

点点星光已现，适当左侧布局

2019年12月10日

【投资要点】

- ◆ **化工行业景气度依然承压，机构配置热情降至冰点，估值优势逐步体现。**受需求持续低迷，部分子行业扩产冲击，19年主流化工品价格大幅下跌。前三季度化工行业营收小幅增长，利润下降明显，Q3单季环比进一步走弱，仅改性塑料、涂料油漆油墨制造、日用化学品、无机盐、轮胎等偏下游子行业增长稳定。机构对化工行业配置热情降至冰点，三季度基金重仓股中配置化工比例为2.37%，低配比例2.75%。但从估值角度，截至11月27日，30.27%的化工上市公司PB处于近五年1%以下分位，59.35%处于5%以下分位，98.22%处于50%以下分位，我们认为部分企业已有较大的估值安全边际，估值优势逐渐显现。
- ◆ **化工品价格持续探底，2020年大概率企稳。**18年三季度起化工品价格持续下跌，目前已处于历史底部区域。我们跟踪的242个化工品中，200个产品价格同比下跌，平均跌幅为19.85%。仅菊酯、硝磺草酮等部分农药、氟化工、磷化工上游部分原料价格强势，煤化工产品、聚氨酯、麦草畏、草铵膦、玻纤、PC等价格跌至历史低位。但我们对2020年行情并不过分悲观，预计化工品价格大概率企稳。行业供给虽有所宽松，但扩产集中在龙头企业，产能释放更加有序。需求预计将边际改善，地产竣工增速修复+基建托底作用依然强劲。同时新一轮补库存周期或将来临，虽强度有限，但对需求仍将有明显提振。
- ◆ **投资主线一：拥抱核心资产。**景气度弱势修复行情下，结构性分化进一步加剧。我们首推化工行业核心资产一线龙头企业，纵向来看，这些企业均具备核心工艺优势，成本控制能力极强，竞争壁垒极高；横向来看，当前严格的环保、安全监管下，化工企业扩产极难，但龙头企业凭借完善的安全和环保管理储备，在产品条线和产能规模上仍有大幅扩充。龙头地位不断夯实，有望穿越周期实现稳定盈利。2020年我们建议关注MDI价格大概率见底，石化、新材料项目有序推进的万华化学；成本控制仍有提升空间，估值具吸引力的华鲁恒升。谨慎看好麦草畏需求反弹性恢复，优嘉三期项目有望投产的扬农化工。
- ◆ **投资主线二：寻找确定性成长。**行业整体景气偏弱背景下，规模较小的成长板块业绩更受考验。我们认为风险中仍蕴藏着巨大机遇，对于行业空间仍在快速扩展的细分领域龙头企业，业绩增长确定性较高，仍可享受较高的估值溢价。2020年我们看好**尾气处理催化材料**：蜂窝陶瓷、沸石分子筛进入放量期，龙头企业业绩加速兑现。**OLED材料**：需求空间快速打开，龙头企业市占率、盈利能力持续提升。**半导体材料**：进口替代空间巨大，看好渗透率预计加速提升的CMP抛光垫、湿电子化学品行业。

中性（下调）

东方财富证券研究所

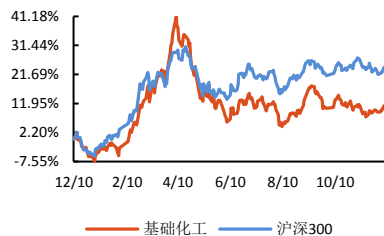
证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：孙翠华

电话：021-23586338

相对指数表现



相关研究

《化工行业 19Q3 业绩回顾：景气度持续低迷，轮胎、涤纶、偏下游子行业盈利增长稳定》

2019.11.05

《OLED 面板接力扩产，材料企业迎重磅机遇》

2019.09.11

《长江“三磷”专项排查整治启动，草甘膦部分产能面临整顿》

2019.08.30

《19Q2 基金持仓分析：基金配置比例创新低，核心资产配置集中度提升》

2019.07.29

《义马气化发生爆炸，醋酸短期有望上行》

2019.07.23

【配置建议】

- ◆ 考虑到当前行业景气度仍处底部，企业盈利仍在磨底阶段，我们下调了行业评级至“中性”。
- ◆ 周期板块，建议关注万华化学、华鲁恒升，谨慎看好扬农化工。
- ◆ 成长板块，看好万润股份，谨慎看好国瓷材料，建议关注奥福环保、晶瑞股份、鼎龙股份。

【风险提示】

- ◆ 安全环保监管力度下滑；
- ◆ 下游需求超预期下滑；
- ◆ 扩产幅度超预期；
- ◆ 原油价格大幅波动。

正文目录

1. 化工行业 2019 年市场行情回顾	6
1.1. 行情回顾：化工行业 19 年明显跑输大盘	6
1.2. 估值回顾：化工行业当前低估值优势突出	7
1.3. 基金持仓分析：基金低配化工比例逼近历史之最	8
2. 2019 年前三季度业绩回顾：景气度持续向下	8
2.1. 前三季度营收小幅增长，盈利持续下滑	9
2.2. 偏下游子行业盈利增长稳健，涤纶、轮胎板块表现强势	10
3. 化工品价格价差复盘：产品价格探底，期待企稳回升	11
3.1. 化工品价格价差复盘	11
3.1.1. 主流化工价格已跌入历史较低分位区间	11
3.1.2. 预计 2020 年主流化工品价格将明显企稳	13
3.2. 供需仍然偏弱，但并不过度悲观	15
3.2.1. 供给：扩产周期仍未结束，行业格局迎来新一轮重构	15
3.2.2. 需求：竣工增速修复+基建托底，需求边际或将改善	16
3.2.3. 供需仍然偏弱，关注补库存行情	17
4. 拥抱核心资产：高筑墙，广积粮	18
4.1. 看好 2020 年 MDI 行情，建议关注万华化学	18
4.1.1. MDI 价格预计大概率见底	18
4.1.1.1. 万华化学	20
4.2. 行业低谷期成本控制为王，建议关注华鲁恒升	21
4.1.1.1. 煤化工核心竞争力在哪里	21
4.1.1.2. 华鲁恒升	24
4.3. 农药格局分化，甄选优质龙头	26
4.3.1. 行业下行细分品种分化加剧，关注需求反弹性修复品种	26
4.1.1.2. 扬农化工	27
5. 寻找确定性成长：长风破浪正当时	28
5.1. 关注国六尾气处理催化材料龙头企业业绩兑现	28
5.1.1. 催化材料企业进入放量发货期	28
5.1.2. 蜂窝陶瓷、沸石分子筛市场空间快速打开	30
5.2. 关注电子化学品领域需求增长及进口替代机会	30
5.2.1. OLED 材料需求空间快速打开	30
5.2.2. 半导体材料国产化加速，关注 CMP 抛光垫、湿电子化学品	32
5.3. 重点关注标的	34
5.3.1. 万润股份	34
5.3.2. 奥福环保	34
5.3.3. 国瓷材料	35
5.3.4. 晶瑞股份	35
5.3.5. 鼎龙股份	36
6. 盈利预测及重点推荐公司列表	36

图表目录

图表 1: 化工行业 19 年年涨跌 (截至 11 月 27 日)	6
图表 2: 化工二级子行业年涨跌 (截至 11 月 27 日)	6
图表 3: 2019 年申万化工行业三级子行业涨跌情况 (截至 11 月 27 日)	6
图表 4: 近五年化工行业 PE (截至 11 月 27 日)	7
图表 5: 近五年化工行业 PB (截至 11 月 27 日)	7
图表 6: 化工行业个股 PB 所处分位 (截至 11 月 27 日)	7
图表 7: 化工行业基金配置及超配比例变化	8
图表 8: 化工行业单季度 ROE 弱势下行	8
图表 9: 原油价格弱势震荡	8
图表 10: 化工行业前三季度营收延续增长	9
图表 11: 化工行业前三季度净利润明显下滑	9
图表 12: 19 年化工行业盈利水平高位回落	9
图表 13: 化工行业 Q3 单季盈利能力延续弱势	9
图表 14: 2019 年前三季度子行业营收及增速	10
图表 15: 2019 年前三季度子行业归母净利润及增速	10
图表 16: 中国化工品价格指数 CCPI 走势	11
图表 17: 当前化工品价格所处历史分位 (截至 2019 年 11 月 22 日)	11
图表 18: 价格所处历史分位前 20 位化工品	12
图表 19: 价格所处历史分位后 20 位化工品	12
图表 20: 化工品价格同比&环比涨幅前二十 (截至 2019 年 11 月 22 日)	14
图表 21: 化工品价格同比&环比涨幅后二十 (截至 2019 年 11 月 22 日)	14
图表 22: 化工行业资本支出与 ROE 变化	15
图表 23: 化工行业在建工程及增速变化	15
图表 24: 中国 GDP 增速显著放缓	16
图表 25: PMI、社零增速维持弱势	16
图表 26: 地产及基建需求仍保持韧性	16
图表 27: 汽车产销增速预计将边际改善	17
图表 28: 空调、彩电需求增速下行明显	17
图表 29: 全国布产量及同比增速维持低位	17
图表 30: 柯桥纺织景气指数降至近五年最低	17
图表 31: 本轮去库存周期接近尾声	18
图表 32: MDI 价格走势	19
图表 33: 2019 年聚合 MDI 下游应用占比	19
图表 34: 2019 年纯 MDI 下游应用占比	19
图表 35: 全球 MDI 产能分布 (万吨)	19
图表 36: 2019 年中国 MDI 产能分布情况 (万吨)	20
图表 37: 中国区 MDI 在建产能情况 (万吨)	20
图表 38: 万华化学 ROE 遥遥领先行业 (%)	20
图表 39: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入	20
图表 40: 万华化学现有主要产品产能布局 (万吨)	21
图表 41: 煤化工一头多线产业链	22
图表 42: 煤气化技术可分为固定床、流化床、气流床技术	22
图表 43: 煤气化技术路线对比	23
图表 44: 不同煤气化技术路线尿素单吨成本对比	23
图表 45: 华鲁恒升现有产能及在建产能布局	24
图表 46: 氨醇联产平台投产推动业绩中枢上移	24
图表 47: 华鲁恒升盈利能力相对稳定 (%)	25
图表 48: 华鲁恒升投资回报率水平较高 (%)	25

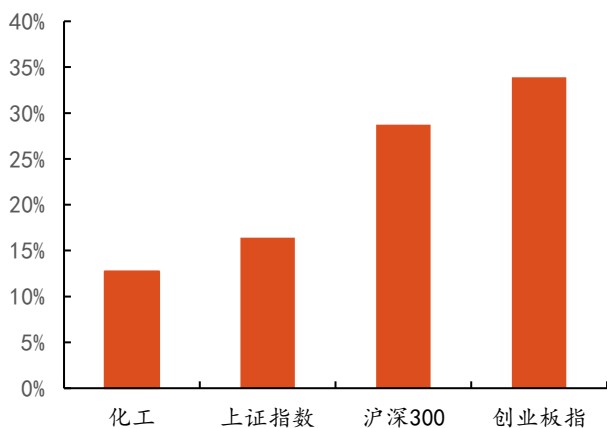
图表 49: 2019 年农药价格回落明显.....	26
图表 50: 部分农药价格变化 (元/吨)	26
图表 51: 国五、国六期间汽油车、柴油车尾气处理路线	28
图表 52: 汽车尾气处理催化器结构	28
图表 53: 常用尾气处理催化器主要成分构成	29
图表 54: 尾气处理催化器产业链及主要供应商	29
图表 55: OLED 材料产业链及主要市场参与者.....	30
图表 56: 2017 年 OLED 终端材料生产商市场份额.....	31
图表 57: OLED 材料市场空间预测 (百万美元)	31
图表 58: 全球及中国集成电路产业销售额稳步增长	32
图表 59: 2018 年晶圆制造材料细分占比.....	32
图表 60: 半导体材料仍处于国产化初期	33
图表 61: 半导体材料国内主要参与企业	33
图表 62: 重点推荐公司列表 (对应 12 月 5 日收盘价)	36
图表 63: 三级子行业 Choice 一致盈利预测 (对应 12 月 9 日收盘价) ...	36

1. 化工行业 2019 年市场行情回顾

1.1. 行情回顾：化工行业 19 年明显跑输大盘

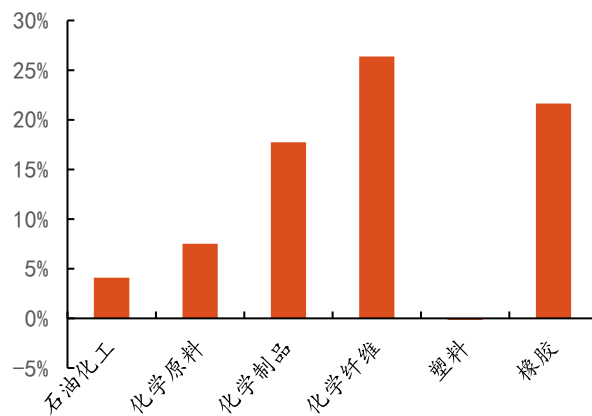
截至 11 月 26 日，申万化工行业 19 年累计上涨 12.73%，跑输同期大盘指数，其中聚氨酯、无机盐、轮胎、纺织化学用品板块涨幅居前，炭黑、复合肥、其他塑料制品、纯碱、石油化工、氯碱整体下跌。个股方面，除去 19 年新上市标的，表现强势的标的有九鼎新材（玻纤）、三棵树（涂料油漆油墨制造）、百傲化学（农药）、双象股份（其他塑料制品）、国瓷材料（无机盐）、赛轮轮胎（轮胎）、石大胜华（聚氨酯）、国风塑业（其他塑料制品）、广信材料（涂料油漆油墨制造）、珀莱雅（日用化学品）等。

图表 1：化工行业 19 年年涨跌（截至 11 月 27 日）



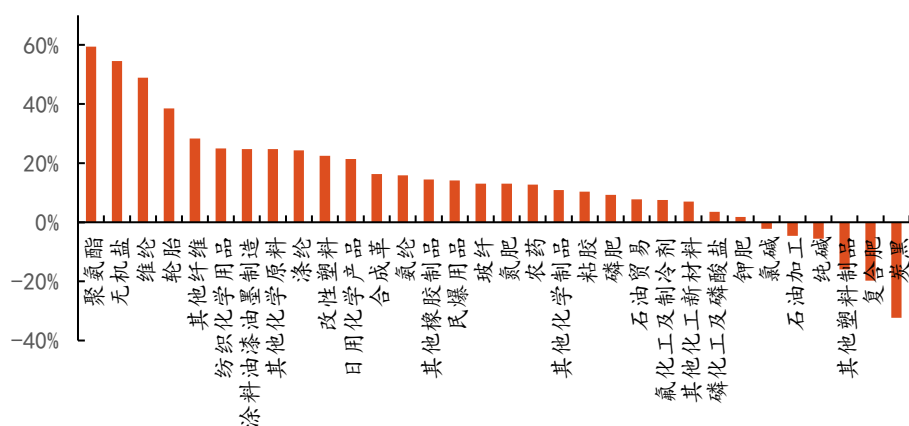
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 2：化工二级子行业年涨跌（截至 11 月 27 日）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：2019 年申万化工行业三级子行业涨跌情况（截至 11 月 27 日）

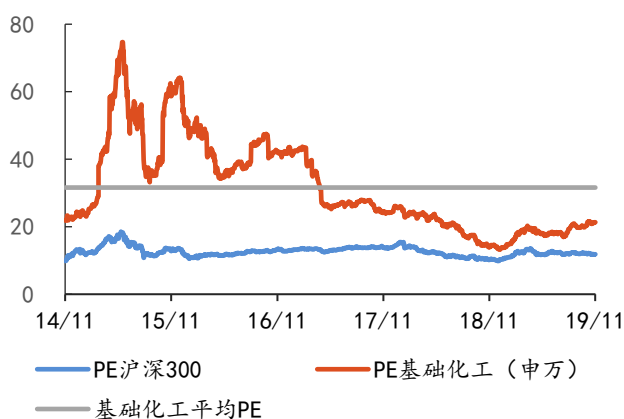


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.2. 估值回顾：化工行业当前低估值优势突出

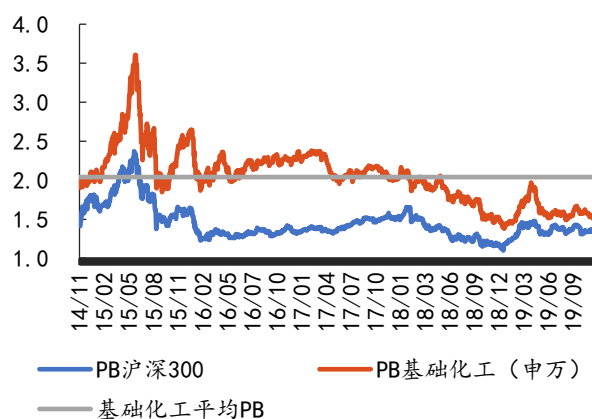
化工行业估值自 17 年三季度起持续下行（业绩增长推动），18 年三季度起加速下行（景气度高点回落，戴维斯双杀），19 年一季度短暂快速冲高（单季盈利明显修复，321 事件催化），直至当前内外需仍偏弱，业绩下行压力仍存，行业估值仍受到压制，维持在较低水平。截至 11 月 27 日，基础化工行业动态 PE 为 21.30 倍，处于近五年历史 PE 的 13.19%分位。PB 为 1.53 倍，处于近五年历史 PB 的 6.91%分位。沪深 300 PE 和 PB 所处分位分别为 22.67%、18.34%，化工行业在各行业中低估值优势明显。

