

# 以创新驱动重塑战略边界，厚积而薄发

## ——基础化工行业 2020 年度投资策略

投资建议：中性

上次建议：中性

### 投资要点：

#### ▶ 内外因素交加，化工景气有所回落

回顾2019年，全球经济增速总体延续2018年放缓趋势，此外，频繁的逆全球化事件加剧了未来经济的不确定性，叠加中国经济进入转型升级期，化工行业全面景气周期进入尾声，各子行业盈利能力普遍出现下滑。需求面，地产、汽车、家电、纺织品等行业盈利增速继续放缓，受此影响，化工品价格进入下行周期，部分产品已跌至2016年低油价水平；供给面，在经历两年半的景气周期后，行业进入新一轮扩张期，供给边际有所增加，但新增产能主要集中于头部企业。估值方面，目前化工板块整体估值水平仍处于近年历史底部，但在未来需求难有起色条件下，化工品较难出现普涨行情，预计化工板块整体仍将低位震荡。

#### ▶ 创新驱动，产业升级，实现进口替代是未来大势所趋

对于当下的中国化工企业而言，频繁的贸易摩擦背后隐喻的是未来中国化工企业参与国际合作的难度将越来越大。目前我国在众多基础化学品领域奠定了全球范围的竞争优势，但在专用化学品领域与跨国巨头仍存在明显的差距，而随着下游半导体、面板、锂电池等产业向国内的转移，以及5G产业的兴起，向高性能新材料和专用化学品的产业升级，实现进口替代，是未来大势所趋，取得突破的机会也是最大的。

#### ▶ 遴选弱周期细分子行业，聚焦优质细分冠军

在当前宏观经济背景下，位于化工产业链中上游的大宗化工品及基础化学品普遍处于弱景气周期，在产能过剩背景下，预计未来价格仍有探底空间，而以农药制剂、维生素等具备弱周期属性的化工品需求普遍较为稳定，因上游原料成本显著改善，价差扩大反而能使得业绩逆势增长。

#### ▶ 2020年基础化工行业选股策略及投资标的

结合三条投资主线，我们列出如下重点推荐标的：（1）创新驱动成中国化工产业发展下一站。重点推荐万华化学（600141.SH）、浙江龙盛（600352.SH）；（2）下游应用场景向国内转移，进口替代有望加速。重点推荐皖维高新（600063.SH）、金发科技（600143.SH）、国瓷材料（300285.SZ）；（3）遴选弱周期子行业，困境中犹存生机。安道麦A（000553.SZ）、玲珑轮胎（601966.SH）、利尔化学（002258.SZ）、苏利股份（603585.SH）、扬农化工（600486.SH）、新和成（002001.SZ）。

#### ▶ 风险提示

（1）宏观经济疲软导致下游需求不振，化工品价格普遍下跌的风险；（2）原油等大宗原料价格大幅波动的风险；（3）贸易摩擦加剧的风险。

### 一年内行业相对大盘走势



吴程浩 分析师

执业证书编号：S0590518070002

电话：0510-85611779

邮箱：wuch@glsc.com.cn

### 相关报告

1、《生物素供给紧张，养殖业逐渐回暖》

《化工》

2、《重视高端轮胎制造领域，海外工厂盈利能力强劲》

3、《间甲酚供应持续紧张，维生素E价格长期看涨》

## 正文目录

1.	基础化工行业回顾 .....	4
1.1	营收增速趋缓，行业盈利能力下滑 .....	4
1.2	行业进入新一轮扩张期，供给边际有增加 .....	5
1.3	国内经济进入调整期，贸易摩擦影响出口需求 .....	6
1.4	原油价格中长期围绕 65 美元/桶震荡 .....	7
1.5	基础化工指数年初至今涨幅居后，板块估值仍处历史底部 .....	7
2	策略一：创新驱动成中国化工产业发展下一站 .....	9
3	策略二：下游应用场景向国内转移，进口替代有望加速 .....	11
3.1	液晶面板材料：高世代面板产能在中国释放 .....	12
3.2	半导体材料：“中国芯”崛起初现曙光 .....	13
3.3	5G 材料：5G 通信商用化中国走在世界前列 .....	13
4	策略三：遴选弱周期子行业，困境中犹存生机 .....	14
4.1	农药制剂：长期持续增长，“马太效应”逐步显现 .....	14
4.2	维生素：需求稳定增长，关注供给侧格局变化 .....	17
4.3	轮胎行业：贴近终端消费，替换市场发展空间巨大 .....	19
5	2019 年基础化工行业重点标的 .....	20
6	风险提示 .....	22

## 图表目录

图表 1：基础化工行业营收增速放缓 (%) .....	4
图表 2：基础化工行业盈利水平下降 (%) .....	4
图表 3：化工品 PPI 指数同比增速 (%) .....	5
图表 4：中国化工品价格指数 (CCPI) .....	5
图表 5：基础化工行业资产负债率有所提升 (%) .....	5
图表 6：化学原料制品固定资产投资完成额增速 (%) .....	5
图表 7：房地产销售面积增速下滑 (%) .....	6
图表 8：家电产量增速出现回落 (%) .....	6
图表 9：汽车产销量增速下滑 (%) .....	6
图表 10：纺织服装出口增速有所下滑 (%) .....	6
图表 11：人民币汇率波动较大 .....	7
图表 12：我国化工品出口同比增速转负 .....	7
图表 13：布伦特原油价格 (美元/桶) .....	7
图表 14：产油国财政收支平衡线 (美元/桶) .....	7
图表 15：年初至今各行业涨跌幅情况 (截止 2019 年 11 月 18 日收盘) .....	8
图表 16：全体 A 股与基础化工 PE 对比 (截止 2019 年 11 月 18 日收盘) .....	8
图表 17：全体 A 股与基础化工 PB 对比 (截止 2019 年 11 月 18 日收盘) .....	8
图表 18：2019 年全球化工 50 强 .....	9
图表 19：跨国企业战略边界的塑造 .....	10
图表 20：国内化工企业与跨国巨头的战略边界对比 .....	10
图表 21：国内化学品进出口情况 (亿美元) .....	11
图表 22：国内研发费用排名前 20 的上市化工企业 .....	11
图表 23：近年来国内出台的关于新材料领域的股利政策 .....	12
图表 24：中、日、韩、中国台湾 G6 代以上产能占比 .....	12
图表 25：液晶面板上下游产业链 .....	12
图表 26：我国集成电路进出口额 (亿美元) .....	13

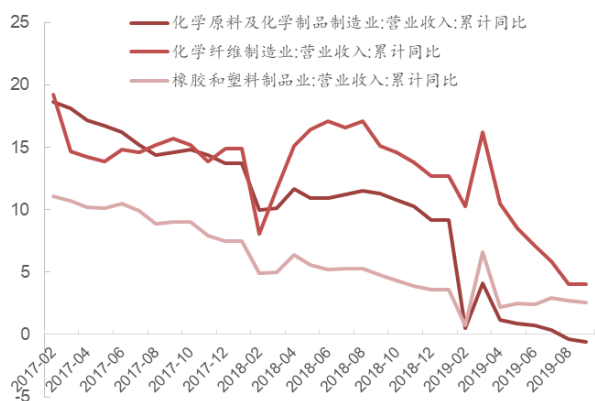
图表 27: 半导体制造过程中所需的材料.....	13
图表 28: 2035 年 5G 各领域市场规模 (bil) .....	14
图表 29: 5G 材料一览.....	14
图表 30: 全球农药市场规模.....	15
图表 31: 全球粮食年度均价及农药市场增速 .....	15
图表 32: 全球人口数持续增长 (亿人) .....	16
图表 33: 全球人均可耕地面积逐步减少.....	16
图表 34: 2014 年~2019 年全球农化行业并购事件.....	17
图表 35: 维生素细分种类多.....	18
图表 36: 分品种维生素下游应用.....	18
图表 37: 中国维生素产量及市场价值.....	18
图表 38: 中国维生素出口量及出口金额.....	18
图表 39: 全球不同区域饲料生产情况.....	19
图表 40: 2010~2018 全球饲料消费相对增长变化 (2010=1) .....	19
图表 41: 全球轮胎销售额分布.....	19
图表 42: 全球轮胎 75 强数量分布.....	19
图表 43: 不同类型车辆车胎配套和替换系数及周期.....	20
图表 44: 国内替换胎和原配胎市场比例.....	20
图表 45: 全球替换胎和原配胎市场比例.....	20
图表 46: 重点推荐公司估值情况.....	22

## 1. 基础化工行业回顾

### 1.1 营收增速趋缓，行业盈利能力下滑

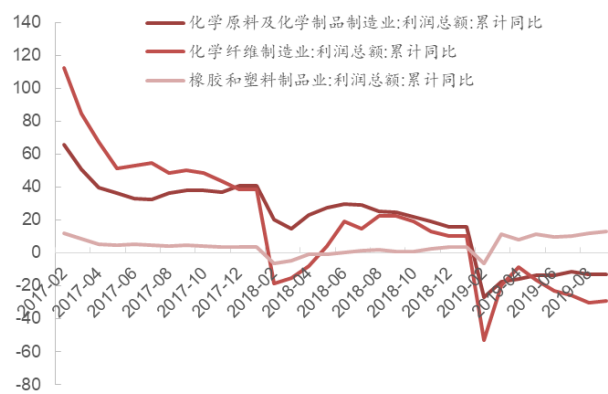
回顾 2019 年，全球经济增速总体延续 2018 年放缓趋势，此外，频繁的逆全球化事件加剧了对未来经济的不确定性，叠加中国经济进入转型升级期，化工行业全面景气周期进入尾声，各子行业盈利能力普遍出现下滑。从财务角度来看，2019 年前三季度中国化工业营收同比增速趋缓，盈利能力同比下滑，其中化学原料及化学制品制造业营收增速由正转负。从盈利水平来看，除橡塑企业保持正增长外，化学原料及化学纤维行业利润都进入负增长区间。

图表 1：基础化工行业营收增速放缓 (%)



来源：wind，国联证券研究所

图表 2：基础化工行业盈利水平下降 (%)

