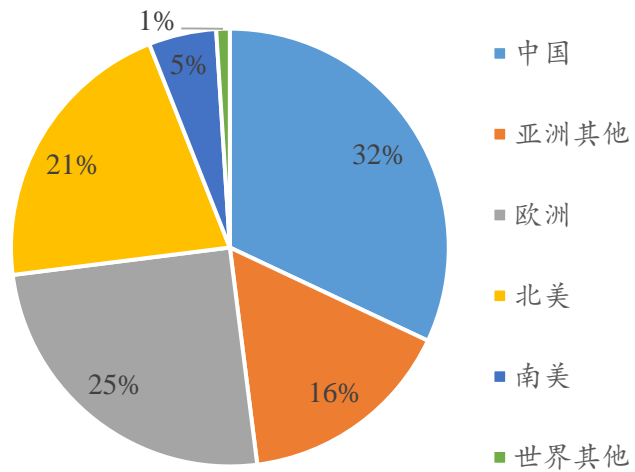
数据来源：新思界产业研究中心，上海证券研究所

3.3、聚焦国产替代进程加速领域

■ 胶粘剂：

我国目前已经是世界最大的用胶国家，2014 年全球胶类产品的消费量已经超过 1900 万吨，价值约 294 亿美元，而中国地区胶类产品的消费量占全球的 32%（亚太地区的 2/3）。

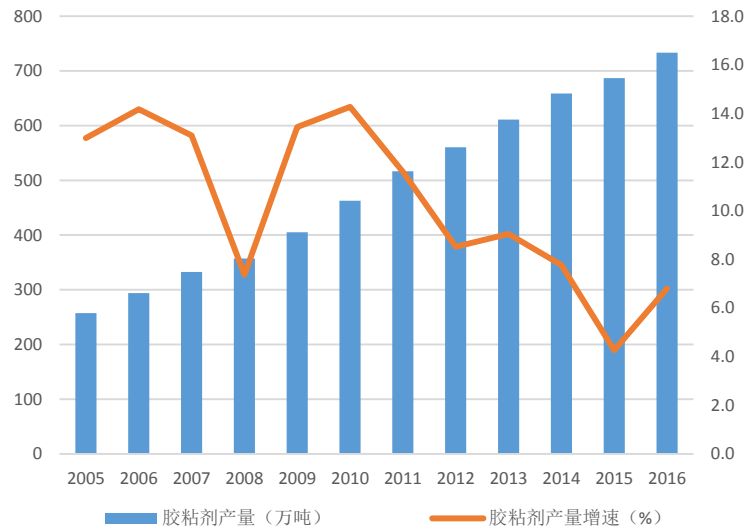
图 27 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

胶粘剂行业下游受基础设施建设、房地产、汽车、高铁、新能源等多个行业影响，因此，国家政策和宏观经济形势对行业增速具有一定的影响。根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2005 年我国胶粘剂产量为 257.5 万吨，2016 年产量上升为 733.5 万吨，年复合增长率为 9.98%。

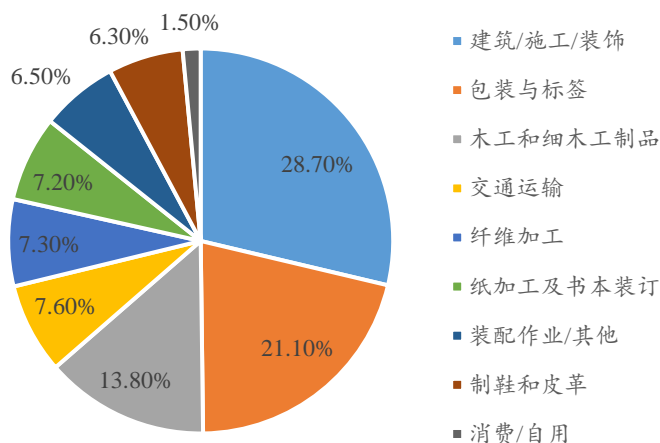
图 178 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

从下游细分市场看，目前国内主要应用领域为建筑、包装/标签、木工制品等。其中建筑/施工/民用工程/装饰工艺用胶占 28.7%，包装与标签用胶占 21.1%，木工和细木工制品用胶占 13.8%，交通运输用胶占 7.6%。因此，受益于房地产后周期、基建、汽车等下游需求回升，胶粘剂需求量也将持续增加。

图 189 胶粘剂下游细分市场示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

胶粘剂产品下游应用领域多而杂，直接导致不同型号和用途的产品种类繁多，因此，胶粘剂生产企业往往集中于一类或者几类，龙头企业行业市占率较低。此外，由于外资龙头企业在胶粘剂领域中浸淫已久，在技术、规模、服务能力等多方面具备了一定优势，在整个胶粘剂市场中占有较大份额。

胶粘剂技术壁垒较高，认证过程极为严格，通常从开始合作到进入供应商名单开始供货所需的周期至少需要 1-2 年，大客户的认证周期甚至能突破 5 年。客户对于稳定生产、产品稳定性的要求及技术支持服务方面的需求也非常高。

