

化工

基础化工行业2020年年度策略

作者：

分析师 李辉 SAC执业证书编号：S1110517040001

分析师 唐婕 SAC执业证书编号：S1110519070001

分析师 赵宗原 SAC执业证书编号：S1110518080003

分析师 张峰 SAC执业证书编号：S1110518080008



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：中性 （维持评级）
上次评级：中性

摘要

一、行业回顾与展望

二、投资策略

- 坚守一线龙头，拥抱核心资产
具备全球竞争力，抵御周期波动能力强，创新实力支撑扩大业务边界
- 景气周期角度看子行业投资机会
结合景气周期寻找具备竞争优势的企业
- 产业趋势向上的新材料领域
创新驱动，下游应用需求向国内转移的细分子领域

三、重点公司：万华化学、华鲁恒升、新和成、扬农化工、三友化工、新宙邦、万润股份、国瓷材料；建议关注联化科技

风险提示：原油价格大幅波动风险，宏观经济下滑风险，国际贸易环境变化风险，化工品价格大幅波动风险。

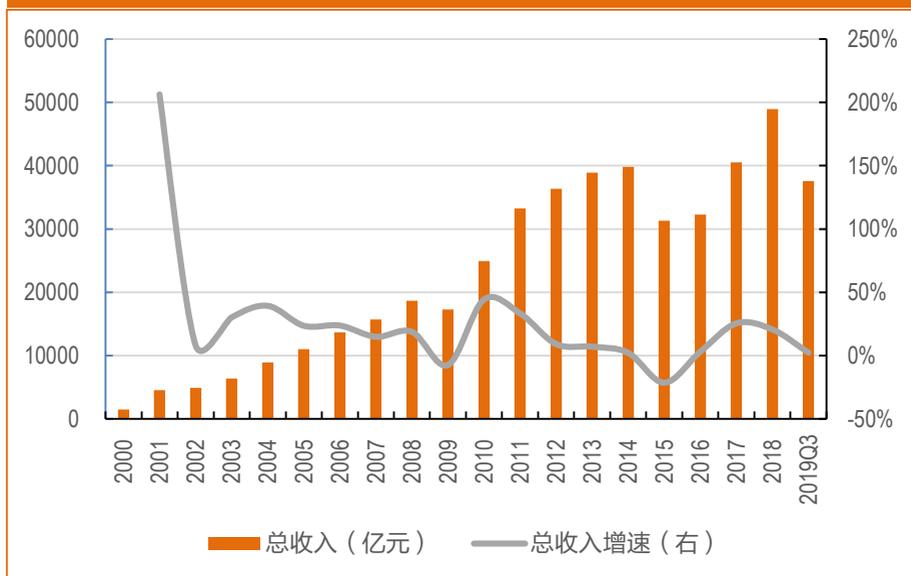
一、行业回顾与展望



1.1 营收及净利增速显著回落

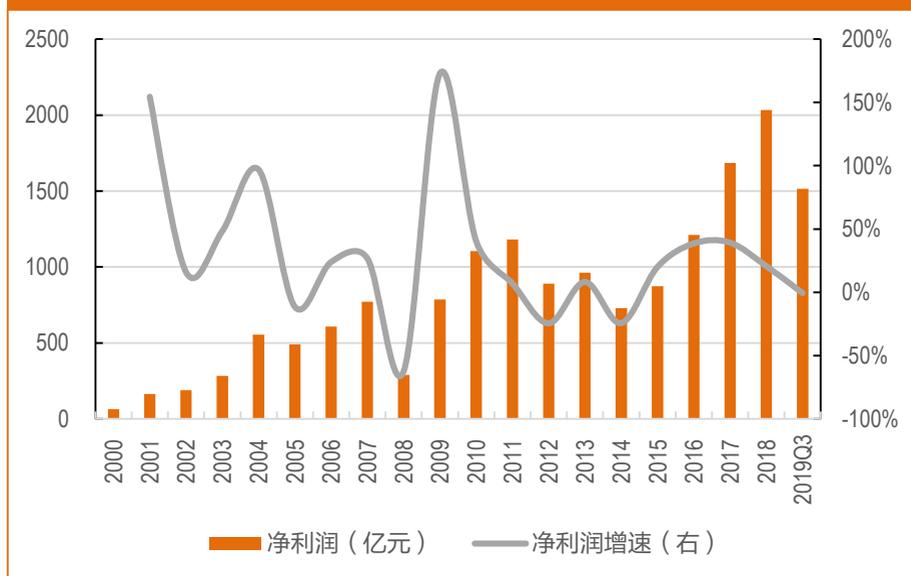
- 2019年前三季度，化工上市公司营收3.8万亿，仅同比增长2.43%，相较于去年全年接近21%的增速大幅下滑；
- 2019年前三季度，化工上市公司净利1515亿，同比下滑0.68%，而去年全年行业同比增长接近21%。

基础化工上市公司营收及增速



数据来源：wind

基础化工上市公司净利及增速

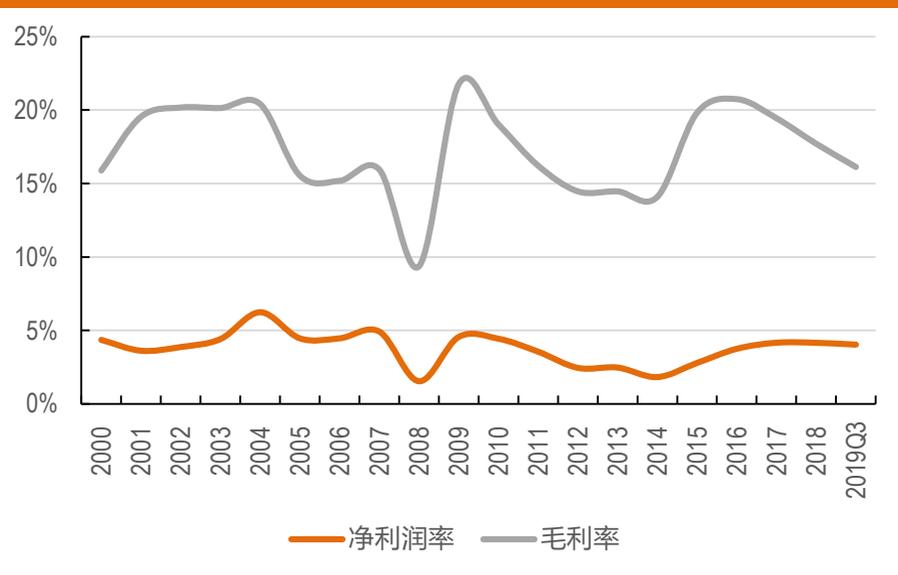


数据来源：wind

1.2 化工品盈利跌至底部区间

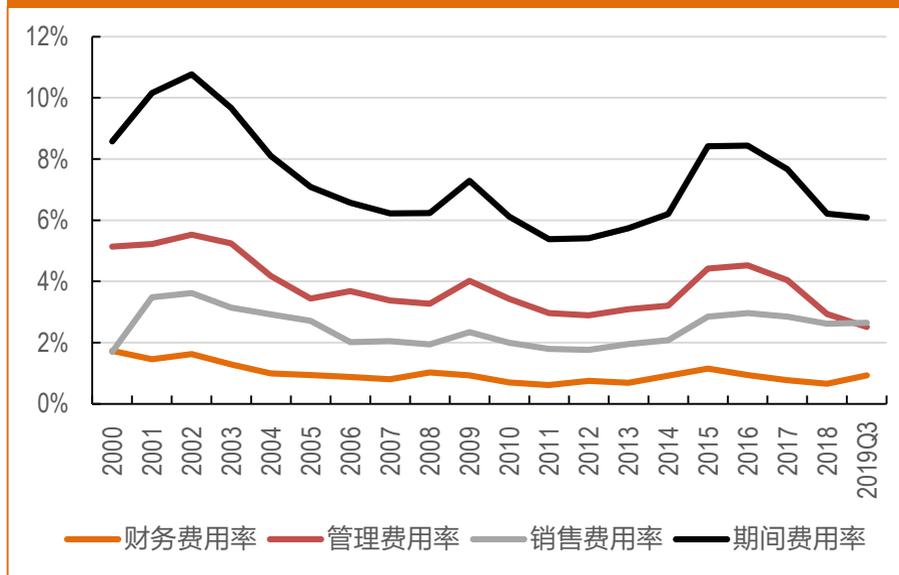
- 2019年前三季度，化工上市公司平均毛利率16.1%，在去年17.7%基础上继续下滑，以上市公司为代表的龙头企业已经跌至微利区间（仅万华化学、华鲁恒升等个别具备较强成本优势的企业，仍能实现较高周期底部利润），假设上市公司平均成本低于非上市公司5%，则侧面反映未上市的主流中小企业已经处于盈亏平衡或亏损的状态，行业盈利处于底部区间。

基础化工上市公司毛利率、净利率



数据来源：wind

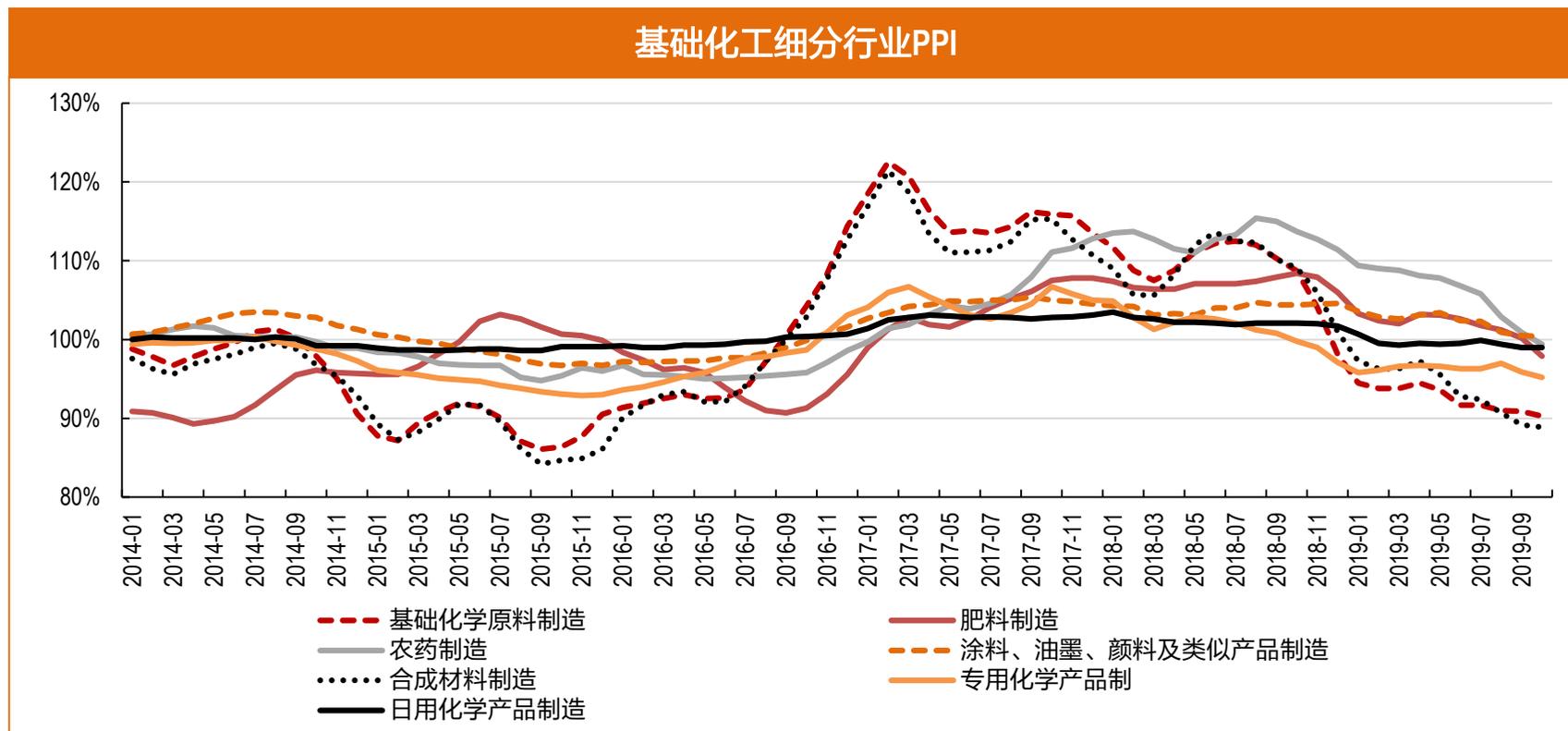
基础化工上市公司期间费用率



数据来源：wind

1.3 营收及盈利下滑主因是价格下跌

- 行业营收及业绩增速大幅下滑，主要原因是产品价格下跌，2019年前三季度，基础化工主流板块价格指数PPI均同比下滑明显。(详见下图)
- 价格下跌驱动因素来自供需两端，需求承压，供给增加，是大部分化工品2019年价格颓势的共同特点。

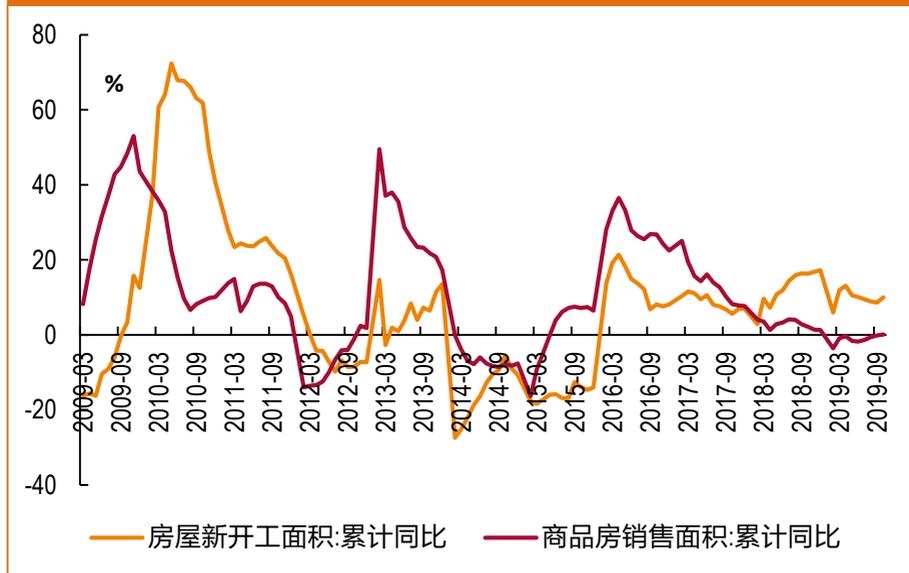


数据来源：wind

1.4 需求：地产销售负增长，汽车需求大幅下滑

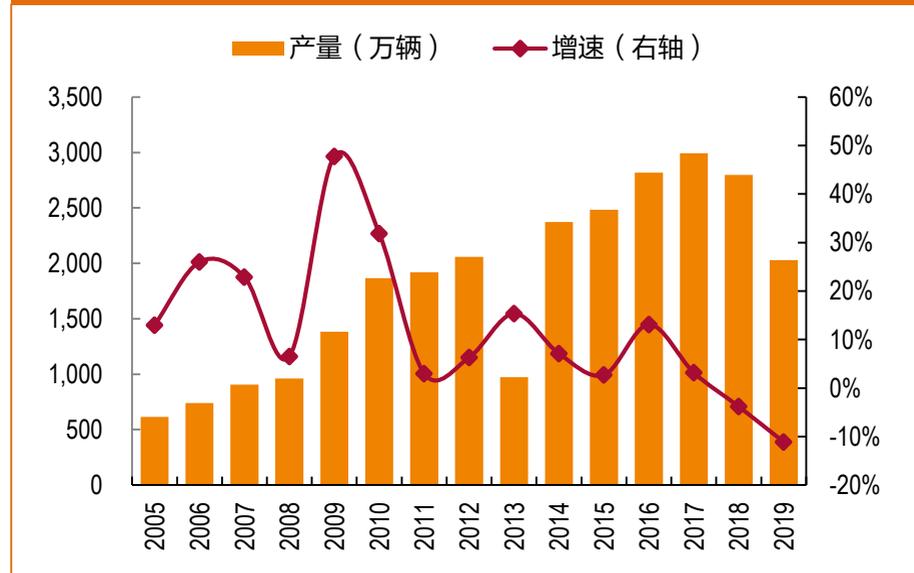
- 地产需求端，虽然地产新开工面积延续2018年正增长状态，但销售面积增速却进入负增长通道，对相关化工品需求形成一定抑制。
- 汽车需求端，2019年行业销量迎来历史性大幅下滑，产量也随着下降11%，前三季度产量合计产量仅2029万辆。汽车作为化工材料一个重要下游，对聚氨酯、有机硅及改性塑料等价格带来冲击。

