

2015 年 01 月 18 日

基础化工

行业动态分析

证券研究报告

染料全面涨价，持续推荐浙江龙盛，继续看好新材料、农资及汽车后市场电商

■ **投资要点**，下周起分散染料蓝系列主要规格将涨价 5000 元/吨、同时分散红系列涨价 2000 元/吨，此次提价为蓝系列一个月内两到三次上调报价，均价已在 5.5 万元/吨以上，浙江龙盛 2015 年业绩确定性将大幅增长，持续坚定推荐浙江龙盛；原油价格持续走低，MDI 与原材料苯胺价差继续扩大，继续强烈推荐万华化学；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（康得新、鼎龙股份、东材科技、永太科技）；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（永太科技、联化科技、华邦颖泰、雅本化学）；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、回天新材、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，2015 年建议关注国企改革标的扬农化工、久联发展、黑猫股份、三友化工、星湖科技等。具体逻辑详见下文行业和公司观点

■ **原油方面**，本周市场对于全球原油供应过剩的担忧持续，并且 opec 主要产油国没有减产迹象，同时高盛集团大幅下调油价预期，原油价格继续回落，尽管周中期权到期空头回补，油价大幅反弹，但之后油价并没有企稳反弹。本周 WTI 价格区间在 45.8-49 美元/桶，布伦特价格区间在 46.6-51 美元/桶。

■ **染料方面**，根据行业方面反馈，从 1 月 19 日起，分散染料蓝系列主要规格将涨价 5000 元/吨、同时分散红系列涨价 2000 元/吨，值得重视的是此次提价为蓝系列一个月内两到三次上调报价，均价已在 5.5 万元/吨以上。此次是对还原物消耗比例最大的分散蓝产品提价，我们认为占分散染料约 50% 的黑系列也有跟涨可能。此外，H 酸和活性染料在楚源火灾影响下，格局向好的趋势将加速，预计近期还有涨价可能。

■ **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
600352.SH	浙江龙盛	0.91	1.68	3.00	8	3.5
300054.SZ	鼎龙股份	0.27	0.33	0.52	28	5.7
002450.SZ	康得新	0.70	1.03	1.81	17	6.4
600309.SH	万华化学	1.34	1.37	2.13	11	5.1
002470.SZ	金正大	0.95	1.09	1.43	21	3.4

投资评级 **同步大市-A**
维持评级

行业表现



资料来源：Wind 资讯

%	1M	3M	12M
相对收益	-8.95	-40.07	-15.70
绝对收益	1.09	8.64	48.65

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
xiaqing@essence.com.cn

相关报告

基础化工:关注染料和味精提价,继续看好新材料、农资及汽车后市场电商	2015-01-12
基础化工: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	2015-01-05
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

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	11
3. 行业动态及最新观点	11
4. 重点推荐标的动态	16
5. 重点公司盈利预测	38

表目录

表 1: 本周基础化工模拟投资组合	10
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	11
表 4: 行业动态及最新观点	11
表 5: 行业重点上市公司评级与估值指标	38

1. 化工行业投资策略及模拟投资组合

核心观点:

下周起分散染料蓝系列主要规格将涨价 5000 元/吨、同时分散红系列涨价 2000 元/吨,此次提价为蓝系列一个月内两到三次上调报价,均价已在 5.5 万元/吨以上,浙江龙盛 2015 年业绩确定性将大幅增长,持续坚定推荐浙江龙盛;原油价格持续走低,MDI 与原材料苯胺价差继续扩大,继续强烈推荐万华化学;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、康得新)。

成长品上,我们持续推荐:1) 估值合理的高成长新材料品种 (康得新、鼎龙股份、东材科技、永太科技); 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 (永太科技、联化科技、华邦颖泰、雅本化学); 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、回天新材、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、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)、钛白粉 (佰利联、金浦钛业、安纳达) 等。

主题投资品种,2015 年建议关注国企改革标的扬农化工、久联发展、黑猫股份、三友化工、星湖科技等。具体逻辑详见下文行业和公司观点。

行业跟踪:

原油方面,本周市场对于全球原油供应过剩的担忧持续,并且 opec 主要产油国没有减产迹象,同时高盛集团大幅下调油价预期,原油价格继续回落,尽管周中期权到期空头回补,油价大幅反弹,但之后油价并没有企稳反弹。本周 WTI 价格区间在 45.8-49 美元/桶,布伦特价格区间在 46.6-51 美元/桶。

染料方面,根据行业方面反馈,从 1 月 19 日起,分散染料蓝系列主要规格将涨价 5000 元/吨、同时分散红系列涨价 2000 元/吨,值得重视的是此次提价为蓝系列一个月内两到三次上调报价,均价已在 5.5 万元/吨以上。此次是对还原物消耗比例最大的分散蓝产品提价,我们认为占分散染料约 50%的黑系列也有跟涨可能。此外,H 酸和活性染料在楚源火灾影响下,格局向好的趋势将加速,预计近期还有涨价可能。

个股观点:

成长品种:建议重点关注 1、高成长新材料品种:康得新、鼎龙股份、永太科技、国瓷材料、回天新材、东材科技等; 2、农资品种:辉丰股份、金正大、联化科技、芭田股份、史丹利、芭司尔特、华邦颖泰、雅本化学等; 3、细分领域龙头:德联集团、久联发展、宏大爆破等。

【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 30 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，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。

【德联集团】：公司经过长时间的调研和思考后已确立其汽车后战略，主要包括：1) 搭建线上平台同时迅速扩张覆盖连锁经营 2S 店：公司线上将建立 B2B 渠道分销平台（不同于目前其他电商侧重于 C 端），转换汽车后经销商为服务商（经销商盈利从差价转换成销售提成），通过其导入现有德联产品已覆盖的 2500 家 2S 门店，并计划在 15-16 年分别新增覆盖 10000 家和 20000 家门店，全力发展 B 端客户。2) 供应端整合品类：公司将以自产（约能覆盖 70% 车型的化学品）、外购甚至部分供应商收购等方式形成售后品类较全的供应平台。我们认为面对汽车大量过保和整车厂反垄断政策下，汽车后市场形成巨大机遇。而不同于行业内集中于线上和 C 端客户，公司更注重 B 端客户的扩张和线下服务质量的把控（该决策主要基于汽车维修品的特殊属性，B 端对 C 端消费者的主导力更强）。公司主营具备较高的安全边际（考虑增发 15 年 20 倍，主营未来 3 年复合增速 25%），后

市场业务扩张带来收入和盈利巨大向上空间（有望提升业绩增速至 40-50%以上），同时油价的大幅回落将一定程度上增强公司盈利能力（公司主要产品防冻液的原材料是乙二醇，与油价紧密相关，而售价则滞后调整且幅度可能有限）。调整下最佳买点已现，重申”买入“评级：我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.46、0.65、1.10（假设公司增发摊薄 7000 万股，上调 15、16 年盈利），重申买入评级，第一目标价 22 元。

【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 个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、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。

【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 Albaugh 20% 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】:子公司新联爆破集团中标汇川区九节滩至汇川大道城市主干道及片区开发建设项目(三标段工程项目),建设项目为土石方场平,含土石方爆破、挖运等。总投资约 5.3 亿元(按实际情况确定,预计总投资金额将有所下调)。我们认为公司此次的中标项目具有较大的意义,该建设项目主要为土石方场平等爆破项目,而不是公司原有主要的含道路建设的市政 BT 项目,因此回款周期更短同时盈利能力将更强,这个符合公司此前压缩市政工程占比而转向爆破服务的目标。此外虽然投资金额将较原来 5.3 亿有所下调,但这依然是公司历史上较大的爆破服务订单,具有一定的标志意义。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。

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,沙隆达 A、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】根据行业反馈,1 月 19 日分散染料蓝系列主要规格将涨价 5000 元/吨、同时分散红系列涨价 2000 元/吨,值得重视的是此次提价为蓝系列一个月内两到三次上调报价,均价已在 5.5 万元/吨以上。此次是对还原物消耗比例最大的分散蓝产品提价,我们认为占分散染料约 50%的黑系列也有跟涨可能。此外,H 酸和活性染料在楚源火灾影响下,格局向好的趋势将加速,预计近期还有涨价可能。近期染料行业事故频发,宇田科技关停、小型 H 酸厂商限产停产、楚源火灾等等,染料产业链再次进入紧张状态,还原物带动分散染料提价、H 酸带动活性染料价格上涨,染料发货量维持高位。

【浙江龙盛】公司目前拥有 12 万吨分散染料产能、9 万吨活性染料产能,近期分散染料持续上涨以及活性染料的超预期涨价,同时公司 H 酸有望在近期复产,复产后 H 酸自给将降低公司活性染料的生产成本,公司 15 年净利润有望做到 50 亿元以上。我们上调浙江龙盛盈利预测至 50 亿元,考虑增发摊薄后 EPS 为 3.1 元。公司是目前国内唯一一家能实现还原物和 H 酸清洁生产的公司,对专利的牢牢把控和严厉的环保形势下,我们认为染料是目前化工格局最好的子行业,预计未来染料的周期属性显著减弱,参考国内国外精细化工大企业平均估值水平,给予 12 倍 PE,上调目标价至 37.2 元。

【味精和氨基酸】:梅花生物宣布味精价格从 7800-7900 元/吨上调至 8300 元/吨,提价幅度 400-500 元。国内味精 90%的份额由梅花和阜丰占据,我们在 11 月中旬即判断梅花生物收购伊生物后,味精行业格局将从竞争转向博弈合作,目前已逐步显现。预计未来味精价格后续有望继续上涨。另外,财政部于近期发布《关于调整部分产品出口退税率的通知》,提高部分高附加值产品、玉米加工产品、纺织品服装的出口退税率,其中,味精的出口退税由调整前的 0%上调至 13%。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。

【梅花生物】公司宣布味精价格从 7800-7900 元/吨上调至 8300 元/吨，提价幅度 400-500 元。同时近期玉米价格从 2400 元/吨回落至 2200 元/吨，按照味精单耗 2 吨玉米计算，近期味精成本下降约 400 元。我们测算味精最新的吨净利有望上升至 650-700 元/吨（之前吨净利不超过 200 元），味精动态盈利提升至 5.5-6 个亿（公司味精年产量约 85-90 万吨）。另外，最新味精执行 13% 的退税（原来不退），在强大议价能力下供应商将独享退税收益，梅花 1 年出口味精 10 亿元（出口 15 万吨），预计退税有望增加利润约 1 个亿。苏氨酸同样最新执行 13% 的退税（原来不退），每年出口金额同样 10 个亿（约 7 万吨），大约理论上可以减少成本约 7-8 千万，保守估计公司可以增厚约 4-5 千万元利润。我们认为在规模、成本、环保、专利等壁垒下梅花有望在味精及氨基酸多个细分领域获得很强的定价能力，考虑到其弹性较大一旦整合完成盈利向上改善空间大，我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.20、0.47 和 0.62 元，维持买入-A 评级，目标价 9 元。

【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。

【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%，受限于是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。

主题投资品种：建议关注国企改革标的：**扬农化工、黑猫股份、三友化工、星湖科技**。

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、鼎龙股份、康得新、万华化学和金正大。

表 1：本周基础化工模拟投资组合

证券代码	证券简称	15 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	2015 年获利幅度
600352.SH	浙江龙盛	8	19.68	377	24.79	9,337	43.44%	25.97%
300054.SZ	鼎龙股份	28	13.14	212	14.69	3,107	14.46%	11.80%
002450.SZ	康得新	17	28.97	96	30.30	2,907	13.53%	4.59%
600309.SH	万华化学	11	21.78	128	24.16	3,083	14.34%	10.93%
002470.SZ	金正大	21	26.90	103	29.60	3,059	14.23%	10.04%
总资产						21,493	100.00%	15.99%

数据来源：安信证券研究中心

注 1：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，2014 年底我们再次重新调整，基础组合保留 18,530 万元的累计金额、中小盘组合保留 13,489 万元的累计金额，但 2015 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：永太科技、辉丰股份、德联集团、国瓷材料、回天新材、久联发展、东材科技和联化科技。

表 2：本周中小盘成长类和交易型组合

证券代码	证券简称	15 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	2015 年获利幅度
002496.SZ	辉丰股份	24	21.80	124	26.60	3,292	20.99%	21.78%
002250.SZ	联化科技	19	14.80	182	18.00	3,281	20.92%	21.81%
002326.SZ	永太科技	42	19.41	139	22.86	3,177	20.25%	17.75%
300041.SZ	回天新材	22	20.56	52	21.81	1,145	7.30%	7.10%
002666.SZ	德联集团	22	13.15	82	15.41	1,265	8.06%	17.31%
002037.SZ	久联发展	18	16.10	67	17.32	1,161	7.40%	7.63%
300285.SZ	国瓷材料	31	29.16	37	33.39	1,236	7.88%	14.56%
601208.SH	东材科技	22	8.55	126	8.95	1,130	7.20%	4.89%
总资产						15,687	100.01%	16.29%

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	14 年市盈率	15 年市盈率	最新价	市值占比
600486	扬农化工	21	18	35.09	25.0%
002068	黑猫股份	45	31	7.70	25.0%
600409	三友化工	19	14	6.30	25.0%
600866	星湖科技	-18	19	6.82	25.0%

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	46.25	-5.21%	-18.10%	本周市场对于全球原油供应过剩的担忧持续，并且 opec 主要产油国没有减产迹象，同时高盛集团大幅下调油价预期，原油价格继续回落，尽管周中期权到期空头回补，油价大幅反弹，但之后油价并没有企稳反弹。本周 WTI 价格区间在 45.8-49 美元/桶，布伦特价格区间在 46.6-51 美元/桶。		
	布伦特原油	47.67	-6.46%	-22.08%			
	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	3.158	7.89%	-14.69%			
	国际石脑油	44.06	2.85%	-15.87%			
	液化气	3800	-11.63%	2.70%			
	国际乙烯	940	-4.08%	-9.62%			
	国际丙烯	712	6.27%	27.14%			
	国内丙烯	6940	3.27%	15.67%			
	国际苯乙烯	817	-1.21%	-2.04%			
	国内苯乙烯	844	-1.17%	-1.97%			
	甲苯	4550	0.00%	-3.19%			
	二甲苯	5100	-0.97%	8.51%			
	国际纯苯	563.5	-2.76%	-9.11%			
	国内纯苯	4700	-6.93%	-3.09%			
化肥	90 号沥青	4280	0.00%	0.00%	国家 2015 年关税政策出台，磷酸一	金正大、史	金正大：1) 复合肥行业处
	LLDPE7042	10800	0.00%	0.00%			
	石油焦	1120	0.00%	0.00%			

	国际尿素	314	-0.32%	4.32%	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,也不再区别淡旺季。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。	丹利	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。
	国内尿素	1520	0.00%	-0.65%			
	三聚氰胺	6200	0.00%	0.00%			
	氯化铵	350	0.00%	0.00%			
	硝酸	1460	0.00%	0.00%			
	硝酸铵	1475	0.00%	0.00%			
	盐湖氯化钾(62%)	2150	0.00%	0.00%			
	罗布泊硫酸钾(51%)	3600	0.00%	0.00%			
	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%)	3150	0.00%	1.61%			
	国际磷酸二铵	485	0.41%	7.06%			
	国际硫磺	160	10.34%	14.29%			
	国内硫磺	1260	0.00%	4.13%			
	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	14700	0.00%	2.08%			
氯碱	CBOT 玉米	386.25	-3.44%	-5.04%	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。		
	CBOT 小麦	532	-5.92%	-12.07%			
	黄玉米	2256	0.94%	-5.17%			
	优质强筋小麦	2560	0.43%	0.27%			
	液氯	650	-23.53%	-16.13%			
	原盐	200	0.00%	0.00%			
	烧碱32%离子膜	560	0.00%	-5.88%			
	烧碱30%隔膜	605	0.00%	0.00%			
	电石	2725	-0.91%	-6.68%			
	PVC(CFR 东南亚)	795	0.00%	0.00%			
	PVC(电石法)	5430	-3.55%	-9.50%			
	PVC(乙烯法)	5825	-2.10%	-6.05%			
纯碱	轻质纯碱	1445	0.00%	1.40%	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		

重质纯碱	1525	0.00%	0.00%	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		
PX (CFR 中国)	778.5	-5.41%	-10.05%	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。		
PX (华东挂牌价)	5900	-6.35%	-15.71%			
PTA	4400	-0.68%	-6.98%			
乙二醇	5470	0.00%	-4.87%			
PET 切片	5950	-0.83%	-8.46%			
苯胺	5850	-12.69%	-5.65%	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 亿元基本较去年同期持平，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) 量价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 价格话语权很强，量价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
TDI	12650	-0.78%	-8.00%			
聚合 MDI (华东)	13300	-2.92%	-8.28%			
纯 MDI (华东)	18300	-1.35%	-2.14%			
万华聚合 MDI (挂牌)	14500	0.00%	-9.38%			
万华纯 MDI (挂牌)	20000	0.00%	0.00%			
1,4-丁二醇(BDO)	10000	0.00%	0.00%			
PTMEG	21250	0.00%	0.00%			
己二酸	7800	-5.45%	-16.58%			
甲乙酮	6850	-4.86%	-17.96%			
聚氨酯 环己酮	8150	0.62%	1.88%			
环氧乙烷	7500	0.00%	-14.77%			
环氧丙烷	11250	-0.88%	-4.26%			
环氧氯丙烷	10100	3.59%	-7.34%			
软泡聚醚	12200	0.00%	-7.22%			
硬泡聚醚	11200	0.00%	-5.08%			
顺酐(华东)	11100	0.00%	0.00%			

							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。
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，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。	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》。
	粘胶短纤	11450	-0.61%	-1.72%			
	氨纶 40D	45000	-1.10%	-2.17%			
	涤纶短纤	6840	-2.29%	-11.74%			
	涤纶 POY	6950	-3.47%	-10.90%			
	涤纶 DTY	10350	0.00%	0.00%			
	涤纶 FDY	6900	-2.82%	-9.21%			
	棉花	13565	-0.27%	-0.51%			
	CCIIndex(328)	11900	-4.80%	-17.36%			
	己内酰胺	11900	-4.80%	-17.36%			
	PA6	13800	-1.43%	-15.34%			
	PA66	27400	0.00%	0.00%			
	锦纶切片	16550	0.00%	0.00%			
	锦纶 POY	18000	-2.17%	-9.55%			
	锦纶 DTY	21300	-0.93%	-6.58%			
	锦纶 FDY	19700	-1.99%	-8.37%			
	腈纶短纤	16675	0.00%	-5.52%			
	腈纶毛条	17875	0.00%	-5.55%			
	丙烯腈	12800	-7.25%	-11.72%			
	棉短绒	2370	3.04%	3.04%			
醇类	棉浆	5960	-0.17%	-0.67%	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。		
	木浆	805	-0.37%	-0.37%			
	甲醇	1840	0.55%	-11.54%			
	二甲醚	2650	-1.85%	-13.11%			
	甲醛	1400	0.00%	-6.67%			
	醋酸	2650	0.00%	-10.17%			
	醋酸酐	6500	0.00%	0.00%			
	醋酸乙烯	6400	0.00%	1.59%			
	乙醇	6000	0.00%	-4.76%			
	二乙二醇	6865	0.00%	0.00%			
	丙烯酸	7800	0.00%	0.00%			
	季戊四醇	10800	0.00%	-4.42%			
	DMF	4550	-9.00%	-10.78%			
	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%	0.00%			
	丙烯酸丁酯	9000	0.00%	0.00%			
氟化工	醋酸乙酯	5700	0.00%	-8.06%	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。		
	醋酸丁酯	6600	-4.35%	-14.29%			
	萤石粉	1600	0.00%	0.00%			
	无水氢氟酸	6100	0.00%	0.00%			
	二氯甲烷	3100	0.00%	-6.06%			
	二氯乙烷	290	0.00%	-3.33%			
	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%	0.00%			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。
	锐钛型	9300	0.00%	0.00%			
	金红石	12050	0.00%	0.00%			
橡胶	天然橡胶	11700	-4.88%	3.08%			
	国际丁二烯	725	-24.48%	-23.68%			
	丁二烯（华东）	6400	-5.88%	-16.88%			
	丁苯橡胶	9500	-5.47%	-5.94%			
	丁基橡胶	25000	0.00%	0.00%			
	顺丁橡胶	8600	-4.97%	-16.50%			
	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	9800	-3.92%	-8.41%			
	LDPE	10200	0.00%	2.00%			
	PP	9000	-5.76%	-4.26%			
	GPPS	8950	1.13%	-3.24%			
	HIPS	10000	0.25%	-3.38%			
	ABS	12350	-1.20%	-2.76%			
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	26000	0.00%	-4.06%			
	草甘膦	20750	0.00%	-6.74%			

有机硅	甲基环硅氧烷	16400	0.00%	-2.38%	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	118	-1.67%	-3.28%			
	维生素 C	28	0.00%	0.00%			
	维生素 E	48	-7.69%	-7.69%			
	维生素 K3	50	0.00%	-3.85%			
杂项	煤焦油	1700	0.00%	-17.07%			
	乙烯焦油	2300	0.00%	-9.80%			
	炭黑	5900	0.00%	-3.28%			
	苯酚	7025	0.72%	5.64%			
	苯酐	7700	0.00%	0.00%			
	丙酮	5800	0.87%	6.42%			
	PVA	13300	0.00%	0.00%			
	三聚磷酸钠	5800	0.00%	0.00%			
	双酚 A	9600	-1.03%	-3.03%			
	盐酸 (31%)	215	0.00%	0.00%			
	电池级碳酸锂	42600	0.00%	1.19%			
	工业级碳酸锂	40600	0.00%	1.25%			

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

德联集团：公司汽车后 MB2B2C 战略出鞘，看好风口下业务快速扩张

■ **德联集团汽配 MB2B2C 战略规划出鞘，售后市场将爆发式发展：**公司明确将围绕汽车售后维修业务发展 O2O 闭环，作为未来三年收入和盈利最大的爆发点。具体如下：1) **整合零配件环节：**公司将从汽车维修品品类上进行整合，以自产（约能覆盖 70%车型的化学品）、外购甚至供应商收购的方式形成售后供应平台。2) **搭建线上线下销售平台：**线上建立 B2B 渠道分销平台，并逐步发展连锁经营 2S 店，15 年目标直接转换导入原有覆盖 2500 家门店，并在 15 年新增覆盖 10000 家门店，16 年目标新增覆盖 20000 家门店。3) **统一营销平台：**公司将重点发展 B 端业务，C 端用户将直接面对 B 端供应商，未来将会主导德联品牌并提供标准化、高质量的统一售后服务。

■ **公司 MB2B2C 实现盈利的关键因素：**1) **原有 AM 市场（汽车后市场）的业务基础：**公司将传统零售经销商模式转换至 MB2B2C 平台销售模式并不是零起步，而是直接导入多年来自发形成的 2500 家门店及百万终端消费者，并形成高效率、集中化的平台化管理。该转换平台的用户规模与国内较大规模的汽配 B2B 网站相当。2) **自产原装配件来源的产业链基础：**与纯粹“贸易式”电商相比，公司具有自产原装配件来源的产业链优势，自产产品具备较高的盈利能力。3) **已建成覆盖全国的生产物流基地：**公司目前形成长春、上海、佛山、成都四大生产基地，并计划在天津和武汉生产基地，全国覆盖的生产布局提供产品仓储和物流优势。

■ **汽车后战略压缩渠道利润，保证参与者利益：**公司 MB2B2C 平台生态系统下将保证所

有四方参与者利益。1) C 端客户群：产品以 4S 店零售价的 6.5 折享受统一标准和原装零配件线下服务。2) B 端维修店：渠道端利润压缩并提高维修店销售毛利率。3) 原经销商：从传统贸易批发商转换为推广服务商，可以获得稳定的区域销售提成。4) 公司：扩大销售和盈利规模。

■ **油价下跌下公司化学品盈利能力增强**：公司主营 70% 来自于消耗类汽车化学品，如防冻液、制动液、制冷剂等等，其主要原材料以石油衍生品如乙二醇、润滑油、基础油等为主，其中防冻液等的原料是乙二醇（与油价关系紧密），其跟随油价下跌达到 40-50%，而公司产品价格滞后调整且幅度有限，因此将一定程度上受益于原料下跌带来的盈利扩张。

■ **汽车后市场风口出现，公司宝剑出鞘，重申“买入-A”评级**：公司在汽车产销量和份额持续增长下主营业务将保持继续增长（供应整车厂），同时汽车车龄上升过保、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（供应汽车维修店），风口出现。公司作为国内汽车化学品主要供应商，一方面受益于维修市场需求量的大幅增加，另一方面通盘考虑后积极发力 MB2B2C 平台生态系统，逐步发展经营连锁 2S 店并对标美国 AutoZone。我们看好公司在汽车后市场的发展，我们预计公司 14-16 年 EPS 分别为 0.46、0.65、1.10（三年 EPS 均假设公司增发摊薄 7000 万股，并上调 15、16 年盈利预测），维持买入-A 评级，第一目标价 22 元。

味精逆市提价下寡头逻辑逐步显现，继续看好梅花生物、阜丰集团

■ **味精逆市提价**：行业消息，今日梅花宣布味精价格从 7800-7900 元/吨上调至 8300 元/吨，提价幅度 400-500 元。同时近期玉米价格从 2400 元/吨回落至 2200 元/吨，按照味精单耗 2 吨玉米计算，近期味精成本下降约 400 元。我们测算味精最新的吨净利有望上升至 650-700 元/吨（之前吨净利不超过 200 元），味精动态盈利提升至 5.5-6 个亿（公司味精年产量约 85-90 万吨）。

■ **味精及苏氨酸将受益于出口退税**：最新味精执行 13% 的退税（原来不退），在强大议价能力下供应商将独享退税收益，梅花 1 年出口味精 10 亿元（出口 15 万吨），预计退税有望增加利润约 1 个亿。苏氨酸同样最新执行 13% 的退税（原来不退），每年出口金额同样 10 个亿（约 7 万吨），大约理论上可以减少成本约 7-8 千万，保守估计公司可以增厚约 4-5 千万元利润。

■ **味精寡头博弈逻辑显现，价格有望继续走高**：国内味精 90% 的份额由梅花和阜丰占据，我们在 11 月中旬即判断梅花收购行业老三伊品后，味精行业格局将从竞争转向博弈合作，目前已逐步显现。由于龙头企业成本优势明显（包括规模优势、玉米煤炭原料成本低、环保循环处理等），单个小厂或者新进入者的味精生产现金成本至少达到 8800-9000 元/吨（完全成本可能要在 11000 元），因此我们认为后续的价格将有望继续走高。

■ **味精是第一步，继续关注梅花在氨基酸领域的整合**：氨基酸主要品种基本也处于寡头垄断，公司全球市占率分别为赖氨酸 35%、苏氨酸 50%、呈味核苷酸 20%，目前赖氨酸和呈味核苷酸处于景气底部，我们判断今年也将是拐点之年，一旦盈利向上弹性巨大；同时苏氨酸我们保守判断 15 年均价维持 1.5-1.6 万元（吨净利 3000-4000 元），预计将有 6-8 个亿净利润。

■ **类染料逻辑逐步兑现，继续看好梅花生物、阜丰集团、星湖科技**：我们认为在规模、成本、环保、专利等壁垒下梅花有望在味精及氨基酸多个细分领域获得很强的定价能力，考虑到其弹性较大一旦整合完成盈利向上改善空间大，我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.20、0.47 和 0.62 元，维持买入-A 评级，目标价 9 元。同时建议关注受益于味精提价弹性同样巨大的阜丰集团（港股 0546.HK）和氨基酸进入景气向上阶段、存国企改革预期的星湖科技。

久联发展：重大合同中标验证爆破业务提速，继续看好公司成为民爆巨擘，维持买

入!

■ **事件：**公司公告子公司新联爆破集团中标汇川区九节滩至汇川大道城市骨干道及片区开发建设项目（三标段工程项目），建设项目为土石方场平，含土石方爆破、挖运等。总投资约 5.3 亿元（按实际情况确定，预计总投资金额将有所下调）。

■ **重大合同中标验证爆破业务提速：**我们认为公司此次的中标项目具有较大的意义，该建设项目主要为土石方场平等爆破项目，而不是公司原有主要的含道路建设的市政 BT 项目，因此回款周期更短同时盈利能力将更强，这个符合公司此前压缩市政工程占比而转向爆破服务的目标。此外虽然投资金额将较原来 5.3 亿有所下调，但这依然是公司历史上较大的爆破服务订单，具有一定的标志意义。

■ **国企改革的最佳标的之一，看好其成为全球民爆巨擘：**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。目前保利久联集团的换届已经完成，后续包括保利集团的挂牌、上市公司的换届等近期也将开始，我们认为上市公司整合发展的大戏即将展开，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。第二爆破服务方面，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。

■ **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

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。

■**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，走势与原油一致性较强，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。

■ **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

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、县域工作站不低于50个，15年力争做到农药企业不少于100家、县域工作站不低于800个。上线仅不到一个月时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，未来新产品导入持续提升平台价值，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

■ **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电发电厂各一座。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

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

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 月初以自有资金对其扩产，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 Albough 20% 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 Albough 20% 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 Albough 股权主要是看重三点：一是 Albough 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 Albough 公司渠道价值较大，与公司业务有互补性；三是 Albough 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 Albough 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 Albough 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：**复合肥龙头最核心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增长成长无忧，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。

■ **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。

■**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

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	36.99	1.19	1.51	1.85	31	24	20
万华化学	600309.SH	24.16	1.34	1.37	2.13	18	18	11
沙隆达 A	000553.SZ	13.68	0.54	0.85	1.03	25	16	13
红太阳	000525.SZ	16.99	0.73	1.16	1.37	23	15	12
浙江龙盛	600352.SH	24.79	0.91	1.68	3.00	27	15	8
闰土股份	002440.SZ	22.97	1.08	2.00	2.38	21	11	10
阳谷华泰	300121.SZ	8.44	0.11	0.18	0.25	77	47	34
鼎龙股份	300054.SZ	14.69	0.27	0.33	0.52	54	45	28
华峰氨纶	002064.SZ	11.53	0.37	0.83	1.05	31	14	11
泰和新材	002254.SZ	11.72	0.17	0.43	0.51	69	27	23
华邦颖泰	002004.SZ	18.83	0.53	0.82	1.11	36	23	17
联化科技	002250.SZ	18.00	0.56	0.72	0.93	32	25	19
康得新	002450.SZ	30.30	0.70	1.03	1.81	43	29	17
南京化纤	600889.SH	7.83	0.08	0.24	0.30	98	33	26
新安股份	600596.SH	10.89	0.64	0.75	0.95	17	15	11
江山股份	600389.SH	28.27	1.53	2.20	2.55	18	13	11
扬农化工	600486.SH	35.09	1.46	1.65	1.98	24	21	18

东华科技	002140.SZ	18.83	0.53	0.75	0.93	36	25	20
久联发展	002037.SZ	17.32	0.63	0.77	0.94	27	22	18
宝通带业	300031.SZ	8.38	0.68	0.83	0.96	12	10	9
沧州明珠	002108.SZ	16.56	0.44	0.59	0.72	38	28	23
烟台万润	002643.SZ	16.09	0.45	0.47	0.62	36	34	26
万顺股份	300057.SZ	9.73	0.34	0.59	0.85	29	16	11
华鲁恒升	600426.SH	10.83	0.51	0.78	0.91	21	14	12
青岛金王	002094.SZ	11.62	0.17	0.27	0.40	68	43	29
金正大	002470.SZ	29.60	0.95	1.09	1.43	31	27	21
史丹利	002588.SZ	37.49	1.81	2.16	2.65	21	17	14
三聚环保	300072.SZ	23.80	0.40	0.70	0.92	60	34	26
永太科技	002326.SZ	22.86	0.08	0.34	0.55	286	67	42
三友化工	600409.SH	6.30	0.24	0.33	0.45	26	19	14
辉丰股份	002496.SZ	26.60	0.51	0.73	1.10	52	36	24
国瓷材料	300285.SZ	33.39	0.62	0.56	1.07	54	60	31
回天新材	300041.SZ	21.81	0.53	0.67	1.00	41	33	22
德联集团	002666.SZ	15.41	0.50	0.56	0.69	31	28	22
东材科技	601208.SH	8.95	0.11	0.27	0.40	81	33	22
黑猫股份	002068.SZ	7.70	0.05	0.17	0.25	154	45	31
星湖科技	600866.SH	6.82	0.04	-0.37	0.36	171	-18	19
雅本化学	300261.SZ	13.44	0.19	0.22	0.44	71	61	31
四川美丰	000731.SZ	9.39	0.29	0.30	0.43	32	31	22
新乡化纤	000949.SZ	4.51	0.04	0.16	0.22	113	28	21
兴发集团	600141.SH	15.12	0.14	0.16	0.18	108	95	84
湖北宜化	000422.SZ	7.34	0.08	0.23	0.28	92	32	26
齐翔腾达	002408.SZ	17.44	0.62	0.93	1.31	28	19	13
江苏国泰	002091.SZ	15.57	0.47	0.56	0.69	33	28	23
准油股份	002207.SZ	13.20	0.10	0.19	0.32	132	69	41

数据来源：安信证券研究中心

■ 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