尽管 2017 年国内胶粘剂企业大多数出现了利润的大幅下滑(除回天新材等)，主要原因是有机硅原材料大幅涨价导致成本激增，而由于行业集中度低，价格传导尚需时间消化。

随着上游有机硅及聚氨酯原材料大幅下跌，DMC、107 生胶、聚合 MDI 等多个原材料同比出现了大幅下跌，胶粘剂企业的成本中枢有望持续改善，企业利润将会加速释放。前期布局完善的行业公司龙头（回天新材等）将高度受益。

■ 半导体材料：

近年来，国内晶圆厂产能扩张持续加码，对晶圆制造材料的需求也大幅提升。截止 18 年底，我国晶圆制造厂 12 英寸月产能约为 60 万片，8 英寸 90 万片，6 英寸 200 万片。目前大陆 12 英寸晶圆厂扩产及在建产能数倍于现有产能，而 8 英寸现有的火爆需求也使 8 英寸晶圆厂持续出现新建产能。

表 3 大陆 12 英寸晶圆厂产能情况

| 产线       | 状态 | 产能（片/月） |
|----------|----|---------|
| 上海华力（二期） | 投产 | 4 万     |

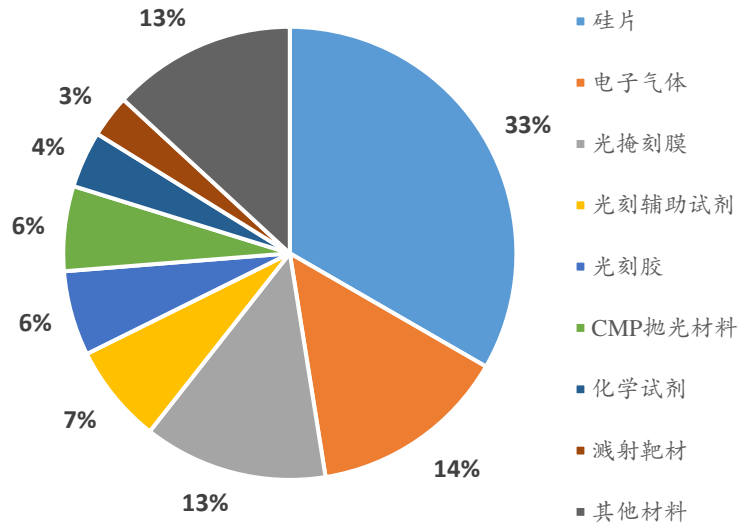
|          |    |            |
|----------|----|------------|
| 长江存储     | 投产 | 30万（2020年） |
| 睿力       | 投产 | 2万（2019年）  |
| 台积电（南京）  | 投产 | 1万         |
| 英特尔（大连）  | 投产 | 10万        |
| 中芯国际（深圳） | 扩产 | 3千到4万      |
| 合肥晶合     | 扩产 | 1万到2.5万    |
| 联芯（厦门）   | 扩产 | 1.7万到2.5万  |
| 三星（中国）   | 扩建 | 12万到20万    |
| 海力士（中国）  | 扩建 | 20万        |
| 武汉新芯     | 扩建 | 1.2万到2万    |
| 中芯南方     | 在建 | 3.5万       |
| 华虹（无锡）   | 在建 | 4万         |
| 南京紫光     | 在建 | 30万        |
| 成都紫光国芯   | 在建 | 30万        |
| 厦门士兰集科   | 在建 | 8万         |
| 重庆万国     | 在建 | 8万         |
| 广州粤芯     | 在建 | 4万         |
| 格芯（成都）   | 在建 | 6.5万       |
| 德淮半导体    | 在建 | 24万        |
| 江苏时代芯存   | 在建 | 10万        |
| 武汉弘芯     | 在建 | 9万         |
| 上海积塔半导体  | 在建 | 5万         |

数据来源：集微网，上海证券研究所

当前国际形势下，美国等国对于国内技术的封锁和限制持续加码，福建晋华被美国列入出口管制实体清单等事件带来的负面影响较大。因此，晶圆制造的关键材料国产化迫在眉睫。

从晶圆制造材料拆分来看，硅片仍是占比最高材料，电子气体、光刻胶及辅助材料、超净高纯试剂、CMP抛光垫及抛光液、溅射靶材等都是主要材料。目前国内制造材料国产化进程加速，溅射靶材（江丰电子）、超净高纯试剂（晶瑞股份、江化微）、CMP抛光材料（鼎龙股份、安集科技）均有国内企业通过验证实现替代。随着国产晶圆厂扩产落地，实现国产替代的领域将高度受益。