房屋新开工及销售面积



数据来源：wind

汽车产量及增速

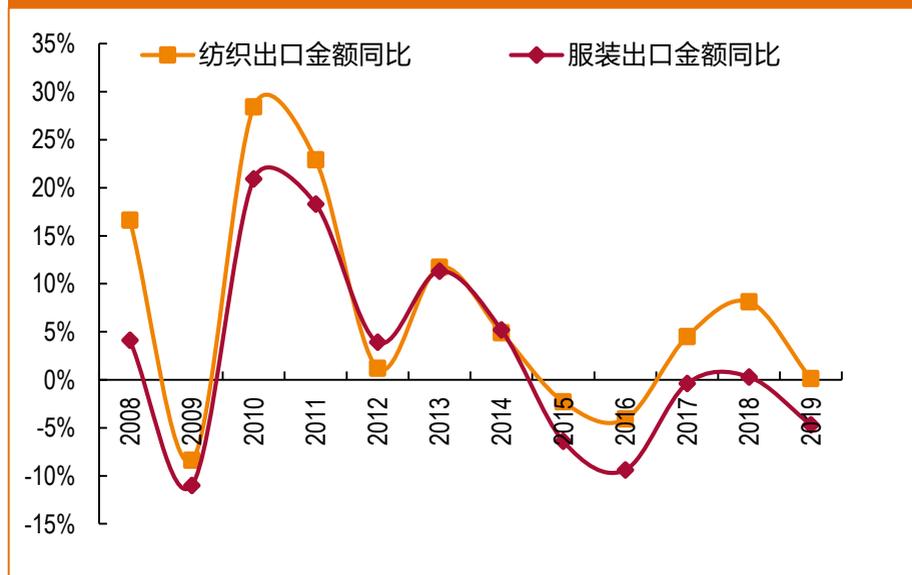


数据来源：wind

1.4 需求：贸易战冲击纺织服装，农业种植仍在周期底部

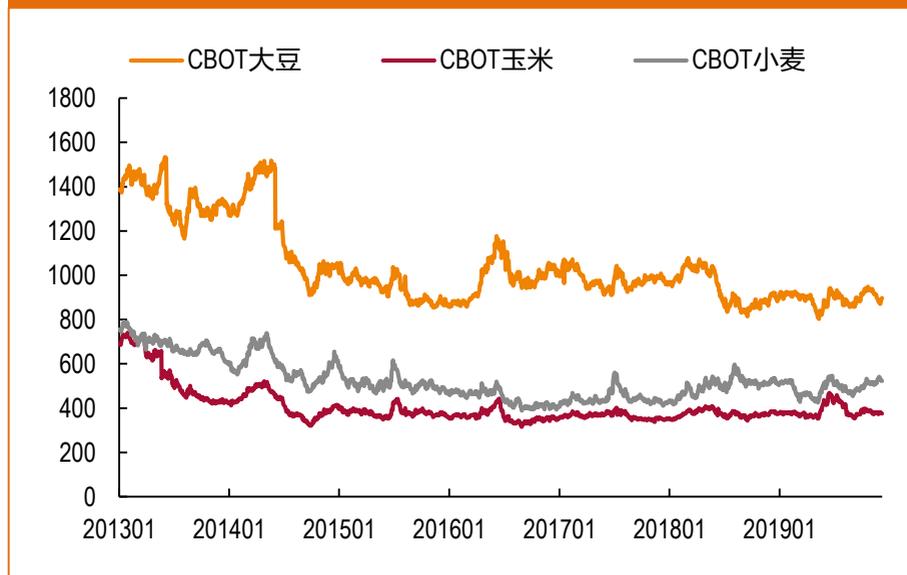
- 纺织服装：2019年贸易战关注实质性落地，叠加各种不确定性扰动下，国内纺织出口额同比零增长，但服装出口受到较大冲击，金额下降4.7%，主要受美国市场拖累。
- 农业：自2012年高景气回落之后，粮食价格近两年一直处在周期底部，大豆、玉米、小麦等主流大田作为对肥料的需求2019年也没有起色，需求端萎靡不振是肥料景气重要压制因素。

纺织服装出口金额增速



数据来源：wind

农产品价格统计

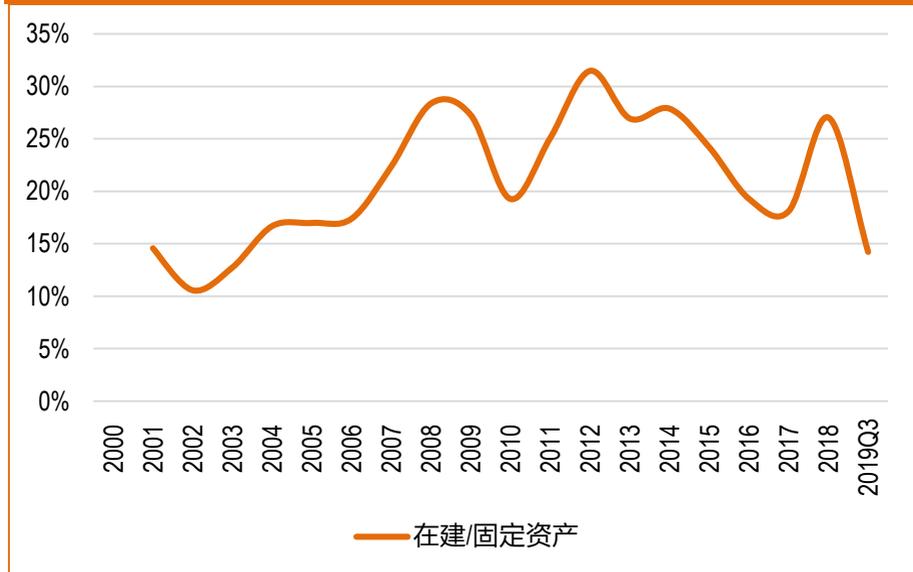


数据来源：wind

1.5 供给：在建工程集中转固，产能周期接近尾声

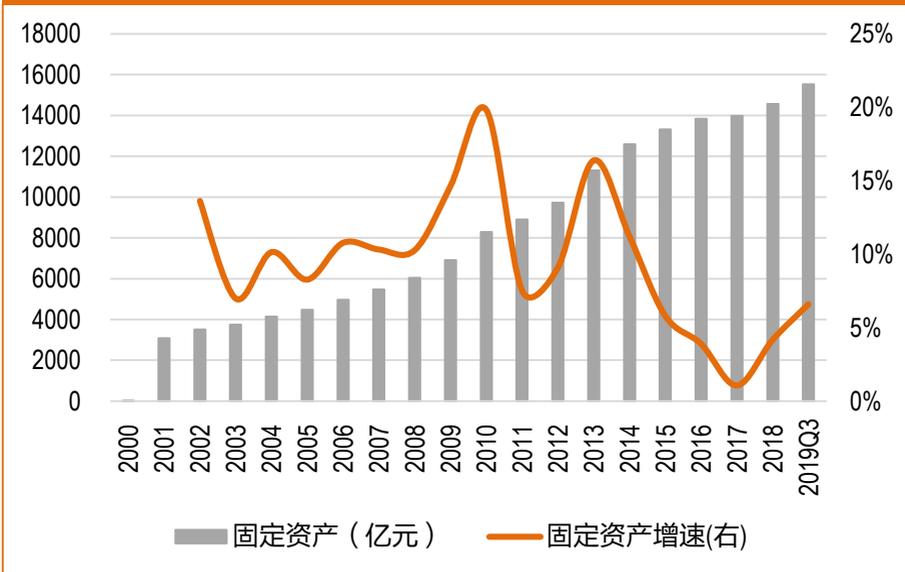
- 2019年以上市公司为代表的龙头企业，2017-2018年的资本开支集中转固，行业固定资产总值大幅增长6.6%，供给增加是今年大部分化工品价格下跌的重要驱动因素。
- 展望2020年，由于在建工程占固定资产比重已从去年底明显下降（见下图），在建工程作为产能的先行指标，预示本轮龙头主导的资本开支周期逐渐接近尾声。

化工上市公司在建工程/固定资产



数据来源：wind

化工上市公司固定资产及增速



数据来源：wind

二、投资策略

- 全球经济低增长，国内安环提升准入门槛背景下，利好具备规模、成本优势的龙头企业
- 寻找周期底部有望景气向上子行业中的具备竞争优势的企业
- 产业趋势良好，需求快速增长的新材料领域具有较大发展机遇



2.1

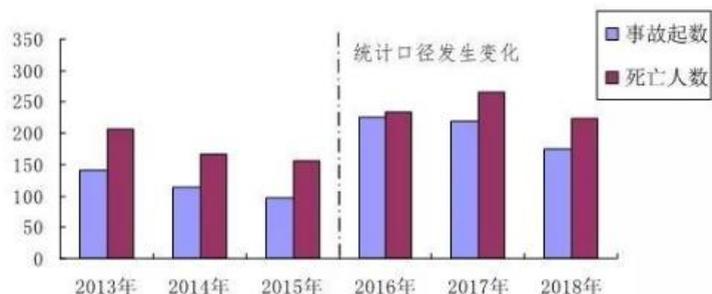
坚守一线龙头，拥抱核心资产



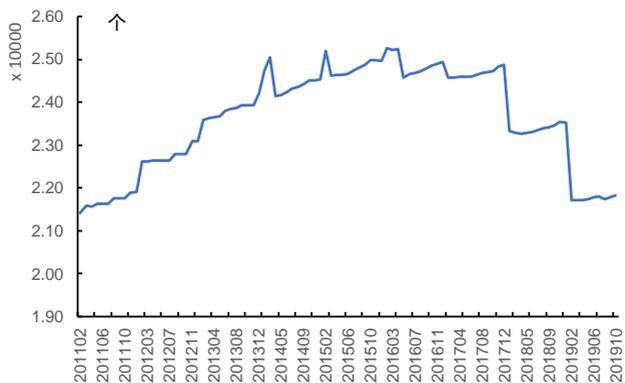
2.1 安全环保监管力度加大，行业集中度将持续提升

- 2016年以来，国内安环重视程度明显提升，成为影响化工行业供给端的重要变量
- 化工事故频发，特别是重大安全事故的发生（“3·21”响水爆炸事故），化工行业安环整治行动持续发酵，对行业供给格局影响深远

国内化工事故起数及死亡人数



国内化学原料及制品企业数量



	《关于开展全省化工企业“四个一批”专项行动的通知》	处于化工园区外的化工生产企业,向化工园区(集中区)搬迁转移,限制类项目产能入园进区必须进行 改造升级 。 《省工业和信息化产业结构调整限制、淘汰目录》规定淘汰的落后工艺及产品,太湖流域保护区内的农药企业,太湖一级保护区内和沿岸重点规划区域、京杭大运河和通榆河清水通道沿岸1公里内无法去迁的化工企业,无备案许可、环评安评手续不全的非法企业,不具备安全生产条件、环保不达标企业 一律关停 。
江苏省	《关于印发江苏省“两减六治三提升”专项行动实施方案的通知》	一律不批 新的化工园区, 一律不批 化工园区外化工企业(除化工重点监测点和提升安全、环保、节能水平及油品质量升级、结构调整以外的改扩建项目), 一律不批 化工园区内环境基础设施不完善或长期不能稳定运行企业的新改扩建化工项目。 新建(含搬迁)化工项目原则上投资额不低于10亿元,禁止新(扩)建农药、医药和科中间体化工项目(96号文要求),所有项目须进入已经依法完成规划环评。 园区外化工企业(除重点监测点化工企业外)只允许在原有生产产品种、产能规模、排放总量不增加的前提下进行安全隐患改造、节能环保设施改造和智能化提升改造。
	《关于印发<江苏省化工产业安全环保整治提升方案>》	确定提出“一园一策” 具体处置意见和整治提升的目标任务。(坚决关闭或取消一批不能达标的化工园区,逐一制定“一园一策”的整治方案,确保园区关闭或取消化工定位全过程有序、安全、稳定。) 禁止 安全风险大、工艺设施落后、本质安全水平低的企业进入化工园区,限制新建剧毒化学品、有毒气体类项目。 大力压减 园区外化工生产企业数量。
	《2019年全省化工产业安全环保整治提升工作目标》	全省共排查出列入整治范围的化工生产企业4022家,计划关闭退出1431家,停产整改267家、限期整改1302家、异地迁建77家、整治提升945家。2019年全省计划关闭退出579家,计划关闭和取消化工定位的化工园区(集中区)9个。
山东省	《山东省打赢蓝天保卫战作战方案暨2013—2020年大气污染防治规划三期行动计划(2018—2020年)》	明确要求济南、淄博、济宁、德州、聊城、滨州、菏泽市7个传输通道城市禁止新建化工园区,加大现有化工园区整治力度。各地已明确的退城企业,要明确时间表,逾期不退城的予以停产。
	《山东省化工重点监控点认定管理办法》	化工园区的认定应当满足生态保护红线、环境质量底线、资源利用上线和环境准入负面清单、山东省渤海和黄海海洋生态红线等相关要求。
	《支持实体经济高质量发展的若干政策》	要求加快化工园区和重点监控点认定工作进度,在省级以上各类园区推动“多评合一”,并在新增建设用地计划等方面给予支持。 文件要求加快化工园区和重点监控点认定工作进度
	《关于印发山东省化工投资项目管理规定》	化工投资项目原则上应在省政府认定的化工园区、专业化园区和重点监控点内实施
浙江省	《打赢蓝天保卫战三年行动计划的通知》	明确提出将禁止新增化工园区,以100个重点工业园区为抓手,推进各类工业园区治理。各地已明确的退城企业,要明确时间表,逾期不退城的予以停产。

2.1 安全环保监管力度加大，行业集中度将持续提升

安环监管
力度加大

- 行业准入
门槛提升
- 安环投入增加
成本提升
- 安环技术处理
水平要求

中小企业

- 不符合标准者被淘汰
- 过往牺牲环境实现盈利的企业丧失竞争力，面临亏损
- 无技术、资金实力新增项目

中大型企业

- 享受短期因市场供给减少涨价带来的利润
- 获取被淘汰者的市场份额
- 依靠技术、成本、资金实力扩大规模、多元发展

• 行业安环规范，长期可
持续全球竞争力提升

• 行业格局有序优化，集
中度提升

• 中大型企业，特别是龙
头企业强者恒强

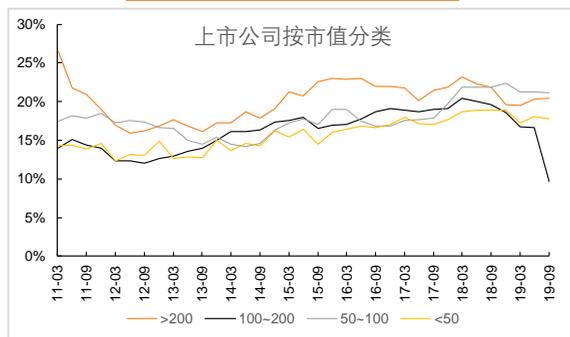
2.1 经济增速整体放缓背景下，存量市场关注具备全球竞争力，抵御周期波动能力强，创新实力支撑扩大业务边界的龙头企业

- 国内外经济增速放缓，增量市场逐渐变为存量市场，行业整体性快速增长阶段已经过去
- 龙头企业通过规模优势、技术优势、资金优势以进行产业链延伸、收购兼并、多元化发展等实现业务扩张和业务边界扩大，强者恒强
- 龙头企业显示出超越行业的成长性与投资回报率；结合国内环保安全管理强度之高，行业门槛提升进一步利于龙头企业发展
- 关注结构性机会，重点推荐综合性、细分子行业龙头企业：**万华化学、华鲁恒升、新和成、扬农化工**

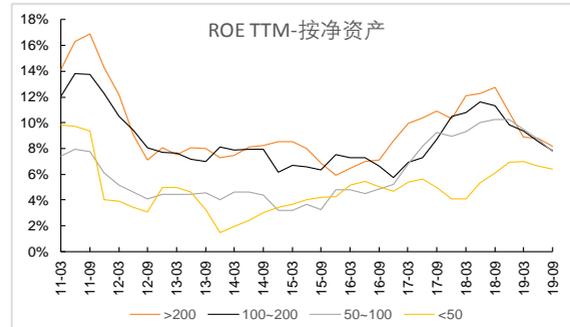
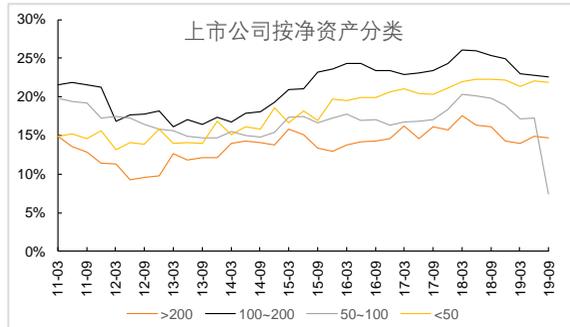
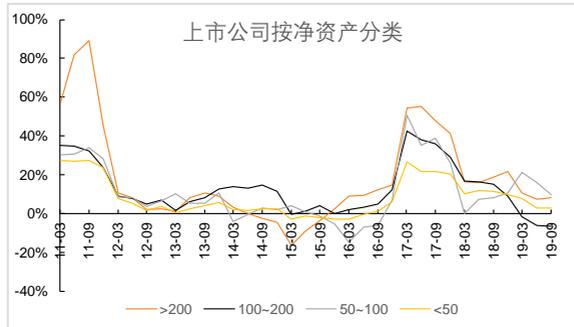
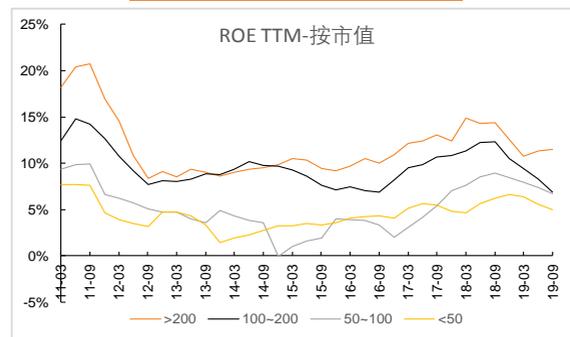
营业收入同比



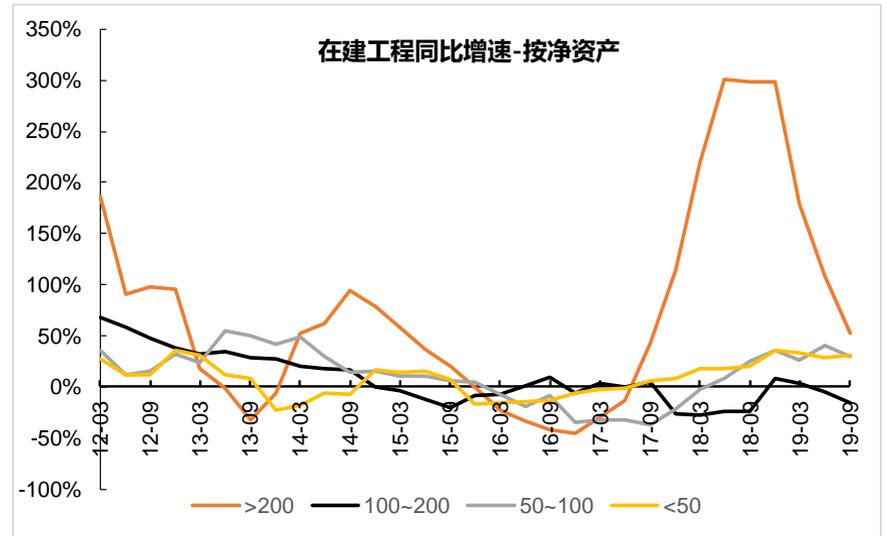
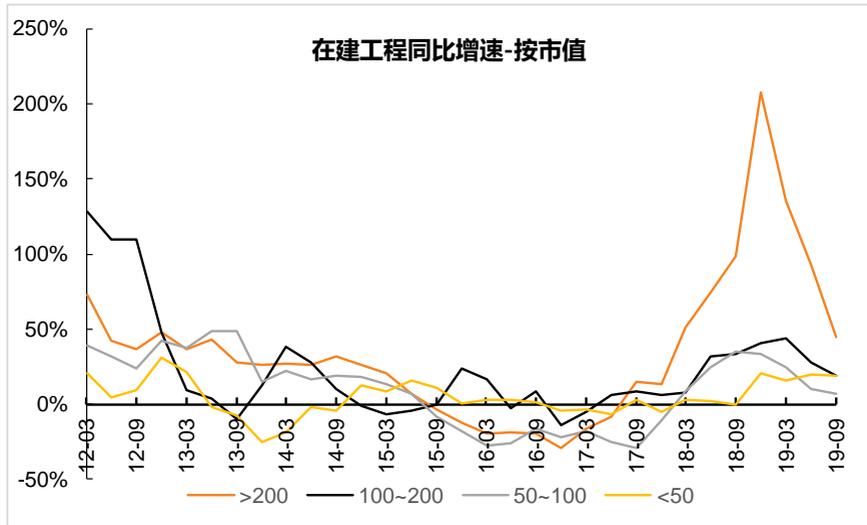
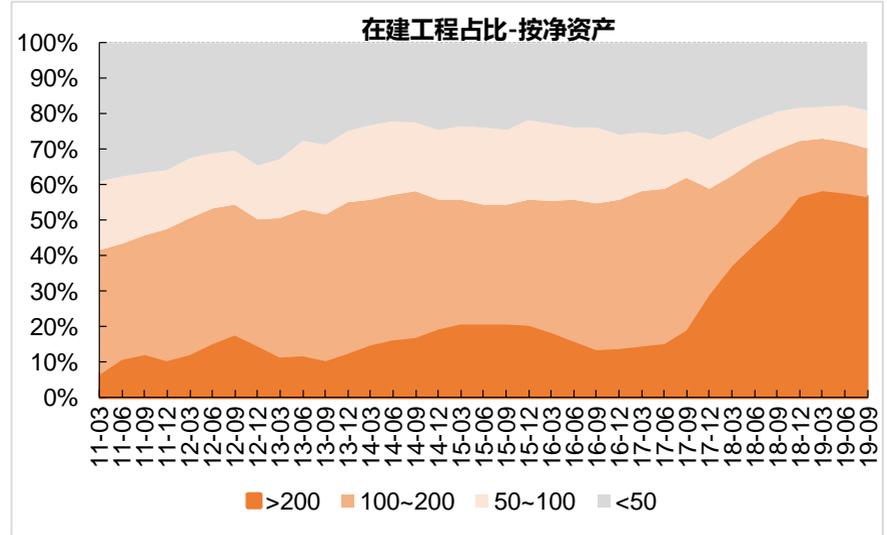
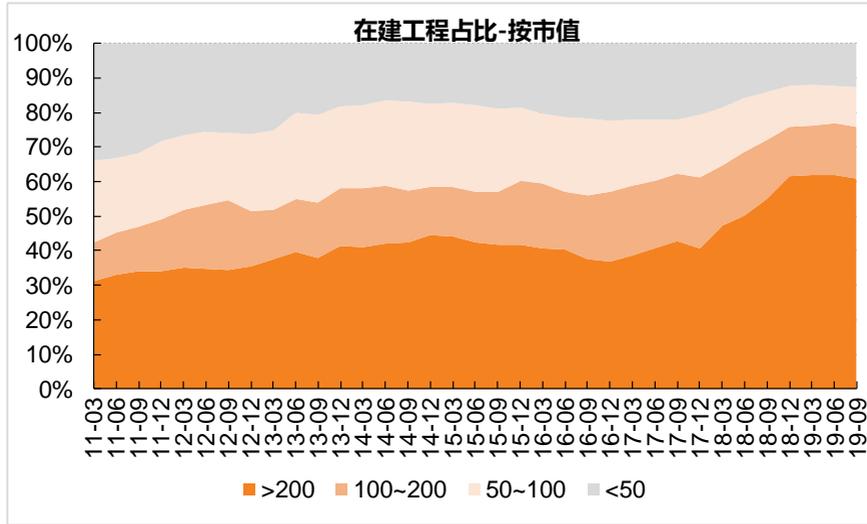
毛利率



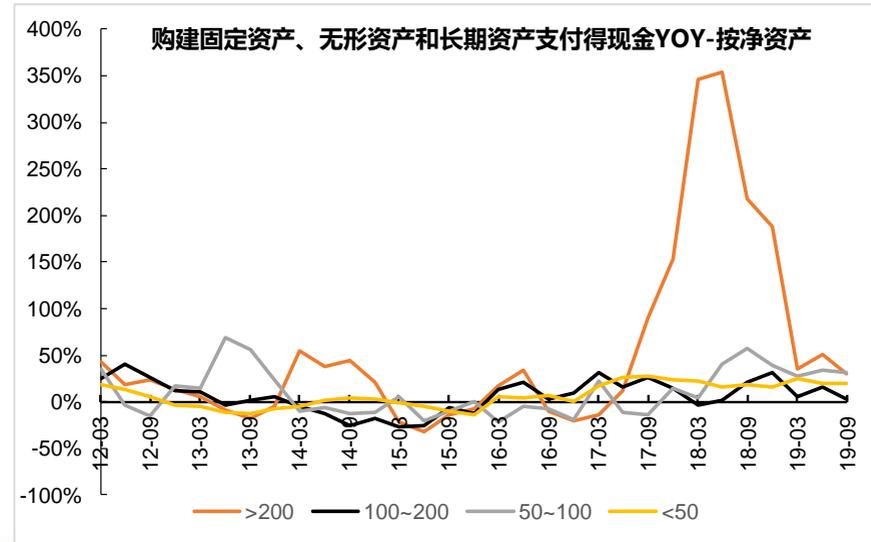
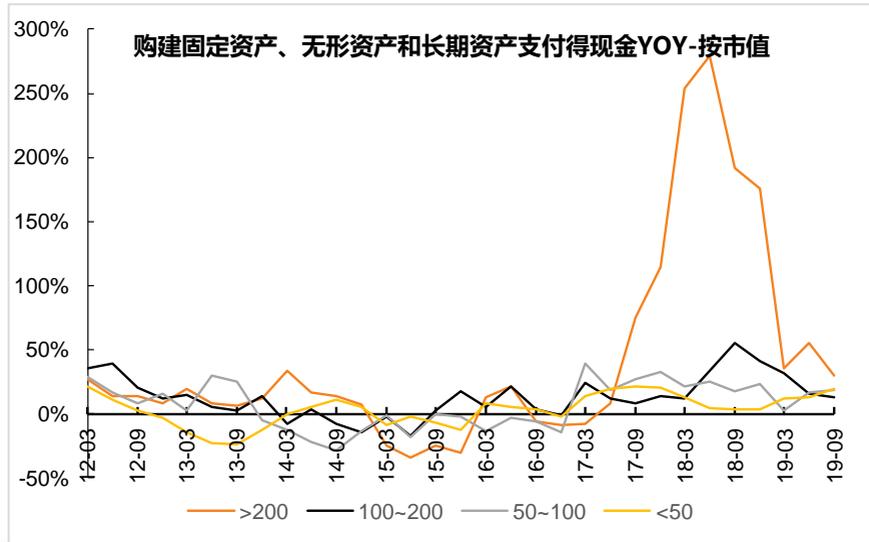
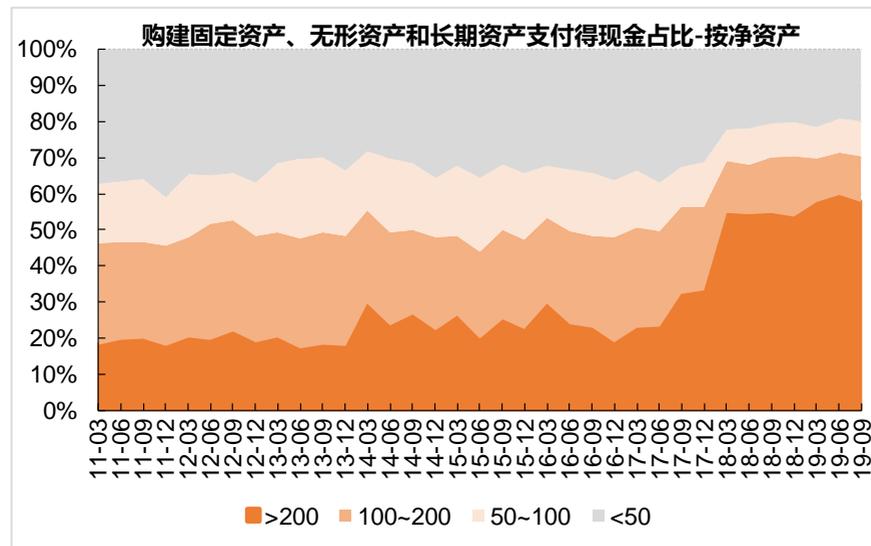
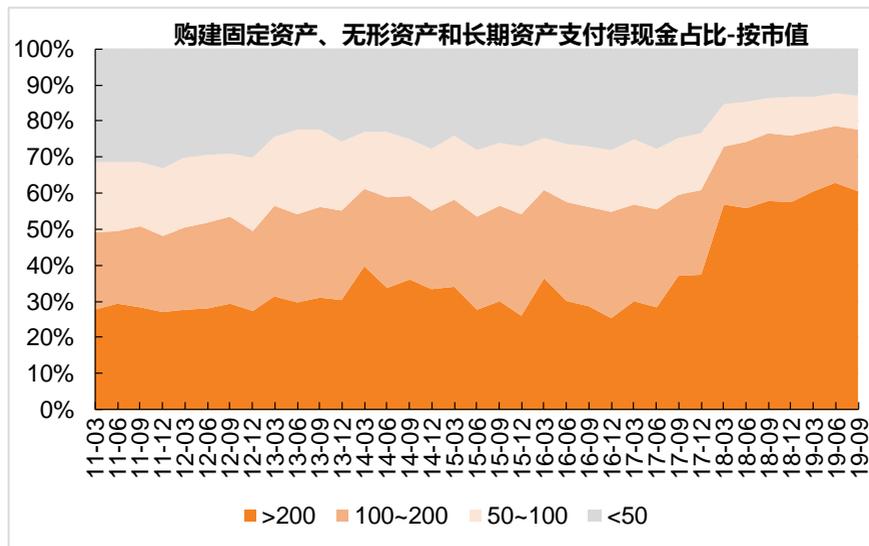
ROE TTM



2.1 经济增速整体放缓背景下，存量市场关注具备全球竞争力，抵御周期波动能力强，创新实力支撑扩大业务边界的龙头企业



2.1 经济增速整体放缓背景下，存量市场关注具备全球竞争力，抵御周期波动能力强，创新实力支撑扩大业务边界的龙头企业



2.2

景气周期角度看子行业投资机会

- 维生素：疫情减弱，补栏带动需求回升，推荐新和成
- MDI行业：本轮产能周期接近尾声，价格有望上涨
- 氨纶行业：景气底部区域已现，新旧产能交替中龙头彰显竞争优势，推荐华峰氨纶
- 农药行业：整体景气偏弱，寻找具备向微笑曲线两端攀升能力的公司，推荐扬农化学、建议关注联化科技
- 粘胶行业：行业严重亏损，黎明前的黑暗，推荐三友化工



