



表面活性剂价格大涨，VE、MDI 价格持续走高

投资要点

- 截至本周四（11月28日），中国化工产品价格指数（CCPI）为4050点，较上周五（11月22日）的4037点上涨0.3%。化工（申万）指数收盘于2459.14点，较上上周上涨0.4%，跑赢沪深300指数1.1%。本周化工产品价格涨幅前五的为生物素(+27.91%)、丙酮(+12.18%)、丁二烯(+7.47%)、WTI(+5.25%)、布伦特(+5.17%)；化工产品跌幅前五的为维生素K3(-13.70%)、天然气现货(-13.18%)、三氯甲烷(-12.43%)、碳酸二甲酯(-7.60%)、二氯甲烷(-6.66%)。

表面活性剂：表面活性剂价格大幅上涨，华东地区AES阴离子表面活性剂价格大幅上涨6%至7000-7100元/吨，非离子表面活性剂价格上涨3%至9700-9900元/吨，近期上游棕榈仁油及脂肪醇价格的大幅上涨推动了本周表面活性剂价格的大幅调涨，同时受磺酸高利润影响，部分阴离子表面活性剂厂家将原计划生产AES产能调整生产磺酸，AES整体供应量减少，加之下游需求有所放量，增强AES厂家调涨意愿，也导致了本周AES价格的大幅上涨，卓创资讯测算目前AES的毛利润大幅上涨至1200元/吨，为一年以来最高水平，非离子表面活性剂AEO毛利润约428元/吨，利润率水平也有所提升。我们看好表面活性剂产品价格上涨，继续重点推荐国内表面活性剂龙头企业【**赞宇科技**】。

VE：周四报价提高至47-52元/kg，欧洲VE市场涨至5.4-6.2欧元/公斤，原料间甲酚供应紧张导致部分VE厂商减少供给。今年以来朗盛间甲酚产能供应不正常，导致价格从18年2万元/吨上涨至目前6万元/吨，造成VE供应紧张，北沙制药最新消息宣布VE将减少供应，DSM9月已对能特科技装置进行整改，此前库存出清基本接近尾声，叠加下游饲料需求边际改善，VE市场去库存加速，供需格局逐步改善。关注相关标的【**新和成**】、【**浙江医药**】、【**辉隆股份**】。

展望2020年，我们主要推荐以下几条投资主线：【**赞宇科技**】棕榈油十年价格底部反转；【**金发科技**】5G带来LCP材料爆发增长，全球加速推广生物降解塑料；【**石大胜华**】非光气法PC的刚性需求兑现，5G基站储能电池拉动电池级溶剂需求；【**三联虹普**】锦纶需求有望增长带动上游工程建设订单；【**新和成**】饲料需求底部向好。同时我们长期重点推荐【**万华化学**】、【**新宙邦**】、【**扬农化工**】和【**万润股份**】。

- 风险提示：**大宗产品价格下滑的风险；原油价格大幅波动的风险；化工产品下游需求不及预期的风险。

重点公司盈利预测与评级

代码	名称	当前价格	投资评级	EPS (元)			PE		
				2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E
600309	万华化学	49.40	买入	4.96	3.16	3.65	10	16	14
002001	新和成	21.40	买入	1.43	1.19	1.43	15	18	15
002643	万润股份	12.71	买入	0.49	0.56	0.69	26	23	18
300037	新宙邦	29.60	买入	0.84	0.93	1.12	35	32	26
600143	金发科技	6.45	买入	0.23	0.45	0.51	28	14	13

数据来源：聚源数据，西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：杨林

执业证号：S1250518100002

电话：010-57631191

邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文

执业证号：S1250517070002

电话：0755-23614278

邮箱：hjjw@swsc.com.cn

分析师：周峰春

执业证号：S1250519080005

电话：021-58351839

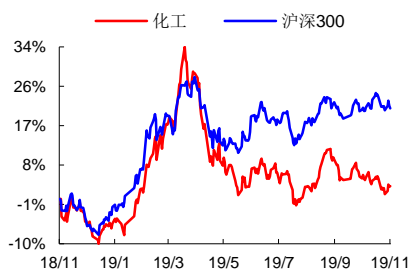
邮箱：zfc@swsc.com.cn

联系人：薛聪

电话：010-58251919

邮箱：xuec@swsc.com.cn

行业相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

股票家数	341
行业总市值(亿元)	29,865.35
流通市值(亿元)	28,376.96
行业市盈率 TTM	18.62
沪深300市盈率 TTM	11.7