图 30 晶圆制造材料占比

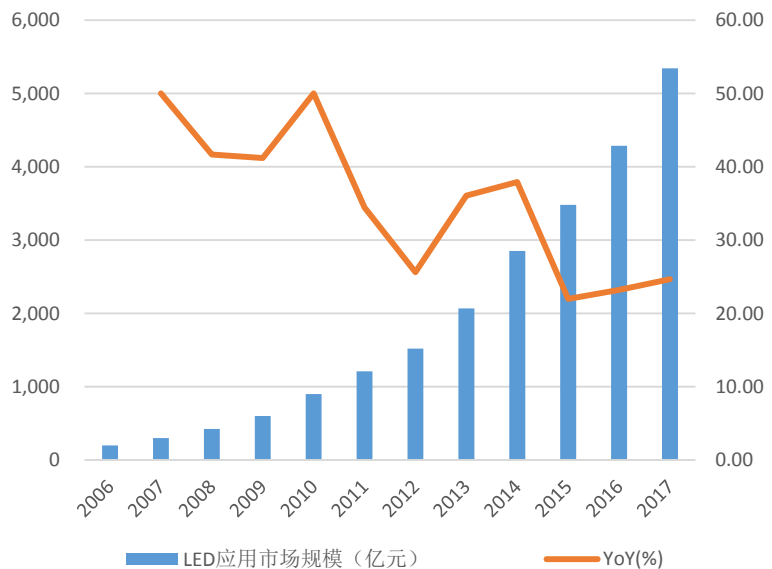


数据来源：中国产业信息网 上海证券研究所

■ LED 应用：

目前，LED 发展时间已久，技术及应用趋于成熟，我们认为 LED 行业中短期增速将来自于小间距市场及对 DLP 替代，未来将有望受益于 mini/micro LED 的推广及应用。据国家半导体照明工程研发及产业联盟统计，2017 年 LED 显示市场规模达到 5343 亿元，同比增长 24.66%，继续维持较高行业增速。而从下游应用来看，视频会议占 42.1%，信息发布占 27.4%，指挥监控占 22.1%，商业显示占 8.4%，未来商业显示市场有望随着产品性价比逐步提升而逐步打开。

图 31 国内 LED 应用市场规模示意图



数据来源：国家半导体照明工程研发及产业联盟, 上海证券研究所

小间距井喷期仍在延续，新技术 mini LED 和 micro LED 也在加速追赶。据高工 LED 研究称，Mini LED 背光应用所采用的 LED 颗数相当可观，用量要比传统 LED 背光多 50 倍以上，不仅能将调光分区数做得更多更细致，还能缩短光学距离(OD)以降低厚度。目前，Mini LED 成本较高，技术尚未成熟，但包括奥拓电子在内的部分 LED 下游企业已经产出 Mini LED 产品，并实现销售。未来预计将在电视、显示器等背光应用上推广，乐观预计全年市场规模能达到 16 亿美元。作为 micro LED 的前驱技术，mini LED 预计 3-5 年能有突破性进展。

景观照明方面，高工产研数据显示，2017 年全球景观亮化市场规模达到 2750 亿元，其中中国市场规模达到 680 亿元，目前国内市场已经是景观亮化全球最大市场。受益于政策支持力度不减，并且单个项目需要资金占政府财政支出比重较低，景观亮化市场仍然维持较高增速，预计 2018 年市场规模将达到 780 亿元。多重利好支撑下，LED 应用行业龙头（利亚德、洲明科技、奥拓电子）将高度受益。

## 四、重点推荐公司

### 4.1 万华化学

#### Q3 季度业绩降幅缩窄，现金流水平较好

公司发布 19 年三季报，19 年 1-9 月实现营业收入 485.39 亿元，同比减少 12.48%，归属于母公司股东净利润 78.99 亿元，同比减少 41.75%。其中 Q3 季度实现营业收入 170 亿元，同比减少 6.62%，归属于母公司股东净利润 22.78 亿元，同比减少 25.45%，降幅大幅收窄。Q3 季度毛利率和净利率为 26.86% 和 14.15%，环比均有小幅下滑。销售商品提供劳务收到现金 246.35 亿元，为近年来最高；经营活动现金净流量 48.37 亿元，为近年来较好水平。

#### 聚氨酯、石化产品价格同比下滑，环比出现回升

产品销售方面，聚氨酯产品销售 196.48 万吨，实现营收 240.55 亿元，石化产品销售 265.37 万吨，实现营收 126.38 亿元，精细化学品及新材料实现销量 28.33 万吨，实现营业收入 50.38 亿元。价格方面，纯 MDI、聚合 MDI、石化产品价格同比均有较大幅度下滑，但环比来看，三季度及四季度初出现回升。原材料方面，纯苯、煤炭、LPG 等均有不同程度降价。