2.2 结合景气周期寻找子行业中的具备竞争优势的企业

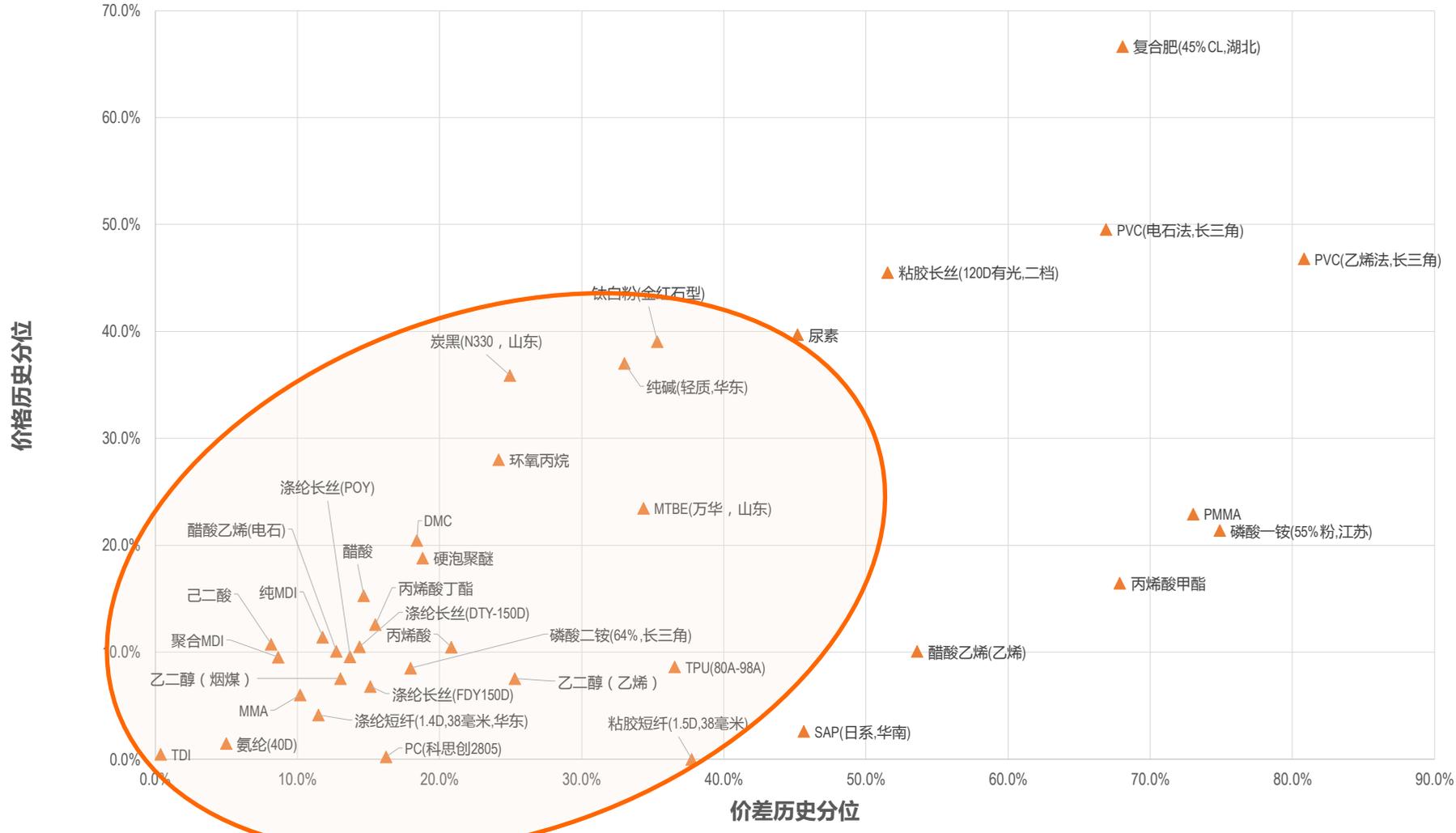
行业层面：多数子行业2020年产能增长有限，无需悲观

单位：万吨，万元/吨

子行业		产能					产量		
		2016	2017	2018	2019	2020E	2016	2017	2018
C1	乙二醇	777	832	1051	1161	1646	502	571	664
	DMF	99	99	99	99	99	64	68	69
	辛醇	212	226	238	244.5	244.5	165	186	198
	醋酸	829	829	835	872	890	654	692	719
C3	环氧丙烷	303	327	321	467	596	260	263	283
	丙烯酸	289	306.5	330.5	332.5	332.5	191	200	216
	丙烯酸丁酯	222.2	220	225	246	246	134	162	168
	SAP	121	123	124	130	130	46	53	60
C4	MTBE	1845	2036	2123	2049	2049	1107	1166	1208
芳烃	己内酰胺	263	363	370	417	477	184	242	283
	己二酸	208	219	251	266	291	128	140	145
氯碱	烧碱	3842	3971	4035	4158	4338	3284	3365	3420
	PVC	2277	2393	2470	2486	2486	1670	1790	1874
	纯碱	2970	3044	3140	3140	3140	2588	2677	2620
化肥	尿素	9429	8584	8404	8448	8448	6990	5836	5019
	磷肥(MAP)	2476	2536	2197	1737	1737	2334	2316	1818
	磷肥(DAP)	2334	2434	1998	2224	2224	1828	1769	1565
	钾肥(氯化钾)	950	950	950	950	950	663	600	623
磷化工	磷矿石	12360	11948	11224	11224	11224	9200	9360	8580
	黄磷	1921	1963	1867	1867	1867	876	793	602
农药	草甘膦	100	94	87	87	87	51	50	51
	草铵膦(全球)	2.2	2.4	3.4	4.7	5.5	1.2	1.8	2.4
聚氨酯	MDI	302	337	337	337	387	203	240	252
	TDI	84	84	119	119	139	80	76	75
	聚醚	522.5	545.8	533	533	533	283	298	316
化纤	涤纶长丝	3346	3487	3740	3994	4454	2367	2599	2903
	涤纶短纤	672	676	723	808	860	447	500	550
	涤纶工业丝	204	204	209	209	244	165	169	173
	氨纶	66	70	80	88	91	51	55	63
	粘胶	377	377	485	535	535	336	345	360
塑料	PC	87.5	87.5	126	126	219	60	63	73
	PMMA	27	27	27	27	27	22	18	18
橡胶	炭黑	736	749	814	824	824	530	490	518
涂料	钛白粉	359	371	394	409	429	260	287	295
硅化工	有机硅	280	309	309	344	374	164	196	230
维生素	维生素A(全球)	2.88	2.98	2.98	2.98	3.13			
	维生素E(全球)	9.3	11.3	12.3					
	蛋氨酸(全球)	154	159	171	209	230			

2.2 结合景气周期寻找子行业中的具备竞争优势的企业

行业层面：多数主要大宗化学品价格、价差处于历史较低水平

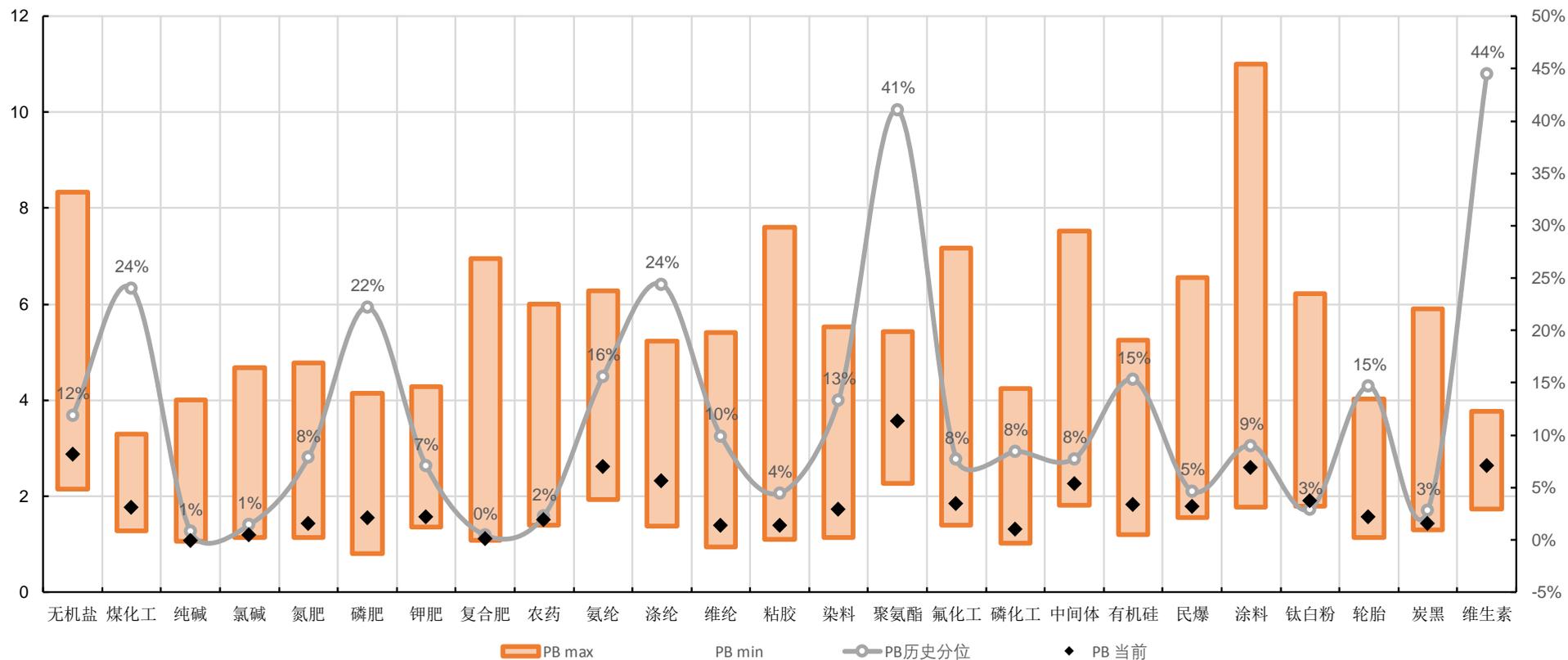


资料来源：卓创资讯，百川咨询、中纤网、wind，天风证券研究所

2.2 结合景气周期寻找子行业中的具备竞争优势的企业

上市公司数据维度：主要子行业历史PB情况（2012年以来）

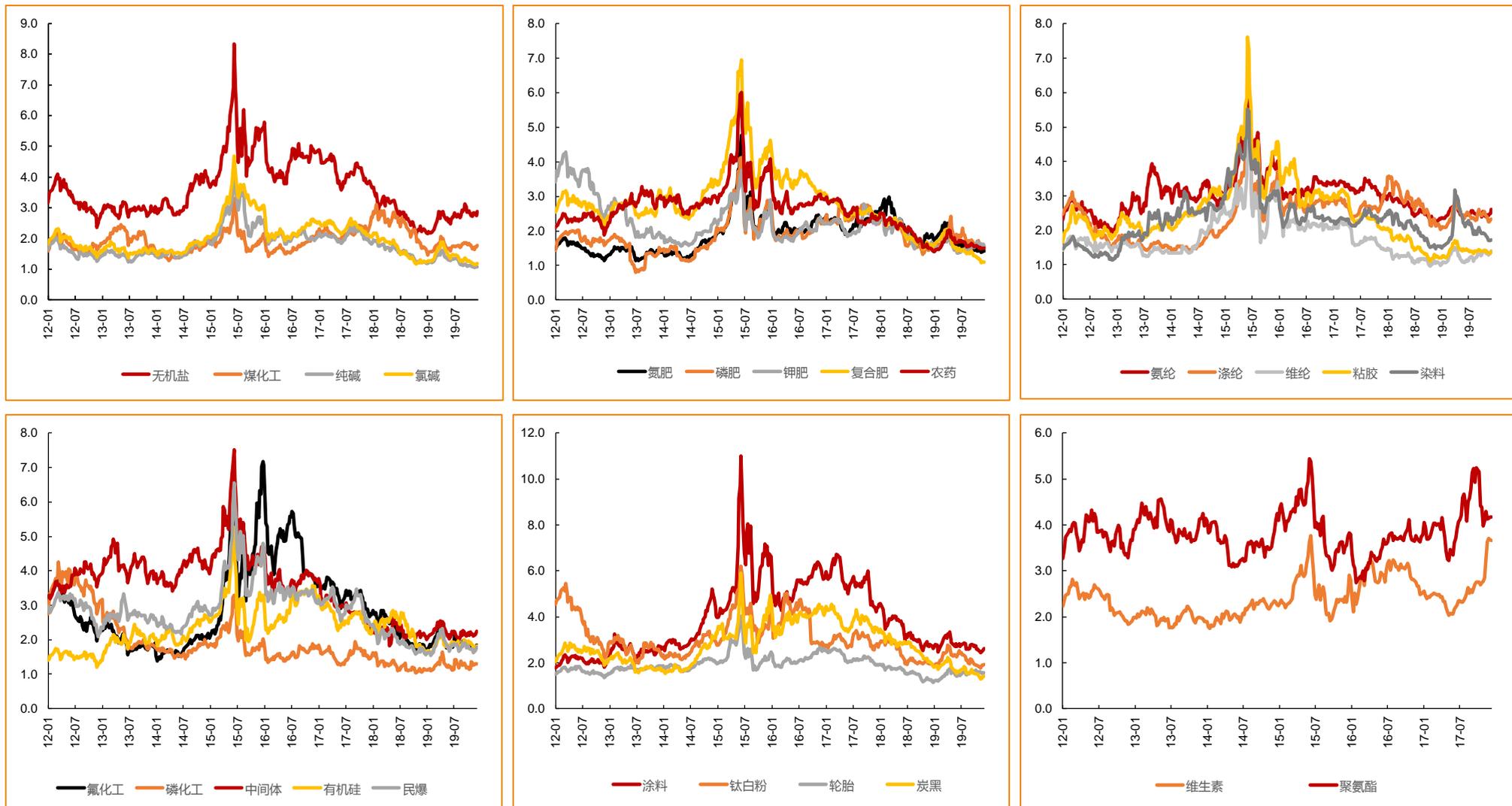
- 多数细分子行业估值整体处于历史较低水平
- 聚氨酯、维生素当前PB距离2012年以来40%左右分位位置
- 两碱、复合肥、农药、粘胶、钛白粉、炭黑等子行业当前PB接近历史低点



备注：我们选取2016年1月1日以上市且具有连续可比口径财务数据的基础化工企业作为统计样本（即2015年后数据均可比），子行业数据分析皆基于此样本数据。

2.2 结合景气周期寻找子行业中的具备竞争优势的企业

上市公司数据维度：主要子行业历史PB情况（2012年以来）



备注：我们选取2016年1月1日以上市且具有连续可比口径财务数据的基础化工企业作为统计样本（即2015年后数据均可比），子行业数据分析皆基于此样本数据。

2.2 结合景气周期寻找子行业中的具备竞争优势的企业

上市公司数据维度：大宗化学品主要子行业滚动ROE

- 各细分子行业需求决定反弹时点，观察ROE变化判断需求是否实质回暖
- 多数子行业2018年四季度步入调整期
- 推荐景气维持高位的**维生素行业（新和成）**；景气有望底部向上品种：**氨纶（华峰氨纶）、粘胶（三友化工）**；关注景气整体偏弱但存结构性机会的**农药行业（扬农化工、联化科技）**

