

供需有望企稳，继续看好核心资产与优质成长

化工行业年度投资策略

报告摘要：

► 2019年回顾：行业景气下行至底部区域，子行业明显分化。

2019年1-9月，化学原料及制品制造业累计实现营业收入4.96万亿元，同比下降0.6%，累计利润总额3152.8亿元，同比下降13%，较2018年有较大幅度下降。行业19年跑输大盘，但子行业表现明显分化，聚氨酯与偏消费行业取得可观绝对收益，化工原料制造行业普遍收跌；具体到个股，绝对收益表现居前的公司主要以贴近终端消费的行业龙头为主。结合行业PPI走势来看，目前仍处在2018年中期以来的景气下降周期，但已下行至历史周期底部区域。

► 2020年展望：供需趋稳，油价中枢上移。

供需格局有望趋稳。预计2020年行业供给仍将继续增加，但主要新增产能将集中在行业龙头。结合行业投资数据与工程公司订单表现来看，化纤投资下滑预示化工投资增长难以持续，中国化学国内订单增速也已持续下降。预计明年行业固定资产投资增速为5-10%，与2019年基本持平。预计明年经济企稳的概率较大，结合中美贸易有望走向缓和的预期，未来化工下游需求应不悲观。

美国钻机数持续下滑，6月以来原油库存也开始冲高回落至接近过去五年平均值。2019年7月沙特宣布减产协议继续延期9个月至2020年3月，中期来看，预计原油供应量增长的概率不大。过去半年油价走势已反映了对未来经济数据的悲观预期，如四季度中美贸易摩擦缓和、经济开始企稳，则未来一年油价中枢将企稳上移。

► 投资策略：继续看好优质核心资产与成长。

化工行业ROE自2016年开始持续向上修复，2016-2018年行业扣非后整体ROE分别为4.56%、7.13%、8.25%，受去年中期以来环保政策边际放松、龙头持续扩产、需求下滑的影响，2019年行业ROE水平同比下滑，预计全年为6.5%左右。考虑到环保仍执行高标准，且行业新增产能主要来自龙头企业，投放较之前更为合理有序，经济增速也有望明年企稳，我们判断2020年投资机会主要来自于周期行业市占率不断提升的绝对龙头、内生增长动力强劲的核心资产以及业绩成长不断确认的优质成长股。基于对2020年国际油价中枢上移、行业供需格局有望企稳的判断，我们建议明年重点关注成长确定及供给格局稳固、下游消费属性强的子行业，主要包括：聚氨酯、农化、涤纶、新材料、食品/饲料添加剂、钛白粉等，个股选择上建议在上述优势行业中，结合业绩成长、业绩确定性、高分红及估值来选择标的，推荐万华化学（首次覆盖）、利安隆（首次覆盖）、扬农化工（首次覆盖）、新和成（首次覆盖）、桐昆股份

评级及分析师信息

行业评级：推荐

行业走势图



分析师：杨伟

邮箱：yangwei2@hx168.com.cn

SAC NO: S1120519100007

联系电话：

(首次覆盖)、金禾实业(首次覆盖)、新开源、三友化工(首次覆盖)。

风险提示：国内经济增速低于预期的风险；中美贸易争端未能缓和的风险。

盈利预测与估值

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	重点公司				重点公司			
				EPS(元)				P/E			
				2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E
600309.SH	万华化学	46.36	增持	3.38	3.34	3.98	4.81	13.72	13.88	11.65	9.64
300596.SZ	利安隆	35.2	增持	0.94	1.38	1.83	2.35	37.45	25.51	19.23	14.98
600486.SH	扬农化工	57.58	增持	2.89	3.67	3.68	4.9	19.92	15.69	15.65	11.75
002001.SZ	新和成	22.61	增持	1.43	1.13	1.37	1.73	15.81	20.01	16.50	13.07
601233.SH	桐昆股份	12.98	增持	1.15	1.63	2.2	2.57	11.29	7.96	5.90	5.05
002597.SZ	金禾实业	18.53	增持	1.63	1.50	1.89	2.22	11.37	12.33	9.80	8.35
300109.SZ	新开源	15.13	增持	0.28	0.55	0.99	1.29	54.59	27.42	15.32	11.71
600409.SH	三友化工	5.67	增持	0.77	0.32	0.53	0.76	7.36	17.72	10.70	7.46

资料来源：wind, 华西证券研究所

正文目录

1. 行业景气趋稳，子行业明显分化	4
1.1. 化工行业景气下行至底部区域	4
1.2. 偏消费行业与个股受业绩推动，涨幅居前	6
2. 2020 年化工行业展望	8
2.1. 油价中枢有望企稳上移	8
2.2. 供需格局明年企稳概率大，继续看好核心资产与成长	10
3. 重点推荐公司	13
3.1. 万华化学	13
3.2. 利安隆	14
3.3. 扬农化工	16
3.4. 新和成	17
3.5. 桐昆股份	19
3.6. 金禾实业	21
3.7. 新开源	22
3.8. 三友化工	24
4. 风险提示	25

图表目录

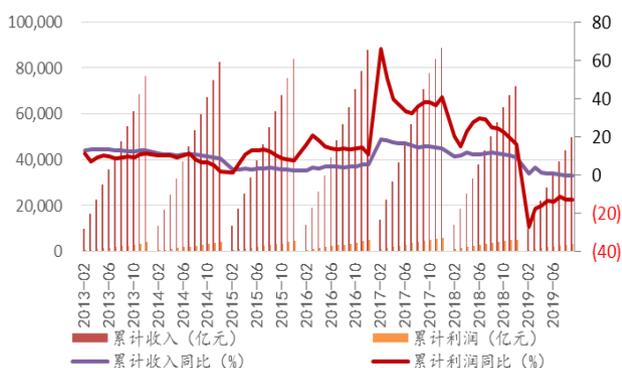
图 1 化学原料及制品累计收入与利润总额（亿元）	4
图 2 化工行业价格指数已至底部区域	4
图 5 聚氨酯、轮胎、改性塑料子行业涨幅居前（截至 2019.11.18）	6
图 4 国际油价分析框架	8
图 5 国际油价过去一年走势（美元/桶）	9
图 6 美国页岩油是全球原油主要增量（万桶）	9
图 7 OPEC+减产执行率（%）	9
图 8 美国钻机数近期持续下滑	10
图 9 美国周度商业原油库存（百万桶）	10
图 10 全球原油季度供需平衡预测	10
图 11 全球原油年度供需平衡预测	10
图 12 化工行业固定资产投资增速	11
图 13 化工行业资产负债率变化（亿元，%）	11
图 14 化学工程龙头中国化学国内订单额自 2016 年以来大幅增长	11
图 15 商品房销售面积增速 2016 年以来持续下降	12
图 16 我国汽车产销量增速近三年持续下滑	12
图 17 我国空调产销量增速下滑（万台）	12
图 18 世界银行对全球经济增速预测持续小幅走低	12
图 19 化工行业 ROE 水平 2019 年同比回落	13
表 1 化工三级子行业 2019 年前三季度收入与利润表（亿元，%）	5
表 2 2019 年至今化工板块个股股价涨幅排名	7
表 3 万华化学盈利预测表	14
表 4 利安隆盈利预测表	15
表 5 扬农化工盈利预测表	17
表 6 新和成盈利预测表	19
表 7 桐昆股份盈利预测表	20
表 8 金禾实业盈利预测表	22
表 9 新开源盈利预测表	23
表 10 三友化工盈利预测表	25

1. 行业景气趋稳，子行业明显分化

1.1. 化工行业景气下行至底部区域

2019年1-9月，化学原料及制品制造业累计实现营业收入4.96万亿元，同比下降0.6%，累计利润总额3152.8亿元，同比下降13%，对比2018年行业收入增速9.1%、利润总额增速15.9%，今年行业整体景气度大幅下滑。结合行业PPI走势来看，目前仍处在2018年中期以来的景气下降周期，但已下行至历史周期底部区域。化工行业过去三年景气高企的最大变量来自供给，2016年以来环保趋严推动的行业供给侧改革叠加产能周期，使供需格局持续转好，同时在此期间国际油价触底反弹最高达两倍涨幅，导致化工行业龙头公司盈利大幅好转，2016-2018年化学原料及制品制造业利润总额分别同比增长10.7%、40.9%、15.9%。自2018年中期开始，环保政策一改之前“一刀切”的行政管制，行业供给边际增加，需求端则受经济增速持续回落及中美贸易摩擦的影响，供需格局转变带动行业景气度持续回落。预计化工行业景气下行的空间不大，一旦经济企稳加之中美贸易摩擦缓和，行业景气度有望触底反弹。

图1 化学原料及制品累计收入与利润总额（亿元）



资料来源：wind，华西证券研究所

图2 化工行业价格指数已至底部区域



资料来源：wind，华西证券研究所

子行业表现明显分化，靠近消费端的行业盈利大幅改善。2019年前三季度行业整体景气度小幅下滑，子行业分化显著。31个化工三级子行业中，有22个行业收入增速为正，9个行业增速为负，12个行业利润总额增速为正，19个行业利润增速为负。其中钾肥、轮胎、改性塑料、涂料油漆油墨制造、涤纶大幅领先行业，利润总额分别同比增长174.54%、55.65%、29.92%、25.71%、23.93%，主要因2018年中期之后化工环保政策边际放松导致供应紧张局面缓解，上述行业靠近消费端，受益于原料价格下跌，利润增速明显高于收入增速也验证了这一点。而传统化工子行业如氮肥、氯碱、纯碱、炭黑、粘胶等前几年的明星品种盈利水平则表现不佳，主要是由于供给增加，同时大宗品同质化严重，对下游无议价权所致。

表 1 化工三级子行业 2019 年前三季度收入与利润表 (亿元, %)

板块	营业收入	同比涨幅	利润总额	同比涨幅
SW 钾肥	188.36	15.80	8.15	174.54
SW 维纶	48.88	11.76	3.50	115.15
SW 轮胎	470.75	4.20	38.38	55.65
SW 改性塑料	333.64	14.35	17.95	29.92
SW 涂料油漆油墨制造	132.65	22.77	14.43	25.71
SW 涤纶	2970.92	13.78	229.99	23.93
SW 日用化学产品	306.01	4.25	22.54	22.00
SW 磷肥	452.12	12.83	5.25	18.82
SW 民爆用品	208.64	9.94	20.37	15.17
SW 纺织化学用品	285.26	4.99	73.02	7.39
SW 无机盐	90.99	8.58	16.17	5.87
SW 氨纶	51.52	4.46	5.82	(0.04)
SW 玻纤	209.78	9.10	36.33	(4.27)
SW 农药	761.56	4.67	80.14	(20.18)
SW 磷化工及磷酸盐	189.69	4.18	8.51	(23.78)
SW 复合肥	394.46	(18.18)	23.06	(24.27)
SW 石油加工	23993.67	7.19	745.30	(30.68)
SW 氯碱	1395.40	16.26	67.28	(33.55)
SW 氟化工及制冷剂	204.98	0.05	24.62	(37.96)
SW 聚氨酯	820.69	(1.14)	115.10	(42.13)
SW 纯碱	311.26	(5.76)	25.35	(42.70)
SW 合成革	38.62	0.31	2.05	(43.42)
SW 氮肥	583.63	(6.27)	31.43	(55.53)
SW 其他塑料制品	185.29	(34.24)	3.36	(91.80)
SW 炭黑	91.15	(8.40)	(0.11)	(101.23)
SW 粘胶	84.58	(13.81)	(2.49)	(238.68)