#### 存货周转天数有所下降，新项目有序推进提供成长动力

存货方面，存货总额 96.65 亿元，环比继续增长，但三季度存



货周转天数为 69 天，同比、环比均有回落。在建工程方面，Q3 季度达到 200.88 亿元，环比增加 43.18 亿元，烟台工业园工程项目投资额继续增加，在 19 年年初 MMA 和 PMMA 陆续投产之后，SAP、PC、乙烯等多个项目有序推进，项目投产后将进一步增强公司产业链一体化程度及产品覆盖面。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 630.14 亿、722.81 亿元和 894.32 亿元，增速分别为 3.95%、14.71% 和 23.73%；归属于母公司股东净利润分别为 106.26 亿、121.65 亿和 156.49 亿元，增速分别为 0.15%、14.49% 和 28.63%；全面摊薄每股 EPS 分别为 3.38、3.87 和 4.98 元。

#### 数据预测与估值：

| 指标 (¥.百万元) | 2018A    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 60621.19 | 63014.0 | 72280.6 | 89431.5 |
| 年增长率       | 14.11%   | 3.95%   | 14.71%  | 23.73%  |
| 归属于母公司的净利润 | 10610.38 | 10626.0 | 12165.5 | 15649.0 |
| 年增长率       | -4.71%   | 0.15%   | 14.49%  | 28.63%  |
| 每股收益 (元)   | 3.38     | 3.38    | 3.87    | 4.98    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.2 华鲁恒升

### 主营产品价格同比多数下滑，醋酸、乙二醇环比回暖

公司 19 年 Q3 季度业绩环比下滑，主要是化肥板块盈利能力下滑所致，DMF、己二酸产品均同比出现下滑，醋酸、乙二醇略有回暖。目前公司主营产品中尿素及乙二醇均处于市场库存较低位置，去库存进程较为顺利，预计将加速见底时间。

### 新增产能释放顺利，在建项目保障后期成长性

公司 18 年新投产多个项目，包括肥料功能化项目中氨合成装置及尿素装置，年产 50 万吨乙二醇项目，年产 10 万吨三聚氰胺项目二期(新增 5 万吨)，在 19 年对公司产品产销量及业绩提供保障。此外，公司还将新建精己二酸和酰胺及尼龙新材料项目，精己二酸项目将以苯为原料，建设 16.66 万吨/年己二酸生产装置，预计投资 15.72 亿元，建设期 24 个月；酰胺及尼龙新材料项目将以苯和氢气为原料，建设年产 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨，计划投资 49.8 亿元，建设期 30 个月。新项目将为公司后续发展增添新动力。目前，酰胺及尼龙新材料项目、精己二酸品质提升项目已启动建设，技术、设计和施工合同已经开始签订，长周期制造设备的招标工作已经展开，制约未来发展的水、电、汽等公用工程也有了解决方案，公司新一轮发展目标已经明确。

### 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 148.17 亿、159.17 亿元和 169.27 亿元，增速分别为 3.20%、7.43% 和 6.34%；归属于母公司股东净利润分别为 24.99 亿、29.73 亿和 33.13 亿元，增速分别为 -17.24%、18.98% 和 11.42%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.54、1.83 和 2.03 元。

#### 数据预测与估值：

| 指标 (¥.百万元) | 2018A    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 14356.82 | 14816.8 | 15917.1 | 16926.6 |
| 年增长率       | 37.94%   | 3.20%   | 7.43%   | 6.34%   |
| 归属于母公司的净利润 | 3019.65  | 2498.93 | 2973.19 | 3312.73 |
| 年增长率       | 147.10%  | -17.24% | 18.98%  | 11.42%  |
| 每股收益 (元)   | 1.86     | 1.54    | 1.83    | 2.03    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

### 4.3 巨化股份

#### 净利润降幅扩大，毛利率、净利率环比下滑

公司 19 年 1-9 月实现营业收入 113.11 亿元，同比下滑 5.80%，归属于母公司股东净利润 8.91 亿元，同比减少 46.32%，其中 Q3 季度实现营业收入 37.31 亿元，同比减少 4.32%，归属于母公司股东净利润 1.85 亿元，同比减少 68.84%，降幅进一步扩大。受产品降价影响，Q3 单季度销售毛利率和净利率仅为 12.74% 和 5.06%，环比下滑 7.41 和 4.05 个百分点。存货总额小幅下降，销售商品提供劳务收到现金与营收比值小幅提升至 113%。

#### 产品价格同比下滑，萤石涨价压缩利润

销量方面，公司 19 年 1-9 月氟化工原料外销 43.53 万吨，实现营收 12.58 亿元，制冷剂销售 16.49 万吨，实现营收 32.71 亿元，含氟聚合物销售 2.47 万吨，实现营收 11.47 亿元，含氟精细化工品销售 1032 吨，实现营收 1.17 亿元。价格方面，除含氟精细化工品均价同比上升 30.14%，达到 11.34 万元/吨，其余大类均价均有不同程度下滑，环比来看，公司产品均价仍有小幅下降。原材料方面，萤石、四氯化硅、硫精矿、VCM 价格同比上涨，涨幅为 20.97%、7.17%、5.10% 和 3.04%，苯、甲醇同比降幅较大，达到 25.19% 和 22.39%，无水氢氟酸、工业盐、电石等同比均有小幅下降。