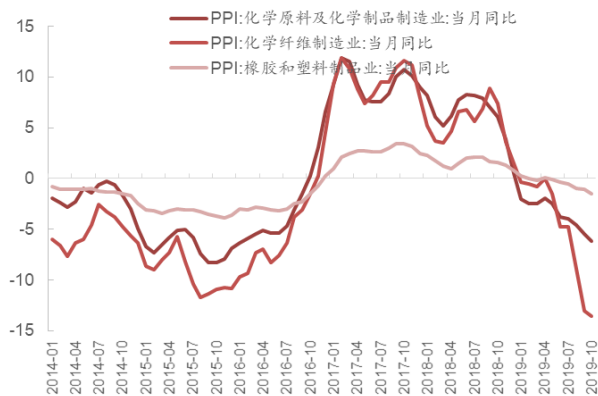


来源：wind，国联证券研究所

化工 PPI 指数自 2016 年 10 月份转正以来连续保持同比正增长，至 2019 年 1 月最终转负，结束了长达 26 个月的正增长。截止 2019 年 6 月，PPI 同比增速为 -3.80%，仍在加速下移。从化工行业利润总额来看，其在 2013 年 2 月同比转正后就一直维持正值，直到 2019 年 2 月最终转负，期间维持了 6 年的正增长。经历了长达 2 年半的景气周期后，在供需两面受敌的情况下，化工行业由高点景气回落，势必将面临不短的调整期，在此期间行业板块性大机会或较难出现。

中国化工产品价格指数自 2016 年年初至 2018 年年尾经历了一轮上行周期，该轮化工产品价格上涨主要受国内环保收缩供给带来的产品供不应求，但需求边际并没有改善。过去一年来，由于全球需求持续走弱，供给边际上有所增加，化工品价格进入了下行周期。我们认为未来国内化工品将进一步下滑磨底，但下降空间不大，目前大部分化工品价格处于中低位水平，部分接近 2016 年低油价水平，未来进一步下跌空间不大。

图表 3: 化工品 PPI 指数同比增速 (%)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 4: 中国化工品价格指数 (CCPI)

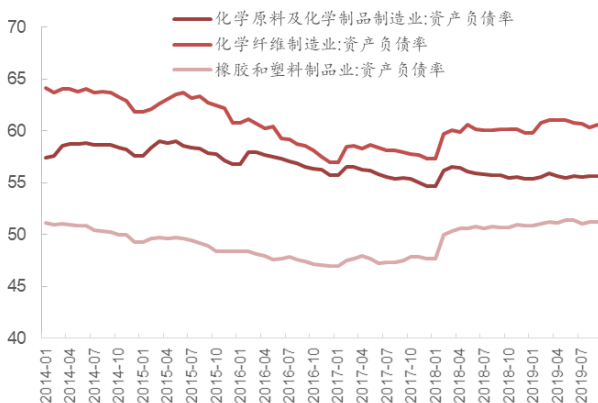


来源: Wind, 国联证券研究所

## 1.2 行业进入新一轮扩张期, 供给边际有增加

从基础化工行业资产负债率及在建工程情况来看,基础化工行业整体资产负债率从 2015 年起整体呈现下降趋势。至 2018 年第三季度,伴随景气度的延续,行业整体盈利好转,资金回笼,行业内优秀的上市公司趁机加大资本投入扩大生产规模,行业整体资产负债率有所提升。

图表 5: 基础化工行业资产负债率有所提升 (%)



来源: wind, 国联证券研究所

图表 6: 化学原料制品固定资产投资完成额增速 (%)



来源: wind, 国联证券研究所

从化工行业固定资产投资完成情况来看,自 2012 年以来,化工行业固定资产投资增速持续走弱,并于 2016 年出现十年来首次负增长,并且一直延续至 2018 年 8 月份,2018 年三季度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,进入新一轮扩张周期。环保方面,18 年底 19 年初的冬季各地陆续出台政策禁止“一刀切”,京津冀及周边区域 PM2.5 同比降幅指标也出现下调,环保显现边际放松迹象。“3·21”响水爆炸后,化工园区关停消息此起彼伏,似将引爆新一轮的化工“供给侧改革”,但从实际结果来看,虽然化工“退城入园”大趋势不改,一些劣后园区也必将面临“关停并转”,但大批园区的彻底关停必将对当地经济带来不小的冲击,实际落实程度仍有待进一步观察,清明“关园区”事件后化工板块的“一日游”行

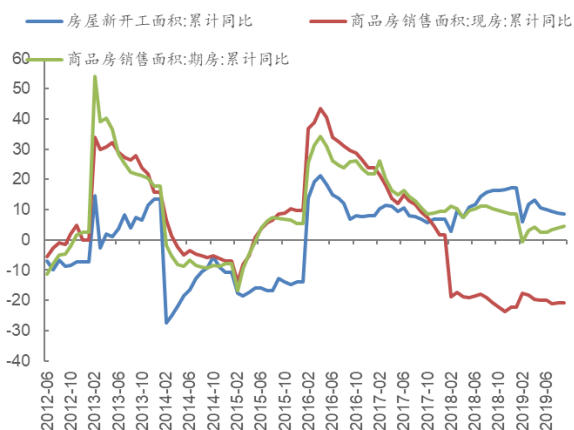


情也充分展现了市场信心的缺乏。

### 1.3 国内经济进入调整期，贸易摩擦影响出口需求

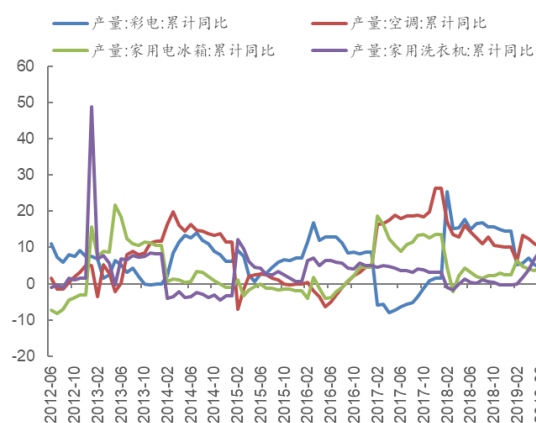
目前我国经济进入结构调整期，产业结构升级正在加速进行，中国经济已由高速增长阶段转向高质量发展阶段，在结构调整期内需大幅回暖可能性小，从今年前三季度包括地产销售、家电产量、汽车产量、纺织出口等高频数据看出，当前内需逐步开始放缓，但是鉴于国内经济体量的增加，增速放缓情理之中，同时我们认为中国总体上仍处在工业化和城镇化推进过程中，内需有空间，发展有韧性，创新有手段。

图表 7：房地产销售面积增速下滑 (%)



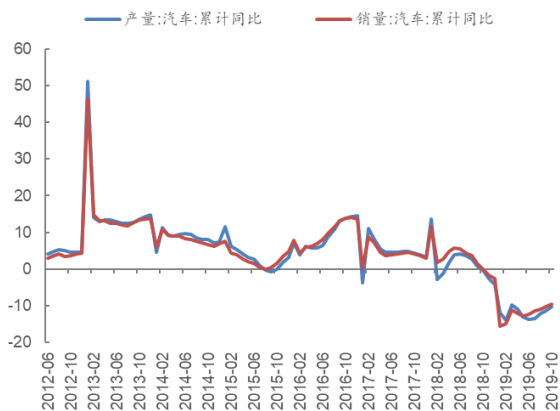
来源：wind，国联证券研究所

图表 8：家电产量增速出现回落 (%)



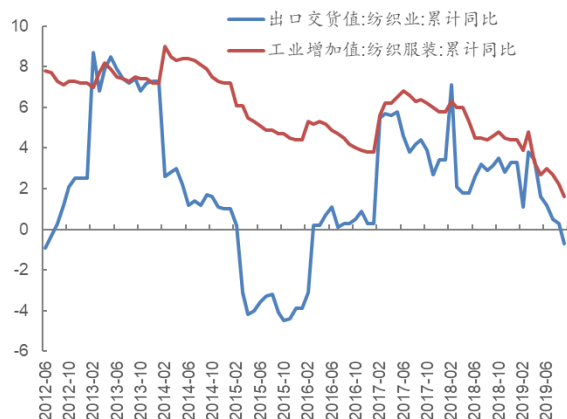
来源：wind，国联证券研究所

图表 9：汽车产销量增速下滑 (%)



来源：wind，国联证券研究所

图表 10：纺织服装出口增速有所下滑 (%)



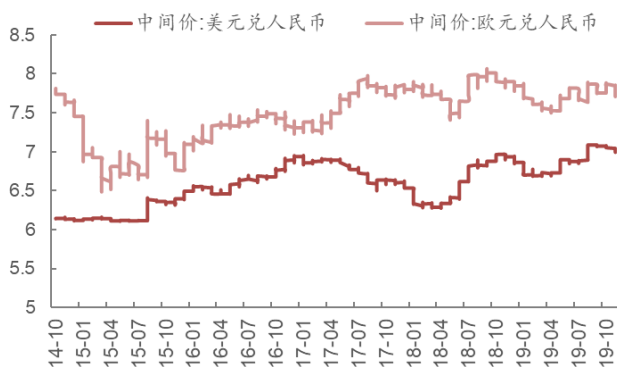
来源：wind，国联证券研究所

中美贸易摩擦进入长期对峙局面，影响出口需求。2017 年以来，国内化工行业和全行业出口金额累计同比由负转正，2018 年出口金额同比增速保持高增长，这一方面是由于全球石油价格复苏带动产业链价格上移、利率下行下刺激消费复苏；另一方面是由于避免征税“抢出口”效应。进入 2019 年，随着美国对华加征关税陆续落地，“抢出口”效应不复存在，且由于前期透支了出口需求，2019 年出口增速出现大幅回

落，截止9月化工行业出口累计同比增速-2.7%。

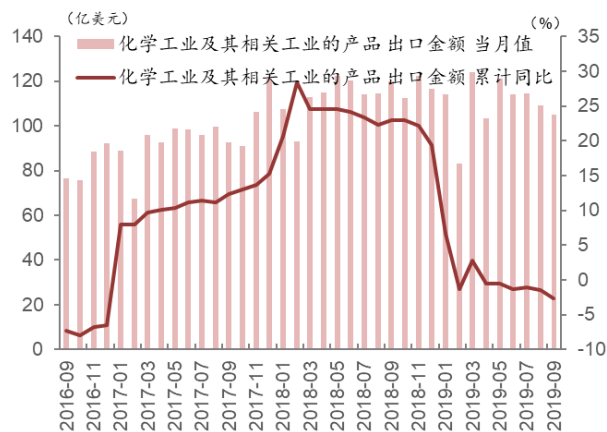
展望明年，中美贸易摩擦已经不可避免地进入长期对峙局面，中国化工企业参与国际分工合作的难度越来越大，将持续影响到未来国内化工品的出口需求。