相关研究

- 化工行业周观点(11.18-11.22)：间甲酚供应紧张推高VE价格，棕榈油、天胶价格持续大涨 (2019-11-22)
- 化工行业周观点(11.4-11.8)：马来印尼减产预期推高棕油价格，F141B价格创历史新高 (2019-11-08)

目 录

1 本周（11.25-11.29）化工板块表现回顾	1
2 化工子板块表现回顾	1
2.1 表面活性剂	1
2.2 MDI	1
2.3 VE.....	2
2.4 生物素(2%).....	2
2.5 R22.....	3
2.6 泛酸钙.....	3
2.7 丁二烯.....	3
2.8 环氧丙烷.....	4
3 风险提示	4

1 本周 (11.25-11.29) 化工板块表现回顾

展望 2020 年, 我们主要推荐以下几条投资主线: 棕榈油十年价格底部反转确认, 2020 年将迎来上涨大周期, 建议关注国内表面活性剂和油脂化工双龙头【赞宇科技】; 5G 手机的推广及基站的大规模建设, 将带来 LCP 材料的爆发性增长, 同时全球范围内加速推广生物降解塑料, 重点推荐【金发科技】; 随着下游需求逐渐改善, 维生素价格有望触底迎来上涨周期, 重点推荐 VA 和 VE 双龙头【新和成】; 2020 年我们看好新能源汽车回暖推动上游锂电材料需求提升, 重点推荐【新宙邦】和【石大胜华】; 未来 3-5 年, 国内约 300-500 万吨的己内酰胺-锦纶产能投放, 同时锦纶-涤纶价差将收窄, 锦纶需求有望增长, 带来上游工程建设订单大幅增长, 我们建议关注国内锦纶行业 EPC 龙头【三联虹普】。同时我们长期重点推荐【万华化学】、【华鲁恒升】、【扬农化工】和【万润股份】等在各自细分行业内具备核心竞争力同时又还处于成长期的优秀公司。

截至本周四 (11 月 28 日), 中国化工产品价格指数 (CCPI) 为 4050 点, 较上周五 (11 月 22 日) 的 4037 点上涨 0.3%。化工 (申万) 指数收盘于 2459.14 点, 较上周上涨 0.4%, 跑赢沪深 300 指数 1.1%。本周化工产品价格涨幅前五的为生物素 (+27.91%)、丙酮 (+12.18%)、丁二烯 (+7.47%)、WTI (+5.25%)、布伦特 (+5.17%); 化工产品跌幅前五的为维生素 K3 (-13.70%)、天然气现货 (-13.18%)、三氯甲烷 (-12.43%)、碳酸二甲酯 (-7.60%)、二氯甲烷 (-6.66%)。

2 化工子板块表现回顾

2.1 表面活性剂

本周表面活性剂价格大幅上涨, 华东地区 AES 阴离子表面活性剂价格大幅上涨 6% 至 7000-7100 元/吨, 非离子表面活性剂价格上涨 3% 至 9700-9900 元/吨, 近期上游棕榈仁油及脂肪醇价格的大幅上涨推动了本周表面活性剂价格的大幅调涨, 同时受磺酸高利润影响, 部分阴离子表活厂家将原计划生产 AES 产能调整生产磺酸, AES 整体供应量减少, 加之下游需求有所放量, 增强 AES 厂家调涨意愿, 也导致了本周 AES 价格的大幅上涨, 卓创资讯测算目前 AES 的毛利润大幅上涨至 1200 元/吨, 为一年以来最高水平, 非离子表面活性 AEO 毛利润约 428 元/吨, 利润率水平也有所提升。

我们认为最上游原材料棕榈油处于上涨的大周期, 因此将推动下游脂肪醇等价格上涨, 给予表面活性剂产品成本端强推动, 同时表面活性剂行业近两年在环保治理的背景下集中度提升, 我们看好表面活性剂产品价格上涨, 继续重点推荐国内表面活性剂龙头企业【赞宇科技】。

2.2 MDI

本周国内聚合 MDI 价格继续小幅上涨, 山东及华东地区万华 PM200 价格小幅上涨至约 12900 元/吨左右, 上海外资货源价格上涨 200 元至约 12500-12600 元/吨, 纯 MDI 华东地区价格下行 100-200 元至 16500-17200 元/吨。原材料方面, 纯苯价格下跌至 5300 元/吨, 苯胺价格大幅下行至 7000 元/吨左右, 卓创资讯计算目前行业纯 MDI 毛利回升至月 4000 元/吨 (以苯为原材料), 聚合 MDI 利润约 2000 元/吨左右。