资料来源: wind, 华西证券研究所

表 2 2019 年至今化工板块个股股价涨幅排名

证券代码	证券简称	2019 年初至今股价涨幅 (%)
603360. SH	百傲化学	186.01
300537. SZ	广信材料	109.77
002395. SZ	双象股份	109.72
300285. SZ	国瓷材料	104.75
601058. SH	赛轮轮胎	102.44
603026. SH	石大胜华	100.43
600378. SH	昊华科技	82.32
002274. SZ	华昌化工	79.85
300655. SZ	晶瑞股份	77.53
002324. SZ	普利特	75.64
600309. SH	万华化学	72.55

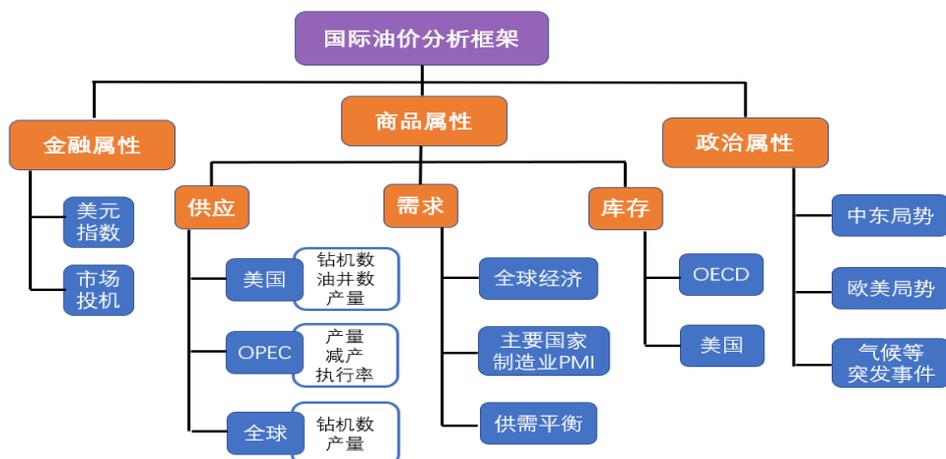
资料来源：wind, 华西证券研究所

2. 2020 年化工行业展望

2.1. 油价中枢有望企稳上移

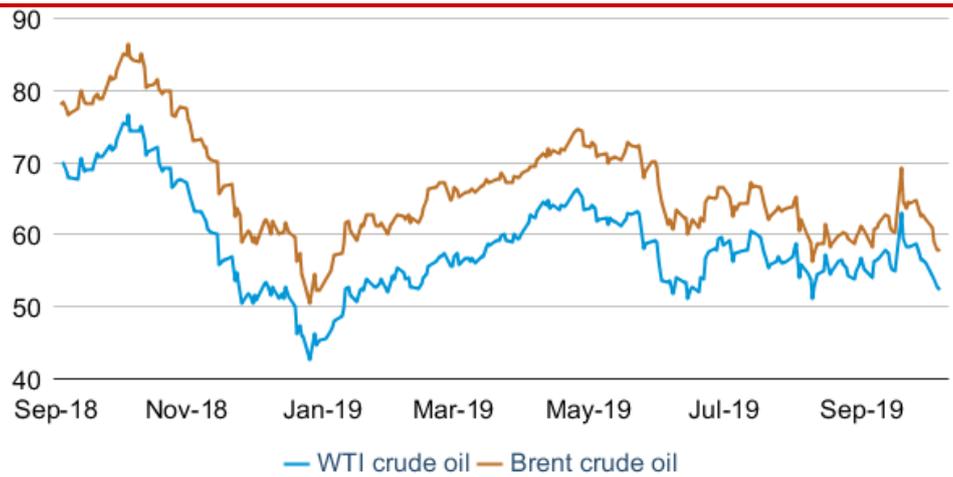
2019 年国际原油价格呈大幅震荡走势，美油年初以来波动区间为 44.35-66.6 美元/桶。今年油价波动的主要因素为对供需预期变化较大及地缘政治局势不稳，1-4 月油价涨幅高达 46%，主要因 OPEC 坚定减产，2018 年 12 月 OPEC 原油产量大幅减少，环比减少 53 万桶/日至 3260 万桶/日，沙特带头减产 42 万桶/日至 1065 万桶/日；Q2 以来市场一方面预期美国页岩油产量持续增长的大背景下，输油管道即将建成将导致全球原油贸易受到冲击，此外全球经济数据低迷、中美贸易摩擦使市场担忧未来原油需求下滑，4 月高点以来油价跌幅达 19%。即使 7 月 OPEC+ 宣布将减产协议延长至 2020 年 3 月也未能改变油价跌势。9 月中旬沙特阿美的阿布盖格 (Abqaiq) 原油处理厂和库莱斯 (Khurais) 油田遭遇袭击，沙特原油产量减少一半，是油价创下海湾危机以来最大盘中涨幅的主因。预计供需格局的边际变化与地缘紧张局势是否延续将成为未来一年影响油价的主要因素。

图 4 国际油价分析框架



资料来源：华西证券研究所

图5 国际油价过去一年走势（美元/桶）



资料来源：wind, 华西证券研究所

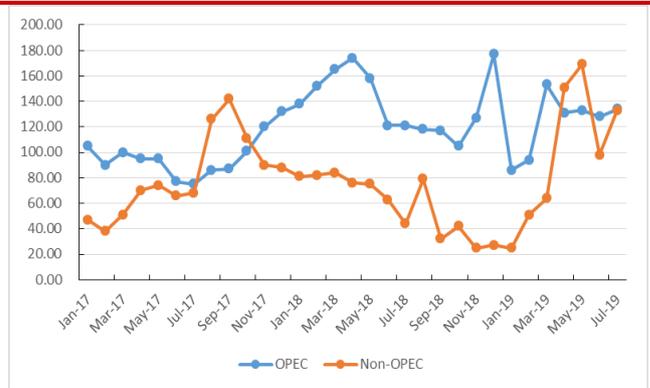
美国页岩油是全球原油产量的主要增长来源，9月美国原油产量为1240万桶/日，维持历史高位水平。自2016年以来，美国新钻井数、完井数、库存井数均持续高位，但随着Q2以来油价下滑，作为油价走势的先行指标，美国钻机数由此前高点1082台已回落至9月中期的868台，6月以来原油库存也开始冲高回落至接近过去五年平均值。从OPEC+减产执行率来看，2017-2018年OPEC为118%，非OPEC为70%；2019年上半年，OPEC为121%，非OPEC为93%。中期来看，预计原油供应量大幅增长的概率不大。

图6 美国页岩油是全球原油主要增量（万桶）



资料来源：EIA, 华西证券研究所

图7 OPEC+减产执行率（%）



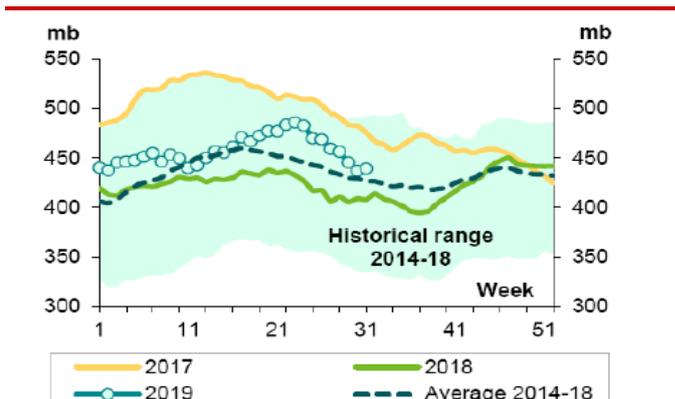
资料来源：EIA, 华西证券研究所

图 8 美国钻机数近期持续下滑



资料来源：EIA, 华西证券研究所

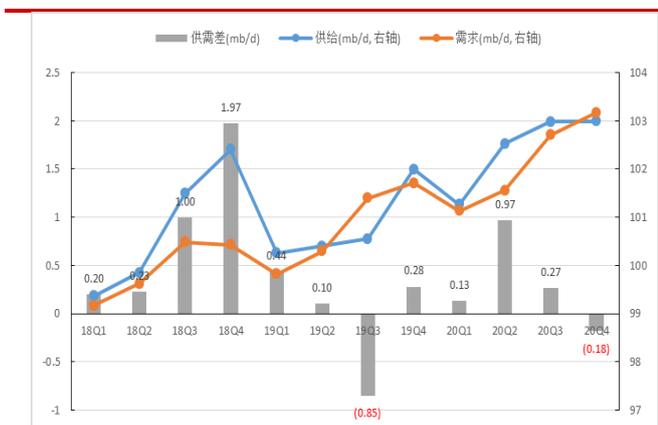
图 9 美国周度商业原油库存（百万桶）



资料来源：EIA, 华西证券研究所

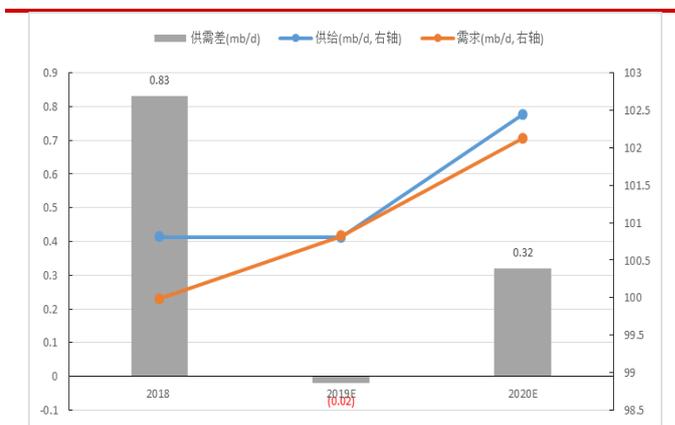
需求端不悲观，中国经济企稳与中美贸易进展是主要影响因素。需求端我国经济增速能否企稳是油价的重要变量。世界银行与 IMF 不断下调全球经济增速预期，全球主要经济体制造业 PMI 已接近 2016 年前次低点，带动油价 Q2 以来中枢持续下移。根据 EIA10 月供需平衡预期数据，2020 年原油仍将继续供大于求，供需差为 32 万桶/日，季度数据为明年 Q2 供需差 97 万桶/日，下半年需求将显著好转，明年 Q3/Q4 供需差分别为 27 万桶/日、-18 万桶/日。分地区来看，中国与其他发展中国家对原油的需求增速最快，欧美等其他地区需求基本稳定。我国第三季度 GDP 增长 6.0%，但预计随着制度性红利持续释放及逆周期调节进一步加码，未来一年经济数据有望企稳并小幅反弹。综合来看，过去半年油价走势已反映了对未来经济数据的悲观预期，如四季度中美贸易摩擦缓和、经济开始企稳，则未来一年油价中枢将企稳上移。

图 10 全球原油季度供需平衡预测



资料来源：EIA, 华西证券研究所

图 11 全球原油年度供需平衡预测



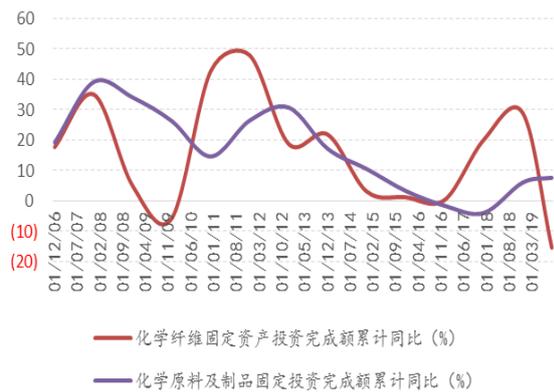
资料来源：EIA, 华西证券研究所

2.2. 供需格局明年企稳概率大，继续看好核心资产与成长

2019 年行业供给环比增加，但持续性不强。2019 年 1-10 月化学原料及化学制品制造业累计固定资产投资增速为 6.6%，自 2018 年结束之前连续五年的下跌趋势以来，投资增速再度小幅提升，1-10 月化纤制造业累计固定资产投资增速为 -18.6%。行业投资增速持续回升，主要受 2016 年以来企业盈利持续大幅好转的影响，资产负债表

逐步修复，投资意愿增强，申万化工行业资产负债率已由 2017 年 Q4 最低 47.99% 提升至目前 52.9%。从化工行业工程龙头中国化学的国内订单走势来看，2011 年高点之后持续下滑至 2016 年，2017-2019 年 Q3 国内订单额分别为 614、946、752 亿元，分别同比增长 66%、54%、22%，考虑到工程订单执行周期一般为 1 年，预计明年行业新产能供给仍将继续增加，但主要新增产品将集中在行业龙头。结合行业投资数据与工程公司订单表现来看，化纤行业投资增速一般领先于化工行业，化纤投资下滑预示化工投资持续增长难以持续，中国化学国内订单增速也已持续下降。预计明年行业固定资产投资增速为 5-10%，与 2019 年基本持平。

图 12 化工行业固定资产投资增速



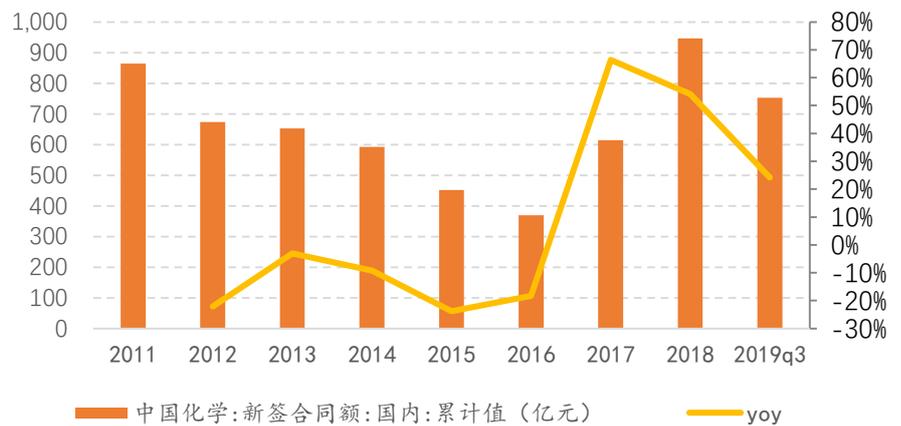
资料来源: wind, 华西证券研究所

图 13 化工行业资产负债率变化 (亿元, %)



资料来源: wind, 华西证券研究所

图 14 化学工程龙头中国化学国内订单额自 2016 年以来大幅增长

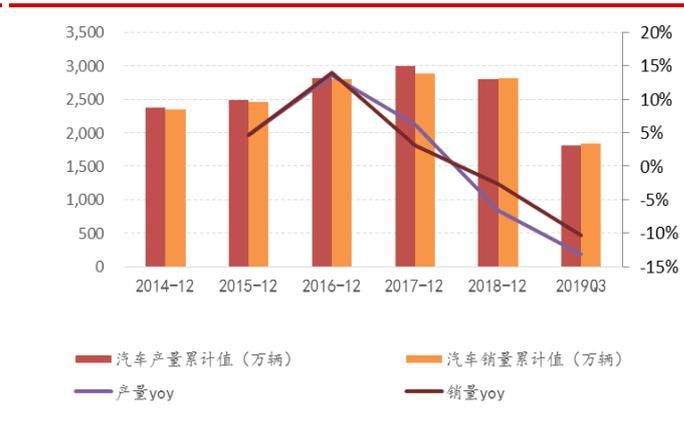
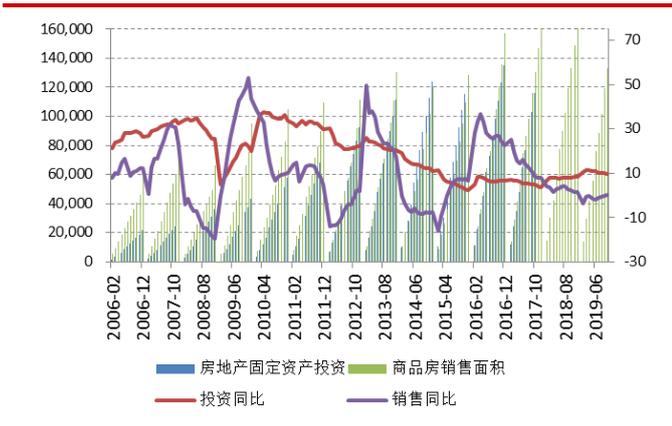


资料来源: 公司公告, 华西证券研究所

需求端受经济增速放缓、中美贸易摩擦影响较大。2019 年第三季度我国 GDP 增速已回落至 6.0%，从化工行业下游需求领域来看，1-10 月商品房销售面积增速为 0.1%，持续 2016 年以来的下滑趋势，明年地产需求将继续受国家房住不炒政策的影响，但同期房地产投资增速 10.3%，说明对未来需求也无需过于悲观；汽车与空调产量同样不甚景气，2019 年 Q1-Q3 汽车累计产量同比下降 13.21%，累计销量下滑 10.34%，同期空调累计销量下降 1.78%。从全球范围来看，市场担忧中美贸易争端恶化利空全球经济，世界银行预测 2019-2020 年全球经济增速分别为 2.9%、2.8%，同比持续微降。当前化工行业主要下游需求均景气低迷，但基于国家此前提出的到 2020 年 GDP 较 2010 年翻一番的目标，预计明年经济企稳的概率较大，结合中美贸易有望走向缓和的预期，明年化工下游需求不应悲观。

图 15 商品房销售面积增速 2016 年以来持续下降

图 16 我国汽车产销量增速近三年持续下滑

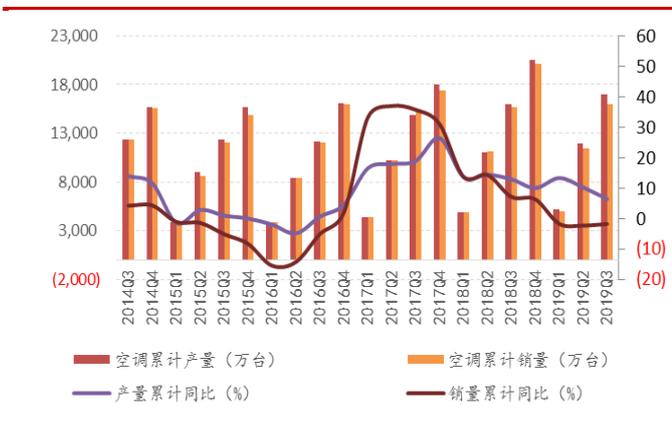


资料来源：wind, 华西证券研究所

资料来源：wind, 华西证券研究所

图 17 我国空调产销量增速下滑（万台）

图 18 世界银行对全球经济增速预测持续小幅走低

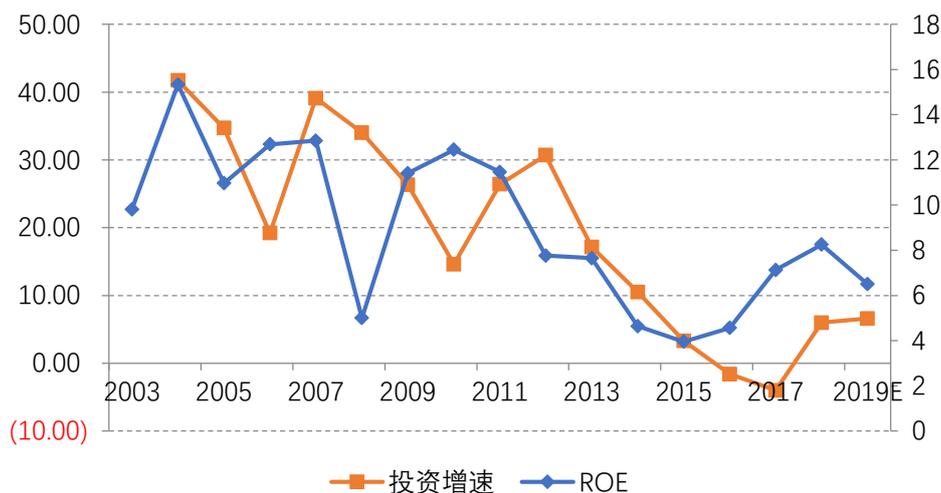


资料来源：wind, 华西证券研究所

资料来源：wind, 华西证券研究所

继续看好优质核心资产与成长。化工行业 ROE 在 15 年触底后，自 16 年开始持续向上修复，2016-2018 年行业扣非后整体 ROE 分别为 4.56%、7.13%、8.25%，受去年中期以来环保政策边际放松、龙头持续扩产、需求下滑的影响，2019 年行业 ROE 水平同比下滑，预计全年为 6.5% 左右。考虑到环保仍执行高标准，且行业新增产能主要来自龙头企业，投放较之前更为合理有序，经济增速也有望明年企稳，我们判断 2020 年强周期行业业绩仍难有显著改善，但仍有众多投资机会，主要来自于周期行业市占率不断提升的绝对龙头、内生增长动力强劲的核心资产以及业绩成长不断确认的优质成长股。

图 19 化工行业 ROE 水平 2019 年同比回落



资料来源：公司公告，华西证券研究所

基于对 2020 年国际油价中枢上移、行业供需格局有望企稳的判断，我们建议明年重点关注成长确定及供给格局稳固、下游消费属性强的子行业，主要包括：聚氨酯、农化、涤纶、新材料、食品/饲料添加剂、钛白粉等，个股选择上建议在上述优势行业中，结合业绩成长、业绩确定性、高分红及估值来选择标的。

3.重点推荐公司

3.1.万华化学

高壁垒、成本低的 MDI 龙头，行业底部稳定盈利彰显龙头风范。今年三季度“MDI-原材料”价差接近历史底部区域，公司在这种情况下，单三季度盈利 22.8 亿元。一方面是受益于石化项目 3 季度的较好盈利，更为深层的原因是公司相较海外竞争对手的成本优势凸显，预计其国内 MDI 产能相较竞争对手的成本优势约 2000 元/吨，主要由氯碱、氢气等一体化配套和较低的管理成本贡献。MDI 生产的高技术壁垒维护了行业良好的竞争格局，也使得公司过去十年 ROE 维持在 15%至 52%的区间，平均能达到 30%，盈利能力远超化工制造业平均水平。公司也因而能基于 MDI 带来的良好现金流，向上下游不断延伸，保障远期的成长能力。

继续向上游拓展保障稳定的原料供应，新材料业务确保远期成长空间。根据公司 2018 年 11 月 3 日公告，公司 2018 年开始动工建设百万吨乙烯项目，投资额 178 亿元，有望于 2020 年投产。项目选择的轻烃制烯烃线路，在当前的原料比价关系下优于传统的石油路线和煤化工路线，有望享有成本优势，同时为下游新材料业务的布局保障了稳定的原料供应。万华在新材料领域高强度的研发投入，使得过去几年该板

块业务一直维持 35%以上的高增长，当前主要布局了 TPU、PMMA、SAP、水性涂料、PC 等产品。

投资建议：我们预计公司 19-21 年收入分别为 630/680/820 亿元，同比增长 3.92%/7.94%/20.59%，归母净利润分别为 105/125/151 亿元，同比增长 -1.08%/19.16%/20.8%，对应 EPS 分别为 3.34/3.98/4.81 元，目前股价对应 PE 分别为 14/11.6/10X。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：聚氨酯需求持续下滑；油价大幅波动的风险。

表 3 万华化学盈利预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	60621.19	63000.00	68000.00	82000.00	净利润	12829.64	11002.37	13110.94	15837.45
YoY (%)	14.11%	3.92%	7.94%	20.59%	折旧和摊销	3184.74	3520.71	4420.71	5320.71
营业成本	40114.36	43785.00	45900.00	55760.00	营运资金变动	2167.22	1657.67	-438.54	-1140.24
营业税金及附加	545.97	567.00	612.00	738.00	经营活动现金流	19257.49	16855.89	17364.19	19951.39
销售费用	1721.46	2646.00	2788.00	3280.00	资本开支	-10243.14	-18000.00	-10000.00	-10000.00
管理费用	1001.51	1386.00	1496.00	1804.00	投资	-145.67	0.00	0.00	0.00
财务费用	795.02	710.48	461.05	-41.97	投资活动现金流	-10318.02	-17850.00	-9850.00	-9850.00
资产减值损失	-35.68	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	93.47	150.00	150.00	150.00	债务募资	-2606.71	-5354.21	-9076.68	-2980.81
营业利润	16084.98	13417.52	15988.95	19313.97	筹资活动现金流	-7937.33	-5878.70	-9497.76	-3064.28
营业外收支	-107.20	0.00	0.00	0.00	现金净流量	1002.14	-6872.82	-1983.57	7037.11
利润总额	15977.78	13417.52	15988.95	19313.97	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	3148.14	2415.15	2878.01	3476.51	成长能力 (%)				
净利润	12829.64	11002.37	13110.94	15837.45	营业收入增长率	14.11%	3.92%	7.94%	20.59%
归属于母公司净利润	10610.38	10496.26	12507.84	15108.93	净利润增长率	-4.71%	-1.08%	19.16%	20.80%
YoY (%)	-4.71%	-1.08%	19.16%	20.80%	盈利能力 (%)				
每股收益	3.38	3.34	3.98	4.81	毛利率	33.83%	30.50%	32.50%	32.00%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	21.16%	17.46%	19.28%	19.31%
货币资金	5096.04	-1776.78	-3760.35	3276.76	总资产收益率ROA	13.80%	12.67%	14.27%	14.59%
预付款项	409.13	437.85	459.00	557.60	净资产收益率ROE	31.41%	23.71%	22.03%	21.02%
存货	7810.18	7797.33	8173.97	9929.86	偿债能力 (%)				
其他流动资产	16429.24	14742.99	15578.61	17918.34	流动比率	0.90	0.77	1.06	1.63
流动资产合计	29744.58	21201.39	20451.23	31682.56	速动比率	0.65	0.47	0.61	1.09
长期股权投资	642.77	642.77	642.77	642.77	现金比率	0.15	-0.06	-0.19	0.17
固定资产	29119.84	35599.13	41178.42	45857.71	资产负债率	48.97%	39.34%	27.73%	23.54%
无形资产	3129.31	3129.31	3129.31	3129.31	经营效率 (%)				
非流动资产合计	47168.08	61647.37	67226.66	71905.95	总资产周转率	0.85	0.79	0.80	0.86
资产合计	76912.66	82848.76	87677.89	103588.51	每股指标 (元)				
短期借款	17411.71	12057.50	2980.81	0.00	每股收益	3.38	3.34	3.98	4.81
应付账款及票据	7835.34	7677.37	8048.22	9777.10	每股净资产	10.76	14.10	18.09	22.90
其他流动负债	7732.52	7877.80	8301.82	9626.92	每股经营现金流	6.13	5.37	5.53	6.35
流动负债合计	32979.57	27612.66	19330.85	19404.02	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	3817.50	3817.50	3817.50	3817.50	估值分析				
其他长期负债	865.17	1165.17	1165.17	1165.17	PE	13.72	13.87	11.64	9.63
非流动负债合计	4682.67	4982.67	4982.67	4982.67	PB	2.60	3.29	2.56	2.02
负债合计	37662.25	32595.34	24313.53	24386.69					
股本	2734.01	2734.01	2734.01	2734.01					
少数股东权益	5471.68	5977.78	6580.89	7309.41					
股东权益合计	39250.41	50253.43	63364.37	79201.82					
负债和股东权益合计	76912.66	82848.76	87677.89	103588.51					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.2. 利安隆

国内抗老剂龙头，“内生+外延”做大做强。公司是 2017 年 1 月上市的国内抗老剂龙头，产品线包括抗氧化剂和光稳定剂两大类。上市之前，公司优势集中在专用型抗氧化剂 (SAO) 和紫外线吸收剂 (UVA)；上市之后，公司通过大量的资本开支及收购兼并，在强化原有优势领域的同时，补全了通用型抗氧化剂 (GAO) 和受阻胺

类光稳定剂 (HALS)，实现了产能和市占率的飞速提升。最近一笔并购为 19 年 7 月收购 HALS 龙头凯亚化工。

行业集中度不断提升，未来扩产以利安隆为主。根据公司 17 年 9 月 16 日、18 年 3 月 28 日和 10 月 26 日的公告，预计公司“抗氧化剂+光稳定剂”整体产能 19-21 年将分别达到 4.35 万吨、6.8 万吨、10.8 万吨。补全及做大产能后，(一) 相比国内同行拥有了更全面、更稳定的牌号供应；(二) 相较于巴斯夫等海外企业拥有更低的生产成本，竞争优势大幅提升。公司目前下游客户包括巴斯夫、帝斯曼、朗盛、科思创、科莱恩、瑞士化学、万华化学、金发科技等国内外知名企业，金发科技就是近年将供应商从巴斯夫转向利安隆的。

投资建议：我们预计公司 19-21 年收入分别为 20.5/27.0/35.0 亿元，同比增长 37.79%/31.71%/29.63%，归母净利润分别为 2.8/3.8/4.8 亿元，增速分别为 46.59%/32.69%/28.03%，对应 EPS 分别为 1.38/1.83/2.35 元。目前股价对应 PE 分别为 25/18/14 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：新增产能投产进度不达预期的风险。

表 4 利安隆盈利预测表

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	1487.75	2050.00	2700.00	3500.00	净利润	196.07	284.45	377.05	482.41
YoY (%)	30.23%	37.79%	31.71%	29.63%	折旧和摊销	50.32	62.37	73.90	110.14
营业成本	1024.69	1430.90	1895.40	2464.00	营运资金变动	-234.91	-32.19	-103.13	-127.01
营业税金及附加	7.60	10.25	13.50	17.50	经营活动现金流	35.00	326.08	350.52	468.23
销售费用	89.26	112.75	140.40	171.50	资本开支	-159.65	-383.00	-503.00	-503.00
管理费用	59.33	92.25	121.50	157.50	投资	96.92	0.00	0.00	0.00
财务费用	14.94	-15.50	-25.09	-20.74	投资活动现金流	-55.75	-382.70	-502.70	-502.70
资产减值损失	7.44	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	599.75	0.00	0.00
投资收益	5.36	0.30	0.30	0.30	债务募资	165.34	-364.35	0.00	0.00
营业利润	230.52	337.65	446.59	570.54	筹资活动现金流	121.72	226.27	0.00	0.00
营业外收支	-6.28	-3.00	-3.00	-3.00	现金净流量	100.98	169.65	-152.18	-34.47
利润总额	224.24	334.65	443.59	567.54	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	28.18	50.20	66.54	85.13	成长能力 (%)				
净利润	196.07	284.45	377.05	482.41	营业收入增长率	30.23%	37.79%	31.71%	29.63%
归属于母公司净利润	193.07	283.03	375.54	480.81	净利润增长率	47.95%	46.59%	32.69%	28.03%
YoY (%)	47.95%	46.59%	32.69%	28.03%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.94	1.38	1.83	2.35	毛利率	31.12%	30.20%	29.80%	29.60%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	13.18%	13.88%	13.96%	13.78%
货币资金	393.27	562.92	410.74	376.27	总资产收益率ROA	9.57%	10.71%	11.71%	12.28%
预付款项	14.04	20.03	26.54	34.50	净资产收益率ROE	18.02%	14.49%	16.12%	17.11%
存货	443.98	507.11	671.73	873.24	偿债能力 (%)				
其他流动资产	321.30	389.79	508.17	653.87	流动比率	1.41	2.58	2.13	1.96
流动资产合计	1172.60	1479.85	1617.17	1937.87	速动比率	0.86	1.66	1.21	1.04
长期股权投资	0.77	0.77	0.77	0.77	现金比率	0.47	0.98	0.54	0.38
固定资产	443.74	561.37	787.47	977.33	资产负债率	45.52%	24.95%	26.38%	27.42%
无形资产	142.09	142.09	142.09	142.09	经营效率 (%)				
非流动资产合计	844.79	1162.42	1588.52	1978.38	总资产周转率	0.85	0.88	0.92	0.98
资产合计	2017.39	2642.27	3205.69	3916.26	每股指标 (元)				
短期借款	364.35	0.00	0.00	0.00	每股收益	0.94	1.38	1.83	2.35
应付账款及票据	308.29	350.15	463.81	602.95	每股净资产	5.23	9.53	11.36	13.71
其他流动负债	160.62	224.18	296.88	385.90	每股经营现金流	0.17	1.59	1.71	2.28
流动负债合计	833.26	574.33	760.70	988.86	每股股利	0.16	0.00	0.00	0.00
长期借款	70.28	70.28	70.28	70.28	估值分析				
其他长期负债	14.68	14.68	14.68	14.68	PE	37.38	25.50	19.22	15.01
非流动负债合计	84.96	84.96	84.96	84.96	PB	5.93	3.69	3.10	2.57
负债合计	918.22	659.28	845.65	1073.81					
股本	180.00	205.00	205.00	205.00					
少数股东权益	27.98	29.40	30.91	32.50					
股东权益合计	1099.17	1982.99	2360.04	2842.45					
负债和股东权益合计	2017.39	2642.27	3205.69	3916.26					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.3. 扬农化工