子行业	2016 Q1	2016 Q2	2016 Q3	2016 Q4	2017 Q1	2017 Q2	2017 Q3	2017 Q4	2018 Q1	2018 Q2	2018 Q3	2018 Q4	2019 Q1	2019 Q2	2019 Q3	周期位置	景气判断	PB历史分位
无机盐	-0.3%	1.3%	4.3%	7.5%	9.5%	10.7%	10.2%	10.1%	10.1%	11.6%	11.5%	12.0%	12.1%	11.7%	11.4%	下行周期		12%
煤化工	5.0%	1.2%	-2.5%	-1.5%	-0.5%	2.8%	6.9%	8.3%	11.1%	15.1%	17.8%	16.6%	15.1%	12.9%	9.9%	下行周期	存结构性机会	24%
纯碱	3.6%	3.5%	3.1%	-0.9%	2.6%	3.9%	6.4%	9.9%	8.7%	11.9%	11.0%	11.5%	10.8%	7.5%	6.8%	下行周期		1%
氯碱	3.9%	4.5%	5.2%	5.8%	7.8%	8.6%	8.8%	5.1%	4.8%	6.3%	7.5%	11.3%	10.9%	9.3%	7.8%	下行周期		1%
氮肥	-0.2%	-2.7%	-4.9%	-8.7%	-6.4%	-3.4%	0.1%	4.4%	7.3%	11.4%	13.5%	15.9%	13.1%	10.4%	1.1%	下行周期		8%
磷肥	-1.9%	-8.4%	-16.5%	-38.1%	-35.0%	-34.4%	-24.1%	4.6%	5.5%	11.1%	5.7%	-2.1%	-1.5%	-0.3%	-0.2%	下行周期		22%
钾肥	2.7%	2.5%	2.9%	3.4%	2.3%	1.4%	0.9%	-8.6%	-8.4%	-9.7%	-9.6%	-6.0%	-6.0%	-4.4%	-5.3%	底部区域		7%
复合肥	13.7%	13.3%	11.4%	8.9%	8.6%	7.6%	6.3%	6.6%	6.6%	6.6%	7.1%	6.2%	5.2%	4.6%	3.8%	底部区域		0%
农药	6.5%	5.7%	5.0%	5.0%	5.9%	7.3%	10.3%	11.0%	14.7%	13.6%	10.8%	8.6%	5.8%	5.5%	6.2%	偏弱运行	存结构性机会	2%
氨纶	5.2%	-5.1%	-5.7%	-4.5%	-3.0%	7.5%	8.0%	9.0%	9.1%	10.2%	10.7%	9.9%	9.6%	9.0%	9.3%	偏弱运行	有望向上	16%
涤纶	4.1%	5.8%	9.7%	11.9%	13.0%	12.7%	12.7%	12.2%	12.5%	12.0%	14.4%	9.2%	8.2%	10.6%	10.7%	相对高位		24%
维纶	2.9%	3.6%	3.8%	3.1%	3.1%	2.8%	2.8%	2.0%	1.7%	2.1%	2.4%	2.8%	3.2%	4.6%	6.1%	相对高位		10%
粘胶	13.7%	11.3%	6.0%	6.6%	7.3%	6.6%	5.5%	-0.3%	-2.0%	-2.3%	-3.0%	2.2%	1.5%	0.1%	-1.9%	底部区域	有望向上	4%
染料	12.6%	11.6%	11.6%	13.9%	14.8%	13.4%	14.3%	13.2%	14.2%	16.0%	16.6%	16.4%	16.9%	16.8%	16.1%	下行周期		13%
聚氨酯	9.3%	11.7%	16.6%	24.6%	31.6%	38.0%	43.4%	44.2%	46.8%	45.7%	39.5%	32.7%	26.9%	23.7%	21.9%	下行周期	存结构性机会	41%
氟化工及制冷剂	3.6%	4.9%	4.7%	6.7%	8.6%	8.9%	10.2%	8.6%	9.6%	12.1%	13.0%	14.6%	13.8%	10.5%	8.9%	下行周期		8%
磷化工及磷酸盐	1.5%	1.6%	1.7%	2.9%	3.7%	5.0%	6.7%	7.6%	7.7%	8.7%	9.3%	8.2%	7.3%	6.1%	5.6%	下行周期		8%
有机硅	-2.6%	-1.0%	0.7%	3.8%	5.4%	6.6%	6.8%	8.9%	11.0%	14.4%	18.8%	15.8%	14.2%	11.2%	8.5%	下行周期		15%
中间体	11.4%	10.9%	8.5%	4.9%	4.3%	4.0%	4.2%	4.6%	5.8%	6.1%	8.1%	9.6%	10.6%	10.6%	9.9%	相对高位	存结构性机会	8%
民爆用品	4.2%	3.6%	3.6%	3.8%	4.3%	4.7%	5.0%	5.4%	5.2%	5.9%	6.3%	6.2%	6.4%	6.6%	6.9%	相对高位		5%
涂料油漆油墨制造	10.4%	7.6%	7.1%	10.8%	10.1%	9.9%	9.9%	6.1%	6.9%	7.4%	7.3%	6.0%	5.9%	5.6%	5.6%	底部区域		9%
钛白粉	-0.3%	0.0%	1.2%	5.7%	12.0%	12.9%	16.3%	17.6%	16.8%	16.7%	16.5%	14.8%	14.8%	13.9%	15.0%	相对高位		3%
轮胎	4.3%	3.9%	4.2%	5.6%	4.2%	2.3%	1.3%	-1.0%	-0.5%	1.5%	2.9%	5.8%	7.2%	8.1%	9.2%	相对高位		15%
炭黑	-2.5%	-2.8%	0.6%	5.2%	9.8%	14.2%	14.2%	15.6%	17.4%	16.9%	17.0%	13.3%	8.2%	3.2%	-0.3%	底部区域		3%
维生素	12.7%	15.5%	20.2%	27.6%	27.6%	26.8%	24.7%	23.2%	31.2%	40.7%	44.8%	48.8%	42.9%	38.7%	33.8%	相对高位	有望维持	44%

备注：我们选取2016年1月1日以前上市且具有连续可比口径财务数据的基础化工企业作为统计样本（即2015年后数据均可比），子行业数据分析皆基于此样本数据。

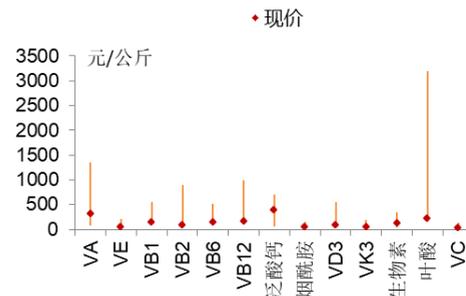
维生素：疫情减弱，补栏带动需求回升

- 大部分维生素均主要用于动物饲料，占比约6-7成
- 全球肉类消费每年保持2%-3%稳定增长，饲料需求亦保持平稳增长
- 维生素添加量占饲料比例仅1%-2%，供给和需求均较为刚性，因此维生素价格易暴涨暴跌
- 受猪瘟疫情影响，维生素需求下滑，大部分维生素均处于历史价格底部
- 农业农村部数据显示11月生猪存栏首次企稳回升环比增长2%，能繁母猪环比增长4%，猪饲料产量环比增长6.9%连续3月环比增长，补栏增养信心持续增强。政策大力推动下，预计维生素需求明年将持续回升

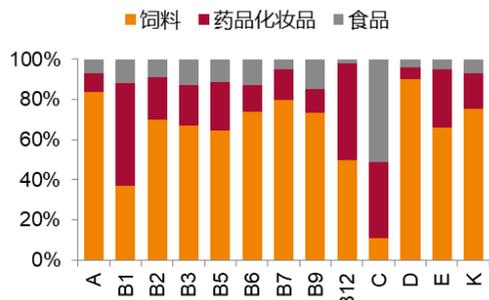
生猪存栏今年首次环比回升



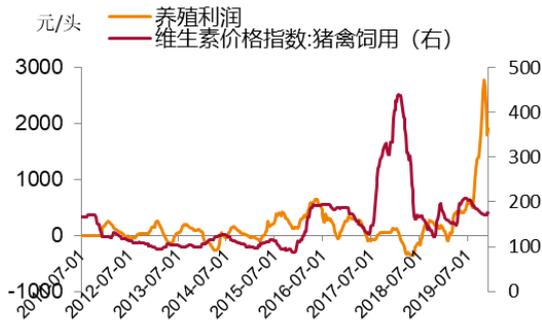
大部分维生素价格处于历史低位



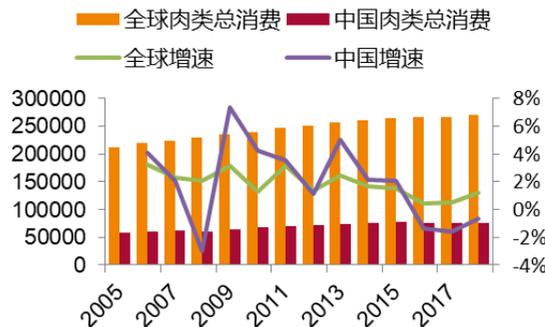
大部分维生素需求以饲料为主



生猪养殖利润带动维生素价格



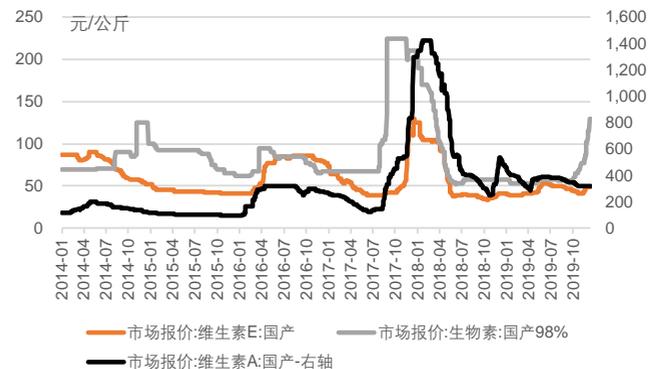
全球肉类消费平稳增长



维生素：疫情减弱，补栏带动需求回升

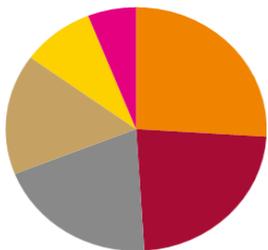
- 供给收缩，看好生物素、VE和VA涨价
- 生物素：盐城事故后海嘉诺和浙江医药停产至今仍未复产，圣达生物、新和成和杭州科兴名义产能12000吨，全球需求11500吨，供给短缺缺口，价格大幅上涨。现价130元/公斤底部上涨130%。标的：新和成、圣达生物
- VE：帝斯曼收购能特，行业集中度显著提升格局重塑。能特停产技改至明年3季度，间甲酚供应短缺帝斯曼和北沙宣布减产，VE供给短缺。现价48.5元/公斤，底部上涨18.3%。标的：新和成、浙江医药
- VA：近十年没有新进入者，供给偏紧全球开工率85%左右。巴斯夫装置故障目前低开工率明年下半年停产。供给短缺，VA价格明年将稳步上涨。标的：新和成、浙江医药、金达威

VA/VE/生物素价格走势



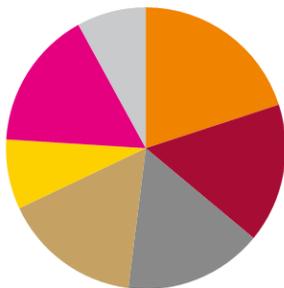
VA供给高度集中

■ 帝斯曼 ■ 巴斯夫 ■ 新和成
■ 安迪苏 ■ 金达威 ■ 浙江医药



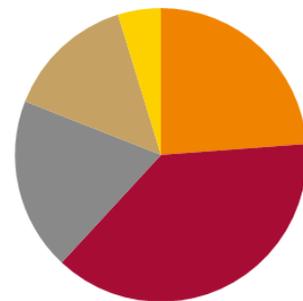
VE供给高度集中

■ 帝斯曼
■ 巴斯夫
■ 浙江医药
■ 新和成
■ 北沙制药
■ 益曼特
■ 海嘉诺



生物素供给高度集中

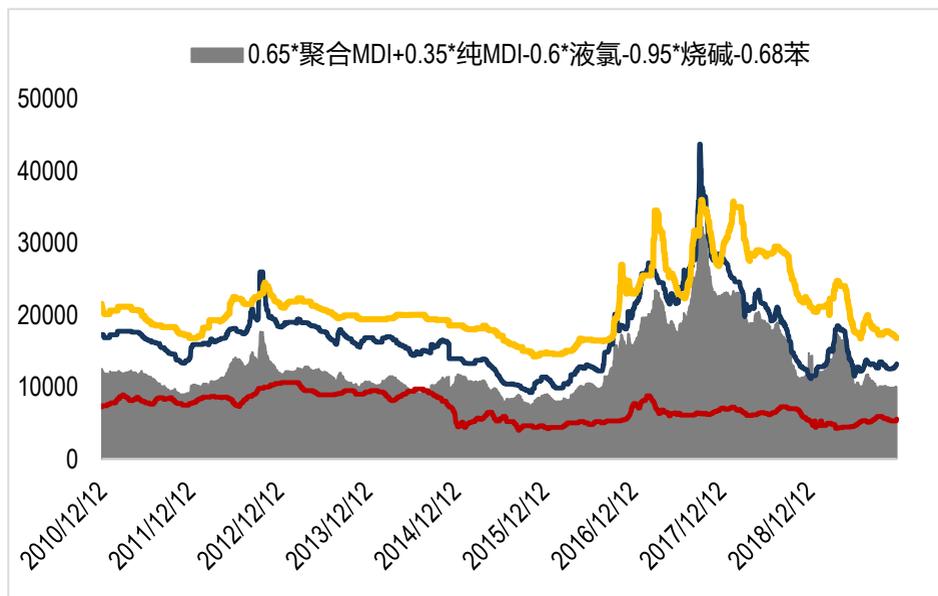
■ 圣达
■ 新和成
■ 浙江医药
■ 海嘉诺
■ 科兴



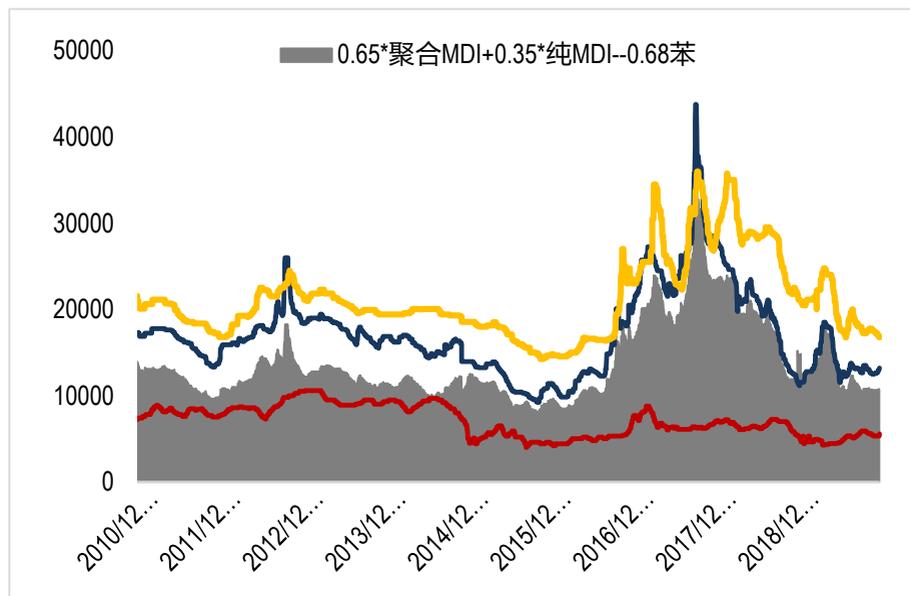
MDI行业：本轮产能周期接近尾声，价格有望上涨

- 目前价格、价差处于历史底部区间：聚合MDI1.2-1.3万/吨，纯MDI1.7w/吨。
- 目前产品盈利是历史低位区间：1) 万华：0.68*苯+3200元加工费+1500元三费=约8600元完全成本；2) 外资工厂我们预计高于万华15%以上。
- 2020年价格有望上涨：1) 我们预计全球需求增长3%-4%（20-30万吨）；2) 新增产能我们没有统计到；3) 主流工厂竞争策略的调整可能。

MDI价差处于低位（非一体化工厂）

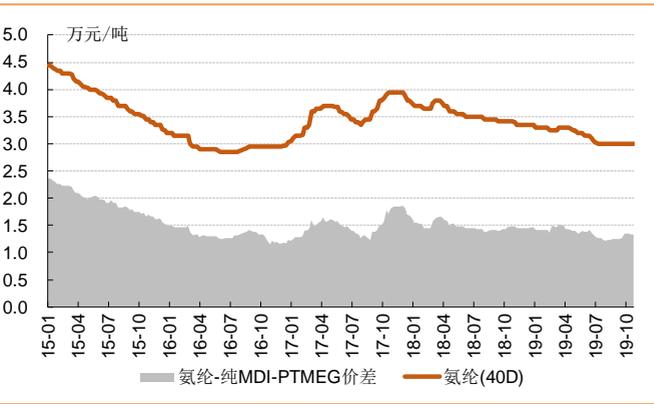
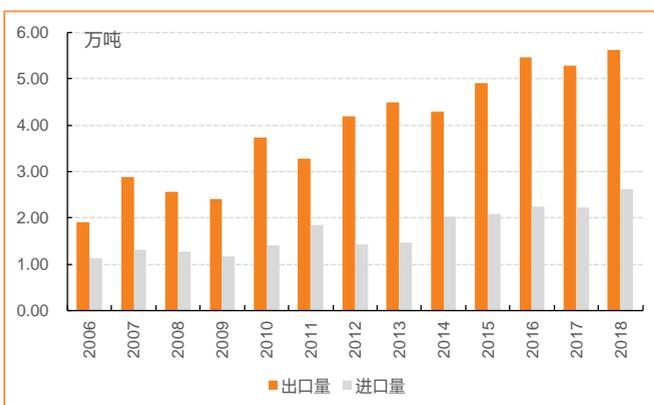
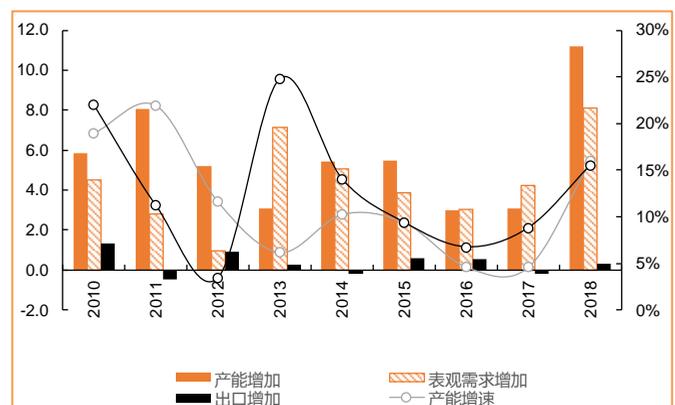
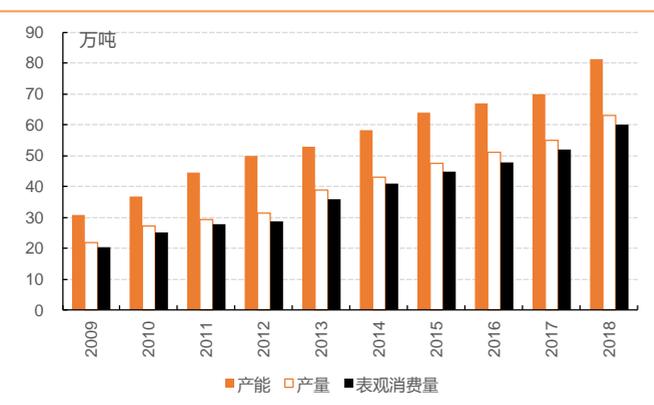