图表 11: 人民币汇率波动较大



来源: wind, 国联证券研究所

图表 12: 我国化工品出口同比增速转负



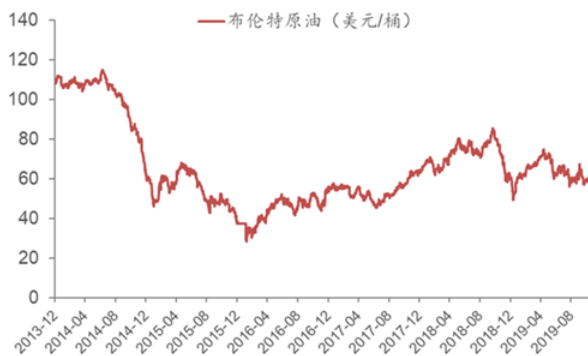
来源: wind, 国联证券研究所

### 1.4 原油价格中长期围绕 65 美元/桶震荡

原油作为众多化工产品的最初始原料，其价格影响着化工整条产业链，而原油的价格受多因素影响，供需格局、地缘政治、金融因素对原油价格走势都有较大影响。

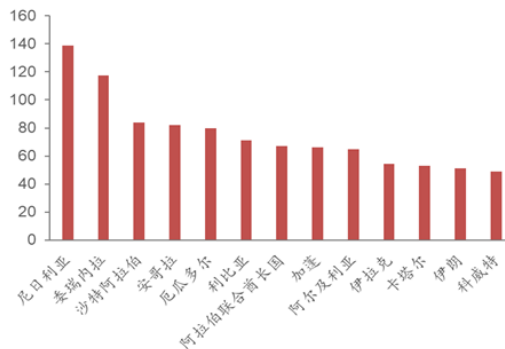
2019 年以来的国际油价走势整体先扬后抑，以 5 月份为分水岭。前半段在油价超跌反弹动能强劲以及 OPEC+ 减产联盟超预期执行减产协议等因素带动下，油价单边上涨。5 月初美国宣布停止给予有关国家以伊朗石油进口豁免权，多头利好兑现离场，油价企稳后横盘震荡；7 月份 OPEC 减产协议得以继续延长，但力度未超市场预期，油价继续横盘整理；8 月由于中美贸易谈判进展出现反复，市场对未来需求的悲观预期充斥市场；9 月在沙特油田遇袭事件影响下，油价短暂冲高后回落，随着中美两国临近达成第一阶段贸易协议，10 月油价温和反弹。

图表 13: 布伦特原油价格 (美元/桶)



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 产油国财政收支平衡线 (美元/桶)



来源: 惠誉, highmark capital, IWF, 《华尔街日报》, 国联证券研究所

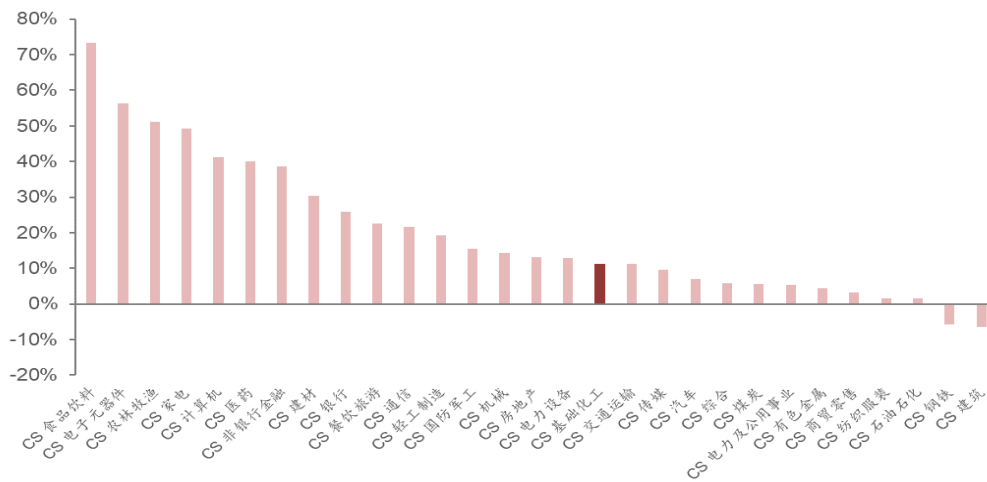
油价展望: 我们认为国际油价上有顶下有底, 需求决定上限、成本端决定下限, 预计布伦特原油价格中枢中长期围绕 65 美元/桶区间震荡。从消费国角度出发, 过高

油价导致通胀，压缩货币宽松空间，不利于经济发展，希望压制油价在合理水平。但是，低油价不符合产油国利益，特别是财政严重依赖油气出口的中东国家，对于寡头市场，其具有相应调节能力，如在执行的联合减产协议。

### 1.5 基础化工指数年初至今涨幅居后，板块估值仍处历史底部

回顾 2019 年年初至今基础化工板块表现，在中信 29 个子行业中涨幅居后，虽然今年市场受食品饮料、tmt 等子行业估值重估而出现大幅反弹，但化工板块因其周期性属性，叠加宏观经济增速放缓，整体表现一般。

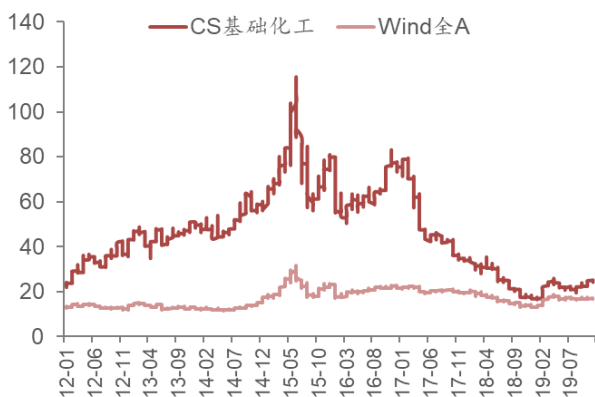
图表 15：年初至今各行业涨跌幅情况（截止 2019 年 11 月 18 日收盘）



来源：wind，国联证券研究所

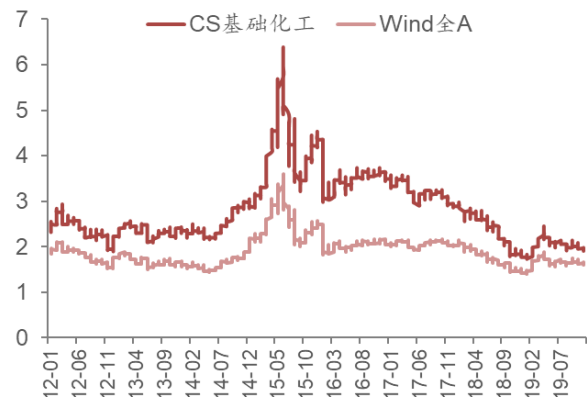
估值水平仍处于近年历史底部。化工行业估值从 2017 年 Q2 开始持续下降，2018 年 Q4 加速下滑，行业 PE 和 PB 达到十年来最低位。2019 年 Q1 快速修复，但目前国内经济告别高速增长进入调整期，叠加中美贸易摩擦对中国出口的负面影响，预计未来传统大宗化工品难有增长，化工板块整体预计仍将低位震荡。

图表 16：全体 A 股与基础化工 PE 对比（截止 2019 年 11 月 18 日收盘）



来源：wind，国联证券研究所

图表 17：全体 A 股与基础化工 PB 对比（截止 2019 年 11 月 18 日收盘）



来源：wind，国联证券研究所



## 2 策略一：创新驱动成中国化工产业发展下一站

众所周知,我国是化工大国,放眼全球,化工产业主要都集中于发达国家和我国。过去 20 年,我国化工产业倚靠各种廉价成本要素及齐全的基础设施配套,在众多基础化学品领域建立了在全球范围内的绝对优势,包括聚酯、MDI、钛白粉(硫酸法)、农药原药、染料、制冷剂,部分企业的收入体量已接近海外巨头。但值得注意的是,中国众多的化工企业虽然在产品体量及收入规模上接近或者达到海外巨头的水平,但国内化工产业尚处于从基础化工品切入聚合物和其他合成材料的阶段,在与全球 TOP 化工企业实力 PK 中,中国化工企业在产品结构、创新能力及生产效率方面仍显实力不足,而跨国公司则基本上完全掌控了特种化学品、工业气体、农用化学品的市场。通过观察 2019 年全球化工 50 强榜单,50 强中,欧洲地区上榜企业有 16 家,美国 10 家,日本 8 家,韩国 4 家,而中国本土企业上榜数仅 3 家(除去台塑及中国化工收购的先正达),欧美地区对全球化工行业仍具有较强的控制力。

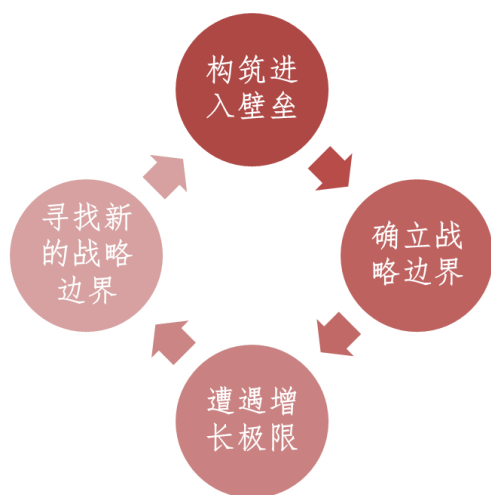
图表 18: 2019 年全球化工 50 强

序号	公司	2018 年化学品销售额 (亿美元)	序号	公司	2018 年化学品销售额 (亿美元)
1	陶氏杜邦	860	26	雪弗龙菲利普斯化学	113
2	巴斯夫	741	27	帝斯曼	110
3	中石化	692	28	因多拉玛	107
4	沙特基础工业公司	421	29	旭化成	107
5	英力士	370	30	阿克玛	104
6	台塑	369	31	先正达	104
7	埃克森美孚化工	324	32	伊士曼化学	102
8	利安德巴塞尔	308	33	北欧化工	99
9	三菱化学	287	34	SK 创新	97
10	LG 化学	256	35	美盛	96
11	信诚工业	252	36	亨斯迈	94
12	中石油	248	37	万华化学	92
13	液化空气集团	243	38	PTT 全球化工	90
14	东丽工业	187	39	艺康	90
15	赢创	178	40	空气化工产品	89
16	科思创	173	41	西湖化学	86
17	拜耳	169	42	朗盛	85
18	住友	161	43	Nutrien	81
19	Braskem	159	44	优美科	81
20	乐天化学	151	45	Sasol	81
21	林德气体	149	46	东曹	78
22	信越化学	144	47	庄信万丰	76
23	三井化学	134	48	DIC	73
24	索尔维	134	49	韩华化学	73
25	雅苒	129	50	塞拉尼斯	72

来源: C&EN, 国联证券研究所

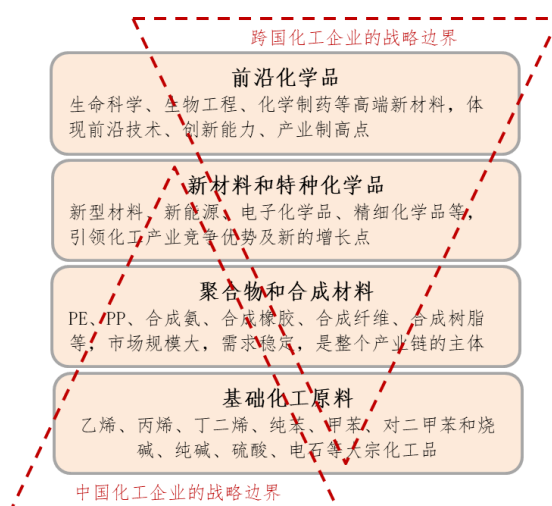
通过观察这些跨国企业近百年的发展史，可以发现在上世纪 60 年代后行业演进发生了重大变化，在此之前，这些跨国企业依靠在二战时期积累起来的合成技术和工程技术，在聚合物领域建立起了强大的壁垒，但由于基础化学理论研究的停滞，聚合物革命带来的红利在当时已难以为继，但这些头部跨国企业普遍具备极强的自我学习和演进能力，倚靠研发创新不断突破增长极限，并重塑他们的战略边界，目前这些企业已将发展战略边界延伸至利润率更高的专业化学品业务，经过多年的积淀，已在生命科学、生物工程、新材料、特种化学品等利基市场取得了新的成就。

图表 19：跨国企业战略边界的塑造



来源：国联证券研究所

图表 20：国内化工企业与跨国巨头的战略边界对比



来源：国联证券研究所

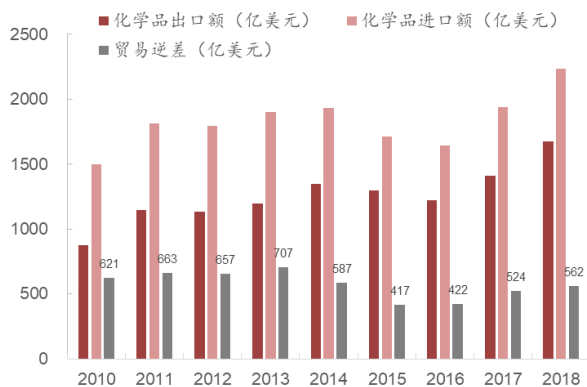
中国化学工业逐步迈向创新驱动时代，研发创新是突破瓶颈的关键。对比来看，本土企业已经依靠完整的产业配套和持续增长的市场在众多基础化学品领域建立了在全球范围内的绝对优势，并实现了进口替代，而过去几年以环保等为推手的供给侧改革，造就了一大批具备成本竞争优势的龙头企业，如果仅从规模上来看即使放眼全球他们也已经处于顶尖水平。如 MDI 领域的万华化学、钛白粉行业的龙蟒佰利、染料行业的浙江龙盛、制冷剂行业的巨化股份、聚酯行业的四大炼化巨头、工业硅行业的合盛硅业等。

尽管我们已经取得了如此众多的成就，但我国 2018 年化学品进出口贸易逆差仍然高达 562 亿美元。一些关键材料领域的产业化规模、产品质量等还远远不能满足国内的需求，2018 年工信部对 130 多种关键基础材料的调研结果显示，国内 32% 的关键材料仍为空白，52% 依旧依赖进口。这意味着未来全球化工竞争格局中，中国的化工企业将与跨国企业在专用化学品和特殊化学品领域展开全面的竞争。

如果向海外巨头们发起进一步冲击的话，要有较强的研发能力作为保障，这首先要以的一定投入作为前提，未来全球化工行业的竞争将全面进入专用化学品和终端商品市场的争夺，可以讲未来的竞争就是研发能力的沉淀和积累的竞争，就是研发投入的竞争。我们统计了 2018 年国内研发费用排名前二十的上市化工企业，这些企业以万华化学、金发科技、荣盛石化、鲁西化工、中化国际、玲珑轮胎、巨化股份、龙蟒佰利、新安股份、中国巨石、兴发集团和扬农化工等为代表，这些企业基本上代

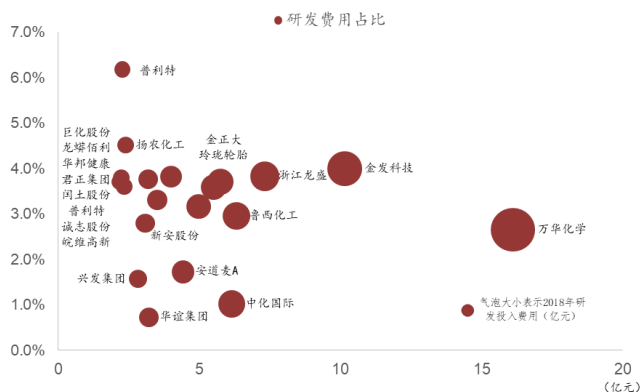
表了国内化工各子行业的一线龙头，通过做大规模，把周期的平均利润维持在数亿至数十亿元，才能够通过巨额的研发投入往专用化学品领域进行边界的突破。这些龙头企业都已具备向跨国企业发起挑战的基本要素。

图表 21：国内化学品进出口情况（亿美元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 22：国内研发费用排名前 20 的上市化工企业



来源：国联证券研究所

注：数据来自各上市公司 2018 年年报

最典型的如万华化学。公司已经在 MDI 行业建立了自己的绝对核心竞争能力，而近些年除了在石化领域切入碳二和碳三业务，以完善自己的聚醚产业链之外，公司依靠研发在合成材料和精细化工品领域取得成就同样让人瞩目，不仅在 HDI、TPU、改性 MDI 和 TDI 等领域基于异氰酸酯的积淀取得突破，更是潜心十余年，成功的完成了光气法 PC、异丁烯法 MMA、SAP 等先进材料的工业化，此外 IPDI、IPDA、聚醚胺、尼龙 12 和柠檬醛等众多自主研发的精细化工品也将陆续进入产业化阶段。而万华化学仅是中国化工企业成功崛起的一个典范，未来我们将看到一大批多元化和专业化的本土企业向世界舞台的冲击。这类有实力挑战全球化工巨头的企业还包括新和成、浙江龙盛、扬农化工。

### 3 策略二：下游应用场景向国内转移，进口替代有望加速

对于当下的中国化工企业而言，频繁的贸易摩擦背后隐喻的是未来中国化工企业参与国际合作的难度将越来越大。目前国内在光伏电池、低世代线面板、6 吋及以下晶圆、电池用电子化学品领域已经基本实现自给，但高世代线面板、8 吋及以上晶圆用电子化学品基本依赖进口，而随着下游半导体、面板、锂电池等产业向国内的转移，以及 5G 产业的兴起，向高性能新材料和专用化学品的产业升级，实现进口替代，是未来大势所趋，取得突破的机会也是最大的。

此外，我国政府也高度重视新材料产业的发展，相继出台多项相关重大政策。新材料被列为国家高新技术产业、战略性新兴产业和中国制造业产业升级的重点领域，并提出了新材料产业发展的主要目标：保障能力大幅提升；创新能力不断提高；产业体系初步完善。未来先进基础材料总体要实现稳定供给；关键战略材料综合保障能力要超过 70%；前沿新材料则要取得一批核心技术专利，部分品种实现量产。

图表 23: 近年来国内出台的关于新材料领域的股利政策

政策文件	发布单位
2014 年 10 月 关键材料升级换代工程实施方案	发改委、财政部、工信部
2016 年 12 月 “十三五”国家战略性新兴产业发展规划	国务院
2016 年 12 月 关于成立国家新材料产业发展领导小组的通知	国务院
2017 年 1 月 新材料产业发展指南	发改委、财政部、工信部、科技部
2018 年 3 月 新材料标准领航行动计划（2018 年~2020 年）	发改委、发改委、科技部等九部委

来源：新闻搜集，国联证券研究所

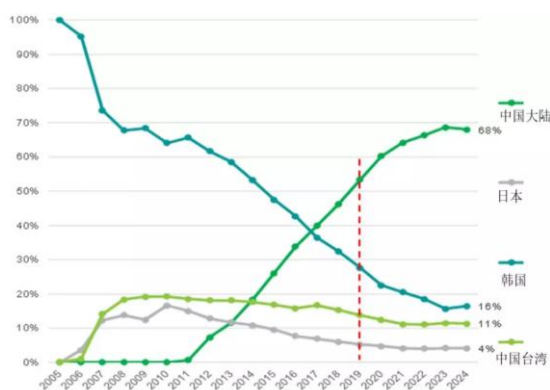
### 3.1 液晶面板材料：高世代面板产能在中国释放

由于技术、成本等方面的优势，TFT 液晶显示器（TFT-LCD）已经成为显示器的主流。近年来，面板行业需求较为稳定，日经 XTech 网站预测，全球大尺寸显示面板需求量将在未来几年内保持较为稳定的态势，总需求量略有上升。其中，电视面板需求量最大，且保持上升趋势。

全球 LCD 生产厂商，以中国大陆、韩国、中国台湾、日本为主。从面积上来看，2011 年中国大陆厂商高世代（6 代线以上）LCD 产能占全球总产能的仅 1%左右，远远落后于韩国、日本和中国台湾等竞争对手，到 2017 年则超过韩国排名第一，占比达到 40%。近年来，中国大陆厂商持续进行 LCD 高世代线产能扩张，目前已拥有全球第一的 LCD 产能全球占比，且该占比将持续扩大。据 IHS 预测，到 2024 年中国大陆地区 G6 以上 LCD 产能的全球占比将达到 68%，可以说液晶面板已经完成转移。

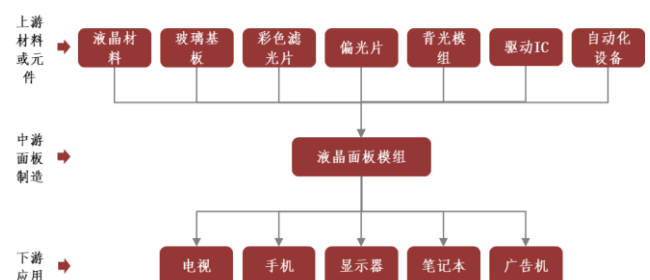
由于面板世代线低于中国大陆，日本及中国台湾面板厂商的市场份额均出现较大萎缩。随着中国高世代液晶面板产能的释放，将带来大量相关应用材料的需求，包括混晶、光学膜、彩色/黑色光刻胶、偏光片 TAC/PVA 等等，存在很大的进口替代空间。目前国内皖维高新在 PVA 偏光片、南大光电在光刻胶方面均已有所突破。

图表 24: 中、日、韩、中国台湾 G6 代以上产能占



来源：IHS，国联证券研究所

图表 25: 液晶面板上下游产业链



来源：国联证券研究所

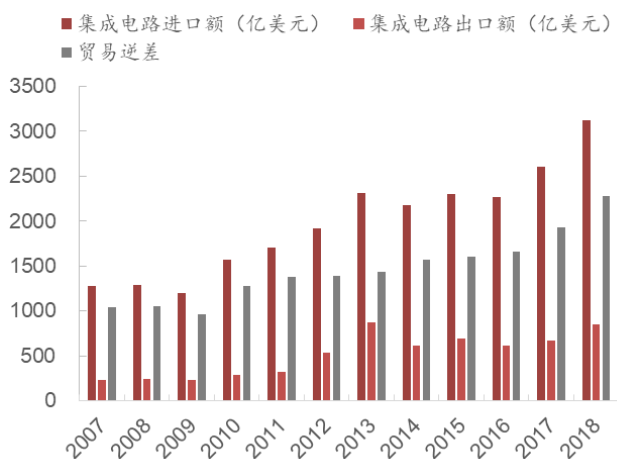
### 3.2 半导体材料：“中国芯”崛起初现曙光

被称为“现代工业粮食”的集成电路，是物联网、大数据、云计算等新一代信息产业的基石。根据海关总署数据，2018 年我国集成电路进口额首破 3000 亿美元，从 2015 年起已连续多年超过原油，贸易逆差额更是达 3 倍之多。

为了扭转这一局面，一系列促进国内集成电路产业发展的政策得到颁布，2014 年国务院提出成立专项国家集成电路产业基金，并募集了超过 1300 亿资金来扶持国内集成电路产业的发展，已经投资的公司包括紫光集团、中芯国际、长电科技、中微半导体、艾派克等半导体产业链公司，现在二期基金也已经正式成立。未来国内芯片自给率有望大幅提升，这些政策和资金的扶持无疑给国内集成电路产业带来巨大机遇。

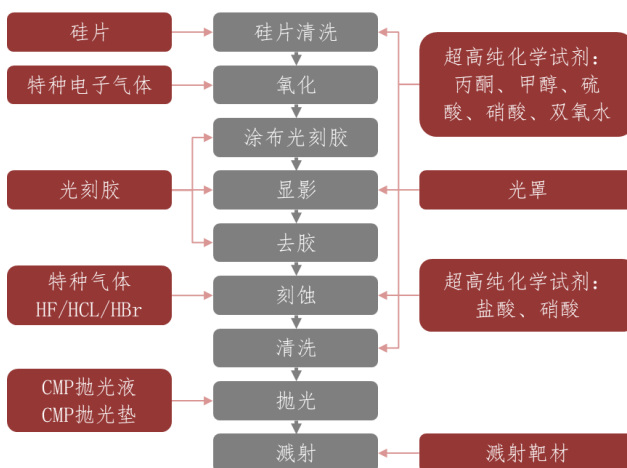
在产业政策的扶持下，众多的集成电路设计企业如雨后春笋般涌现，如海思半导体已经成长为全球第 6 大设计企业，紫光收购展讯和锐迪科后，企业规模快速壮大，成为全球第 10 大设计企业。中国集成电路的兴起将为产业链上的各个环节带来巨大的成长机遇。我们看到国内厂商在小尺寸硅片、光刻胶、CMP 材料、溅射靶材等领域已初有成效。比如 8 吋硅片领域的金瑞泓、国盛电子和有研半导体；光刻胶相关领域的南大光电；靶材领域的江丰电子和阿石创；CMP 抛光材料的安集微电子和鼎龙股份；电子特气方面，雅克科技收购的科美特和江苏先科具备一定的研发能力；以及湿电子化学品领域的晶瑞股份，未来这些研发导向的公司将真正带领中国走向半导体材料国产自主化。

图表 26：我国集成电路进出口额（亿美元）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：半导体制造过程中所需的材料



来源：国联证券研究所

### 3.3 5G 材料：5G 通信商用化中国走在世界前列

5G 通信采用更高频率的信号，可以比 4G 通信有更高的带宽和传输速度，目前美日韩等国采用频率更高的毫米波来实现 5G 通信，而中国等国家采用 6000MHZ 以下的频率来实现 5G 通信，正因为信号的频率比 4G 更高，5G 通信有低延时、高速度的主要特点，从 4G 向 5G 进化可以实现移动互联网和有线互联网的彻底融合。IHS 预计到 2035 年，5G 在全球创造的潜在销售活动将达 12.3 万亿美元，并将跨越多个

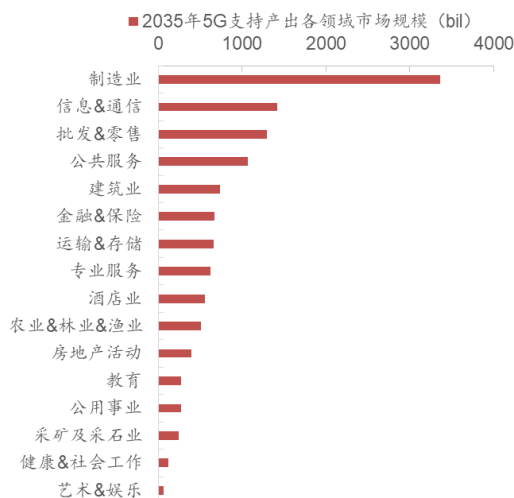


产业部门。

5G 时代的到来催生材料的变革与需求,新技术的出现对材料提出新的性能要求,包括:微波介质陶瓷、PCB 材料、半导体材料、手机天线材料、手机外壳材料、电磁屏蔽材料、导热散热材料等都将在 5G 应用中发生改变,孕育新的市场机会。

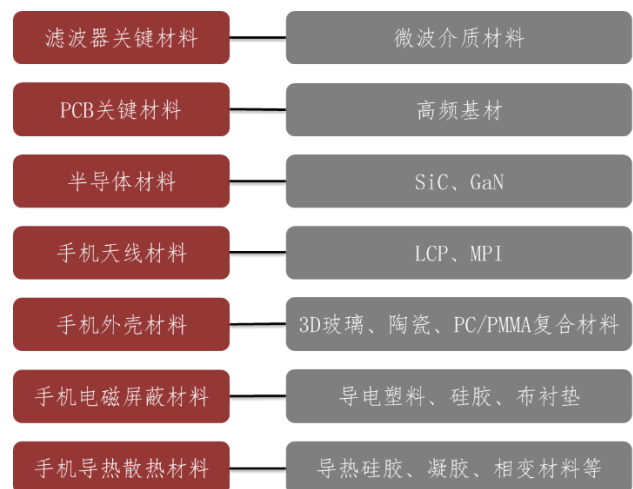
目前 5G 材料已在基站端及手机端开始大量应用:(1) 基站端。涉及的新材料主要有天线用 PTFE、天线振子用 LCP 等,芯片端的第三代半导体氮化镓、碳化硅等,PCB 高频覆铜板用 PTFE,滤波器用陶瓷,等等。其中 PTFE 粒子国内东岳集团、昊华科技、巨化股份等取得了突破,PTFE 薄膜沃特股份取得了突破。(2) 手机端。首先是外部手机背壳,需要让 5G 信号有更好的通过性,因此去金属化将是大势所趋,从目前来看有三种解决方案,都可以实现国产化:玻璃、陶瓷、塑料复合材料(PC+PMMA);其次 5G 手机内部主要是软板的大量使用。为了实现 Massive MIMO (多输入多输出)技术以及信号高频高速的传输,5G 手机内部将不止一个天线,这就要求内部有更高的小型化和整合度,因此 5G 手机内部将更多的运用软板。传统的 FPC 电路板基材主要是聚酰亚胺,而 5G 通信用软板需要适用于高频信号的传输,目前的解决方案指向 LCP 材料。LCP 具备低损耗、灵活性、密封性等优点,适合用于制造高频器件,目前 LCP 国内有金发科技、沃特股份取得突破。

图表 28: 2035 年 5G 各领域市场规模 (bil)



来源: IHS, 国联证券研究所

图表 29: 5G 材料一览



来源: 国联证券研究所

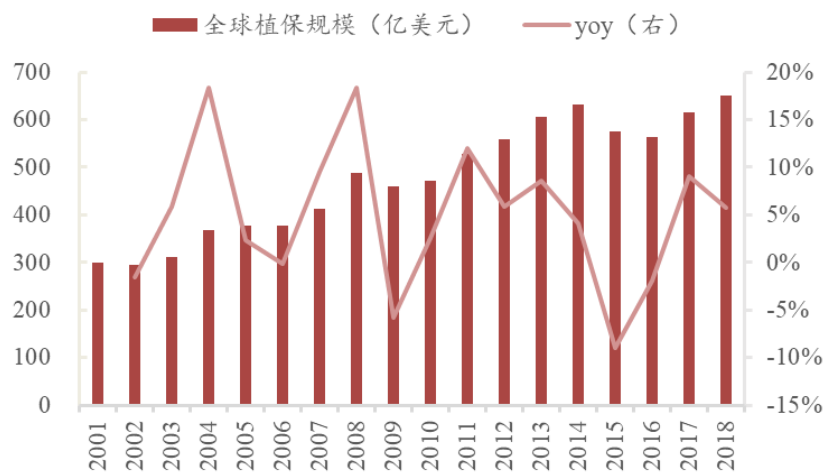
## 4 策略三: 遴选弱周期子行业, 困境中犹存生机

### 4.1 农药制剂: 长期持续增长, “马太效应”逐步显现

全球农药市场具备明显周期性。根据 Phillips McDougall 数据,过去近二十年来,全球农药市场规模从 2001 年的 298.9 亿美元增长至 2018 年的 651 亿美元,累计增幅达 118%,发展迅猛。但同时全球农药市场也凸显了明显的周期性,过去十四年全球农药市场出现了三次大幅度下滑,2006 年、2009 年、2015 年下滑幅度分别为-0.2%、-5.8%、-9.0%。同样对应有三次明显的大幅上升,分别为 2004 年、2008 年、2011

年。一个完整周期为 3~6 年不等。

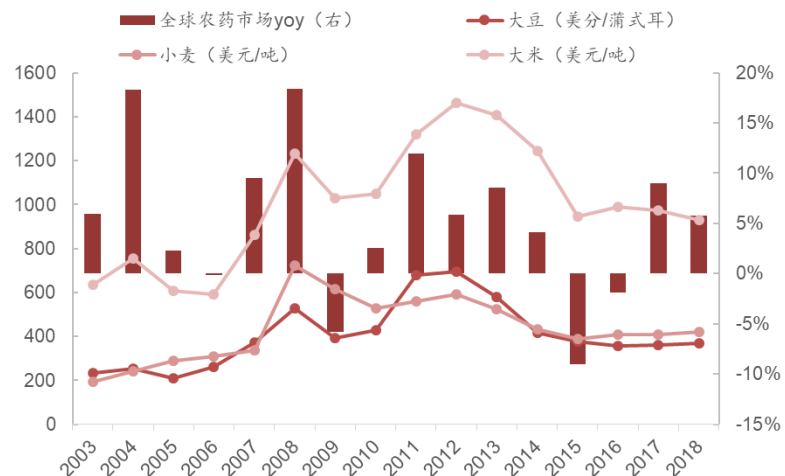
图表 30: 全球农药市场规模



来源: Phillips McDougall, 农药快讯, 国联证券研究所

短期看, 全球农药市场呈现弱周期性, 其增速受分销商库存、气候、汇率、农作物种植结构及农产品价格等多方面影响, 其中农产品价格的影响最为直接, 从历史情况看, 在作物价格较高时全球农药市场总体能获得较高的增速, 反之则可能出现下滑。2014 年~2016 年期间, 受农产品价格持续低迷影响, 全球农药市场出现滑坡, 其中 2015 年全球作物用农药市场实现销售额 512.10 亿美元, 同比重挫了 9.6% (如不考虑通胀及汇率的影响, 2015 年全球农药市场与上年持平), 2016 年销售额继续同比下降 2.5%, 为 499.20 亿美元。而 2017 年及 2018 年, 全球农药市场重新步入正增长, 主要受益于非专利农药价格的上涨, 尤其是中国的草甘膦除草剂。而源自中国的草甘膦及其他产品的价格提升主要是受环保高压的影响所致。此外, 中国有更多的农药上市公司为提升利润率而推动农药价格的上涨。

图表 31: 全球粮食年度均价及农药市场增速



来源: Wind, Phillips McDougall, 国联证券研究所

从长期来看, 随着全球人口增加、人均可耕地面积的减少以及低毒高效农药对

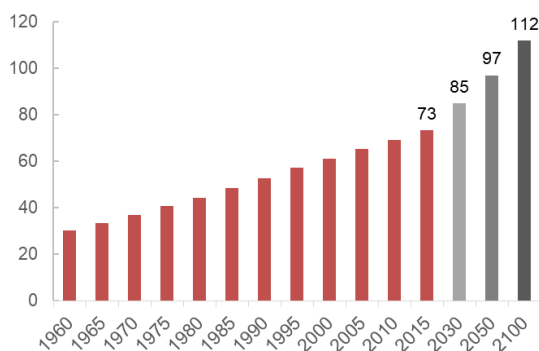
传统农药的替代，未来将推动全球农药市场规模持续稳步增长。具体如下：

1、全球人口持续上涨，增加对粮食等农产品的需求，而农产品的生长离不开种子、耕地、农药和化肥等方面。根据世界银行数据，全球人口总数在 2000 年约为 61.18 亿，至 2015 年全球人口增长到 73.47 亿，增加了近 12.29 亿人口，年复合增长率 1.23%。根据联合国 Department of Economic and Social Affairs 的报告，预计至 2030 年全球人口将达到 85 亿，至 2050 年将达到 97 亿，至 2100 年将达到 112 亿左右。随着人口的增长，未来粮食等农作物产量的增长也需要保持同步，而在最大化农作物产量满足人口增长需求的过程中，农药、化肥等将起到举足轻重的作用。

2、耕地面积的有限使得种子、农药、化肥等各方面对农作物产量以及单位产量的提高将变得尤为重要，根据主流研究机构的研究，粮食的生产需要依赖耕地资源，耕地资源有限，粮食需求的增长难以完全依靠耕地面积的增长来满足。全球人均可耕地面积 1980 年为 0.27 公顷，至 2015 年仅为 0.19 公顷，人均可耕地面积以可见的速度逐步减少。这就需要提升农业的精细化程度，通过改良种子，提升化肥效能和加强作物生长保护等措施，来提升耕地的单位产量。而全球气候等环境的多样化，相比以前简单的农业生态系统农作物更容易被病虫害袭击，为了应对人类的需要、保持高水平的粮食产出，就需要持续进行作物保护。

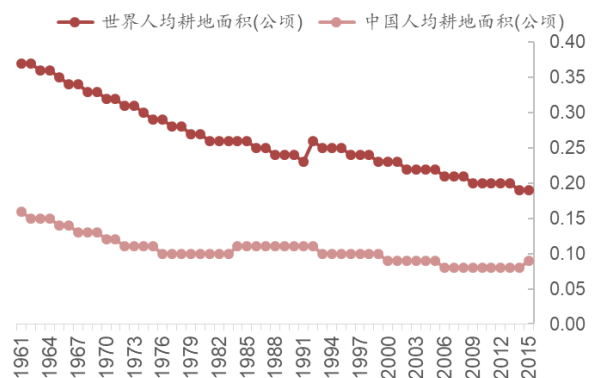
3、环保要求的提高，新型低毒、高效农药的上市将陆续替代前期的高毒农药市场。世界农药产品总的发展趋势是开发高活性、高安全性、高效益和环境友好的品种。近年来各国都加强了对农药行业的环保要求，比如印度农业部要求 2018 年 1 月 1 日起完全禁止苯菌灵等 12 种农药、韩国食品医药品安全厅将使用农药残留肯定列表制度、巴西环保署于 2017 年 2 月在联邦官方公报上发表了《第 2 号规范化指令》、乌拉圭牧农渔业部宣布禁止使用甲基谷硫磷等四种高毒产品、我国于 2017 年 2 月通过了《农药管理条例（修订草案）》等。日益严格的农药政策要求全球的农药公司都必须不断开发新型低毒、高效农药，预计将带来新的增长点。

图表 32：全球人口数持续增长（亿人）



来源：世界银行，国联证券研究所

图表 33：全球人均可耕地面积逐步减少



来源：世界银行，国联证券研究所

全球农化阶段性并购潮进入尾声，“马太效应”将逐步显现。自 2014 年起，受气候变化、农作物价格下跌、汇率波动、全球农业经济疲软等因素的影响，全球农化巨头掀起了新一轮的并购浪潮。在此期间，陶氏杜邦率先完成合并，并将其农业事业部

命名为科迪农业科技；中国化工集团业已完成对先正达的收购；拜耳也将孟山都收入囊中；巴斯夫完成了对拜耳系列业务及资产收购，正式进入种子、非选择性除草剂等专业领域，并将其作物保护部更名为农业解决方案部；以及印度 UPL 对爱利思达的收购。为此，此轮历时近 5 年的农业投入品行业的规模化并购即将画上阶段性句号。通过并购，企业将自身业务向上下游或其他领域进行延伸，形成较好的产业链协同效应与多元化业务发展，增强盈利能力。

随着并购公司间业务交割的完成以及对相关业务的优化重组，全球农化行业集中度得到再次提升。由此所带来的“马太效应”将日益凸显，行业竞争壁垒被再次推高，产业链利润端重心向这些头部企业集中。

图表 34：2014 年~2019 年全球农化行业并购事件



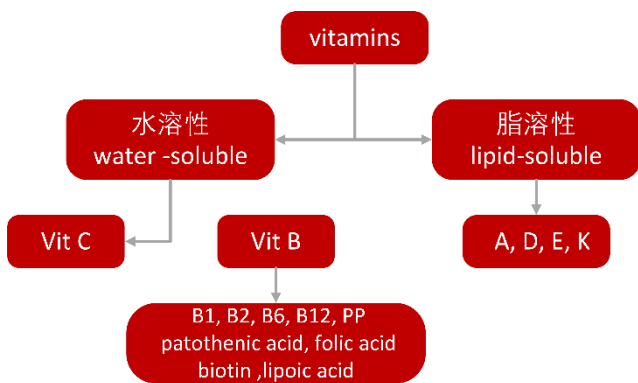
- 2016年6月：中国化工宣布完成对瑞士先正达94.7%股份的收购的，最终花费490亿美元
- 2017年7月：沙隆达通过非公开发行股票18.1亿股作价185.7亿元收购ADAMA 100%股权
- 2017年8月：陶氏化学与杜邦公司完成总市值为1300亿美元的对等合并
- 2017年11月：富美实完成12亿美元对杜邦部分重要业务的收购
- 2018年6月：拜耳完成价值630亿美元对孟山都的收购
- 2018年8月：巴斯夫完成价值88亿美元对拜耳剥离业务的收购
- 2019年2月：印度联合磷化以42亿美元完成对PSP公司旗下爱利思达生命科学的收购