近期 F141B 价格有所回落，目前市场价格约 28000-29000 元/吨的历史高水平，同时明年国内配额继续减少 20%，价格中枢将继续上行。近期由于万华宁波 80 万吨装置开始为期 55 天的检修，重庆巴斯夫 40 万吨装置也即将开始检修，外资厂家也开始限货供应，下游厂家也开始春节前的备货采购，因此我们判断近期聚合 MDI 稳中向上。

长期来看期【万华化学】收购瑞典国际化工 100% 股权，并完成福建康乃尔 51% 股权变更，进一步巩固了在国内 MDI 技术的核心护城河，全球范围内维护了市场秩序，同时控制福建康乃尔聚氨酯公司，进一步垄断了国内 MDI 行业新增产能，随着烟台及宁波合计 80 万吨技改产能 2020 年的投放，未来三年在全球 MDI 行业份额将提高至 30% 以上，我们继续重点推荐。

2.3 VE

本周 VE 价格继续上涨，周四饲料巴巴报价 47-52 元/kg，欧洲 VE 市场涨至 5.4-6.2 欧元/公斤，主要因原料间甲酚供应紧张导致部分 VE 厂商减少供给。Feedinfo 报道，因“不可预见的技术问题”德国朗盛勒沃库森工厂的间甲酚生产宣布不可抗力，预计 2020 年上半年逐步恢复到正常水平。全球间甲酚产能约 6 万吨，生产企业主要有美国 Merisol 公司、德国朗盛公司、日本三井公司，以及国内的海华科技、东营海源化工、安徽时联特种溶剂公司，其中 Merisol 公司约 2 万吨，德国朗盛约 1.5 万吨，海华科技约 6000 吨。朗盛产能占比约 25%，今年以来朗盛间甲酚产能供应不正常，导致价格从 18 年 2 万元/吨上涨至目前 6 万元/吨，目前市场几乎无货，供应非常紧张。

目前全球多家 VE 企业是采用以间甲酚为原料生产主环三甲基氢醌的工艺路线，包括 DSM、浙江医药、北沙制药，合计全球产能占比约 60%，间甲酚无论供应紧张将直接造成 VE 供应减少，北沙制药最新消息宣布 VE 将减少供应，DSM 预计 2020 年 1 季度瑞士工厂减产 20-25%，有可能影响至二季度，此外，DSM 9 月已对能特装置进行整改，库存出清基本接近尾声，叠加下游饲料需求边际改善，VE 市场去库存加速，供需格局逐步改善。本周新和成 VE 报价再次上调至 55 元/kg。相关标的【新和成】、【浙江医药】、【辉隆股份】。

新和成 VE 主环三甲基氢醌生产采用异氟尔酮路线，不受间甲酚原料紧张的限制，VE 涨价最为受益，新和成山东 4 万吨 VE 正在试车，明年将满产运行，成本有进一步下降空间，同时 VA、生物素、辅酶 Q10 等产品处于景气周期，蛋氨酸、香料香精、新材料贡献增量业绩。浙江医药间甲酚主要采购国内的海华科技，供应受影响相对较小。同时辉隆股份拟收购海华科技，间甲酚涨价直接受益，目前收购在进行当中。

2.4 生物素(2%)

10 月以来生物素启动涨价，从 56 元/kg 上涨至最新 110 元/kg，生物素厂家积极挺价，9 月份科兴大幅提高报价至 150 元/kg，圣达生物提高报价至 220 元/kg，根据饲料巴巴，周内生物素报价从 87.5 元/kg 大幅提高至 110 元/kg，欧洲市场涨至 10 欧元/kg。国内生物素生产企业主要有新和成、圣达生物、海嘉诺、浙江医药、科兴生物，其中海嘉诺、浙江医药因响水事件无法正常生产，科兴生物因为搬迁没有生产，经历前期去库存，市场供应紧张，目前供应量无法满足客户需求。

据大丰人民网站，大丰海嘉诺正申请复产，现申请通过了港区初审、区级验收，拟申请

市级复核，若复产预计对生物素市场供应产生一定压力，不过生物素从开工到出产品通产需要一个月时间，所以新增供应最快预计也要到明年1季度出现，当前涨价趋势有望维持。相关标的【**圣达生物**】、【**新和成**】。

2.5 R22

据百川资讯，本周R22价格提高500元至15000元/吨，受限于配额政策R22市场供应有限，临近年底生产厂家配额基本用完，整体供货量有所控制。R22行情与三代制冷剂品种形成鲜明对比，10月以来下游进入淡季，加上行业扩产，三代制冷剂价格趋势向下，而R22供应总量受配额限制，价格从10月13000元/吨上涨至目前15000元/吨，市场供应仍处于偏紧状态。东岳装置此前检修停工，目前已经恢复生产，部分其他国内R22厂商运行负荷6-7成或者作原料自用。

原料方面，萤石、氢氟酸近期略有上浮，其中氢氟酸处于行业盈亏平衡位置，部分厂商已经关停检修，预计12月氢氟酸价格将有起色。根据蒙特利尔协定，2020年R22生产配额将削减至20万吨，同比下降25%，供给将大幅收缩，鉴于当前R22配额基本用尽的背景，预计明年R22供需矛盾进一步激化来推动R22价格上涨。建议关注国内R22龙头【**巨化股份**】、【**东岳集团**】。

2.6 泛酸钙

9月下旬至前周价格维持340-380元/kg，本周泛酸钙价格迎来上调，据饲料巴巴泛酸钙报价355-390元/kg，由于关键原料泛酸内酯供应偏紧，泛酸钙小厂家供应量受限，大厂控制供应量，随着前期库存消耗至底部，市场整体货源偏少，近期下游问询增多，推动市场价格上行。厂家方面积极挺价，4季度出口订单价格基本签在50美元/kg左右。亿帆医药和新发药业占据国内泛酸钙市场主要份额，其次是山东华辰和兄弟科技，但供货量有限，其余小厂供货量则非常低，泛酸钙市场格局整体较好。泛酸钙相关标的【**亿帆医药**】、【**兄弟科技**】。

2.7 丁二烯

本周丁二烯受供给收缩影响及美国德州TPC集团爆炸事件影响，价格大幅上涨，本周丁二烯市场价上涨600元/吨至9300-9400元/吨。供给端抚顺石化16万吨/年装置、齐翔腾达10万吨/年装置本周降负，宁夏神煤6.4万吨/年装置周内临时检修停车4-5天，南京诚志10万吨/年装置检修4-5天，华东地区进口货源到港量有限，华东港口库存下降3200吨至18300吨左右，目前市场外销货源供给偏紧，供应端临时收紧对价格支撑明显。

需求端来看，受天然橡胶期货价格上涨影响，本周顺丁橡胶、丁苯橡胶价格分别为11200元/吨(环比+200元/吨)和11200元/吨(环比+200元/吨)，开工率分别在61.5%和62.0%，分别环比-1.3%pcts、+4.8pcts。我们预计下周随着丁二旗检修装置复产以及进口货源到港，丁二烯价格承压，但受美国装置停车影响价格有上行可能，预计价格仍以震荡为主，建议关注【**齐翔腾达**】、【**华锦股份**】。

2.8 环氧丙烷

本周环氧丙烷价格小幅上涨，主要受供给端开工率下降影响。目前山东及华东地区主流价格在 9900-10100 元/吨，环比上涨 200 元/吨。供给端来看，本周山东滨化三岳 16 万吨/年装置故障停车、山东鑫岳 35 万吨/年装置降负两成、天津大沽 15 万吨/年装置检修一周、山东大泽 5 万吨/年装置停车一周。上下游来看，原材料丙烯受外盘价格及聚丙烯开工率下滑影响，山东市场价格下跌 220-230 元/吨至 6950 元/吨，软泡聚醚价格受成本端推动上涨 100-200 元/吨，目前山东主流价 10100-10400 元/吨，华东地区主流价 10400-10500 元/吨。

我们认为目前环氧丙烷库存处于低位，滨化三岳、天津大沽和山东大泽下周有望复产，环氧丙烷供给量有望增加，但下游聚醚订单增长有限，预计环氧丙烷价格短期仍以震荡为主。

3 风险提示

大宗产品价格下滑的风险；原油价格大幅波动的风险；化工产品下游需求不及预期的风险。

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
北京	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	高梦悦	销售经理	18682149415	18682149415	gaomy@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn