关注染料全面涨价，继续强烈推荐浙江龙盛，成长看好新材料和大农资

投资评级 同步大市-A

维持评级

■投资要点：染料价格全面上涨启动，浙江龙盛 2015 年业绩确定性将大幅增长，继续坚定推荐浙江龙盛。原油价格持续走低，MDI 与原材料价差继续扩大、毛利有望提升 10 个百分点，强烈推荐万华化学；同时传统行业电商化趋势明显，今年我们非常看好的三个 O2O 市场，分别是农资电商（辉丰股份-农一网）、云打印（鼎龙股份）和汽车后市场电商（德联集团）。成长品上，我们持续推荐：1）估值合理的高成长新材料品种（鼎龙股份、康得新）；2）农资综合服务平台（农药-辉丰股份、诺普信，复合肥-金正大、史丹利、芭田股份、司尔特）；3）汽车后市场综合服务平台（德联集团）；4）低估值、增长确定性强的农药医药中间体（联化科技、华邦颖泰、雅本化学、永太科技）；5）细分领域高成长企业（三聚环保、久联发展、宏大爆破、国瓷材料、西陇化工）；周期品上，虽然石油价格下跌影响下近期较为弱势，但染料、乙酰甲胺磷、橡胶助剂等细分产品价格趋势仍然向好，因此我们建议关注浙江龙盛、扬农化工、沙隆达 A。此外我们判断部分子行业由于供需格局改善、企业协同等原因造成行业景气出现底部向上的阶段，具体品种可积极关注的品种包括味精和氨基酸（梅花生物、星湖科技、阜丰集团）、粘胶（三友化工、澳洋科技、南京化纤等）、钛白粉（佰利联、金浦钛业、安纳达等）等。主题投资品种，建议关注准油股份、青岛金王、沧州明珠、江苏国泰、新宙邦等。

■原油方面， OPEC 不减产带来持续压力，本周原油价格继续走低，小幅震荡，WTI 区间为 54.12-52.69 美元/桶，布伦特运行区间为 57.90-56.42 美元/桶。

■染料方面，14 年 12 月 31 日分散染料全面提价，其中分散黑提价 5000 元/吨、分散蓝提价 5000-8000 元/吨，目前分散染料平均价格在 50000 元/吨。龙盛对专利、中间体的控制以及环保严厉下，预计染料行业格局将维持长期稳定。

■MDI 方面，万华化学公布 15 年 1 月挂牌价，其中聚合 MDI 下调 1500 元至 14500 元/吨，纯 MDI 为 20400 元/吨、较上个月持平。目前华东地区聚合 MDI 价格约为 13950 元/吨，华东地区万华纯 MDI 价格约为 18550 元/吨。一四季度为 MDI 需求的淡季，二三季度为旺季，近期在淡季因素下 MDI 价格有所下滑，但原材料下跌幅度更大，从价差角度来看仍有所扩大。

■风险提示：化工品价格下滑、产能严重过剩导致景气下滑的风险等

重点公司	股价	13EPS	14EPS	15EPS	PE	PB
浙江龙盛	19.68	0.91	1.79	2.15	11	2.7
沙隆达 A	13.65	0.54	1.00	1.31	14	4.2
华峰氨纶	10.70	0.37	0.83	1.05	13	3.0
康得新	28.97	0.70	1.10	1.52	26	6.1
鼎龙股份	13.14	0.27	0.35	0.57	38	5.1

行业表现

资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-29.29	-41.18	-18.31
绝对收益	-3.48	2.99	33.35

王席鑫 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050003
wangxx@essence.com.cn
021-68763626

孙琦祥 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514050001
sunqx@essence.com.cn
021-68765993

袁善宸 分析师
SAC 执业证书编号：S1450514070002
yuansc@essence.com.cn
021-68765906

报告联系人
肖晴 021-68767803
xiaoqing@essence.com.cn

相关报告

基础化工:强烈看好浙江龙盛第三波大行情，继续推荐万华化学、新材料、农资及汽车后市场电商	2014-12-29
基础化工:强烈推荐万华化学和浙江龙盛，继续看好新材料、农资及汽车后市场电商	2014-12-22
基础化工:材料、电商大风起，蓝筹、企改两相宜	2014-12-16

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

目录

1. 化工行业投资策略及模拟投资组合 3
2. 盈利预测调整 12
3. 行业动态及最新观点 12
4. 重点推荐标的动态 17
5. 重点公司盈利预测 56

表目录

表 1：本周基础化工模拟投资组合 11
表 2：本周中小盘成长类和交易型组合 11
表 3：主题投资组合 12
表 4：行业动态及最新观点 12
表 5：行业重点上市公司评级与估值指标 56

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

1. 化工行业投资策略及模拟投资组合

核心观点：

染料价格全面上涨启动，浙江龙盛2015年业绩确定性将大幅增长，继续坚定推荐**浙江龙盛**。原油价格持续走低，MDI与原材料价差继续扩大、毛利有望提升10个百分点，强烈推荐**万华化学**；同时传统行业电商化趋势明显，今年我们非常看好的三个O2O市场，分别是农资电商（**辉丰股份-农一网**）、云打印（**鼎龙股份**）和汽车后市场电商（**德联集团**）。周期品上，虽然石油价格下跌影响下近期较为弱势，但染料、乙酰甲胺磷、橡胶助剂等细分产品价格趋势仍然向好，因此我们建议关注**浙江龙盛、扬农化工、沙隆达A、红太阳**。此外我们判断部分子行业由于供需格局改善、企业协同等原因造成行业景气出现底部向上的阶段，具体品种可积极关注的品种包括味精和氨基酸（**梅花生物、星湖科技、阜丰集团**）、粘胶（**三友化工、澳洋科技、南京化纤**等）、钛白粉（**佰利联、金浦钛业、安纳达**等）等。

主题投资品种，建议关注**准油股份、青岛金王、沧州明珠、江苏国泰、新宙邦**等。具体逻辑详见下文行业和公司观点。

成长品上，我们持续推荐：1）估值合理的高成长新材料品种（**鼎龙股份、康得新**）；2）农资综合服务平台（**农药-辉丰股份、诺普信，复合肥-金正大、史丹利、芭田股份、司尔特**）；3）汽车后市场综合服务平台（**德联集团**）；4）低估值、增长确定性强的农药医药中间体（**联化科技、华邦颖泰、雅本化学、永太科技**）；5）细分领域高成长企业（**三聚环保、久联发展、宏大爆破、国瓷材料、西陇化工**）。

行业跟踪：

原油方面，OPEC不减产带来持续压力，本周原油价格继续走低，小幅震荡，WTI区间为54.12-52.69美元/桶，布伦特运行区间为57.90-56.42美元/桶。

染料方面，14年12月31日分散染料全面提价，其中分散黑提价5000元/吨、分散蓝提价5000-8000元/吨，目前分散染料平均价格在50000元/吨。龙盛对专利、中间体的控制以及环保严厉下，预计染料行业格局将维持长期稳定。

MDI方面，万华化学公布15年1月挂牌价，其中聚合MDI下调1500元至14500元/吨，纯MDI为20400元/吨、较上个月持平。目前华东地区聚合MDI价格约为13950元/吨，华东地区万华纯MDI价格约为18550元/吨。一四季度为MDI需求的淡季，二三季度为旺季，近期在淡季因素下MDI价格有所下滑，但原材料下跌幅度更大，从价差角度来看仍有所扩大。

个股观点：

周期品种:我们持续坚定推荐染料板块（**浙江龙盛**）、味精和氨基酸行业（苏氨酸，**梅花生物、星湖科技、阜丰集团**）、农药板块（乙酰甲胺磷，首推**沙隆达A**，关注**扬农化工和红太阳**）、粘胶行业（**三友化工、澳洋科技、南京化纤**等）、钛白粉（**佰利联、金浦钛业、中核钛白**和**安纳达**）、超纤板块（**华峰超纤**）。

【染料】：2014年12月31日分散染料黑系列提价5000元/吨，从45000涨至50000元/吨、分散染料蓝系列继上周提价5000-10000元/吨后再次提价5000-8000元/吨，目前价格在55000-58000之间，黑系列和蓝系列两个品种占整个分散染料的70%。我们12月12日市场独家提出染料格局在持续改善，产品后续有涨价空间，此次涨价验证我们此前判断。我们回顾染料历次价格上涨，染料下游需求稳定且下游对涨价承受度高（最直观的是假设布匹按照黑色系列来染色，大概染料占到重量的比例为4%，按照染料目前5万元/吨的价格计算，染1kg的布染料成本大致在2元，而一件衣服的售价少则几十，多则几千上万），染料的涨价更多的是供给冲击而非需求拉动。在原有的供给冲击的持续影响下，新的供给冲击因素出现意味着染料价格仍有提升可能。就本次涨价而言，值得关注的是分散蓝部分品种在前不久涨价5000后，本次再次上涨5000-8000，蓝色品种还原物用量较大，一方面强化本次上涨的还原物因素，另一方面也意味着其他品种价格后续有进一步

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

跟涨的可能。

【浙江龙盛】此次染料价格上涨最大的驱动力在于分散染料生产所需的还原物供给出现较大缺口，我们认为后续染料中间体格局向好的不仅仅是还原物，其他产品也面临改善（目前间苯二酚在国家反倾销补丁下来料加工部分将被规避，预计价格有上涨可能，其他产品也有多方面的改善空间），染料行业格局稳步向上概率较大。还原物事件导致染料行业进一步集中，同时伴随着其他中间体格局的改善，染料的非周期品特性突显，估值提升可期。公司董事长和管理层对公司未来信心极强，董事长今年一次行权、一次增持、一次增发，同时此次增发董事长和高管集体锁定三年（考虑资金成本预计 15 元以上的价格）。不考虑染料后续涨价，按照目前分散染料 5 万/吨计算预计公司静态利润 45 亿元以上，而公司对于分散染料的价格弹性为 1 万元价格涨幅对应 10 亿元以上净利润增长。我们预计 14-16 年 EPS 为 1.68、3.00（此前为 2.71）和 3.64（此前为 3.47）元，给予约 500 亿元市值目标，买入-A 评级，对应目标价格 31 元，坚定看好未来染料涨价和龙盛对染料行业控制力带来的持续盈利增长。

【味精和氨基酸】：梅花生物收购伊品后我们认为行业会有以下重大的变化：1）全球味精行业进入寡头时代，有望再造“染料盛世”：味精全球 250 万吨中国 200 万吨，阜丰作为行业老大有 100 万吨，梅花和伊品合并后将有 90 万吨，两大巨头将占据国内 90%以上的份额，我们判断市场将从龙头竞争转向合作协同，双寡头具备绝对定价能力，而同时味精已被国家环保总局列为高污染行业下行业进入壁垒大幅提高并且中小企业持续去产能。2）赖氨酸已处于景气底部向上拐点，幅度或超市场预期：赖氨酸全球 200 万吨中国占 180 万吨，其中大成是老大 60 万吨，此前行业价格战下梅花接近无毛利，而大成则严重亏损。梅花伊品合并后产能为 63 万吨，竞争实力大幅增强下我们判断公司未来将掌握市场主导权。3）味之素产能关闭致苏氨酸价格短期暴涨 2 倍多：全球产能 40 万吨且主要在中国，梅花伊品合并后约 23 万吨，星湖科技 4 万吨（实际产量 2-3 万吨）。9 月初味之素巴西工厂宣布停产（8 万吨）导致欧洲市场严重缺货，中国企业出口订单剧增并致价格暴涨（从 10.5 元/KG 上涨至目前报价 34 元/KG）。标的：梅花生物、星湖科技、阜丰集团。我们认为梅花生物收购伊品受益很大，其主营味精、赖氨酸和苏氨酸未来均具备像染料一样的寡头协同格局。同时我们从行业了解星湖科技有 4 万吨的苏氨酸产能（产量约 2-3 万吨），按照目前该业务价格动态盈利将达到 2.5-3 亿元以上，同样建议投资者积极关注。港股可以积极关注味精龙头阜丰集团。

【星湖科技】公司苏氨酸产能 3.5 万吨，前期停产，但已于 10 月份复工，目前处于满产满销状态，价格与市场接轨（我们了解市场价在 28000 元/吨），成本约在 13000 元/吨。赖氨酸产能 3.5 万吨，处于停产状态，但设备仍在维护，有重启的考虑。公司生化药业务包括利巴韦林、脯氨酸、腺嘌呤、肌苷、鸟苷和缬氨酸等，盈利相对稳定，这将是公司未来发展的重点。此前公司非公开发行预案已获得证监会发审委审核通过，发行股份 9500 万股，汇理资产全额认购，完成后持有公司 14.72%的股份（大股东广新集团持股 14.94%），引入战略投资者未来在生物医药和食品保健等领域想象空间巨大。短期来看，苏氨酸价格由 1 万元上涨至近 2.8 万元，公司 3.5 万吨产能将带来巨大的业绩向上弹性。战略投资者和业务转型的预期将带来公司根本性的变革，长期盈利改善可期待。

【沙隆达 A】：沙隆达发布 14 年三季报，实现收入 25.7 亿元、同比增长 13.8%，归属于上市公司股东的净利润为 4.3 亿元、同比增长 123.5%，EPS 为 0.72 元。经过此前 B 股要约收购、沙隆达集团改制、中介机构尽职调查、中农化将沙隆达控股 100%股权注入其香港子公司中农化国际等多项准备工作，公司与 ADAMA 的整合持续推动，股权转让和合作框架协议则意味着双方合作正式展开，进度快于市场预期。而未来一旦 ADAMA 完成对中农化下属几公司收购后将成为沙隆达的控股方，两公司的合作将会更加合理和顺畅。三季度草甘膦、百草枯均价较二季度有所回落，但乙酰甲胺磷、2,4D 等趋势继续向好，公司成本下降和财务费用降低使得盈利继续高增长，按照业绩预告中枢计算与二季度基本持平。过去一年半以来我们持续推荐沙隆达，公司业绩不断兑现，与 ADAMA 的合作和股权落地验证我们此前判断，盈利方面，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.00、1.31

和 1.62 元。ADAMA 收入约为 30 亿美元，双方合作将显著提升公司成长性，我们认为公司业绩高增长、未来估值有弹性，维持买入-A 评级，目标价格 20 元。

【粘胶】：三友化工、赛得利、澳洋科技和富丽达等 10 家粘胶企业（约占行业产能的 75%）共同上调粘胶短纤的价格 100 元/吨，我们通过草根调研判断此次调价或将是粘胶底部向上的开始，需要重视。逻辑如下：1）行业供需已支撑景气底部向上：目前粘短的行业开工超 85%，行业平均库存 20 天以下（三友化工低于 1 周，正常的在 1 个月）。14-15 年新增产能稀少，需求端 12-13 年及之前平均增速 20%，14 年受制棉花降至 5%以下，后期有望出现均值回归，我们判断明年的行业开工可能要达到 90-95%。2）集中度高，且内部协作能力和意愿加强：粘短前五家市占率 53%，前十家市占率 75%，集中度高。连续 2 年的行业亏损下此次 10 家工厂携手提价下协作能力相比单打独斗大幅增强。且提价的策略类似小步快跑，降低阻力同时易引发行业看涨气氛，刺激销量。3）旺季来临，短期需求支撑大：粘短 8 月中下旬至 11 月下旬进入采购旺季，目前流通库存少，刚需采购将展开。综上我们判断粘胶短纤短期需求旺季、高开工、企业协作下价格有望持续走高，中长期可能出现底部向上的趋势性行情，建议投资者重点关注，标的推荐：三友化工、澳洋科技、南京化纤、新乡化纤。具体分析详见我们 8 月 5 日发布的动态报告《粘胶短纤底部反弹展开，建议投资者关注》。

【三友化工】：三友化工公布 14 年三季报，1-9 月实现营业收入 90.8 亿元、同比增长 4.1%，归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元、同比增长 13.9%，EPS 为 0.20 元，经营活动产生的现金流量净额为 3.2 亿元。三季度单季度收入为 31.8 亿元、同比增长 3.2%，归属于上市公司股东的净利润为 2.1 亿元、同比增长 46%，EPS 为 0.12 元。公司此前公告与唐山海港经济开发区管理委员会签订合作框架，集团公司拥有 97 平方公里土地（上市公司拥有使用权）、上市公司拥有约 32 平方公里海域使用权。双方拟对土地和海域开发进行合作，土地价值面临重估。并拟利用海域建设的海水淡化浓盐水利用、盐化产品深加工、现代农业、旅游度假等高新技术产业和新兴产业则为公司带来挑战业务结构机会，创造新的盈利增长点。主业方面，纯碱和有机硅底部好转，粘胶价格已从底部已经上调 400 元/吨且幅度逐步加快（前两次为 100 元，第三次为 200），在需求旺季、高开工、企业协作下价格有望持续走高。据我们了解三友化工其下属的食盐供应占了河北省总量的 70%，受限于目前盐业渠道盈利能力有限，我们认为未来食盐改革放行后未来其包括河北永大食盐（三友占 52%，河北省盐业公司为第二大股东）将成为河北地区食盐供应的龙头企业，渠道及定价放开后盈利增长潜力巨大！近日专家指出，2015 年—2020 年期间，客车动力电池的正极材料仍然以三元材料为主，负极材料将由目前的石墨和碳占主导向钛酸锂转变。拟参股银隆新能源主要生产钛酸锂电池，目前订单旺盛，预计 14 年接近 2000 辆（超预期），目前银隆 15 年在手订单超过 3000 辆，预计全年 5000 辆没有问题，公司收入有望接近百亿元、净利润也将达到 10 亿元左右。按照公司 21%的目标股权占比，为公司未来转型发展奠定基础。银隆新能源承诺未来三年内完成 IPO 或者借壳上市，为公司带来市值提升空间。主业粘胶、纯碱和有机硅景气复苏，估值很安全且主营拐点向上、土地及海域升值空间巨大及银隆新能源放量向上，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.33、0.45 和 0.60 元，维持买入-A 评级，目标价 9.0 元。

【钛白粉】：钛白粉龙头四川龙蟒将钛白粉价格整体上调 300-400 元/吨，同时宣布出口价格上调 50 美元/吨 。自我们 7 月上旬首次重点推荐以来，我们一直维持以下观点：1）钛白粉行业供需已经走出底部，14-15 年将持续向上好转：未来两年钛白粉行业实际有效的产能合计增长仅为 6-10%，而需求端今年在出口大幅拉动下就有望达到 15%的增速，我们判断今年是钛白粉的触底之年，行业开工负荷有望提高至 80%，企业盈利将明显趋好。2）国内竞争格局好转：原有钛白粉行业乱战的格局在连续 2 年的行业亏损下发生变化，龙蟒作为业内盈利能力最强的企业在去年遭遇亏损后，开始主导产品价格向上并引发供应商向上提价的合力。3）国内外下游对涨价接受程度较高：目前包括龙蟒、佰利联等龙头一半以上订单为出口，价格的接受程度较高，而国内价格也有明显走高。综上，我们判断钛白粉行业已经进入趋势性向上好转，相关公司市值小弹性大，建议继续关注

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

行业性的投资机会，标的：佰利联、金浦钛业、安纳达、中核钛白。详见我们 7 月 14 日《建议关注钛白粉修复性投资机会》和 7 月 21 日《钛白粉行业供需深度分析-行业景气底部向上确立，继续建议积极关注》。

【超纤】：1、超纤行业在过去几年激烈竞争下集中度显著提高（华峰、同大、双象、禾欣已占行业 70%），龙头企业议价能力和协作能力显著增强，盈利逐步好转。2、技术突破和真皮加工环保的巨大压力下，仿真类新产品热销并有望加速替代真皮，刺激盈利向上。3、华峰新任管理层运筹帷幄，管理效益逐步释放。首推华峰超纤，后续催化剂包括：业绩超预期、新产品订单量超预期、传统鞋革等产品价格上涨等。

成长品种:建议重点关注目前估值合理未来增长确定性强的品种**万华化学、鼎龙股份、辉丰股份、诺普信、金正大、史丹利、芭田股份、司尔特、康得新、德联集团、联化科技、华邦颖泰、久联发展、宏大爆破和胜利股份**等，其中我们认为**国瓷材料、西陇化工、雅本化学**和**永太科技**等公司虽然短期估值较高，但从产品空间和市值角度来看也值得关注。

【万华化学】：我们再次正式强烈推荐万华化学，逻辑如下：1）公司是典型的价值白马股且今年明显滞涨，09 年至今收入和盈利年均复合增速分别为 33%和 28%，今年以来收益-3.7%，市场启动以来涨幅也明显落后，存在较大补涨空间，；2）公司估值低分红率高，目前股价对应今年 13 倍，明年 8 倍，过去三年平均股息率 4.2%；3）油价下跌带来 MDI 业绩盈利拐点，11 月份后由于原料苯价格跟随油价而 MDI 则为寡头供应，导致盈利价差已经明显扩大。4）八角园在投产在即带来盈利弹性，预计八角园年底建成明年上半年投产，公司即将从 MDI 供应商转变为 MDI、水性涂料树脂一体化的化工巨头。预计 14-16 年 EPS 分别为 1.41、2.19 和 2.76 元，买入-A 评级，目标价 23.4 元。

【永太科技】：公司建设丙肝新药索非布韦关键中间体，盈利空间近亿元。根据独立分析公司 Datamonitor Healthcare 在 2013 年发布的报告，在未来 9 年，丙型肝炎市场规模预计将增长 230%，并在 2022 年达到 155 亿美元。索非布韦是吉利德公司 13 年底推出新药，仅上半年就销售 58 亿美元，前三季度销售额 80 多亿美元，预计全年销售额有望超过百亿美元。而这一销售额对应的是几十万丙肝患者的使用，全球约 1.85 亿人感染丙肝，随着吉利德授权仿制药厂商产品销售，销售量将会更大，对中间体的需求将会成倍增加。14 年公司索非布韦关键中间体五氟苯酚销售仅为几吨，占吉利德需求的绝大部分份额，预计未来印度仿制企业也将采购公司产品，公司扩产至 160 吨。我们测算五氟苯酚市场盈利空间在 20 亿元左右，而公司意图将五氟苯酚向下游延伸至五氟磷酸苯酯，预计行业盈利空间有望倍增至 40 亿元。公司原有业务经过多年发展后技术更成熟，我们预计单晶产品有望突破；农药中间体也在经历客户培育期后有望爆发。目前 CF 光刻胶市场容量约 1.5 万吨，进口 CF 光刻胶为 70 美元/kg，毛利率高达 60%以上，公司 CF 光刻胶有望实现首家国产化，将受益于下游液晶面板厂商为降低成本而主动进行的进口替代。股权激励要求 16 年净利润较 12 年增长 60%以上，显示管理层对公司未来发展信心。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.28、0.46 和 0.60 元，CF 光刻胶业务将受益于国内下游液晶面板厂商为降低成本而主动进行的进口替代，建设 160 吨丙肝新药索非布韦关键中间体、盈利空间近亿元，给予买入-A 评级，目标价 25 元。

【康得新】：原油价格从上半年的 105 美元左右持续下跌至目前 57 美元/桶、10 月后跌势明显加快，多数化工品价格跟随下跌。BOPP、EVA、LDPE 和 BOPET 年初价格分别为 14600、14140、13200 和 13000 元/吨，目前价格为 12400、12300、9850 和 12100，跌幅分别为 15%、13%、25%和 7%，平均跌幅约为 15%。预涂膜和光学膜主要原材料包括 BOPP 薄膜、EVA 热熔胶、BOPET 薄膜和 LDPE 热熔胶等，原材料占公司膜产品成本的 80%以上。根据公司招股书披露，以 09 年数据作出敏感性分析，当基材价格下降 5%时，公司的利润总额将上升 8.63%，当热熔胶价格下降 5%时，公司的利润总额将上升 6.80%。公司主要原材料出现平均 15%左右跌幅，且近期跌势加快（12 月前 20 日跌幅 7%），预涂膜、光学膜格局较好，价格受原材料影响较小，我们认为按照敏感性分析测算公司盈利将会有约 25%的提升，而考虑到库存周期，我们认为这一盈利改善预计在 15 年的盈利中表现更为明显。我们预计 14-16 年 EPS 分别为 1.03、1.81 和 2.37 元，维持买入-A 的评级，

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

上调目标价至 45 元。

【鼎龙股份】：我们调研下游快印连锁店行业了解，国内终端快印店的打印耗材提供和机器维修保养均依赖于原装厂商，原装厂商凭此赚取垄断带来的丰厚利润。目前终端快印行业自身正面临整合并购和互联网化的趋势，如果鼎龙股份能通过提供高性价比的耗材和打印机的维修服务、解决快印店受制于原厂商的痛点，有望打破国外耗材厂商对终端的垄断，参与到终端快印店行业的整合中来，实现由打印耗材生产商向打印耗材一体化服务品牌渠道商迈进，我们看好公司未来向终端快印市场延伸的能力和巨大市场空间。公司现有打印耗材业务未来几年确定性高增长，且有望凭借全系列耗材性价比优势成为终端快印店整合者，打造快印连锁及电商模式。公司设立并购基金吹响了公司外延并购整合的号角，基金瞄准新材料、生物医药、健康医疗及互联网模式创新产业带来更长期的高成长。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.33、0.52 和 0.80 元，同时考虑到近期市场流动性明显改善，我们上调目标价至 25 元和买入-A 评级。

【农资互联网化下我们的观点】：

■**互联网和智能手机的普及加速农村信息化进程**：随着低价智能手机的广泛普及和 3G/4G 网络的推广，网络资费的进一步下调，互联网在农村渗透力度将进一步加大，未来农村信息化是大势所趋。中国网民中农村人口比例逐年增加，中国互联网在农村地区的普及速度不断加快。自 2012 年以来，农村网民的增速超越了城镇网民，城乡网民规模差距继续缩小。

■**各大主流农资企业纷纷展开电商业务，互联网冲击大风已起**：辉丰、芭田、司尔特等农资上市公司相继成立电商子公司，布局农资电商。从目前的情况来看，辉丰农一网进展顺利，11 月上线以来，电商业务的开展远超预期。预计未来其他的农资企业也将加快农资电商建设的步伐。我们认为农业互联网化已具备较好的物流、信息化和土地流转基础，目前农村互联网化的大风已起。

■**农村互联网化方向不只是农资电商，争夺农村用户入口将是大方向**：以农一网为例，农药电商业务只是其远大发展空间的第一步，通过县级工作站以及乡、村级服务站的加盟完成终端的布局，未来紧接着将上线包括水溶性肥料、氮磷钾肥料、复合肥、种子、饲料、农机农膜农具等等农资产品，形成农资综合的电商平台，并通过农资团购、直销等方式冲击现有的传统渠道价格体系。更远大的方向上，农一网将通过农村县级及零售站点的免费 WIFI 布局占据农村互联网的入口，同时通过农产品及农资的双向交易成为农业全流通的平台。**我们是全市场最早并最坚定推荐农资电商（7 月份开始推荐并于 9 月份发深度报告），在未来 3-6 月内我们认为农一网完成全农资领域的布局并且颠覆现有传统农资流通渠道是大概率事件，站在农业互联网化大风吹起的起点我们继续坚定推荐！！**

■**跑的早、跑的快将是关键，发令枪已经打响**：由于传统渠道在电商侵袭的威胁下其转型的动力很强，农资电商的发力给予其部分转型线上分散经营风险的机会，因此我们认为在目前阶段农资电商公司的启动最关键的是看谁跑的早并且跑的快，先发公司模式正确的前提下将快速积累用户资源（如农一网），而不管切入口是哪个产品未来综合农资电商、类金融服务、线上线下农化服务等都是必然趋势，因此品种及渠道开拓速度和模式创新能力将是另一个考验的因素。农资电商硝烟已起，我们判断将有一批农资企业投身厮杀，现在只是刚刚开始，面对万亿以上的农资市场以及 6-7 亿的农村用户人口，我们认为任何有机会在其中站稳脚跟的公司都值得重点关注。

■**建议全面关注已经转型或潜在具有转型空间的企业（农药：辉丰股份、诺普信、复合肥：金正大、史丹利、芭田股份、司尔特）**：在激活农村电商的大趋势下，农资企业，尤其是农药和化肥企业依托其强大的流通渠道和仓储实力将大为受益。我们最看好的就是农药和复合肥板块（农药：辉丰股份、诺普信，复合肥：金正大、史丹利、芭田股份、司尔特），其他的包括新洋丰、新都化工等区域龙头也是潜在可以关注的标的。

【辉丰股份】：农一网于 11 月 22-23 日举办了首届中国农药电商“光棍节”，近 50 款“特价农药产品”血拼 48 小时。我们了解到农药品牌商与农一网的合作意向大幅超预期（百

强里面的 80%的企业有合作意愿)，县域工作站原计划今年 100 家，目前来看能大幅增加至 500 家，2 天订单已过亿元，农资电商大爆发和对传统模式的颠覆时代已经到来。我们认为农一网以农药介入电商业务只是其远大发展空间的第一步，通过县级工作站以及乡、村级服务站的加盟完成终端的布局，未来紧接着将上线包括水溶性肥料、氮磷钾肥料、复合肥、种子、饲料、农机农膜农具等等农资产品，形成农资综合的电商平台，并通过农资团购、直销等方式冲击现有的传统渠道价格体系。更远大的方向上，农一网将通过农村县级及零售站点的免费 WIFI 布局占据农村互联网的入口，同时通过农产品及农资的双向交易成为农业全流通的平台。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.73、1.10 和 1.48 元，公司农药业务将迎来春天，仓储业务成为新的收入和利润增长点，未来 2 年业绩快速增长。农一网正以惊人的速度成为新型农资平台，未来新产品导入继续提升平台价值，农资电商爆发和颠覆时代到来。

【诺普信】：公司发布 14 年三季报，1-9 月实现营业收入 19.1 亿元、同比增长 25.6%，归属于上市公司股东的净利润为 1.78 亿元、同比增长 4.7%，EPS 为 0.25 元。单季度收入 3.8 亿元、同比增长 26.3%，归属于上市公司股东的净利润为-2669 万元，EPS 为-0.04 元。公司此前公告前三季度利润受诉讼影响额为 4776 万元，我们测算不考虑这一影响后公司前三季度净利润为 2.3 亿元、同比增长 32.8%，则业绩继续维持快速增长。公司公告拟以自有资金 1900 万元参股浙江美之奥种业有限公司 20%股权。公司作为农药制剂企业，目前拥有经销商和零售店两种销售渠道，经销商数量约为 3000 家，零售店为 8000 多家，渠道优势突出。投资种子公司体量虽然不大，但我们认为这只是公司完善大农业战略布局的第一步，种子空间市场充足，且与公司原有业务具有互补性，后续空间值得期待。公司此前公告拟建设基于 O2O 的农资大平台项目，建立集产品销售与植保服务为一体、扁平化、深入基层的农资大平台，未来有潜力为现代高效农业提供全流程作物解决方案和高效专业植保技术服务，同时具备优化整合农资流通体系的实力。盈利方面，我们维持预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.37、0.50 和 0.61 元，继续维持买入-A 评级，12 个月目标价 15 元。

【金正大】：公司公告与佳沃集团就肥料供应、使用及技术支持签订《合作框架协议》。公司将作为佳沃集团农资供应平台，为其提供可靠的肥料产品和相关技术服务，同时根据其需要将派出专业人员到其基地根据作物、土壤、气候等情况，对作物施肥、浇水、修剪、蔬果、喷药等提供专业意见并提供农化培训。金正大作为国内最大的肥料供应商，其在化肥领域品种齐全经验丰富，同时目前正逐步转型成为种植业解决方案提供商、植物营养专家和农资及农产品电商平台。由于传统渠道在电商侵袭的威胁下其转型的动力很强，农资电商的发力给予其部分转型线上分散经营风险的机会，因此我们认为在目前阶段农资电商公司的启动最关键的是看谁跑的早并且跑的快，先发公司模式正确的前提下将快速积累用户资源（如农一网），而不管切入口是哪个产品未来综合农资电商、类金融服务、线上线下农化服务等都是必然趋势，因此品种及渠道开拓速度和模式创新能力将是另一个考验的因素。农资电商硝烟已起，我们判断将有一批农资企业投身厮杀，现在只是刚刚开始，面对万亿以上的农资市场以及 6-7 亿的农村用户人口，我们认为任何有机会在其中站稳脚跟的公司都值得重点关注。金正大优秀的多元化的管理层在企业战略布局上具有前瞻性，我们认为公司将着眼于农资流通渠道的变革以及未来发展趋势进行积极转型。

【史丹利】：史丹利公布 14 年三季报，1-9 月实现收入 41.5 亿元、同比下滑 0.3%，归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元、同比增长 23.3%，EPS 为 1.45 元。单季度收入 14 亿元、同比增长 15.3%，归属于上市公司股东的净利润 1.5 亿元、同比增长 24.6%，EPS 为 0.53 元。公司同时公告拟在期货市场开展尿素产品的套期保值业务，减少因原材料价格波动造成的经营业绩波动，预计单次或占用期货保证金余额不超过 5000 万元。上半年公司复合肥产品在单质肥价格单边下跌影响下增速放缓，前三季度收入增速分别为-7.8%、-5.8%和 15.3%，随着 14 年中期单质肥价格的企稳，公司复合肥产品销量增速显著加快。这与我们此前持续推荐复合肥板块的逻辑第一条完全吻合，即三季度销量和业绩增速均

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

会加快。农资信息化和土地流转加速的背景下，农资的大变革时代已经到来，公司作为行业的强者之一后续转型空间巨大，推出股权激励将显著提升管理层积极性。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.73、2.17、2.63 元，维持公司“买入-A”的投资评级，12 个月目标价 45 元。

【司尔特】公司公告将以自筹资金 5000 万元在上海自贸区设立全资子公司上海司尔特电子商务有限公司，公司成立后主要开展以网上农资和化工原料交易（包括但不限于化肥、农药、农机具、农膜等）、网下农资销售配送到村到户服务、初级农产品购销和农业生产资料的进出口业务。由于传统渠道在电商侵袭的威胁下其转型的动力很强，农资电商的发力给予其部分转型线上分散经营风险的机会，因此我们认为在目前阶段农资电商公司的启动最关键的是看谁跑的早并且跑的快，先发公司模式正确的前提下将快速积累用户资源（如农一网），而不管切入口是哪个产品未来综合农资电商、类金融服务、线上线下农化服务等都是必然趋势，因此板块开拓速度和模式创新能力将是另一个考验的因素。农资电商硝烟已起，我们判断将有一批农资企业投身厮杀，现在只是刚刚开始，面对万亿以上的农资市场以及 6-7 亿的农村用户人口，我们认为任何有机会在其中站稳脚跟的公司都值得重点关注。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.48、0.72 和 0.90 元，公司盈利快速增长，进军电商业务将受益于农资互联网浪潮，给予增持-A 评级，6 个月目标价 20 元。

【芭田股份】公司获得《矿产资源勘查许可证》，公司磷矿勘探项目为贵州省瓮安县小高寨磷矿勘探，高品质的磷矿是稀缺资源，能保障公司产品的高质量。自有矿源能确保公司的原材料供应的稳定性，强化产业竞争力。同时，公司与北京天瑞嘉成科技有限公司签署《品牌种植合作协议》，双方本着诚实信用、合作共赢的原则开展品牌种植项目合作，包括品牌种植基地、订单农业平台、区域品类农资中心等。公司战略布局“生态农业”和“智慧农业”，此次试水品牌种植是为保证食品源头健康，从提高“种植效率”扎进生产链条，形成稳定客户社区，科学种植进而来变革农资营销模式。我们认为，公司主业维持快速增长，致力于打造生态农业和智慧农业平台，正处于业绩和估值双提升通道，我们预计 14-16 年 EPS 为 0.24、0.33 和 0.46 元，给予买入-A 评级、12 个月目标价 15 元。

【德联集团】：公司公告拟在上海市投资设立全资子公司上海德联信息技术有限公司。德联信息注册资本为 1 个亿，以自有资金出资。我们认为公司设立全资子公司将标志其逐步在汽车后市场电商开始发力。预计公司将针对目前互联网业务中的 B2C、B2B 在实际应用中遇到的问题，通过将汽车后市场 B2B+B2B2C 的综合解决方案形成软件系统，将包含终端用户（免费 APP+PC 端）、汽车服务商（SA+CRM+简易进销存+配件采购系统及工具）和汽配供应商（配件数据管理工具+配件销售系统+客户管理系统+云仓系统）的整个供应链贯通，实现对产业链各部份的嵌入、粘合。以终端用户为切入点，为服务商提供系统、数据、供应链服务（包括配件、仓储、物流等）综合性解决方案，成为服务商采购和供应商销售的必备工具，掌控配件交易流量的出入口，对平台服务商、供应商所有线上线下业务，进行供应链深度优化，全面整合，提升效率，同时，服务于公司日后规划中逐步扩大的线下保养维修业务。公司在汽车产销量和份额持续增长下将保持继续增长，同时车龄上升、反垄断政策出台等都在不断催生一个潜力巨大的汽车后市场，我们认为这将是一个风口。公司作为国内汽车化学品主要供应商，一方面面临维修市场需求量的增加，一方面有望转型积极探索 2S 店和 O2O 电商，因此我们看好其未来广阔的发展空间。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.56、0.69、0.85，给予买入-A 评级，6 个月目标价 22 元。

【联化科技】：联化科技发布 14 年三季报，1-9 月 29 亿元、同比增长 20%，归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元、同比增长 24.4%，EPS 为 0.46 元。单季度收入 11.2 亿元、同比增长 16.4%，归属于上市公司股东的净利润 1.3 亿元、同比增长 24.7%，EPS 为 0.16 元。公司同时公告对 14 年全年业绩预告，盈利区间为 5.4-6.3 亿元，增长幅度为 20-40%。整体业绩符合市场预期，并且今年以来公司单季度收入和业绩维持逐季改善的势头，体现其良好的成长性。公司是国内农药中间体定制加工领域的龙头企业，目前公司得到多数

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

主要农药生产巨头的认可与合作，而与此同时单个客户合作量则存在很大空间，未来客户订单逐步放量下公司将持续受益。同时高端医药中间体领域公司也在逐步积淀经验和理解，从较长的时间看其发展空间也很大。公司项目储备充足（固定资产 17.9 亿元，在建工程就有 11.4 亿元），盐城及台州基地进入投产期，股权激励勾勒出成长底线，未来收入和业绩增长确定性高。随着公司募投项目产能逐步释放，预计公司后续业绩将继续呈现环比持续改善。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.72、0.93 和 1.18 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 18 元。

【华邦颖泰】：华邦颖泰公布 14 年三季报，1-9 月实现营业收入 37.7 亿元、同比增长 17.9%，归属于上市公司股东的净利润为 3.7 亿元、同比增长 42.1%，EPS 为 0.57 元。单季度收入 11.7 亿元、同比增长 13.2%，归属于上市公司股东的净利润为 1.4 亿元、同比增长 36.4%，EPS 为 0.18 元。公司业绩符合预期。公司同时预计 14 年盈利区间为 3.9-4.8 亿元，同比增长 30-60%。公司此前拟以 2.2 亿美元认购 Albaugh20%的股权，Albaugh 公司是美国最大的非专利农化品生产商之一，主要产品包括草甘膦（全球第二，仅次于孟山都）、2,4D（全球第二，仅次于陶氏）、麦草畏和阿特拉津等，渠道遍及北美、南美和欧洲市场。我们认为此次公司认购 Albaugh 股权主要是看重三点：一是 Albaugh 公司产品结构是与转基因相关，这是未来农业发展的重点方向之一；二是 Albaugh 公司渠道价值较大，与公司业务有互补性；三是 Albaugh 公司南美工厂经营现金紧张，为快速回笼资金牺牲了部分盈利，公司增资参股后可改善南美工厂盈利。从对 Albaugh 公司的业绩预测来看，14-16 年分别为 4290、5961 和 7503 万美元，公司 20%的股权带来投资收益 5148、7153 和 9004 万元，为公司未来盈利增长带来新的动力点。我们认为此次收购股权意义是大于价格的，主要在于公司可借助 Albaugh 由国内传统农化公司转变为国际化、拥有自身渠道的企业，只有这样国内农药企业才能在未来竞争中占领先机、挤入国际平台前列。公司收购西藏林芝百盛，实现 100%控股。华邦制药此前主要是皮肤科用药，而百盛药业产品则涵盖了内科、儿科等七八个重点科室，双方在研发和产品方面形成互补。渠道方面，医院渠道华邦与百盛产品隶属于不同科室、互补性强，可互相协助快速打开对方原有覆盖医院市场，此外百盛药业具备销售公司（不局限于 OTC、可全国招商其他药品），华邦与百盛药业可实现渠道共享。管理层认购配套资金股份，锁定三年表明对公司未来发展的强烈信心。我们按照增发方案预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.63、1.05 和 1.31 元（其中 15、16 年为增发摊薄后），维持前期买入-A 评级和 30 元的目标价。

【久联发展】：久联发展发布 14 年三季报，1-9 月实现收入 25.7 亿元、同比增长 14.3%，归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元、同比增长 0.9%，EPS 为 0.44 元。公司并且预计今年全年净利润同比增长约 0-30%，相当于净利润预计为 2.06 亿-2.68 亿。公司此前公告保利集团以其旗下部分资产及现金共计 13.6 亿元对久联集团增资，持有其 51%股份成为控制方，成为久联发展实际控制方。保利将在实施收购后的 60 个月内把旗下保利化工、银光民爆、保利民爆等资产注入上市公司，行业巨无霸崛起。公司子公司甘肃久联 8 月 25 日公告获得军队装备承制资格，由于公司主业为民爆用品的生产和销售，我们判断未来军品方向可能将成为公司研发生产的业务方向之一，考虑到保利科技的军工背景，我们认为从远期看军工或将成为上市公司未来潜在的发展领域之一，值得关注和跟踪。我们认为保利入主集团将成为公司发展过程中重要的里程碑，未来公司民爆产能有望倍增，同时在央企背景支持下爆破服务的发展空间也值得期待。暂不考虑未来的资产注入，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.77、0.94 和 1.15 元，维持买入-A 评级和 20 元的目标价，对应 15 年 PE 为 21 倍。

【宏大爆破】：公司是大行业（爆破服务市场 1000-1500 亿元）里的小公司，固定资产周转率 4.5 左右，具有轻资产的属性，有快速成长的潜力。爆破服务行业近年来有生产专业化外包和集中度提高的趋势。公司和鞍钢的合作为未来的快速发展提供了一个可能的方向，理论上具有复制的可能性；从国际发展经验来看，全球最大的民爆公司奥瑞凯在美国民爆市场的份额 45%，在澳大利亚 65%～70%，国内出现大的爆破服务公司也是可能的。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

主题投资品种：1、新增关注受益公司自上而下改革标的**青岛双星**；2、受益能源改革标的**准油股份**；3、看好新能源汽车的长期发展，关注新能源汽车材料企业**新宙邦**、**江苏国泰**和**沧州明珠**；4、安赛蜜提价的**金禾实业**。5、看好脱硫脱硝催化剂及工程的**三聚环保**、车用尿素潜在龙头的**四川美丰**、汽车尾气净化催化剂载体的**烟台万润**。

【青岛双星】：近期我们调研发现青岛双星正有序地进行自上而下的变革，主要体现在1）管理层大换血：柴永森在去年二季度开始接任双星集团及上市公司董事长（此前任海尔集团高级副总裁兼黑电集团、空调集团总裁，功勋卓著，管理经验丰富），此后公司在财务、研发、销售、证券等主要岗位上均已有一批新鲜血液注入，显示出强烈的变革信号。2）员工绩效加强："效筹合一"的激励模式替代原有较为中庸的考核，员工动力大大增强。3）借搬迁东风，研发生产高端轮胎提升盈利空间。此次双星集团超比例认购上市公司定增已经体现出大股东对于未来发展的强烈信心，同时工厂搬迁有望带来隐蔽资产的重估，考虑到过去其净利润率远低于行业平均水平（公司0.5%，行业3%），在变革之下有望脱胎换骨，建议投资者关注。

【准油股份】：在国内油气改革、提倡引入民营资本的背景下，中石油将新疆作为试点在上游油气开采领域引入民营资本，公司凭借地理优势、自身技术和中石油合作的渊源，有望享受改革红利。哈萨克斯坦石油探明储量位居全球第七，公司先在哈国设立子公司又在香港设立子公司支持哈国业务，我们认为未来有望开拓出新的利润增长点。与西南石油大学共同研发深层煤炭钻井开采技术，具备长期战略意义。我们看好公司未来发展，暂预计公司14-15年EPS分别为0.19和0.32元，我们认为目前盈利预测意义不大，主要看今后所投项目对业绩的爆发式改善和带来的公司价值重估，大股东敢于在18.8元的价位全额认购增发也验证我们判断。

模拟组合

根据宏观、中观和微观的判断，结合具体个股的具体情况，考虑到不同股票的流动性特征，本周化工基本模拟投资组合调整如下：

建议标配，具体为浙江龙盛、沙隆达A、康得新、华峰氨纶和万华化学。

表1：本周基础化工模拟投资组合

证券代码	证券简称	14年市盈率	持仓成本	持仓数（万股）	最新价	最新市值(万元)	市值占比	2014年获利幅度
600352.SH	浙江龙盛	11	10.19	178	19.68	3,494	18.86%	93.13%
000553.SZ	沙隆达A	14	7.93	128	13.65	1,754	9.47%	72.13%
002450.SZ	康得新	26	21.74	153	28.97	4,421	23.86%	33.26%
600309.SH	万华化学	16	18.88	158	21.78	3,440	18.56%	15.36%
002470.SZ	金正大	25	26.80	202	26.90	5,421	29.26%	0.37%
总资产						18,530	100.01%	31.32%

数据来源：安信证券研究中心

注1：13年起我们的基本组合和中小盘成长组合开始采用类实盘交易操作，以此增加组合仿真度，更好的供投资者参考，年初组合资金均为1个亿。2014年我们调整各组合成分股，基础组合保留2013年底14,111万元的总金额、中小盘组合保留2013年底12,123万元的总金额数作为两组合的起始金额，但获利幅度重新开始计算。

另外，本周中小盘成长类和交易型组合如下：鼎龙股份、三聚环保、宏大爆破、联化科技、金正大、久联发展和三友化工。

表2：本周中小盘成长类和交易型组合

证券代码	证券简称	14年市盈率	持仓成本	持仓数（万股）	最新价	最新市值(万元)	市值占比	2014年获利幅度
300054.SZ	鼎龙股份	38	13.04	422	13.14	5,546	41.11%	0.78%
300072.SZ	三聚环保	35	19.32	126	24.18	3,035	22.50%	24.68%
002683.SZ	宏大爆破	30	30.10	45	24.58	1,110	8.23%	-18.05%
002250.SZ	联化科技	21	13.16	66	14.80	982	7.28%	13.06%
002037.SZ	久联发展	21	15.57	46	16.10	747	5.54%	4.30%
600409.SH	三友化工	19	5.49	132	6.17	812	6.02%	12.05%

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

300285.SZ	国瓷材料	52	37.54	43	29.16	1,257	9.32%	-22.13%
			总资产			13,489	100.00%	11.26%

数据来源：安信证券研究中心

此外，由于 13 年以来市场对主题投资热情较高，我们新添加了主题投资组合，目的是帮助投资者把握当下主题投资的机会，因此个股和仓位的调整会比较灵活。我们配置如下：

表 3：主题投资组合

证券代码	证券简称	13 年市盈率	14 年市盈率	最新价	市值占比
002108	沧州明珠	30	23	13.30	20.0%
002091	江苏国泰	31	26	14.47	20.0%
300037	新宙邦	40	32	29.13	20.0%
002207	准油股份	94	56	17.80	20.0%
600409	三友化工	26	19	6.17	20.0%

数据来源：安信证券研究中心

2. 盈利预测调整

无。

3. 行业动态及最新观点

表 4：行业动态及最新观点

板块	品种	最新价格	一周涨跌幅	一月涨跌幅	行情变化	标的公司	投资建议
石油化工	NYMEX 原油	55.84	-1.20%	-24.22%	OPEC 不减产带来持续压力，本周原油价格继续走低，小幅震荡，WTI 区间为 54.12-52.69 美元/桶，布伦特运行区间为 57.90-56.42 美元/桶		
	布伦特原油	60.24	-1.86%	-22.52%			
	迪拜原油	79.2	0.00%	0.00%			
	辛塔原油	76.7	0.00%	0.00%			
	基础油	8200	0.00%	0.00%			
	NYMEX 天然气	3.03	-12.53%	-30.42%			
	国际石脑油	53.09	3.67%	-26.16%			
	液化气	3950	12.86%	-22.55%			
	国际乙烯	999	-0.10%	-17.78%			
	国际丙烯	565	5.61%	-44.88%			
	国内丙烯	7300	22.69%	-17.98%			
	国际苯乙烯	918.5	5.15%	-23.04%			
	国内苯乙烯	945.5	5.00%	-22.53%			
	甲苯	5050	3.06%	-19.84%			
	二甲苯	5400	10.20%	-12.20%			
	国际纯苯	663.5	4.82%	-31.74%			
	国内纯苯	4600	-5.15%	-35.21%			
	90 号沥青	4280	0.00%	0.00%			
	LLDPE7042	10800	0.00%	0.00%			
	石油焦	1120	0.00%	0.00%			
化肥	液氨	2460	0.82%	2.50%	国家 2015 年关税政策出台，磷酸一铵和磷酸二铵出口关税税率分别由 14 年旺季、淡季的 15%+50 元、50 元/吨调整到 100 元/吨，不再区别淡旺季；尿素由 15%+40 元、40 元/吨调整到 80 元/吨，也不再区别当旺季。国家关税政策取消淡旺季区分，我们认为肥料企业在国内用肥旺季时加大出口将加剧国内化肥淡旺季价格的波动，建议投资者重视 15 年春耕行情。	金正大、史丹利	金正大：1）复合肥行业处于跑马圈地期，具有较强的消费属性，龙头企业成长性好且空间较大。2）单质肥过剩下复合肥企业逐步成为产业链价值的最强环节，上下游资金占用增加，资产和库存周转率上升，盈利能力变强。3）研发致产品差异化以及渠道品牌塑造提升公司产品溢价（比如金正大的控释肥以及未来的水溶性肥
	国际尿素	315	3.28%	3.28%			
	国内尿素	1540	0.65%	4.05%			
	三聚氰胺	6200	0.00%	0.00%			
	氯化铵	350	0.00%	0.00%			
	硝酸	1460	0.00%	-2.67%			
	硝酸铵	1475	0.00%	0.00%			
	盐湖氯化钾（62%）	2150	0.00%	0.00%			

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

	罗布泊硫酸钾（51%）	3600	0.00%	0.00%			等），摆脱低端价格竞争。4）商业模式上有望向农资连锁衍生，提升渠道价值。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.32、1.70 和 2.13 元，给予“买入-A”的投资评级，建议稳健投资者关注。
	磷矿石（28%湖北）	420	0.00%	0.00%			
	国际磷矿石	150	0.00%	0.00%			
	磷酸一铵（55%）	2050	0.00%	0.00%			
	磷酸二铵（64%）	3100	0.00%	0.00%			
	国际磷酸二铵	465	0.00%	2.20%			
	国际硫磺	145	0.00%	5.84%			
	国内硫磺	1240	0.00%	7.83%			
	氯基复合肥（45%）	2430	0.00%	0.00%			
	硫基复合肥（45%）	2250	0.00%	0.00%			
	硫酸（98%）	550	0.00%	3.77%			
	磷酸（工业 85%）	5200	0.00%	0.00%			
	磷酸（食品级）	5800	0.00%	0.00%			
	黄磷	14400	0.00%	2.86%			
	CBOT 玉米	414.5	1.34%	6.01%			
	CBOT 小麦	610	-5.86%	9.17%			
	黄玉米	2275	-3.81%	-4.37%			
	优质强筋小麦	2540	-0.04%	-0.78%			
氯碱	液氯	875	12.90%	9.38%	近期由于供给端部分厂家开工下降或停产检修较多，导致液氯供给受限下价格攀升，据了解目前 PVC 行业最新开工率为 65%，较低的负荷水平说明了产品价格和企业盈利暂难以好转。 PVC 及烧碱行业供给端产能过剩严重，且由于行业性质决定产能较难有效退出，同时需求端在国内投资放缓的背景下出现同比增速的下滑，因此景气底部的周期被延长，短期难以好转。		
	原盐	200	0.00%	0.00%			
	烧碱 32%离子膜	590	-0.84%	-10.61%			
	烧碱 30%隔膜	605	0.00%	0.00%			
	电石	2865	-1.88%	-3.54%			
	PVC（CFR 东南亚）	795	0.00%	-11.67%			
	PVC（电石法）	5875	-2.08%	-3.05%			
	PVC （乙烯法）	6050	-1.63%	-9.02%			
纯碱	轻质纯碱	1425	0.00%	0.71%	短期看由于此前纯碱库存较低，且多家企业 5 月存在检修需求，导致近期纯碱价格小幅走高，其中轻质碱涨幅较明显。由于库存依然偏紧，预期未来可能仍有小幅上涨空间		
	重质纯碱	1525	0.00%	0.00%			
聚酯	PX（CFR 中国）	823	-4.91%	-20.75%	受需求低迷影响，加之亚洲 PX 开工高位，成本及供应压力之下，PX 继续弱势。 行业供需上看，13 年下半年 PTA 新增装置进入投产期(桐昆股份 150 万吨、远东 2 期 80 万吨、恒力的 440 万吨和海南逸盛 220 万吨，相		
	PX（华东挂牌价）	7000	0.00%	-6.67%			
	PTA	4520	-2.48%	-20.84%			

	乙二醇	5850	0.00%	-11.36%	当于国内产能增加50%)，目前PTA产能为3300万吨（今年投产1000多万吨），明年产能至少还要投放500万吨，因此我们认为未来1-2年内PTA行业盈利将日益艰难。		
	PET切片	6500	3.17%	-15.03%			
聚氨酯	苯胺	6500	8.33%	-18.75%	原油价格从105美元左右持续下跌至目前54美元/桶，苯、甲醇等石化产品价格跟随下跌，分别从9500和2950下跌至目前4850和1950元/吨，按照单耗0.51和0.13计算，MDI单吨成本下降2150元。而MDI为寡头垄断格局，价格受成本影响较小、主要是由供需格局决定，原油大幅下跌后MDI价格仅为微跌（聚合MDI目前价格和6月原油下跌前持平、纯MDI下跌1500元/吨，且多为受近期淡季影响）	万华化学	公司三季报公布1）公司财务费用达到3.3亿元、较去年同期上升38%，主要本期美元升值带来汇兑损失增加。公司营业利润34亿元基本较去年持平，所得税调整带来净利润下滑。2)MDI进口下滑、出口大幅增长，近几个月持续上涨：我国聚合MDI 8月份进口量环比下滑33%、同比下滑23%至2.3万吨，出口量环比增长24%、同比增长110%至3.6万吨。进出口传导机制顺畅，国内价格将随出口量的增加而被拉至平均水平。7-10月份公司聚合MDI价格分别为15200、15700、16700和17300元/吨，近三月累计上调2100元/吨。3)价量平衡将是公司未来最佳策略：受万华、拜耳技改扩产以及进口量增长影响，上半年国内聚合MDI价格持续下跌，7月份时海外尤其是美国需求复苏显著，国内成为全球洼地，旺季到来和出口量增加带动价格触底回升。除万华外，全球企业在15年中期以前无新增产能，因此未来MDI价格公司话语权很强，价量平衡将是公司未来最佳策略。4)八角项目将万华由MDI供应商转变为国内化工一体化巨头：万华不只是MDI，八角园将是优势的集中体现。从上游丙烷脱氢到下游SAP、水性涂料树脂等产品的生产，同时在ADI、聚碳酸酯、MMA等产品上的储备，万华的技术优势将显著发挥。目前MDI项目装置已完成中交，三季度末有望试车，预计PDH装置年底建成，我们认为八角项目投产将是公司长期成长元年，后续产业链上下游一体化配套程度将会更高，成长点更加多元化。
	TDI	13150	-2.95%	-12.33%			
	聚合MDI（华东）	13950	-3.46%	-10.00%			
	纯MDI（华东）	18550	-0.80%	-1.33%			
	万华聚合MDI（挂牌）	16000	0.00%	-9.60%			
	万华纯MDI（挂牌）	20000	0.00%	0.00%			
	1,4-丁二醇(BDO)	10000	0.00%	-9.50%			
	PTMEG	21250	0.00%	-1.39%			
	己二酸	8950	-3.24%	-10.05%			
	甲乙酮	7450	-5.10%	-26.05%			
	环己酮	7550	-3.82%	-21.35%			
	环氧乙烷	7500	-9.64%	-25.00%			
	环氧丙烷	11350	7.08%	-7.72%			
	环氧氯丙烷	10900	0.00%	-3.54%			
	软泡聚醚	12200	-3.94%	-7.22%			
	硬泡聚醚	11200	-3.45%	-5.88%			
	顺酐(华东)	11100	0.00%	0.00%			
化纤	粘胶长丝	35200	0.00%	0.00%	根据我们近期的跟踪，由于涤纶等大宗化纤价格的走弱以及氨纶去年高增速的自然回归导致今年的需求增速弱于去年，因此产品价格维持坚挺下暂时没有向上动力，我们预计该状态可能将继续维持。产能上，	华峰氨纶、泰和新材	我们在去年6月下旬在底部坚定推荐氨纶行业，认为其已进入供需拐点，未来1年半在供应紧张下产品价格有望稳步上涨或者维持坚挺，继续看好华峰氨纶、泰和新
	粘胶短纤	11650	0.00%	-2.10%			
	氨纶40D	46000	0.00%	-2.13%			
	涤纶短纤	7500	-1.96%	-10.18%			
	涤纶POY	7900	2.60%	-13.19%			

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

	涤纶 DTY	10350	0.00%	0.00%	14 年新增产能稀少而 15 年后产能有序增长，因此氨纶景气将继续且我们猜测未来周期性波动有望下降。		材，同时华峰氨纶此前公告的聚氨酯铁路道床材料目前正处于客运线的试用中，未来一旦放量将有望成为十亿甚至百亿级的市场，有望撑起公司向上空间。具体行业景气的资料可参见我们此前发布的深度报告《氨纶行业重回景气上行，建议投资者关注》。
	涤纶 FDY	7650	1.32%	-13.56%			
	棉花 CCIndex(328)	13617	-0.08%	-5.98%			
	己内酰胺	13200	-5.04%	-13.16%			
	PA6	15550	-3.42%	-8.26%			
	PA66	27400	0.00%	0.00%			
	锦纶切片	16550	0.00%	0.00%			
	锦纶 POY	19350	-1.78%	-4.44%			
	锦纶 DTY	22200	-0.89%	-4.10%			
	锦纶 FDY	20900	-1.88%	-3.91%			
	腈纶短纤	17650	0.00%	-3.81%			
	腈纶毛条	18925	0.00%	-3.07%			
	丙烯腈	14400	-0.69%	-2.04%			
	棉短绒	2300	0.00%	0.00%			
	棉浆	6000	0.00%	-0.17%			
	木浆	808	0.00%	-0.49%			
醇类	甲醇	1910	0.53%	-25.39%			中长期的行情判断：供给上，中东甲醇产能未来 3 年是空档期（中东气源输出形式逐步向 LNG 转移），中国产能增速也下来了，北美仅有梅塞尼斯重启装置，因此供给端略偏紧。需求上，中国 MTO 装置几乎一半采用外采甲醇，且 13-15 年会集中释放，因此需求上有增量，同时传统需求能够维持。因此从均价的角度判断未来 2-3 年甲醇的景气可能会上行。
	二甲醚	3080	2.67%	-12.50%			
	甲醛	1450	-3.33%	-3.33%			
	醋酸	2650	-8.62%	-20.90%			
	醋酸酐	6500	0.00%	4.84%			
	醋酸乙烯	6400	1.59%	1.59%			
	乙醇	6200	-1.59%	-1.59%			
	二乙二醇	6865	0.00%	0.00%			
	丙烯酸	7800	0.00%	0.00%			
	季戊四醇	11300	0.00%	0.00%			
	DMF	5100	0.00%	1.49%			
	DOP	10000	0.00%	0.00%			
	正丁醇	8650	0.00%	0.00%			
	辛醇	9750	0.00%	0.00%			
	丙烯酸甲酯	10500	0.00%	-6.25%			
	丙烯酸丁酯	9000	0.00%	-11.76%			
	醋酸乙酯	6000	-3.23%	-4.76%			
	醋酸丁酯	7100	-5.33%	-13.41%			
氟化工	萤石粉	1600	0.00%	0.00%	氟化工领域由于 R22 的配额管理以及原材料甲烷氯化物的价格上涨，导致近期 R22 和下游 PTFE 品种价格明显走高。		
	无水氢氟酸	6100	0.00%	0.00%			
	二氯甲烷	3100	-6.06%	-16.22%			
	二氯乙烷	300	0.00%	-15.49%			
	三氯乙烯	5000	0.00%	0.00%			
	R22	13500	0.00%	0.00%			
	R134a	25000	0.00%	0.00%			
	氟化铝	6700	0.00%	0.00%			
	冰晶石	5750	0.00%	0.00%			
钛白粉	钛精矿	640	0.00%	-14.67%			钛白粉目前行业开工率约在 50-60%，国内产能 289 万吨，存在较严重的供给过剩且在建产能较多，行业普遍存在环保问题，我们认为目
	锐钛型	9300	0.00%	-4.12%			

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

	金红石	12050	0.00%	-3.98%			前已知的环保事件暂难以改变行业景气，但需后续跟踪行业环保政策以及执行力度的情况。
橡胶	天然橡胶	11650	2.64%	0.43%			
	国际丁二烯	960	0.00%	-5.88%			
	丁二烯（华东）	7300	-5.19%	-10.98%			
	丁苯橡胶	10000	-1.48%	-13.04%			
	丁基橡胶	25000	0.00%	0.00%			
	顺丁橡胶	9000	-11.76%	-25.62%			
	丁腈橡胶	16200	0.00%	0.00%			
	SBS 干胶	14000	0.00%	0.00%			
	乙丙橡胶	22000	0.00%	0.00%			
塑料	HDPE	10800	0.00%	-13.60%			
	LDPE	11700	17.00%	0.00%			
	PP	9400	0.00%	-18.61%			
	GPPS	9500	1.60%	-13.64%			
	HIPS	10400	0.00%	-12.61%			
	ABS	13050	2.35%	-3.15%			
塑膜	BOPP	13150	0.00%	1.54%			塑模市场受制于 11-13 年的产能快速扩张下目前盈利处于底部区域，供需格局的排序为 BOPA、BOPP 和 BOPET。
	BOPET	12500	0.00%	0.00%			
	CPP	14800	0.00%	0.00%			
农药	纯吡啶	26750	-1.29%	-1.83%		沙隆达 A	沙隆达发布 14 年三季报，实现收入 25.7 亿元、同比增长 13.8%，归属于上市公司股东的净利润为 4.3 亿元、同比增长 123.5%，EPS 为 0.72 元。经过此前 B 股要约收购、沙隆达集团改制、中介机构尽职调查、中农化将沙隆达控股 100%股权注入其香港子公司中农化国际等多项准备工作，公司与 ADAMA 的整合持续推动，股权转让和合作框架协议则意味着双方合作正式展开，进度快于市场预期。三季度草甘膦、百草枯均价较二季度有所回落,但乙酰甲胺磷、2,4D 等趋势继续向好，公司成本下降和财务费用降低使得盈利继续高增长，按照业绩预告中枢计算与二季度基本持平。过去一年半以来我们持续推荐沙隆达，公司业绩不断兑现，与 ADAMA 的合作和股权落地验证我们此前判断，盈利方面，我们预
	草甘膦	21250	-4.49%	-8.60%			

							计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.00、1.31 和 1.62 元，维持买入-A 评级，目标价格 20 元，对应 14 年 PE 为 20 倍。
有机硅	甲基环硅氧烷	16800	0.00%	-1.18%	根据草根调研，前期生胶和 DMC/D4 价格的倒挂下导致生胶供给收缩明显，库存稀缺下生胶价格出现反弹并带动 DMC/D4 价格的反弹。由于下游需求并未发现明显提升，而供给端包括鲁西、弘博、中天、金岭等工厂重新开车导致供给大幅增加，因此我们认为有机硅领域景气回升仍需观察。	硅宝科技	
	金属硅 44	13820	0.00%	0.00%			
维生素	维生素 A	120	-1.64%	-11.11%			
	维生素 C	28	0.00%	0.00%			
	维生素 E	52	0.00%	-7.14%			
	维生素 K3	50	-3.85%	-10.71%			
杂项	煤焦油	1850	-9.76%	-11.90%			
	乙烯焦油	2550	0.00%	-17.74%			
	炭黑	6100	0.00%	-3.17%			
	苯酚	6800	11.48%	-29.17%			
	苯酐	7700	0.00%	0.00%			
	丙酮	5800	10.48%	-19.44%			
	PVA	13300	0.00%	-0.75%			
	三聚磷酸钠	5800	0.00%	0.00%			
	双酚 A	10200	5.15%	-23.88%			
	盐酸（31%）	215	0.00%	4.88%			
	电池级碳酸锂	42100	0.00%	3.19%			
	工业级碳酸锂	40100	0.00%	3.35%			

资料来源：化工在线百川资讯安信证券研究中心

4. 重点推荐标的动态

浙江龙盛：新老因素叠加下龙盛掌控全局，染料将展开第三波涨价行情

■**投资要点：**2014 年 12 月 31 日分散染料黑系列提价 5000 元/吨，从 45000 涨至 50000 元/吨、分散染料蓝系列继上周提价 5000-10000 元/吨后再次提价 5000-8000 元/吨，目前价格在 55000-58000 之间，黑系列和蓝系列两个品种占整个分散染料的 70%。我们 12 月 12 日市场独家提出染料格局在持续改善，产品后续有涨价空间，此次涨价验证我们此前判断，龙盛通过专利和中间体对行业控制力在增强，环保执行严厉，预计染料行业格局将维持长期稳定。

■**此次染料提价对龙盛而言意味着量价齐升，期待戴维斯双击：**供给端：在专利（染料涨价第一波）、染料自身环保导致的供给趋紧（染料涨价第二波）这两项因素尚存的情况下，又叠加原料供给因素（染料涨价第三波），染料价格将较以前任何时刻获得更强力的支撑。需求端：2014 年经过多层次的去库存（下游纺织服装行业经过两年去库存预计明年需求会有明显改善、下游印染厂染料低库存、染料厂还原物低库存），2015 全行业库存低位，下游需求已无法再坏，相反具备改善可能，预计龙盛分散染料将量价齐升。龙盛之所以能够获得如此高的盈利能力，是建立在其自身产业链一体化的基础上，而整个染

料行业并非如此，这也是染料行业格局能继续改善的根本原因。

■**需求因素影响有限，染料的涨价更多的是受供给冲击：**我们回顾染料历次价格上涨，染料下游需求稳定且下游对涨价承受度高（最直观的是假设布匹按照黑色系列来染色，大概染料占到重量的比例为 4%，按照染料目前 5 万元/吨的价格计算，染 1kg 的布染料成本大致在 2 元，而一件衣服的售价少则几十，多则几千上万），染料的涨价更多的是供给冲击而非需求拉动。在原有的供给冲击的持续影响下，新的供给冲击因素出现意味着染料价格仍有提升可能。就本次涨价而言，值得关注的是分散蓝部分品种在前不久涨价 5000 后，本次再次上涨 5000-8000，蓝色品种还原物用量较大，一方面强化本次上涨的还原物因素，另一方面也意味着其他品种价格后续有进一步跟涨的可能。

■**还原物只是中间体的代表，预计其他中间体也有改善空间：**此次染料价格上涨最大的驱动力在于分散染料生产所需的还原物供给出现较大缺口，我们认为后续染料中间体格局向好的不仅仅是还原物，其他产品也面临改善（目前间苯二酚在国家反倾销补丁下来料加工部分将被规避，预计价格有上涨可能，其他产品也有多方面的改善空间），染料行业格局稳步向上概率较大。还原物事件导致染料行业进一步集中，同时伴随着其他中间体格局的改善，染料的非周期品特性突显，估值提升可期。

■**预计未来盈利仍将大幅增长，买入-A 评级，目标价 31 元：**公司董事长和管理层对公司未来信心极强，董事长今年一次行权、一次增持、一次增发，同时此次增发董事长和高管集体锁定三年（考虑资金成本预计 15 元以上的价格）。不考虑染料后续涨价，按照目前分散染料 5 万/吨计算预计公司静态利润 45 亿元以上，而公司对于分散染料的价格弹性为 1 万元价格涨幅对应 10 亿元以上净利润增长。我们预计 14-16 年 EPS 为 1.68、3.00（此前为 2.71）和 3.64（此前为 3.47）元，给予约 500 亿元市值目标，买入-A 评级，对应目标价格31 元，坚定看好未来染料涨价和龙盛对染料行业控制力带来的持续盈利增长。

■**风险提示：染料需求持续低迷、外延扩张低于预期的风险等**

康得新：对原材料成本敏感度高，受益于原油价格下跌，预计盈利将明显改善

■**原材料占成本比例超 80%，成本对原材料价格变动敏感度高：**预涂膜和光学膜主要原材料包括 BOPP 薄膜、EVA 热熔胶、BOPET 薄膜和 LDPE 热熔胶等，原材料占公司膜产品成本的 80%以上。根据公司招股书披露，以 09 年数据作出敏感性分析，当基材价格下降 5%时，公司的利润总额将上升 8.63%，当热熔胶价格下降 5%时，公司的利润总额将上升 6.80%。

■**原材料价格随原油价格出现下跌，平均跌幅 15%左右：**原油价格从上半年的 105 美元左右持续下跌至目前 57 美元/桶、10 月后跌势明显加快，多数化工品价格跟随下跌。BOPP、EVA、LDPE 和 BOPET 年初价格分别为 14600、14140、13200 和 13000 元/吨，目前价格为 12400、12300、9850 和 12100，跌幅分别为 15%、13%、25%和 7%，平均跌幅约为 15%。

■**原材料成本大幅下降，预计公司盈利将会明显改善：**公司主要原材料出现平均 15%左右跌幅，且近期跌势加快（12 月前 20 日跌幅 7%），预涂膜、光学膜格局较好，价格受原材料影响较小，我们认为按照敏感性分析测算公司盈利将会有约 25%的提升，而考虑到库存周期，我们认为这一盈利改善预计在 15 年的盈利中表现更为明显。

■**公司将搭建新材料、新能源汽车和 3D 三大产业平台，新一轮增长拉开序幕，维持买入-A 评级和 45 元的目标价：**我们看好公司的很重要因素在于公司新材料产业化的能力强、董事长大格局、大思路，以及其团队突出的能力和执行力。后续公司从搭建新材料平台向搭建新材料、新能源汽车和 3D 三大产业转变，向形成产业集群迈进，我们认为公司成长空间面临重估，光学膜、先进高分子膜材料和碳纤维三项目未来几年有百亿利润空间，而 3D 产业成型后盈利空间也将巨大，预计每个产业的成功搭建和整合并购都能带来千亿市值、总市值 500 亿美元的空间。基于上述原因可以给予公司高估值，考虑到原材料成本的下降、我们上调公司 15、16 年盈利预测，现预计 14-16 年 EPS 分别为 1.03、1.81 和 2.37 元，维持买入-A 的评级，上调目标价至 45 元。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**风险提示：光学膜价格下滑、新项目市场拓展进度低于预期等风险**

德联集团：积极转型涉足汽车后市场电商，调整下买点已现，继续推荐！

■**事件：**公司公告拟在上海市投资设立全资子公司上海德联信息技术有限公司。德联信息注册资本为 1 个亿，以自有资金出资。

■**公司开始发力汽车后市场电商：**我们认为公司设立全资子公司将标志其逐步在汽车后市场电商开始发力。预计公司将针对目前互联网业务中的 B2C、B2B 在实际应用中遇到的问题，通过将汽车后市场 B2B+B2B2C 的综合解决方案形成软件系统，将包含终端用户（免费 APP+PC 端）、汽车服务商（SA+CRM+简易进销存+配件采购系统及工具）和汽配供应商（配件数据管理工具+配件销售系统+客户管理系统+云仓系统）的整个供应链贯通，实现对产业链各部份的嵌入、粘合。以终端用户为切入点，为服务商提供系统、数据、供应链服务（包括配件、仓储、物流等）综合性解决方案，成为服务商采购和供应商销售的必备工具，掌控配件交易流量的出入口，对平台服务商、供应商所有线上线下业务，进行供应链深度优化，全面整合，提升效率，同时，服务于公司日后规划中逐步扩大的线下保养维修业务。

■**汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出：**目前中国 9000 万辆乘用车的平均车龄约 3.5 年，根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加且市场将逐步从 4S 店转向独立维修市场，因此我们判断明年将是独立维修市场需求爆发元年。目前独立后市场存在服务质量差、价格高、标准规则缺乏等问题，考虑到汽车后市场电商在去中介化、费用透明化和用户体验改善等方面将发挥很大作用，能带来车主、配件厂、维修站三方共赢的局面，因此我们强烈看好该领域的爆发。

■**反垄断政策下将推动汽车后维修市场获得更大发展：**交通部颁布新政，提出了打破汽车生产企业对于汽车维修技术和配件渠道的垄断措施，鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自有品牌的独立售后配件。我们认为该政策将打破目前 4S 店垄断原厂配件的格局，配件生产企业独立后市场将迎来大发展。公司目前有超过 24 种产品可应用于汽车售后市场，未来渠道明显改善，同时将有机会通过整合后市场渠道向平台型企业转型。

■**公司战略重心转向汽车后市场，看好其未来发展：**公司在后市场布局积极，拟募集 10 亿元在未来三年内建 110 家 2S 店，把公司的产品连带服务直接供应到汽车售后市场。同时公司设立全资子公司上海德联优鸿电子商务积极探索后市场电商。我们认为汽车后市场线下服务的重要性是主流电商企业较难逾越的门槛，因此可能将有新兴的能同时提供线上线下良好的用户体验并能实现车主、维修站、配件厂三者共赢的电商崛起，我们看好公司未来在该领域的机会。

■**风口出现，建议投资者重视，维持“买入-A”评级：**公司在汽车产销量和份额持续增长下将保持继续增长，同时车龄上升、反垄断政策出台等都在不断催生一个潜力巨大的汽车后市场，我们认为这将是一个风口。公司作为国内汽车化学品主要供应商，一方面面临维修市场需求量的增加，一方面有望转型积极探索 2S 店和 O2O 电商，因此我们看好其未来广阔的发展空间。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.56、0.69、0.85，维持买入-A 评级。

永太科技：原有业务处于爆发期，CF 光刻胶和丙肝新药中间体打开长期成长空间

■**公司建设丙肝新药索非布韦关键中间体，盈利空间近亿元：**根据独立分析公司 Datamonitor Healthcare 在 2013 年发布的报告，在未来 9 年，丙型肝炎市场规模预计将增长 230%，并在 2022 年达到 155 亿美元。索非布韦是吉利德公司 13 年底推出新药，仅上半年就销售 58 亿美元，前三季度销售额 80 多亿美元，预计全年销售额有望超过百亿美元。而这一销售额对应的是几十万丙肝患者的使用，全球约 1.85 亿人感染丙肝，随着吉利德授权仿制药厂商产品销售，销售量将会更大，对中间体的需求将会成倍增加。14 年

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司索非布韦关键中间体五氟苯酚销售仅为几吨，占吉利德需求的绝大部分份额，预计未来印度仿制企业也将采购公司产品，公司扩产至 160 吨。我们测算五氟苯酚市场盈利空间在 20 亿元左右，而公司意图将五氟苯酚向下游延伸至五氟磷酸苯酯，预计行业盈利空间有望倍增至 40 亿元。

■**CF 光刻胶有望首家国产化，将受益于下游液晶面板厂商为降低成本而主动进行的进口替代：**公司前期完成非公开发行股票，募集资金投向之一为 1500 吨平板显示彩色滤光膜材料产业化项目，现与下游客户进行合作能够更清晰把握市场需求，加快量产进度。CF 光刻胶是主流生产 CF 工艺所需的主要原材料，目前生产被外资所垄断，公司量产后将受益于国内下游液晶面板厂商为降低成本而主动进行的进口替代。目前市场容量约 1.5 万吨，进口 CF 光刻胶为 75 美元/kg，毛利率高达 70%，未来公司凭借价格优势将会逐渐占据更多市场。

■**原有业务经过多年客户导入，有望爆发。**公司原有业务经过多年发展后技术更成熟，预计单晶产品有望突破；农药中间体也在经历客户培育期后有望爆发。公司有机氟技术突出，形成了芳香族含氟产品的完整生产链，所生产医药中间体下游用于心血管类、糖尿病类、精神类和抗病毒类等药物。

■**股权激励显示管理层对公司未来发展信心。**公司 14 年初推出限制性股票激励计划，拟向公司管理层和骨干人员激励总计 480 万股公司股票，解锁条件分别为公司 14-16 年收入分别不低于 10.5、12.6 和 15.1 亿元，且公司 14-16 年净利润不低于 7721、9008 和 10295 万元。16 年净利润较 12 年增长 60%以上，显示管理层对公司未来发展信心。

■**公司未来几年业绩增长相对确定，给予买入-A 评级。**我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.28、0.46 和 0.60 元，CF 光刻胶业务将受益于国内下游液晶面板厂商为降低成本而主动进行的进口替代，建设 160 吨丙肝新药索非布韦关键中间体、盈利空间近亿元，给予买入-A 评级，目标价 25 元。

■**风险提示：新项目进展低于预期的风险**

芭田股份：试水品牌种植建立食品安全供应链，打造生态农业和智慧农业平台

■**事件一：**公司公告称全资子公司贵州芭田生态工程有限公司收到中华人民共和国国土资源部印制的《矿产资源勘查许可证》。

■**事件二：**公司与北京天瑞嘉成科技有限公司签署《品牌种植合作协议》，双方本着诚实信用、合作共赢的原则开展品牌种植项目合作，包括品牌种植基地、订单农业平台、区域品类农资中心等。合作区域为内蒙古和河北的优质产区，种植品种为马铃薯种薯、以及土地轮作所需青玉米或小麦等品种。项目种植面积要视土地流转的进度，原则上单一规模基地不低于 5000 亩。

■**获得高品位磷矿勘探权利于公司肥料原材料供应的稳定性：**公司磷矿勘探项目为贵州省瓮安县小高寨磷矿勘探，高品质的磷矿是稀缺资源，能保障公司产品的高质量。自有矿源能确保公司的原材料供应的稳定性，强化产业竞争力。

■**试水品牌种植，建立生态农业的安全供应链：**公司战略布局“生态农业”和“智慧农业”，此次试水品牌种植是为保证食品源头健康，从提高“种植效率”扎进生产链条，形成稳定客户社区，科学种植进而来变革农资营销模式。

■**收购金禾天成，以农业大数据作为后台支撑：**公司之前公告称以 4000 万元受让金禾天成 20%股权，金禾天成通过积累海量种植业生产大数据，形成不可复制、不可逾越的竞争优势，能够基于海量数据的处理运算建模，打造具备智慧化预测预警和指导能力的种植业生产信息化系统，致力于“智慧农业”服务提供者。公司以大数据作为后台支撑，未来通过与下游大客户合作来打造智慧农业平台。

■**投资建议：**公司主业维持快速增长，致力于打造生态农业和智慧农业平台，正处于业绩和估值双提升通道，我们预计 14-16 年 EPS 为 0.24、0.33 和 0.46 元，给予买入-A 评级、12 个月目标价 15 元。

■**风险提示：业绩低于预期的风险、新项目拓展低于预期的风险等**

鼎龙股份：现有打印耗材业务具备整合终端市场能力，并购基金吹响外延并购号角

■**事件：**公司公告拟与西证重庆联合通过非公开募集方式设立并购基金，瞄准新材料、生物医药、健康医疗及具有互联网模式创新特点的相关产业领域进行兼并收购、整合产业资源。基金存续期为 5 年，规模 10 亿元，首期规模为 3 亿元、公司出资 5850 万元作为有限合伙人，西证直投出资 1850 万元，基金管理人出资 300 万元，其余 2.2 亿元对外非公开募集。

■**国内极少数具备高壁垒电子化学品产业化能力公司，成立并购基金吹响外延并购整合的号角：**鼎龙股份是国内为数不多的真正实现高壁垒、大空间新材料产业化的公司，目前其已是全球打印耗材兼容市场唯一一家能够同时提供化学法打印粉和复印粉的公司，同时公司凭借主流全系列激光打印耗材的供应能力，正积极向下游延伸整合终端快印市场。我们认为，随着现有业务支撑公司向百亿市值迈进，未来通过外延方式整合并购高壁垒、大市场新材料的节奏有望提速，此次与西证重庆合作设立并购基金正式吹响了公司外延并购整合的号角。

■**打印耗材向一体化服务迈进：**我们近期调研下游快印连锁店行业了解，国内终端快印店的打印耗材提供和机器维修保养均依赖于原装厂商，原装厂商凭此赚取垄断带来的丰厚利润。目前终端快印行业自身正面临整合并购和互联网化的趋势，如果鼎龙股份能通过提供高性价比的耗材和打印机的维修服务、解决快印店受制于原厂商的痛点，有望打破国外耗材厂商对终端的垄断，参与到终端快印店行业的整合中来，实现由打印耗材生产商向打印耗材一体化服务品牌渠道商迈进，我们看好公司未来向终端快印市场延伸的能力和巨大市场空间。

■**CMP 抛光耗材产业化在即，并购基金有望加快公司新材料项目拓展速度：**公司抛光垫项目正处于产业化阶段，瞄准 IC 级别应用抛光，定位高端，并且 IC 抛光的技术等也可用于蓝宝石等领域。蓝宝石抛光耗材市场容量约为 30 亿元人民币，IC 芯片抛光耗材市场容量约为 20 亿美元，成功切入后将分享行业的高增长盛宴。我们认为公司此次成立并购基金表明将通过外延方式加速高壁垒、大空间新材料的拓展速度。

■**投资建议：**公司现有打印耗材业务未来几年确定性高增长，且有望凭借全系列耗材性价比优势成为终端快印店整合者，打造快印连锁及电商模式。公司此次设立并购基金吹响了公司外延并购整合的号角，基金瞄准新材料、生物医药、健康医疗及互联网模式创新产业带来更长期的高成长。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.33、0.52 和 0.80 元，同时考虑到近期市场流动性明显改善，我们上调目标价至 25 元和买入-A 评级。

■**风险提示：**彩粉销量不达预期、CMP 抛光材料市场开拓缓慢的风险

万华化学：价值回归，王者归来

■**我们再次正式强烈推荐万华化学，逻辑如下：**1）公司是典型的价值白马股且今年明显滞涨，09 年至今收入和盈利年均复合增速分别为 33%和 28%，今年以来收益-3.7%，市场启动以来涨幅也明显落后，存在较大补涨空间，；2）公司估值低分红率高，目前股价对应今年 13 倍，明年 8 倍，过去三年平均股息率 4.2%；3）油价下跌带来 MDI 业绩盈利拐点，11 月份后由于原料苯价格跟随油价而 MDI 则为寡头供应，导致盈利价差已经明显扩大。4）八角园在投产在即带来盈利弹性，预计八角园年底建成明年上半年投产，公司即将从 MDI 供应商转变为 MDI、水性涂料树脂一体化的化工巨头。

■**油价下跌带来 MDI 业务盈利拐点：**纽约原油价格由此前 107 下跌到目前 70 美元/桶以下，作为 MDI 主要原材料之一的苯（占成本约 40%）紧贴原油端，走势与原油一致性强，近期价格也出现较大幅度下跌。MDI 全球格局为寡头垄断，仅有不到十家生产商，因此在主要原材料苯随原油价格下跌时显著受益，聚合 MDI 价差已由 8100 提升至 10000 元/吨，预计公司近几个月盈利将会逐步改善。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**价量平衡将是公司未来 MDI 业务的最佳策略：**受万华、拜耳技改扩产以及进口量增长影响，上半年国内聚合 MDI 价格持续下跌，下半年海外尤其是美国需求复苏显著，国内成为全球洼地，旺季到来和出口量增加带动价格触底回升。除万华外，全球企业在 15 年中期以前无新增产能，因此未来 MDI 价格公司话语权更强，价量平衡将是公司未来最佳策略。

■**八角项目将万华由 MDI 供应商转变为国内化工一体化巨头：**万华不只是 MDI，八角园将是优势的集中体现。从上游丙烷脱氢到下游 SAP、水性涂料树脂等产品的生产，同时在 ADI、聚碳酸酯、MMA 等产品上的储备，万华的技术优势将显著发挥。目前 MDI 项目装置已顺利产出合格品，预计 PDH 装置年底建成，我们认为八角项目投产将是公司长期成长元年，后续产业链上下游一体化配套程度将会更高，成长点更加多元化。

■**维持买入-A 评级和 23.4 元的目标价：**公司 MDI 已成为价值成长品，八角项目一体化、联产物综合利用的园区优势将颠覆传统国内化工理念，新产品水性涂料树脂、高吸水树脂应用于消费领域，成长性突出，公司成长新篇章开启，预计 14-16 年 EPS 分别为 1.41、2.19 和 2.76 元，目前股价对应今年 13 倍、明年 8 倍，维持买入-A 评级，目标价 23.4 元。

■**风险提示：产品价格下跌的风险、新项目建设进度低于预期的风险等**

司尔特：公司正式进军电商，农村互联网大风持续刮起

■**事件：**司尔特公司公告将以自筹资金 5000 万元在上海自贸区设立全资子公司上海司尔特电子商务有限公司，公司成立后主要开展以网上农资和化工原料交易（包括但不限于化肥、农药、农机具、农膜等）、网下农资销售配送到村到户服务、初级农产品购销和农业生产资料的进出口业务。

■**农村互联网化势不可挡：**我们认为农资电商大风将持续刮起，站在农村互联网兴起的起点，强烈建议投资者关注整个涉农板块（复合肥、农药、种子、农机等等）在这个大浪潮之中的巨大变革机遇。互联网巨头和农资企业的互信分工合作，建立产业链生态圈将是未来最有可能的发展趋势，通过搭建线上及线下之间进行平台搭建，通过渠道及物流配送能力最强的农资企业实现城市快消品、工业品、农资品的下乡以及农产品的进城。

■**各大主流厂商纷纷展开农资电商业务，互联网冲击大风已起：**我们此前组织参加宁波首届农资电商大会，已发现互联网巨头和农资企业已对农资电商抱有极大期望，参会演讲者包括阿里巴巴、顺丰和京东等互联网大佬以及中化化肥、金正大、鲁西化工和六国化工等肥料生产商。我们认为农业互联网化已具备较好的物流、信息化和土地流转基础，目前已站在了农村互联网化的大风已起。

■**农民对农资价格敏感性高，电商业务戳中用户痛点：**农一网上线仅一个月时间就完成 15 年全年 500-800 家县域工作站的目标，再次引爆农资互联网热情。我们认为作为对价格敏感度高的农民而言，电商解决了传统销售网络高加价率的问题，戳中用户痛点，下游接受速度超预期。并且由于传统渠道在电商侵袭的威胁下其转型的动力很强，农资电商的发力给予其部分转型线上分散经营风险的机会，因此我们认为在目前阶段农资电商公司的启动最关键的是看谁跑的早并且跑的快，先发公司模式正确的前提下将快速积累用户资源（如农一网），而不管切入口是哪个产品未来综合农资电商、类金融服务、线上线下农化服务等都是必然趋势，因此板块开拓速度和模式创新能力将是另一个考验的因素。农资电商硝烟已起，我们判断将有一批农资企业投身厮杀，现在只是刚刚开始，面对万亿以上的农资市场以及 6-7 亿的农村用户人口，我们认为任何有机会在其中站稳脚跟的公司都值得重点关注。

■**投资建议：**我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.48、0.72 和 0.90 元，公司盈利快速增长，进军电商业务将受益于农资互联网浪潮，给予增持-A 评级，6 个月目标价 20 元。

■**风险提示：复合肥销量低于预期、电商进展缓慢的风险**

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

油价下跌，利好供需格局好、具备定价能力和紧贴终端消费的化工品

■**原油价格下一台阶，多数石化产品价格已受到冲击：**原油价格大幅下跌，纽约原油价格已由 6 月初的 107 美元/桶下跌到目前 74 美元/桶，跌幅达 31%，其中 10、11 月份跌速有所加剧（分别下跌 11%和 9%）。原油价格影响因素错综复杂难以判断，但目前看原油价格中期下一台阶的概率较大（如在 70-90 美元区间震荡），且短期的加速下跌已经传递到了石化及部分基础化工品。目前石化产品已随油价下行而下跌，如石脑油由 100 下跌至 70 美元/桶、乙烯由 1500 下跌至 1215 美元/吨、纯苯由 9500 下跌至 7100 元/吨。

■**本轮油价下跌更多的是非需求端影响，部分产品价差扩大、盈利提升：**我们分析 2008 年和本轮油价下跌，认为最大的差别在于 2008 年是需求锐减而本轮是非需求端影响，目前下游的需求仍相对平稳。虽然部分基础化工品已经受到影响，但部分供需格局较好、定价能力强、更偏向于终端消费的产品存在价差扩大情况，预计企业盈利在逐步提升。

■**从供需格局、议价能力和价格弹性挑选出新材料、农资、轮胎和精细化工品作为受益行业：**通过对基础化工品进行筛选，我们认为供需格局好、议价能力强、弹性较大的产品（MDI、染料、农资、民爆、轮胎、橡胶制品及橡胶助剂等）和精细化工品（新材料、农药及中间体等）将有望受益于原油及化工品价格的走低。其中 MDI、染料和橡胶助剂是行业供需格局较好的，农资的龙头企业具备较强的议价能力，轮胎及橡胶制品行业弹性大，而农药及中间体和新材料产品定价周期较长且受成本影响小。此外部分煤基行业中的油头企业也可能受益，如乙烯法 PVC 企业。

■**MDI 价差扩大，预计万华化学盈利逐月提升：**我们测算纯 MDI 价差已由 8 月底的 12100 提高至目前的 12600 元/吨，而聚合 MDI 价差已由 8100 提升至 10000 元/吨，预计公司近几个月盈利将会逐步改善。

■**涤纶、锦纶紧贴消费端，低净利率下盈利改善弹性巨大：**化纤下游为纺织，贴近终端消费，价格受原材料的波动相对较小，在原油价格下跌时受益于成本下降。我们选取涤纶和锦纶两个产品，涤纶长丝价差从 8 月份的 709 提升至 1831 元/吨、涤纶短纤价差从 705 提升至 1233 元/吨；锦纶 POY 价差从 3744 提升至 5013 元/吨、锦纶 DTY 价差从 6051 提升至 7534 元/吨。对比原油价格和价差变动情况可以发现，基本上是原油价格开始回落之时价差开始逐步扩大。我们建议关注桐昆股份和华西股份等涤纶生产商，以及华鼎股份和美达股份等锦纶生产企业。

■**轮胎及精细化工品等价格具备相对稳定性，预计也将受益于原油价格下跌：**我们看好染料（浙江龙盛）、大农资（金正大、史丹利、新洋丰、诺普信等）、农医药及中间体（辉丰股份、沙隆达 A、联化科技、华邦颖泰、扬农化工、永太科技、雅本化学等），新材料（康得新、鼎龙股份、国瓷材料、西陇化工、东材科技），民爆（久联发展、宏大爆破），轮胎及橡胶制品（赛轮股份、风神等轮胎股、宝通带业、双箭股份等）。

■**风险提示：**需求低于预期的风险等

辉丰股份：主业高速增长，农一网平台价值显现

■**事件：**农一网于 11 月 22-23 日举办了首届中国农药电商“光棍节”，近 50 款“特价农药产品”血拼 48 小时。我们了解到农药品牌商与农一网的合作意向大幅超预期（百强里面的 80%的企业有合作意愿），县域工作站原计划今年 100 家，目前来看能大幅增加至 500 家，2 天订单已过亿元，农资电商大爆发和对传统模式的颠覆时代已经到来。

■**农药品牌商和县域工作站进展严重超预期，上线一个月已完成一年目标，表明模式受普遍认可：**农一网主要解决的是网购最难的一个环节——县城到农村，主要方式为在县城设立农一网工作站，之后以此为据点向村庄建设农村植保信息服务站，网上交易、农药厂商配送至农一网工作站，之后再向村庄信息服务站转送。农一网电子商务平台 11 月 1 初正式上线，14 年力争做到入驻知名农药企业不少于 50 家、县城工作站不低于 50 个，15 年力争做到农药企业不少于 100 家、县城工作站不低于 800 个。上线仅不到一个月时

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

间已完成未来一年的目标，进展严重超预期，表明农药厂商和下游经销商对农一网模式的认可。

■**农村互联网化势不可挡：**我们认为农村互联网化是大势所趋，农资电商大风将持续刮起，站在农村互联网兴起的起点，强烈建议投资者关注整个涉农板块（复合肥、农药、种子、农机等等）在这个大浪潮之中的巨大变革机遇。互联网巨头和农资企业的互信分工合作，建立产业链生态圈将是未来最有可能的发展趋势，通过搭建线上（互联网巨头）及线下（农资企业）之间进行平台搭建，通过渠道及物流配送能力最强的农资企业实现城市快消品、工业品、农资品的下乡以及农产品的进城。

■**农药不断有新产品带来惊喜，仓储业务将成为又一重要增长点：**公司与巴斯夫、拜耳和 FMC 的合作在加快，未来也将与先正达、陶氏、科麦隆等逐步展开合作，随着合作的加深，将会不断有新品种带来惊喜。公司仓储的优势在于产品价格在波动时赚取价格差，具有危险品运输资质，可以协助客户进行运输；其次还可以为客户提供小额金融业务，提供部分融资需求。

■**主业快速增长，农一网平台价值突出：**我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.73、1.10 和 1.48 元，公司农药业务将迎来春天，仓储业务成为新的收入和利润增长点，未来 2 年业绩快速增长。农一网正以惊人的速度成为新型农资平台，未来新产品导入继续提升平台价值，农资电商爆发和颠覆时代到来。因此，我们维持公司买入-A 评级，上调目标价至 27.5 元。

■**风险提示：环保风险、农一网拓展慢于预期的风险等**

星湖科技：行业景气提升+内生改善预期，公司将逐步走出低点，未来发展空间较大

■**主营为生化药、食品添加剂和饲料添加剂等：**公司业务主要可分为生化药、食品添加剂和饲料添加剂三部分：生化药包括利巴韦林、脯氨酸、腺嘌呤、肌苷、鸟苷和缬氨酸等，盈利相对稳定；食品添加剂主要是 1 万吨产能的 I+G，目前处于底部；饲料添加剂包括 3.5 万吨苏氨酸和 3 万吨赖氨酸。

■**苏氨酸需求持续增长、海外产能冲击、梅花伊品合并，景气提升有望带来业绩增长：**苏氨酸每年需求增速在 15-20%左右，13 年受禽流感影响有所下滑，14 年后需求随着下游养殖业而显著复苏。9 月初味之素巴西苏氨酸工厂关停带来的产能冲击，加上梅花伊品的合作影响预期，苏氨酸价格由 1 万元上涨至近 3 万元/吨。公司 3.5 万吨苏氨酸处于满产状态，预计将带来较大盈利向上弹性。全球苏氨酸产能 50-60 万吨，梅花产能将达到 20 万吨，集中度提升。根据供需测算，未来 1-2 年行业开工将持续超 80%，最差时间已经过去，整体盈利已出现明显改善。

■**赖氨酸盈利低迷，双寡头格局形成有望协同提升行业景气：**2011 年中期至今赖氨酸价格基本处于单边下跌趋势，经过多年去产能周期后价格有所反弹。梅花合并伊品后产能将达到 57 万吨（占 15%），国内另一龙头大成生化资金压力较大（13 年亏损几十亿元），双寡头格局形成，我们认为行业未来一年有望走出景气低点。公司 3 万吨赖氨酸处于停产状态，但设备维护较好，此部分业务未来业绩弹性也较大。

■**引入战略投资者，公司经营改善可期待，未来或在生化药和保健食品领域存在较大想象空间：**此前公司非公开发行预案已获得证监会发审委审核通过，发行股份 9500 万股，价格为 3.85 元，汇理资产全额认购，完成后持有公司 14.72%的股份（大股东广新集团持股 14.94%），未来或在生化药和保健食品领域存在较大想象空间。

■**业绩面临拐点，估值有提升空间，买入-A 评级，目标价 10 元：**短期来看，苏氨酸价格大幅上涨将带来较大的业绩向上弹性，我们预计公司 14-16 年 EPS 为-0.37、0.36 和 0.43 元，业绩面临拐点。战略投资者和业务转型的预期将带来公司根本性的变革，长期盈利改善可期待，带来估值提升可能，给予公司买入-A 的评级，12 个月目标价 10 元。

■**风险提示：苏氨酸价格回落的风险、业绩低于预期的风险等**

土地确权加速流转趋势，继续坚定推荐新型农资

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**中共中央办公厅、国务院办公厅印发《关于引导农村土地经营权有序流转发展农业适度规模经营的意见》：健全土地承包经营权登记制度，用 5 年左右时间基本完成土地承包经营权确权登记颁证工作**，鼓励承包农户依法采取转包、出租、互换、转让及入股等方式流转承包地。对土地经营规模相当于当地户均承包地面积 10 至 15 倍、务农收入相当于当地二三产业务工收入的，应当给予重点扶持。鼓励各地整合涉农资金建设连片高标准农田，并优先流向家庭农场、专业大户等规模经营农户。鼓励种粮大户、农机大户和农机合作社开展全程托管或主要生产环节托管，实现统一耕作，规模化生产。

■**重点内容包括：**(三)健全土地承包经营权登记制度。(四)推进土地承包经营权确权登记颁证工作。 (五)鼓励创新土地流转形式。 (六)严格规范土地流转行为。(七)加强土地流转管理和服务。(八)合理确定土地经营规模。(九)扶持粮食规模化生产。(十)加强土地流转用途管制。

■**土流相关新商业模式的崛起，市场空间大**：13 年底土地流转面积已达 3.4 亿亩，流转比例高达 26%，过去 5 年复合增速高达 16%，后续有望维持甚至加速。终端领域的变化（如专业大户的大量涌现）必将引起农资商业模式的变革，根据我们的草根调研我们判断未来至少农资企业可以在以下领域获取发展：**1）农资流通 B2C：**土流带来的是农民结构发生的变化，专业大户和家庭农场兴起下农资 B2C 的需求旺盛，且相对应的是目前种、肥、药领域至少 20-30%的渠道费用，空间大，B2C 可以是线上交易，也可以是代理采购等。**2）农资综合平台呼之欲出，渠道复用增值：**农资渠道或许是中国最深入农村、覆盖量最大的渠道（如金正大拥有 10 万个农村二级经销商网络），自身存在巨大的价值，未来立体式的通过品种、服务的增加进行渠道增值的空间很大。如诺普信的农资综合 O2O 平台。**3）布局农村金融服务：**目前史丹利和辉隆股份已相继成立小额贷款公司，利用自身的农资信息等优势为经销商、种植大户、专业合作社等提供经营资金。**4）试水土地流转，摸石头过河：**农资企业通过参与流转（如与合作社合资承包或直接承租等），通过发展高效生态农业、降本增效等方式获益。农资供给及流通领域的变革已经开始，我们倾向于认为未来 5-10 年国内将涌现一批综合农资供应及服务商，机会巨大。

■**农村互联网化是大势所趋，农资电商大风将持续刮起：**我们组织业内最瞩目的宁波农资电商会议调研，阿里巴巴、京东、顺丰电商及农资大佬齐聚，我们认为在互联网巨头纷纷觊觎农村巨大用户基数，激活农村市场的背景下，以及农村市场信息化基础（如宽带、智能手机等）日趋成熟下，农村互联网化是大势所趋!! 近期阿里已经在多个领域布局农业，包括聚土地、千县万村计划（3 年百亿建设农村基础设施）、淘宝农村店（桐庐店），并强调涉农电商是阿里集团最大的战略方向（另外两个是大数据和云业务、跨境电商）。**站在农村互联网兴起的起点，我们强烈建议投资者关注整个涉农板块（复合肥、农药、种子、农机等等）在这个大浪潮之中的巨大变革机遇。**

■**建议加大新型农资企业配置：**我们认为国家对土地流转的重视利于土地向种粮大户、家庭农场等主体集中，对农资电商有着较大的促进作用，我们认为细分农资的龙头企业依靠其已有的渠道优势等能够较快的在未来农资平台化中占有一席之地。目前农资板块从市值和估值上看基本仍然停留在农资生产企业的阶段，估值整体约在今年 15-24 倍，目前在业绩增长确定、估值切换和土地流转政策加码背景下，其是具有很高的安全垫的，现阶段是配置整个板块特别好的机会，建议投资者重视。**继续坚定推荐农资板块（复合肥：金正大、史丹利、芭田股份，农药：诺普信、辉丰股份），其他区域性龙头（如新洋丰、六国化工、新都化工）和主题（辉隆股份）也可参与。**

诺普信：非经常性损益影响短期业绩，公司成长趋势不改，维持买入

■**事件：**公司发布 14 年三季报，1-9 月实现营业收入 19.1 亿元、同比增长 25.6%，归属于上市公司股东的净利润为 1.78 亿元、同比增长 4.7%，EPS 为 0.25 元。单季度收入 3.8 亿元、同比增长 26.3%，归属于上市公司股东的净利润为-2669 万元，EPS 为-0.04 元。

■**三季度盈利为负，主要是受常隆农化诉讼影响：**公司此前公告前三季度利润受诉讼影

响额为 4776 万元，我们倒测算不考虑这一影响后公司前三季度净利润为 2.3 亿元、同比增长 32.8%，则业绩继续维持快速增长。

■**公司进军种子市场，完善大农业战略布局：**公司作为农药制剂企业，目前拥有经销商和零售店两种销售渠道，经销商数量约为 3000 家，零售店为 8000 多家，渠道优势突出。此前投资种子公司体量虽然不大，但我们认为这只是公司完善大农业战略布局的第一步，种子空间市场充足，且与公司原有业务具有互补性，后续空间值得期待。

■**万亿农资市场大变革时代到来，公司有望优化整合农资流通体系：**我们认为随着土地流转的深入和互联网巨头切入（如阿里已经将涉农电商作为最大发展方向），万亿级别的农资行业的大变革时代已经到来。考虑到农资销售与其他消费品行业的巨大差异（需大量线下服务和农村仓储物流），这个是绕不过去的，因此我们认为互联网巨头将牵手具有优势的农资企业共同打造线上线下平台，农村市场的特殊性决定了未来大概率将出现线下的综合农资供应和服务巨头。公司此前公告拟建设基于 O2O 的农资大平台，未来有潜力为现代高效农业提供全流程作物解决方案和高效专业植保技术服务，同时具备优化整合农资流通体系的实力。

■**投资建议：**考虑到常隆农化诉讼影响 14 年三季度业绩由此前增长 30-60%修正为增长 0-20%，其中净利润受诉讼影响额为 4776 万元，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.33、0.51 和 0.62 元，继续维持买入-A 评级，12 个月目标价 15 元。

■**风险提示：**土地改革政策低于预期、公司 O2O 平台建设低于预期的风险

澄星股份：国内磷酸龙头，矿、电、磷一体化成本优势显著

■**公司主要从事黄磷、磷酸和磷酸盐的生产和销售：**澄星股份主要从事磷酸、磷酸盐的生产和销售，多年来推进“以磷为主，向高向深，两头延伸”的产业链发展战略，形成了矿、电、磷一体化的成本优势。拥有黄磷产能 15 万吨、磷酸 70 万吨以及各类磷酸盐 20 万吨，同时自配套有磷矿、煤矿，并配备了 15 万千瓦、10.8 万千瓦的火力发电厂和水力发电厂各一座。磷酸为公司收入和盈利的主要来源，14 年上半年占比超过 60%。

■**产能持续扩张，产业配套率提升：**公司位于广州钦州的 30 万吨特种磷酸已建成、具备生产条件。无锡微电子化学材料项目正稳步建设，为实现资源的高效、循环利用，江阴本部磷酸副产蒸汽发电项目、宣威磷电泥磷制酸与磷渣回收制建材等项目正在有序推进。公司在扩张产能同时不断拓展新业务，加大产业配套率，规模优势和成本优势显著。

■**公司上游贴近资源、下游紧靠市场，技术实力突出：**我国磷资源主要在西南云贵川地区，而精细磷化工产品的消费市场主要在沿海地区和国际市场。公司黄磷生产基地位于云南，而精细磷化工生产基地位于长江三角洲和广西钦州港，交通方便，靠近目标市场，具备产业布局的较好优势。公司是国内精细化程度最高的磷化工企业，已经形成食品级和电子级磷酸、牙膏级磷酸氢钙、多功能磷酸盐等技术含量较高的下游精细磷化工产品系列。其中公司生产的牙膏级磷酸氢钙拥有国际先进水平，是中高档牙膏用摩擦剂，是高露洁的全球供应商。

■**投资建议：**公司主营业务磷酸、磷酸盐等经历过去几年低迷后企稳，公司磷矿、煤矿和电力的自配备具有成本优势，行业处于周期底部，未来有较大向上空间，暂预计公司 14-16 年 EPS 为 0.06、0.13 和 0.18 元，给予增持-A 评级。

■**风险提示：**产能过剩风险、环保风险等

史丹利：三季报略超市场预期，期待后续转型发力，维持买入评级！

■**事件：**史丹利公布 14 年三季报，1-9 月实现收入 41.5 亿元、同比下滑 0.3%，归属于上市公司股东的净利润 4.1 亿元、同比增长 23.3%，EPS 为 1.45 元。单季度收入 14 亿元、同比增长 15.3%，归属于上市公司股东的净利润 1.5 亿元、同比增长 24.6%，EPS 为 0.53 元。公司同时公告拟在期货市场开展尿素产品的套期保值业务，减少因原材料价格波动造成的经营业绩波动，预计单次或占用期货保证金余额不超过 5000 万元。

■**单质肥价格企稳，公司复合肥销量增速显著加快：**上半年公司复合肥产品在单质肥价格单边下跌影响下增速放缓，前三季度收入增速分别为-7.8%、-5.8%和 15.3%，随着 14 年中期单质肥价格的企稳，公司复合肥产品销量增速显著加快。这与我们此前持续推荐复合肥板块的逻辑第一条完全吻合，即三季度销量和业绩增速均会加快。

■**复合肥行业分化已经开始，强者将恒强：**在土地流转加速及农耕效率提升的背景下，复合肥行业需求年均 5-7%以上的增长将持续，而作为行业龙头企业的金正大和史丹利截止目前合计市占率不到 10%，有很大的提升空间。我们判断未来行业龙头的市占率将得到显著攀升，最大的优势和壁垒是全国性的供应链、渠道和品牌，而未来的优势和壁垒将逐步延伸至整个农资周边的农化服务等，产品粘性和差异化程度将显著提高。近 1-2 年开始，复合肥企业的占有率已经开始分化，前十大企业市占率相比之前几年已经提升 10%（从 21%上升至 31%），中小型企业份额明显下降，我们认为未来区域性不具有核心优势的复合肥企业也将逐步萎缩，而龙头企业将强者恒强。

■**万亿农资大变革时代已经到来：**近期阿里围绕农业的布局非常多（聚土地二期、百亿布局农村电商、千县万村计划等），我们判断未来 1-2 年内农资行业将面临互联网化的趋势。考虑到农资销售与其他消费品行业的巨大差异（需大量线下服务和农村仓储物流），因此我们认为互联网巨头将牵手具有渠道优势的农资企业共同打造线上线下平台，其中渠道优势强、覆盖面广且转型较快的巨头有望最后胜出并最终成为农资平台的巨无霸。农资流通是一个万亿级别以上的行业，我们认为未来能够快速转型并参与整合的农资商发展空间将十分巨大。

■**站在农资变革的起点未来公司发展空间巨大，维持买入-A 评级：**农资信息化和土地流转加速的背景下，农资的大变革时代已经到来，公司作为行业的强者之一后续转型空间巨大，推出股权激励将显著提升管理层积极性。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.73、2.17、2.63 元，维持公司“买入-A”的投资评级，12 个月目标价 45 元。

■**风险提示：**单质肥产品价格下跌的风险、复合肥行业竞争加剧的风险等

沙隆达 A：业绩持续高增长，预期转型定制企业提升盈利能力和发展空间

■**事件：**沙隆达发布 14 年三季报，实现收入 25.7 亿元、同比增长 13.8%，归属于上市公司股东的净利润为 4.3 亿元、同比增长 123.5%，EPS 为 0.72 元，符合此前业绩预告范围。经营活动产生的现金流量为 5.9 亿元，加权平均 ROE 为 24.6%。

■**行业景气提升，业绩持续高增长：**公司业绩同比持续高增长，主要受益于农药行业景气的提升，而公司又是国内品种最为齐全的农药供应商，综合弹性较大。环比略微下滑，一方面是季度淡季影响，另一方面则是受草甘膦和百草枯价格有所回落影响。但目前草甘膦、百草枯价格已经企稳，而乙酰甲胺磷受益于行业环保收紧景气仍持续提升。

■**与 ADAMA 的合作持续推动：**经过此前 B 股要约收购、沙隆达集团改制、中介机构尽职调查、中农化将沙隆达控股 100%股权注入其香港子公司中农化国际等多项准备工作，公司与 ADAMA 的整合持续推动，股权转让和合作框架协议则意味着双方合作正式展开，进度快于市场预期。而未来一旦 ADAMA 完成对中农化下属几公司收购后将成为沙隆达的控股方，两公司的合作将会更加合理和顺畅。

■**两公司业务互补性强，预计沙隆达将承接 ADAMA 部分定制业务：**ADAMA 拥有强大的产品库，在营运产品有 120 多个有效成分、500 多个制剂，作为全球最大仿制药企业、农药专利到期高峰到来将带来更多储备产品，公司需要外包合作伙伴，而沙隆达的优势在于产品线丰富（具备草甘膦、吡啶、百草枯、乙酰甲胺磷、2,4D、敌敌畏、敌百虫等多种农药产品生产能力），产业化能力强，未来将承接 ADAMA 部分定制业务。

■**价值低估，与 ADAMA 的合作将提升成长性与估值，维持买入-A 评级和 20 元目标价：**盈利方面，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.00、1.31 和 1.62 元。目前农药原药公司估值多数在 15 倍以上(农药定制企业估值在 20 倍以上)，沙隆达 PE 为 14 倍被低估。ADMA 收入约为 30 亿美元，双方合作将显著提升公司成长性，我们认为公司业绩高增

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

长、未来估值有弹性，维持买入-A 评级，目标价格 20 元。

■**风险提示：**合作进展低于预期的风险、农药需求下滑的风险等

三友化工-主业景气向上带来盈利大幅改善，维持买入-A 评级

■**事件：**三友化工公布 14 年三季报，1-9 月实现营业收入 90.8 亿元、同比增长 4.1%，归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元、同比增长 13.9%，EPS 为 0.20 元，经营活动产生的现金流量净额为 3.2 亿元。三季度单季度收入为 31.8 亿元、同比增长 3.2%，归属于上市公司股东的净利润为 2.1 亿元、同比增长 46%，EPS 为 0.12 元。公司业绩符合预期。

■**银隆新能源业务处于爆发阶段，为公司未来转型发展奠定基础：**银隆新能源主要生产电动大巴车，目前采用金融租赁的方式进行销售，生产基地分别位于广东、安徽和河北等地区。公司 13 年销量为 200 辆，收入和利润分别约为 4 亿元和 1 亿元，预计 14 年销量将快速增长至近 2000 辆，收入约 20 亿元以上、净利润 3 亿元以上。按照目前订单情况，预计 15 年产销将可能超过 5000 辆，公司收入有望接近百亿元、净利润也将达到 10 亿元左右。按照公司 21%的目标股权占比，为公司未来转型发展奠定基础。银隆新能源承诺未来三年内完成 IPO 或者借壳上市，为公司带来市值提升空间。

新闻链接：电动汽车百人会专家通过对全国公交客车进行调研后认定，公交客车必须采用高功率长寿命电池。2015 年—2020 年期间，客车动力电池的正极材料仍然以三元材料为主，负极材料将由目前的石墨和碳占主导向钛酸锂转变。据了解，钛酸锂能够有效避免电极材料的来回伸缩导致的结构破坏，从而大幅提高电极的循环次数，可有效地增加新能源客车的动力电池寿命。

■**土地价值面临重估，海域开发创造新的盈利增长点：**公司此前公告与唐山海港经济开发区管理委员会签订合作框架，集团公司拥有 97 平方公里土地（上市公司拥有使用权）、上市公司拥有约 32 平方公里海域使用权。双方拟对土地和海域开发进行合作，土地价值面临重估。并拟利用海域建设的海水淡化浓盐水利用、盐化产品深加工、现代农业、旅游度假等高新技术产业和新兴产业则为公司带来挑战业务结构机会，创造新的盈利增长点

■**粘胶短纤景气复苏，预计未来将继续出现底部向上的持续改善行情：**三季度单季度盈利 2.1 亿元，公司盈利同比大幅度好转。我们认为公司盈利好转的主要原因在于纯碱、粘胶价格上涨，同时有机硅也有所回升。前期粘胶短纤景气复苏后产品价格三次提价，价格已从底部已经上调 400 元/吨，我们认为粘胶短纤中长期可能出现底部向上的持续改善行情。

■**请不要忽视三友未来在食盐领域的潜力：**据我们了解三友化工其下属的食盐供应占了河北省总量的 70%，受限于目前盐业渠道盈利能力有限，我们认为未来食盐改革放行后未来其包括河北永大食盐（三友占 52%，河北省盐业公司为第二大股东）将成为河北地区食盐供应的龙头企业，渠道及定价放开后盈利增长潜力巨大！

新闻链接：盐业体制改革方案已在国家发改委委主任办公会议通过，并在各部委完成意见征求。方案分六个部分共 20 项内容，核心为 2016 年起废止盐业专营，放开所有盐产品价格 ，2017 年起盐业全面按照新的方案实行。

■**投资建议：**主业粘胶、纯碱和有机硅景气复苏，估值很安全且主营拐点向上、土地及海域升值空间巨大及银隆新能源放量向上，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.33、0.45 和 0.60 元，维持买入-A 评级，目标价 9.0 元。

■**风险提示：**银隆新能源项目投资进展低于预期、粘胶景气持续低迷的风险等

久联发展：业绩符合市场预期，协同发展空间广阔下股价存低估，维持买入

■**事件：**久联发展发布 14 年三季报，1-9 月实现收入 25.7 亿元、同比增长 14.3%，归属于上市公司股东的净利润 1.4 亿元、同比增长 0.9%，EPS 为 0.44 元。公司并且预计今年全年净利润同比增长约 0-30%，相当于净利润预计为 2.06 亿-2.68 亿。

■**保利入主久联集团并承诺放入民爆资产，行业巨无霸起航：**公司此前公告保利集团以其旗下部分资产及现金共计 13.6 亿元对久联集团增资，持有其 51%股份成为控制方，成为久联发展实际控制方。保利将在实施收购后的 60 个月内把旗下保利化工、银光民爆、保利民爆等资产注入上市公司，行业巨无霸崛起。目前合并正处于国资委审核和工商变更阶段，我们认为一旦完成集团的合并，则上市公司整合发展的大戏将展开，我们看好保利在民爆领域发展的实力和决心，并认为未来上市公司在爆破服务、民爆产能整合、民爆国际化等领域的发展速度和空间将超出市场预期。

■**民爆整合和爆破服务等发展速度和空间或超市场预期：**首先民爆内部整合方面，公司民爆用品产能约 20 万吨，主要分布在贵州、甘肃、河南和新疆；而保利产能约 17 万吨，分布在辽宁、江西、山东和新疆，产能互补性强，未来一旦注入公司将成为国内最大的民爆企业，竞争力大大增强。第二爆破服务方卖弄，保利能源矿业公司拥有较多的煤矿和金属矿产资源，未来外包部分与久联合作的可能性较大，有利于久联由市政工程爆破向矿山爆破服务发展，同时我们相信未来上市公司的订单获取能力将显著提高。更为重要的是未来保利久联集团及上市公司依靠保利央企背景，未来在外部的民爆公司兼并收购步伐可能会大大加快，我们预计未来久联发展将成为集团民爆资产整合平台。

■**军工将成为潜在的发展领域，值得关注：**公司子公司甘肃久联 8 月 25 日公告获得军队装备承制资格，由于公司主业为民爆用品的生产和销售，我们判断未来军品方向可能将成为公司研发生产的业务方向之一，考虑到保利科技的军工背景，我们认为从远期看军工或将成为上市公司未来潜在的发展领域之一，值得关注和跟踪。

■**看好未来的发展速度和空间，目前股价或存低估，维持买入：**我们认为保利入主集团将成为公司发展过程中重要的里程碑，未来公司民爆产能有望倍增，同时在央企背景支持下爆破服务的发展空间也值得期待。暂不考虑未来的资产注入，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.77、0.94 和 1.15 元，维持买入-A 评级和 20 元的目标价，对应 15 年 PE 为 21 倍。

■**风险提示：**并购进展低于预期的风险、民爆事故风险等

联化科技：收入和业绩逐季改善，继续看好公司二次腾飞

■**事件：**联化科技发布 14 年三季报，1-9 月 29 亿元、同比增长 20%，归属于上市公司股东的净利润 3.7 亿元、同比增长 24.4%，EPS 为 0.46 元。单季度收入 11.2 亿元、同比增长 16.4%，归属于上市公司股东的净利润 1.3 亿元、同比增长 24.7%，EPS 为 0.16 元。公司同时公告对 14 年全年业绩预告，盈利区间为 5.4-6.3 亿元，增长幅度为 20-40%。整体业绩符合市场预期，并且今年以来公司单季度收入和业绩维持逐季改善的势头，体现其良好的成长性。

■**公司定制领域发展仍具有很大空间：**公司是国内农药中间体定制加工领域的龙头企业，目前公司得到多数主要农药生产巨头的认可与合作，而与此同时单个客户合作量则存在很大空间，未来客户订单逐步放量下公司将持续受益。同时高端医药中间体领域公司也在逐步积淀经验和理解，从较长的时间看其发展空间也很大。

■**全球中间体市场空间大、向国内加速转移，公司作为龙头显著受益：**农药、医药中间体全球市场空间巨大，同时由于农药跨国企业在集中度趋于提高且竞争加剧下，向中国转移中间体产能提高竞争力的速度加快，而目前阶段农药中间体转移空间远远没有被满足，未来医药中间体的转移也将加快，并且医药市场容量更是数倍于农药。公司是国内农药中间体定制加工领域的龙头企业，目前公司得到多数主要农药生产巨头的认可与合作，未来客户订单逐步放量下公司将持续受益。同时高端医药中间体领域公司也在逐步积淀经验和理解，从较长的时间看其发展空间也很大。

■**公司具有超越行业的核心优势：**核心优势主要包括客户优势、国际标准理解与集成、合成技术上的积淀、规模经济等，其中客户的先发优势保证了公司将持续成为跨国企业合作的首选。而对于国际标准理解与集成上则保证了公司未来潜在的更深的领域与农医

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

药巨头的合作。同时合成技术上的优势是公司为客户在中间体定制的研发、生产的核心之一，自身看跨品种研发能力强，而对客户则可以提供更大的效益。

■**维持买入-A 评级和 18 元的目标价：**公司项目储备充足（固定资产 17.9 亿元，在建工程就有 11.4 亿元），盐城及台州基地进入投产期，股权激励勾勒出成长底线，未来收入和业绩增长确定性高。随着公司募投项目产能逐步释放，预计公司后续业绩将继续呈现环比持续改善。我们预计公司 14-16 年 EPS 为 0.72、0.93 和 1.18 元，维持买入-A 评级，6 个月目标价 18 元。

■**风险提示：**项目进展低于预期的风险等

国瓷材料：业绩低点已过，新项目带来业绩向上弹性，看好公司纳米氧化平台价值

■**事件：**公司发布 14 年三季报，1-9 月实现营业收入 2.6 亿元、同比增长 31%，归母净利润为 4351 万元、同比下滑 19%，EPS 为 0.35 元。单季度收入 1.1 亿元、同比增长 85%，归母净利润为 1707 万元、同比下滑 3.7%，单季度 EPS 为 0.14 元。公司业绩符合预期。

■**公司优势在于掌握水热法技术，不断开发新型高纯纳米材料：**公司主要产品包括 MLCC 配方粉、微波介质材料、纳米氧化锆、高纯超细氧化铝等。公司的优势在于掌握水热法工艺、难度极高、生产中有上百个控制节点，设备基本自主研发生产，水热法技术在高纯、纳米材料生产技术中应用广泛，目前实现纳米氧化锆、纳米氧化铝（高纯超细氧化铝则应用于锂电池隔膜涂层、透明陶瓷、催化剂载体、抛光材料及导热材料等领域）的产业化，预计未来将会不断有新型的高纯、纳米材料产业化。

■**纳米氧化锆技术壁垒高、行业参与者少、盈利能力强：**公司现有纳米氧化锆年产能约为 200 吨，7 月初以自由资金对其扩产，新建产能 1500 吨/年，下游主要应用于陶瓷插芯、关节、义齿、锆球、结构件、表面涂层材料、燃料电池等高端领域。纳米氧化锆技术壁垒极高，目前仅有公司和日本几家厂商具备生产能力，售价在 20 万元以上，预计毛利率超 50%。上半年属于开拓市场阶段，销量较少，但目前单月销量已超过 15 吨，预计下半年盈利将是上半年的数倍。

■**陶瓷墨水市场空间大、为公司带来新的业绩增长点：**陶瓷墨水是伴随陶瓷喷墨打印技术出现的新型上色材料，着色自然、性能稳定，逐步渠道传统平板印花等陶瓷印花方式，是未来陶瓷着色技术发展的主要方向。公司持有国瓷康立泰 60%股权，康立泰 7 月份新项目投产后拥有陶瓷墨水产能 3000 吨，年内还有扩产计划，陶瓷墨水市场需求空间大，目前基本依赖进口，新产能投产后带来新的盈利增长点。

■**投资建议：**我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.56、1.07 和 1.49 元，受日元贬值影响，公司短期业绩在 MLCC 降价下有所回调，但目前已经企稳；随着纳米氧化锆、陶瓷墨水、高纯超细氧化铝项目投产，公司业绩有望高速增长。此外，公司是陶瓷材料、纳米氧化等细分领域的龙头企业，凭借平台优势不断研发、推出新产品，高纯、纳米材料在表面涂层、电子、新能源等领域应用广泛。我们看好公司长期的成长性，维持买入-A 评级。

■**风险提示：日元贬值的风险、新产品放量进展慢于预期的风险等**

华邦颖泰：业绩符合预期，农药和医药双主业齐头并进

■**事件：**华邦颖泰公布 14 年三季报，1-9 月实现营业收入 37.7 亿元、同比增长 17.9%，归属于上市公司股东的净利润为 3.7 亿元、同比增长 42.1%，EPS 为 0.57 元。单季度收入 11.7 亿元、同比增长 13.2%，归属于上市公司股东的净利润为 1.4 亿元、同比增长 36.4%，EPS 为 0.18 元。公司业绩符合预期。公司同时预计 14 年盈利区间为 3.9-4.8 亿元，同比增长 30-60%。

■**收购 Albough20%股权，实现互补，打通农化全产业链：**公司此前拟以 2.2 亿美元认购 Albaugh20%的股权，Albaugh 公司是美国最大的非专利农化品生产商之一，主要产品包括草甘膦（全球第二，仅次于孟山都）、2,4D（全球第二，仅次于陶氏）、麦草畏和阿特拉津等，渠道遍及北美、南美和欧洲市场。我们认为此次公司认购 Albaugh 股权主要是看

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

重三点：一是 Albaugh 公司产品结构是与转基因相关，这是未来农业发展的重点方向之一；二是 Albaugh 公司渠道价值较大，与公司业务有互补性；三是 Albaugh 公司南美工厂经营现金紧张，为快速回笼资金牺牲了部分盈利，公司增资参股后可改善南美工厂盈利。从对 Albaugh 公司的业绩预测来看，14-16 年分别为 4290、5961 和 7503 万美元，公司 20%的股权带来投资收益 5148、7153 和 9004 万元，为公司未来盈利增长带来新的动力点。我们认为此次收购股权意义是大于价格的，主要在于公司可借助 Albaugh 由国内传统农化公司转变为国际化、拥有自身渠道的企业，只有这样国内农药企业才能在未来竞争中占领先机、挤入国际平台前列。

■**收购西藏林芝百盛药业，双方研发和品种互补性强，未来可渠道共享：**公司收购完成后将实现 100%控股西藏林芝百盛药业。华邦制药此前主要是皮肤科用药，而百盛药业产品则涵盖了内科、儿科等七八个重点科室，双方在研发和产品方面形成互补。渠道方面，医院渠道华邦与百盛产品隶属于不同科室、互补性强，可互相协助快速打开对方原有覆盖医院市场，此外百盛药业具备销售公司（不局限于 OTC、可全国招商其他药品），华邦与百盛药业可实现渠道共享。管理层认购配套资金股份，锁定三年表明对公司未来发展的强烈信心。

■**投资建议：**未来发展来看，农药、医药两块业务互相促进、齐头并进，农药业务通过购买 Albaugh 股权实现原药到制剂的产业链打通（国内目前最完整产业链），医药则并购百盛药业实现了由单一科室用药到全科室覆盖，双方在研发和品种上互补、渠道上共享，从而形成未来盈利增长的双引擎。我们按照增发方案预测公司 14-16 年 EPS 分别为 0.63、1.05 和 1.31 元（其中 15、16 年为增发摊薄后），维持前期买入-A 评级和 30 元的目标价。

■**风险提示：**农药市场需求低迷的风险、并购进展晚于预期的风险等

粘胶短纤底部反弹展开，建议投资者关注

■**事件：**8 月 4 日三友化工、赛得利、澳洋科技和富丽达等近 10 个工厂共同上调粘胶短纤价格 100 元/吨，目前高端产品售价不低于 12300 元/吨，中端产品售价不低于 11900 元/吨。此轮调价或是粘胶底部反弹的开始，逻辑如下：

■**供需上看，粘胶已经具备走出底部的条件：**供给端粘胶行业 14-15 年仅有 6%左右的扩产幅度，产能增速大幅回落；需求端虽受制于棉花价格，但最差的时候或已经逐步过去，表观消费的增速有望回升。目前最新的行业开工率已经到了 85%甚至更高，在供给端新增产能稀少的背景下明年行业负荷或将超过 90%，开工数据支持底部向上。

■**需求端短期受棉花价格影响，最差的时间有望逐步过去：**粘胶短纤和棉花具有一定替代性，下游纺织服装行业在棉花价格下跌时会主动控制原材料库存，因此造成 14 年上半年国内粘胶短纤需求增速较小（5%左右）。但我们认为，随着棉花价格大概率触底，下游需求有望回归至正常水平，我们认为随着棉花风险的消除，下半年至明年粘胶的需求增速有望回升至此前的平均水平（约为 10%）。另外我们从行业了解，棉花价格回落同时也会导致下游纺织企业采购粘胶等风险更小的化纤原材料进行补充的趋向，因此棉花价格的波动对粘胶的影响不完全是负面的。

■**从内部格局上看，集中度、协作能力及意愿均有明显改善：**前五大粘胶企业（三友、富丽达、赛得利、澳洋、海龙等）占据行业 53%的产能（前十大企业占 75%），经历 2 年多盈利底部后企业间的协作能力和意愿显著增强，此次提价就是前十大工厂集体上调报价引导的，经过此前多轮提价尝试后我们认为此次工厂端自律程度明显提高。

■**价格策略调整，市场看涨预期或逐步形成：**虽然这轮调价幅度较小，但我们建议市场勿轻视。相比之前企业间提价 300-500 元/吨的幅度相比，目前初涨阶段的定价策略采用高频率、小幅度的提价方式，其优势在于减小下游惯性思维下的提价阻力，在市场中逐步形成看涨的预期，提高下游和流通流域对价格上涨的接受度。

■**行业内以阻力最小的方式引起底部向上并形成合力：**考虑到粘胶在 8 月下旬后到 11 月份将进入需求旺季，在前几个因素下我们较为看好粘胶景气底部向上反弹的趋势，建议

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

投资者关注。具体标的：三友化工、澳洋科技、南京化纤、新乡化纤。首推三友化工（公司粘胶短纤成本全行业最低，银隆新能源和河北永大食盐也将带来业绩向上弹性）。

■**风险提示：**价格上涨幅度低于预期、棉花价格持续下跌的风险等

磷肥盈利趋于改善，复合肥销量拐点已现

■**目前磷肥出口需求旺盛，中国货源竞争力强：**国际磷肥价格自 13 年 11 月跌到 400 美元以下的低谷后逐步提升，目前价格已经上涨到 513 美元。国际磷肥价格已经超过国内市场价，国内磷肥企业的竞争优势显现（目前百川资讯统计的国内 FOB 价格为 440-445 美元/吨，与其它地区相比具有价格优势）。

■**厄尔尼诺现象对北美的影响低于预期，北美需求旺盛：**美国对于磷肥资源的限制政策仍在收紧，因此美国海湾 FOB 价格 510-513 美元/吨，显著高于其内销价格 440-445 美元/吨，这带动了全球磷肥市场的上涨。

■**印度作为需求大国，预计下半年将大量采购中国货源：**今年至今一铵的出口同比增长 200%，二铵出口增长 150%。随着印度秋种季的到来，印度对磷肥需求的压力越来越大。而且磷肥是农田必须用的肥料品种，需求刚性，虽然印度对农业补贴有所下降，但历史上印度的补贴发放拖欠很多，所以预计今年的需求不会比往年缩减。由于中国距离印度较近，且目前国内磷肥价格低于国际价格，预计印度 300 万吨需求中会有 6-7 成以上直接采购自中国，进一步拉动了国内磷肥需求增速。

■**经历 13 年出口的惨淡和行业亏损后，行业库存水平低。**由于印度市场去年受到卢比贬值及补贴不足的影响，去年印度进口量较低并加剧了 13 年中国磷肥行业的低迷。上半年国内磷肥主要供应内需，许多港口库存量都不足一个月，低于历史平均水平，因此出口的大幅放量造成国内磷肥相对紧缺的局面。此外，台风亚马逊前两周袭击了防城港和北海港港口，导致有 20-30 万吨磷肥受损，进一步加剧了市场供给的紧张。

■**磷酸二铵开工率已经接近 80%，关税下调增强中国磷铵出口竞争力：**目前磷酸二铵的开工率约在 75%-80%，一铵开工率略低，考虑到大约有 10%左右的小磷肥厂长期关停产能或已逐步退出，因此我们判断实际开工率可能更高。13 年淡季关税为 122.5 元/吨，而 14 年淡季关税调整为固定 50 元/吨；13 年旺季关税为 80%，以 64%二铵离岸价 2450 来计算，去年的出口关税高达 1960 元/吨，而 14 年旺季关税则下调至 15%另加 50 元/吨，关税为 417.5 元/吨。出口关税下调大幅增强了中国磷肥出口的竞争力。

■**磷肥触底逐步改善的趋势已经展开，复合肥销量及单价的拐点已现，建议投资者关注：**需求端依靠国内稳定增长及出口的大幅提升，供给端未来 2 年扩产稀少（仅有 2-3%），因此我们判断磷肥行业已逐步在去年下半年至今年上半年见底，后续跟随需求的增长而逐步好转，短期看下半年出口量及秋季用肥下的价格走高，中长期看供需修复下的景气回升。从弹性角度首选云天化，关注云天化、六国化工、兴发集团。此外，由于氮磷肥的触底向上，复合肥的销量增速及单价在 7 月逐步进入拐点向上，中长期复合肥企业发挥渠道及品牌优势有望进入农资综合平台以及土地流转经营领域，继续推荐金正大、史丹利。

■**风险提示：**需求低于预期的风险等

金正大：业绩超市场预期，新品种推广、农资平台空间巨大，继续强烈推荐

■**事件：**公司发布 14 年三季报，实现收入 40.7 亿元、同比增长 9%，归属于上市公司股东的净利润 8.1 亿元、同比增长 30.6%，EPS 为 1.16 元。经营活动现金流量 4.7 亿元，加权平均 ROE 为 18.4%。公司业绩超市场预期。

■**销量增速提升致收入增速加快：**公司前三季度单季度收入分别为 30.8、39.6 和 40.7 亿元，分别同比增长 5.5%、8.1%和 12.9%，单季度收入逐渐增加、增速显著加快，表明产品销量正逐步随单质肥价格企稳而提升。

■**复合肥行业未来 1-2 年整合或将加剧，看好龙头借力成长：**在农耕需求和复合化率提

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

高的背景下，复合肥行业需求年均 5-7%以上的增长将持续，而作为行业龙头企业的金正大和史丹利截止目前合计市占率略超过 10%，有很大的提升空间。从目前复合肥企业的生存环境看，由于渠道和品牌的规模效应，大型企业领跑且差距拉大（如金正大和史丹利），小型企业关停和低负荷则已成为常态，中型企业面临发展和退出同样困难的两难局面。我们判断未来 1-2 年内优质的中大型复合肥间将面临整合，中小型企业退出加剧，而市场份额将继续不断向龙头企业转移。

■**龙头企业未来将有机会切入农资综合平台，空间巨大且目前刚刚开始：**复合肥龙头最强的核心竞争力是渠道及品牌（如金正大有覆盖全国的 3000 个一级经销商和 10 万个二级经销商）以及线下的农化服务。公司作为最接地气覆盖最广的农资渠道且正在建立强大的农化服务网点，我们认为未来农资综合线上线下平台将是另一个潜力巨大的市场，近期阿里巴巴等互联网巨头在农业方面的布局或将加速行业渠道变革，金正大作为农资线下龙头空间巨大需要重视。同时，国内部分省份土地流转已经较成熟，对农业服务商（提供全方位农资及金融配套及农技服务等）的需求已经越来越大，我们认为复合肥企业作为最重要的农资供应商可能成为后向延伸的最佳桥头堡。

■**新品种推广、农资综合平台下公司未来发展空间巨大，维持买入-A 评级：**目前国内较低的复合化率（国内 32%对应发达国家 72%）以及龙头企业较低的市占率（金正大 6%），同时公司主营不断开拓高端产品抢占更多市场份额并有望增加国际化业务下未来业绩快速成长无忧，同时土地流转率提高及互联网巨头切入下公司有望面临切入综合农资平台的绝佳机会（农资市场每年上万亿的空间），我们认为公司在业绩和估值上都将出现向上的推动力。我们预测公司 14-16 年 EPS 分别为 1.09、1.43 和 1.86 元（考虑增发 1.1 亿股摊薄），维持买入-A 投资评级。

■**风险提示：单质肥价格持续下跌、复合肥销量低于预期的风险等**

硫酸钾价格上涨、价差显著扩大，关注冠农股份、青岛碱业投资机会

■**事件：**我们跟踪行业数据发现硫酸钾价格在 14 年后出现明显上涨，氯化钾的价格则受全球钾肥供应联盟解体影响而逐步下跌。我们认为卤水生产工艺的国投罗钾正逐步享受价格上涨带来的业绩好转，而曼哈姆法工艺（以氯化钾和浓硫酸为原材料生产硫酸钾）的青岛碱业投产后将受益于硫酸钾和氯化钾价差的逐步增大。

■**氯化钾价格受钾肥联盟破裂影响而持续承压：**全球钾资源主要集中在俄罗斯和加拿大，2013 年我国钾肥消费量约为 910 万吨，其中进口钾肥量高达 340 万吨，进口依赖度接近 40%，但从细分品种来看，进口产品基本为氯化钾。2013 年年 7 月底，乌拉尔钾肥公司（Uralkali）与白俄罗斯 Belaruskali 寡头合作破裂，行业扩产使得寡头企业议价能力弱化，氯化钾价格此后持续承压（2013 年上半年均价 2701，下半年为 2241，14 年上半年下滑至 2141 元/吨）。

■**曼哈姆法硫酸钾生产工艺受制于盐酸，供给端有收缩：**供给端，我国硫酸钾基本为自给，13 年底名义产能约为 330 万吨，其中约 190 万吨为曼哈姆法工艺，其余 140 万吨为卤水生产。曼哈姆法工艺问题在于氯化钾和浓硫酸反应生产，同时副产盐酸。由于盐酸下游需求在逐渐减少，而部分企业又无法很好的对其进行处理，同时运输成本较高，会导致胀库的风险，我们了解到过去几年硫酸钾装置投产大幅下降，也已有企业出现了关停，有效产能在 300 多万吨，而 13 年产量为 270 万吨，开工率约为 90%。

■**需求端相对稳定，供需失衡后价格有上涨趋势：**需求方面，硫酸钾下游增速相对稳定，与氯化钾替代性不强，主要在于氯根对突然有伤害、易烧苗，硫基与氯基复合肥应用领域有所差别。且经过多年发展，我们认为硫酸钾和氯化钾下游需求结构已相对稳定，彼此之间替代性更为有限。短期来看硫酸钾扩产有限，需求的增长已打破平衡，价格近期已出现一定上涨（14 年初为 3210 元/吨，现市场价为 3500-3600 元/吨），预计上涨趋势较为明确，与氯化钾价差逐步扩大。

■**建议关注冠农股份和青岛碱业：**冠农股份持有国投罗钾约 20%的股权，硫酸钾权益产

能为 26.4 万吨（卤水法），青岛碱业 13 年 10 月份投资 2 亿元建设 8 万吨硫酸钾装置（曼哈姆法），预计在 14 年三季度投产，建议投资者关注。弹性测算，硫酸钾价格每上涨 500 元提升冠农股份和青岛碱业 EPS 分别为 0.25 和 0.08 元。

■**风险提示：产品价格下跌风险、项目建设延期的风险等**

行业动态跟踪：建议关注钛白粉修复性好转带来的投资机会

■**行业有效产能开工率或达 80%以上，新增产能相对有限：**过去两年钛白粉行业面临全行业的亏损，导致大量的产能长期未开（超过 6 个月），这部分产能估计有 40-50 万吨，装置腐蚀下其逐步已成为无效产能，未来重启的难度很大，因此我们判断今年钛白粉的实际开工率有望上升至 80%以上。而行业新增产能端由于《产业结构调整指导目录（2011 年本）》将硫酸法钛白粉列为限制类项目，而氯化法难度很大，主要体现在三方面，一是国外技术封锁，二是生产中氯气反应风险大且产生的氯根难以处理（废渣只能填埋），三是国内钛矿达不到氯化法工艺要求。我们预计今明两年可投产的仅有金浦钛业的徐州钛白以及龙蟒的襄阳项目，大约新增产能 20 万吨，增长相对有限。

■**国内钛白粉内需探底回升，出口显著放量，拉动整体需求增速，行业景气有望回升：**根据行业协会 13 年底的统计，钛白粉行业总产能为 290 万吨，2013 年的产量为 214 万吨，其中金红石 154 万吨、锐钛型 40 万吨，非颜料级别 21 万吨，行业整体的开工率水平为 73%。今年在欧美经济复苏的背景下，钛白粉出口量出现大幅增加，1-4 月份同比增加近 58%，我们估计今年仅出口领域带来的新增需求就有 20-30 万吨。考虑到钛白粉行业内需增长跟随涂料等（今年 1-5 月涂料增速 28%），外需在欧美复苏下大幅增长，而产能端投放有限的背景下，我们认为钛白粉行业复苏向上的趋势或已经出现。

■**龙头企业示范作用或形成合力，14 年来钛白粉价格多次上调：**14 年以来，国内钛白粉企业已多次上调出厂价格，上次调价为四川龙蟒宣布从 7 月 3 日起，钛白粉国内签约经销商价格上调 100 元/吨，其他客户在 6 月执行合同价的基础上上调 300 元/吨，再创年内新高，国际客户则从 8 月 1 日起价格上调 100 美元/吨。而根据我们调研了解到，四川龙蟒 7 月 14 日再次宣布上调塑料级钛白粉的价格，调价幅度 300 元/吨。现在主流的钛白粉价格在 12600-12800 元/吨。

■**投资建议：**我们判断钛白粉行业或面临修复性好转，建议关注钛白粉板块（安纳达、佰利联、金浦钛业、中核钛白）。稳健投资者可关注佰利联和金浦钛业，风险偏好高投资者可关注市值较小的安纳达。

■**风险提示：**国内新增产能投放、外围经济下滑的风险等

三聚环保：半年度业绩超预期，下半年看焦炉煤气制 LNG 和美国页岩气脱硫项目

■**事件：**三聚环保发布 14 年半年度业绩预告，实现归属于上市公司股东的净利润 1.8-1.85 亿元、同比增长 151-158%，EPS 约为 0.36-0.37 元。我们测算二季度单季度盈利 1.5 亿元左右，单季度 EPS 为 0.30 元。上半年业绩超出市场预期。

■**项目结算带来业绩超预期：**上半年公司与煤化工、化工化肥、焦化领域的企业合作，利用工业尾气联产甲醇、LNG 等清洁能源项目顺利实施，项目结算收入大幅增加，导致经营业绩大幅增长。公司上市初期是以剂种销售为主，后来逐步转向剂种销售、剂种服务和净化服务商，剂种服务模式比直接销售盈利更强、增速平稳；而净化服务市场空间更大，公司介入后 BT 项目充足。新业务带来公司新的成长性，上半年业绩高增长是良好的开端，后续有望维持。

■**焦炉煤气制 LNG 提升焦化企业盈利，市场空间大：**焦化企业技术经三聚环保改造后可以调节冶金焦产量，不再依赖下游冶金厂的开工情况，进而大幅增加单套装置焦炉煤气的产量，保障后续 LNG 环节满负荷开工。此类项目市场投资规模在 500 亿元，公司占据净化环节的大部分市场，介入项目总包后 BT 模式享用行业盛宴。

■**预计美国页岩气脱硫项目下半年将会取得实质性突破：**国外租赁、外包极其普遍，脱

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

硫服务的环境优于国内，且公司每磅硫脱除成本为9美元，而国外目前成本在12-20美元，具有成本优势。但前期的材料认证、法律和文化的差异导致项目耗时较长，目前前期的认证等准备工作大部分已完成，我们预计下半年将取得实质性进展。

■**投资建议：**我们预计公司14-16年EPS分别为0.75、1.05和1.50元，未来三年业绩年均复合增速为55%，给予买入-A评级和30元的目标价。

■**风险提示：**美国页岩气脱硫项目进展低于预期的风险

华鲁恒升：中报业绩超预期，给予买入-A评级

■**事件：**华鲁恒升发布14年上半年业绩预增公告，1-6月实现归属于上市公司股东的净利润同比增长80-120%，测算盈利区间为3.4-4.2亿元，折合EPS为0.36-0.44元。其中二季度单季度盈利1.5-2.2亿元，折合EPS为0.15-0.23元。

■**一体化煤气化装置构建核心竞争力，主营产品价格低迷下业绩超预期：**公司具备180万吨尿素、50万吨醋酸、20万吨多元醇及16万吨己二酸、25万吨DMF等产能。受制于大宗化工景气低迷导致主营产品均表现不佳，其中尿素价格较去年同期下滑25%，DMF下滑6%，己二酸下滑3%，丁醇下滑21%。而公司的核心优势在于一体化的煤气化装置，其是目前尿素行业中极少数采用烟煤作为原料的企业（而国内同类型企业基本采用无烟煤作为原料），在尿素基本全行业亏损的背景下，公司依靠烟煤价格的弱势以及一体化煤气化的成本优势，其产品盈利能力反而得到明显提高。

■**醋酸价格上涨助力，尿素、己二酸底部期待好转：**从今年3-4月份开始由于包括索普、吴泾等主要醋酸企业轮番检修或意外停车等因素，导致醋酸价格从4月份的3200-3300元/吨上涨至目前的3800-4000元/吨，而成本等相对稳定，因此导致醋酸的吨盈利大幅增加并助力业绩增长。而尿素、己二酸等业务在前期产能集中上马下，近2年均面临行业性的亏损，我们认为随着去产能和需求增长的逐步显现，底部向上的好转值得期待。

■**业绩逆势增长凸显煤气化核心优势，给予买入-A的投资评级：**我们暂维持对公司14-16年EPS为0.78、0.91、1.13元的盈利预测，公司在国内煤头中有很强竞争力且弹性较大，原料全部为廉价烟煤，尿素、己二酸、DMF等业务等待逐步好转，同时我们期待公司领先的煤气化技术在更广泛的煤化工领域发挥优势，因此给予买入-A的投资评级和10元的目标价，对应14年PE为13倍。

■**风险提示：**醋酸价格下跌，尿素、己二酸等维持景气低迷等

华西股份：建议关注江苏银行上市带来的交易性机会

■**事件：**今日江苏银行披露招股书，我们了解到华西股份持有江苏银行2.49亿股股权，占其总股本的2.39%，我们认为华西股份存在交易性机会，建议投资者关注。

■**江苏银行上市后华西股份所持有的股权存在重估空间：**江苏银行13年实现营业收入223亿元，净利润为81.8亿元，公司总股本为104亿股，此次拟发行25%新股将股本数增加至130亿股。增发摊薄后华西股份持有江苏银行股本比例为1.92%，按照目前城商行（宁波银行、南京银行和北京银行）对应13年业绩5.34倍的PE（三家城商行13年净利润增速分别为19%、12%和15%，江苏银行13年业绩增速为16%）计算江苏银行估值约为437亿元，华西股份持有股份对应估值约为8.4亿元。

■**公司还持有东海证券约6%股权，东海证券13年股份制改制完成，带来一定想象空间：**除江苏银行外，公司持有的金融资产还包括5000万股（10%）江苏华西集团财务公司股份、1亿股（6%）东海证券股份和3055万股（0.6%）华泰证券股份。东海证券已于13年下半年完成了股份制改制，存在上市预期，公司公告显示13年盈利2.1亿元，较12年大幅提升90%以上，给予13年50倍估值就是105亿元，公司持有6%的股权对应6.3亿元，带来一定想象空间。

■**投资建议：**公司主业为涤纶短纤，受行业景气低迷影响处于亏损状态，13年贡献毛利约2856万元，此外公司还具备部分储运业务，13年贡献毛利6891万元。涤纶行业目前

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

处于底部，上游 PTA 产能也处于严重过剩状态，行业盈利未来继续恶化的可能性不大，此次江苏银行上市带来公司隐蔽资产的重估，我们认为公司存在交易性机会，给予增持-A 评级和 5 元的目标价，公司未来三年 EPS 预测分别为 0.09、0.12 和 0.16 元。

■**风险提示：**涤纶行业盈利持续恶化、江苏银行 IPO 失败的风险等

德联集团深度报告：汽车后市场大风将起，看好公司转型发展

■**公司是国内车用精细化学品主要供应商：**公司主营业务为汽车精细化学品的制造和销售，目前已拥有十一大类汽车精细化学品产品线和四个大型“贴厂基地”。公司凭借全系列产品线和本地化服务，与国际化工巨头巴斯夫、陶氏化学、潘东兴等建立长期战略合作，并从最初服务“欧美系”乘用车品牌逐渐延伸至目前的国内二十余家主要整车厂。

■**汽车后市场需求将起，痛点密布下电商呼之欲出：**目前中国 9000 万辆乘用车的平均车龄约 3.5 年，根据国外经验预计后续汽车维修费用将明显增加且市场将逐步从 4S 店转向独立维修市场，因此我们判断明年将是独立维修市场需求爆发元年。目前独立后市场存在服务质量差、价格高、标准规则缺乏等问题，考虑到汽车后市场电商在去中介化、费用透明化和用户体验改善等方面将发挥很大作用，能带来车主、配件厂、维修站三方共赢的局面，因此我们强烈看好该领域的爆发。

■**反垄断政策下将推动汽车后维修市场获得更大发展：**交通部颁布新政，提出了打破汽车生产企业对于汽车维修技术和配件渠道的垄断措施，鼓励原厂配件生产企业向汽车售后市场提供原厂配件和具有自有品牌的独立售后配件。我们认为该政策将打破目前 4S 店垄断原厂配件的格局，配件生产企业独立后市场将迎来大发展。公司目前有超过 24 种产品可应用于汽车售后市场，未来渠道明显改善，同时将有机会通过整合后市场渠道向平台型企业转型。

■**公司战略重心转向汽车后市场，看好其未来发展：**公司在后市场布局积极，拟募集 10 亿元在未来三年内建 110 家 2S 店，把公司的产品连带服务直接供应到汽车售后市场。同时公司设立全资子公司上海德联优鸿电子商务积极探索后市场电商。我们认为汽车后市场线下服务的重要性是主流电商企业较难逾越的门槛，因此可能将有新兴的能同时提供线上线下良好的用户体验并能实现车主、维修站、配件厂三者共赢的电商崛起，我们看好公司未来在该领域的机会。

■**风口出现，建议投资者重视，给予“买入-A”评级：**公司在汽车产销量和份额持续增长下将保持继续增长，同时车龄上升、反垄断政策出台等都在不断催生一个潜力巨大的汽车后市场，我们认为这将是一个风口。公司作为国内汽车化学品主要供应商，一方面面临维修市场需求量的增加，一方面有望转型积极探索 2S 店和 O2O 电商，因此我们看好其未来广阔的发展空间。我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.56、0.69、0.85，给予买入-A 评级，6 个月目标价 22 元。

■**风险提示：汽车维修市场布局遇阻**

农资电商深度报告：涉农电商蓝海开启，群雄发力争做龙头

■**互联网和智能手机的普及加速农村信息化进程：**随着低价智能手机的广泛普及和 3G/4G 网络的推广，网络资费的进一步下调，互联网在农村渗透力度将进一步加大，未来农村信息化是大势所趋。中国网民中农村人口比例逐年增加，中国互联网在农村地区的普及速度不断加快。自 2012 年以来，农村网民的增速超越了城镇网民，城乡网民规模差距继续缩小。

■**各大主流农资企业纷纷展开电商业务，互联网冲击大风已起：**辉丰、芭田、司尔特等农资上市公司相继成立电商子公司，布局农资电商。从目前的情况来看，辉丰农一网进展顺利，11 月上线以来，电商业务的开展远超预期。预计未来其他的农资企业也将加快农资电商建设的步伐。我们认为农业互联网化已具备较好的物流、信息化和土地流转基础，目前农村互联网化的大风已起。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**农村互联网化方向不只是农资电商，争夺农村用户入口将是大方向：**以农一网为例，农药电商业务只是其远大发展空间的第一步，通过县级工作站以及乡、村级服务站的加盟完成终端的布局，未来紧接着将上线包括水溶性肥料、氮磷钾肥料、复合肥、种子、饲料、农机农膜农具等等农资产品，形成农资综合的电商平台，并通过农资团购、直销等方式冲击现有的传统渠道价格体系。更远大的方向上，农一网将通过农村县级及零售站点的免费 WIFI 布局占据农村互联网的入口，同时通过农产品及农资的双向交易成为农业全流通的平台。**我们是全市场最早并最坚定推荐农资电商（7 月份开始推荐并于 9 月份发深度报告），在未来 3-6 月内我们认为农一网完成全农资领域的布局并且颠覆现有传统农资流通渠道是大概率事件，站在农业互联网化大风吹起的起点我们继续坚定推荐！！**

■**跑的早、跑的快将是关键，发令枪已经打响：**由于传统渠道在电商侵袭的威胁下其转型的动力很强，农资电商的发力给予其部分转型线上分散经营风险的机会，因此我们认为在目前阶段农资电商公司的启动最关键的是看谁跑的早并且跑的快，先发公司模式正确的前提下将快速积累用户资源（如农一网），而不管切入口是哪个产品未来综合农资电商、类金融服务、线上线下农化服务等都是必然趋势，因此品种及渠道开拓速度和模式创新能力将是另一个考验的因素。农资电商硝烟已起，我们判断将有一批农资企业投身厮杀，现在只是刚刚开始，面对万亿以上的农资市场以及 6-7 亿的农村用户人口，我们认为任何有机会在其中站稳脚跟的公司都值得重点关注。

■**建议全面关注已经转型或潜在具有转型空间的企业（农药：辉丰股份、诺普信、复合肥：金正大、史丹利、芭田股份、司尔特）：**在激活农村电商的大趋势下，农资企业，尤其是农药和化肥企业依托其强大的流通渠道和仓储实力将大为受益。我们最看好的就是农药和复合肥板块（农药：辉丰股份、诺普信，复合肥：金正大、史丹利、芭田股份、司尔特），其他的包括新洋丰、新都化工等区域龙头也是潜在可以关注的标的。

■**风险提示：农资电商进展不达预期**

鼎龙股份深度报告：打印耗材业务高速增长，CMP 是新的成长接力

■**公司由打印耗材向打印耗材、抛光材料双主业转变：**目前公司主要产品和利润来源为彩色碳粉、电荷调节剂和显色剂等，复印机用载体已经建成、即将量产。储备项目方面公司已完成蓝宝石用 CMP 抛光垫的合成、抛光液的前期工作，未来一旦产业化公司将由打印耗材单主业向打印耗材、抛光材料双主业的转变。

■**碳粉国内市场销量稳步提升，欧美市场也有望放量突破，载体项目建成调试、助力彩色碳粉进入复印机领域：**目前国内碳粉市场经过开拓后基本实现了市场、打印机品牌等多方面的全覆盖，单月销量逐步提升，保守预计全年销售将超过 600 吨。公司目前碳粉仅进入目前激光打印机领域，复印机和海外市场尚未进入，而国外则是兼容碳粉的主要市场。公司后续将重点建设欧美市场渠道，目前已有部分再生硒鼓厂商及经销商采购公司碳粉，未来也有望实现放量突破。载体项目工业化生产线已建成，目前处于设备调试期，未来量产后将提升后续季度业绩。而且载体量产也将加快公司在复印机用彩色碳粉领域的开拓。

■**CMP 抛光材料受益于集成电路和蓝宝石需求的快速发展：**目前的抛光工艺及抛光液主要应用于集成电路和蓝宝石加工两大领域。统计资料表明，集成电路抛光耗材市场容量约为 15 亿美元，预计未来行业增速 10%以上；蓝宝石抛光耗材市场容量约为 30 亿元人民币，受益于 LED、智能手机、可穿戴设备等领域对需求的快速增长，我们预计未来蓝宝石行业年需求增速高达 30%。

■**CMP 市场垄断性强，公司有望实现进口替代，一旦突破相当于再造一个鼎龙：**目前全球抛光液市场集中在卡博特、杜邦、Fujimi 等厂商中，抛光垫市场被陶氏、卡博特和 3M 所占据。国产抛光垫和抛光液主要应用在低端市场，高端应用仍被外资所垄断（蓝宝石和芯片用全部依赖进口）。按照 100 亿元以上的市场计算，公司量产后即使占据 5%的份额，考虑到垄断带来的高盈利，相当于再造一个鼎龙。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■**给予买入-B 评级，目标价 17.5 元：**我们对比彩色碳粉和 CMP 抛光材料可知，公司选择方向均为高壁垒、垄断性强带来的高盈利、高成长性的细分新材料领域，一旦进入就是蓝海市场。目前公司盈利高增长也已兑现，并且即将由打印耗材的单轮驱动走向打印耗材、CMP 抛光材料双引擎时代，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.35、0.57 和 0.85 元，未来三年业绩复合增速 71%，给予买入-B 评级，目标价 17.5 元，对应 14 年 PE 为 50 倍。

■**风险提示：**彩粉销量不达预期、CMP 抛光材料市场开拓缓慢的风险

康得新深度报告：打造先进高分子复合材料平台型公司，中国未来的 3M

■**公司是国内优秀的高分子复合材料平台型公司，资源整合能力极强：**公司布局高分子复合材料行业，目前主要产品是复合膜材料（预涂膜、光学膜等），公司资源整合能力（尤其人力资源，各产品均整合了全球顶级的光学膜人才团队）极强，依托公司产业平台的优势，充分整合各类资源的同时，以复合膜材料为核心元素，进一步拓宽公司的经营范围，布局材料、模块及系统三种业务模式，在深耕传统市场的同时，大力开发新兴市场。以下游产业技术发展及先进高分子材料为导向，进行前端技术开发及产业化，实现弯道超越。打造以先进高分子复合材料为核心的高新技术平台公司。

■**光学膜行业空间巨大，背光模组用膜稳步进口替代，非背光模组用光学膜则是蓝海市场：**光学膜广泛应用于显示、家电/消费电子、节能环保、广告、建筑、新能源、医疗、纳米/智能材料，而非市场此前理解的背光模组用膜。背光模组领域，在下游面板产业向国内转移的趋势下，公司凭借基膜自给等一体化带来的成本优势，不断挤占韩日台企业份额，目前台湾多家光学膜企业逐步退出；非背光模组用膜国内市场目前几乎被国外 3M 等少数企业垄断，产品价格、盈利能力远高于背光模组用膜，且新需求点不断呈现，是典型的供给创造需求的蓝海行业，未来康得新在汽车/建筑窗膜、装饰用膜、3D 膜等领域将拉动光学膜业务快速增长，且盈利能力不断提升。

■**公司有望复制 3M 成长路径：**公司产业布局大格局，有望复制 3M 成长路径：公司目前的模式与 3M 类似，以产品技术为导向不断拓展。除了在光学膜领域，公司在量子点、石墨烯、OLED 水汽阻隔膜、纳米新材料等先进高分子复合材料方面均在不断积累和突破，有望复制 3M 的成长路径。3M 为 930 亿美金的市值，而康得新则不到 200 亿元，3M PE 为 20 倍左右、未来增速较慢，公司是国内难得的自主创新能力强、能够实现进口替代的新材料企业，目前处于高速发展阶段、未来三年公司业绩仍将保持高速增长，给予 30 倍估值相对合理。

■**身处大行业、高壁垒、高盈利、高成长的高分子复合材料平台，买入-A 评级，目标价 33 元：**高分子复合材料空间广阔，属于典型供给创造需求的蓝海行业，公司是国内少有的自主创新能力强、能够实现进口替代的复合膜材料平台型企业，目前处于高速发展阶段，给予 30 倍估值相对合理。预计公司 14-16 年 EPS 分别为 1.10、1.52 和 1.87 元，给予买入-A 的投资评级和 33 元的目标价。

■**风险提示：**光学膜产品价格下滑、公司新项目市场拓展进度低于预期

鼎龙股份之快印行业草根调研-2014120

Q:开设一个打印店的成本?

开设一个快印店的资产投入大约为 300-400 万，单店月营业额达到 30 万就能实现收支平衡。目前威宁路店的单店月收入是 57 万，行业龙头同昆快印的月收入大约是 100 万。成本方面，单店的人员配备根据营业额来配，一般营业额 50 万左右的店需要配 11-13 个人，原材料方面，设备是主要的投入，另外耗材也占了比较大的一部分，大概 20%左右，耗材包括了打印复印粉和硒鼓。

一台打印机的寿命大概为 4 年，4 年以后购入新的设备，原来的设备就作为备机使用。

Q:快印店主要的业务?

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

公司主要的业务：彩色打印，黑白打印复印，图纸（施工图，白图蓝图），装订，写真，纺织品（古画）、传统印刷，广告。一般人可能认为快印店的业务就是打印复印，但实际上，快印店有一些增值的服务，比如做一些设计的工作，现在的这些设计的工作都是由广告公司作为中介来做，然后在通过快印店来实现。

Q:快印行业的情况?

快印店整体比较分散，目前上海最大的快印店是同昆，有 11 家的门店。丽缘在上海的行业内能够排到前 10 左右。

Q:公司未来业务的规划?

我们公司这边对未来的规划是，希望建成中央厨房的模式，以这个点为中心，向外辐射，在每个商务楼下面设置一个服务点作为卫星店，卫星店配备简单的设备，提供简单的打印业务，而一些比较复杂的业务，卫星店接单以后反馈到中央厨房来进行。

Q:公司未来如果扩张是否能保证业务量?

原来我们的客户主要以建筑设计院为主，打印施工图等等，从现在房地产发展进程放缓的情况来看，这块的业务量也有所减少，现在我们增加了印刷厂的业务，一般 500-2000 份的打印业务流向了快印店，因为这个量对于印刷厂来说开机高，不划算，而快印店的成本大概是印刷厂的一半。我们现在店里有专门的销售人员，未来快印店还有很多业务待开发。

Q:快印的客户中个人的客户大概是怎样的情况?

家庭业务这块不是刚性的，主要还是要靠引导消费，比如，我们跟旅行社合作，增加一个旅行纪念的业务推广，另外还有就是 DIY 相册这方面。

Q:客户对于价格是否敏感?

客户对价格很敏感，当然未来如果能够提供像设计这样的增值服务的话，价格方面可能也会有一定的话语权。

Q:快印行业的未来?

快印行业确实可能是不太环保的，而且科技的发展也可能带来无纸化的趋势。但是总体来说，不管怎么发展，未来快印的刚需还是会有的，比如打印合同、相册这些业务。

Q:O2O 方面的业务?

目前公司是通过微信公众号的形式来进行的，目前刚推出 4-5 个月，还在推广当中，现在还看，网上接单量还不错，因为很多客户其实也是在寻找这样的一些资源的。现在公司也加盟了快印客，快印客起到为快印店倒流的作用，客户可以在快印客上 DIY，然后公司接单。公司每接一单都要给快印客一部分费用作为模板使用费。

Q:跟鼎龙的合作形式?

鼎龙的优势在于能够提供高质量低价的碳粉，而且鼎龙作为上市公司，能够提供一定的资金来扩大我们打印店的规模。鼎龙未来如果想整合快印行业，也可以以我们公司作为旗舰店。

Q:跟鼎龙合作后能带来什么?

如果未来跟鼎龙合作，鼎龙也能够提供机器的维修，那总体的成本至少要节约 50%以上，利润也会增加至少 30%。目前打印店的情况是，买了打印设备以后，由设备的提供商来提供后续的耗材和维修。因为碳粉这块必须是用原装的，设备很贵，没有人敢冒险去买市场上的兼容粉。碳粉供应和维修的合同是打包签订的，这样对打印店来说，一是保证了设备的正常运行，另外也能节约成本。但是，设备的提供商要在后续的打印收入中抽取大概一半，比如打印一张纸赚 5 毛钱，设备商就要拿走 2 毛 5。

公司希望能够跟鼎龙合作，实现 1+1>2 的效应。目前行业内很多快印店的月营业只有 2-3 万，加上机器额折旧和各种成本，几乎是亏本的，所以小打印店的生存很艰难，发展也极其缓慢。鼎龙未来加入进来，既能提供碳粉，又能够提供机器的维修业务，公司能够以更低的价钱买碳粉，同时又不用给设备的提供商抽成，这样能够大大的降低公司的成本。

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

另外，鼎龙如果能利用自身优势整合全国的打印资源，实现全国快印业务的融通，这样对于快印店也是很有利的。

德联集团调研纪要-20141204

董秘邓国锦

公司传统业务：公司主营为汽车精细化学品，公司最大的客户是国内主要的合资汽车生产商，包括一汽大众（公司最大的客户）、上海大众、福特、北京奔驰等。公司的产品以 OEM 和 OES 的方式进入汽车厂及其旗下的 4S 店体系。

公司此次再融资的背景：公司传统的产品市场占有率比较高，好的产品市占率接近 30%，差一点的也有 17-18%，目前全国汽车的保有量大概有 1.4 亿辆，这给汽车后市场带来巨大空间，目前汽车后市场比较分散，主要有两种存在的形态，一是汽车品牌 4S 店，服务好但是价格贵；二是路边快修店，价钱便宜但服务层次不齐，质量不能保证。德联建设 2S 店的目的就在于要寻求一个平衡点，建设一批价格实惠又具有统一服务质量的后市场服务商，2S 店的产品会以德联的自有产品为主，结合其他正牌厂商的配件。

2s 店的定位：收费相当于 4S 店的一半左右，为客户提供有保障的服务。公司未来还将辅以互联网作为进军汽车后市场的手段，但是做互联网这块的模式目前还在探索当中，方式跟其他互联网企业会略有区别。从整个后市场互联网的行业发展来看，目前还没有很确定的模式，还都是在不断的摸索中。

Q：2S 店的布局？

2s 店未来会在全国的 12 个城市建立，主要包括哈尔滨、沈阳、长春、大连、上海、重庆、广州、佛山、东莞等，从整个后市场的规模来看，只建 110 家肯定是不够的，但是我们也是从企业自身的能力来考虑的，先把这块做起来，后期如果能成果，未来就继续扩大规模。

Q：2S 店建设的模式？

公司此次定增的资金就是用在这 110 家 2S 店的建设上，这些 2S 店公司都是自主建设。

Q：2S 店的建设人员配备？

高管层需要重新聘请团队，目前已经有目标的人选，公司的总经理未来也会参与到 2S 店的建设当中，2S 店的店长未来会在市场中聘请，目前还没有确定人选。

Q：2S 店的商业模式？

公司希望联合汽车配件供应体系中的其他优秀的企业来一起做，为客户提供质优价廉的服务。横向对比目前 4S 店的配件，我们的产品是先卖给汽车厂，汽车厂再卖给 4S 店，中间的毛利率非常高，这一点可以从前段时间反垄断的事件看出来，反垄断调查结果一出来，价格就降了 15%，可见利润很高，而公司产品的毛利率才 20%。未来建设的 2S 店，德联的产品直接供给 2s 店，省去了中间的环节，能为消费者节省更多的成本。公司在汽车精细化学品这块传统业务上在行业内市占率很高，但在消费终端知名度很低，公司如果跟一些国际大品牌的汽车化学品供应商去直接对抗，肯定没有优势。但是在 2s 店，我们可以做到，举美孚为例，产品供应比美孚更全面，美孚最主要的优势在于机油产品，而我们可以通过提供综合的质优多产品的策略来更他竞争，这样就可以避开单个单品的正面碰撞。所以公司就考虑以 2s 店的方式，以维修市场为切入点来进入后市场。

Q：如何导入客户？

目前我们德联的品牌的知名度不高，未来通过互联网，传统渠道方面可以通过广告来提高知名度，告诉消费者我们为哪些汽车厂提供产品，提高公信力。另外一个方面，我们通过价格优势来吸引消费者。

Q：公司进军互联网领域的规划？

互联网的项目并不在这次再融资建设项目的规划当中。对于做互联网这块，公司目前还在调研和探索当中，最近调研了一些汽车后市场的互联网公司，我们认为这些现有的模

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

式可能都不是最好的，公司是持谨慎的态度来做这个事，不希望盲目地去做，但一定会做。

Q：公司未来进入到后市场中，汽车厂会不会有异议?

我们的产品未来都用德联自己的品牌，而不用汽车厂的品牌，并没有侵害汽车厂的权益。从整个汽车后市场的生态来分析，汽车在保养期时间内可以免费在 4S 店进行汽车维护保养，但是一旦过了保养期，因为价格贵消费者通常不会选择 4s 店，而是选择独立后市场。所以我们进入到后市场中，跟 4s 店并不是竞争对手，而是一些独立后市场的服务提供商。

Q：O2O 的设想?

O2O 最主要的是平台，公司也希望建一个后市场的平台，目前现有的汽车后市场平台存在加价的形式，通过从终端消费者或维修店收费的模式，其中很大程度上会损害维修店的利益，导致线上线下的利益不一致，线下的门店反而会希望通过线上引流后把消费者留下来，从而部分获取配件的利润，阻碍了用户的重复使用。公司如果建平台，采用免费的模式，主要是引流，把终端的消费者推荐给独立后市场服务的提供商，而德联给独立后市场直接供货，让维修站的利益得以维持，实现三方共赢。

Q：公司四季度收入增速?

公司三季度季度的收入增速小，四季度会增长多一些，四季度是传统的旺季，但具体增速不确定。

Q：公司产品和轮胎相比哪个更容易切入汽车后市场?

油液使用频率远高于轮胎，在互联网时代肯定是从高频向低频的渗透，另外公司所生产的油液产品从品类上覆盖整个汽车后市场的 70%收入比例，因此和后市场的贴近度更高，而且轮胎市场利润率低。

辉丰农一网调研纪要-20141202

农一网市场总监王利斌：

农一网是农资电商启动最早的一批，目前是成长最快，影响最大的电商平台。农一网的股东以农药企业为主，所以一期以农药为切入点，二期复合肥种子农机的开发正在做。农一网线上目前规划了四个板块，农药商城、旗舰店、原药和精细化工和植保专家，肥料和农机具目前正在开发，饲料板块还在规划中。目前农一网只允许农药 200 强企业入驻，产品源头严格把控，确保整个农一网体系的产品质优价廉。

农一网在 11 月的三次植保会后，签订了县域工作站 400 多家，合同款过亿。农村电商局限性大，很大一部分原因是农村物流体系不配套，而农资这种商品又不能走快递，只能走货运，所以电商启动缓慢。农一网设计将现有的农资经销商转型，通过县域工作站和村级植保站，打通物流体系，利用 O2O 体系，直达农村大平台。目前农村的信息传播体系，只有电视能够直达农户，而互联网还比较难深入到农村，农一网将以植保信息为切入点贯通农村市场，植保信息服务站承接电商平台和农民的信息转换功能。

农一网的县域工作站将做三件事：1、产品推广：针对目前农村推广体系的缺失，通过帮助现有农资经销商转型，来做农一网的推广；2、物流配送：物流配送和服务，承接最后一公里。目前物流一般都是到县，很难到村一级，农一网通过建设工作站将农资的物流渠道建好以后，后期要做的是，一方面帮助农药种子化肥农机饲料等农资和农技进入村一级，另一方面，将农产品卖出来，在这个环节，县域工作站起到服务和配送的职能；3、植保技术服务：这个是体现本行业的专业度的一点，相比于阿里和京东等等传统的电商来说，农资电商需要线下的服务，农一网的股东是农药的企业和农药协会，本身拥有很强的业内优势，再一个通过整合大量专家，优势更加强化。

村级植保站：相比于城市，农村有两个特点：一是农村网络覆盖率还是很低，二是村里一户能上网，便利就能普及到整个村。所以我们的村级植保站将会建设一套针对农村的商用 wifi 体系，通过这个 wifi 体系，所有有智能机的农户能够免费登陆互联网，在农一

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

网下单、咨询、完成其他信息需求等等。线下端县域工作站带领村级植保站，村植保站负责代购服务，让农户享受农资电商带来的便利。村级植保站会考虑由三类人来做：原有的正在做的农资销售的人群，村里有威望的人和留在本村的年轻化的人，我们调查过，35 岁以下在农村以种植为主的年轻人成为大户额概率是 95%，而且他们对于互联网和智能机的接受度很高。

农资电商的优势：电商最大的优势在于打破时间、地域和信息不对称，之前的销售模式是企业到渠道商再到用户，而互联网下企业信息与终端消费者直接对接，大幅压缩中间环节。相比于其他农资有多级代理商的情况，农药企业销售的链条并不长，部分企业有省代理商，大部分企业还是通过市代理商和县代理商。农药企业的综合毛利率在 25%~35%之间，经销商加价 20~30%，乡镇村一级加 50%以上，虽然经销商层级少，但是加价幅度高，从厂商到终端用户，加价幅度一般在 100%以上，一些高毛利和差异化的产品通常在 300%以上。总体来说，农药流通环节利润率高，这样就有利于电商压缩其中间环节的利润。农一网控制一般产品的毛利率在 10%以内，差异化的产品毛利率控制在 15%以内，工作站的利润率在 5%-13%之间，这样算来成本节约 60%以上。

农一网的核心价值：资源整合。上游生产企业整合，传统渠道资源整合，金融服务整合，政府资源整合，行业内人才整合。

农一网未来企业规划“三类”：类广告、类金融、类服务型企业，农资产品将来在工作站的比例会很小。

Q：入驻企业提供给农一网的产品？

目前全国 2000 多家农药企业，大概有 21000 多个农药登记证件，而有效的仅有 300 个，销量好也就是少量的品种，产品同质化现象很严重，市场很分散。上百个企业生产都生产一个产品，而农一网只要其中一款产品就够，每个企业可以提供不一样的产品，这样产品就能够形成互补。另外，企业有很多个登记证件，很多证件没用，比如辉丰登记证 120 个，形成销量的不到 30 个，闲置的证件在线上销售，线上的产品和线下核心的经销商产品分配好，线下卖的很好的产品不上线，线上销售的利润与自己的经销商共享。

Q：农一网的产品构成？

第一阶段是一些通用的产品，后面会通过差异化产品来获得盈利，最后是为农户提供解决方案，产品配好，服务打包好，这块相信将来有可能会有一些专业的服务化的公司。

Q：经销商转型的驱动力？

联合农药大型企业，利用农一网的体系带动企业的经销商做 O2O 的转型。农资销售这个行业，原来门槛很低，其他行业转行做农资的人大量存在，比如桂林，40 万公顷耕地，从事农资销售的有 3 万人，行业中线下渠道竞争非常激烈，县城的经销商非常多，村和乡镇的经销商非常多。而农一网的县经销商是唯一的，吸引经销商的一点是行业电商化的大趋势，未来在电商冲击下，通过整合，存活的代理商不超过 5 家，而最大的经销商可能具备话语权，我们的任务就是要帮他扩大规模，包括经营范围的扩大，做到同时经营种子农药化肥农机，目前来看，能够全品类经营的暂时还没有。从另外一个方面来说，县级经销商太多，电商是趋势性，你不做，别人也会做。比如在大丰进行工作站的招商时，同一天以内，有好几家经销商来竞争县域工作站，最后加盟费用从 15 万谈到了 60 万。

Q：配送的问题？

有县域工作站的地方，经销商会有安全库存，一般可以达到当天下单，第二送达。没有工作站的地方，就要通过普通的物流来走，可能要 7-10 天。

Q：物流费用？

有县域工作站的地方，是免物流费的，而没有工作站的地方是 1 公斤 1 块钱。

Q：企业与农一网合作的动力？

国内农药企业同质化现象严重，虽然像新安江，扬农这样的企业具有产业链优势，但是他们不跟我们合作提供某个产品，别的公司会有这个产品。农一网的工作站将是杀手锏，假设未来 2000 个工作站，凑 2 亿，跟企业谈合作，通过这样的方式来倒逼企业与农一网合作。

Q：农一网对产品的筛选？

目前农一网有品牌旗舰店和农药商城。产品的大力推广是在农药商城，产品要经过严格筛选。第一期是采取先入为主，比如 40%草甘膦水剂一期最多先进来 3 家，第二期，以优取胜，总体来说同一个产品不超过 3 个。

Q：发货的主体是？

企业直接跟工作站对接，农一网有一个内部端给生产企业，企业能够根据订单来发货。未来农一网可能在无锡设一个总库，目前项目还在调研中。

Q：农一网的核心竞争力？

核心竞争力：强有力的执行团队。农一网商业模式并不唯一，但是在不断的优化和更新，农一网的核心竞争力体现在：公信力（上市公司，政府背景）、品牌（农药 200 强）、资本（2 家上市公司很多要投资）和资源（人才和服务资源等）。另外，我们有很多政府的资源，比如地方政府帮我们立项，地方的电视台给我们免费打广告一年。

Q：金融服务？

农一网未来要整合金融服务，股东企业有小额信贷公司，和农行、邮政在洽谈。农村里的种植小户不缺钱，反而是种植大户缺钱。种植大户一年农药的使用量可以突破一百万，越大的户越缺资金，农一网帮助农户贷款，通过将资金定向给农一网拿货，实现银行和农户之间的大数据平台。

Q：目前签约的县域工作站的经销商？

我们启动县域工作站招商以来，取得了比较大的进展，辉丰很积极地将它的经销商转化做县域工作站，目前 400 个经销商一半是辉丰的经销商。

Q：如何打破之前的传统渠道消费粘性？

前期做项目调研的时候，有一组数据显示，传统的店买农资花 1000，如果上互联网买只要 700，60%的用户会选择上网买，如果价格进一步降到 500，90%的人会选择互联网。从一般的情况来看，农户很少集中在一家消费，通常也是货比三家，所以不要高估传统渠道的粘性。

Q：农村植保站的服务？

农资电商为植保技术带来更多元化的服务，传统农资服务的职能不变，相反增加更多的通道来进行服务，例如，商用 wifi 登陆以后有植保的信息，另外安装手机 APP。通过 wifi 连接，手机认证后获取用户的手机号，通过大数据分析，未来推送给用户相关的植保信息。100 户的自然村 1 台，我们计划一个县 100 个村，覆盖 100 台商用 wifi 设备。现有工作站加盟费汇总包含 5 万块的设备采购金就是用来建设 wifi 的。

Q：复合肥电商？

肥料是最适合做电商的门类，肥料的现金流很庞大，大概 6000-7000 亿一年，复合肥虽然加价率很低，但体量大，非常适合集中采购和集中运输。比如 1 吨肥料 3000 块，经销商加价 200-500，零售商 400-800，总的最低加价 600，20%的利润率，整个行业就是 1200 亿的加价。如果农一网介入大肥领域，并且把第三方支付的牌照拿下来，对于

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

市场的冲击是致命的，砍掉 600 的中间费用，企业还有钱赚，因为传统渠道的营销成本很高。

Q：工作站的考核?

工作站要做的三件事：1、设备铺设，建设植保信息宣传栏；2 墙体广告，这块根据县域的耕种面积有相应的标准；3、信息录入，对大户的信息的收集。

Q：国内市场很分散，合作的经销商是否优秀?

400 个工作站不能保证是最强的，但是起码是前十，经过严格的筛选。

Q：支付流程?

订单流程：用户下单钱到农一网，工作站直接配送给用户，用户确认后，结算，自动划分。支付体系：支付宝、网上银行、快捷支付，支持线下支付。钱先到农一网，再到企业。目前支付宝手续费 0.7-1.2%，银联手续费 0.8%，公司未来申请第三方支付牌照，实在不行收一个，全国有 280 多个牌照。

Q：农一网目前的流量?

这一个月的真正的终端用户群还不庞大，少的一天 1-2 万，多的时候有 30 多万，日均 5000 个 ip 访问量，目前是用药淡季，旺季是 4 月。农一网，云农场，农资在线等，农一网是日交易量最大的。

康得新股东会交流纪要 20141124

公司以前是预涂膜和光学膜两大产业集群，目前产品交叉性越来越强，我们认为公司未来是新材料、新能源汽车和 3D 三大产业平台。公司增发完成后市值为 360 亿元，按照宝马 i3 碳纤维车体 1.2 万欧元一个，公司碳纤维结构件能供应 7-8 万辆就是接近 10 亿欧元的产值,我们测算净利润空间 40 亿元以上。而届时考虑到公司光学膜一二期的盈利情况，一期光学膜项目未来盈利空间 25-30 亿元，先进高分子膜材料定位高端，盈利空间 35 亿元。光学膜、先进高分子膜材料和碳纤维三项目未来几年有百亿利润空间。此外，我们认为公司在其他材料（包括电池材料如石墨烯、3D 产业、柔性显示等）发展潜力同样巨大，因此未来市值空间坚定看 500 亿美元。

董事长：公司过去一年来发生了很多事情，先统一和大家进行交流。公司有速度、质量、创新和团队四个发展要素，13 年强调速度，14 年把质量放在第一位。

公司最重要的两件事是产品质量提升和市场开发，以三星（公司是国内唯一供应商，放量很快）、LG 进行量产供货作为标志性事件，光学膜进口替代已成为必然趋势，国内其他同行也在开始追赶，未来全球光学膜必然属于国内企业。公司全球唯一从树脂、基膜到光学膜产品的全产业链企业，并且是光学膜产品全系列企业，包括显示、3D、窗膜、装饰和印刷包装五大领域。

公司以预涂膜、光学膜的营销体系，全面推动 3D、窗膜等产品的销售。京东方光学膜供货实现重大突破,目前光学膜需求量是 600 万平米,15 年估计需求达到 2000-3000 万平米，康得新将成为它最大的光学膜供应商。其他还有群创、捷众等。

汽车窗膜实现满产满销，国内总需求 1 亿平米，康得新产品质量已超过 3M，成本更有优势，通过代理商（北极光）、4S 店、整车厂（福特、宝马等）进行推广，也有部分贴牌生产。

全球首家提出 3D 大产业，3D 灯箱、3D 展示品、3D 包装、3D 文化用品、3D 显示用品，走在全球领先前列。与国内主流的手机生产商、PAD 厂商等建立联盟。与保利共同推动 3D 文物网站的建设。3D 用于宗教市场，具有很高的附加值和很大的市场空间，准备在普陀山举办法会。

此次定增向更高端膜材料发展，不算基材是 1 亿平米（基材是 2 万吨），公司增发 1 亿平

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

米完全达产后产值将达到 145 亿元。在几个领域赶超 3M，第一个是水汽阻隔膜（用于 OLED，每平米上千元，预计未来 OLED 占显示的比例高达 30%-40%，市场需求量很大），第二个是多层膜，第三个是汽车窗膜（多数是溅镀技术，但对通讯信号有屏蔽作用，前挡玻璃要用其他的技术）。

石墨烯：公司过去三年在持续研发，也注册了一些专利。全球石墨烯产业发展是站在同一起跑线，目前国内还算是走在前沿，未来降低成本是关键（现在是氧化还原法，无氧化是开发的重点）。公司关注石墨的在导热材料、导电材料以及新能源汽车方面的应用。碳纤维：比钢强 10 倍、比钢轻 16 倍。用于体育休闲，工业和航空航天（播音 787 用到了总重量的 50%）等。国内进口总额 1.65 万吨，真正能稳定做到 T300 的国产厂商只有 3 家，年产量 2000 吨。全球碳纤维产能 5 万吨，日本垄断了其中的 70%。日本为了打压国内碳纤维企业，T300 价格降低到 10 万以下，而 T800 价格在 2000 万元/吨。宝马开发了 i3 和 i8 的全碳纤维车体（用的 T700），车体轻量化。未来碳纤维巨头纷纷扩产，其中东丽扩产 1 倍达到 4 万吨，德国 sgl 扩产几倍到接近 4 万吨。

康得集团碳纤维情况：工艺技术路径是国内十几家院所合作研发的，设备是全球最高端的设备。首条生产线 1700 将于 15 年三季度投产，T700 是有把握的。长期规划 5100 吨，总投资 50 亿元。碳纤维复合材料：总投资 80 亿元，占地 1000 亩，一期 400 亩土地，投资 30 亿元。一期项目投产时间是 2015 年 12 月。公司具备碳纤维原丝、碳纤维制品到车体结构件的全产业链，原丝方面康得集团持股 30%（未来可能提高到 35%），其他股东 70%；碳纤维制品主要参与方是康得集团、上市公司的碳纤维制品子公司、保利、北汽和 SGL 等，预计上市公司占 30%股权。

下游客户应用方面：集团投资了 ativa 公司（这个公司团队来自特斯拉，洛克菲洛之前投资了 2 亿美元，开发新能源汽车，未来希望做到百公里 2 秒，续航里程比 tesla 远 100 公里，可以说是 A8 的性能、A6 的价格。基地就在常州，后续引入投资者，其中北汽投了 1 亿美元，康得基团投了 2400 美元，李嘉诚团队投了 5000 美元。集团参与的主要原因是想建立战略合作，希望对方把碳纤维车体交由康得集团来做。）

国家很重视碳纤维的国产化，总理见德国的默克，国内六家企业参会，包括一汽董事长、北汽董事长、中国建材董事长、中航材总经理和康得新董事长钟玉，未来双方将加强合作，碳纤维、电动汽车、轻量化是主要的议题。

Q：价格政策？

不同的客户根据批量、要求和付款周期来看，价格是不同的。客户一方面希望降价一些，但更看重的是交货周期、质量等。公司具有全产业链优势和成本优势，进口替代产品会有 5-10%的折价让利来抢占市场。

Q：公司光学膜基材自给率？

光学膜基材自给率 50%，扩散、增量自产，其他膜需要的基材还需要外购。

Q：增发光学膜项目盈利测算依据？

量是按照满产情况下进行测算的。同时按照目前的价格下降 30%，成本上涨 20%来测算未来收入和盈利。

Q：3D 膜进展？

移动终端、广告灯箱和个性化制作比预期的慢一些，文化制品比预想的快很多。

Q：增发参与人？

增发大股东拿 30 亿元，外部拿 30 亿元。上次增发的人都赚了大钱，这次增发想参与的人很多，但筛选了一些对未来公司战略有重大影响的人来参与。

Q：公司对战略投资者有哪些诉求？战略投资者看中公司哪些方面的优势？

保利的合作主要是它储备了很多项目，尤其是文化产业和高分子方面，看中康得新产业化的平台。公司看中他们的优势是资源整合。

Q：公司碳纤维原丝能做多少制品，对应多少新能源汽车？

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

5100 吨的原丝，可以做 1 万吨的制品，结构件能供应 7、8 万辆汽车。(按照宝马 i3 碳纤维车体 1.2 万欧元一个，7-8 万辆就是接近 10 亿欧元的产值，我们测算净利润空间 40 亿元以上。)

Q：保利股权转让进展？

股权转让受制于大股东每年只能减持 25%的额度，因此要跨年度、分两批实施，目前已准备完毕。(我们测算年内有 3000 万股额度，预计其余转让将于 15 年初进行)

梅花生物收购伊品电话交流纪要-20141118

王席鑫：最近氨基酸行业，特别是苏氨酸价格大涨，从 9 月开始价格从 10000/吨上涨到目前的 30000/吨，梅花生物合并伊品后，仅苏氨酸产品的产量在 20 万吨以上，按单吨利润 11000 元来算，单产品贡献 20 多亿利润，我们认为公司具有很高的安全边际。目前来看，梅花生物的三个主要产品味精、苏氨酸、赖氨酸的格局与前两年染料行业很类似，比如味精这个行业，公司合并伊品后加上阜丰两家公司的市场占有率是 90%，行业集中度很高；再看赖氨酸，全球 200 万吨，中国占了 180 万吨，公司合并伊品后产能 63 万吨，大成 60 万吨，大成的毛利率是-21%，而公司的毛利率是 3%，公司与大成和其他的小公司相比具有很大的优势。目前赖氨酸的价格在 9000 元/吨，处在历史的地位，2011 年涨到过 18000 元/吨，预计 2015 年底之前其他企业逐步退出，未来公司赖氨酸带来很大的盈利空间。

孙琦祥：值得关注的一点是，目前整个行业出现双寡头垄断情况，行业壁垒很高。味精行业对环保要求高，导致行业进入的壁垒高。目前来看，味精和氨基酸绑定共同生产，企业才有竞争优势。整体行业寡头垄断情况会持续未来强者恒强。

Q：收购前后的各产品的变化？

公司与伊品重叠的产品有味精、赖氨酸、苏氨酸、色氨酸。

味精：并购前的情况是，07 年行业大洗牌到去年为止，目前市场的市场格局是：阜丰产能 90-100 万吨，梅花 60-70 万吨，其中 10 万吨从河北搬迁到新疆，伊品 25 万吨，还有其他的一些比较小的企业，之前的产能在 20-30 万吨，但 2007 年开始的持续低价后，小企业的产能目前是 2-3 万吨，主要供给给小包装市场。目前全球味精的产能是 250 万吨市场，其中国内产能 180-200 万吨。并购之后，公司加上伊品的产能一共是 80-90 万吨，跟阜丰差不多，基本形成了双寡头的行业格局。

苏氨酸：全球产能 35-40 万吨，之前苏氨酸全球需求的年均增速是 15-20%，但因为禽流感的因素从 2013 年年初到今年需求量没有太大的变化。在合并之前，公司的产量是 15 万吨，伊品 5 万吨，希杰 5 万吨，阜丰 1 万吨，合并之前国内格局是公司和伊品之间相互竞争，竞争和禽流感的因素导致之前苏氨酸价格下滑很厉害，合并完之后公司有 20 万吨的产能，未来行业无序竞争的情况将改变。

赖氨酸：整体的格局跟苏氨酸类似，之前公司有 35 万吨产量，伊品 37 多万吨，合并后 70 万吨的产量，希杰在国内有 20-30 万吨，赖氨酸整体市场 240-250 万吨，公司合并后在国内的市场占很大一部分。

色氨酸：刚开始应用在饲料领域，原来应用在医药领域，目前市场较小，只有几千吨，后期在饲料领域将逐步加强。

Q：味精产品下游的客户情况？

目前味精行业国内的产量是 180 万吨，其中国内的需求 150 万吨，30 万吨出口。下游的客户主要是鸡精生产厂家，如太太乐、大桥等，方便面生产厂家，速食生产商，酱油企业等，另外小包装零售 30-50 万吨，供饭店餐饮 60-70 万吨。

Q：味精的成本？未来行业内企业是否通过合作改善盈利？

在公司收购伊品之前，味精行业主要是公司和伊品、阜丰三家公司，行业竞争无序，打

价格战。阜丰的战略是以价格战为主，希望保持持续的低价位来驱逐行业内的小产能。公司的战略是波段式价格，加速行业洗牌。今年 6 月开始，味精价格保持在 8000-8100 元/吨，各家企业都没有继续降价的意愿，主要是公司对于利润的诉求，而且这个价格公司赚 200 元/吨，而小企业亏 800 元/吨，这种情况下小企业不会有复工的意愿。公司收购伊品后，公司和阜丰占据了 90%的市场，跟阜丰形成双寡头垄断的格局，未来阜丰有意愿将价格定在 8500-9000 元/吨，相比现在涨 600-700 元/吨。公司基本也倾向于共赢。未来整个行业需求基本保持稳定，各大公司扩产的意愿不强烈。

Q：味精和苏氨酸的价格上涨后，行业内的小厂是否会复工？

味精价格如果涨到 9000 元/吨（现价 8100 元/吨），公司的盈利在 700-800 元之间，明年味精价格不会太涨，但现在的价格对于小厂家来说还是低于成本，这个价格不太会促进小厂复工，所以我们认为小厂的复工意愿依旧不高。

苏氨酸目前处于紧缺的状态，现在成交价在 34000-35000 元/吨之间，价格比较高，而且现在出货情况很好，苏氨酸的这种价格会持续一段时间。价格上涨以后，有些公司会有转产的计划，总体来说量不大，总计 8-10 万吨，而且转产的时间投入在半年左右。

Q：氨基酸的下游主要是？各种氨基酸之间可否替代？

公司氨基酸的下游主要是饲料。添加到饲料里的氨基酸是不可以相互替代的，因为它们各自发挥的作用不一样。

Q：为什么苏氨酸需求增速大于饲料的增速？

氨基酸是合成蛋白质的成份，蛋白质分为动物蛋白和植物蛋白，动物蛋白反复使用后会出现变异，所以在欧洲被禁用了，植物性蛋白逐步替代动物蛋白，但是植物蛋白的量有限，所以就需要在饲料中添加各种氨基酸来使营养均衡。2002 年赖氨酸开始应用，2007 年苏氨酸开始应用，2012 年色氨酸开始应用，逐步添加到饲料中。随着氨基酸生产技术提高，成本下降，在饲料中的应用增多。在饲料添加量配方中，苏氨酸和赖氨酸的使用比在 1:2 到 1:3 之间，而赖氨酸的全球需求在 220-240 万吨，按这个配比，苏氨酸的需求应该在 50 万吨。所以苏氨酸从开始应用后，量一直在增长。但是由于前两年餐饮行业下滑以及禽流感的影响，打断苏氨酸应用持续增长的进程，导致苏氨酸价格在 10000 元/吨左右徘徊。而赖氨酸需求下降很多，价格一直跌到 6000 多每吨。目前来看，价格都有反弹，需求一旦形成，苏氨酸将迎来爆发式增长。

Q：氨基酸未来新建产能情况和建设周期？

玉米和煤炭合计占成本的 80%，而且行业属于高污染行业，环保投入大，生产的辅导配料规模大，电和气的使用量大，所以单独为一个产品去新建产能不太可能。目前行业内的新建项目是基地式的，电、气、合成氨、污水处理、复合肥整体配套，如新疆电厂投资 15 亿，一半发电一半供热。新建产能从配套角度来算成本是 1 万吨要 1 亿元，最小的基地规模在 25-30 亿，国内适合建基地的地方，从玉米和煤炭产地来看，主要是东北、西北，如内蒙和新疆。从原材料的角度来看，新建产能的难度非常大。

Q：赖氨酸的相关情况？

目前赖氨酸的整体行情是供大于求，公司收购伊品后，产能达到 70 万吨，在国内总产量中占很大一部分，其他生产企业有希杰和大成，大成的产能是 80 万吨，实际只有 60 万吨，而且大成亏损很厉害，资源优势相对差一些，跟公司比成本上差 10%左右。目前赖氨酸的竞争格局跟前两年差不多，公司占大头，然后是大成和希杰。我们认为赖氨酸的价格近一年可能会持续，然后会爆发式增长。因为目前来看，从盈利状态、现金流和负债来看，大成的情况不容乐观，持续的亏损使它未来能够坚持时间比较短，未来大成产能退出以后，市场的供求将平衡，预计 2015-16 年行业整合将完成。2002 年赖氨酸主要

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

依赖进口，价格是 5 万/吨，最初国产化的时候只有大成能生产，后来价格跌到 1 万多。2007 年价格开始反弹，2011 年赖氨酸的均价是 18000 元/吨，当时的成本比现在高不了多少，11 年赚了 10 几亿。2008 年，希杰进国内市场，2011 年梅花开始生产赖氨酸，2012 年新疆项目建成。2014 年上半年赖氨酸价格降到 7000 元/吨，目前的价格是 9500 元/吨，。从成本来看，煤的成本占 20%左右，而新疆的煤价格比其他地方低 60%，新疆玉米比内地低 200 元/吨，总体成本比其他企业低很多，而公司净利润也只有 300-500 元/吨。今年上半年，希杰产能不变，大成产能有一些变化。我们认为，2014 年的上半年是赖氨酸的最低点，产业整合后，小公司没有了，未来产能下降，需求增长，价格反弹，行业内产能增加也主要是行业内竞争者扩产，而大公司未来的扩产方案将会更理智。赖氨酸未来的竞争者较少，公司预期赖氨酸价格将维持 12000-15000 元/吨，这块弹性大，是未来公司业绩的增量。

Q：未来的产能规划？伊品利润承诺？

整个行业的扩产是需要配套进行的。目前生产配套是有余量的，而且未来如果某个产品需求大产品，扩产可以通过调整产线来实现，而且投资比较低。未来没有大规模扩产的计划，更多的是全球外延式扩张。

Q：味精价格策略？

2010 年味精价格一直在跌，从之前的价格周期来看，我们认为 2014 年是味精价格的底部，而且 5 月份的时候原材料供应青黄不接导致价格上涨，新玉米没下来，老玉米没了，目前新玉米的价格 2300 元/吨，原材料价格也有所下滑，但产品价格稳定。经过前年 10 月份到现在的这一波低价，行业内已经淘汰了很多小产能，现在的一些小产能的市场主要是小包装。目前行业格局是两家大公司的竞争，从市场定价方面更倾向于合作双赢。

Q：伊品利润承诺？

2012 年伊品只有 22 万吨味精产量，利润 2 个亿，而味精价格也不高，而且现在公司又增加了赖氨酸和苏氨酸。公司之前利润水平低是价格下跌导致额，从公司财务情况来看，公司总资产 60 亿，净资产 18.7 亿，而且负债率高，新建项目运转困难，导致其盈利较差。现在产品价格经过上涨以后，要实现利润是很轻松的。

Q：公司的其他产品，如色氨酸和 I+G 的情况？

色氨酸：之前主要用于医药领域，只有在成本下降以后才会应用在饲料中。目前的情况来看价格在 100000 元/吨时就能够应用于添加剂，公司目前的生产成本是 80000 元/吨。未来这个产品的发展应该会像苏氨酸一样，未来也将是公司的一个主要的产品。

I+G：国内生产厂家：星湖科技产能 4000 多吨，梅花 1 万吨，希杰 1 万吨。公司进入这个行业之前，10 年之间历史价在 120000-180000 元/吨，梅花进入后价格 50000 元/吨，成本 40000 元/吨，希杰成本也差不多，虽然技术比公司好，但原材料成本公司有优势，星湖成本不详产品价格 50000 元/吨。行业的技术壁垒高，国外还有日本味之素 1 万吨和韩国大象，7000-1w 吨。目前这个产品是反倾销的，中国用量很大，产能仅多了 4000-5000 吨。公司未来会考虑怎么做好这个产品，使其价格回到合理范围。虽然这个产品的量不多，但利润很客观。

总体来说，公司所处的行业需求稳定，弹性很大，未来倾向于实现共赢。

首届农资电商会议详细纪要-20141107：

【阿里巴巴余向海】：

阿里想培养和激活农村这个市场，改善他们的生活、生产、销售。 阿里觉得农村缺乏运营，并没有把设施应用起来，把商业、业务嫁接到这些不错的设施上。

阿里 16 字方针：投资基础（电商的运营进入农村）、服务创新（社会各界力量把农民的

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

生产生活农产品卖个好价格对接城市的需求，重新用农资服务农民)、做一个平台，做一个品牌商、渠道商很难把农民拉到的电商平台上来、激活生态（一家很难把这个问题解决)、创造价值（不仅仅是商业价值、更重要的是社会价值，愿意用我们已经掌握的技术数据、解决农村工薪化、提升农民收入水平)。

感谢老总给我上课，今天来的挺值的。农资的电商化，要从谈模式听故事这个状态走出来。我不是农村出身的，阿里也没有多少干农资的。这个社会真正意义的深远的变革。信息更高效快速的获取，厂家和用户更快速的对接。没有说要用 B2B、B2C 或者 C2C 来套。农资电商的价值在于解决那一系列的问题，当咱们把每吨的 500-600 给到终端渠道是有道理的，他有不可或缺的价值。阿里做农业电商应该以更开发协同生态的角度去看问题。可能是技术、用户、数据的资源。一起来给农民提供电商、玩法不一样，但应该是类似的。我们并没有完全想清楚，我们抱着开放心态，我们去试错，和大家一起开拓农资电商这个广阔的天地。

农民是处于最末梢的市场，阿里是要去激活这个市场，激活生态，实实在在创造价值。阿里平台 3-5 年内可能还难看到很清晰，可衡量的商业模式的出现，但我们会不断地去试错，我们的核心是让天下没有难做的生意。

【中化化肥吕文】:

协会一个新型肥料分会的常务理事会，我和在座的很多老总都没有过去，因为那个会议是产品创新，而这个会议是模式的创新，更重要。

电商真的来了，真实的感受。中化化肥在探索电商，我们做了些工作，我们有个买肥网上线。开业近半年反而陷入迷茫，应该说这个网上线，对 B2B 的思考，现在看只不过把线下的交易搬到了线上，我们依然在摸索。我们下一步探索一些 B2B2C，再到 B2C，再 O2O。我们大概认为中化要做互联网农资要遵循这个节奏来把控。

但是这个大势所趋谁都阻挡不了。我们和纯粹电商在交流。将来能给企业带来的盈利模式是什么。互联网企业：盈利模式主要包括 1、简单电子商务，把线下搬到线上 2、增值（比如游戏、社区、平台） 3、中介（媒体、中介服务)。

传统农资要做互联网转型，最近的一条路就是电子商务，把线下的搬到线上来。我们下一步希望把农资电商往 4 个方向延展:

1、智能农场：在网上提供远程的农化服务，提供农业解决方案

2、一键到货：现代的物流系统，传统的链条拉的过长。

3、白条交易：金融服务在农资市场的探索。

4、比价模式：基层客户对价格比较敏感。

我们经过和纯粹电商的沟通，我们认为电商是大势所趋，这个不用讨论。而传统的企业在转型过程中也会面临比较大的问题，因为这个远远不只是业务的转型，而是公司整个价值链、企业文化、职能部门等等都要转型，要转换思维方式。

【金正大罗文胜】:

勇敢面对、积极探索。我们面对电商，还没有太想明白。不管是阿里还是京东，我们也看到融合的一些方式和做法。一定是互联网改变格局的一个时代，抓住规律的时代，失败的话影响也会很大。谨慎推进，我们不是比谁迈出第一步，而是比谁想的更明白。最早做互联网是 8848，很多时候先驱变成了先烈。我们对这个市场有自己判断和认识，一旦有机会我们会坚决的迈出这一步，代表我们对这个问题想的比较清楚了。

开放心态打造生态圈，我们会强化服务，强化服务的提升，价格是必要的，但是不是唯一的。很多产品定位也不一样，打造解决方案。第三个社区的建设，好多互联网的特点都是通过某种手段建立社区，把互联网的习惯建立起来。

【鲁西化工姜吉涛】:

中国购肥网已经上线了一段时间。相对来说比较早，一年多的时间，有很多思考和经验、教训。我们是一个生产型的企业，在生产和技术投入了比较大的精力，质量是比较好的，但销售遇到问题。10 月 3 日硝基复合肥，硝基复合肥 10 万吨起来之后，成本可以降的很

低，同时也可以质量很好，但恰恰就是卖不出去，不如金正大。通过电商的方式有一定的效果。目前我们复合肥的销售是不正常的，我们企业销一吨尿素，3 块钱的费用。复合肥占了 700 人。销售费用一吨 60-70 元。一级商 200-300，二级商 400-500，到农民手里费用占比很高。做大了做多了对现有经销商产生冲击，所以我们迷茫。作为企业我们把质量做到最好、成本最低、规模最大，把销售交给有能力销售的人（金正大）。

【新都化工刘晓霞】:

余总刚才讲 3-5 年内估计农村的模式上确实搞不明白，但我们宋总认为我们已经想明白了。我们现在在做很多做事情，包括 1）整合农村经营系统 2）整合农村物流系统。我们也在思考电商在农村市场为啥不好做，阿里模式和京东模式感觉都会遇到很多问题。我在这里向电商提出一系列问题:

1、线下农化服务：农资是生产资料，不是快消品的，物流的东西，信息流的是互联网擅长的。农化服务这块是很大的问题。

2、农村欠账：赊账非常普遍，电商模式搞不定。

3、物流配送：一个县 20 个物流中心的规模，在一个县里面可能覆盖面积只有 5%，根本解决不了全面配送的问题。

4、上网问题：农民根本不上网，也很少用智能手机。

5、支付系统：不可能搞定先支付，后发货的。

6、季节性：常年性生产季节性生产。大半年的化肥要在短时间（1 个月内）送下去，整体化肥的运输量是 1.5 亿吨！谁来承担蓄水池的作用?

7、无全国性的品牌：目前化肥公司基本都是局部性品牌，宣传的问题。

8、电商的最大优势是便宜，假货？：一旦便宜，农村市场一定是假货横生。

9、农村的法律风险：我们 2000 多个经销商，每个经销商 10 个点，如果底层碰到农民投诉说烧苗，要告你们，怎么搞定。

10、退货问题：老家到镇上 10 公里，如果只买了 8 元的东西，怎么退货。

【华昌化工张总】:

今年电子商务发展很快，老板让我们销售抓紧试水，但是最后执行上我们开发了植物营养，因为其可以在城市用来种花种草，其实最后面对的是城市市场，忽悠老板。刘总讲的电商来了，狼来了，狼有点惊呆了。决定农村的决策者是老人，消费习惯的培养上需要过程。另外是一个消费心态，电商要起到信息不对称之后，要改变这个忠诚度会有比较大的问题。

【阿里巴巴余向海】:

农资电商化是大势所趋，我们要从谈模式和听故事的状态里面走出来。我们阿里农业团队确实干农资的也没有，确实存在经验不足，后续会引进。最重要的是看社会最深刻的一些变革，信息更快速的获取等。阿里从来没有简单的用 B2C、C2C 去放到农资。农村的渠道为什么有这个价值，刘总提出的一系列问题如果目前渠道可以实现，那么相信以后互联网也会去解决，但可能玩法会变化，有些问题未来也可能会变化，我们也没想清楚怎么去做，我们也是在试错过程中。

【京东商城徐旭】:

我们对农村非常重视，上周一周的时间去东北，一级二级三级经销商都做了走访和调研。汪洋副总理来访，京东曾经做一个 PPT，最后两张 PPT 全是讲农业。京东是个存量和增量问题，城镇类 3C 类等做了不错，我们 2011 年把除了电脑以外的所有的资料都开放了。存量进入放缓，所以进入了增量的市场——农村。老家河南，很多刷墙。希望把城市里面的消费品送到田间地头。

物流占到中国 GDP 的 17%，满车去空车回，我们目前最大的目标是最好把好的城市工业品或者快销品送到农村，而农村的东西送到城市里面了，暂时不会做农资。

我们会帮我们农资企业做咨询转型，线上线下不冲突是融合，农资迎来一个比较好的机会和风险。渠道上在原有业务上增加农技服务等等，小农经济逐步淘汰。必须通过在农

村里面有那么一个实体点，很多是城市上面下的单都是外地的小伙子小姑娘给家里面的寄东西。渠道不会死，但在某种程度上会进行转型，要增加更多的服务。

基于渠道而言，认真了解客户的需求，赊销问题。首先要搞清楚为什么要赊销，如果是真拿不到钱，没办法，如果是有钱不付，那么我们可以做农村金融。

农村经济里面已经和在渠道里面有大量用户的农资商去合作，他掌握了我们客户资源，比如他知道谁的地多，而我们不了解，另外他能解决最后一公里的人，另外可以解决我们退换货的人。目前我们在和一些合作社在接触，把我们的产品卖到我们更广域的地方。

【顺丰物流副总裁】:

整个目前物流行业发展现状是，大概总额大约是 GDP17%，之前是超过 20%。说明物流成本非常，如果 GDP 下来 1 个点，企业利润可以增加千亿。而欧美国家这块只有 8-10 个点。其中快递又是物流里面的一个小部分，快递大概 1 年 160 亿个包裹，我们大约占 10%。现在的趋势经过几十年，不管是物流运输设备、还是资源等都是得到提升，但运营质量还是有很大的空间。传统的物流都已经转型到供应链物流，主要是客户的需求。因为我们做快递，很多客户是和食品相关的，比如他要销售月饼、粽子，我们就顺便帮他品牌，就是代销，我们很多地方都在做代销工作。于是我们就开始做电子商务，就是顺丰优选，这个便是物流的电商。

京东现在做的很极致，我们不如其快。关键是距离越短越快，所以要越接近消费者终端。另外安全，物流体系必须要提高质量，特别是冰鲜，要做到全程的冷运。第三个全程可视化，可以全程监控。传统物流向供应链物流转型中的变化。

农资电子商务要结合线上线下，顺丰现在推出黑客店，现在有 10 万个。便利店地方小商品多，储存不了，这是硬伤。我们就专门做了这样个场所，过去顺丰优选做全程冷链的耗损率是 2%，超过 24 个小时后温度上升，不能拒收。我们就放了黑客店里面有冰柜，这样就不需要过度包装，这是基于客户的需求。

我们在想未来农资最后 1 公里或者最后 5 公里的问题，现阶段很难有一家企业把整个供应链做完，建立互信的基础，要有店面来帮我解决很多问题，包括还有仓储，现在国内很多仓储的利用率还很低。

【六国化工副总裁】:

越接近终端越快，你不可能把四袋尿素从安徽运到四川去，所以要基地迁移。先把基地往前推。

第二个就是仓储前移。根据经销商的信誉能力，可以提前把货搬到市场的一线。

第三个服务前移，400 个贴着一线的服务。

国瓷材料调研纪要 20141028：

Q：MLCC 配方粉的情况?

销售和利润是下滑的，主要是日元贬值，但公司的量是在增加的，市场份额在提升。供给三星的量与去年相比基本持平、价格降低了，在公司的收入额中的占比也在逐渐削减，原来销售额占 60%，现在不到 50%。出口三星部分转向天津三星，出口退税没了，之前估计有 200 多万元吧，14 年下半年受影响的利润额约为十几万元。

Q：氧化锆项目情况?

客户群认证已经基本完成，原有 200 吨产能，新增的一期 600-700 吨产能 14 年年底扩完，其余的 700-800 建设要根据一期的情况来定(主设备都是定型的，后续扩产速度会非常快)。国内齿科市场容量估计在 1000 吨，有一家比较大的是几百吨，其他的较小。目前产品定位是国内为主，韩国也有认证通过的。售价在 10 几万到三十几万不等，平均估计在 20 万元。最近的月产量约为 10 几吨，满产满销，新增产能未来客户消化问题不大。

Q：陶瓷墨水项目的情况?

6 月份达到 200 吨/月的产能，前几天刚开了新闻发布会，一期全面投产，300 吨/月（5、6 月份开始，现在就投产了），二期逐步新增 500 吨/月（计划到 15 年中旬全面投产）。现

在 7、8 万/吨（海外的在 10 万），未来的价格要看成本下降的程度。国内市场容量 2 万吨。成本降低的几个方式：锆球需要分散（自己做锆）、有机溶剂、唯一一家自己做色料的。100 吨的生产线的员工和 300 吨的基本差不多，销售人员也是类似。毛利率 40%左右，最近一个月卖 200 吨左右。（销售提成问题影响费用率，少数股东损益那里可以拆分出来陶瓷墨水的净利润 1080 万）。比较特殊的色号，大红全球的企业都解决不了。

Q：高纯超细氧化铝的情况和后续计划？

合资方之前有产能，但比较小，主要是做高纯氧化铝，14 年扩产后约为 300-400 吨/年。淄博地区做高纯氧化铝的很多，但规模都比较小（大多几百吨的产能，国内最大的河北鹏达是 1000 吨左右）、质量参差不齐，合资方是之前国内纯度高、质量最好的一家。未来扩产 1000 吨，目前已经开工，预计 15 年二季度达产，市场方向主要是电子（LED、蓝宝石）、新能源（锂电池陶瓷隔膜）。生产工艺为硫酸铝氨法，纯度可以做到 99.99%。目前已经和部分公司完成认证（认证周期几个月到半年不等），明珠、蓝晶等。客户有五六家，预计未来 1000 吨的销量不成问题。

Q：公司高纯超细氧化铝和住友的对比？

公司做出来的产品批量稳定，能够复制，关键点的控制上做的很强。

Q：公司水热法技术的来源？

水热法做 100 纳米以下的氧化材料，目前市场上实验室阶段的比较多，产业化的应用不多，公司最早接触的是山东大学（九几年开始试着做，直到 07、08 年开始有回报），国内其他高校，包括天大、清华也都有实验室阶段的研究。

Q：水热法技术能应用在什么产品上？

温度和多个参数构成的一系列指标的控制是很难的。水热法分为半连续法和连续法，公司的是连续的水热反应，技术难度更大。水热法是化学反应的过程，比物理法好一些，产品应用很多，纳米级别的氧化锆算一个。

Q：公司的储备产品？

小试之前产品的成功率比较低，基本不到 30%。过了小试未通过中试的成功率不到 50%。目前储备产品很多，基本都是无机化学品，A-G 等多个产品，储备产品也多是基于原有技术的延展，以分散、水热等技术节点向外延伸。

Q：公司很多产品产业化放量会非常快？

公司技术研发过程中就做市场认证工作，很多产品做了充足前期的准备工作，新产品比拼的就是速度，公司性能达标后是需要快速放量打开市场的。

Q：新项目上这么多，土地够用吗？

土地一共有 400 多亩，政府还给预留了土地，按照项目储备来看是够用的。

金正大调研纪要-20141013：

1、我国目前复合肥的市场空间有多大？公司产品市场占有率有多少？

中国目前复合化率是 32%，而其他国家平均都是 50%以上，发达国家 70%以上。联想及恒大等大规模进入农业市场，也在推动农业服务市场的打开。公司的市场的占有率大约是 6%左右。水溶性肥料每年的增速非常快，每年 80-100%的增速，公司明年会增加生物肥、有机肥、植物生长调理剂。生物有机肥 15 年左右会有大规模的投产，目前处于国外产品的代理，未来有可能在 2-3 年内成为国内第一。未来公司还将实现行业间的产业结盟，打造种植业服务平台（诺普信、沐禾公司、联想佳沃），除了诺普信外还在和灌溉企业、种子企业的合作。

2、公司销售渠道的状况是怎样的？

公司目前有 1400 人的营销推广人员，3000 个一级经销商，10 万个网点。主打品牌有：金正大、沃夫特、金大地、奥磷丹、诺泰尔。

3、公司未来的愿景和目标是什么？

公司未来将从世界领先的高端肥料供应商和令人尊敬的农业服务商转向世界领先的植物

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

营养专家、世界领先的种植业解决方案提供商、中国最大的农资及农产品电子商务平台。

4、公司未来准备如何去实现这个目标?

1）植物营养专家。公司外方股东拥有比较先进的研发团队，其中许多专家（来自美国加阳公司、雅苒公司、先正达公司）已经加入公司顾问团队，基于这几个团队在国外的工作，我们掌握了最前沿关于植物营养方面的工艺。公司已经根据植物需求营养对业务范围进行了较大调整，包括叶面肥、植物调理剂、氨基酸等等。公司现有品牌中“金正大”应该要突破高端肥料这个概念。当然，树立植物营养专家品牌需要基于对技术的把握和农业的需求。

2）种植业解决方案提供商。这个更符合我们的业务方向，我们会聚焦于种植业，更聚焦种植业解决方案。最主要的是在全国布局农化服务中心，从单纯的肥料生产、肥料供应转型提供农业服务。包括我们和诺普信的合作，还有其他企业的合作，尽可能多的。

3）农资平台。我们的优势：种的轻松、买的便宜、卖的贵。第一点，我们的产品（以金正大为代表）是有优势的，这是搭建服务平台的基础。第二点，我们对国内国外先进农化服务模式学习起步较早，基本掌握了其商业模式和主要风险；同时，我们组建了具有国际影响的专家团队为我们提供支持。第三点，公司秉承合作共赢的理念，公司的合作对象包括氮肥行业、磷肥行业前五强中的两家、国内最好的电子商务公司等。

我们也做好思想准备，这个事情不能急于求成，农化服务中心可能会推进的更快些，是我们公司资源配置上优先要考虑的事情，渠道建设、服务平台会不断加大力度投入。

5、农业服务电商平台需要做的工作有哪些?

一是提供技术服务，这是把农民吸引到这个平台上的关键，在农化服务领域金正大是领先的。二是要整合大量合作伙伴，取长补短。三是供应链。这三方面都需要依托于农化服务中心，例如配置十几个专家贴身服务、解决配送问题。另外，还要解决内部创业问题，使骨干员工不投入股份享受经济收益。我们把电子商务和农化服务中心作为 O2O 的形式来进行落地。

云农场这块是比较好的例子：种子这部分其实不大，但是通过合作开发品牌，并运作上云农场。合作伙伴包括辉丰农化（农一网）、诺普信、其他种子企业、农药企业等等的服务平台。这方面，我们的优势是渠道数量最大、最广，转变为流量也最大、最广。另外一个经销商的实力最强，资金实力最强，因为农资是需要经销商垫资的，是目前的消费造成的，并且农资品的运输这块物流会比其他的可能更强，另外仓储我们这块也有优势。农民的专业服务化的服务，这块我们也有优势。

6、农化服务中心这块具体阶段来看将带来哪些方面的意义？依托农化服务中心后具体的利益共享如何实现?

供应基地、农化服务的落地平台、配送中心、创业平台等等，职能会包括就近提供测土配肥，同时是个农化服务站，第三个会有就近配送的功能，代替现在的长距离运输。另外是销售管理的基地，可以使得一线的销售规范化。同时第五个依托农化服务中心来推动农化服务的变革，比如康师傅当时也是把经销商变成配送商开始形成变革，渠道由金正大的业务员掌控，经销商转变为区域的配送商。基于这五个职能，我们认为的效益会从一开始就会有。其中第一个测土培肥、生物肥等这块我们会用 3 年时间分布做到，计划今年可能在 60 个中先做一部分。

依托农化服务中心我们会做一些考虑，由于经销商在农化服务、仓储等还是存在短板的，我们可能考虑会在农化服务中心的就近发生这种转变。具体团队的建设我们会做一个独立的利润中心，会以省级的分公司来出现，包括和社会的经销商共建队伍。我们算过从总部派出销售人员，和当地直接招聘的成本会差 2 倍。

7、公司如何解决电商和经销商这两个渠道冲突带来的阻力?

渠道的阻力一定会是有的，这个是双刃剑，设计好会成为优势。我们自己在设计电商平台时也是这么在考虑的，我们一定要和经销商紧紧结合在一块。产品会分为两类，经销商已有产品，会通过经销商配送，同时电商平台进行推广，促进销售，帮助经销商做到

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

有效推广。另外一类会单独作为电商品牌，来推动这个事情。

8、水溶肥和硝基肥竞争对手在跟进，我们这块会不会最终成为缓控释肥的成功案例？

新项目水溶肥的接受是一个过程，06 年金正大控释肥的推广积累了比较好的经验，我们认为有两个关键，第一个价格，第二个配套设施的供应，我们在过去一年来做了很多尝试。比如我们今年推动了很多套餐肥的项目，把金正大的优势很好的整合起来了，2 包水溶肥加 1 包硝基肥，套餐价 299 元，在很多地方推行地非常成功。部分地方原来从来不用水溶肥，但最后发现套餐施肥的方式供应很好，重复购买率达 70-80%。套餐肥会成为推广新型产品特别重要的方式。

另外一个是设施，政府在把水管装上之后大家水溶肥的需求粘性会很强，凡是用了滴管设备的都是非常欢迎的，需要政府、企业做投资努力，不过这个是大势所趋。比如以色列 90%都是水肥一体化。所以未来套餐肥、水肥一体化是未来推广的两个抓手。

皖维高新调研纪要-20140528

结论：醋酸乙烯-PVA 行业 12-13 年全行业亏损（包括皖维），国内产能约有 8-10%淘汰（淘汰标准为 13 年整年没有开），同时此次欧洲装置关闭也反映了行业处于规模性去产能阶段。我们判断整体行业最差的时点已经逐步过去，从 Q1 看在未受到国外市场影响的前提下 PVA 自生性出现了 400-500 元左右的价格上涨。短期价格的大幅波动，我们认为和欧洲装置关停（塞拉尼斯 20、英力士 25）与美国装置不可抗力（陶氏、杜邦及利安德共 100 万吨）形成的供给冲击（全球 15-20%产能短缺）有关，价格平衡被打破下出现脉冲式的大幅波动并寻找下一平衡点，我们的看法是此次事件影响了醋酸乙烯行业景气恢复的陡度，而恢复的趋势已经确立。

公司层面看，盈利在明显好转：按照 4、5 月份销售情况我们测算单月盈利将超过一季度净利润（1663 万元），即使不再涨价年化业绩也在 2 亿元以上（公司目前市值 36 亿元）。按照外售 10 万吨醋酸乙烯测算，单吨价格上涨 1000 元将增加公司年化 EPS 为 0.05 元(股价为 2.42 元)，弹性大。目前公司股价处于历史上的较低位置（PS1 倍，PB1.5 倍），同时周期股景气拐点向上时可以享受较高 PE，给予买入-A 评级。短期美国装置复产、亚洲装置检修和国电英力特投产几因素均将影响醋酸乙烯景气恢复的进度，建议投资者密切关注。

东南亚检修与美国装置复工形成接力：行业最差的时候已经过去（12-13 年全行业亏损，皖维高新 13 年经营性也是亏损的），欧洲产能退出时虽未导致价格大幅上涨，但我们认为已经将价格平衡点上移，美国装置出现不可抗力是引爆点。目前了解的情况是陶氏醋酸乙烯装置逐步复工（欧美价格回调的一个原因），杜邦和利安德巴塞尔预计 7 月份后逐步复产，而同时公司从行业会议上了解到亚洲有 60 万吨产能进行检修。在行业供需平衡时检修不会对价格造成冲击，但在欧洲产能退出 50 万吨前提下进行检修，就相当于与美国不可抗力装置形成了接力，我们认为可能会增加此次景气恢复趋势的陡度。

国内价格再次出现上调：价格方面，wind 统计为醋酸乙烯价格为 7600 元/吨，最新的情况是上海石化已于 5 月 27 日上调 400 元至 8000 元/吨，即使如此，加上运费、关税和贸易商利润后仍具有明显出口的套利空间。历史来看，国内价格是高于国外市场的。

缺乏外销渠道，出口放量需要过程，但已有好转迹象：我国一直是醋酸乙烯的净进口国，这导致了国内生产企业普遍缺乏外贸渠道和经验。以皖维高新为例，此前醋酸乙烯没有外卖的，而此次三四月份合计销售 7000 多吨，而五月份初步预测销量在五六千吨，价格也在环比增加。

联化科技调研纪要：二次腾飞在即-20140518

去年至今我们一直持续看好公司将继续维持较高的增长，主要核心逻辑在于：

1）农药、医药中间体全球市场空间巨大，同时由于农药跨国企业在集中度趋于提高且竞争加剧下，向中国转移中间体产能提高竞争力的速度加快，而目前阶段农药中间体转移

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

空间远远没有被满足，未来医药中间体的转移也将加快，同时容量更是数倍于农药，因此行业的发展速度及空间没有问题。

2）公司是国内农药中间体定制加工领域的龙头企业，同时也是跨国企业首选的最可信赖的合作伙伴（没有业务竞争、知识产权保护好等等），目前公司得到多数主要农药生产巨头的认可与合作，而与此同时单个客户合作量则存在很大空间，未来客户订单逐步放量下公司将持续受益。同时高端医药中间体领域公司也在逐步积淀经验和理解，从较长的时间看其发展空间也很大。

3）我们认为公司对比国内其他中间体定制企业存在以下优势：包括客户优势、国际标准理解与集成、合成技术上的积淀、规模经济等，其中客户的首发优势保证了公司将持续成为跨国企业合作的首选（较低的选择成本），同时客户面上的铺开使得公司受单个客户订单的影响下降。而对于国际标准理解与集成上则保证了公司未来潜在的更深的领域与农医药巨头的合作（如跨国企业要求的安全、工艺标准、GMP 法规、未来 FDA 认证等）。同时合成技术上的优势是公司为客户在中间体定制的研发、生产的核心之一，自身看跨品种研发能力强，而对客户则可以提高更大的效益。同时公司在研发、生产上的重复利用可以提高规模经济优势。

4）增长上看，盐城及台州项目进入投产期，今年增长主要来自于江苏联化，且公司项目储备充足，收入和业绩增长确定性高。随着公司募投项目产能逐步释放，公司业绩将继续呈现环比逐季改善，最差的时候已经过去。

我们维持预测公司 14-15 年 EPS 为 1.07 元和 1.40 元，现在股价对应为 18 倍和 14 倍，为历史上的底部区域，短期看盐城、台州等基地逐步投产下业绩增长趋势确定，中长期看农医药中间体转移的趋势确定空间巨大，给予买入-A 评级。

海翔药业：调研纪要-20140604

结论：中间体溴氨酸受环保影响，供给受限导致产品价格大幅上涨，活性艳蓝 KNR 已有 13 年的 6 万元上涨至目前 14 万元/吨，我们预计前进化工盈利同比有较大幅度提升，动态盈利测算在 7 亿元左右。目前海翔药业重组方案经过股东会批准后上报证监会，已收到受理通知，等待后续反馈和最终意见。未来一旦通过，前进化工注入上市公司，考虑到增发摊薄后动态 PE 在 8 倍左右，显著低估。如果此次重组被否，公司也将对原有医药业务进行精细化管理、力求扭亏，后续也可考虑设计其他替代方案。

风险提示：重组方案被证监会否决的风险等。

活性艳蓝 KNR 为基础色，供给收缩时需求在不断增长：活性艳蓝 KNR 是最基础的三原色之一，调配其他很多种颜色的染料都需要使用，这决定了它的使用量很大。龙盛、闰土是专业染料生产商，分散、活性品种众多，公司与其相反，是纵向的、专一的蓝色染料生产。虽然都是蓝色染料，但也可以细分到多个类型，做到精致。公司活性艳蓝 KNR 商品量 8000 吨，占据了国内 60-70%的份额，目前国内市场处于供不应求状态，除了供给因素外，下游应用范围也在不断扩大。需求增加主要受两点因素影响，一是基于大众习惯的天然纤维如棉麻毛丝需求的不断增加，二是公司加大研究更好品质、更稳定的染料品种，克服了基础类染料容易染花的缺陷。与其他活性染料不太一样，活性艳蓝 KNR 是最基础的色系，多种染料都需要用它来复配，例如黑色染料做成高端黑也需要用。

供给端推动活性艳蓝 KNR 价格由 13 年 6 万上涨至目前的 14 万元/吨，公司扩产为分阶段投产：偶氮活性染料的 H 酸价格飙涨，无配套的活性染料企业成本压力很大。公司产品不使用 H 酸，而是以溴氨酸、氨基油为原材料，中间体自产平滑掉了原材料价格大涨的制约。1 吨活性艳蓝 KNR 需要 0.5 吨的溴氨酸和 0.3 吨的氨基油，溴氨酸由 13 年的 6 万元/吨提高到现在的 13-14 万元/吨（与 H 酸有些趋同），氨基油也上涨到了 7-8 万元/吨，成本推动活性艳蓝 KNR 价格由去年的 6 万上涨至现在的 14 万元/吨以上。由于活性染料 KNR 基本是不可替代的，所以价格已经创历史新高，但这是由供需关系决定的。国内其他活性艳蓝 KNR 生产企业部分有原材料自给，部分还是需要外购，成本压力大。公

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

司活性艳蓝 KNR 产能会逐步由 1 万吨扩产至 1.5 万吨，前端配套中间体也会同步建成，基地设在台州，目前基地已经在建设，环评也已经拿到，大概需要 1 年建设期，会分阶段在 2-3 年内完成、而不是盲目扩产。

主要原材料溴氨酸类似活性的 H 酸，环保导致供给收缩，价格大幅上涨：溴氨酸方面，公司是最大的（月产量 300 吨以上，盐城和台州两个生产基地，台州的停产、现在主要靠盐城基地供应），其次是亚邦（300 吨/月），亚邦的溴氨酸不仅仅用于活性艳蓝 KNR、还用于酸性染料的生产；还有东风和山东的一家企业大概是 100 吨/月。与 H 酸一样，溴氨酸环保问题也很严重，江浙地区对化工园区检查时就导致关停，环保也导致亚邦和东风溴氨酸阶段性出问题，市场一直处于缺货状态、无配套的活性艳蓝 KNR 生产企业产能就无法开足。溴氨酸技术壁垒也较高，主要原材料一氨基蒽醌也是比较难做的，公司、亚邦、东风和山东的一家企业都是从原材料开始做起的。公司原来溴氨酸会外销一部分，但环保趋严后基本没有外销，目前来看溴氨酸、活性艳蓝 KNR 处于供不应求状态，预计后续价格维持强势。

另外一主要原材料氨基油基本自给，保障活性艳蓝 KNR 正常生产：泰兴臻庆化工（以前叫润鹏，活性艳蓝 KNR 月产量约 100 吨）具有氨基油生产能力，仅用于自身生产、不对外出售，并且溴氨酸需要外购。公司氨基油满开后能够满足自身活性艳蓝 KNR 的生产需要。氨基油除了用于活性艳蓝 KNR 外，还可用于间位酯的生产，目前间位酯市场价价格 7-8 万元/吨。

重组项目进展顺利，证监会已受理：此次重组申报证监会已经受理，按照流程来讲，一般受理后的 2-3 周会给反馈建议，顺利的话要补半年报（前进化工的盈利会公告出来），之后一个月安排上会，2、3 天就会有结果，通过后半个月到一个月会发放批文。停牌前的股价异动相关稽查已经到公司查过，没有通知有问题，媒体经过澄清后也没有问题。如果万一出现意外，此次染料不能注入到上市公司，后面可以考虑再做其他方案。

医药项目仍是未来发展重心之一：

新的董事长很看好海翔原有的医药业务，也会花费精力来做精细管理，力求实现扭亏。目前海翔自己厂区已经建成，处于 GMP 药证的审计阶段，预计 14 年能拿到证书，15 年制剂的量会提升。公司在德国、捷克有子公司，如果在国外制剂招标中中标，可以直接进入药店等流通领域。原料药业务的趋势也在好转，但由于投资的江苏盐城没有产出，费用摊销会影响一些利润。

5. 重点公司盈利预测

表 5：行业重点上市公司评级与估值指标

股票名称	股票代码	股票价格（元）	EPS（元/股）			PE（倍）		
			2013A	2014E	2015E	2013A	2014E	2015E
上海家化	600315.SH	34.32	1.19	1.51	1.85	29	23	19
万华化学	600309.SH	21.78	1.34	1.37	2.13	16	16	10
沙隆达 A	000553.SZ	13.65	0.54	1.00	1.31	25	14	10
红太阳	000525.SZ	15.87	0.73	1.16	1.37	22	14	12
浙江龙盛	600352.SH	19.68	0.91	1.79	2.15	22	11	9
闰土股份	002440.SZ	17.92	1.08	2.00	2.38	17	9	8
鼎龙股份	300054.SZ	8.02	0.11	0.26	0.55	73	31	15
华峰氨纶	002064.SZ	13.14	0.27	0.35	0.57	49	38	23
泰和新材	002254.SZ	10.70	0.37	0.83	1.05	29	13	10
华邦颖泰	002004.SZ	11.44	0.17	0.43	0.51	67	27	22
联化科技	002250.SZ	17.38	0.53	0.82	1.11	33	21	16
康得新	002450.SZ	14.80	0.56	0.72	0.93	26	21	16
南京化纤	600889.SH	28.97	0.70	1.10	1.52	41	26	19
新安股份	600596.SH	8.11	0.08	0.24	0.30	101	34	27
江山股份	600389.SH	10.38	0.64	0.75	0.95	16	14	11

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

扬农化工	600486.SH	26.58	1.53	2.20	2.55	17	12	10
东华科技	002140.SZ	30.10	1.46	1.65	1.98	21	18	15
久联发展	002037.SZ	17.99	0.53	0.75	0.93	34	24	19
宝通带业	300031.SZ	16.10	0.63	0.77	0.94	26	21	17
沧州明珠	002108.SZ	7.83	0.68	0.83	0.96	12	9	8
烟台万润	002643.SZ	13.30	0.44	0.59	0.72	30	23	18
万顺股份	300057.SZ	15.54	0.45	0.47	0.62	35	33	25
华鲁恒升	600426.SH	9.36	0.34	0.59	0.85	28	16	11
青岛金王	002094.SZ	10.94	0.51	0.78	0.91	21	14	12
金正大	002470.SZ	10.86	0.17	0.27	0.40	64	40	27
史丹利	002588.SZ	26.90	0.95	1.09	1.43	28	25	19
三聚环保	300072.SZ	38.95	1.81	2.16	2.65	22	18	15
永太科技	002326.SZ	24.18	0.40	0.70	0.92	60	35	26
三友化工	600409.SH	19.41	0.08	0.34	0.55	243	57	35
辉丰股份	002496.SZ	6.17	0.24	0.33	0.45	26	19	14
国瓷材料	300285.SZ	21.80	0.51	0.73	1.10	43	30	20
雅本化学	300261.SZ	29.16	0.62	0.56	1.07	47	52	27
四川美丰	000731.SZ	12.89	0.19	0.22	0.44	68	59	29
新乡化纤	000949.SZ	8.79	0.29	0.30	0.43	30	29	20
兴发集团	600141.SH	4.43	0.04	0.16	0.22	111	28	20
湖北宜化	000422.SZ	15.24	0.14	0.16	0.18	109	95	85
齐翔腾达	002408.SZ	7.49	0.08	0.23	0.28	94	33	27
江苏国泰	002091.SZ	16.34	0.62	0.93	1.31	26	18	12
准油股份	002207.SZ	14.47	0.47	0.56	0.69	31	26	21

数据来源：安信证券研究中心

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。

■ 公司评级体系

收益评级：

领先大市 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

■ 分析师声明

王席鑫、孙琦祥、袁善宸分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

■ 销售联系人

上海联系人	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
	朱贤	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
北京联系人	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	李倩	010-59113575	liqian1@essence.com.cn
	周蓉	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
	张莹	010-59113571	zhangying1@essence.com.cn
深圳联系人	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
	范洪群	0755-82558087	fanhq@essence.com.cn
	孟昊琳	0755-82558045	menghl@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳市

地　址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮　编： 518026

上海市

地　址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮　编： 200123

北京市

地　址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮　编： 100034

本报告版权属于安信证券股份有限公司。
各项声明请参见报告尾页。