MDI价差处于低位（一体化工厂）



氨纶行业：景气底部区域已现，新旧产能交替中龙头彰显竞争优势

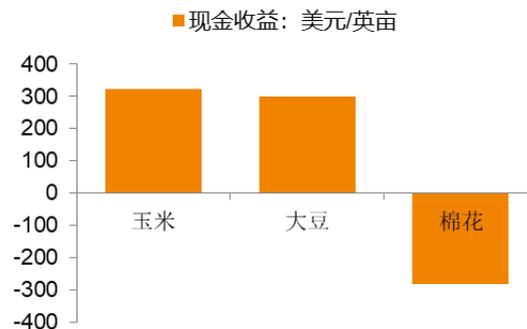
- 氨纶行业经历2011年前快速扩张后，目前产能扩张逐步有序，新增产能有限且集中于少数头部企业
- 2011-2018年，行业产能复合年均增速约为9%，低于约11%的表观消费量复合年均增速；行业开工负荷由2011年的65%提升至2018年78%。
- 当前产品价格及盈利已处于历史底部水平，除个别龙头企业外，行业整体预计已普遍亏损，后续伴随供需格局之改善，行业景气有望逐步进入上行通道



粘胶行业：行业严重亏损，黎明前的黑暗

- 国内棉价（3128B）年初至今下跌18%至12600元/吨，主要原因是中美贸易战导致全球纺织品需求下滑，国储今年抛储100万吨加剧了国内棉花的供需失衡
- 国内棉价有望上行：1、国储抛储结束，2020年开始补库存；2、新疆补贴目标价17-19年为1.86万元，2020年补贴政策或将调整。不考虑补贴棉花成本约1.6万元，大幅高于现货价格
- 当前国际棉价下，美国植棉收益大幅低于大豆和玉米，若1季度棉价没有反弹，美国植棉面积或将明显降低，进而改善全球棉花供需格局
- 看好粘胶短纤价格触底回升：推荐三友化工，关注中泰化学。粘胶短纤价格每上涨1000元，年化净利润分别增加6亿元和5.26亿元，EPS分别增厚0.29元和0.25元。

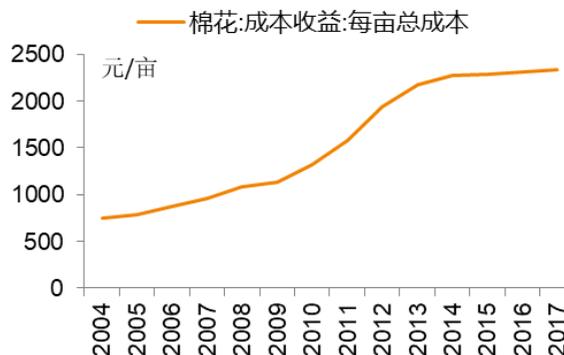
美国植棉收益大幅低于大豆玉米



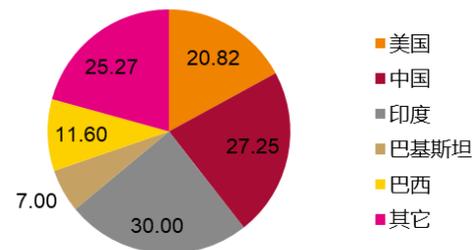
国内棉价降至历史底部



中国植棉成本持续上升



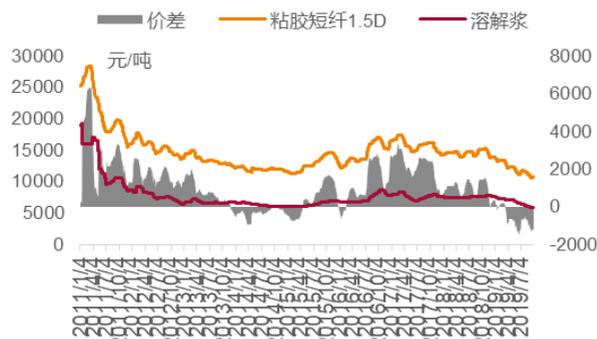
全球棉花产量集中在中美印三国



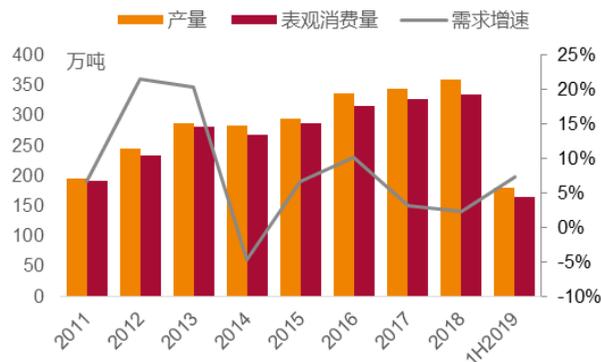
粘胶行业：行业严重亏损，黎明前的黑暗

- 粘胶短纤是天然纤维，兼具天然纤维的舒适和合成纤维的功能性，与棉花替代性强
- 需求快速增长：11年至今国内粘胶短纤需求从192万吨增长至2018年334万吨，年均增速8.3%，19年上半年国内消费量167万吨，同比增长8.5%，出口增长11%
- 18年产能大幅扩张，粘胶短纤开工率仅67%创10年来新低，价格9月中旬跌至10600元/吨，25年来新低
- 据测算粘胶短纤行业现价平均吨亏损约1600元/吨。严重亏损导致大量二三线企业停产，萧山富丽达、吉林化纤、舜泉等产能长期停产
- 龙头逆势扩张：赛得利收购江西龙达和江苏翔盛、丝丽雅收购玛纳斯澳洋、三友化工和中泰化学持续扩产。三大龙头赛得利110万吨，三友80万吨，中泰化学70万吨，CR3产能占比已达53.4%，CR5占比67.6%
- 行业巨亏，除18年上马项目19年4季度投产外，暂无新增产能，扩产接近尾声
- 外棉-粘胶短纤平均约1000元/吨，目前价差约3500元/吨，接近历史高位

粘胶短纤价格降至历史底部



粘胶短纤需求快速增长



棉花与粘胶短纤价差升至历史高位

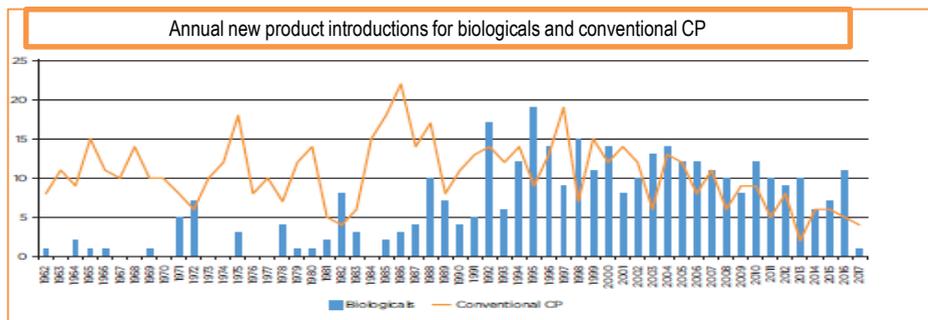
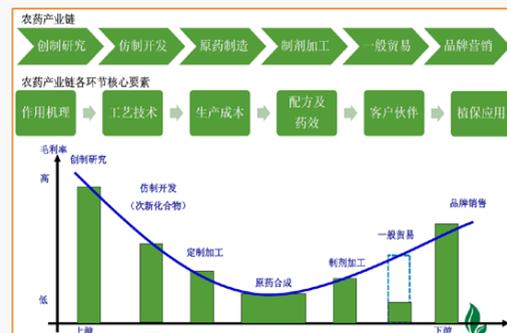


农药行业：整体景气偏弱，寻找具备向微笑曲线两端攀升能力的公司

- **全球：**终端需求较为稳定；形成美（科迪华、FMC）、欧（拜尔孟山都、巴斯夫）、中（SAS联盟、UPL）的新格局；新药研发难度大、效率降低
- **国内：**
 - 产能转移红利整体减弱，跨国公司采购再分配
 - 农药使用“零增长”推进之下国内用量减少；出口市场形势依旧严峻
 - 环保持续高压，企业面临升级考验
- **个股层面：**挑选具备产业链拓展能力、品类持续扩张能力，且公司质地及历史表现优良的企业，重点推荐：**扬农化工**；建议关注：**联化科技**

全球农药销售额年均复合增速
(10年为单位)

每10年	年均复合增长率
1960-1970	12.30%
1970-1980	15.70%
1980-1990	8.60%
1990-2000	0.80%
2000-2010	4.50%
2010-2018	4.90%



2.3

产业趋势向上的新材料领域



锂电材料：增长加速，盈利触底有望回升

- 补贴退坡，国内电动汽车销量增长放缓，前10月产量98.3万辆同比增长11.7%，预计全年销量120万辆同比下滑5%
- 工信部发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）》（征求意见稿），目标到2025年，新能源汽车销量占比达到25%，以此测算，2020-2025年新能源汽车复合增速需达到30%以上，行业仍将保持快速增长
- 欧洲碳排政策日益趋严，天风电新组预测2020年欧洲电动车销量94万辆，2025年销量达到348万辆，2020-2025年复合增速30%
- 近几年国内电解液和隔膜技术进步，大幅缩小与国际厂商的差距，出口比例持续提升。根据高工锂电统计，前三季度，中国电解液产量13.48万吨，同比增长35%，隔膜产量18.6亿平同比增长42%

19年前10月电动汽车销量同比增长11.5%



前三季度电解液产量同比增长35%



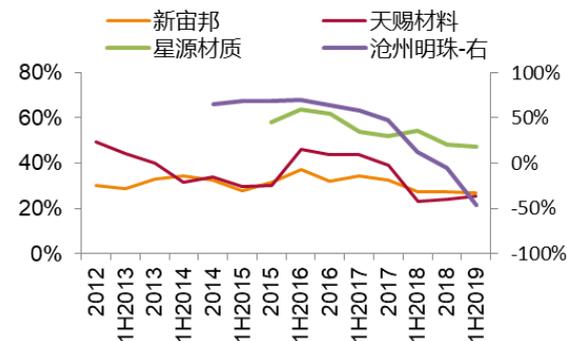
前三季度隔膜产量同比增长42%



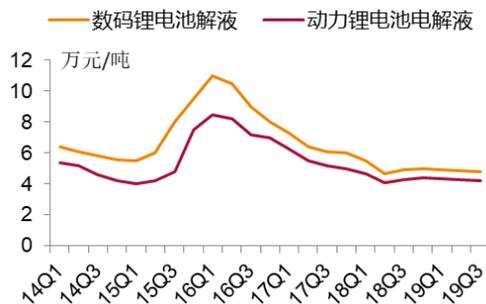
锂电材料：增长加速，盈利触底有望回升

- 近几年电解液和隔膜价格持续下跌，行业洗牌加速，龙头公司的市场份额持续提升。据GGII数据，19年3季度，国内电解液、湿法隔膜和干法隔膜前3大厂商市场份额较18年底分别提升6PCT/3PCT/13PCT
- 中小电池厂商资金危机加速锂电材料行业洗牌
- 锂电材料盈利见底。国内电解液龙头公司微利或亏损，二三线隔膜企业大量亏损，恩捷收购江西通瑞和苏州捷力，中材科技收购湖南中锂
- 补贴目录对外资电池企业全面放开，LG、三星等加大国内投资力度，明年起产能陆续释放。利好国内锂电材料龙头：1、国内厂商成本优势明显，将成为LG三星等的首选，电池产能释放带动国内企业销量。2、外资电池厂商品质要求较高，与宁德时代竞争国内优质厂商的产能，提高锂电材料厂商议价能力。因此，锂电材料盈利水平有望触底回升

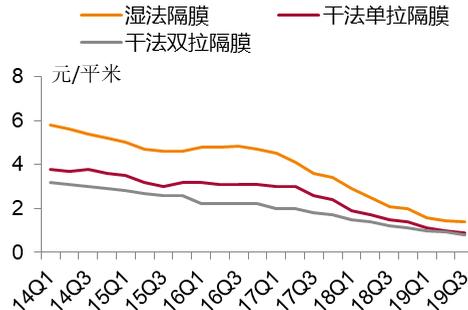
材料公司毛利率接近见底



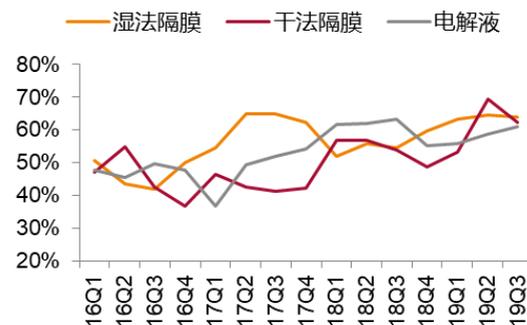
电解液价格触底企稳



隔膜价格持续下行



电解液隔膜CR3市场份额持续提升



国六标准实施，汽车尾气催化领域持续高增长

国六标准实施时间表

排放标准	车辆类型		实施时间
国六a	轻型汽车	所有车辆	2020.7.1
	重型汽车	燃气汽车	2019.7.1
		城市汽车	2020.7.1
		所有车辆	2021.7.1
国六b	轻型汽车	所有车辆	2023.7.1
	重型汽车	燃气汽车	2021.7.1
		所有汽车	2023.7.1

国六和国五标准对比（上图重型、下图轻型）

污染物	国五	国六	变化（比国五）
NOx (mg/kWh)	2000	460	-77%
PM (mg/kWh)	30	10	-67%
PN (个/kWh)	-	6.0*10 ¹¹	

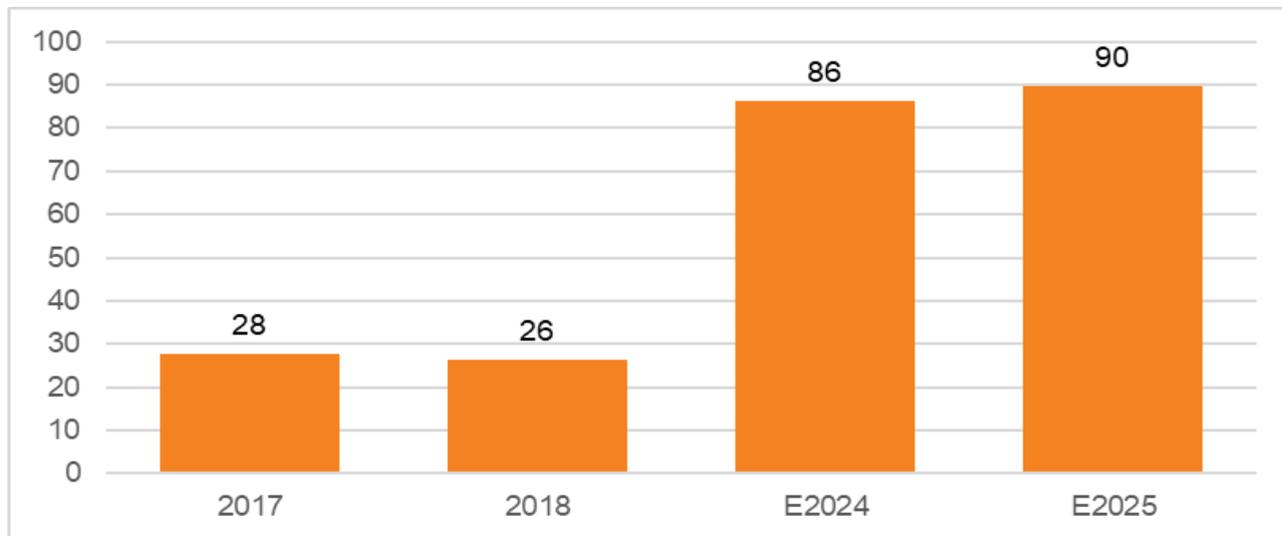
污染物	国五	国六a	变化	国六b	变化
NOx (mg/km)	60	60	0%	35	-42%
PM (mg/km)	4.5	4.5	0%	3	-33%
CO (mg/km)	1000	700	-30%	500	-50%
HC (mg/km)	100	100	0%	50	-50%
PN (个/km)	-	6*10 ¹¹		6*10 ¹¹	

- 国六大面积推广在即：**根据国家质检总局、生态环境部文件要求，国内于2019.7.1和2020.7.1分别在重型柴油车和轻型汽车推广国六，相比于国五标准，重型柴油车NOx排放量将减少77%，PM排放量将减少67%；轻型汽车的NOx排放量将减少42%，PM颗粒物排放量将减少33%，CO排放量将减少50%，HC排放量将减少50%。另外，国六对PN（固体悬浮微粒质量/颗粒数量）提出了要求，限制标准为6*10¹¹个每公里。
- 随着更严格的国六标准的实施，**为了实现更低的汽车尾气排放，柴油车将统一采用DOC+DPF+SCR+ASC等蜂窝陶瓷载体的技术路线去处理尾气，汽油车则是在TWC的基础上加装GPF来满足国六对颗粒物排放的进一步要求。（信息来源，工信部网站）

国六标准实施，汽车尾气催化领域持续高增长

国六标准实施，汽车尾气催化领域持续高增长

中国蜂窝陶瓷市场规模测算（亿元）



- **蜂窝陶瓷市场迎来黄金时期：**我们测算国六标准推行将使中国蜂窝陶瓷市场规模成倍提升，2025年市场规模约为90亿元，是2017年的3倍，增量主要来源于国六标准对于颗粒捕捉器DPF/GPF的加装要求，以及汽油乘用车产销量稳定增长。
- **沸石环保材料需求将大幅增长：**国内柴油车执行国六将大幅提升沸石环保材料的需求，按照重卡单车消耗4.985kg，轻卡1.125kg计算，2021年全面实施后预计国内每年新增需求约1万吨以上，如果价格30万/吨，保守计算市场容量新增30亿元。

三、重点公司



重点公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	收盘价	总市值	EPS				PE				PB	投资评级
		2019.12.19	(亿元)	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E		
聚氨酯													
600309.SH	万华化学	52.3	1642	3.38	3.65	4.01	4.56	15.47	14.33	13.04	11.47	4.07	买入
煤化工													
600426.SH	华鲁恒升	18.0	293	1.86	1.54	1.59	1.74	9.68	11.69	11.32	10.34	2.14	买入
维生素													
002001.SZ	新和成	22.4	480	1.43	1.34	1.83	2.21	15.64	16.69	12.22	10.12	2.93	买入
农化													
600486.SH	扬农化工	61.2	190	2.89	3.05	3.64	4.59	21.17	20.06	16.80	13.33	3.78	买入
002258.SZ	利尔化学	12.8	67	1.1	0.7	1.05	1.34	11.66	18.33	12.22	9.57	2.18	买入
002391.SZ	长青股份	8.2	44	0.59	0.69	0.8	0.94	13.85	11.84	10.21	8.69	1.35	增持
600731.SH	湖南海利	7.0	25	0.14	0.32	0.7	0.83	50.14	21.94	10.03	8.46	2.17	买入
002215.SZ	诺普信	6.5	59	0.36	0.36	0.45	0.59	17.97	17.97	14.38	10.97	2.58	买入
钛白粉													
002601.SZ	龙蟒佰利	13.9	282	1.12	1.29	1.77	2.03	12.38	10.74	7.83	6.83	2.12	增持
电子化学品													
002643.SZ	万润股份	14.2	129	0.49	0.57	0.7	0.86	28.94	24.88	20.26	16.49	2.75	买入
化纤&染料													
600409.SH	三友化工	5.9	122	0.77	0.32	0.47	0.65	7.69	18.50	12.60	9.11	1.10	买入
002064.SZ	华峰氨纶	6.1	263	0.27	0.3	0.38	0.41	22.70	20.43	16.13	14.95	1.77	买入
精细化工													
603360.SH	百傲化学	32.9	61	0.78	2.13	2.43	2.06	42.15	15.44	13.53	15.96	6.39	买入
300596.SZ	利安隆	35.2	72	0.94	1.42	2.01	2.60	37.41	24.77	17.50	13.53	3.86	买入
锂电材料													
300037.SZ	新宙邦	32.0	121	0.84	0.9	1.13	1.45	38.05	35.51	28.28	22.04	3.98	买入

注：扬农化工、华峰氨纶EPS均未考虑收购资产

万华化学：MDI价格有望抬升，大乙烯项目明年投产

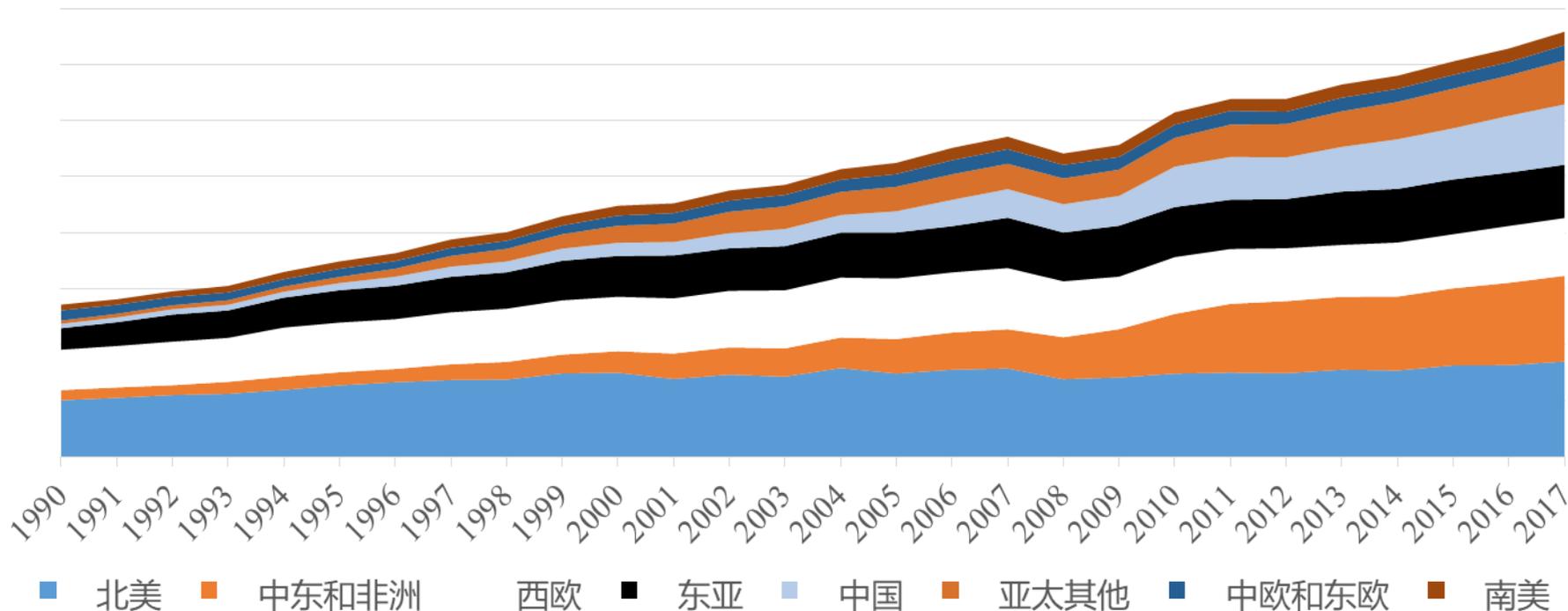
关于股价催化剂和安全边际：

- 1) 股价催化剂：产品涨价、新项目投产；长期资金流入配置。
- 2) 安全边际：周期底部业绩有支撑；存量机构资金以长期资金为主。

盈利预测与估值：预计19-21年归母净利114亿、126亿、143亿。买入评级

中国化工行业将孕育大市值上市公司

全球化工产量分布



新和成：产品涨价，新项目投产，未来可期

推荐理由：

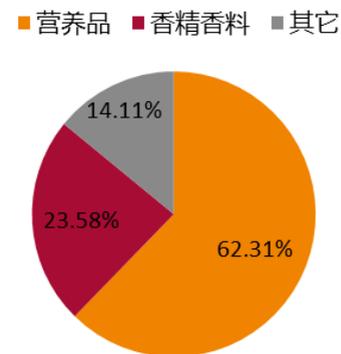
- 1、核心产品价格上涨：**饲料需求回升，核心产品VA/VE/生物素供给收缩，价格持续上涨，每涨10元/公斤，净利润年化增加0.7/3/0.7亿元，业绩弹性大。
- 2、多个重磅产品即将投产：**异地布局山东潍坊和黑龙江绥化，VE项目和发酵法项目即将投产，蛋氨酸二期明年投产，多个产品陆续投产。仅30万吨蛋氨酸投产可贡献60亿收入，再造一个新和成。
- 3、估值有望提升。**产品线持续延伸，业绩稳定性增强，参考国际巨头帝斯曼（25倍PE），公司未来业绩和估值均有望提升。

盈利预测与估值：预计19-21年EPS1.34/1.83/2.21元，现价对应PE分别为15.15/11.14/9.2倍。维持买入评级

公司收入利润稳步上升



19年上半年收入构成



华鲁恒升：攻守兼备的白马，新一轮资本开支成长空间大

■ 公司涨价业绩弹性大，新一轮资本开支驱动高增长

- 1) **安全边际强**：目前产品盈利低位，市值仍被低估，提供较强安全边际和估值修复空间。
- 2) **护城河深厚**：历史业绩展现了较强的低成本护城河，来自公司卓越的管理、运营能力。
- 3) **继续快速成长**：预计新项目有望继续复制历史投资效率，我们预计在周期底部实现较高业绩支撑，中性假设下实现较高项目回报率。
- 4) **受益行业格局**：公司所在行业，除乙二醇外，均进入“剩者为王”的时代，公司作为龙头充分受益。

■ 盈利预测估值：预计19-21年归母净利25.1亿、25.9亿、28.4亿。

产品名称	醋酸	尿素	三聚氰胺	己二酸	DMF	辛醇	乙二醇	其他有机胺	甲醇
统计区间	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06	2006.1.1-2019.12.06
最高价	7550	2420	13500	26000	7800	13950	10630	7800	4800
最低价	1650	480	515	5450	3575	5050	4205	3575	1575
目前价格	2600	1700	5600	7550	5050	7000	4720	5050	1965
目前价格所处分位	16%	63%	39%	10%	35%	22%	8%	35%	12%
最大价差	7550	1920	10938	26000	7800	6405	7578	7800	3837
最小价差	1316	480	515	-629	2806	1095	1911	2825	656
目前价差	2114	1203.2	4109.6	3718	3918.4	2152	2677.6	3946	1081.8
目前价差所处分位	13%	50%	34%	16%	22%	20%	14%	23%	13%
历史平均价格	3619	1737	8060	12277	5711	9018	6956	5711	2653
目前价格/历史均价	72%	98%	69%	61%	88%	78%	68%	88%	74%
历史平均价差	3140	1248	6590	7046	4596	3084	4709	4623	1653
目前价差/历史平均价差	67%	96%	62%	53%	85%	70%	57%	85%	65%

华峰氨纶：打造聚氨酯制品领军企业

■ 氨纶业务工艺制造、设备装置、产品质量、原料采购、能源配套等优势突出，盈利能力显著超越行业平均水平

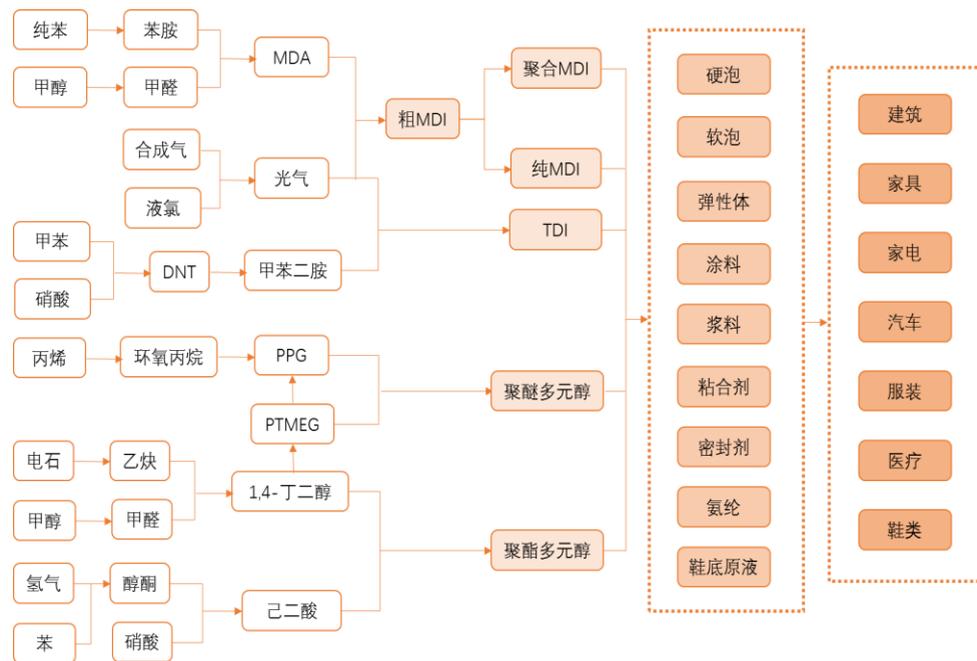
- 华峰氨纶是国内氨纶行业第一家民企，经过近20年发展，规模居全国第一，世界第二。
- 随着公司重庆基地已有产能的全面释放和未来采用领先工艺技术的新项目（新增6万吨产能，预计2019年内投产）的上马，公司生产规模将进一步扩大，先进产能占比大幅提高。同时，瑞安基地现有产能的技术改造深入开展，生产效率进一步提高。依托重庆基地和瑞安基地热电联产集中供热、重庆基地能源价格、集团原材料大宗采购的优势，有望稳定降低公司生产成本、提高盈利能力。由此带来的成本优势有望进一步倒逼高成本落后产能出清，巩固公司行业龙头地位。

■ 期待整合华峰新材，打造聚氨酯制品龙头企业

公司拟收购华峰新材，标的公司主营产品为己二酸、聚氨酯原液和聚酯多元醇。若收购重组成功，公司将向下打通聚氨酯产业链，以纯MDI为原料，形成从原材料统一采购、中间体加工到产成品销售的一体化运营体系，打造国内聚氨酯下游龙头。

■ **盈利预测与估值：**暂不考虑并购重组的资产，预计2019-2021年上市公司归母净利润为5.02、6.43、6.90亿元，维持“买入”的投资评级。

■ **风险提示：**收购资产不及预期；产品价格下跌风险。



扬农化工：管理层落定，中期成长空间打开

- 现有存量业务竞争优势显著，无需过于担心短期产品景气周期波动

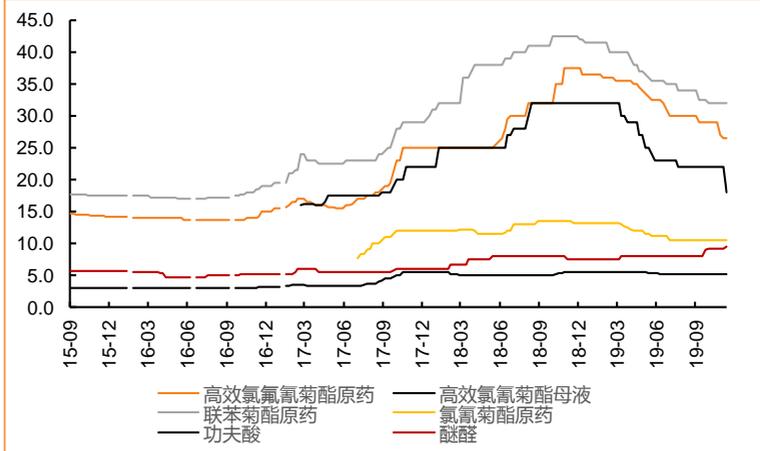
菊酯

- 国内拥有从基础原料、中间体直到菊酯原药完整产业链，掌握成熟的关键中间体制造技术的企业。同时公司能够持续优化菊酯类产品的产品结构。
- 一方面前期停产企业申请复产的推进进度仍有待观察；另一方面，公司树立的强大的市场份额及产品成本竞争优势难以被撼动，叠加三期项目的推进（主要为农用菊酯扩能），预计后续行业供需格局平稳后仍会保持领先的市场份额和高于行业的利润水平。