农药龙头企业，兼具自主研发、品牌和成本优势。公司是农药行业龙头企业，主营拟除虫类菊酯、麦草畏、草甘膦等原料药，其中卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位。公司是农药行业全产业链典范企业，最近通过并购中化作物、农研公司，使得公司从仿制药最优秀公司向原研药、仿制药、农药制剂三方龙头迈进。

新项目保证成长性，收购公司推动业绩增长。优嘉三期、四期项目稳步推进延续高成长性，根据 2019 年 11 月 13 日南通市行政审批局建设项目环评拟批准公示，优嘉三期（11225 吨菊酯、2000 吨丙环唑、1000 吨苯醚甲环唑、200 吨噻苯隆、200 吨氟啶脲等）目前处于环评公示阶段，我们预计明年 2 季度末有望投产。优嘉四期（3800 吨联苯菊酯、1000 吨氟啶胺、120 吨卫生菊酯和 200 吨羟吡啶酯农药）预计也会在明年开工建设，公司未来成长性值得期待。

收购中化作物及农研公司，业绩超预期。根据公司 2019 年三季报，公司收购中化作物、农研公司已于今年 9 月完成，中化作物核心子公司沈阳科创的管理和工程化能力非常优秀，在中国所有农药企业里也是位居最前列；农研公司拥有农药领域唯一的国家重点实验室，也是中国唯一拥有创制药能力的公司。前三季度中化作物+农研公司净利润 2.3 亿元，扬农用 9.1 亿元在两家公司业绩开始爆发时完成了收购，这是一笔对于扬农非常有利的收购。

投资建议：预计公司 2019-2021 年收入分别为 85/95/115 亿元，同比增长 60.7%/11.76%/20.82%，归母净利润分别为 11.4/11.4/15.2 亿元，同比增长 27.09%/0.32%/33.14%，对应 EPS 分别为 3.67/3.68/4.90 元，PE 16/16/12 倍。公司质地良好、研产销完善，基本原材料-中间体-原药一体化优势明显。我们对于农药行业标的选择一直认为产业链完整比产品弹性更加重要，公司是产业链最优秀标的，成长性良好。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：农产品价格下跌；环保政策变动的风险。

表 5 扬农化工盈利预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	5290.73	8502.00	9502.20	11480.80	净利润	939.33	1137.95	1141.56	1519.85
YoY (%)	19.21%	60.70%	11.76%	20.82%	折旧和摊销	295.06	349.75	557.06	619.86
营业成本	3722.66	6410.60	7343.00	8684.10	营运资金变动	31.37	619.89	187.19	198.67
营业税金及附加	16.91	28.02	31.00	37.58	经营活动现金流	1320.22	2096.52	1863.43	2316.84
销售费用	66.71	107.44	119.99	145.01	资本开支	-604.87	-900.00	-1700.00	-400.00
管理费用	185.29	357.08	389.59	474.54	投资	-259.32	-22.34	0.00	0.00
财务费用	-54.16	-10.28	-23.46	-34.41	投资活动现金流	-804.06	-982.28	-1645.00	-345.00
资产减值损失	34.61	23.79	32.62	33.46	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	54.56	55.00	55.00	55.00	债务募资	-87.68	-325.30	0.00	0.00
营业利润	1116.07	1318.68	1322.87	1761.24	筹资活动现金流	-275.23	-323.65	0.00	0.00
营业外收支	-27.55	0.00	0.00	0.00	现金净流量	240.92	790.59	218.43	1971.84
利润总额	1088.52	1318.68	1322.87	1761.24	主要财务指标				
所得税	149.19	180.73	181.31	241.39	成长能力 (%)				
净利润	939.33	1137.95	1141.56	1519.85	营业收入增长率	19.21%	60.70%	11.76%	20.82%
归属于母公司净利润	895.38	1137.95	1141.56	1519.85	净利润增长率	55.73%	27.09%	0.32%	33.14%
YoY (%)	55.73%	27.09%	0.32%	33.14%	盈利能力 (%)				
每股收益	2.89	3.67	3.68	4.90	毛利率	29.64%	24.60%	22.72%	24.36%
资产负债表 (百万元)					净利润率	17.75%	13.38%	12.01%	13.24%
货币资金	1445.98	2236.57	2455.00	4426.85	总资产收益率ROA	12.04%	11.04%	9.53%	10.55%
预付款项	128.50	228.42	258.92	307.28	净资产收益率ROE	19.35%	19.73%	16.53%	18.03%
存货	452.09	779.17	887.40	1051.48	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2776.39	3767.43	3972.73	4473.28	流动比率	1.87	1.64	1.58	1.79
流动资产合计	4802.96	7011.59	7574.05	10258.88	速动比率	1.64	1.41	1.34	1.56
长期股权投资	0.00	22.34	22.34	22.34	现金比率	0.56	0.52	0.51	0.77
固定资产	1983.57	1938.39	2685.88	2470.58	资产负债率	35.09%	42.09%	40.66%	40.13%
无形资产	199.50	193.93	188.38	182.83	经营效率 (%)				
非流动资产合计	2635.65	3292.18	4404.12	4153.26	总资产周转率	0.73	0.96	0.85	0.87
资产合计	7438.61	10303.77	11978.17	14412.14	每股指标 (元)				
短期借款	325.30	0.00	0.00	0.00	每股收益	2.89	3.67	3.68	4.90
应付账款及票据	1723.35	3358.52	3806.43	4517.61	每股净资产	14.93	18.61	22.29	27.19
其他流动负债	521.01	913.52	998.45	1201.38	每股经营现金流	4.26	6.77	6.01	7.48
流动负债合计	2569.65	4272.04	4804.87	5718.99	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	估值分析				
其他长期负债	40.31	65.14	65.14	65.14	PE	19.93	15.68	15.63	11.74
非流动负债合计	40.31	65.14	65.14	65.14	PB	2.52	3.09	2.58	2.12
负债合计	2609.97	4337.18	4870.01	5784.13					
股本	309.90	309.90	309.90	309.90					
少数股东权益	200.40	200.40	200.40	200.40					
股东权益合计	4828.65	5966.60	7108.16	8628.01					
负债和股东权益合计	7438.61	10303.77	11978.17	14412.14					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.4. 新和成

公司为我国精细化工领域的领头羊。公司从医药中间体起家，成功开发了维生素 A、维生素 E 的工艺，让我国在维生素领域摆脱了长久以来国外的掣肘，并成功将业务拓展到蛋氨酸、香精香料、新材料、生物发酵等领域。目前公司稳居全球四大维生素生产企业之一，且多项产品位居世界前列。

受益于养殖业回暖，维生素价格有望企稳回升。随着全国生猪存栏量到达 10 年来的低点，加上政策的积极推动作用，生猪存栏量有望回暖，因此对饲料的需求会有一个明显幅度的提高，间接带动饲料用维生素的需求。建议密切关注生猪存栏、补栏数量，其他禽类市场动向。

蛋氨酸价格走出历史底部，产能有序释放，综合成本摊低。2018 年全球蛋氨酸开工率 78%，需求端良好。受益于禽类市场的养殖的增加叠加对进口蛋氨酸“反倾销”调查，蛋氨酸价格逐步走出底部，2019 年开始公司蛋氨酸项目逐步盈利。随着蛋氨

酸 10 万吨和 15 万吨产能陆续释放，公司蛋氨酸成本有望降低到 1.66 万元/吨、1.57 万元/吨，毛利率达到 20%、27%。建议密切关注蛋氨酸开工进度与禽类市场动向。

香精香料收入、利润稳步提升，协同作用愈加明显。公司加速对香精香料的布局，营收和毛利占比从 13 年 10%左右提升至近年的 25%左右，板块协同作用更加明显。根据公司 2019 年 5 月 21 日机构调研公告，2019 年底麦芽酚新产能将开始试生产，达产后将进一步增厚香精香料板块收入。

新材料完成认证，等待发力。2019 年，公司 PPS 产能满负荷运行，产品得到市场认可，等待后续产能的释放，新材料业务将会成为公司新的业绩增长点。

投资建议：预计公司 2019-2021 年收入分别为 85/108/144 亿元，同比增长-2.2%/27.7%/33.11%，归母净利润分别为 24.19/29.36/37.14 亿元，同比增长-21.42%/21.37%/26.48%，对应 EPS 分别为 1.13/ 1.37/1.73 元，目前股价对应 PE 分别为 20/17/13 倍。公司作为精细化工的领军人物之一，积极投入研发，不断优化产业结构，大力拓展版图，未来发展空间巨大。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：生猪补栏进度不及预期、新建项目投产情况不及预期。