来源：国联证券研究所

## 4.2 维生素：需求稳定增长，关注供给侧格局变化

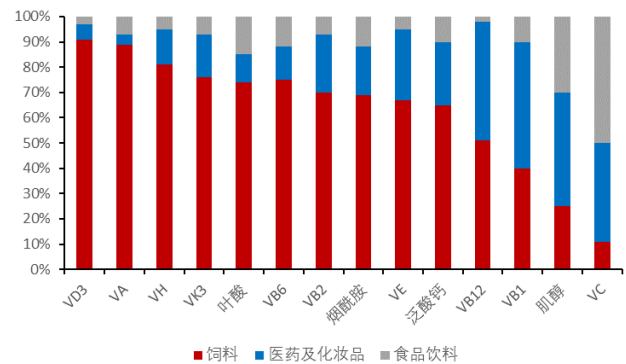
维生素(vitamin)是机体维持正常功能所必需，但在体内不能合成或合成量很少，必须由食物供给的一组低分子量有机物质。维生素有以下特点：一般以基本体的形式或可被机体利用的前体形式存在于天然食物中；大多数不能在体内合成，也不能大量储存，必须经常由食物供给；不构成组织，不供给能量；需要量很少，但却有重要作用，均以辅酶或辅基的形式发挥作用。多数维生素具有几种结构近似、生物学作用相同的化合物。

图表 35: 维生素细分种类多



来源: 国联证券研究所

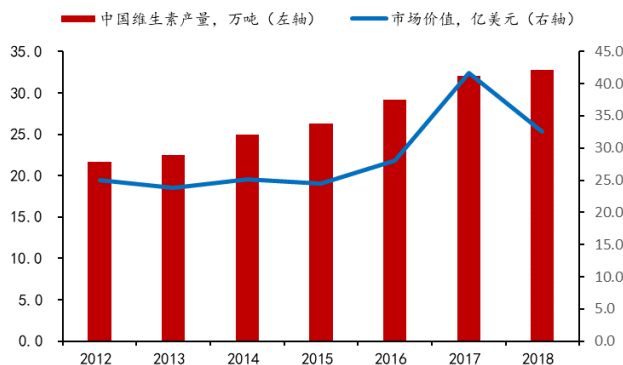
图表 36: 分品种维生素下游应用



来源: 博亚和讯, 国联证券研究所

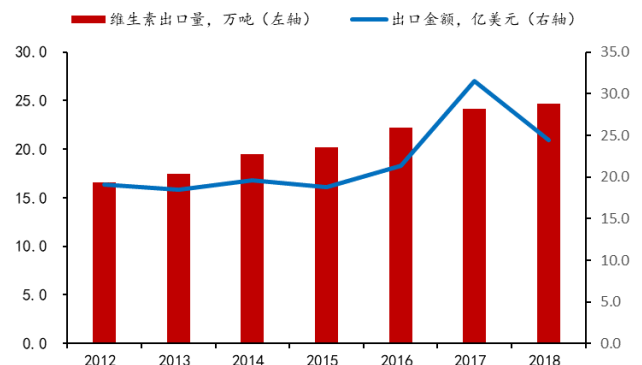
2018年中国维生素产量32.8万吨,同比增长3.1%,占全球维生素总产量的77%,受产品价格回落影响,市场市值相比于2017年有所下滑,但是与2016年相比仍有很大幅度的提升。2018年中国维生素出口24.07万吨,出口量稳定,出口金额24.5亿美元,同比下降22.1%。

图表 37: 中国维生素产量及市场价值



来源: 博亚和讯, 国联证券研究所

图表 38: 中国维生素出口量及出口金额

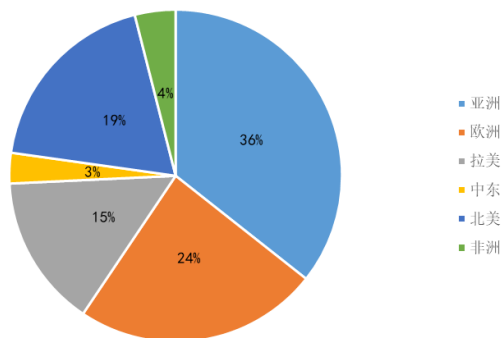


来源: 博亚和讯, 国联证券研究所

最新发布的2019年奥特奇全球饲料调查报告评估,2018年全球饲料产量增加了3%,达到11.03亿吨,连续第三年超过10亿吨。排名前八的国家是中国、美国、巴西、俄罗斯、印度、墨西哥、西班牙和土耳其。这些国家生产的饲料占世界饲料总产量的55%,这些国家的饲料厂的数量占世界饲料厂总量的59%,所以,可以将它们视为农业趋势的指标。主要增长来自蛋鸡、肉鸡和奶制品行业。2018年北美饲料消费略降,欧洲稳步增长;东南亚和南美饲料消费保持较快增长;中国畜牧产业结构调整持续调整,饲料消费稳中有降。中国保持着世界上最大的饲料生产国的地位。

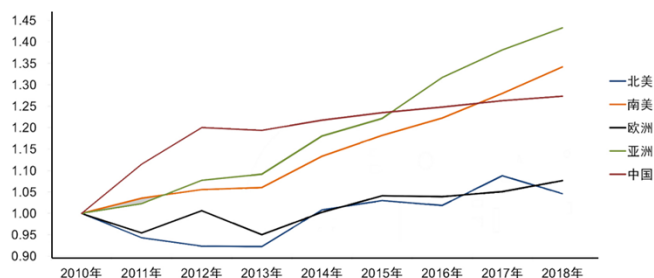


图表 39: 全球不同区域饲料生产情况



来源: Alltech, 国联证券研究所

图表 40: 2010~2018 全球饲料消费相对增长变化 (2010=1)



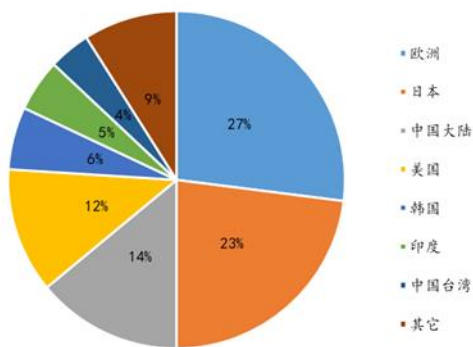
来源: 国联证券研究所

### 4.3 轮胎行业: 贴近终端消费, 替换市场发展空间巨大

亚洲轮胎企业迅速崛起, 中国轮胎体量全球第一。亚洲地区轮胎企业数量快速增加, 尤其是中国地区, 增速强劲, 中国地区 75 强轮胎企业由 2007 年的 11 家上升至 2017 年的 33 家。

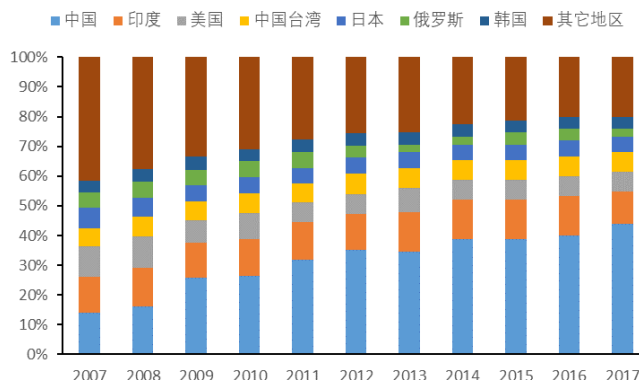
中国目前的轮胎总产能连续十年排名世界第一, 但是集中度低, 行业大而不强, CR3 只有 32%, 相比于美国的 97%, 欧洲的 95%, 日本的 93%, 差距较大。政府部门和轮胎协会积极引导中国轮胎企业进行转型, 环保政策收紧和金融去杠杆淘汰落后的轮胎产能。

图表 41: 全球轮胎销售额分布



来源: 中国橡胶网, 国联证券研究所

图表 42: 全球轮胎 75 强数量分布



来源: 《轮胎商业》, 国联证券研究所

全球轮胎的 81% 的需求来自于替换市场, 轿车的配套胎比为 1:5, 中型载重卡车的配套胎比为 1:11, 大部分车辆的使用年限在 10~15 年, 不同类型的车辆替换周期不同, 中型载重卡车的替换周期最短仅为 0.7 年, 轿车的替换周期较长平均为 3.3 年, 大部分车辆投入使用 2 年后, 开始进入替换周期。

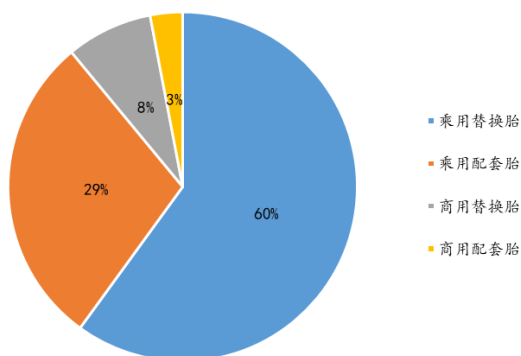
图表 43: 不同类型车辆车胎配套和替换系数及周期

轮胎类别	车辆类别	配套胎 (条)	替换系数	替换周期 (年)
乘用车胎	轿车	5	1.5	3.3
	轻型载重卡车	7	4.2	1.7
商用车胎	中型载重卡车	11	15	0.7
	重型载重卡车	16-22	10-20	1.1-1.6
工程胎	大型客车	7-11	2-5	2.2-3.5
	装载机械	4	2	2
	运输工程机械	6	3	2

来源: 中国橡胶工业协会, 国联证券研究所

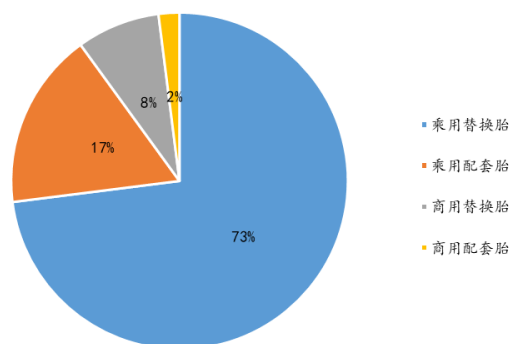
轮胎的需求主要来源于配套和替换市场, 全球轮胎市场的复合增速在 3%~5%, 中国轮胎市场的需求复合增速在 12%以上。2016 年国内乘用车替换胎、乘用车配套胎、商用车替换胎、商用车配套胎占比分别为 60%、29%、8%、3%, 对比全球乘用车替换胎、乘用车配套胎、商用车替换胎、商用车配套胎占比 73%、17%、8%、2%, 国内乘用车替换胎市场还有很大的上升空间, 以后会是国内轮胎企业发展的重中之重。

图表 44: 国内替换胎和原配胎市场比例



来源: Michelin 年报, 国联证券研究所

图表 45: 全球替换胎和原配胎市场比例



来源: Michelin 年报, 国联证券研究所

中国国内轮胎自主品牌迅速发展, 从低端逐步迈向中高端市场。随着小规模轮胎企业受制于环保、成本上升和资金周转困难等原因逐步出清, 国内龙头企业保持高开工率, 产能逐步扩张, 国内轮胎集中度进一步提升, 同时注重品牌推广和营销国际化, 推荐积极关注民族品牌。

## 5 2019 年基础化工行业重点标的

结合三条投资主线, 我们列出如下重点推荐标的:

### (1) 策略一: 创新驱动成中国化工产业发展下一站

**万华化学 (600309.SH):** 万华化学是中国化工行业少有的掌握国际前沿制造技术、管理优势突出的全球性龙头企业。公司上市以来年化 ROE%长期维持在 25%~40% 的区间, 2001~2018 年公司归母净利润年均复合增长率可达 35%。19 年初公司完成整体上市事宜, 整合 MDI 等优质资产、改善治理结构; 助力自身向全球聚氨酯龙头、

中国重要烯烃及衍生物供应商等、新材料核心供应商高远目标大步迈进。

**浙江龙盛 (600352.SH)**: 公司是全球分散染料龙头供应商, 依托关键中间体间苯二酚树立了强大的竞争壁垒, 并且积淀了深厚的工艺研发能力, 目前染料及中间体业务已成为了公司最稳定的现金奶牛。为打破现有染料业务瓶颈, 公司规划将发力下游的聚合物生产及专用化学品生产, 实现由染及化, 打造以染料为中心的新材料平台。

### (2) 策略二: 下游应用场景向国内转移, 进口替代有望加速

**皖维高新 (600063.SH)**: 公司是 PVA 行业龙头, 具备从原料电石到 PVA 下游产品一体化的生产优势。在传统 PVA 应用领域, 公司已经做到全国第一, 目前正在积极开发及拓展的 PVB 中间膜及 PVA 光学膜是公司未来产品结构优化的最主要推手, 目前拥有 2 万吨 PVB 中间膜产能, PVA 光学膜方面, 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。

**国瓷材料 (300285.SZ)**: 公司是全球第二家成功运用高温高压水热工艺批量生产高纯度、纳米级钛酸钡粉体的厂家, 也是国内最大的高纯纳米级电子陶瓷材料钛酸钡系列产品和 MLCC 用系列功能陶瓷材料的生产商。围绕水热法超细粉体核心技术, 公司逐步发展形成电子陶瓷、陶瓷墨水、结构陶瓷 (纳米级复合氧化锆+高纯超细氧化铝)、催化剂、电子浆料五大业务布局, 打造新材料产业化平台。

**金发科技 (600143.SH)**: 公司是国内老牌改性塑料龙头企业, 产能规模和技术实力均属于全球翘楚, 随着新材料业务放量 and 改性塑料主业的利润率回升, 公司长周期业绩拐点已经显现。目前公司新材料板块拥有生无可降解塑料、特种工程塑料、高性能碳纤维及复合材料和环保高性能再生塑料, 公司在这些产品上已深耕多年并建立了很强的竞争优势。

### (3) 策略三: 遴选弱周期子行业, 困境中犹存生机

**安道麦 A (000553.SZ)**: 公司是全球非专利类作物农药领导者, 业务遍布全球约 100 个国家和地区, 并在全球拥有 6 个原药合成基地及 16 个制剂加工基地。在核心准入门槛——登记证方面建立起了坚固的护城河, 目前共拥有 5200 多张登记证, 且每年以 200 多张速度新增, 未来公司将充分受益全球农药需求长期增长, 以及非专利药份额的持续提升。

**扬农化工 (600486.SH)**: 公司多年来深耕农药行业, 坚持仿创结合的技术创新战略, 研发实力雄厚, 主营杀虫剂 (拟除虫菊酯)、除草剂 (草甘膦、麦草畏) 和杀菌剂 (氟啶胺) 生产销售, 其中菊酯及麦草畏都已做到全球第一。近年来公司依托南通基地产能持续释放, 有效抵御了行业景气下行, 业绩稳中有升, 同时实现了产业链的完善及麦草畏等新兴产品布局, 目前南通优嘉二期剩余项目已陆续投产, 三期项目按计划顺利展开。

**利尔化学 (002258.SZ)**: 公司是由中物院发起设立的军转民高新技术企业, 是继陶氏后全球第二家成功掌握吡啶类化合物催化氯化系统集成技术的企业, 随后又掌握草铵膦合成的关键技术并成为国内最大的草铵膦生产商, 期间通过不断补强产业链, 形成从基础原料、关键中间体、核心原药、制剂的一体化产业链。对于草铵膦, 我们

判断中长期价格中枢将逐步下移并趋于合理，带动草铵膦需求大幅提升。除核心品种草铵膦外，公司还新建了氟环唑、丙炔氟草胺等产能，另外储备了包括 L-草铵膦、唑啉草酯、氯虫苯甲酰胺等系列新产品，这些都将为公司未来发展的主要贡献点。

**苏利股份 (603585.SH)**: 公司主营业务为农用杀菌剂、阻燃剂及其他精细化工产品的研发、生产和销售。其中，农药类产品主要有百菌清、嘧菌酯等；阻燃剂类产品主要为十溴二苯乙烷等。为突破公司发展天花板，公司计划投资 30 亿元将发展重心转移至宁夏基地，深度围绕特色杀菌剂展开，建立从基础原料、原料、制剂的一体化生产线，为公司未来持续稳定增长提供保障。

**新和成 (002001.SZ)**: 主营营养品、香精香料、新材料等产品，已成为世界四大维生素生产企业之一。营养品方面，VA 因供应受影响盈利能力大幅提升；蛋氨酸一期项目已投入生产，二期 25 万吨募投项目已开始建设。香精香料方面，公司芳樟醇、叶醇等系列产品全球市占率名列前茅；在建麦芽酚等产能，可进一步丰富产品线。新材料方面，公司 PPS 与 PPA 处国内领先地位，PPS 二期扩建投产，发展空间广阔。此外公司拟在黑龙江投资 36 亿元建立生物发酵产业园，其山东工业园也被列为山东新旧动能转换重点建设项目。

**玲珑轮胎 (601966.SH)**: 公司是国内轮胎龙头企业，客户包括大众、通用、福特、一汽、上汽等。轮胎营收排名全国第 2，全球第 17；其中半钢子午胎产能及利润均居全国第 1。目前公司在全球拥有 6 个研发机构和 6 个生产基地(考虑塞尔维亚)，产品销往全球 180 多个国家和地区。目前公司处于全球第三梯队，相较第一梯队的米其林、普利司通、固特异差距较大，但公司已凭借精准的策略和布局，有望跻身二梯队。

**图表 46: 重点推荐公司估值情况**

代码	名称	收盘价 (2019-11-19)	EPS			PE			总市值	投资评级
			2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
000553.SZ	安道麦 A	9.6	0.52	0.63	0.76	18.3	15.3	12.7	226.2	推荐
601966.SH	玲珑轮胎	21.5	1.31	1.55	1.81	16.4	13.9	11.9	258.0	推荐
600141.SH	万华化学	9.71	0.44	0.59	0.74	22.2	16.5	13.1	90.3	推荐
600143.SH	金发科技	6.73	0.43	0.50	0.57	15.5	13.4	11.9	173.2	推荐
600352.SH	浙江龙盛	13.32	1.65	1.81	2.01	8.1	7.4	6.6	433.3	推荐
002258.SZ	利尔化学	11.63	0.69	0.95	1.23	16.8	12.2	9.5	61.0	推荐
002001.SZ	新和成	22.61	1.14	1.50	1.76	19.8	15.1	12.8	485.8	推荐
603585.SH	苏利股份	19.79	1.93	2.33	2.66	10.3	8.5	7.4	35.6	推荐
600486.SH	扬农化工	55.85	3.70	4.15	4.90	15.1	13.5	11.4	173.1	推荐
600063.SH	皖维高新	3.4	0.18	0.22	0.27	19.1	15.3	12.7	65.5	推荐
601966.SH	玲珑轮胎	21.5	1.31	1.55	1.81	16.4	13.9	11.9	258.0	推荐
300285.SZ	国瓷材料	23.25	0.56	0.69	0.84	41.6	33.5	27.6	224.0	推荐
600141.SH	兴发集团	9.71	0.44	0.59	0.74	22.2	16.5	13.1	90.3	推荐

来源: Wind, 国联证券研究所

## 6 风险提示

- (1) 宏观经济疲软导致下游需求不振，化工品价格普遍下跌的风险；
- (2) 原油等大宗原料价格大幅波动的风险；
- (3) 贸易摩擦加剧的风险。



## 分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

## 投资评级说明

股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

## 一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

## 特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

### 无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

### 上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

## 分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	张媛	15810039831
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856