#### 三代制冷剂供需结构有望改善，重点发展氟聚合物

受三代制冷剂 HFC 冻产临近影响，近两年业内企业为抢占配额加速扩产，三代产能扩张速度较快，导致部分产品供需关系严重恶化。但随着 HFC 淘汰政策将在 2020 年进入基准年，产能将停止大规模扩张，并且淘汰时间表 2029 年将减排 10%，2030-2035 年减排 20%，将对三代 HFC 的供需结构带来改善。并且随着环保督查持续

深化，退城入园等政策实施，原材料氢氟酸等高污染产业将受到影响，公司具有 10 万吨氢氟酸自供能力，有助于控制成本，提升盈利质量。此外，公司持续推进氟聚合物发展，用于高端食物包装和保湿的 PVDC 产能国内领先，PVDF、PTFE 持续扩张，有望在中高端氟聚合物领域抢占份额。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 150.33 亿、161.10 亿和 181.61 亿元，增速分别为-3.98%、7.17%和 12.73%；归属于母公司股东净利润分别为 11.98 亿、14.59 亿和 20.12 元，增速分别为-44.33%、21.74%和 37.95%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.44、0.53 和 0.73 元。

#### 数据预测与估值：

| 指标 (¥.百万元) | 2018A    | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|----------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 15656.27 | 15032.9 | 16110.3 | 18160.7 |
| 年增长率       | 13.71%   | -3.98%  | 7.17%   | 12.73%  |
| 归属于母公司的净利润 | 2152.56  | 1198.22 | 1458.77 | 2012.33 |
| 年增长率       | 136.97%  | -44.33% | 21.74%  | 37.95%  |
| 每股收益 (元)   | 0.78     | 0.44    | 0.53    | 0.73    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.4 新和成

### Q3 季度净利润同比继续增长，现金流维持稳定

公司发布 19 年三季报，19 年 1-9 月实现营业收入 57.65 亿元，同比减少 14.20%，归属于母公司股东净利润 17.06 亿元，同比减少 32.77%。其中 Q3 季度实现营业收入 18.98 亿元，同比减少 8.22%，归属于母公司股东净利润 5.50 亿元，同比增长 14.93%，连续两季度同比回暖。Q3 季度毛利率为 47.26%，环比继续回升，净利率为 29.08%，环比下滑 2.85 个百分点，较 Q1 季度有所提升。销售商品提供劳务收到现金与营收比值为 95.09%，环比回升。

### 全球供给寡头垄断，VA、VE 价格企稳回升

公司营养品板块主要产品包括 VE、VA、VD3、蛋氨酸、生物素、虾青素、辅酶 Q10 等，其中 VA、VE 下游主要应用领域均为饲料，且供给端均为寡头垄断，VA 全球生产厂商为帝斯曼、新和成、巴斯夫、安迪苏、金达威、浙江医药，关键中间体柠檬醛仅有巴斯夫、新和成、可乐丽能够生产；VE 生产厂商为能特科技（帝斯曼收购能特）、浙江医药、新和成、帝斯曼、巴斯夫等。从价格来看，17 年 10 月巴斯夫柠檬醛工厂发生安全事故导致 VA、VE 价格均出现了大幅提升，18 年中下旬价格回落至底部，VA 价格，VE 价格在 19 年 6 月回升至 55 元/kg 左右后再度降至 40 元/kg 左右，近期 VA 和 VE 价格出现提升，分别达到 330 元/kg 左右和 50 元/kg 左右，底

部相对较为明确，未来受需求端回暖影响，价格有望继续底部回升。

#### 香精香料、高分子新材料全面发展，新项目即将进入收获期

公司香精香料业务覆盖日化、食品、医药等领域，主要产品为芳樟醇系列、叶醇系列、二氢茉莉酮酸甲酯、覆盆子酮、柠檬醛等，主营产品市占率高，多为国内独有产品；高分子材料重点产品为 PPS、PPA 等，今年 PPS 二期产能释放带动业绩大幅提升。增量方面，公司在建工程在 19 年有大幅提升，从 18 年年报的 35.18 亿元提升至 19 年 Q3 的 79.72 亿元，产能快速扩张。蛋氨酸 25 万吨在建产能（现有 5 万吨）预计将于 2020-2021 年陆续投放，年产 2 万吨 VE 产能预计将于 2020 年投产，生物发酵项目（结晶葡萄糖、叶红素、山梨醇、己糖酸等）预计将于 2019-2020 年陆续投产，为公司成长性提供保障。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 82.22 亿、105.61 亿元和 129.60 亿元，增速分别为 -5.31%、28.45% 和 22.71%；归属于母公司股东净利润分别为 23.96 亿、30.14 亿和 37.05 亿元，增速分别为 -22.18%、25.78% 和 22.93%；全面摊薄每股 EPS 分别为 1.12、1.40 和 1.72 元。

#### 数据预测与估值：

| 指标（¥.百万元）  | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 8683.38 | 8221.97 | 10561.2 | 12960.1 |
| 年增长率       | 39.27%  | -5.31%  | 28.45%  | 22.71%  |
| 归属于母公司的净利润 | 3078.88 | 2396.09 | 3013.84 | 3704.92 |
| 年增长率       | 80.64%  | -22.18% | 25.78%  | 22.93%  |
| 每股收益（元）    | 1.43    | 1.12    | 1.40    | 1.72    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.5 皖维高新

#### PVA 毛利率同比大幅提升，水泥、胶粉量价齐升

公司主营业务继续维持较好增长，19 年上半年 PVA 营收 11.10 亿元，同比增长 19.73%，毛利率 24.61%，同比增加 4.17 个百分点；水泥熟料营收 5.15 亿元，同比增长 32.25%，毛利率 47.02%，同比增加 7.24 个百分点；两大主营业务均呈现快速增长，且毛利率提升较快。从价格来看，2019 年上半年 PVA 产品（不含税）均价为 10595.45 元/吨，同比上升 10.39%，水泥及熟料（不含税）均价为 348.84 元/吨和 283.40 元/吨，同比上涨 12.83% 和 13.33%，并且三季度价格依然稳健。此外，可再分散胶粉业务是公司 19 年增强的新亮点，上半年实现营收 1.53 亿元，同比增长 58.55%，毛利率为 14.99%，同比提升 1.75 个百分点；VAE 乳液价格继续维持较好水平，实现营收 2.45 亿元，同比增长 13.54%，受原材料价格下降影

响，毛利率达到 29.44%，同比提升 14.63 个百分点。

#### PVB 树脂增长稳健，PVA 光学膜持续拓展

公司覆盖的PVA下游产品有PVA纤维、PVB树脂、PVA光学膜等，实现了从化工原料到下游的产业链延伸。PVB方面，公司拥有PVB树脂产能10000吨/年，并且皖维集团与浙江佰盛成立合资公司，首家实现PVA - PVB树脂 - PVB中间膜产业链全覆盖国内企业；PVA光学膜方面，公司拥有产能500万平米/年，且18年3月公司公告与安徽居巢经济开发区投资有限公司共同投资设立德瑞格（70%权益），将投资建设年产700万平偏光片项目，完成PVA光学膜-偏光片产业链延伸，目前项目正在进行土建和设备采购。此外，公司拟自筹2.5亿元投资新建年产700万平3400mmPVA光学膜项目，目前正在进行环评及主体厂房建设。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020、2021 年营业收入分别为 65.52 亿、68.56 亿元和 71.59 亿元，增速分别为 11.87%、4.63%和 4.41%；归属于母公司股东净利润分别为 3.53 亿、4.96 亿和 6.20 亿元，增速分别为 170.96%、40.74%和 25.02%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.18、0.26 和 0.32 元。

#### 数据预测与估值：

| 指标（¥.百万元）  | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 5857.24 | 6552.53 | 6856.20 | 7158.86 |
| 年增长率       | 24.47%  | 11.87%  | 4.63%   | 4.41%   |
| 归属于母公司的净利润 | 130.10  | 352.52  | 496.13  | 620.23  |
| 年增长率       | 52.61%  | 170.96% | 40.74%  | 25.02%  |
| 每股收益（元）    | 0.07    | 0.18    | 0.26    | 0.32    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.6 金禾实业

#### 期间费用率小幅提升，Q4 净利预计环比提升

公司 19 年前三季度期间费用率有小幅提升，销售费用率和管理费用率分别为 3.20%和 2.04%，同比提升 0.45 和 0.57 个百分点，研发费用达到 1.25 亿元，同比增长 60.61%。Q3 季度营收及营业成本环比较为稳定，净利润环比小幅下滑。从年报预告来看，Q4 季度预计将实现归属于母公司股东净利润 1.89-2.39 亿元，预计环比将有所提升。

#### 基础化工品同比回落，三氯蔗糖市场份额提升

受宏观经济影响，基础化工品价格 19 年出现了下滑，公司产品双氧水、三聚氰胺、甲醛、液氨等价格均有不同程度的下滑，导致基础化工板块毛利率出现下滑。精细化工板块方面，安赛蜜继续

维持量价齐升状态；甲基、乙基麦芽酚产品价格回归至合理区间，继续提供稳定现金流；三氯蔗糖扩产有序推进，目前拥有 3000 吨产能，基本维持满产满销状态，市场份额提升迅速，尽管产品价格下降，但随着扩产推进，生产成本也有明显下降，控制成本能力仍为行业领先。

#### 多个项目进入试运行阶段，定远一期有序推进

公司“金禾实业循环经济产业园一期”项目继续推进，生物质热电联产项目已经投料试车，运行状态良好，实现并网发电试运行；年产 1 万吨糠醛及年产 4 万吨氯化亚砷装置已经完成调试，进入试生产阶段，目前装置稳定运行，工艺指标基本达到预期，后续将进一步优化工艺，提升利润率。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司在 2019、2020 和 2021 年将实现营业收入 40.12、45.93 和 53.07 亿元，同比增长-2.93%、14.48%和 15.56%，归属于母公司股东净利润为 8.23、9.81 和 11.92 亿元，同比增长-9.72%、19.15%和 21.58%，每股 EPS 为 1.47、1.75 和 2.13 元。

#### 数据预测与估值：

| 指标（¥.百万元）  | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 4132.80 | 4011.79 | 4592.78 | 5307.26 |
| 年增长率       | -7.75%  | -2.93%  | 14.48%  | 15.56%  |
| 归属于母公司的净利润 | 911.58  | 822.93  | 980.50  | 1192.08 |
| 年增长率       | -10.83% | -9.72%  | 19.15%  | 21.58%  |
| 每股收益（元）    | 1.63    | 1.47    | 1.75    | 2.13    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.7 回天新材

### 电子、轨交等领域快速增长，营收同比转正、环比继续增长

公司胶粘剂业务继续抢占市场份额，受中美贸易摩擦大环境影响，国内市场国产化需求加强，公司经过多年的研发积累，逐步成为了标杆客户进口替代的重要选择，电子通讯、轨道交通等领域增长较快。尽管 19 年中报披露，有机硅胶营收下滑 12.08%，聚氨酯胶增长 3.37%，但主要是受原材料降价导致产品价格下调、产品结构调整及销售周期调整影响，并且产品降价幅度小于原材料降幅，毛利率出现了较大改善。并且 19 年三季报已经实现了营收的环比提升，从 19 年来看逐季度环比提升已经大大改善了之前三季度销售相对较弱的状况。从分领域来看，乘用车上半年销售收入增长超 20%，毛利实现翻倍；轨交领域中标多家主机厂高铁、城轨订单，收入实现翻倍；电子通信领域成功进入行业标杆客户供应商名单，销售收入大幅提升；光伏用胶重点客户份额持续提升，背膜产销调整，环比逐步改善；高端建筑胶营收同比增长超 20%。

### 研发持续取得突破，产线优化、扩张有序推进

公司一贯重视研发投入，上半年研发投入3424.58万元，重点研发项目23项，其中量产阶段5项，中试阶段5项，客户验证阶段9项，研发完成后稳定生产销售2项。在汽车用胶（车身结构胶、免底涂玻璃胶、客车大顶胶等）、轨交用胶（结构胶）、PUR热熔胶、高导热灌封胶、动力电池结构胶、背膜用胶、复材结构胶、无溶剂软包装胶等领域取得较大进展，为当前形势下胶粘剂国产替代打下了坚实的技术基础。19年上半年公司及子公司取得发明专利授权4项，申请受理10项。此外，产能方面，公司新增及改造产能建设有序推进，常州回天两条背板复合产线、一条氟膜造粒产线已经完成安装、调试，并于6月底试产，宜城回天项目按计划加紧建设，为公司后续产能优化升级夯实根基。

### 盈利预测与估值

我们预计公司2019、2020、2021年营业收入分别为18.44、20.49和23.21亿元，同比增速6.01%、11.10%和13.27%；归属于母公司股东净利润1.90、2.28和2.76亿元，同比增速59.86%、20.36%和20.91%，每股EPS分别为0.45、0.54、0.65元。

### 数据预测与估值：

| 指标（¥.百万元）  | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 1739.67 | 1844.19 | 2048.90 | 2320.74 |
| 年增长率       | 14.81%  | 6.01%   | 11.10%  | 13.27%  |
| 归属于母公司的净利润 | 118.76  | 189.85  | 228.50  | 276.28  |
| 年增长率       | 7.61%   | 59.86%  | 20.36%  | 20.91%  |
| 每股收益（元）    | 0.28    | 0.45    | 0.54    | 0.65    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 4.8 鼎龙股份

### 收购北海绩讯59%股份，进一步完善打印耗材产业链布局

公司打印耗材业务覆盖彩粉、打印耗材芯片、通用硒鼓、显影辊等领域，产业链布局完善程度为行业领先。本次股份收购将进一步集中资源聚焦打印复印通用耗材领域。北海绩讯为国内再生墨盒细分领域龙头，生产规模、自动化专业化能力行业领先，收购股份后将使公司打印耗材产业链再增加墨盒生产业务，进一步增强一体化能力，巩固行业地位。北海绩讯2018年实现营收3.42亿元，归属于母公司股东净利润4002万元，19年1-4月实现营收1.27亿元，归属于母公司股东净利润1302万元。此次收购业绩承诺为2019-2021年净利润不低于4800万、5760万和6912万元。

### 环保停产、硒鼓整合致Q3业绩下滑，新材料业务持续突破

公司前三季度实现营业收入7.96亿元，同比下滑19.43%，归

属于母公司股东净利润 1.76 亿元，同比下滑 23.18%，其中 Q3 季度实现营业收入 2.38 亿元，同比减少 24.79%，归属于母公司股东净利润 3568 万元，同比减少 63.66%，Q3 季度业绩下滑明显。主要原因一方面是环保因素导致停产，影响了三季度当期业绩，目前已经逐步恢复生产；另一方面是加大了 CMP 等新项目研发投入及市场拓展费用，当期费用率有所提升。此外，硒鼓行业整合期仍在进行中，公司硒鼓业务同比下滑。

新材料板块方面，公司 CMP 抛光垫已经在八寸主流晶圆厂测试，多数进入测试后期阶段，已有订单客户持续放量，新客户增加，并且上半年成功突破十二寸晶圆厂，取得第一张十二寸客户订单，下半年订单持续增长；PI 浆料生产大楼正在进行车间无尘装修和管道安装，柔显科技完成 G4.5 的全流程测试。

#### 盈利预测与估值

我们预计公司 2019、2020 和 2021 年营业收入分别为 52.69 亿元、66.10 亿元和 79.38 亿元，增速分别为 42.34%、25.44% 和 20.09%；归属于母公司股东净利润分别为 7.47 亿元、10.37 亿元和 13.23 亿元，增速分别为 58.96%、38.96% 和 27.57%；全面摊薄每股 EPS 分别为 0.42 元、0.58 元和 0.74 元。

#### 数据预测与估值：

| 指标 (¥.百万元) | 2018A   | 2019E   | 2020E   | 2021E   |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入       | 1337.60 | 1223.20 | 1858.42 | 2227.64 |
| 年增长率       | -21.33% | -8.55%  | 51.93%  | 19.87%  |
| 归属于母公司的净利润 | 293.13  | 231.87  | 317.41  | 415.18  |
| 年增长率       | -12.85% | -20.90% | 36.89%  | 30.80%  |
| 每股收益 (元)   | 0.31    | 0.24    | 0.33    | 0.43    |

数据来源：Wind 上海证券研究所

## 五、总结

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统主线中我们建议关注低估值优质龙头及底部反转（制冷剂、维生素等）、格局优化细分领域（PVA、高倍甜味剂等），新材料主线中建议关注胶粘剂、面板及半导体配套材料、尾气净化材料、珠光材料、LED 应用。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

我们认为大部分传统周期行业产品价格触底企稳，价格下降空间大幅缩小，但龙头企业扩产持续进行也使得行业需要经历一段时间来消化填补完市场退出份额后的新增产能，行业供给紧缩导致产品价格大幅提升的现象难以呈现。尽管经历了一轮价格下跌，但产业链一体化能力较好的龙头企业仍然具有较好的 ROE 水平和相对



较低的 PB 估值，因此，我们重提化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工等）的长期配置价值；此外，在大行业景气下行期，我们仍然能够寻找到处于复苏期和有望底部反转的细分行业，建议关注有望底部反转的受益于三代 HFCs 基线期临近的制冷剂子行业（巨化股份、三美股份），受益于原材料价格提升、寡头垄断格局稳固、下游饲料存在回暖预期的维生素子行业（新和成、浙江医药），并持续关注行业马太效应持续增强的 PVA 行业（皖维高新）、高倍甜味剂行业（金禾实业）。**重点关注万华化学、华鲁恒升、巨化股份、新和成、皖维高新、金禾实业。**

随着国内产品技术持续提升，陆续出现了多个进口替代子行业，并且替代品种仍在增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大且升级能力强的优势使得包括面板在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着美国对华科技领域限制范围扩大，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、面板及半导体配套材料行业（飞凯材料、鼎龙股份、晶瑞股份等）、珠光材料行业（坤彩科技）、尾气处理材料，并关注高速增长 LED 小间距领域（利亚德、洲明科技、奥拓电子等）。**重点关注回天新材、鼎龙股份。**

## 六、风险提示

1. 原油价格出现大幅波动：由于目前冻产协议及页岩油开采的不确定性，油价上升动力不足，将对整个石油化工行业带来较大不确定性。
2. 下游需求不振：下游消费端提振不力是制约价格传导的重要因素，对基础化工影响较大。
3. 化工企业重大安全事故及环保督查影响：化工企业多数属于高危高污染企业，安全事故及环保检查带来的影响较大。
4. 新材料领域产品竞争力不及预期：产品升级进程不及预期导致份额被蚕食。
5. 系统性风险。

## 分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

## 投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                        |
|------|---------------------------|
| 增持   | 股价表现将强于基准指数 20%以上         |
| 谨慎增持 | 股价表现将强于基准指数 10%以上         |
| 中性   | 股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间 |
| 减持   | 股价表现将弱于基准指数 10%以上         |

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

| 投资评级 | 定义                            |
|------|-------------------------------|
| 增持   | 行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%        |
| 中性   | 行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$ |
| 减持   | 行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%        |

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

## 免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。