图表 4：近五年化工行业 PE（截至 11 月 27 日）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 5：近五年化工行业 PB（截至 11 月 27 日）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

考虑到周期下行阶段部分亏损企业 PE 估值失真影响，我们用 PB 估值来刻画行业整体估值水平，统计了申万化工 337 家上市公司近五年 PB 估值。截至 11 月 27 日，**30.27%的化工上市公司 PB 估值处于近五年 1%以下分位，59.35%处于 5%以下分位，98.22%处于 50%以下分位**，破净股有 21 支，估值处于 50%以上分位的仅 ST 双环、珀莱雅、晶瑞股份、扬农化工、双象股份、九鼎新材。我们认为从估值角度来看，部分化工上市企业已有较大的估值安全边际，若预期业绩企稳回升，股价将有较大的向上弹性。

图表 6：化工行业个股 PB 所处分位（截至 11 月 27 日）

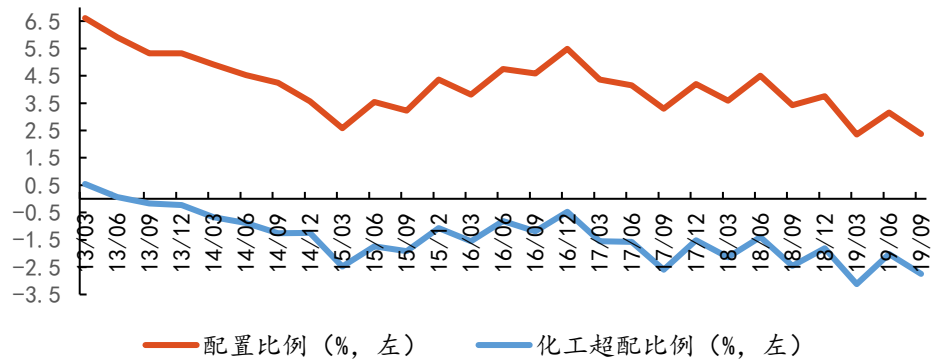
PB 所处分位	家数	占比
1%以下分位	102	30.27%
3%以下分位	169	50.15%
5%以下分位	200	59.35%
10%以下分位	255	75.67%
20%以下分位	301	89.32%
30%以下分位	314	93.18%
50%以下分位	331	98.22%
70%以下分位	336	99.70%
80%以下分位	337	100.00%

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

1.3. 基金持仓分析：基金低配化工比例逼近历史之最

从基金对化工行业的配置比例来看，**三季度基金重仓股中配置化工行业比例为 2.37%，低配比例 2.75%**。基金对化工行业的配置热情自 18 年二季度达到高点后持续下行，当前低配程度维持在近六年最高水平。我们认为当前机构对化工行业的悲观情绪已极大体现，在当前低估值优势吸引以及 2020 年行业景气度大概率企稳情况下，机构配置热情预计将逐渐升温。

图表 7：化工行业基金配置及超配比例变化

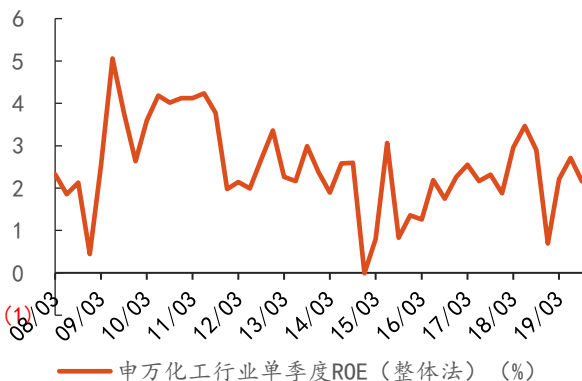


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2. 2019 年前三季度业绩回顾：景气度持续向下

自 08 年金融危机后，化工行业经历了两轮景气周期。**09-11 年：需求拉动型的景气复苏**。金融危机发生后，国家推出“四万亿”计划，大幅拉动内需增长，同时国际原油价格在 OPEC 减产作用下持续上行，化工行业景气度快速复苏，09 年 Q2-11 年 Q3 单季平均 ROE 达到 3.95%。**16-18 年：供给压缩型的景气复苏**。16 年起供给侧改革+环保核查强势推动多个子行业过剩产能出清，化工品价格迎来大幅上涨。同时国际油价在跌到历史低位后温和回升，也为行业景气提供较强支撑。**19 年以来：需求弱势+供给压缩边际效应递减，景气度弱势下行**。19 年一季度在原油价格反弹+春节后季节性补库存需求带动下，行业盈利短暂上行。但在内外需整体疲弱环境下，盈利能力仍承压较重。

图表 8：化工行业单季度 ROE 弱势下行



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 9：原油价格弱势震荡



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

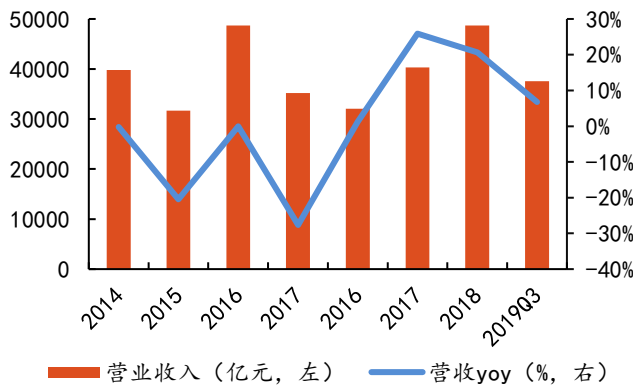
2.1. 前三季度营收小幅增长，盈利持续下滑

我们选取申万化工行业 337 家上市公司作为样本，进行了业绩统计与分析。

前三季度化工行业整体营收延续增长，净利润明显下滑。前三季度化工行业累计实现营业收入 37585.18 亿元，同比增长 6.73%，增速较二季度有所放缓。归母净利润 1356.09 亿元，同比下滑 19.00%，净利润下滑幅度进一步扩大。化工行业景气度自 18 年 3 季度起高位回落，进入 19 年主要化工品价格持续下滑，大部分企业呈量升价跌局面，营收基本稳定，盈利能力下滑明显。

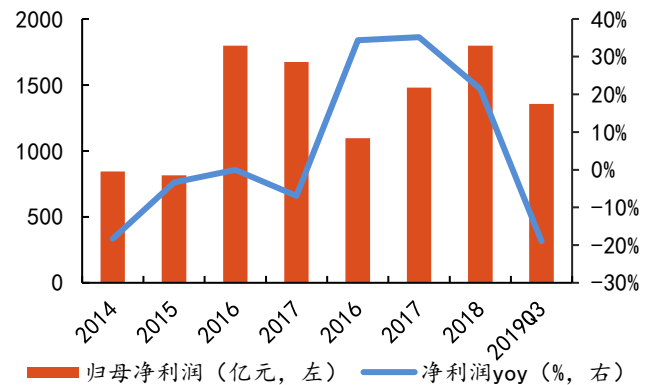
Q3 单季来看，宏观经济下行压力依然较大，需求端持续疲弱，主流大宗化工品价格弱势阴跌。同时，上半年价差丰厚的 PTA、受响水事件刺激价格强势的染料、部分农药产品等三季度景气度均有所下滑。**Q3 单季化工行业整体营收、净利润均同比、环比进一步回落。**单季行业累计实现营业收入 12586.18 亿，同比下滑 2.19%，环比下滑 3.92%。归母净利润 413.85 亿，同比下滑 21.15%，环比进一步下滑 20.02%。

图表 10：化工行业前三季度营收延续增长



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

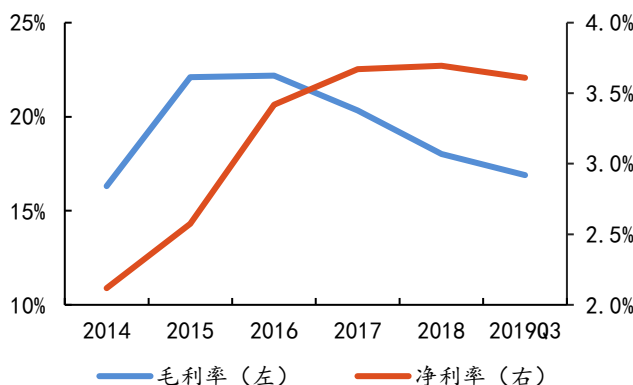
图表 11：化工行业前三季度净利润明显下滑



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

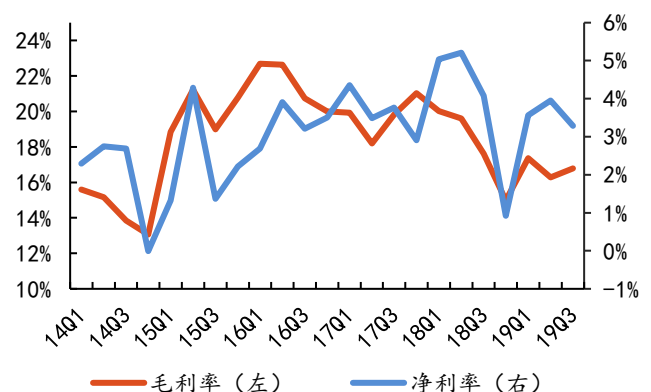
前三季度化工行业平均毛利率/净利率分别为 16.89%/3.61%，同比分别下滑 2.30pct/1.15pct，盈利能力下滑明显。18 年 4 季度行业景气度下滑、原油等化工品价格急跌，产品价格大幅下滑叠加存货跌价损失增加，盈利能力降至 15 年以来最低点。19 年 1 季度以来盈利水平有所修复但依旧维持在弱势水平。

图表 12：19 年化工行业盈利水平高位回落



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 13：化工行业 Q3 单季盈利能力延续弱势

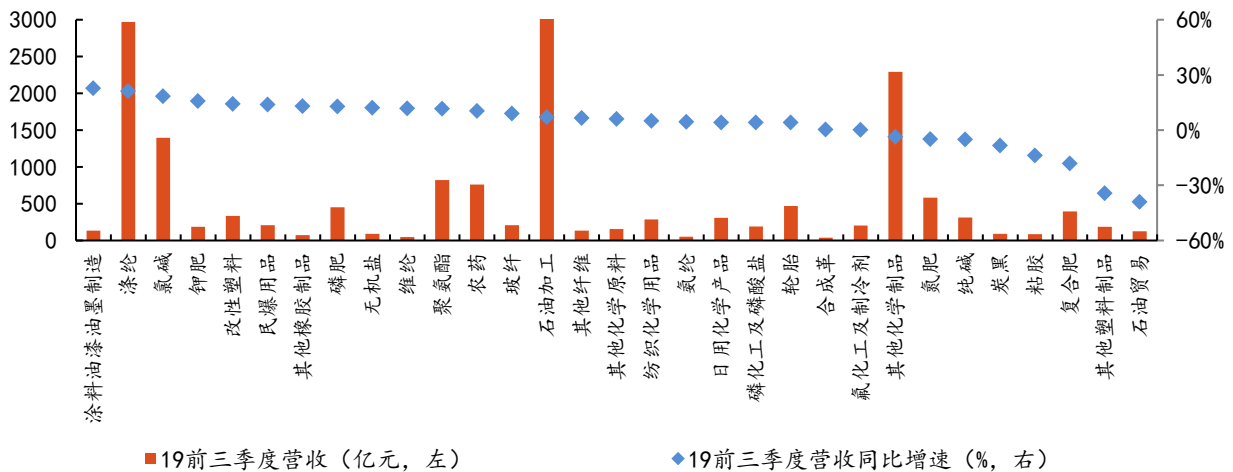


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

2.2. 偏下游子行业盈利增长稳健，涤纶、轮胎板块表现强势

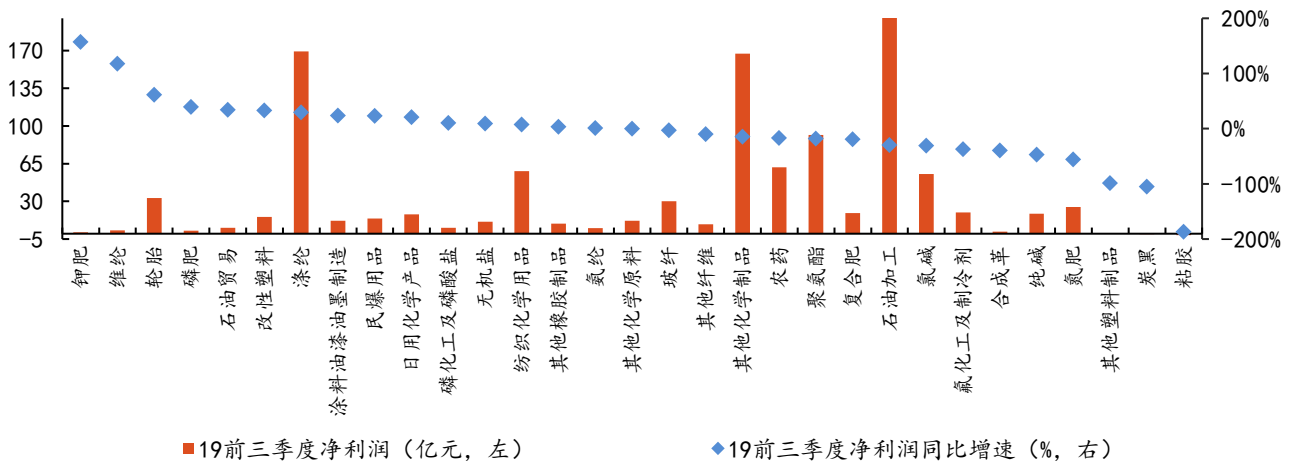
受需求持续疲弱，大宗化工品价格和利润大幅下跌影响，大部分上游周期子行业盈利大幅下滑，**粘胶、炭黑**转为亏损，**氮肥、纯碱、氟化工、氯碱、聚氨酯**行业前三季度归母净利润大幅下滑。受上半年环保及安全事件影响，**农药、染料**等行业供给收缩明显，部分产品价格维持强势，行业整体景气度维持在较高水平，整体盈利能力稳定。**纺织用化学品、农药**行业龙头企业业绩增速大幅跑赢行业平均水平，但 Q3 景气度明显回落，产品价格高点下滑，业绩环比下降明显。受“三磷整治”持续影响，**磷化工**板块黄磷、磷酸盐、草甘膦等产品价格强势，磷化工板块净利润同比+10.71%。受益炼化项目投产（主要是恒力石化）以及 PTA 价差同比抬升，**涤纶**板块营收及净利润大幅上涨，但 Q3 单季 PTA 价格，增速明显放缓。受产品量价齐升、原材料价格下降推动，**轮胎**行业盈利能力改善明显。**改性塑料、涂料油漆油墨制造、日用化学产品、无机盐**等偏下游行业市场需求仍有稳定增长，同时受益上游原材料价格下降，营收及净利润仍有稳定增长。

图表 14：2019 年前三季度子行业营收及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 15：2019 年前三季度子行业归母净利润及增速



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

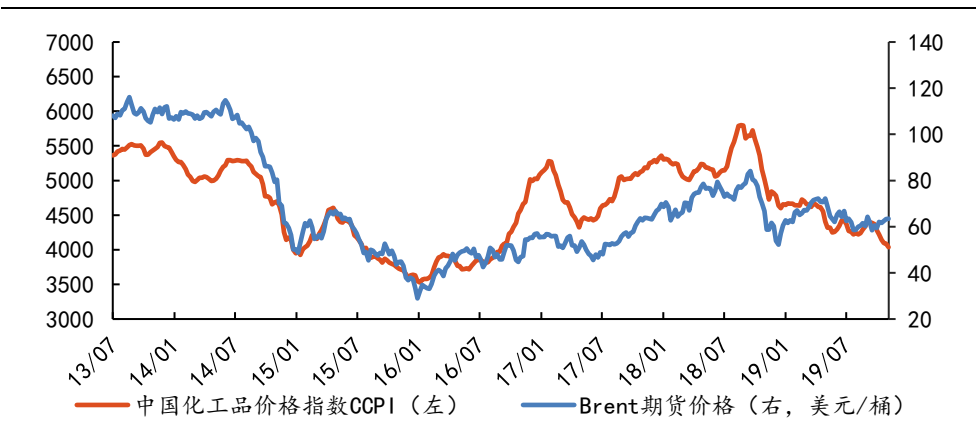
3. 化工品价格价差复盘：产品价格探底，期待企稳回升

3.1. 化工品价格价差复盘

19 年化工品价格进入持续下跌通道：本轮景气周期在 18 年三季度达到高点，化工品价格也在三季度见顶，在 18 年四季度油价急跌触发以及需求疲弱利空下，化工品价格进入持续下跌通道。截至 2019 年 11 月 22 日，中国化工品价格指数为 4037 点，同比下跌 17.2%。但原油价格在经历过 18 年四季度急跌后，19 年一季度强势反弹后震荡，截至 11 月 22 日，布伦特原油期货收盘价为 63.39 美元/桶，同比跌幅仅为 7.8%。产品价格大幅下跌+原料价格坚挺对化工品盈利能力均形成一定侵蚀，19 年主流化工品价格、价差均出现大幅下跌。

2020 年国际原油价格展望：需求方面，全球经济增速放缓，各大机构连续下调 2020 年原油需求预测。供给方面，美国原油产量持续走高，根据 EIA 数据，11 月 22 日当周美国原油产量达到 1290 万桶/日，创历史新高，OPEC+减产作用持续弱化，成员国减产执行完成度存在一定差异，未来 OPEC+持续减产力度仍存在不确定性。诸多利空因素下，预计油价大幅上行空间有限。但同时，三季度以来布伦特原油价格均值约 62 美元/桶，当前价格仍在各利益方较为均衡和舒适的区间，预计在页岩油成本支撑以及中东国家盈利要求下，油价也并无较大下探空间。我们预计 20 年油价仍将维持区间震荡行情，价格中枢或将略有下移，12 月 5-6 日即将召开的 OPEC+会议仍将是较大变量。

图表 16：中国化工品价格指数 CCPI 走势



3.1.1. 主流化工价格已跌入历史较低分位区间

我们统计了 242 个重点跟踪的化工品价格情况，时间区间选取自有统计数据初期至 11 月 22 日，75%的化工品价格分位位于 40%以下，化工品价格基本已回落至底部区间。

图表 17：当前化工品价格所处历史分位（截至 2019 年 11 月 22 日）

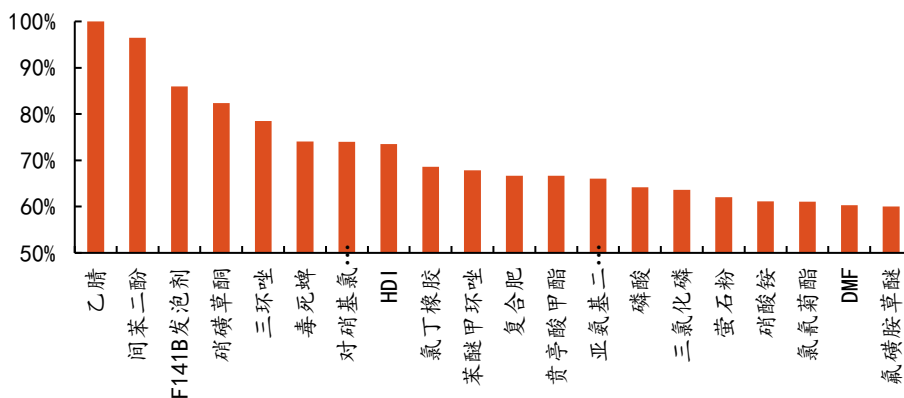
当前价格所处分位	产品数量	占比
5%以下分位	30	12.40%

5%-10%	32	13.22%
10%-20%	48	19.83%
20%-30%	46	19.01%
30%-40%	26	10.74%
40%-50%	23	9.50%
50%-60%	17	7.02%
60%-70%	12	4.96%
70-100%	8	3.31%

资料来源：百川资讯，卓创资讯，Choice，东方财富证券研究所

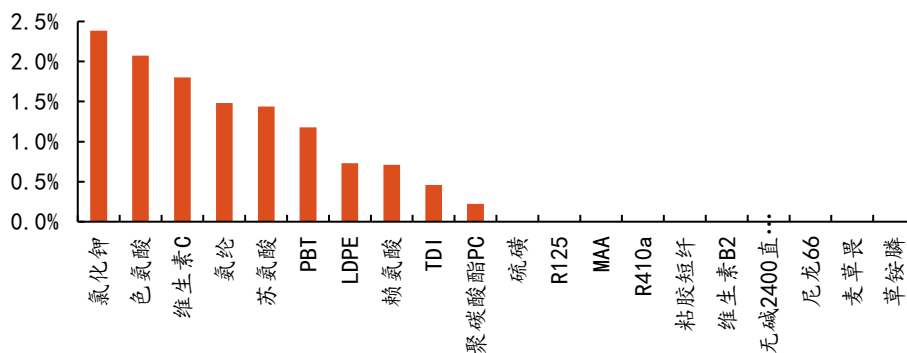
具体来看，农药产品价格出现较大分化，受苏北化工园区整治及“321 事件”影响，部分农药品种供给受限，价格强势，菊酯、硝磺草酮、毒死蜱等产品及其中间体价格整体偏高运行。但分别受供给扩张、需求萎靡拖累，草铵膦、麦草畏价格跌至历史最低水平。受今年三磷整治、矿山整治影响，氟化工、磷化工上游原料涨价明显，萤石、磷矿石、三氯化磷、磷酸等产品价格强势。但受需求疲弱影响，氟化工下游制冷剂产品价格普遍大幅下滑。价格处于较高分位的还有间苯二酚、发泡剂、HDI、氯丁橡胶、复合肥等产品。玻纤、尼龙 66、粘胶、PC、TDI、氨纶、部分生物素等产品价格已处于历史绝对低位水平。

图表 18：价格所处历史分位前 20 位化工品



资料来源：百川资讯，卓创资讯，Choice，东方财富证券研究所

图表 19：价格所处历史分位后 20 位化工品



资料来源：百川资讯，卓创资讯，Choice，东方财富证券研究所

3.1.2. 预计 2020 年主流化工品价格将明显企稳

复盘当前重点跟踪的化工品价格变化，在我们跟踪的 242 个化工品中，截至 11 月 22 日，仅 38 个产品价格实现同比上涨，200 个产品价格同比下跌，平均跌幅为 19.85%，其中跌幅超过 20% 的产品有 93 个。季度环比继续下跌的产品有 139 个，平均跌幅为 9.57%，产品跌势总体有所收窄。

煤化工产业链：

甲醇和醋酸价格自 18 年三季度起单边下行，19 年三季度在装置停产检修、河南义马气化厂爆炸事件以及国庆前夕部分装置限产影响下价格小幅反弹后继续向下。2020-2021 年甲醇仍有大量产能投产，但需求端 MTO 装置盈利不佳对甲醇价格存在明显压制。预计 2020 年甲醇价格仍将偏弱运行，价格中枢或将继续下移但空间有限（当前价格处于 06 年以来 8.8% 分位，接近历史底部）。醋酸 2020-2021 年新增产能与下游 PTA 新增装置带动的需求增加基本匹配，供需较为平衡，预计若需求整体好转，醋酸价格将温和回升。尿素价格自二季度起持续下滑，开工率维持在较高水平，且煤改气推进较往年有所缓和，气头尿素限产力度削弱，尿素价格有一定制约。我们认为当前尿素价格已贴近固定床工艺成本线，预计继续下跌空间有限。

涤纶产业链：

随着明年炼化装置和新增 PTA 装置的大量投产，PX、PTA 价格预计将进一步下探，我们预计产业链总体利润将有所下滑。长丝扩产相对温和，随着原材料价格下降盈利会得到一定提升，总体供需格局长丝优于 PTA 优于 PX。

磷化工：

19 年“三磷”（磷矿、磷肥和含磷农药制造等磷化工企业、磷石膏库）专项整治行动大幅推高了上游磷矿石、磷酸、黄磷等产品价格，目前价格处于相对高位。但下游磷肥产品受需求较弱影响，价格下滑明显，盈利明显收窄。我们认为 19 年“三磷整治”行动实际上拉开了磷化工行业去产能的大幕，预计 2020 年磷肥产能仍将有一定压缩，需求预计将大概率企稳。我们认为 2020 年磷矿石、磷酸、黄磷等原料仍将维持景气，磷肥价格预计将企稳，产业链利润部分过渡至下游。

聚氨酯：

19 年空调、汽车销量下滑拖累 MDI 需求疲弱，价格在经历过一季度短暂上行后回落至低位震荡。2020 年全球新增 MDI 产能主要集中在万华（烟台 50 万吨、宁波 30 万吨），我们认为供给增量虽然较大但预计不会对价格形成冲击。当前华东聚合 MDI 市场成交价约 12700 元/吨，预计万华单吨毛利近 4000 元/吨，其他主要竞争约 2000-3000 元/吨。我们认为当前价格已接近历史底部，预计随着明年需求回暖，聚合 MDI 价格中枢将维持在 12000 元/吨以上。

农药：

19 年农药产品价格出现较大分化，受 18 年苏北化工园区整治及今年“321 事件”影响，部分农药品种供给受到明显影响，价格持续强势，菊酯、硝磺草酮、毒死蜱等产品及其中间体价格整体偏高运行。但随着停产企业复产临近，以及部分企业往内地转移的产能即将投产，高位产品价格仍有一定回落压力。

主要的除草剂产品麦草畏、草铵膦、草甘膦今年价格均下滑幅度较大。麦草畏受北美恶劣天气以及巴西转基因作物推行不及预期的影响，需求下滑严重，同时叠加国际农化巨头库存水平较高，导致麦草畏产销两弱。我们认为 2020 年麦草畏需求大概率会迎来修复性反弹，价格及盈利将得到一定修复。草铵膦受新增产能投产预期影响价格持续下跌，但近期跌势明显放缓（截至 11 月 22 日，价格同比下跌 40%，季度环比下跌 2.9%）。我们认为 2020 年草铵膦价格中枢将明显下移，但价格预计将逐步止跌，同时龙头企业凭借强大的成本管理市场占有率预计将进一步提升。草甘膦供需格局较为成熟，预计明年在原料黄磷持续景气下，价格仍有明显支撑。

图表 20：化工品价格同比&环比涨幅前二十（截至 2019 年 11 月 22 日）

产品	同比变化	当前分位	产品	季度环比变化	当前分位
液氯	190.91%	46.58%	液氯	350.00%	46.58%
盐酸	150.00%	21.43%	维生素 H	56.25%	12.61%
F141B 发泡剂	64.29%	85.94%	丙酮	53.25%	41.10%
维生素 B5	56.52%	44.13%	丁酮	37.12%	24.05%
维生素 H	52.17%	12.61%	美国 LPG	35.06%	14.98%
乙腈	51.97%	100.00%	F141B 发泡剂	32.79%	85.94%
丙酮	43.90%	41.10%	中国 LNG 现货	31.75%	24.03%
双氧水	41.86%	52.85%	三氯化磷	30.61%	63.64%
三氯化磷	33.33%	63.64%	对硝基氯化苯	30.43%	74.03%
丁酮	29.29%	24.05%	乙烷	27.90%	9.36%
贵亭酸甲酯	28.57%	66.67%	盐酸	25.00%	21.43%
维生素 B9	26.19%	3.90%	丁烷	19.57%	23.34%
维生素 E	21.79%	5.97%	丙烷	18.83%	21.87%
天然橡胶	19.60%	8.66%	新加坡石脑油 FOB	18.53%	29.94%
维生素 B3	19.18%	13.06%	黄磷	18.29%	56.41%
黄磷	18.29%	56.41%	原盐	18.18%	44.64%
间苯二酚	17.65%	96.45%	双环戊二烯	16.47%	29.27%
磷酸	14.85%	64.18%	美国 Henry Hub 期货	16.28%	8.32%
WTI 期货	14.58%	24.47%	双氧水	16.19%	52.85%
异丁烯	14.20%	28.85%	天然橡胶	16.10%	8.66%

资料来源：百川资讯，卓创资讯，Choice，东方财富证券研究所

图表 21：化工品价格同比&环比涨幅后二十（截至 2019 年 11 月 22 日）

产品	同比变化	当前分位	产品	季度环比变化	当前分位
维生素 D3	-76.14%	11.29%	维生素 D3	-54.35%	11.29%
硫磺	-61.20%	0.00%	邻硝基氯化苯	-51.47%	7.94%
维生素 B12 液相 1%	-60.00%	3.92%	维生素 K3	-45.00%	6.61%

己二胺	-58.57%	19.03%	硫磺	-34.01%	0.00%
维生素 B2	-51.25%	0.00%	硫酸	-32.84%	16.26%
MAA	-49.16%	0.00%	氯化铵	-31.82%	17.65%
无水氢氟酸	-43.88%	34.47%	醋酐	-29.41%	3.53%
TDI	-43.87%	0.46%	维生素 B9	-24.29%	3.90%
敌草隆	-41.54%	22.86%	活性黑	-23.33%	27.27%
R125	-41.38%	0.00%	醋酸	-22.57%	15.29%
草铵膦	-40.00%	0.00%	硫铵	-21.43%	24.14%
尼龙 66	-39.47%	0.00%	分散黑	-21.05%	45.76%
2,4D	-39.23%	29.66%	维生素 B1	-19.74%	9.74%
R32	-38.89%	11.32%	二甲基环硅氧烷	-19.05%	20.45%
乙烷	-38.63%	9.36%	无水氢氟酸	-18.72%	34.47%
R410a	-38.46%	0.00%	环氧氯丙烷	-16.30%	27.23%
美国 Henry Hub 期货	-38.32%	8.32%	苯乙烯	-16.21%	27.84%
R22	-37.78%	33.33%	丁二烯	-15.94%	31.88%
醋酸	-36.98%	15.29%	氯化钾	-15.92%	2.38%
六氟丙烯	-36.76%	10.71%	丙烯酸	-15.33%	10.48%

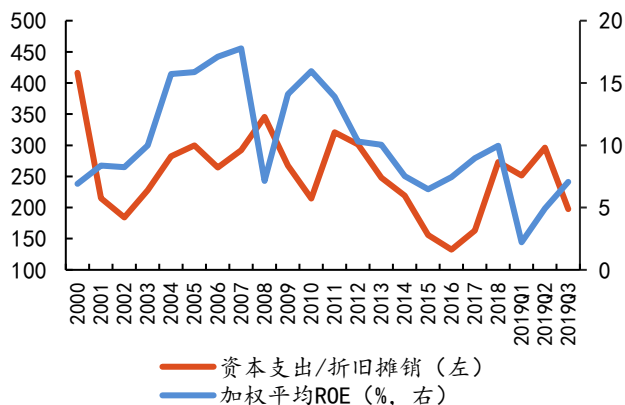
资料来源：百川资讯，卓创资讯，Choice，东方财富证券研究所

3.2. 供需仍然偏弱，但并不过度悲观

3.2.1. 供给：扩产周期仍未结束，行业格局迎来新一轮重构

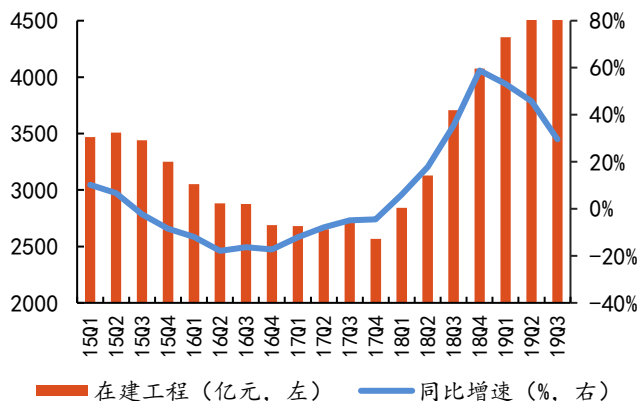
Q3 申万化工行业在建工程总规模为 4804 亿，同比增长 29.57%，环比增长 5.41%，在建工程规模仍然维持在较高水平，但增速明显放缓。16 年以来，伴随行业一轮景气复苏，也开启了新一轮产能扩张周期，资本开支规模在 19 年二季度达到最大。我们认为本轮扩产周期仍未结束，预计对 2020 年化工品价格仍有一定制约。但同时行业扩产主要集中在龙头企业，将带来行业格局新一轮重构，集中度进一步提升，预计竞争会更加有序，对价格的冲击将明显减弱。

图表 22：化工行业资本支出与 ROE 变化



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 23：化工行业在建工程及增速变化

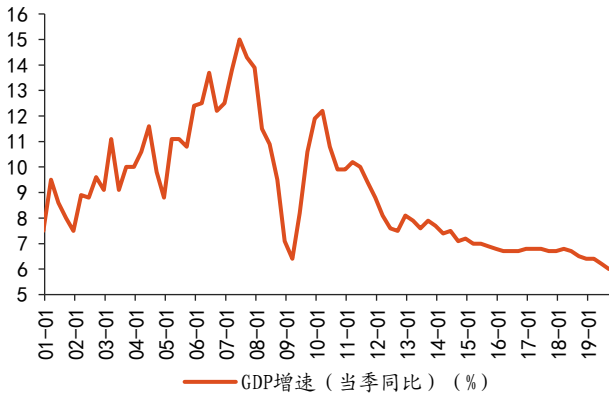


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

3.2.2. 需求：竣工增速修复+基建托底，需求边际或将改善

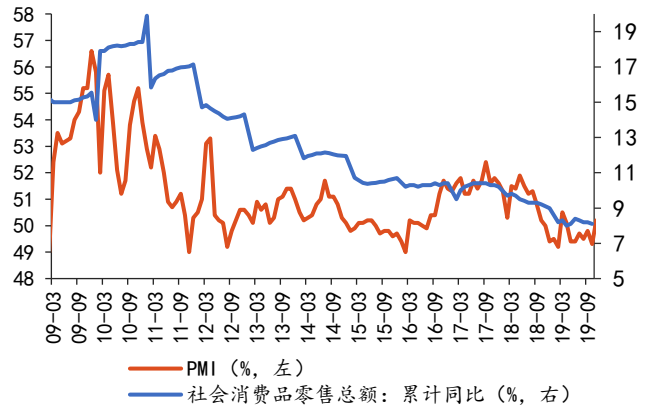
宏观层面来看，中国 GDP 中低速增长成为常态，2019 年 Q1-Q3 季度同比增速分别为 6.4%，6.2%，6.0%。全球主要经济体经济增速均有所下滑，叠加贸易摩擦的不确定性影响，10 月 15 日，IMF 再次下调 2019 年全球经济增速预测至 3%，为近十年最低。需求层面，自 18 年 12 月起，PMI 指数有 8 个月低于荣枯线水平，高基数效应下社零增速持续放缓，有效需求不足明显制约了经济增长。但 19 年以来全球主要经济体均采取了较为宽松的货币与财政政策抵御经济下滑。国内也加大逆周期调节力度，通过减税降费、促进消费升级等各项政策，2020 年中国经济预计将平稳发展，化工品整体需求预计将边际好转。

图表 24：中国 GDP 增速显著放缓



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

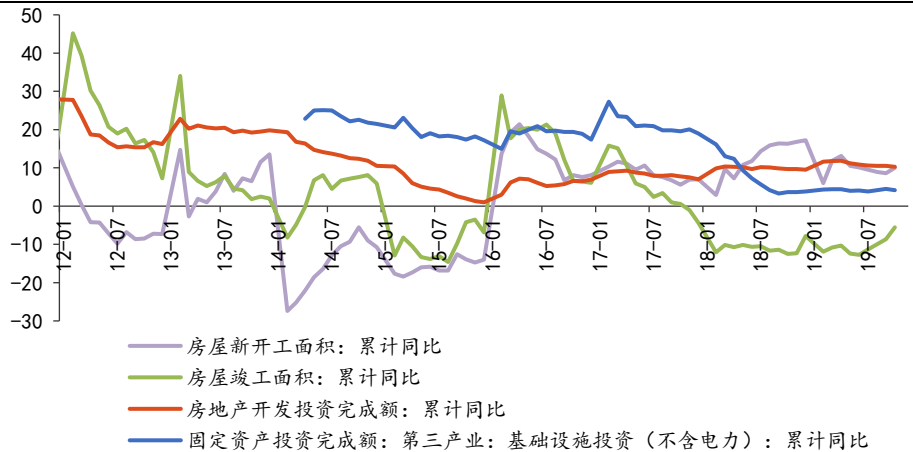
图表 25：PMI、社零增速维持弱势



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

房地产：竣工面积增速修复，中游行业需求预计回暖。19 年房地产开发投资、新开工面积依然保持较高增速，体现出地产需求仍有较高韧性。同时竣工面积增速下半年起下滑幅度明显收窄，开工与竣工增速背离已接近三年，我们认为 2020 年竣工增速有望转正，预计将为化工等中游行业需求提供较强支撑。**基建增速稳健，托底作用明显：**19 年基建投资增速总体较为稳定，预计逆周期调节政策指引下，基建仍具较托底效应。

图表 26：地产及基建需求仍保持韧性

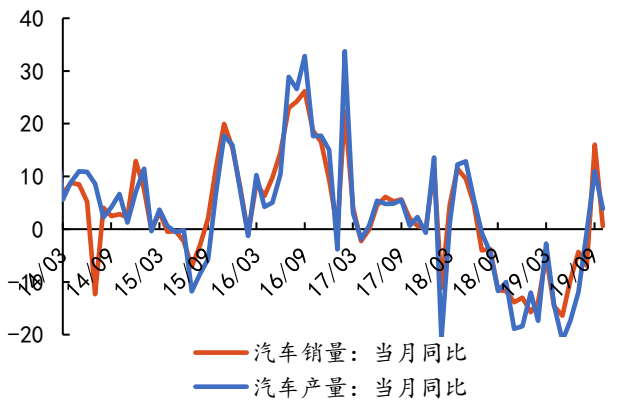


资料来源：choice，东方财富证券研究所

汽车：需求仍偏弱，预计将边际改善。18 年下半年起，汽车产销量持续负增长，19 年 9 月份起，当月同比增速开始转正。我们预计短期内汽车产销压力仍然较大，但随着促进汽车消费政策的出台以及 19 年的低基数效应，预计 2020 年汽车需求将边际改善。

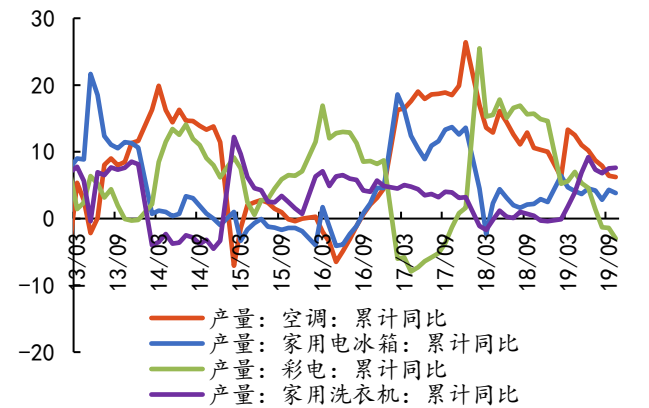
家电：增速回落明显，期待地产竣工提振需求。19 年电冰箱、洗衣机增速尚可，空调、彩电需求增速下行明显。2020 年随着地产竣工增速修复，预计将对地产后周期的家电行业需求有一定提振。

图表 27：汽车产销增速预计将边际改善



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

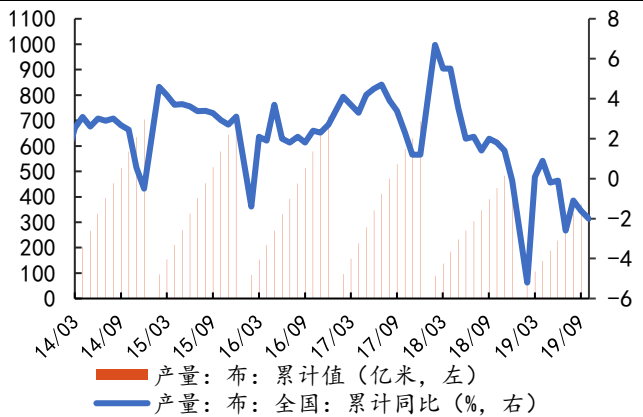
图表 28：空调、彩电需求增速下行明显



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

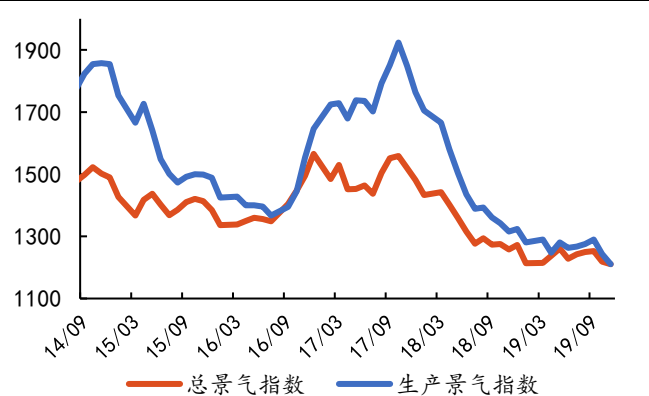
纺织服装：行业持续低迷，需求依然承压。纺织行业景气程度持续下滑，柯桥纺织景气指数下降至近五年最低点，布匹产量下半年起持续下滑，预计短期内纺织行业需求仍将承压。

图表 29：全国布产量及同比增速维持低位



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 30：柯桥纺织景气指数降至近五年最低

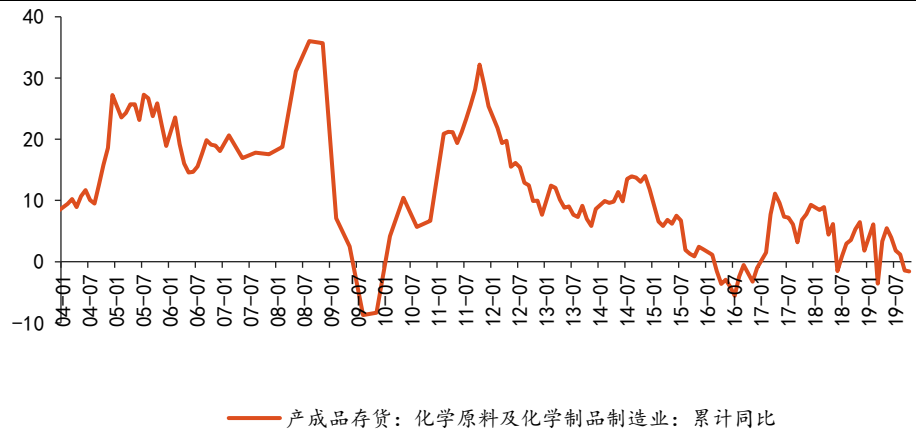


资料来源：中国柯桥纺织网，东方财富证券研究所

3.2.3. 供需仍然偏弱，关注补库存行情

本轮化工品库存周期自 2016 年中期开始，目前已持续 3 年有余。19 年行业需求除受宏观经济环境制约之外，去库存压力也有一定影响。回顾化工行业历来库存周期，持续时间约为 3-4 年左右，按照历史趋势，我们认为 2020 年本轮去库存周期预计将接近尾声，新一轮补库存周期或将启动。但整体供需环境制约下，预计补库存需求强度有限。

图表 31：本轮去库存周期接近尾声



资料来源：choice，东方财富证券研究所

2020 年行业供给虽然有所宽松，但扩产集中在龙头企业，预计供给释放更加有序。需求层面，竣工增速修复+基建托底作用依然强劲，汽车、家电、纺织等行业低需求基数下预计边际略有改善。同时新一轮补库存周期或将来临，虽强度有限，但预计对需求仍会有明显提振。总体来看，我们对 2020 年化工行业格局并不悲观，当前化工品价格已跌入相对底部，预计再经过一段时间探底过程后 2020 年有望迎来拐点，行业景气度预计将企稳温和回升。

4. 拥抱核心资产：高筑墙，广积粮

投资逻辑：在宏观经济走势仍不明朗，行业景气仍处低位背景下，我们虽然判断 2020 年化工品价格大概率触底，行业景气度预计将有所修复，但这种弱势修复行情下，预计行业格局结构性分化将进一步加剧。我们首推化工行业核心资产一线龙头企业，一方面纵向来看，这些企业均具备自己的核心工艺优势，成本控制能力极强，具有极高的竞争壁垒；横向来看，当前严格的环保、安全监管下，化工企业扩产极难，但龙头企业凭借近年来完善的安全和环保管理储备，在产品条线和产能规模上仍有大幅扩充。龙头地位不断夯实，有希望穿越周期实现稳定盈利。

2020 年我们建议关注 MDI 价格大概率见底，新项目有序推进的万华化学；成本控制能力极强，估值仍具吸引力的华鲁恒升。谨慎看好麦草畏需求反弹性恢复，新项目陆续投产，业绩向上动力较大的扬农化工。

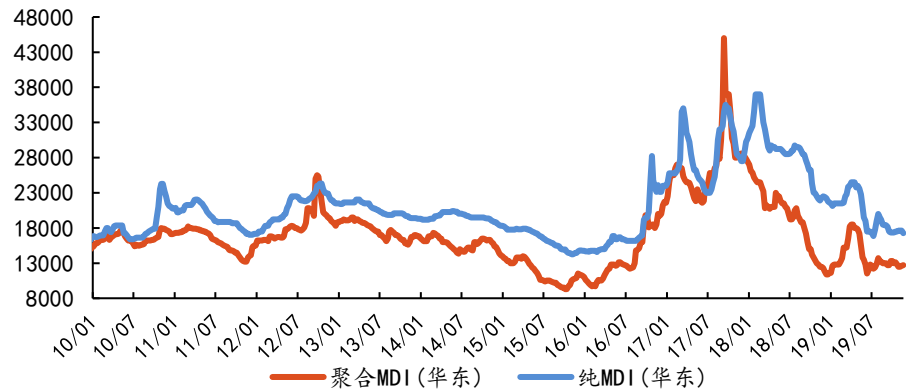
4.1. 看好 2020 年 MDI 行情，建议关注万华化学

4.1.1. MDI 价格预计大概率见底

2019 年受全球经济增速放缓以及贸易摩擦的部分影响，需求持续疲弱，MDI 价格在经过一季度补库存需求带动下短暂回升后持续弱势。2019 年聚合 MDI 市场均价 13894 元/吨，同比下滑 27.6%，当前价格 12700 元/吨，处在 9.52%分位（截至 11 月 22 日，下同）。纯 MDI 较聚合 MDI 下游应用更偏消费端，价格整体波动相对较弱，2019 年均价 20074 元/吨，同比下滑 29.7%。当前价格 17250

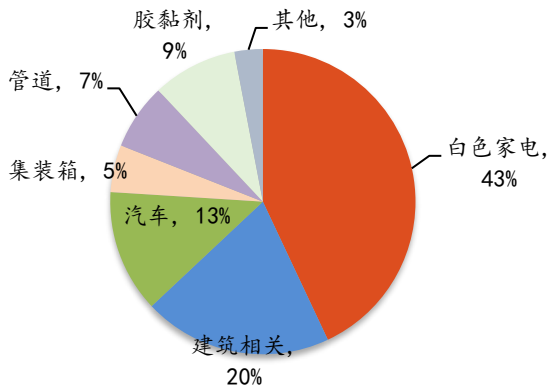
元/吨，处在 11.43%分位。价格均已接近历史低位。

图表 32: MDI 价格走势



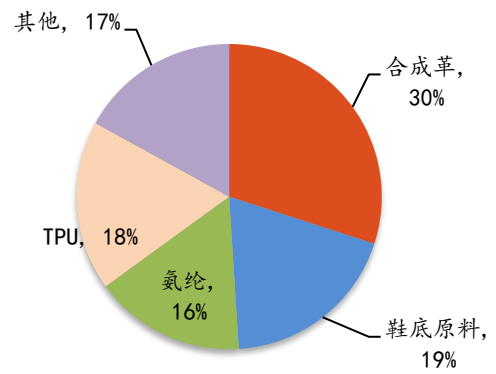
资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

图表 33: 2019 年聚合 MDI 下游应用占比



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

图表 34: 2019 年纯 MDI 下游应用占比



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

当前全球 MDI 产能主要集中在万华化学、科思创、巴斯夫、亨斯迈等企业, 2020/2021 年全球新增产能比例分别为 10.7%、1.1%, 产能整体扩张较为有序, 扩产仍主要集中在中国大陆。

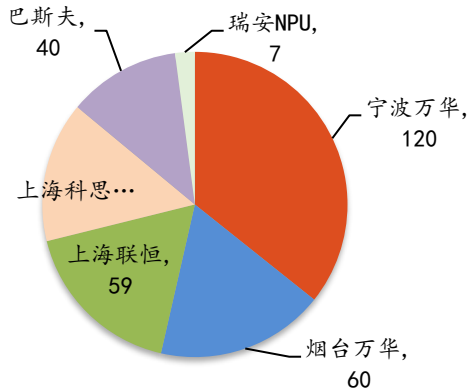
图表 35: 全球 MDI 产能分布 (万吨)

	2019	2020E	2021E
科思创	147	177	177
亨斯迈	97	97	97
万华化学	210	260	290
巴斯夫	160	160	190
陶氏	40	40	40
锦湖三井	35	40	40
东曹	48	48	48
上海联恒	59	59	59
合计	796	881	941

资料来源: 百川资讯, 公司官网, Choice, 东方财富证券研究所

仅从中国区域来看，2019 年万华化学产能占比达到 54%。目前规划新增产能 130 万吨，其中万华宁波和烟台基地计划新增 80 万吨，万华控股的福建康乃尔计划新建 40 万吨产能（具体扩产时间和规模尚未确定）。可见国内虽有一定扩产，但主要仍集中在万华，预计万华对 MDI 市场的掌控力将进一步提升。

图表 36: 2019 年中国 MDI 产能分布情况 (万吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

图表 37: 中国区 MDI 在建产能情况 (万吨)

	2019 产能	计划新增	备注
福建康乃尔	0	40	万华化学已收购 51% 股权, 未来持股比例预计达到 80%
上海科思创	50	10	预计 2020 年投产
万华化学	180	80	烟台 50 万吨产能已建成, 2020 年预计开始爬坡, 宁波 30 万吨产能预计 2021 年投产

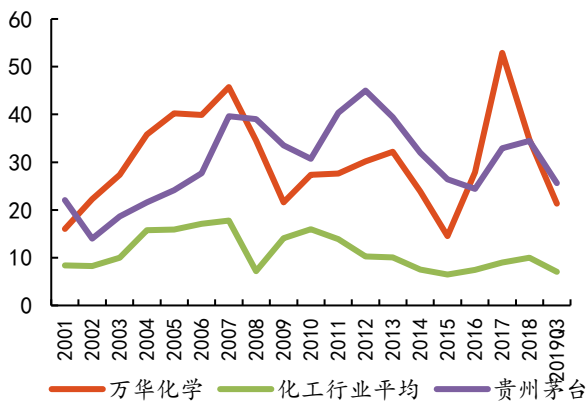
资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

相比前一轮降价周期（2015 年价格最低跌至 9000 元/吨左右），本轮 MDI 价格下跌的主要原因均为需求疲弱拖累。但 15 年市场竞争更为激烈，万华采取了更为积极的销售策略争取市场份额。而当前万华对 MDI 直销、分销市场均有较强的把控力度，其他除科思创之外的主流厂商也以跟随万华策略为主，整体竞争格局更为有序，我们认为当前价格基本已接近底部，预计 2020 年需求好转情况下价格中枢同比将有所上移。

4.1.1. 万华化学

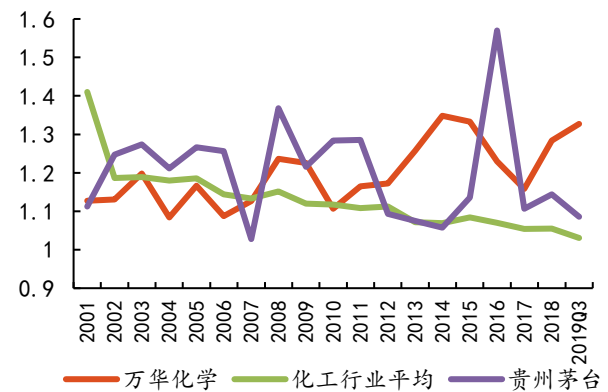
稳扎稳打的“化工茅台”。万华化学是化工行业典型的“盈利王”和“现金牛”。即使在 MDI 盈利最差的 2015 年，ROE 达到有史以来最低水平，ROE 仍有 14.53%，遥遥领先行业。预计随着后续公司石化产品和精细化工品占比提升，更有希望平抑 MDI 单个产品的周期波动，盈利能力将更趋稳定。现金流情况近年来持续改善，远远优于行业，更是体现了公司在行业内的掌控力持续提高。

图表 38: 万华化学 ROE 遥遥领先行业 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 39: 销售商品提供劳务收到的现金/营业收入



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

收购瑞典国际化工，控股福建康奈尔，核心护城河持续巩固。瑞典国际化工是全球唯一拥有 TDI 和 MDI 技术并公开转让的技术专利商，公司通过收购瑞典国际化工 100% 股权控制了 MDI 核心技术转移的风险。福建康乃尔计划建设 40 万吨 MDI 产能，万华控股福建康奈尔之后，一方面规模优势更加突出，另一方面也可以通过控制新建项目的投产节奏，稳定 MDI 行情，万华 MDI 全球龙头的地位更加稳固。

图表 40：万华化学现有主要产品产能布局（万吨）

聚氨酯		石化				精细化工品	
产品	产能	碳三/碳四产品	产能	碳二产品	产能	产品	产能
MDI	210+120	丙烯	75+50	乙烯	+100	特种胺	13+6
TDI	55+6	环氧丙烷	24+30	环氧乙烷	+20	TPU	12+3
软泡聚醚	20+20	MTBE	70	聚氯乙烯	+40	PC	7+13
硬泡聚醚	20+13	丙烯酸	30	LLDPE	+45	SAP	3+3
聚酯多元醇	7+8	丙烯酸丁酯	36			MMA	5
特种异氰酸酯	5+6	丁醇	30			PMMA	8
		苯乙烯	+65			水性涂料	15+10

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所（+代表在建及规划产能）

石化+精细化工品业务同步进展，综合化工龙头初见雏形。精细化工品：一期 7 万吨/年聚碳酸酯装置已于 2018 年初投产，二期项目预计 2020 年投产。一期 8 万吨/年 PMMA 项目于 2019 年初投产。HDI 及加合物项目预计将在 2020 年初投产。**石化：**公司依托自身低成本 LPG 采购优势，投资 168 亿元建设乙烯项目，计划到 2020 年四季度投产。包括年产 100 万吨乙烯以及丙烯等中间产物，并深加工生产 40 万吨聚氯乙烯、15 万吨环氧乙烷、45 万吨 LLDPE、30 万吨环氧丙烷和 65 万吨苯乙烯、5 万吨丁二烯等下游产品。C2 项目投产后，将与现有的 C3 业务、聚氨酯业务、精细化学品业务形成深度协同，园区综合加工成本进一步下降。

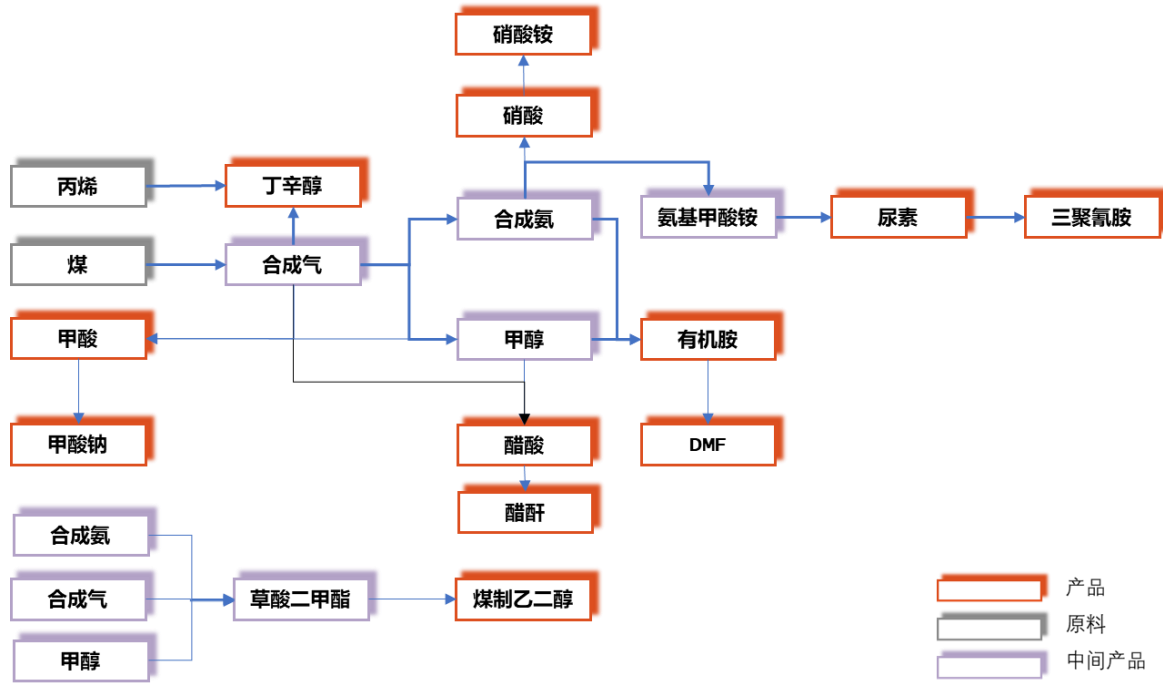
2020 年投资看点：MDI 价格企稳，乙烯及新材料项目投产。

4.2. 行业低谷期成本控制为王，建议关注华鲁恒升

4.1.1. 煤化工核心竞争力在哪里

煤化工产业充分利用我国富煤的资源优势，以煤为原料源头，通过核心的中间产品合成气、合成氨、甲醇等进一步合成甲酸、醋酸、尿素、三聚氰胺、DMF、乙二醇等终端产品，形成综合的煤气化产品平台。

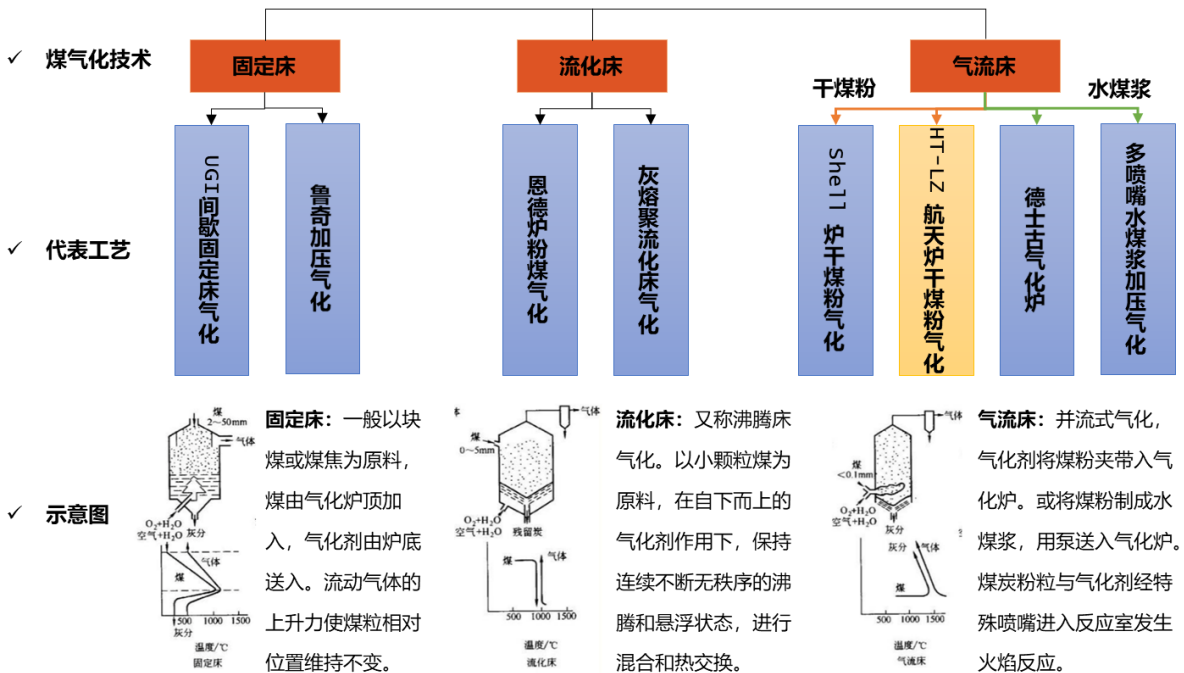
图表 41：煤化工一头多线产业链



资料来源：CNKI，东方财富证券研究所

所谓“一头多线”，即以洁净煤气化技术为核心，以合成气生产为平台，联产合成氨、甲醇和 CO 等中间产品，经进一步加工得到终端产品。生产中各种产品可以灵活调节，可最大限度地提高资源的综合利用率。因此，不同的煤气化技术路线、产业链布局的差别、煤气化平台资源调动管理的能力决定了不同煤化工企业的成本差异。

图表 42：煤气化技术可分为固定床、流化床、气流床技术



资料来源：CNKI，东方财富证券研究所

目前国内煤气化技术主流工艺仍为固定床工艺，对煤种的要求较高、碳转化效率相对较低，但投资规模相对较小。我们粗略测算，当前固定床工艺尿素单吨生产成本约为 1889 元/吨，在煤头尿素路线中成本最高。领先的煤化工企业目前主要采用气流床工艺路线（华鲁恒升采用多喷嘴水煤浆工艺，鲁西化工采用航天炉干煤粉工艺）。我们测算当前水煤浆和干煤粉工艺路线尿素单吨成本分别约为 1212 元/吨、1410 元/吨。水煤浆工艺成本优势突出，我们测算当前尿素价格（11 月 22 日华东尿素市场价格为 1690 元/吨）已接近固定床工艺路线平均成本线，但预计水煤浆工艺仍维持较好盈利。

图表 43：煤气化技术路线对比

工艺路线	床层形式	原料煤	进料形式	气化剂	比煤耗 (g/方煤气)	能耗	碳转化率	排渣形式	投资规模	主要应用企业
UGI 间歇固定床气化	固定床	无烟煤、焦炭	块煤、型煤	空气、蒸汽	550-590	低	80-87%	固态	低	仍为主流工艺
鲁奇加压气化	固定床	褐煤、烟煤	块煤	氧气、蒸汽	1270-1500	最高	88-96%	固态	高	山西天脊、云南解化等，约 150 台
恩德炉粉煤气化	流化床	褐煤	粉煤	氧气、蒸汽	781-797	高	91%	固态	中	吉林长山、安徽淮化、黑龙江黑化等少数企业
灰熔聚流化床气化	流化床	烟煤	粉煤	氧气、蒸汽	709	高	90-92%	固态	中	河南平顶山、山西太化等少数企业
Shell 炉干煤粉气化	气流床(干煤粉)	褐煤、次烟煤	干煤粉	氧气	520	低	99%	液态	最高	中石化、大唐国际等，约 30 台
HT-LZ 航天炉干煤粉气化	气流床(干煤粉)	褐煤、次烟煤、石油焦	干煤粉	氧气、蒸汽	560	低	99.5%	液态	较高	鲁西化工、阳煤化工等，不足 100 台
德士古气化炉	气流床(水煤浆)	烟煤、石油焦	水煤浆	氧气	547-638	低	97%	液态	较高	兖矿鲁南、上海焦化、陕西渭河等，约 200 台
多喷嘴水煤浆气化	气流床(水煤浆)	烟煤、石油焦	水煤浆	氧气	565	低	99%	液态	较高	华鲁恒升、兖矿国泰等，约 30 台

资料来源：CNKI，东方财富证券研究所

图表 44：不同煤气化技术路线尿素单吨成本对比

工艺路线	固定床	气流床(干煤粉)	气流床(水煤浆)	气头尿素
煤耗 (t) / 气耗 (m3)	0.86	0.79	0.92	700
煤种	无烟煤	烟煤	烟煤	天然气
电耗 (kwh)	760	575	240	150
动力煤耗 (t)	0.36	0.28	0.45	

煤/气单价(元/t, 元/m ³)	910	549	549	2.27
电单价(元/kwh)	0.73	0.73	0.73	0.73
动力煤单价(元/t)	560	560	560	
其他成本(元)	350	400	280	300
总成本(元)	1889	1410	1212	1998.5

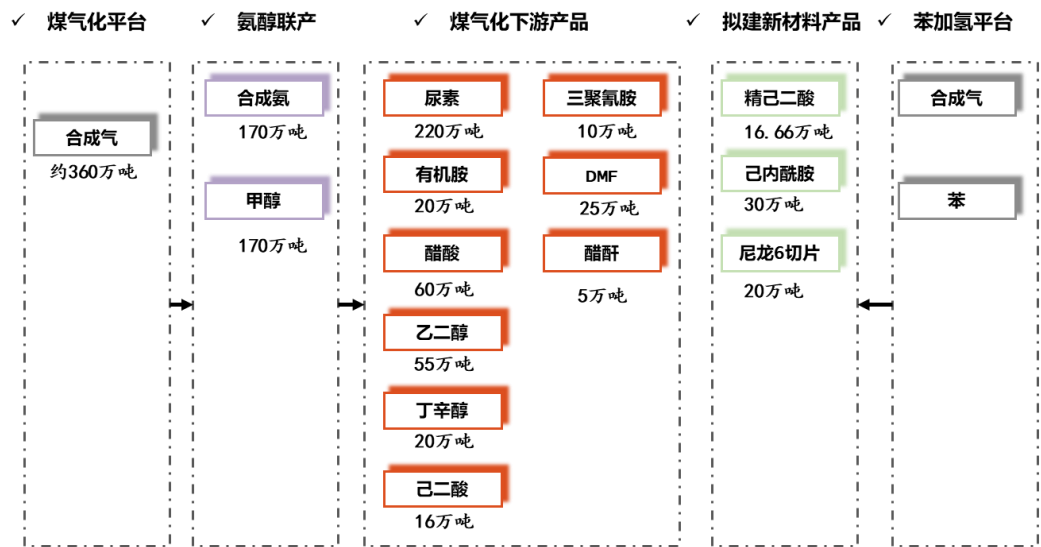
资料来源: CNKI, 百川资讯, 金联创, 东方财富证券研究所

(煤价、气价取自近期价格, 气价取自金联创新疆维吾尔自治区管道气价)

4.1.2. 华鲁恒升

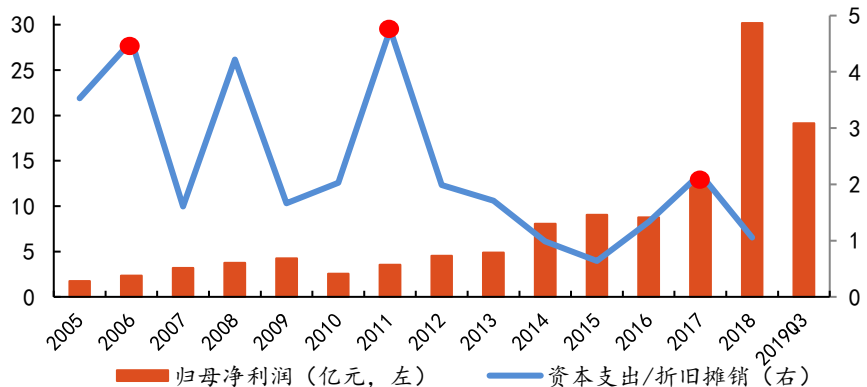
氨醇联产平台循序扩产推动业绩中枢上移。公司前身为德州化肥厂, 目前已发展成国内煤化工行业领先企业, 具备氨醇联产产能 340 万吨, 下游布局尿素、三聚氰胺、DMF、醋酸、乙二醇等多个产品。公司在 2006/2011/2017 年分别有三次大规模的资本开支, 对应三套氨醇联产平台建设, 投产后带动业绩中枢大幅上移, 2001-2018 年公司归母净利润 CAGR 为 30.3%。

图表 45: 华鲁恒升现有产能及在建产能布局



资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

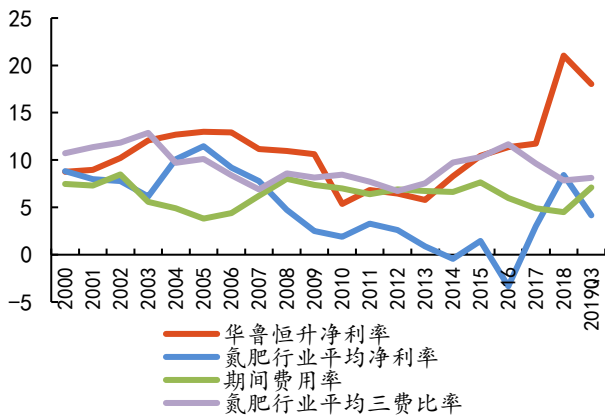
图表 46: 氨醇联产平台投产推动业绩中枢上移



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

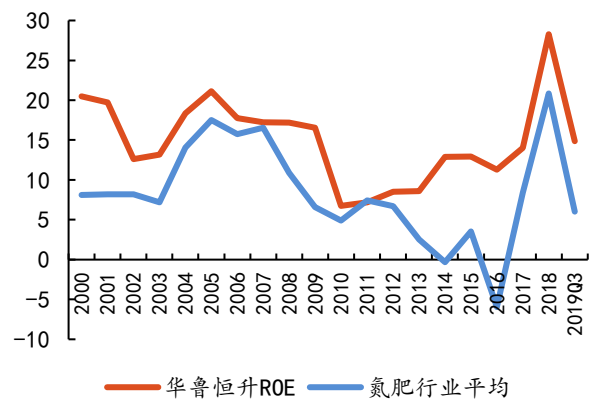
依托水煤浆核心工艺，成本、费用控制能力极强。煤化工作为周期性行业业绩波动性较大，但公司的盈利能力及投资回报率显著高于行业平均水平，且波动幅度明显较小。一方面得益于公司水煤浆煤气化工艺，在低成本煤种适应性、装置大型化各方面均较为突出，生产成本基本行业最低，在行业普遍亏损情况下仍能维持较好盈利。另一方面公司强大的运营管理能力使氨醇平台柔性联产不断优化，进一步降低了综合成本，现有氨醇平台仍有较大的提产能和降成本的空间。同时公司三费控制力极强，期间费用率大幅低于行业平均水平。我们认为公司三套煤气化平台在产能上仍有提升空间，正在研发的水煤浆提浓等技术预计仍能进一步降低成本。

图表 47：华鲁恒升盈利能力相对稳定(%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 48：华鲁恒升投资回报率水平较高(%)



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

煤化工产品价格预计将见底企稳，成本优势突出盈利稳定。预计 2020 年煤化工产品价格继续下跌空间有限，部分产品或将小幅反弹，预计煤化工业务盈利较为稳定。尿素价格自二季度起持续下滑，开工率维持在较高水平，且煤改气推进较往年有所缓和，气头尿素限产力度削弱，尿素价格有一定制约。我们认为当前尿素价格已贴近固定床工艺成本线，接下来随着采暖季气头尿素开工率下滑、以及重污染天气下煤头尿素开工受限，预计尿素价格将企稳回升。DMF 下游需求基本稳定，预计 2020 年行业总体基本无新增产能，维持供需平衡。华鲁恒升作为全球 DMF 龙头企业，成本极低，同时 2020 年计划扩产 10 万吨，业绩增长稳定。醋酸 2020-2021 年新增产能与下游 PTA 新增装置带动的需求增加基本匹配，供需较为平衡，预计若需求整体好转，醋酸价格将温和回升。乙二醇价格 18 年三季度以来大幅下行，目前约 4600 元/吨的价格下，部分企业已经亏损（煤制乙二醇当前平均成本约 4500 元/吨）。我们预计虽然 2020 年乙二醇仍有较多投产计划，但成本压制下预计行业整体开工率偏低。华鲁恒升凭借全行业最低的生产成本仍能保持较好的盈利。

布局新材料产业，长期发展保障性较强。公司拟投资 49.8 亿建设 30 万吨己内酰胺、20 万吨甲酸、20 万吨尼龙 6 项目（预计 2021 年中投产）；投资 15.72 亿建设 16.66 万吨精己二酸并配套环己醇项目（预计 2020 年底投产）。新项目将依托现有煤气化平台优势，产业链进一步延伸，在未来三年内将成为公司重要的业绩增量。

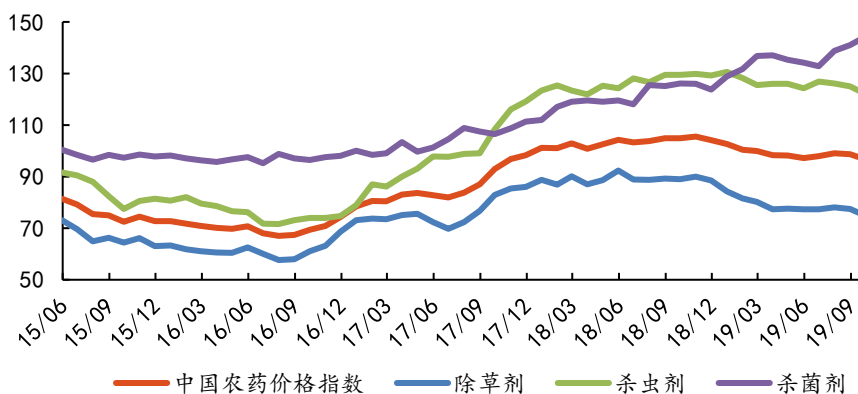
2020 年投资看点：己内酰胺项目和精己二酸项目建成投产增厚业绩；煤化工产品价格见底回升，景气度改善；煤气化装置运行效率进一步提升，产能和盈利能力进一步提升。

4.3. 农药格局分化，甄选优质龙头

4.3.1. 行业下行细分品种分化加剧，关注需求反弹性修复品种

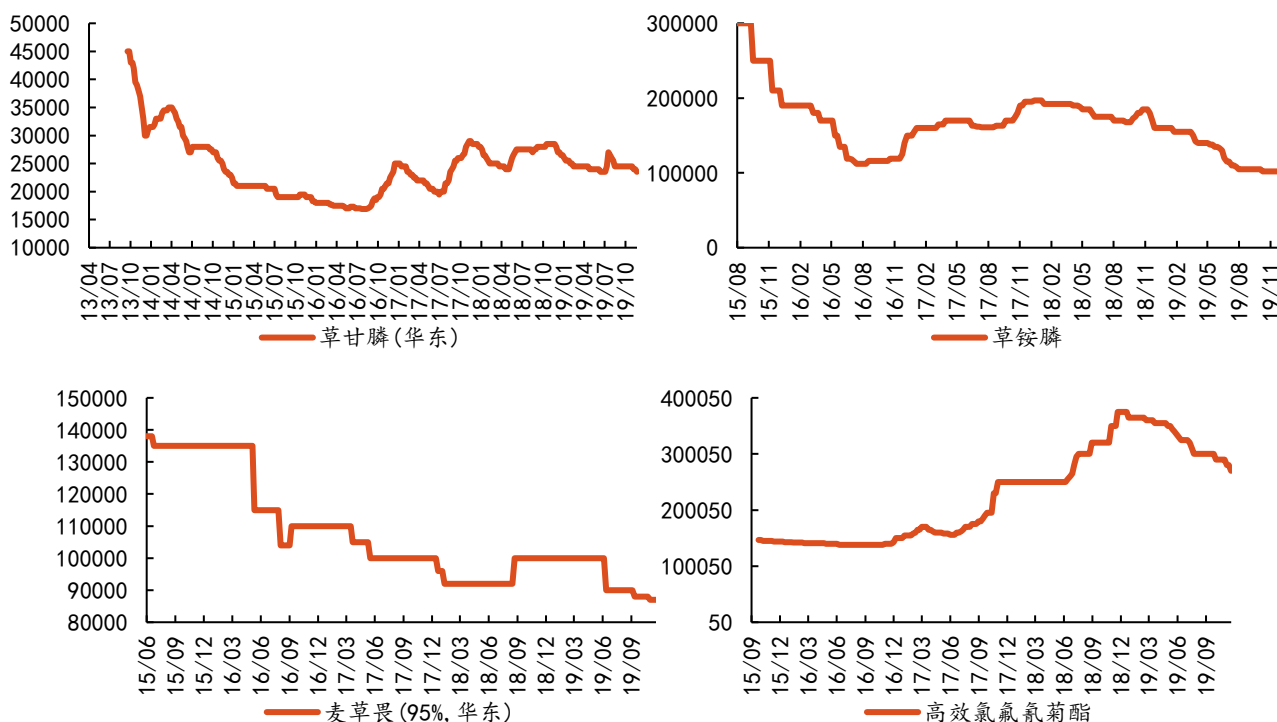
农药产品价格自 2018 年 11 月以来持续下行，响水事件发生后价格下滑速度明显减慢。细分品类分化加剧，杀菌剂仍持续上涨，杀虫剂高位略有回落，除草剂价格下滑明显。重点跟踪的品种中，菊酯类产品在经过 17-18 年大幅上涨后，18 年 11 月起高位回落明显，但价格中枢仍然维持在较高水平。麦草畏产销两弱，价格持续下行。草铵膦受新增产能投产预期影响价格持续下跌，但近期跌势明显放缓。草甘膦供需格局较为成熟，在原料黄磷持续景气下，价格仍有明显支撑。

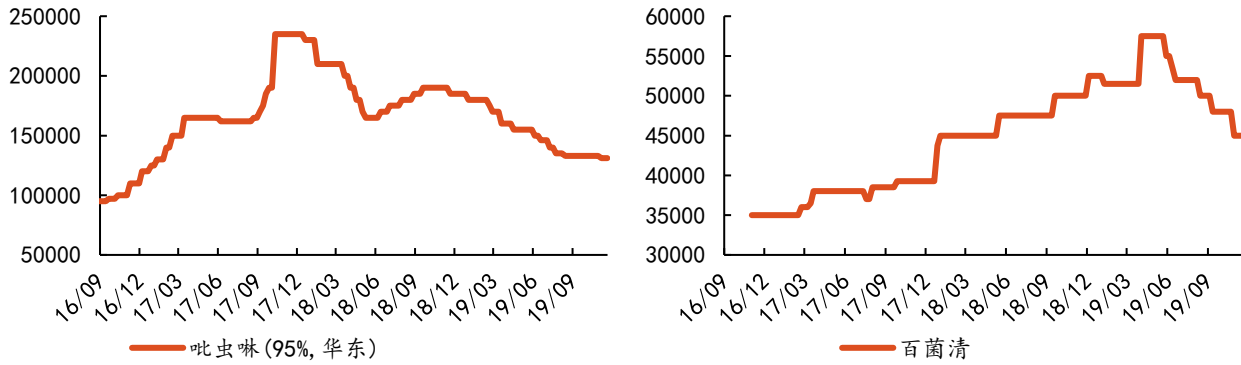
图表 49：2019 年农药价格回落明显



资料来源：中国农药工业网，东方财富证券研究所

图表 50：部分农药价格变化（元/吨）





资料来源：百川资讯，卓创资讯，东方财富证券研究所

我们认为 19 年农药产品价格大部分下行主要有以下原因：

一、18 年苏北部分停产企业陆续复产，321 爆炸事件后部分产品短期内供给偏紧，但近期复产预期临近价格下行明显。另外，部分农药企业内地转移产能有望在明后年释放，农药行业供给压缩的边际效应减弱。

二、受北美、澳洲恶劣天气影响，海外需求下滑明显。巴西转基因作物推进慢于预期影响了部分品种的需求。同时贸易摩擦升级也部分影响了农药产品外销。

三、经历了 17/18 年补库存周期，19 年国际农化巨头库存普遍处于较高位置，部分影响了外销量。我们预计 20 年起将逐步开启新一轮补库存需求。

我们相对看好麦草畏在 2020 年的止跌企稳，北美、澳洲的需求将迎来修复；巴西麦草畏商业化应用预计 2020 年下半年起将逐步明朗；国际农化巨头补库存需求预计将在 2020 年启动。

4.1.2. 扬农化工

新项目扩产稳步推进，收购整合完善产品品类。优嘉三期项目已获得环评批复，预计 20 年起将逐步投产，完全投产后新增菊酯等杀虫剂 11475 吨，苯磺隆等除草剂 1000 吨，丙环唑等杀菌剂 3000 吨。另计划投资 4.3 亿元建设优嘉四期项目，包括 3800 吨联苯菊酯、120 吨卫生菊酯、1000 吨氟啶胺杀菌剂等。公司拟以 1.28 亿购买扬农集团苯醚甲环唑、丙环唑、氟啶胺和高效氟吡甲禾灵四个农药产品无形资产，产品品类进一步完善。

收购中化国际农药资产，产品链进一步补全。通过整合中化国际内部核心农药资产，完善了制剂业务条线。充分利用农研公司研发资源，中化作物子公司的生产和全球销售网络资源，形成研、产、销一体化产业链，实现优势互补。

麦草畏需求预计迎来修复，菊酯产品仍具韧性。北美需求修复、巴西麦草畏商业化应用持续推进、国际农化巨头补库存等因素带动下，预计 2020 年麦草畏行情将逐步明朗。菊酯价格目前仍有回落压力，公司自备关键中间体，核心原料供应稳定，相对优势突出，仍具较强韧性。

2020 年投资看点：优嘉三期项目投产；麦草畏量价修复。

5. 寻找确定性成长：长风破浪正当时

投资逻辑：在化工行业整体景气偏弱背景下，市场更倾向于配置行业龙头标的，整体规模较小的成长板块业绩更受考验。我们认为风险中仍蕴藏着巨大机遇，对于行业空间仍在快速扩展的细分领域龙头企业，业绩增长确定性较高，仍可享受较高的估值溢价。2020 年我们看好尾气处理催化材料行业及半导体材料行业。

5.1. 关注国六尾气处理催化材料龙头企业业绩兑现

5.1.1. 催化材料企业进入放量发货期

相比国五标准，在国六标准下汽油车一般在排气管处加装 TWC 同时处理 CO、HC、NOx，同时加装单独的 GPF 控制颗粒物排放。柴油车由于需要高温高压富氧条件燃烧，主要污染物以 NOx、颗粒物居多，通常采用 EGR+DOC+SCR+DPF+ASC 串联或 DOC+高效 SCR+DPF+ASC 串联路线。

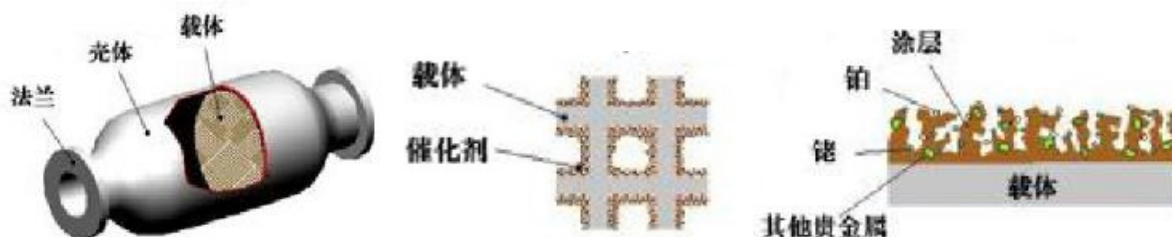
图表 51：国五、国六期间汽油车、柴油车尾气处理路线

标准	国五	国六
汽油车	TWC	高效 TWC+GPF
轻型柴油车	DOC+DPF	(EGR)+DOC+DPF+SCR (分子筛)+ASC
重型柴油车	DOC+SCR (钒基)	(EGR)+DOC+DPF+SCR (分子筛)+ASC

资料来源：CNKI，东方财富证券研究所

尾气处理催化材料：蜂窝陶瓷具有孔密度大、比表面积大；热膨胀系数低、热稳定性好；机械性能优异；抗腐蚀性好等优势，是最为常见的尾气处理催化器用催化剂载体，占催化器总成本的比例约为 10%。通常需在载体表面涂覆多孔性物质涂层、助剂以及贵金属活性组分，涂覆完成的催化剂由封装厂进行封装，供主机厂、整车厂使用。其中，多孔性物质涂层可进一步提高活性组分负载比表面积，常见的涂层材料包括活性氧化铝、分子筛等。助剂有助于促进贵金属的分散，提高活性成分催化活性，增强催化剂抗毒能力，稀土金属氧化物是最常见的一类催化剂助剂，氧化铈或铈锆固溶体在催化剂中应用广泛。

图表 52：汽车尾气处理催化器结构



资料来源：CNKI，东方财富证券研究所

图表 53: 常用尾气处理催化剂主要成分构成

催化系统	TWC	DOC	SCR		ASC	CGPF、CDPF
			钒基 SCR	分子筛 SCR		
蜂窝陶瓷载体	直通式	直通式	直通式	直通式	直通式	壁流式
涂层	氧化铝	氧化铝	二氧化钛	分子筛	氧化铝	氧化铝
助剂	铈锆固溶体	铈锆固溶体	WO ₃	铈锆固溶体	铈锆固溶体	铈锆固溶体
活性组分	铂、铈、钨	铂、钨	V ₂ O ₅	Fe/Cu	铂/钨	铂/钨

资料来源: CNKI, 东方财富证券研究所

(注: 典型的 ASC 系统包括: 顶部催化剂层 (常规 SCR 催化剂) 和底部催化剂层 (氨氧化催化剂), 表中仅指氨氧化催化剂部分)

催化材料竞争格局: 我国催化材料发展历程较短, 部分产品性能较国外厂商仍有较大差距。全球蜂窝陶瓷 90% 市场份额仍为康宁和 NGK 占据; 比利时 Solvay、日本 DKKK、加拿大 AMR 等占据了铈锆固溶体 70% 以上市场份额; 我国氧化铝企业虽然众多, 但能够供应蜂窝陶瓷用高纯超细氧化铝的仅国瓷等少数企业; 分子筛是国产化相对较快的催化材料, 目前万润股份已成为全球车用沸石分子筛龙头企业。

催化材料产业链: 催化材料的下游直接使用方为催化剂涂覆厂商, 目前汽车尾气催化剂领域形成了较为成熟的寡头垄断格局, 巴斯夫 (BASF)、庄信万丰 (Johnson Matthey)、优美科 (Umicore) 占据了全球超过 70% 的市场份额。国内厂商有威孚环保、中自环保、重汽橡塑等厂家。涂覆、封装完成的催化剂终端客户为主机厂商或整车厂商 (部分 DPf、GPF 无需涂覆, 直接送至封装厂商进行封装), 在产业供应链中, 针对核心的蜂窝陶瓷等催化材料, 主机厂商或整车厂商一般会指定到专门的材料供应商。

图表 54: 尾气处理催化剂产业链及主要供应商



资料来源: 奥福环保招股说明书, 中国粉体网, 东方财富证券研究所

5.1.2. 蜂窝陶瓷、沸石分子筛市场空间快速打开

国六标准催化材料需要与涂覆厂商、发动机、整车厂商进行大量匹配性测试，通过国家检测中心测试通过，并取得公告认证，发动机或整车方可进入市场销售。2020 年 7 月起，全部轻型汽油车以及柴油车城市车辆国六标准开始全面执行，我们认为 2019 年对材料企业而言，是集中与涂覆厂商、发动机、整车厂商匹配测试的一年，预计 2020 年将进入放量发货新阶段。

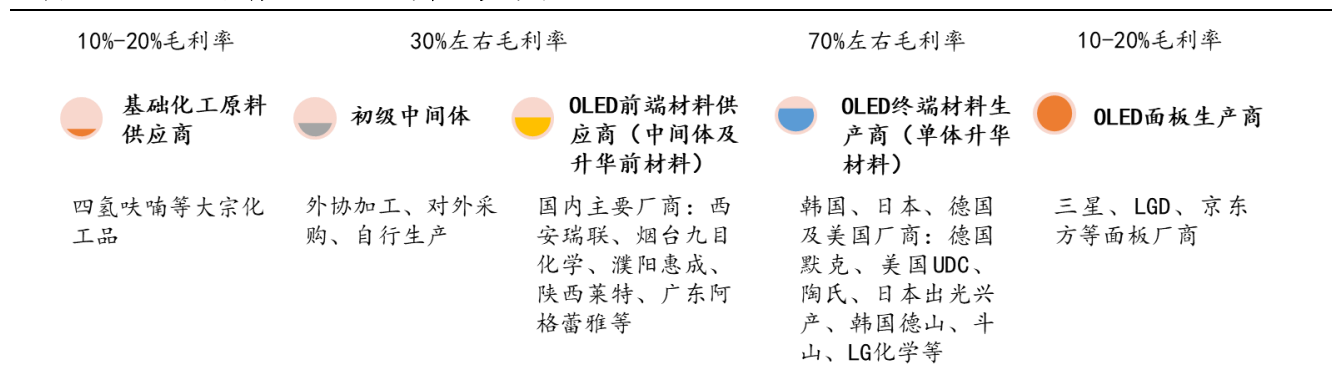
国六标准实施后，相比国五阶段，GPF 需求将实现从无到有，SCR、DPF、ASC 加装率将大幅提升，TWC、SCR、DOC 载体体积预计将有所增大，预计将大幅推升催化材料需求量。同时国产材料在产业链中渗透率逐步提高，对国产材料厂商而言是一次重要的战略机遇。据我们测算，不考虑更换市场需求，不考虑汽车产量增长带来的增量影响，仅考虑国六尾气处理路线升级的影响，以 2018 年汽车产量为基数，蜂窝陶瓷国内新车市场年求量约为 2 亿升，较国五期间提升 82%；市场空间约 127 亿，为国五阶段的 3.4 倍。估算 2021 年全球新车车用沸石分子筛市场需求量超过 26000 吨，为当前市场规模的 2-3 倍。

5.2. 关注电子化学品领域需求增长及进口替代机会

5.2.1. OLED 材料需求空间快速打开

OLED 材料工艺流程：前端材料生产企业将基础化学原料合成 OLED 中间体—中间体合成单体（粗单体）—终端材料生产企业进行升华提纯，形成 OLED 材料成品——面板企业将成品应用于 OLED 面板蒸镀段。OLED 终端材料毛利率一般在 70%左右，而中间体及单体毛利率一般在 30%左右。

图表 55: OLED 材料产业链及主要市场参与者

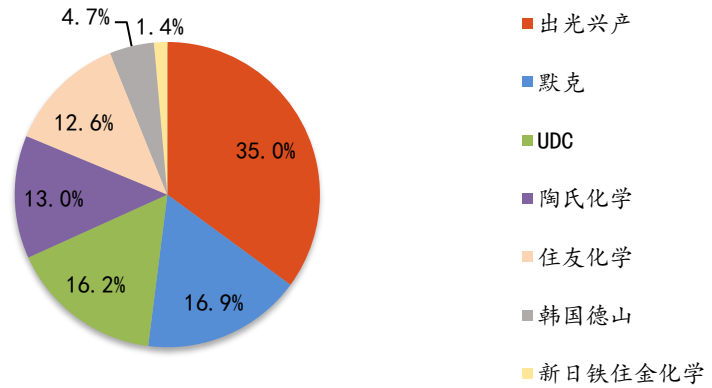


资料来源：东方财富证券研究所

国内 OLED 材料企业以生产中间体及单体为主，部分企业终端材料有所突破。终端材料方面，欧美日韩企业发展较为成熟，形成了广泛的专利网。UDC、陶氏化学、住友化学、德国默克、韩国德山、斗山、SDI 等分别在各自优势领域掌握霸权。国内 OLED 材料企业起步普遍较晚，主要以生产中间体和单体为主，出口至终端材料厂家。总体规模较小，主要包括万润股份、濮阳惠成、强

力显镭、西安瑞联、广东阿格蕾雅、陕西莱特、吉林奥来德等。九目化学和瑞联新材在品类和批量供应能力方面优势明显，具备规模供应粗单体的能力。国内企业已开始逐步向毛利率更高的终端材料领域涉足，目前万润股份已有终端材料产品在下游面板厂批量认证。

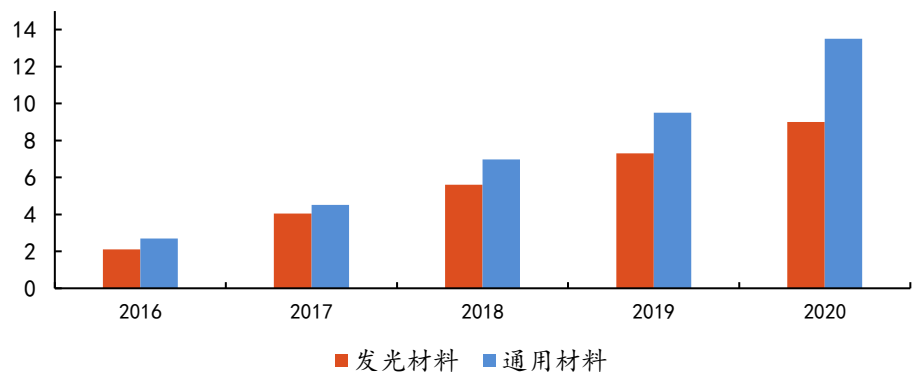
图表 56：2017 年 OLED 终端材料生产商市场份额



资料来源：TPC Marketing Research, 东方财富证券研究所

手机+电视领域渗透率快速提升，OLED 材料需求快速增长。预计手机 OLED 面板渗透率将由 18 年 28% 提升至 22 年 56%，出货量 CAGR 约为 22%。电视 OLED 面板渗透率将由 18 年 1.1% 提升至 21 年超过 4%，出货量 CAGR 60%。18 年全球 OLED 发光材料市场规模为 5.6 亿美元，通用材料 7.0 亿美元。**预计 19-21 年有望维持 30% 增速，21 年 OLED 终端材料市场规模将达到 200 亿元左右。**三星、京东方、LGD、华星光电等仍有多条小尺寸面板产线将于 19-22 年陆续投产，同时 LGD 广州 8.5 代线已于 8 月底完工，预计随着多条产线投产和稳步爬坡，OLED 材料需求将稳定快速增长。全球 OLED 中间体和粗单体生产企业主要集中在国内，未来终端材料企业中间体及粗品生产外包比例仍有提升空间，国内前端材料头部企业市场份额有望进一步提升。

图表 57：OLED 材料市场空间预测（百万美元）

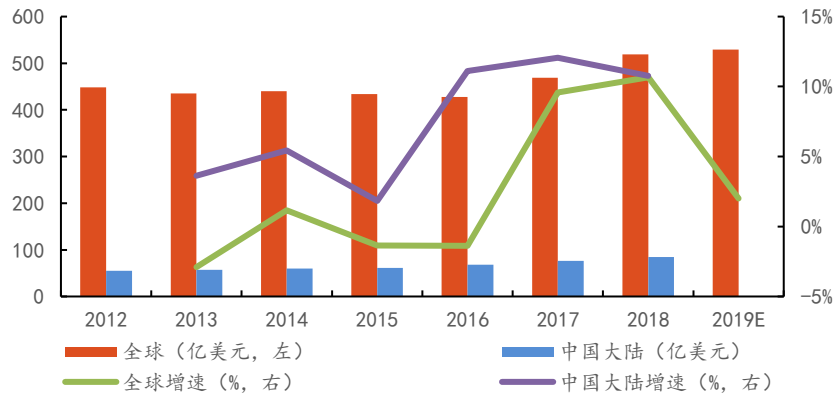


资料来源：Ofweek, 东方财富证券研究所

5.2.2. 半导体材料国产化加速，关注 CMP 抛光垫、湿电子化学品

全球半导体市场持续稳定增长，在 2018 年增长 10.6%，销售额达到 519 亿美元，超过 2011 年 471 亿美元的历史高位。大陆半导体材料增速持续高于全球增速，16 年以来一直保持了两位数增长。据我们统计，目前大陆在建及规划建设的半导体项目投资额约为 10158 亿元，未来晶圆厂大规模投产后将拉动国内半导体材料市场规模持续提升。

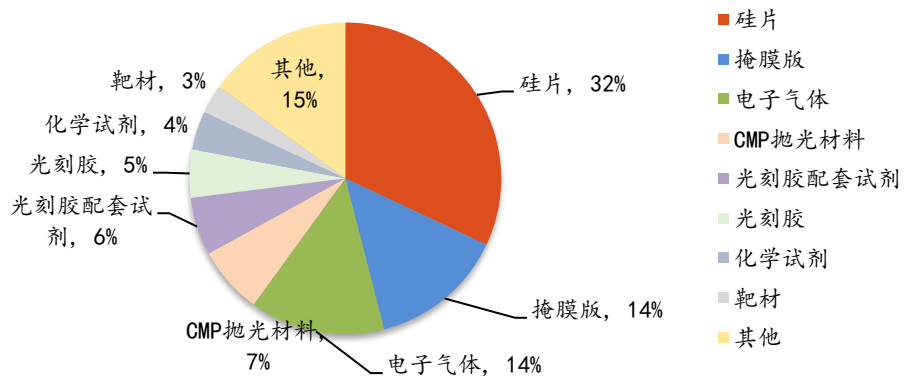
图表 58：全球及中国集成电路产业销售额稳步增长



资料来源：SEMI，东方财富证券研究所

晶圆制造材料包括硅片、掩膜版、光刻胶、电子气体、CMP 抛光材料、湿化学品等，硅片占到晶圆材料成本的约 1/3。

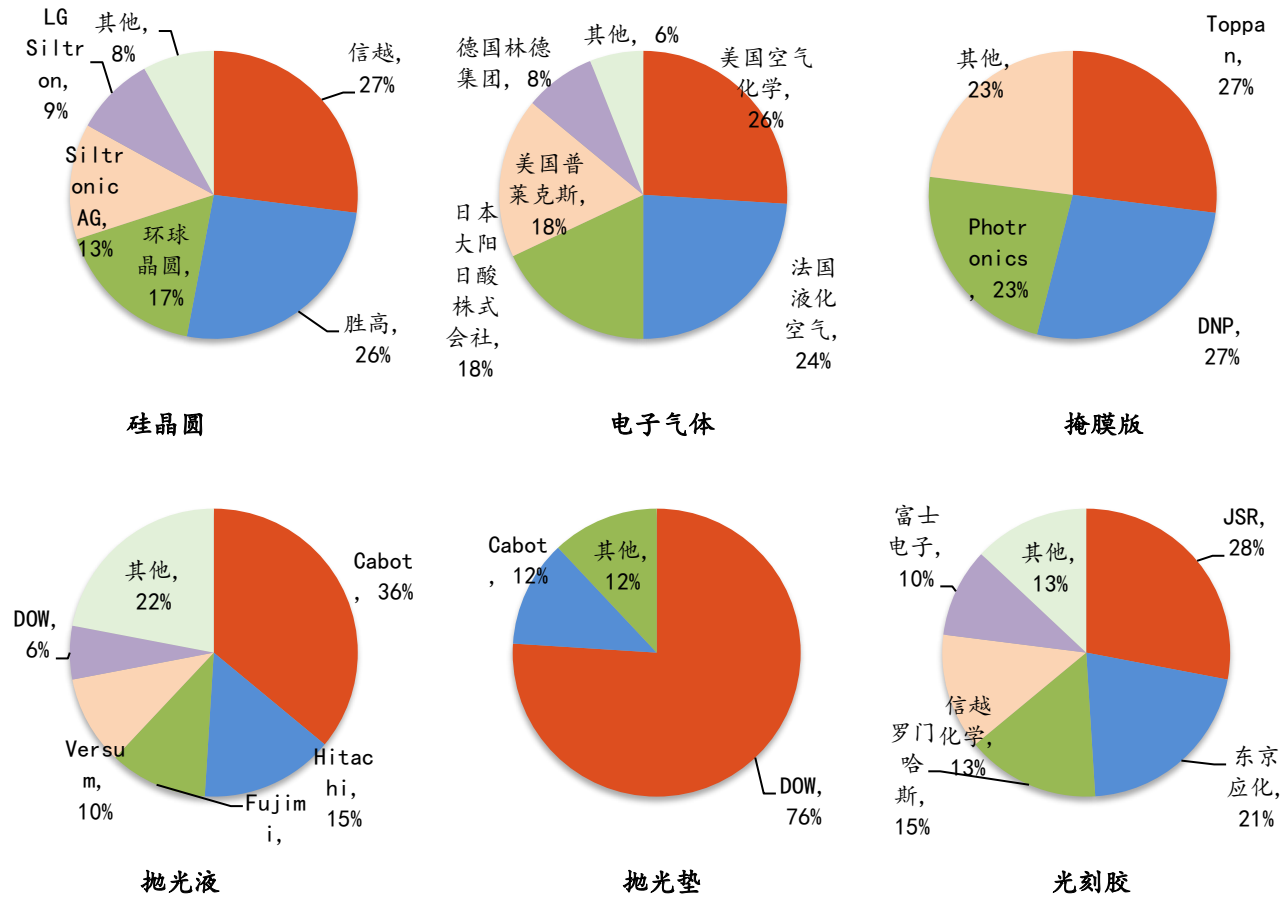
图表 59：2018 年晶圆制造材料细分占比



资料来源：SEMI，东方财富证券研究所

半导体材料一般均具有技术门槛高、客户认证周期长、供应链上下游联系紧密、行业集中度高、产品更新换代快的特点，目前高端产品市场份额多为海外企业垄断，国产化率较低，寡头垄断格局一定程度制约了国内企业快速发展。

图表 60: 半导体材料仍处于国产化初期



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

但随着晶圆制造产业逐渐往国内转移, 国内晶圆制造材料企业在面临挑战的同时也迎来重大机遇。随着国内企业工艺技术的不断改进、专利布局逐渐完善, 电子化学品领域国产化替代市场空间巨大。目前已有部分企业突破技术壁垒和认证壁垒, 通过下游客户认证。若开始稳定供货, 业绩弹性非常大。

图表 61: 半导体材料国内主要参与企业

产品	国内主要生产企业
半导体光刻胶	科华微电子、晶瑞股份
电子气体	巨化股份、南大光电、雅克科技、华特气体、金宏气体等
湿电子化学品	江化微、晶瑞股份、江阴润玛、上海新阳、飞凯材料等
大硅片	上海新阳、重庆超硅、浙江金瑞泓、洛阳麦克斯等
CMP 抛光材料	鼎龙股份、苏州观胜、江丰电子、安集科技

资料来源: 东方财富证券研究所

5.3. 重点关注标的

5.3.1. 万润股份

国六标准撬动车用沸石需求巨大增量，项目扩产打开成长空间。柴油车城市车辆国六标准预计 2020 年 7 月起实施，沸石分子筛基 SCR 将全面代替钒基 SCR，我们测算预计带来国内沸石需求增量为 8175 吨。叠加欧美市场需求，预计 2021 年全球车用沸石需求将超过 25000 吨（目前约 10000 吨）。公司深度绑定庄信万丰（柴油机尾气处理催化市占率超过 50%），配合庄信万丰在波兰（2019 年中期投产）及张家港工厂（预计 2020 年投产）扩产进度，沸石二期 2500 吨产能已于三季度投产，目前产能达到 5850 吨/年。7000 吨环保材料项目中 4000 吨车用沸石预计将在 2020 年逐步投产，3000 吨其他领域用沸石预计将在 2021 年投产。产能稳步投产后，公司市占率预计进一步提升。

OLED 升华前材料盈利能力快速提升，成品材料突破在即。随着 OLED 面板在小尺寸领域对 LCD 面板快速替代以及在电视面板领域渗透率提升，将带动 OLED 材料需求快速增长。IHS 预测 19-21 年 OLED 材料市场规模有望维持 30% 增速，2021 年将达到 200 亿元左右。19 年九目化学 OLED 高端材料占比持续提升，毛利率大幅改善。中间体及单体扩产项目预计 2021 年投产，届时产能将翻倍增长，产能瓶颈有望克服。目前三月光电成品材料正在下游放量测试，若认证通过后，将对业绩有明显拉动。

液晶单体稳中有升，大健康业务布局日益完善。随着面板产业全球产能向大陆转移，国内高世代产线集中投产，预计 2019-2021 年国内液晶市场需求年平均增速约 20%。公司是唯一同时向默克、JNC、DIC 同时供货的高端单晶企业，预计单晶价格将基本维持稳定，出货量稳中有升，整体稳定贡献业绩。万润工业园一期项目预计将于 2021 年投产，届时万润药业原料药产能预计将大幅增长。通过收购 MP 公司进入生命科学及体外诊断领域，大健康业务布局进一步完善。公司平台型企业的优势进一步凸显，预计将成为公司今后业绩重要贡献力量。

2020 年投资看点：沸石分子筛销量大幅提升，OLED 材料盈利能力进一步提升。

5.3.2. 奥福环保

国内蜂窝陶瓷领先企业，产能瓶颈不断克服。现有蜂窝陶瓷载体产能近 800 万升/年，凭借在大尺寸 SCR 载体领域的技术优势以及与中国重汽的深度合作，SCR 载体在国内商用车载体市场市占率接近 10%。2019 年受益北美市场 DPF 更换需求的快速增长，DPF 外销量大幅增长。IPO 募投项目 400 万升 DPF、200 万升 DOC、160 万升 TWC、200 万升 GPF、SCR 产线技改等项目投产后，DPF、SCR 产能不足的问题将持续克服。同时重庆基地项目开拓汽油车产品市场，有助于拓展产品多样性，辐射西南地区玉柴、云内动力、昆贵研、中自环保等客户。预计随着国六标准全面铺开以及募投项目逐步投产，2020 年业绩将维持较高增速。

通过与中国重汽良好合作，国六产品下游导入顺利。截至 19 年 8 月 23 日，公司已 4 项燃气发动机项目已通过型式检验并取得公告，对应中国重汽 92 个车型的 307 个国六燃气车辆型式检验公告。同时随着重汽与潍柴整合不断

推进，预计公司来自潍柴的收入将持续增长。2019 年上半年公司蜂窝陶瓷载体业务实现收入 1.19 亿元，毛利率 58.30%，较 18 年提升 2.24pct，主要系毛利水平较高的 DPF 和国六产品占比提升。

2020 年投资看点：国六产品放量销售，销量、毛利率同向上升。

5.3.3. 国瓷材料

预计蜂窝陶瓷 2020 年下半年将加速增长。公司形成了蜂窝陶瓷（王子制陶、东营基地）、沸石分子筛（江苏天诺）、铈锆固溶体（国瓷博晶）、高纯氧化铝（铝材事业部）的催化材料布局，协同优势明显。现有蜂窝陶瓷产能 1200 万升/年（王子制陶 700 万升/年，东营基地 500 万升/年），并有 4000 万升项目储备。DPF 作为国瓷的优势产品，性能指标基本可与康宁、NGK 媲美，性价比优势突出。目前公司国六产品已获得的公告数量接近 400 个，7 月份起，技术优势明显的 GPF 已开始放量发货。随着国六标准实施逐步推开，预计蜂窝陶瓷业务 2020 年起将加速增长。

MLCC 行业景气度有所回升，客户及自身扩产保障平稳增长。今年受 MLCC 行业去库存影响，下游客户开工水平普遍偏低，MLCC 粉销售压力略大。预计随着行业库存逐步去化结束，MLCC 行业景气回升将带动需求部分恢复。公司现有 MLCC 粉产能 10000 吨，计划扩产 2000 吨。下游客户三星天津工厂扩产已接近尾声，预计将一定程度上带动销量回升。同时，车用 MLCC 粉体出货量占比逐步提升，盈利能力预计仍有一定提升空间。

打通氧化锆-义齿-数字口腔产业链，齿科材料增长稳定。通过收购爱尔创，发展数字口腔业务，公司将氧化锆材料逐步向下游延伸。爱尔创在国内齿科材料市场占有率约为 30-40%。目前爱尔创计划扩产约 50%，预计随着行业自身快速增长，公司经营管理更趋完善，齿科材料业务有望保持较高增速。

2020 年投资看点：蜂窝陶瓷放量发货，MLCC 粉量价齐升。

5.3.4. 晶瑞股份

湿电子化学品、光刻胶国内领先，期待继续放量。公司是国内湿电子化学品行业领先企业，拳头产品电子级双氧水、氨水均达到 G5 等级，已开始向华宏、方正半导体批量供货，并积极推进中芯国际、长江存储等客户测试。收购江苏阳恒成功打通电子级硫酸上游，通过引入三菱化学技术，电子级硫酸也将达到 G5 水平。9 万吨电子级硫酸项目建设完成后，有望快速实现技术突破放量销售。光刻胶方面，i 线光刻胶已实现产业化，已取得中芯国际天津、扬杰科技、福顺微电子的供货订单，在上海中芯、深圳中芯等知名半导体厂进行测试。

眉山项目进展稳定，产能布局日益完善。新建年产 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料的眉山项目正在稳步推进。项目建成后将完善公司在西南地区的产能布局，更好的辐射西南地区面板及半导体客户。

拟收购载元派尔森，协同效应显著。公司拟以发行股份及支付现金的方式收购载元派尔森，载元派尔森核心产品 NMP 主要应用于锂电正极涂布溶剂或导电剂浆料溶剂。收购完成后利用载元派尔森在锂电池领域的优质资源，与现有的锂电池粘结剂业务形成协同互补。

2020 年投资看点：19 年受半导体、新能源汽车行业销售低迷以及人民币贬值成本上涨影响，业绩下滑明显。但公司作为湿电子化学品行业的稀缺标的，随着在下游客户导入逐步推进，眉山项目、电子级硫酸项目逐步投产，预计业绩将迎来明显修复。

5.3.5. 鼎龙股份

CMP 抛光垫收获 12 寸晶圆厂订单，PI 浆料测试积极推进，期待加速放量。公司是国内 CMP 抛光垫研发和生产龙头企业，目前已建成国内唯一、国际先进的抛光垫产研基地。承担了国家 02 专项：20-14nm 技术节点抛光垫产品研发，建设有与国内高端制程晶圆制造同步的评价实验室。目前已收获 12 寸订单，产品品类基本补齐。中芯国际预计明年会开始稳定供货，长江存储也将公司确定为唯一一供，预计下半年起订单节奏会加快，CMP 业务将迎来放量增长期。PI 浆料 1000 吨产线预计很快实现量产，目前已与深天马、华星光电展开积极合作，与京东方接触也比较密切，期待加速放量。

收购北海绩迅，补齐再生墨盒产业链。公司先后完成对珠海天路 22%股份和北海绩迅 59%股份收购，成为全球领先的再生墨盒制造商，形成了打印耗材产业链闭环。预计将利用上游碳粉盒芯片的原料优势，快速打开打印机市场，并充分带动上游原料销售，形成上下游产业联动。此前北海绩迅采购鼎龙子公司旗捷的墨盒芯片占比仅为 5%，收购完成后芯片将全部改为自供。

2020 年投资看点：CMP 抛光垫显著放量，北海绩迅并表增厚利润。

6. 盈利预测及重点推荐公司列表

图表 62：重点推荐公司列表（对应 12 月 5 日收盘价）

股票代码	股票简称	总市值 (亿元)	股价	预测 EPS			预测 PE			评级
				2019	2020	2021	2019	2020	2021	
600309.SH	万华化学	1565.48	49.86	3.44	4.06	4.90	14.36	12.22	10.12	未评级
600426.SH	华鲁恒升	278.00	17.09	1.57	1.74	1.94	10.90	9.86	8.82	未评级
600486.SH	扬农化工	169.86	54.81	3.88	4.3	4.81	14.13	12.75	11.40	增持
002643.SZ	万润股份	113.82	12.52	0.57	0.67	0.77	21.96	18.69	16.26	买入
688021.SH	奥福环保	21.76	28.15	0.88	1.18	1.48	32.16	24.02	19.02	未评级
300285.SZ	国瓷材料	215.88	22.41	0.53	0.67	0.81	42.28	33.45	27.67	增持
300655.SZ	晶瑞股份	42.40	28.00	0.33	0.49	0.67	83.81	57.12	41.74	未评级
300054.SZ	鼎龙股份	82.42	8.60	0.27	0.34	0.42	32.13	25.48	20.28	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所（注：未评级公司采用 choice 一致盈利预测）

图表 63：三级子行业 Choice 一致盈利预测（对应 12 月 9 日收盘价）

三级子行业	预测净利润增速		预测 PE		三级子行业	预测净利润增速		预测 PE	
	2019E	2020E	2019E	2020E		2019E	2020E	2019E	2020E
改性塑料	317.97%	23.00%	19.64	15.97	聚氨酯	-18.18%	18.27%	14.89	12.59
涤纶	176.81%	21.86%	19.78	16.23	其他化学原料	-18.61%	36.74%	17.99	13.15
涤纶	83.91%	41.01%	13.19	9.36	其他纤维	-22.80%	18.88%	32.89	27.67

氨纶	39.07%	37.88%	20.22	14.66	无机盐	-25.28%	17.99%	28.16	23.86
轮胎	36.42%	18.78%	14.40	12.13	石油加工	-26.85%	8.69%	10.45	9.61
日用化学产品	14.32%	10.01%	32.19	29.26	粘胶	-31.03%	68.50%	30.61	18.16
合成革	11.07%	46.30%	44.41	30.36	氮肥	-36.04%	24.30%	11.29	9.09
农药	8.96%	23.82%	15.19	12.27	磷化工及磷酸盐	-43.15%	31.87%	21.11	16.01
其他橡胶制品	6.13%	38.33%	18.81	13.60	氯碱	-52.82%	23.33%	14.29	11.59
纺织化学用品	4.05%	11.47%	9.49	8.51	纯碱	-69.94%	27.38%	18.84	14.79
玻纤	2.13%	17.05%	17.54	14.98	其他塑料制品	-70.72%	34.11%	20.69	15.43
涂料油漆油墨制造	-4.56%	32.14%	29.93	22.65	民爆用品	-82.22%	31.87%	35.18	26.68
其他化学制品	-10.46%	24.82%	20.17	16.16	炭黑	-114.95%	-292.51%	0.00	13.62
复合肥	-13.64%	24.34%	13.11	10.54	钾肥	-126.60%	5.91%	15.05	14.21

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所 (注: 预测 PE 已剔除负值; 石油贸易行业未有一致预测, 表中未予列示)

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，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，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。