表 6 新和成盈利预测表

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	8683.38	8492.16	10844.15	14434.33	净利润	3098.44	2438.99	2957.08	3740.98
YoY (%)	39.27%	-2.20%	27.70%	33.11%	折旧和摊销	457.81	542.43	596.32	668.68
营业成本	4048.70	4552.39	5907.99	8090.95	营运资金变动	156.81	-288.05	-524.15	-867.68
营业税金及附加	143.74	137.66	177.02	235.08	经营活动现金流	3660.32	2734.46	3091.83	3613.56
销售费用	252.10	260.33	326.57	437.29	资本开支	-4888.33	-6538.48	-3209.00	-3191.25
管理费用	351.05	347.86	442.27	589.55	投资	-49.00	-22.34	0.00	0.00
财务费用	24.22	128.35	173.47	174.79	投资活动现金流	-8248.80	-5991.20	-3059.00	-3041.25
资产减值损失	10.42	39.27	38.28	44.10	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	168.69	150.00	150.00	150.00	债务募资	609.21	992.31	391.46	-263.82
营业利润	3630.11	2863.05	3470.64	4391.49	筹资活动现金流	-308.03	904.33	214.16	-444.31
营业外收支	9.59	2.00	3.00	3.00	现金净流量	-4896.50	-2352.41	247.00	128.00
利润总额	3639.70	2865.05	3473.64	4394.49	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	541.26	426.06	516.57	653.51	成长能力 (%)				
净利润	3098.44	2438.99	2957.08	3740.98	营业收入增长率	39.27%	-2.20%	27.70%	33.11%
归属于母公司净利润	3078.88	2419.29	2936.21	3713.78	净利润增长率	80.64%	-21.42%	21.37%	26.48%
YoY (%)	80.64%	-21.42%	21.37%	26.48%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.43	1.13	1.37	1.73	毛利率	53.37%	46.39%	45.52%	43.95%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	35.68%	28.72%	27.27%	25.92%
货币资金	2611.41	259.00	506.00	634.00	总资产收益率ROA	14.04%	9.48%	9.97%	10.94%
预付款项	34.07	38.78	50.12	68.74	净资产收益率ROE	19.04%	13.04%	13.66%	14.73%
存货	1445.66	1811.36	2296.89	3170.16	偿债能力 (%)				
其他流动资产	6586.96	6591.46	7190.36	8153.38	流动比率	2.34	1.54	1.51	1.63
流动资产合计	10678.09	8700.60	10043.37	12026.27	速动比率	2.01	1.21	1.16	1.19
长期股权投资	239.87	262.21	262.21	262.21	现金比率	0.57	0.05	0.08	0.09
固定资产	5350.60	5544.93	5694.90	5782.95	资产负债率	26.08%	27.05%	26.73%	25.38%
无形资产	1242.71	1663.72	2128.42	2564.95	经营效率 (%)				
非流动资产合计	11256.80	16828.07	19412.74	21907.32	总资产周转率	0.43	0.36	0.39	0.46
资产合计	21934.89	25528.67	29456.11	33933.59	每股指标 (元)				
短期借款	1892.73	2885.05	3276.51	3012.69	每股收益	1.43	1.13	1.37	1.73
应付账款及票据	1377.24	1335.81	1732.18	2372.85	每股净资产	7.53	8.64	10.00	11.73
其他流动负债	1297.52	1441.78	1624.31	1983.96	每股经营现金流	1.70	1.27	1.44	1.68
流动负债合计	4567.50	5662.63	6633.00	7369.50	每股股利	0.70	0.00	0.00	0.00
长期借款	387.68	387.68	387.68	387.68	估值分析				
其他长期负债	764.70	854.28	854.28	854.28	PE	15.78	20.08	16.55	13.08
非流动负债合计	1152.38	1241.96	1241.96	1241.96	PB	1.99	2.62	2.26	1.93
负债合计	5719.87	6904.59	7874.95	8611.46					
股本	2148.66	2148.66	2148.66	2148.66					
少数股东权益	44.62	64.32	85.18	112.38					
股东权益合计	16215.02	18624.08	21581.15	25322.13					
负债和股东权益合计	21934.89	25528.67	29456.11	33933.59					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.5. 桐昆股份

民用长丝龙头，市占率稳步提升。截止 2019 年 Q3，公司拥有 PTA 产能 400 万吨，聚酯聚合产能约 520 万吨，涤纶长丝产能约 570 万吨，连续保持国内市场产量及销量第一的龙头地位。公司涤纶长丝制造产业配套齐备，成本领先行业水平。公司 2018 年二季度完成嘉兴石化 220 万吨 PTA 产能达产，抓住自 2012 年以来的新一轮 PTA 景气机遇。中长期 PTA+长丝盈利空间稳定。公司目前涤纶长丝的国内市场占有率超过 16%，全球占比接近 11%。2019 年公司恒优年产 30 万吨 POY 项目、恒邦年产 30 万吨绿色智能化纤项目预计完成投产；恒腾四期年产 30 万吨绿色纤维项目聚酯、纺丝车间土建已进入施工扫尾阶段，至 2019 年底长丝产能有望突破 600 万吨。根据公司 2019 年 3 月 14 日公告，远期待公司拟投建 2*250 万吨 PTA、90 万吨 FDY、150 万吨 POY 项目，公开发行可转债不超过 30 亿元，投资年产 50 万吨智能化超仿真纤维和 30 万吨绿色纤维，公司长丝产能 2020 年有望突破 650 万吨，继续巩固长丝龙头地位。

投资浙石化打通 PX-PTA-聚酯一体化。涤纶行业经历过去 20 年的发展，涤纶纤维和上游 PTA 超 90%的产能均实现国产化，但原料端 PX 由于诸多原因，国内的产能曾严重不足，2017-2018 年对外依存度在 60%以上。PX 长期处于供不应求的状态，日韩 PX 生产企业占据了产业链主要利润。根据公司 2017 年 5 月 16 日公告，公司与荣盛石化、浙江巨化、舟山海洋综合开发投资公司共同投资浙江石化项目（荣盛石化占股 51%，浙江巨化占股 20%，桐昆股份占股 20%，舟山海洋综合开发投资公司占股 9%）。项目一期 2019 年 Q3 投产，预计 2019 年底满产，建设规模为 2000 万吨/年炼油、520 万吨/年芳烃和 140 万吨/年乙烯。浙石化投产帮公司打通 PX 环节，实现 PX-PTA/MEG-聚酯全产业链一体化发展。降低公司单环节的波动风险，为公司未来持续抢占市场份额打下坚实基础。

投资建议：公司有序拓展一体化经营思路，提振龙头企业规模优势和上游议价能力，募投高附加值产品有望增强业绩弹性。预计公司 2019-2021 年收入分别为 501/550/612 亿元，同比增长 20.35%/9.89%/11.26%，归母净利润分别为 30/41/47 亿元，同比增长 42%/35%/17%，EPS 分别为 1.63/2.20/2.57 元，目前股价对应市盈率分别为 8/6/5 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：油价持续下跌；PTA 和 MEG 价格大幅波动等。

表 7 桐昆股份盈利预测表

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	41600.75	50067.00	55019.00	61216.00	净利润	2131.45	3024.41	4079.18	4772.85
YoY (%)	26.78%	20.35%	9.89%	11.26%	折旧和摊销	1493.00	1670.09	1786.01	1916.38
营业成本	36742.47	44189.00	48684.00	54302.00	营运资金变动	-1961.77	6941.91	804.13	972.39
营业税金及附加	81.13	97.65	107.30	119.39	经营活动现金流	2426.05	12165.86	6147.61	6650.85
销售费用	125.84	157.89	171.03	190.36	资本开支	-2898.46	-2878.00	-2928.00	-2980.00
管理费用	584.85	785.73	821.84	920.87	投资	-1391.69	0.00	0.00	0.00
财务费用	573.22	458.54	435.50	415.55	投资活动现金流	-7714.70	-2843.00	-1928.00	-1480.00
资产减值损失	293.54	98.15	4.16	13.58	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	19.90	35.00	1000.00	1500.00	债务募资	5304.24	253.16	59.94	-78.75
营业利润	2778.10	3858.24	5239.10	6139.17	筹资活动现金流	4823.34	-3273.09	-436.18	-574.40
营业外收支	9.62	22.00	22.00	20.00	现金净流量	-465.31	6049.77	3783.43	4596.45
利润总额	2787.72	3880.24	5261.10	6159.17	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	656.27	855.83	1181.92	1386.32	成长能力 (%)				
净利润	2131.45	3024.41	4079.18	4772.85	营业收入增长率	26.78%	20.35%	9.89%	11.26%
归属于母公司净利润	2120.25	3007.02	4057.08	4746.59	净利润增长率	20.42%	41.82%	34.92%	17.00%
YoY (%)	20.42%	41.82%	34.92%	17.00%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.15	1.63	2.20	2.57	毛利率	11.68%	11.74%	11.51%	11.29%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	5.12%	6.04%	7.41%	7.80%
货币资金	5646.27	11696.04	15479.46	20075.91	总资产收益率ROA	6.12%	7.12%	8.50%	8.77%
预付款项	540.19	691.44	746.43	838.28	净资产收益率ROE	13.19%	15.76%	17.53%	17.02%
存货	4147.15	3922.33	4385.67	4867.84	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1642.40	2017.95	2060.18	2202.66	流动比率	0.88	0.86	1.00	1.15
流动资产合计	11976.00	18327.76	22671.75	27984.68	速动比率	0.53	0.65	0.77	0.92
长期股权投资	5247.01	5247.01	5247.01	5247.01	现金比率	0.41	0.55	0.68	0.83
固定资产	14893.50	14623.40	14287.40	13871.02	资产负债率	53.46%	54.64%	51.33%	48.27%
无形资产	1067.55	1067.55	1067.55	1067.55	经营效率 (%)				
非流动资产合计	22684.67	23914.58	25078.57	26162.19	总资产周转率	1.36	1.30	1.22	1.20
资产合计	34660.67	42242.34	47750.32	54146.88	每股指标 (元)				
短期借款	7581.34	7834.50	7894.44	7815.69	每股收益	1.15	1.63	2.20	2.57
应付账款及票据	5269.75	5919.19	6527.53	7278.47	每股净资产	8.70	10.33	12.52	15.09
其他流动负债	810.48	7503.09	8263.61	9215.13	每股经营现金流	1.31	6.58	3.33	3.60
流动负债合计	13661.56	21256.78	22685.58	24309.29	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	1715.00	1715.00	1715.00	1715.00	估值分析				
其他长期负债	3152.65	110.35	110.35	110.35	PE	11.31	7.98	5.91	5.05
非流动负债合计	4867.65	1825.35	1825.35	1825.35	PB	1.12	1.26	1.04	0.86
负债合计	18529.22	23082.13	24510.94	26134.64					
股本	1821.93	1821.93	1821.93	1821.93					
少数股东权益	60.61	78.00	100.10	126.36					
股东权益合计	16131.45	19160.21	23239.39	28012.23					
负债和股东权益合计	34660.67	42242.34	47750.32	54146.88					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.6. 金禾实业

甜味剂龙头企业，打造循环经济产业链。公司从煤化工起步，发展到如今在安赛蜜、三氯蔗糖、甲/乙基麦芽酚等食品添加剂行业拥有全球领先地位，目前仍在深化布局糠醛产业链、强化拳头品种三氯蔗糖的成本优势。截止 2019 年 Q3 公司形成安赛蜜产能 12000 吨，全球市场占有率 60%以上；三氯蔗糖产能 3000 吨，全球排名第二；麦芽酚产能 4000 吨，甲基麦芽酚市场占有率 70%，乙基麦芽酚市场占有率 50-60%。上游实现中间化学品双乙烯酮、氯化亚砷、糠醛配套，具备行业独有的全产业链成本优势。消费者健康意识不断增强，代糖消费大势所趋，食品饮料无糖化发展加速甜味剂对蔗糖替代。安赛蜜、三氯蔗糖等新型甜味剂具备较高食品安全性和代糖成本优势，逐步替代糖精、阿斯巴甜等传统甜味剂。公司同时加大 C 端市场推广，推出首款健康糖产品——爱乐甜无糖型餐桌甜味料，有望逐步为新型甜味剂市场打开空间。

定远一期项目助力公司成长。根据公司 2018 年 1 月 12 日发布的关于在定远县建设循环经济产业园一期项目的公告，公司设立子公司金轩科技，投资建设 8 万吨氯化亚砷、2 万吨糠醛及生物质热电联产项目。7 月公司公告生物质热电联产项目投产、并网发电。10 月公告定远一期 1 万吨糠醛、4 万吨氯化亚砷经过调试后，已正式进入试生产阶段。远期，公司拟投资建设 600 吨呋喃酮、3000 吨佳乐麝香以及延伸 1 万吨糠醛下游产品——2000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃和 1000 吨呋喃铵盐、5000 吨三氯蔗糖扩建等项目。公司坚持原材料一体化自给持续提升行业壁垒，同时丰富下游高附加值产品，紧盯食品添加剂潜力市场，业绩长期增长可期。

投资建议：公司当前多数产品价格低位，周期风险大幅下降，定远一期项目陆续释放，成长属性上升。我们预计公司 2019-2021 年收入分别为 41/47/52 亿元，同比增长-1.01%/15.55%/10.07%，归母净利润分别为 8.41/10.58/12.38 亿元，对应 EPS 分别为 1.50/1.89/2.22 元，目前股价对应市盈率为 12/10/8 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：新项目投产进度不及预期，行业新进入者扩产等风险。

表 8 金禾实业盈利预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	4132.80	4091.23	4727.32	5203.32	净利润	911.58	849.56	1066.59	1248.12
YoY (%)	-7.75%	-1.01%	15.55%	10.07%	折旧和摊销	208.65	214.40	213.37	218.36
营业成本	2767.15	2752.38	3152.32	3392.23	营运资金变动	-144.35	6.22	-29.44	-32.65
营业税金及附加	37.73	30.68	35.45	39.02	经营活动现金流	963.27	1070.57	1240.22	1424.93
销售费用	129.70	126.83	146.55	161.30	资本开支	-506.58	-58.88	-43.91	-77.04
管理费用	79.74	85.08	95.94	106.47	投资	23.58	0.00	0.00	0.00
财务费用	34.50	-15.26	-34.97	-50.10	投资活动现金流	-402.07	-23.90	-3.90	-37.04
资产减值损失	16.62	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	57.76	34.98	40.00	40.00	债务募资	-209.09	-180.60	-100.00	-100.00
营业利润	1063.19	992.86	1245.22	1456.30	筹资活动现金流	-605.32	-434.27	-444.71	-526.11
营业外收支	-5.66	-5.00	-5.00	-5.00	现金净流量	-44.12	612.40	791.61	861.77
利润总额	1057.53	987.86	1240.22	1451.30	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	145.95	138.30	173.63	203.18	成长能力 (%)				
净利润	911.58	849.56	1066.59	1248.12	营业收入增长率	-7.75%	-1.01%	15.55%	10.07%
归属于母公司净利润	911.58	840.69	1057.29	1238.34	净利润增长率	-10.83%	-7.78%	25.76%	17.12%
YoY (%)	-10.83%	-7.78%	25.76%	17.12%	盈利能力 (%)				
每股收益	1.63	1.50	1.89	2.22	毛利率	33.04%	32.72%	33.32%	34.81%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	22.06%	20.77%	22.56%	23.99%
货币资金	1975.82	2588.22	3379.83	4241.60	总资产收益率ROA	16.01%	13.52%	15.03%	15.70%
预付款项	77.23	76.81	87.98	94.67	净资产收益率ROE	23.26%	18.53%	20.05%	20.26%
存货	310.56	311.23	355.86	383.16	偿债能力 (%)				
其他流动资产	1476.89	1549.51	1690.07	1795.25	流动比率	2.98	3.52	3.80	4.18
流动资产合计	3840.49	4525.77	5513.73	6514.68	速动比率	2.68	3.22	3.49	3.87
长期股权投资	2.96	2.96	2.96	2.96	现金比率	1.54	2.01	2.33	2.72
固定资产	1314.73	1123.68	919.80	745.25	资产负债率	31.17%	28.07%	26.83%	25.00%
无形资产	91.14	121.68	151.11	179.35	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1854.15	1693.64	1519.18	1372.88	总资产周转率	0.73	0.69	0.71	0.70
资产合计	5694.65	6219.41	7032.92	7887.56	每股指标 (元)				
短期借款	180.00	100.00	100.00	100.00	每股收益	1.63	1.50	1.89	2.22
应付账款及票据	779.20	842.55	975.38	1045.89	每股净资产	7.02	8.12	9.44	10.94
其他流动负债	327.40	343.15	377.23	413.25	每股经营现金流	1.72	1.92	2.22	2.55
流动负债合计	1286.60	1285.71	1452.62	1559.14	每股股利	0.36	0.39	0.57	0.72
长期借款	1.21	0.61	0.61	0.61	估值分析				
其他长期负债	486.92	487.33	487.33	487.33	PE	11.36	12.32	9.79	8.36
非流动负债合计	488.14	487.94	487.94	487.94	PB	2.27	2.28	1.96	1.69
负债合计	1774.74	1773.64	1940.56	2047.08					
股本	558.77	558.77	558.77	558.77					
少数股东权益	0.00	8.86	18.17	27.95					
股东权益合计	3919.90	4545.77	5292.36	6140.48					
负债和股东权益合计	5694.65	6319.41	7232.92	8187.56					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.7. 新开源

业绩拐点已现，将进入快速成长期。公司为“消费类特种化学品”与“健康医疗服务”双主业发展平台，前三季度业绩保持快速增长，主要因美国 BV 公司于 6 月底开始并表，Q3 贡献利润约 2900 万元，同时双主业收入也保持较快增长。公司 2018 年与 2019 年 H1 归母净利增速分别为-3.53%、12.5%，Q3 增速 64%已呈现向上拐点，我们预计业绩拐点趋势将持续，主要基于：1) 公司 PVP 系列产品位列全球第三，仍有极大发展空间，根据公司 2018 年年报，公司已与某国际知名制药企业签订重大销售协议，履行期限为 2020 年 1 月 1 日至 2023 年 3 月 31 日，预计将为公司带来收入约 1.9 亿元、净利润约 9964.50 万元；2) BV 与公司将在研发、市场等方面产生显著协同效应，除自身业绩打开发展空间之外，其产品作为公司精准医疗业务所需的关键原料，也可大幅降低公司采购成本；3) 精准医疗工作室已成立 40 余家，公司持股 51%，在串联起各业务平台及医疗资源方面意义重大，H1 收入 5752.26 万元已接近 2018 年全年收入 5941.53 万元，前三季度净利润同比增长约 1600 万元。

占据优势赛道，未来成长空间巨大。公司除不断巩固原有业务竞争优势之外，还通过持续战略投资打造新的利润增长点。公司 2018 年 5 月参股永泰生物，持有其 1.9% 股权，据永泰生物 9 月 2 日递交的港股主板上市申请材料，其核心产品 EAL 是国内唯一获准进入实体瘤治疗 II 期临床试验的免疫细胞产品。2019 年 7 月，公司投资 CAR-T 全产业链公司华道生物，持股 14.55%，华道生物已于 10 月 30 日收到国家药监局发布的临床试验通知书。此外，公司 8 月公告的可研报告显示，新开源（上海）医疗科技有限公司松江基地项目拟投资 16.67 亿元，建设期为两年，预计达产后实现每年收入 20.1 亿元、利润 3.05 亿元。

投资建议：维持之前的盈利预测不变，预计公司 2019-2021 年营业收入分别为 10.15/14.29/18.04 亿元，同比增长 45.36%/40.77%/26.24%，归母净利润分别为 1.78/3.19/4.18 亿元，同比增长 99.08%/79.01%/30.86%，EPS 分别为 0.55/0.99/1.29 元，目前股价对应 PE 分别为 27/15/12 倍。公司业绩向上拐点已现，随着业绩步入快速成长期，有望迎来戴维斯双击。维持“增持”评级。

风险提示：PVP 原材料价格大幅上涨的风险；新项目建设进度不及预期的风险。

表 9 新开源盈利预测表

利润表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	698.28	1015.04	1428.85	1803.83	净利润	90.58	189.48	341.15	458.60
YoY (%)	42.92%	45.36%	40.77%	26.24%	折旧和摊销	41.27	46.69	58.51	70.18
营业成本	381.75	516.77	677.78	861.05	营运资金变动	-127.90	-203.22	-103.92	-99.05
营业税金及附加	7.94	11.54	16.25	20.51	经营活动现金流	48.81	88.44	347.16	478.56
销售费用	46.49	63.95	87.16	106.43	资本开支	-124.16	-264.96	-269.11	-267.96
管理费用	62.17	90.34	108.59	119.05	投资	-237.43	0.00	0.00	0.00
财务费用	31.98	38.13	45.13	43.63	投资活动现金流	-361.17	-259.96	-264.11	-262.96
资产减值损失	17.31	20.58	8.67	7.56	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	3.65	5.00	5.00	5.00	债务募资	56.63	253.16	59.94	-78.75
营业利润	106.82	221.92	400.36	537.53	筹资活动现金流	129.98	212.12	11.20	-127.02
营业外收支	-1.51	1.00	1.00	2.00	现金净流量	-182.39	40.60	94.25	88.58
利润总额	105.32	222.92	401.36	539.53	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	14.73	33.44	60.20	80.93	成长能力 (%)				
净利润	90.58	189.48	341.15	458.60	营业收入增长率	42.92%	45.36%	40.77%	26.24%
归属于母公司净利润	89.55	178.26	319.11	417.60	净利润增长率	-3.53%	99.08%	79.01%	30.86%
YoY (%)	-3.53%	99.08%	79.01%	30.86%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.28	0.55	0.99	1.29	毛利率	45.33%	49.09%	52.56%	52.27%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利率	12.97%	18.67%	23.88%	25.42%
货币资金	252.88	293.48	387.74	476.32	总资产收益率ROA	3.89%	6.76%	10.27%	11.72%
预付款项	35.45	57.50	71.26	92.29	净资产收益率ROE	7.03%	12.27%	18.01%	19.07%
存货	139.37	179.60	233.20	297.26	偿债能力 (%)				
其他流动资产	238.63	249.44	347.58	430.78	流动比率	0.67	0.68	0.82	1.02
流动资产合计	666.34	780.03	1039.78	1296.64	速动比率	0.49	0.48	0.58	0.72
长期股权投资	336.20	336.20	336.20	336.20	现金比率	0.25	0.26	0.31	0.38
固定资产	372.33	456.93	533.42	598.24	资产负债率	44.59%	44.40%	41.86%	36.44%
无形资产	65.34	65.34	65.34	65.34	经营效率 (%)				
非流动资产合计	1636.76	1856.04	2067.63	2267.41	总资产周转率	0.33	0.41	0.50	0.54
资产合计	2303.10	2636.06	3107.41	3564.05	每股指标 (元)				
短期借款	670.58	923.74	983.68	904.93	每股收益	0.28	0.55	0.99	1.29
应付账款及票据	86.34	104.42	137.77	174.68	每股净资产	3.95	4.50	5.48	6.78
其他流动负债	238.88	111.24	148.14	188.03	每股经营现金流	0.15	0.27	1.07	1.48
流动负债合计	995.79	1139.40	1269.59	1267.64	每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
长期借款	17.63	17.63	17.63	17.63	估值分析				
其他长期负债	13.46	13.46	13.46	13.46	PE	54.59	27.42	15.32	11.71
非流动负债合计	31.09	31.09	31.09	31.09	PB	3.49	3.36	2.76	2.23
负债合计	1026.88	1170.49	1300.69	1298.73					
股本	217.94	217.94	217.94	217.94					
少数股东权益	1.59	12.81	34.85	75.85					
股东权益合计	1276.22	1465.57	1806.73	2265.33					
负债和股东权益合计	2303.10	2636.06	3107.41	3564.05					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

3.8.三友化工

主业粘胶扩产高峰已过，明年有望扭亏。粘胶短纤经过 17-18 年的快速扩张后，产能从 16 年的 370 万吨增长至 18 年底 434 万吨，预计到今年底考虑公司的 20 万吨新增产能投产后，全行业产能将到 468 万吨，今年以来产品价格长时间在全行业的成本线以下，打到多数产能的现金流成本之下，行业已有小产能退出（新乡化纤 6 万吨）。公司 90 万吨粘胶产能，作为成本曲线最左端的企业之一，成本较小企业优势为 400-500 元/吨，是少数仍有微薄现金流利润的企业。今年公司粘胶业务预计亏损 3-4 亿元，行业长期亏损必然带来开工率的下降，明年粘胶价格有望回升至行业成本线之上，上涨 400-500 元/吨，公司粘胶业务有望扭亏。

纯碱明年将受益于光伏玻璃的快速增长和房地产竣工复苏。纯碱行业近年开工率平均 85%左右，受环保安全等因素限制，以三友河北为代表的部分产能实际最高开工率仅能达到 85%，行业实际已处于紧平衡状态。明年行业供给增速预计 2%，占其下游 10%-15%的光伏玻璃产量有望增长 30%，占其下游 45%-50%的传统平板玻璃将受益于房地产竣工复苏，有望增长 10%，需求增长将超过供给增长。一旦旺季迎来供需缺口，产品价格将有巨大弹性。公司当前权益产能 280 万吨，有望受益。

投资建议：公司当前股价历史大底，PB 仅 0.98 倍，安全垫充足，未来两年主要产品纯碱、粘胶的景气有望逐步复苏，当前是布局的极佳时点。预计公司 19-21 年收入分别为 202/228/240 亿元，同比增长 0.13%/12.62%/5.49%，归母净利润分别为 6.7/10.9/15.8 亿元，对应 EPS 分别为 0.32/0.53/0.76 元，目前股价对应 PE 分别为 18/11/7 倍。首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：下游需求不及预期的风险。

表 10 三友化工盈利预测表

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	20173.74	20200.00	22750.00	24000.00	净利润	1701.52	764.67	1254.65	1812.87
YoY (%)	-0.11%	0.13%	12.62%	5.49%	折旧和摊销	1002.60	0.00	0.00	0.00
营业成本	14789.52	16564.00	18200.00	18720.00	营运资金变动	-1415.68	36.91	-8.90	-48.33
营业税金及附加	222.22	181.80	204.75	216.00	经营活动现金流	1804.45	936.29	1321.68	1787.06
销售费用	834.45	909.00	1001.00	1056.00	资本开支	-375.25	6.71	-0.30	-0.30
管理费用	1581.79	1515.00	1683.50	1728.00	投资	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	416.89	57.64	76.90	3.87	投资活动现金流	-374.82	3.56	0.98	0.98
资产减值损失	77.56	0.00	0.00	0.00	股权募资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	0.54	1.28	1.28	1.28	债务募资	-1247.14	-1203.84	-1245.72	-979.25
营业利润	2234.04	944.04	1548.95	2238.11	筹资活动现金流	-980.79	-4061.80	-1322.62	-1002.76
营业外收支	-124.68	0.00	0.00	0.00	现金净流量	448.84	-3121.94	0.04	785.29
利润总额	2109.36	944.04	1548.95	2238.11	主要财务指标	2018A	2019E	2020E	2021E
所得税	407.84	179.37	294.30	425.24	成长能力 (%)				
净利润	1701.52	764.67	1254.65	1812.87	营业收入增长率	-0.11%	0.13%	12.62%	5.49%
归属于母公司净利润	1586.08	665.26	1091.55	1577.20	净利润增长率	-16.04%	-58.06%	64.08%	44.49%
YoY (%)	-16.04%	-58.06%	64.08%	44.49%	盈利能力 (%)				
每股收益	0.77	0.32	0.53	0.76	毛利率	26.69%	18.00%	20.00%	22.00%
资产负债表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	净利润率	8.43%	3.79%	5.51%	7.55%
货币资金	3121.89	-0.05	-0.01	785.27	总资产收益率ROA	6.26%	2.95%	4.72%	6.54%
预付款项	164.41	184.14	202.32	208.10	净资产收益率ROE	14.35%	5.68%	8.52%	10.97%
存货	1894.78	2130.46	2340.88	2407.77	偿债能力 (%)				
其他流动资产	2604.13	2687.14	3020.32	3183.64	流动比率	0.87	0.62	0.75	0.99
流动资产合计	7785.21	5001.69	5563.51	6584.78	速动比率	0.64	0.33	0.41	0.60
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	现金比率	0.35	0.00	0.00	0.12
固定资产	15272.15	15272.15	15272.15	15272.15	资产负债率	53.51%	44.38%	40.30%	35.32%
无形资产	856.45	856.45	856.45	856.45	经营效率 (%)				
非流动资产合计	17552.26	17549.67	17549.67	17549.67	总资产周转率	0.82	0.84	1.00	1.02
资产合计	25337.47	22551.37	23113.19	24134.46	每股指标 (元)				
短期借款	3428.82	2224.97	979.25	0.00	每股收益	0.77	0.32	0.53	0.76
应付账款及票据	3872.25	4168.81	4580.56	4711.43	每股净资产	5.35	5.67	6.20	6.97
其他流动负债	1637.39	1716.17	1857.31	1914.09	每股经营现金流	0.87	0.45	0.64	0.87
流动负债合计	8938.46	8109.96	7417.12	6625.52	每股股利	0.23	0.00	0.00	0.00
长期借款	1400.15	1400.15	1400.15	1400.15	估值分析				
其他长期负债	3219.52	498.18	498.18	498.18	PE	7.38	17.59	10.72	7.42
非流动负债合计	4619.67	1898.33	1898.33	1898.33	PB	1.07	1.00	0.91	0.81
负债合计	13558.12	10008.29	9315.46	8523.86					
股本	2064.35	2064.35	2064.35	2064.35					
少数股东权益	730.10	829.51	992.62	1228.29					
股东权益合计	11779.34	12543.08	13797.73	15610.60					
负债和股东权益合计	25337.47	22551.37	23113.19	24134.46					

资料来源：公司公告，华西证券研究所

4. 风险提示

1, 国内经济增速低于预期的风险。2019 年 GDP 增速由一季度 6.4%持续回落至三季度 6.0%，如明年 GDP 增速超预期下滑，化工行业下游需求将受到较大影响；

2, 中美贸易争端未能缓和的风险。明年如中美贸易争端未能得到缓和，将影响化工行业出口，如谈判恶化可能利空全球经济增长预期，导致市场风险偏好下降。

分析师与研究助理简介

杨伟：华西证券研究所化工行业首席分析师，化学工程硕士，近三年化工实业经验，证券行业从业经验九年。2014年水晶球第三名，2015-2016年新财富分析师团队核心成员。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 6 个月内公司股价相对上证指数的涨跌幅为基准。	买入	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持	分析师预测在此期间股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性	分析师预测在此期间股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出	分析师预测在此期间股价相对弱于上证指数达到或超过 15%
行业评级标准		
以报告发布日后的 6 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测在此期间行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	中性	分析师预测在此期间行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	回避	分析师预测在此期间行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%

华西证券研究所：

地址：北京市西城区太平桥大街丰汇园 11 号丰汇时代大厦南座 5 层

网址：<http://www.hx168.com.cn/hxzq/hxindex.html>

华西证券免责声明

华西证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具备证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司签约客户使用。本公司不会因接收人收到或者经由其他渠道转发收到本报告而直接视其为本公司客户。

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为的已经公开的资料或者研究人员的实地调研资料，但本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载资料、意见以及推测仅于本报告发布当日的判断，且这种判断受到研究方法、研究依据等多方面的制约。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及预测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息始终保持在最新状态。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，投资者需自行关注相应更新或修改。

在任何情况下，本报告仅提供给签约客户参考使用，任何信息或所表述的意见绝不构成对任何人的投资建议。市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告视为做出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在任何情况下，本报告均未考虑到个别客户的特殊投资目标、财务状况或需求，不能作为客户进行客户买卖、认购证券或者其他金融工具的保证或邀请。在任何情况下，本公司、本公司员工或者其他关联方均不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告而导致的任何可能损失负有任何责任。投资者因使用本公司研究报告做出的任何投资决策均是独立行为，与本公司、本公司员工及其他关联方无关。

本公司建立起信息隔离墙制度、跨墙制度来规范管理跨部门、跨关联机构之间的信息流动。务请投资者注意，在法律许可的前提下，本公司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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的前提下，本公司的董事、高级职员或员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为华西证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。