麦草畏

- 公司是目前全球最大的麦草畏原药生产企业，技术成熟具备全产业链优势（核心原料二氯苯由其母公司扬农集团提供），且和海外大客户长期合作，相信订单有望维持。
- 阶段性因客户下游双抗种子及其配套制剂推广进度因素而导致公司原药销售有所波动
- 中期来看，美国双抗种子渗透率接近平稳，未来的放量主要看巴西市场的商业，若巴西市场双抗大豆种子种植顺利推广（关注明年EPA对于麦草畏相关制剂的登记的审批情况），公司麦草畏出口节奏有望逐步恢复。从产品生命周期角度，麦草畏未来需求前景依然乐观。

国内主要菊酯产品及原料价格走势（万元）



扬农化工：管理层落定，中期成长空间打开

- 优嘉将是公司着力发展的基地，一二期项目均顺利达产，三期项目环评已获得批复，明年可望贡献产出，四期项目正加快推进

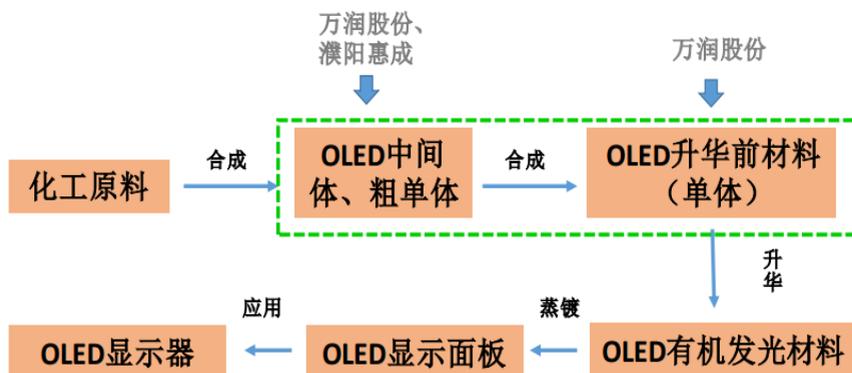
子公司	项目	总投资 (亿元)	固定资产投资 (亿元)	环保投资 (亿元)	占地面积 (亩)	类别	产品
优嘉 2012年12月设立 195+350亩+188亩（制剂） 如东沿海经济开发区	南通一期 (2013.03)	6.14	5.05	1.28		联苯菊酯中间体	莠亭酸甲酯
						农用菊酯	联苯菊酯
						除草剂	麦草畏
						杀菌剂	氟啶胺
	南通二期 (2015.04)	19.80	4.09	34.59	杀虫剂	避蚊胺	
					植物生长调节剂	抗倒酯	
					除草剂	麦草畏	
					杀菌剂	吡唑醚菌酯	
					卫生拟除虫菊酯	卫生菊酯	
						氯氟醚菊酯	
						氯烯炔菊酯	
						右旋反式氯丙炔菊酯	
						氯菊酯	
						氟硅菊酯	
						四氟苯菊酯	
						右旋烯丙菊酯	
						Es-生物烯丙菊酯	
						右旋反式烯丙菊酯 (75:25)	
						S-生物烯丙菊酯	
						生物烯丙菊酯	
						炔丙菊酯	
						富右旋反式炔丙菊酯	
	胺菊酯						
	右旋胺菊酯						
	右旋苯醚菊酯						
	右旋烯炔菊酯						
	炔咪菊酯						
除草剂	草铵膦						
杀菌剂	啶酰菌胺						
杀虫剂	甲氧虫酰肼						
南通三期 (2017.04)	20.22			杀虫剂	拟除虫菊酯类农药		
					噁虫酮		
					氟啶脲		
				除草剂	苯磺隆		
					噻苯隆		
					高效盖草能		
杀菌剂	丙环唑						
	苯醚甲环唑						
中间体	氯代苯乙酮						
南通四期 (2018.10)	4.30				杀虫剂	联苯菊酯	
						卫生菊酯	
						羟吡啶	
农药制剂项目 (2018.04)	2.02					杀菌剂	氟啶胺
							制剂

扬农化工：管理层落定，中期成长空间打开

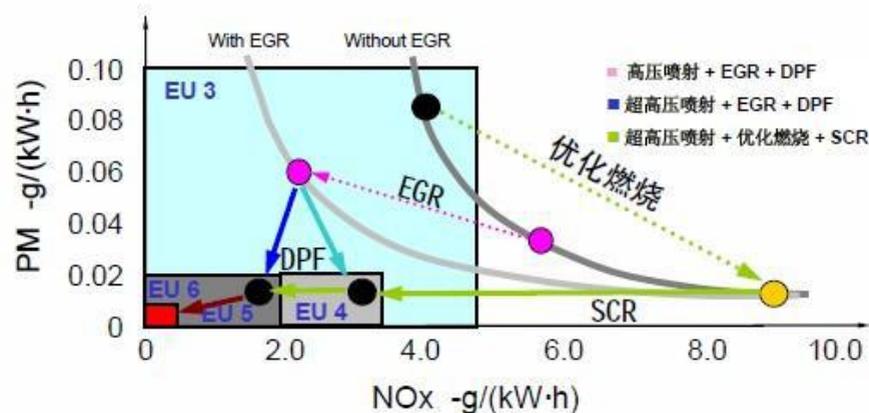
- 中化高级别领导出任董事长，公司将获得更多集团资源协同。
 - 覃衡德先生出任新一任董事长，其为中化集团农业事业部党委书记、总裁，先正达中国区总裁。
 - SAS联盟运行相当一段时间，中化农业事业部正全力推进MAP战略
 - 扬农化工作为中化集团旗下农药业务和管理的一体化平台与其他集团资源间的合作空间的进一步拓展。
- 定位“研发+生产”的战略性农药平台，业务将向行业微笑曲线左侧高附加值环节攀升、强化。
 - 中化集团将旗下主要农药资产已基本全部整合至扬农化工，公司作为中化企业农药业务一体化发展平台的定位已非常清晰。
 - 中化资产组收购完成以后，扬农化工形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体农药化产业链。在原有的强大的研发、生产及工程化能力的基础上，中化作物保护及沈阳科创将使得公司营销与研发的两翼将更加强大。
 - 特别是在农药产业链左侧的研发、生产端的强化，打开了公司新的成长空间：1、公司自身南通三、四、五期项目的推进；2、农研公司与扬农化工相互合作，创制药的商业化进程上有望提速；3、中化作物的海外登记能力和渠道优势突出；4、SAS联盟下有望获得更多的原药项目合作；5、MAP战略下产品销售渠道进一步拓展。
- 踏实稳健管理层经营理念+深厚的技术储备+稳定成长的经营业绩，扬农化工值得长期看好的品种
- 盈利预测：考虑中化农药资产并表（2019年全年追溯），预计公司2019~2021年净利润分别为12.3、13.80、16.73亿元，维持“买入”的投资评级。
- 风险提示：农药景气下行、产品价格下跌，南通基地项目推进低于预期。

万润股份：沸石环保材料+OLED材料接力成长

OLED有机发光材料产业链图



- ◆ EGR + DPF技术路线
- ◆ 优化燃烧 + SCR技术路线



- **国六执行沸石持续高增长：**公司背靠庄信万丰，有望充分受益国六推行带来的行业增长红利。公司现有沸石产能3350吨，在建2500吨，此外公司计划继续扩产7000吨沸石。我们认为沸石材料仍有3年以上的高增期，公司未来销量有望突破万吨。
- **OLED材料高增长有望逐步贡献业绩：**公司OLED业务在国内保持领先，其九目化学是国内中间体和单体的领先供应商，2018年完成战投引入后加速成长；三月光电方面，有成品材料在下游客户进行放量认证，一旦突破收入有望快速提升，且盈利能力较强。随着柔性折叠手机的普及，有望继续提升OLED在手机端的渗透率，驱动OLED需求高增长。公司OLED业务开始进入业绩加速释放期。
- **盈利预测及估值：**我们预计公司2019-2021年净利润为5.2/6.4/7.8亿元，现价对应2020年约21倍，维持“买入”评级。(信息来源公司年报)

国瓷材料：蜂窝陶瓷驱动高增长，新材料平台雏形已现

国内蜂窝陶瓷竞争格局

	康宁（美国）	NGK（日本）	宜兴化机	凯龙蓝烽	王子制陶	奥福环保
注册资本	19亿美元	698亿日元	1020万元	5000万元	5701万元	5728万元
蜂窝陶瓷销售收入（2018）	88.59亿元	114.06亿元			1.7亿元	1.8亿元
国内市场占有率	合计90%以上		合计不足10%			
价格区间（元/升）	直通式载体：45-55 壁流式载体：160-180		直通式载体：20-50 壁流式载体：50-100			
载体生产基地布局	美国、德国、南非、中国	日本、墨西哥、南非、波兰、比利时、中国	宜兴	镇江	宜兴、东营	德州、重庆
主要客户	产品服务于全球所有汽车厂商	产品服务于全球所有汽车厂商	优美科、巴斯夫、庄信万	凯龙高科等	威孚环保、无锡市盛和科技有限公司等	优美科、庄信万丰、巴斯夫、重汽橡塑、中自环保

- **国六推动蜂窝陶瓷高增长：**国六标准实施，有望极大增加蜂窝陶瓷的市场规模。公司蜂窝陶瓷产品技术、市场已实现全面突破，汽油机GPF公告进展顺利，发货数量逐步增长，柴油机SCR/DOC及DPF都已进入国六、T4验证阶段。目前公司OEM市场份额明显提升，随着GPF放量，未来出货量有望持续增加，成为2020-2021年业绩高增长重要驱动因素。
- **围绕核心技术，打造中国新材料平台型领军企业：**2012年上市以来，公司围绕水热法制备超细粉体核心技术，以“内生+外延”两轮驱动增长，成功覆盖电子通讯、汽车尾气催化、生物医药等领域，并在打造新材料平台型公司雏形，展望未来几年，除蜂窝陶瓷外，预计MLCC电子陶瓷材料和齿科材料维持稳定增长，手机陶瓷背板和5G领域有望成为下一个驱动公司业绩上台阶的增长极。
- **建议重点关注。**（数据来源，各个公司官网）

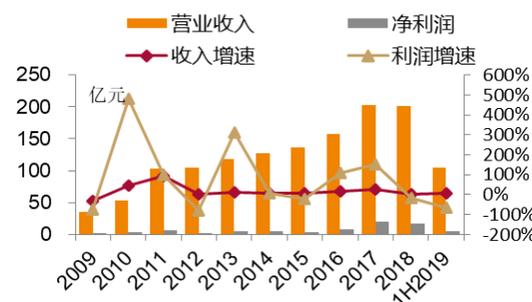
三友化工：底部已过，高弹性的行业龙头

推荐理由：

- 1、粘胶短纤价格见底，涨价弹性大：粘胶短纤价格创25年新低，行业巨亏加速洗牌。棉花价格触底回升将带动粘胶价格上涨。公司是行业龙头，每涨1000元/公斤，净利润年化增加6亿元，业绩弹性大。
- 2、市值严重低估，安全边际强：化工项目审批难度大幅提升，利好现有行业龙头。公司纯碱权益产能286万吨、粘胶短纤80万吨，烧碱和PVC各50万吨，有机硅中间体10万吨，保守估算重置成本约170亿元，公司目前市值仅118亿元，大幅低于重置成本PB仅1倍。
- 3、投资高峰已过，分红率有望提升：产品受产业政策或者宏观环境约束，未来难有大的投资，公司投资高峰期已经结束。近5年经营性现金流10亿左右，公司推出差异化分红政策，分红率有望提升，推动估值提升。

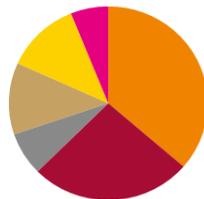
盈利预测与估值：预计19-21年EPS分别为0.32/0.47/0.65元，现价对应PE分别为16.3/11.1/8倍。维持买入评级

公司收入利润稳步上升



19年上半年收入构成

■粘胶短纤 ■纯碱 ■烧碱 ■PVC ■有机硅 ■其它



主要产品行业格局及未来趋势

产品	市场份额	行业格局	未来趋势
纯碱	12.60%	相对集中	供需平衡扩产意愿低，价格保持平稳
粘胶短纤	16.00%	相对集中	行业洗牌集中度提升，价格见底
氯碱	1.46%/2.6%	分散	限制自备电厂扩产意愿低，价格保持平稳
有机硅	6.67%	分散	在建产能大，价格底部运行

新宙邦：专注的功能化学品龙头

推荐理由：

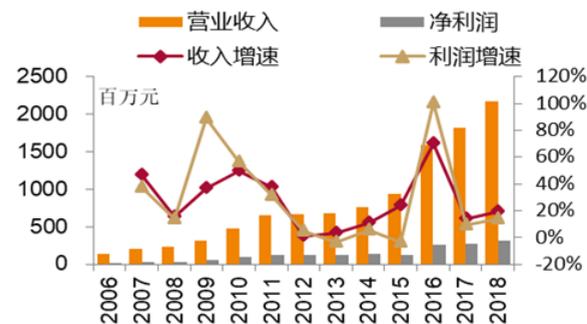
1、持续稳健快速增长：09年至今公司收入年均增长27%，净利润年均增长30%，几乎没有下滑，毛利率维持在35%左右，净利率维持在14%-20%的较高水平。优异表现源于公司围绕提纯+配方的核心技术不断延伸产品线。

2、梯队合理，细分龙头：成熟产品铝电容电解液，公司全球第一份额超过30%，需求平稳；成长期产品锂电池电解液，国内第二，份额20%；含氟精细化学品，细分领域全球龙头，进口替代空间大；导入期产品半导体化学品，技术领先起点高，进入华星光电等大客户，进口替代空间大；

3、项目投产，进入快车道：公司启动多个重大项目，总投资20.2亿元。明年起项目逐渐进入投产期，达产后可贡献5亿元净利润，进入新一轮快速增长期。

■ 盈利预测与估值：预计19-21年0.9/1.13/1.45元，现价对应PE分别为34/27/21.1倍。维持买入评级

公司业绩持续增长未下滑



公司在建项目众多

项目	投资额	预计收入 (百万)	预计利润 (百万)	投产时间	地点	备注
荆门锂电材料及半导体化学品项目	160	596.95	60.85	1Q2020	湖北荆州	电解液 2 万吨, 脱模剂 3 万吨, 铜酸 1.3 万吨, 蚀刻液 0.2 万吨, 双氧水 0.4 万吨
波兰电解液项目	180	967.09	102.56	2Q2020	波兰弗罗茨瓦夫	电解液一期 2 万吨二期 2 万吨电解液 5000 吨 NMP 和 5000 吨导电浆料
惠州三期	480	474.91	83.27	2Q2020	广东惠州	5 万吨碳酸二甲酯 2 万吨乙二醇
海斯福高端氟化工一期	200	898.53	40.45	3Q2019	福建省明溪县	氟精细化学品 622 吨、电解液 1 万吨
海德福一期	800	882.46	166.66	4Q2020	福建邵武	1.5 万吨高性能氟材料, 分两期一期投产后 2 年二期开始投
湖南福邦新型锂盐	200	400	46	3Q2020	湖南衡阳	总投资 4.9 亿 2400 吨 LiFSI, 一期 800 吨
合计	2020	4219.94	499.79			

公司产品梯队布局合理

表：公司产品梯队布局合理

类别	发展阶段	行业地位	应用领域
铝电容化学品	成熟期	17 年全球第一国内份额 40% 绝对龙头	信息通讯、家用电器、节能照明、消费电子、汽车电子、工控变频、军事电子等
锂电池电解液	成长期	18 年全球前列国内第二, 国内份额超过 15%	电动工具、电动代步车、电动自行车、电动轮椅、混合动力汽车、纯电动汽车等
氟精细化学品	成长期	细分领域全球龙头	农药、医药中间体, 高端装备制造, 新能源, 电子
半导体化学品	导入期	细分产品国内领先	集成电路、液晶面板等

资料来源：公司公告，前瞻产业研究院、高工锂电、天风证券研究所

风险提示

- 原油价格大幅波动风险
- 宏观经济下滑风险
- 国际贸易环境变化风险
- 化工品价格大幅波动风险

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。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（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“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，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天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风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，天风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，天风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。

天风证券的销售人员、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。天风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。天风证券的资产管理部门、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，天风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，投资者应当考虑到天风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。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS