

挖掘成长消费 潜伏周期龙头

——基础化工行业2019年度策略

分析师：陶贻功 执业证号：S0100513070009
研究助理：王静姝 执业证号：S0100118070030

2019年1月4日

风险提示：大宗商品价格出现超预期波动

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

守 民
正 生
出 在
新 勤



投资主线一：供需格局向好的农化板块

磷矿石板块受环保限产影响，供需将保持紧平衡，景气度持续提升，重点推荐**兴发集团**。国内菊酯行业供给端收缩严重且开工率不断走低，菊酯中间体严重供不应求，推菊酯产品价格上行，我们认为菊酯行业景气度有望持续至2019年，推荐**扬农化工**。草铵膦替代效应显现，需求空间广阔，推荐有草铵膦等新增产能投放的**利尔化学**。

投资主线二：具有成长或者消费属性的新材料、新能源相关标的

大宗化工品经历3年的大幅上涨后，目前多数品种价格处在较高位置，在国内外经济存在不确定因素背景下，具有成长或者消费属性的新材料、新能源、大众消费品等相关的个股，其业绩稳定性，增长确定性的价值凸显，而经过今年的调整，估值吸引力也逐渐得到显现，建议关注**国瓷材料**、**蓝晓科技**、**国光股份**等优质标的。

投资主线三：长线布局在经济下行周期内具有较高安全边际、扩张能力强的行业龙头

虽然短期大宗商品价格下跌对细分行业龙头业绩造成影响，大宗商品价格走低，行业龙头具备成本、资金、技术等方面的优势，具备较强的抗风险能力；也有利于产能出清以及整合，扩张能力强的龙头企业在景气周期到来后也将爆发更强的盈利能力。推荐**万华化学**、**华鲁恒升**、**鲁西化工**。

【民生化工】投资组合

公司代码	公司名称	收盘价 (2019/1/3)	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
300285	国瓷材料	15.36	0.41	0.78	0.91	37	20	17	推荐
300487	蓝晓科技	24.57	0.46	0.74	1.34	53	33	18	推荐
002749	国光股份	17.18	0.84	0.95	1.19	20	18	14	推荐
600486	扬农化工	35.88	1.86	3.24	3.97	19	11	9	推荐
002258	利尔化学	12.65	0.77	1.14	1.47	16	11	9	推荐
600141	兴发集团	10.13	0.44	0.9	1	23	11	10	推荐
002734	利民股份	10.08	0.83	0.67	0.89	12	15	11	推荐
000830	鲁西化工	9.74	1.24	2	2.39	8	5	4	推荐
600309	万华化学	27.55	4.09	4.74	5.4	7	6	5	推荐
600426	华鲁恒升	11.27	0.75	1.87	2.18	15	6	5	推荐

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

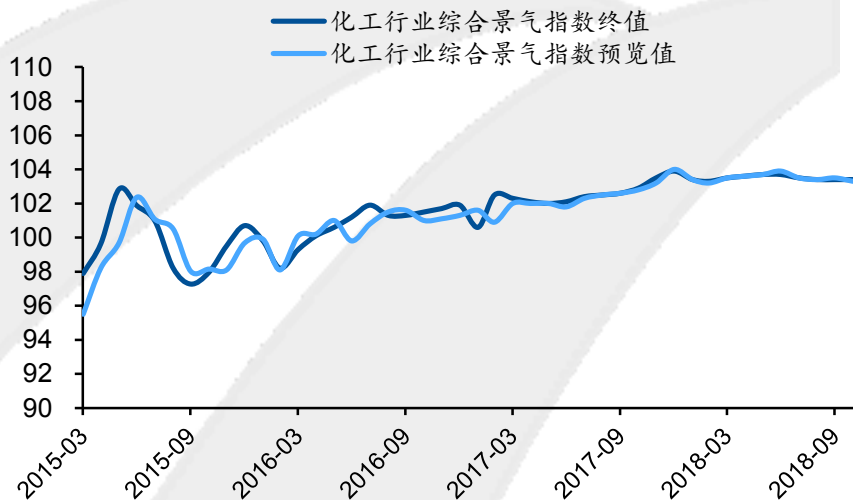
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

1. 概览：2019市场景气度或有下行
2. 农化
 - 2.1 农药：需求刚性，市场回暖
 - 2.2 复合肥：行业整合加速，利润不断提升
 - 2.3 磷肥：磷矿石产能收缩，行业景气度上行
3. 氟化工：环保趋紧，供给收缩
4. 新兴领域：盈利能力持续增强
5. 推荐标的

➤ 化工行业景气度出现下降

2015年供给侧改革启动以来，过剩和落后产能持续被淘汰，行业景气度不断提升，大部分化工产品价格不断上升，企业在2018年上半年到达盈利高点。而近期由于环保放松、整体需求下降，产品价格出现下跌，景气度略有下降。

图1：化工行业景气度趋势



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：2010年以来化工行业价格走势

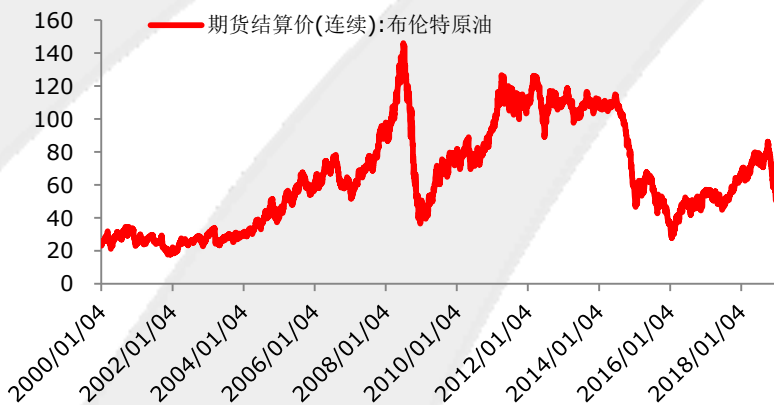


资料来源：wind，民生证券研究院

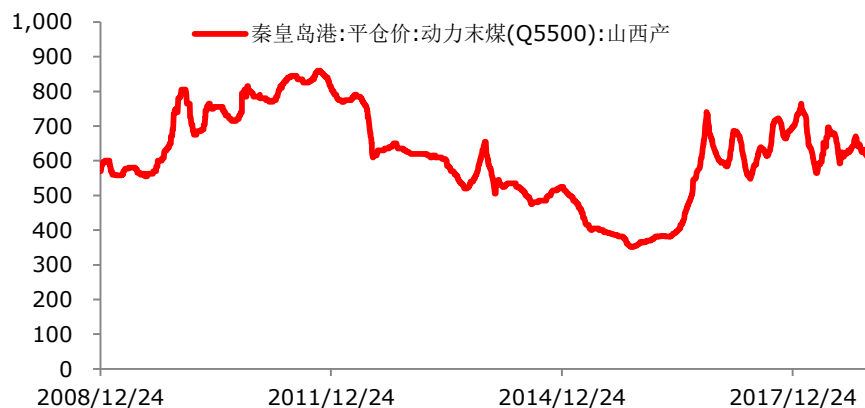
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

我们判断，2019年国际油价中枢60~70美元/桶，均价较2018年有一定幅度下降；而煤价或将稳中有降，逐步回归绿色价格区间。油价、煤价的下行将一定程度上缓解化工行业产品价格下跌的压力。

- ◆ 产油国联盟2018年底新一轮的减产协议不及预期，布伦特期货结算价在经历一波持续调整后在50美元/桶上方企稳。
- ◆ 2019年的油价将在减产协议执行率、伊朗产量和出口量的减少情况、美国产量的增加情况之间进行博弈。根据我们石化行业的判断，国际油价在特朗普政府的强制打压下大幅上涨的空间有限。同时明年下半年美国的管输瓶颈将得到解决，产量增加，2019年油价中枢预计在60-70美元/桶。
- ◆ 国内动力煤在2018年取暖季呈现旺季不旺态势，煤价回落至绿色区间上限附近。目前秦皇岛5500大卡动力末煤平仓价580元/吨。
- ◆ 2019年，煤炭去产能将继续推进，预计合计退出在产+在建产能1亿吨左右，整体产能增速在1%左右的低位；但从需求端来看，国内经济景气度不足，下游需求不旺，预计2019年煤炭全年均价将向绿色价格区间回归（500-570元/吨）。



资料来源: wind, 民生证券研究院



资料来源: wind, 民生证券研究院

- ◆ 2018年9月底，生态环境部联合11部委、6省市正式印发《京津冀及周边地区2018-2019年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，明确规定各行业限产比例，要求因地制宜实行差别化错峰生产，严禁采取“一刀切”方式。
- ◆ 严禁“一刀切”是对之前全面限产的纠偏，但并不意味着环保监管的放松。煤化工、农化等板块仍将持续受益于去产能的深化、环保标准的提升。

《打赢蓝天保卫战三年行动计划》与“大气十条”目标指标对比：

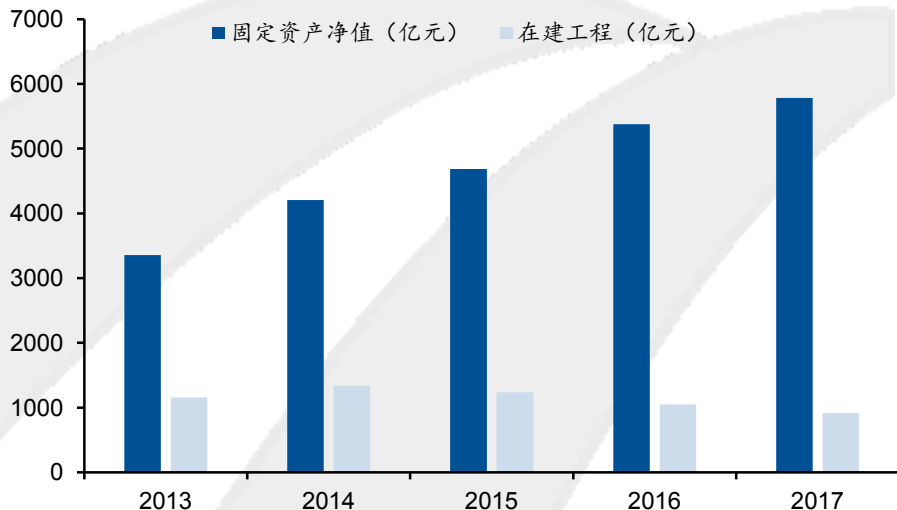
目标	大气十条 (2013-2017)	三年行动计划 (2018-2020)
未达标城市PM2.5年平均浓度	珠三角下降15% 长三角下降20% 京津冀下降25%	至少减少18%
城市达标天数百分比	逐渐提高	至少达到80%
城市重污染天数百分比	大幅减少	至少减少25%
二氧化硫排放总量	未明确	至少减少15%
氮氧化物总排放量	未明确	至少减少15%

资料来源：民生证券研究院整理

➤ 在建项目进入投放期，未来供需格局或将转差

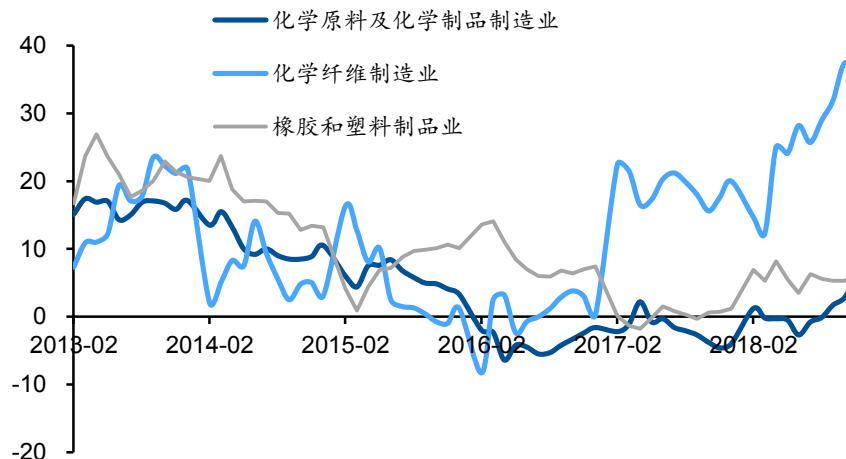
化工行业固定资产投资完成额同比增速2018年以来维持高位，尤其是化纤板块的固定资产投资完成额增长最快，最高点接近40%。而化工行业上市公司近年固定资产持续增加，在建工程持续减少，也表明经过本轮大宗商品牛市，前期积累的在建项目进入了投放期，未来供需格局或将转差。

图1：化工行业在建工程和固定资产净值



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：化工行业固定资产投资完成额同比增速（%）

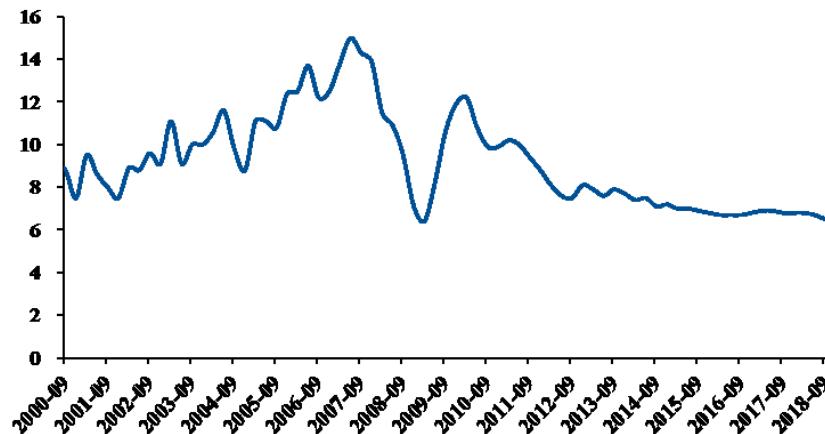


资料来源：wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

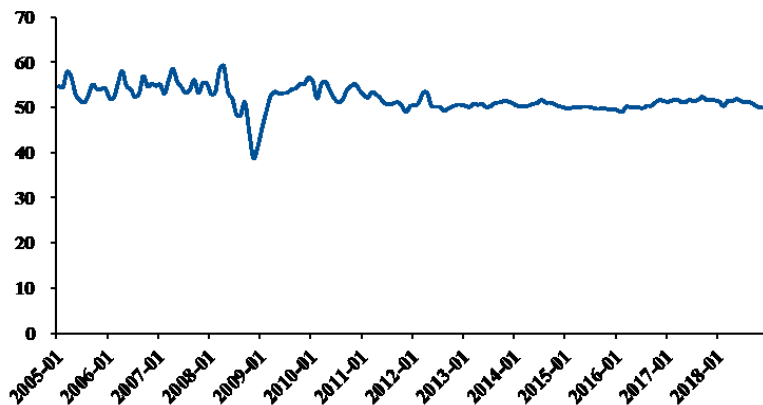
- **2018年**，全球经济不景气，我国GDP增速下滑，2017Q4-2018Q3GDP累计同比分别为6.9%、6.8%、6.8%、6.7%，制造业景气度和化工产品价格整体也处于下行通道。
- **2019年**，根据中国宏观经济季度模型预测，我国GDP增长率为6.3%，全社会固定资产投资增速仍将小幅下滑。

图：中国GDP季度增速（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图：中国制造业景气指数PMI



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图：中国化工产品价格指数CCPI

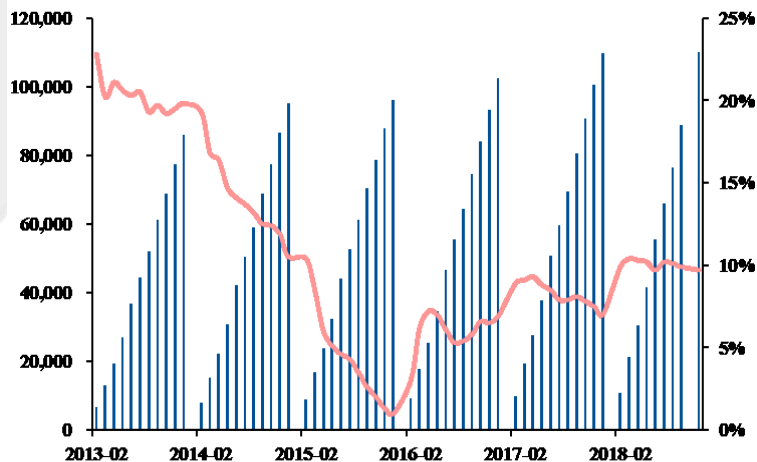


资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

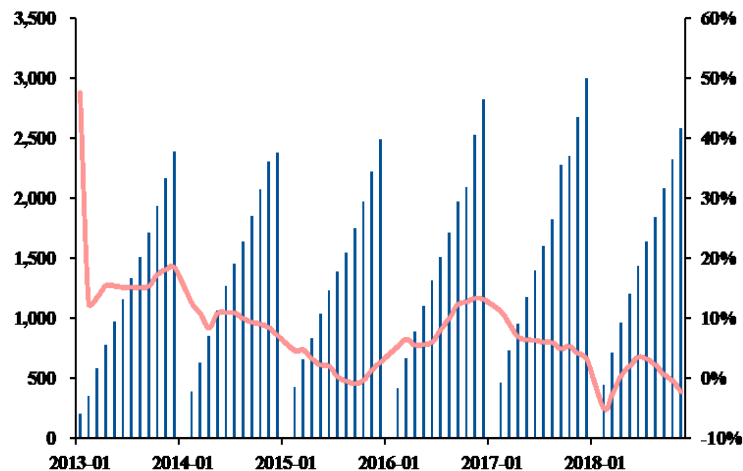
- 化工行业下游主要需求来自于地产、汽车、纺织服装、家电和电子等，2018年整体需求在相对稳定的基础上，增速都有所放缓。
- 房地产市场2018年以来有所回暖，截止11月底房地产开发投资完成额累计值11亿元，同比增长9.7%，较去年同期小幅回升；
- 汽车市场增速下滑严重，2018年1-11月国内汽车产量为2582万辆，同比下滑2.3%，出现近年来首次负增长。

图：房地产开发投资完成额累计值（亿元）及增速（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图：汽车产量累计值（万辆）及增速（%）

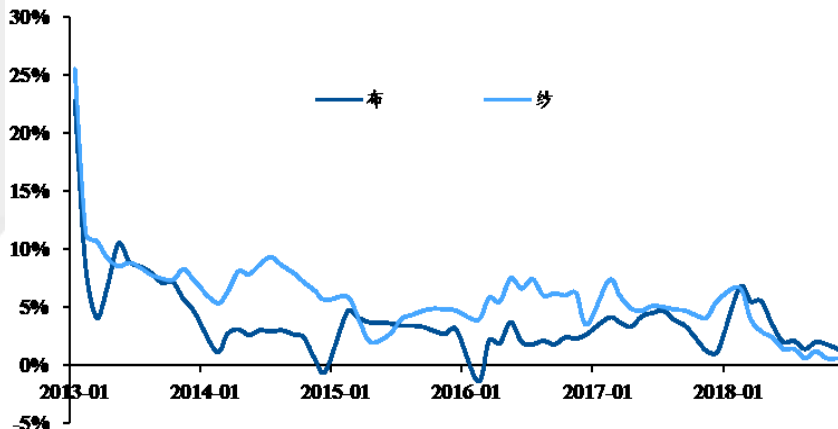


资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

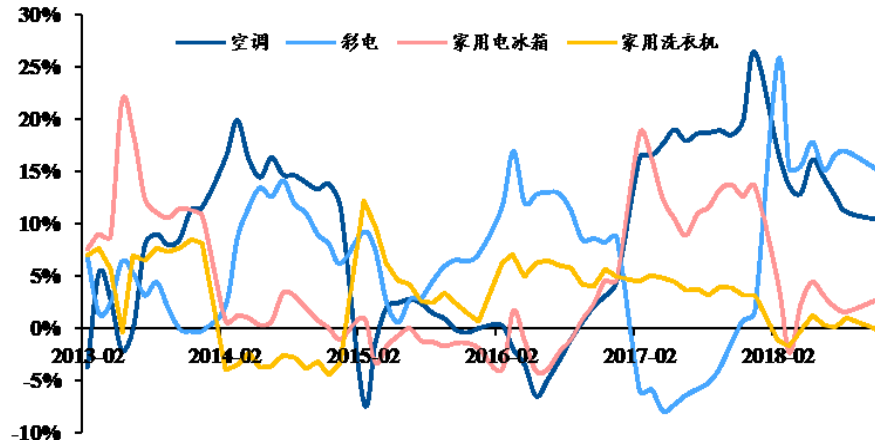
- 家电制造业2018年整体产量增速回落，截止11月底空调、彩电、家用电冰箱、家用洗衣机产量累计增速分别为10.3%、14.9%、2.9%和-0.3%，其中空调和彩电需求稳定增长，家用电冰箱和洗衣机产量下滑严重，整体家电库存仍处历史高位；
- 纺织业（纱和布）需求略有小幅下降，产量累计同比增加1.4%和0.6%。
- 总体而言，预计2019年下游需求增速将会逐步放缓，化工行业景气度或有一定幅度下行。

图：布与纱产量累计增速（%）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图：空调、彩电、电冰箱、洗衣机产量累计增速（%）



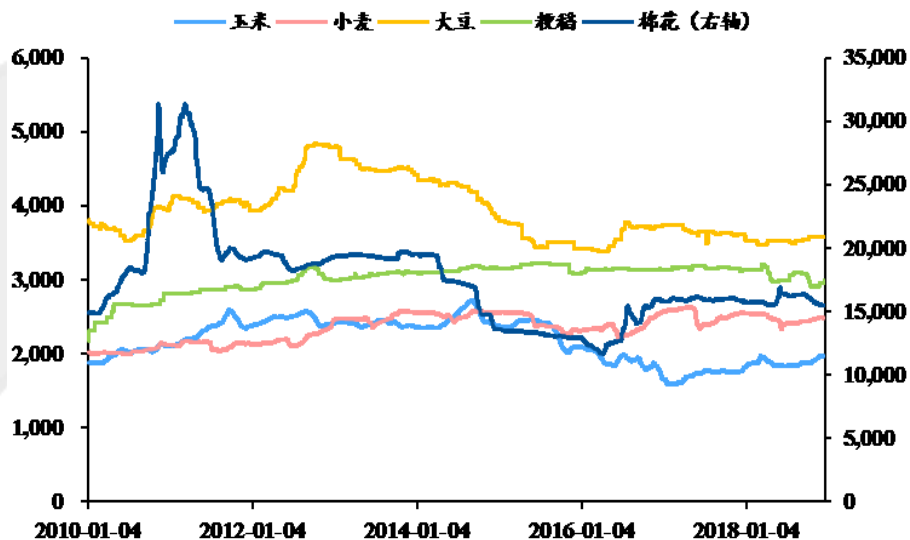
资料来源：国家统计局，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

1. 概览：2019市场景气度或有下行
2. 农化
 - 2.1 农药：需求刚性，市场回暖
 - 2.2 复合肥：行业整合加速，利润不断提升
 - 2.3 磷肥：磷矿石产能收缩，行业景气度上行
3. 氟化工：环保趋紧，供给收缩
4. 新兴领域：盈利能力持续增强
5. 推荐标的

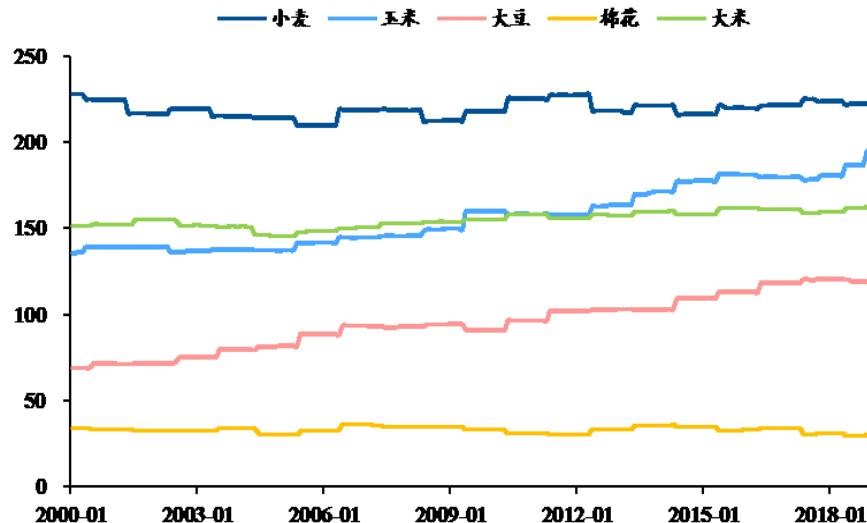
- **农药需求刚性。**全球农药市场容量变动主要与小麦、大米、玉米、大豆、棉花的种植面积变动正相关，受各国出台的农业保护政策影响，全球农作物播种面积波动较小。
- **农产品市场逐步回暖。**农产品价格通过影响农民种植收益，进而影响次年种植面积以及农户在农化产品投入积极性，2013年以来主要农产品价格持续低迷，目前库销比等关键指标有所改善，农产品价格有底部复苏迹象，市场逐步回暖。

图：我国主要农产品现货价格（元/吨）



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：全球主要农产品播种面积（百万公顷）

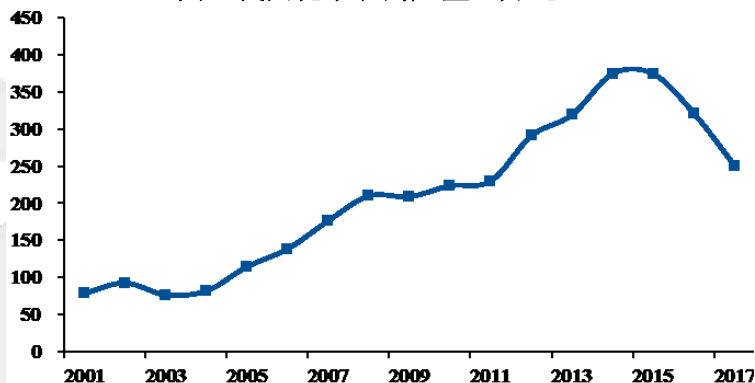


资料来源：美国农业部，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

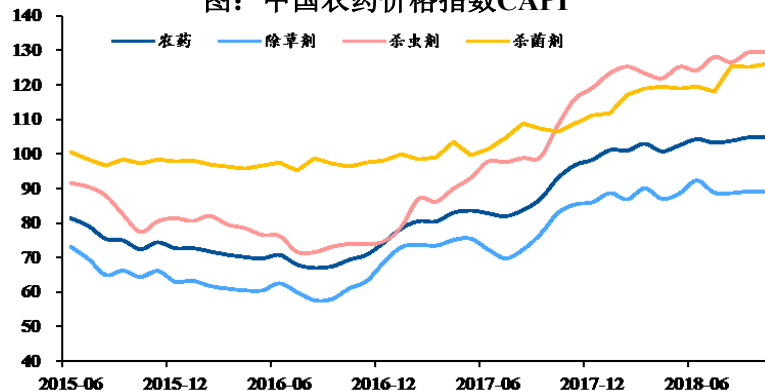
- 环保高压持续影响下，农药中间体和原药供给收缩明显，价格普涨，目前正处历史高位。
- 政策出台指导行业良性发展，龙头企业市场份额不断扩大。

图：我国化学农药产量（万吨）



资料来源：国家统计局，民生证券研究院

图：中国农药价格指数CAPI



资料来源：中国农药工业网，民生证券研究院

表：农药工业“十三五”发展规划目标

发展目标	具体内容
产业组织	到2020年，农药原药企业数量减少30%，其中销售额在50亿元以上的农药生产企业5个，销售额在20亿元以上的农药生产企业有30个。国内排名前20位的农药企业集团的销售额达到全国总销售额的70%以上。建成3-5个生产企业集中的农药生产专业园区，进入化工集中区的农药原药企业达到全国农药原药企业总数的80%以上。培育2-3个销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。
产品发展	优化产品结构，提高产品质量
创新体系建设	到2020年，农药创制品种累计达70个以上，创新研发费用达到企业销售收入的5%以上；农药全行业的研发投入占到销售收入的3%以上
技术发展	到2020年，大型企业主产品生产将实现连续化、自动化；新开发品种技术指标达到国际先进水平；环境友好型制剂将成为我国农药制剂主导剂型
环境保护与资源利用	到2020年，“三废”排放量减少50%。农药产品收率提高5%，副产物资源化利用率提高50%，农药废弃物处置率达到50%

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明 资料来源：《农药工业“十三五”发展规划》，民生证券研究院

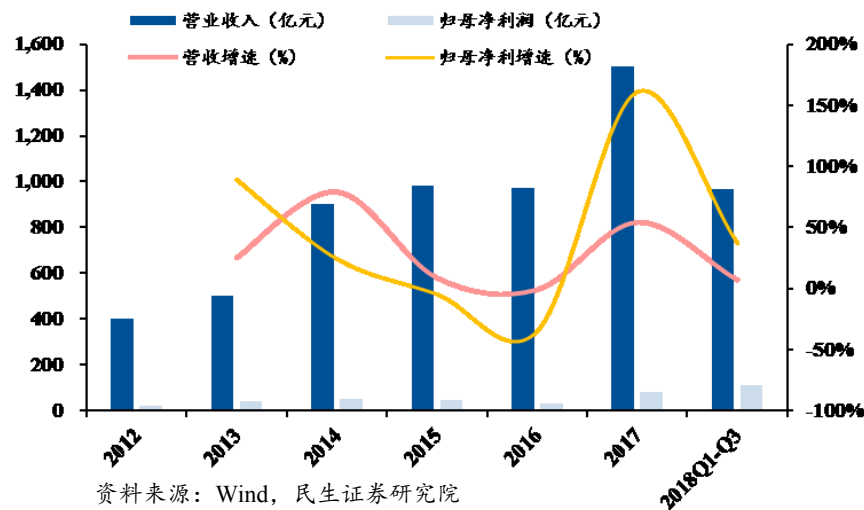
- 受益于行业集中度提升和农药产品价格普涨，农药板块上市公司业绩明显增长，2018前三季度营收和净利润同比增长7.05%和37.18%。
- 农药行业估值处于历史底部。截至2018年12月20日，SW农药板块市盈率（TTM）为13，处于历史底部水平。
- 重点关注需求端具有高成长性和一体化布局完善的公司。

表：我国部分农药产品当前价格

	品种	折百/实物	当期价格（万元/吨）	同比增长（%）
除草剂	草甘膦	实物95%	2.65	-6.36%
	草铵膦	实物95%	16.5	-18.32%
	敌草隆	实物97%	6.5	54.76%
	乙草胺	折百	2.4	-12.73%
	吡虫啉	实物96%	18.3	-20.43%
杀虫剂	毒死蜱	实物97%	5.1	0.99%
	功夫菊酯	实物96%	37.5	50.00%
	联苯菊酯	实物97%	42.5	46.55%
杀菌剂	氟氰菊酯	实物94%	13.2	10.00%
	百菌清	实物98%	5.5	0.00%
	啶菌酯	实物98%	37	19.35%
	多菌灵	实物97%	3.8	-5.00%

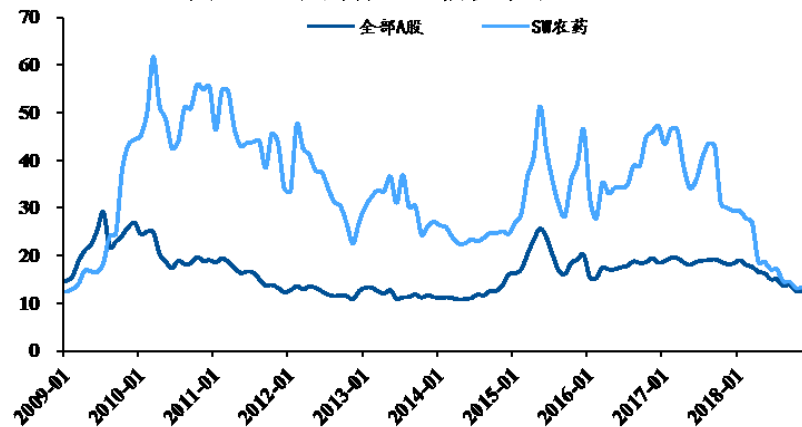
资料来源：中农立华原药，民生证券研究院

图：SW农药行业营收和归母净利润情况



资料来源：Wind，民生证券研究院

图：SW农药行业PE估值水平



资料来源：Wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

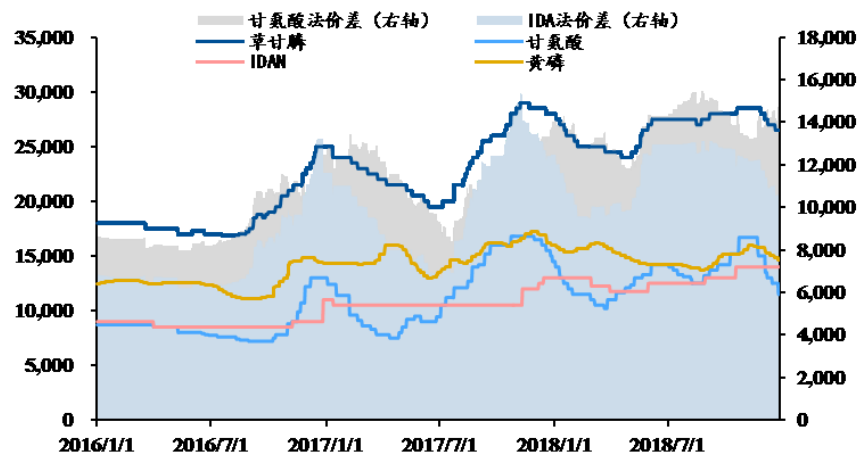
表：我国草甘膦产能及工艺分布

企业名称	所在地区	工艺路线	产能(万吨/年)
安徽广信	安徽	甘氨酸	3
许昌东方	河南	甘氨酸	3
泰盛化工	湖北	甘氨酸	13
内蒙腾龙	内蒙	甘氨酸	5
金帆达	浙江	甘氨酸	2.5
新安化工	浙江	甘氨酸	8
福华化工	四川	甘氨酸	12
江山股份	江苏	甘氨酸	3
好收成韦恩	江苏	IDA	7
扬农集团	江苏	IDA	3
和邦生物	四川	IDA	5

资料来源：百川资讯，民生证券研究院

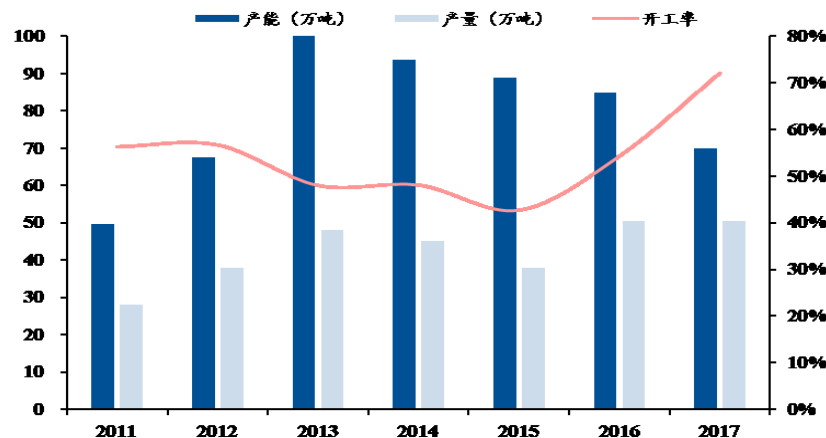
- 草甘膦除草剂主要用于转基因作物如大豆、玉米和棉花，具有低毒、无残留、广谱性等特点，是目前全球最大的除草剂品种。
- 行业整合加速：供给侧改革和环保趋严，加速落后小产能出清，行业开工率提升；行业集中度增加，产能分布呈双寡头格局。
- 需求有望复苏：受全球转基因作物耕种面积持续增长以及国际制剂厂商补库存的影响，草甘膦需求仍在增长。全球转基因作物种植面积2007-2016年复合增长率为5.5%，预计未来仍将以每年5%左右的速度稳定增长，将会长期利好草甘膦市场。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明 资料来源：百川资讯，民生证券研究院



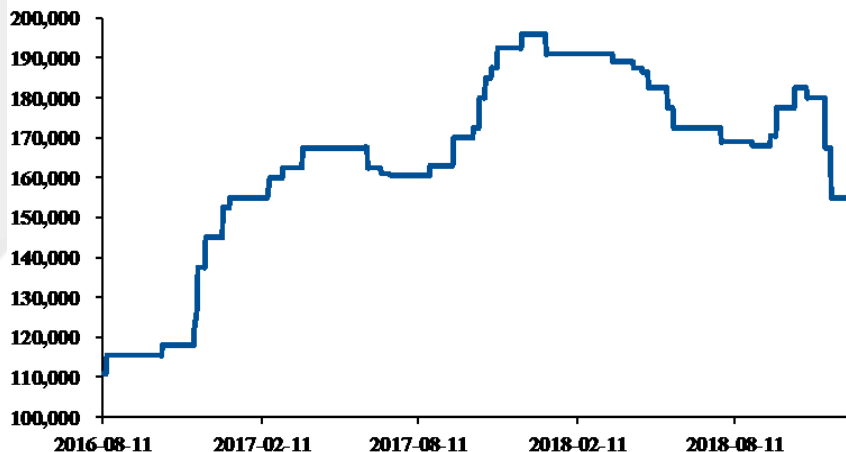
资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图：我国草甘膦产能、产量及开工率



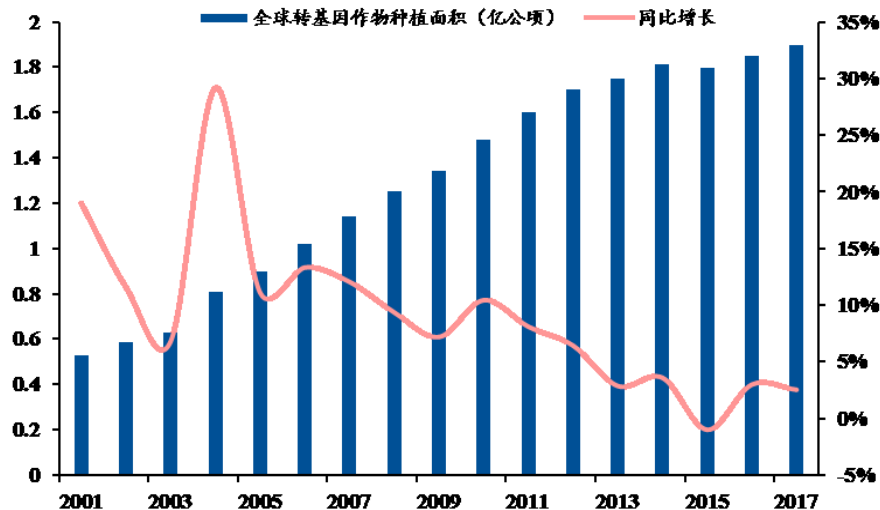
- 草铵膦具有除草谱广、除顽固杂草效果好、目前未有抗药性产生的特点，其在同类非选择性除草剂中脱颖而出。
- **短期来看**，由于前期价格涨幅较大，未来市场存在扩产预期，且当前厂商整体开工良好，供应量略有增加，短期内产品价格将稍有回落，供给有望维持有序状态。
- **长期来看**，在行业集中度不断增强的背景下，草铵膦需求广阔，增量主要来自于（1）禁用百草枯水剂引起除草剂供给缺口，草铵膦发挥替代作用；（2）草铵膦和草甘膦复配解决草甘膦抗性杂草的问题，复配需求增加；（3）海外相关转基因作物持续推广，直接拉动草铵膦需求。

图：95%草铵膦原药价格走势（元/吨）



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

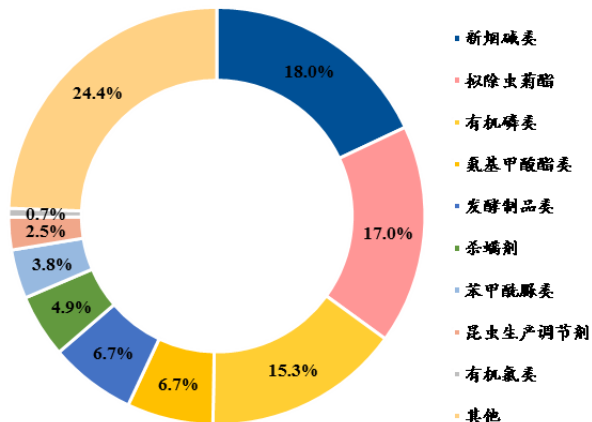
图：全球转基因作物种植面积（亿公顷）



资料来源：国际农业生物技术应用服务组织，民生证券研究院

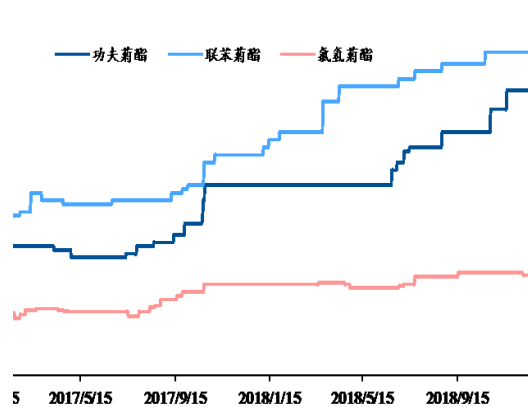
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

图：2016年全球杀虫剂市场份额



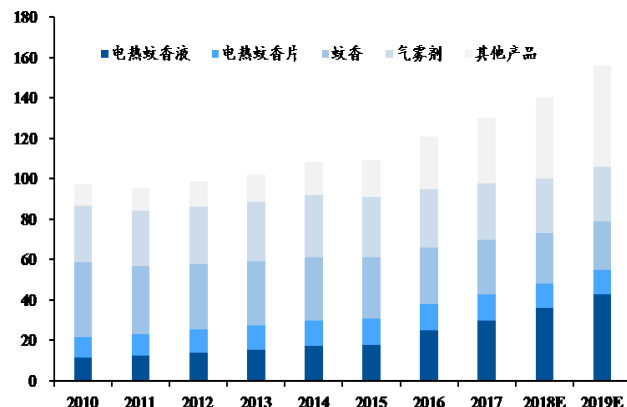
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

图：主要拟除虫菊酯价格（元/吨）



资料来源：中农立华原药，民生证券研究院

图：我国家用杀虫制品销售金额（亿元）



资料来源：CNKI，民生证券研究院

- **供给端**：受环保压力企业停限产，有效产能大幅缩减；部分中间体供不应求，助推菊酯产品价格上行。
- **需求端**：种植面积不断扩张，拉动农用菊酯需求稳步提升；下游产品刚需十足，卫生菊酯市场空间巨大；高毒性杀虫剂遭禁用或限用，拟除虫菊酯迎来新的替代机会。
- 当前高效氯氟菊酯原药报价37.5万元/吨，联苯菊酯原药仍在42.5万元/吨的高位，氯氟菊酯原药库存减少，氯氟菊酯进口价格高涨，原药报价在13.2万元/吨左右。在安全环保督查高压持续，原药与中间体企业复产率较低，市场原有库存逐步消化的背景下，菊酯产品仍将维持供给偏紧状态，预计短期内价格高位运行形势仍无法缓解。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读

表：高毒性杀虫剂禁用限用情况

类别	时间	国家	政策
新烟碱类	2013.04	欧盟	委员会对可丁尼、益达胺和塞速安三种提出两年禁令
	2013.08	美国	环保署（EPA）禁止在蜜蜂栖息地使用部分烟碱类农药
	2014.03	荷兰	禁止所有新烟碱类农药在农业、家庭和景观中的一切用途
	2015.06	加拿大	发布在玉米和大豆种子上使用新烟碱类农药包衣的规定
	2016.03	法国	将于2018年9月1日起全面禁止新烟碱类农药
	2018.05	欧盟	严格禁止使用吡虫啉、氯噻嗪、噻虫啉三种新烟碱类杀虫剂
有机磷类	2011.03	新西兰	环境危害管理局（ERMA）提议禁用高灭磷和久效磷
	2011.05	南非	农业林业和渔业局宣布禁止毒死蜱在家居和园艺中使用
	2012.02	巴西	国家卫生监督局建议禁止杀虫杀螨剂甲基对硫磷和甲拌磷
	2015.11	美国	环保署（EPA）建议禁止毒死蜱在美国使用
	2017.12	中国	农业部宣布2018年起全面禁用甲拌磷、水胺硫磷，自2020年起禁用灭线磷、甲基异柳磷等高毒农药

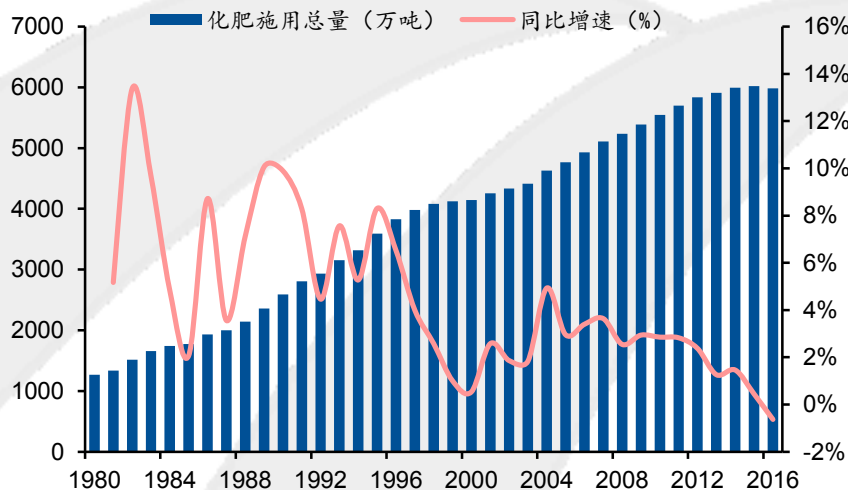
资料来源：中国产业信息网，民生证券研究院

1. 概览：2019市场景气度或有下行
2. 农化
 - 2.1 农药：需求刚性，市场回暖
 - 2.2 复合肥：行业整合加速，利润不断提升
 - 2.3 磷肥：磷矿石产能收缩，行业景气度上行
3. 氟化工：环保趋紧，供给收缩
4. 新兴领域：盈利能力持续增强
5. 推荐标的

➤ 化肥结构调整，复合肥使用量占比提升

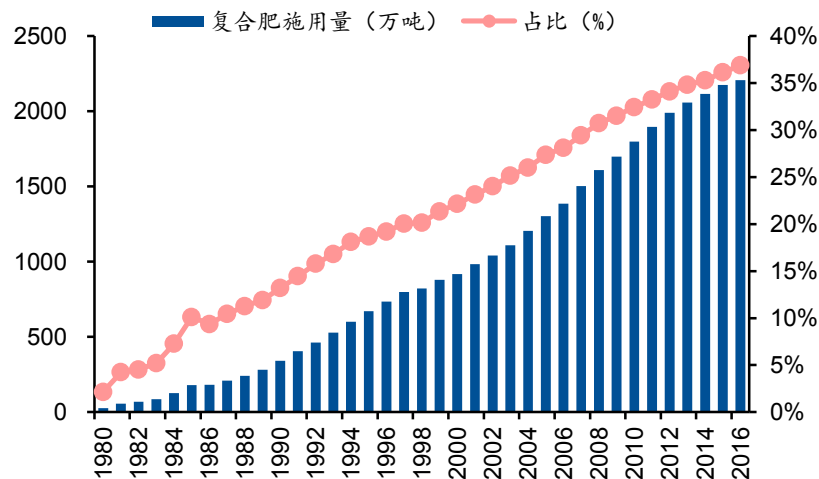
一方面，2004年以来，我国化肥施用量同比增速持续下降，2016年更是首次出现负增长，绿色、高效新型化肥是未来发展趋势。另一方面，自1980年以来，我国复合肥施用量占比呈长期上升趋势，2016年达到36.88%，但距国外发达国家70%以上的复合化率仍有较大提升空间。我们预测，未来复合肥将进一步抢占化肥市场空间。

图1：1980年以来我国化肥施用量



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：1980年以来我国复合肥施用量及占比



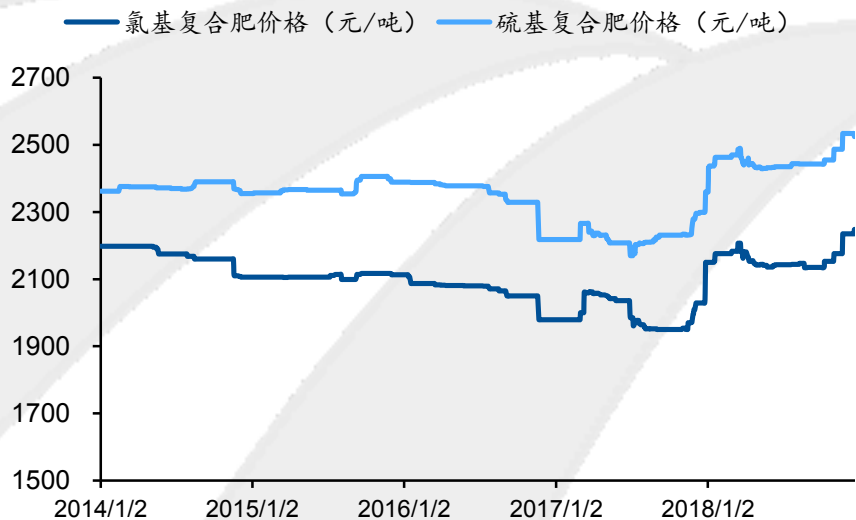
资料来源：wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

➤ 价格持续上升，利润触底反弹

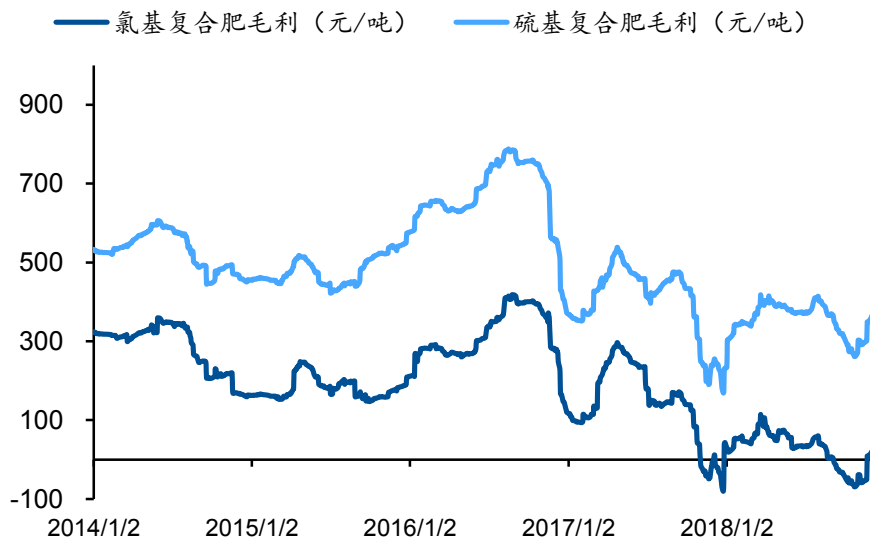
2018年11月以来，国内复合肥价格迎来一波大幅上涨，截至12月24日，硫基复合肥和氯基复合肥价格分别位于2014年以来价格分位的100%和97.53%的水平，行业毛利也分别回升至400元/吨、60元/吨。

图1：近年复合肥价格



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图2：近年复合肥行业毛利



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

➤ 行业整合加速，集中度稳步提升

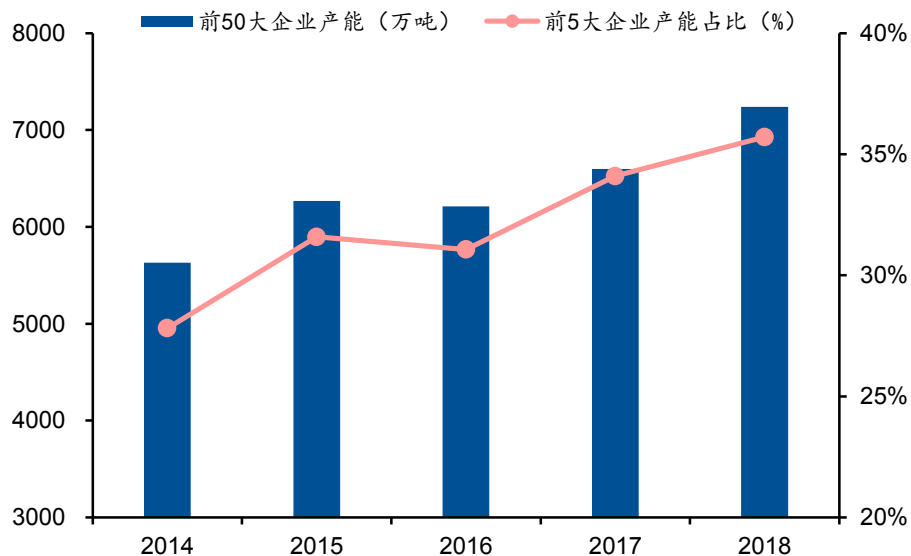
复合肥行业前五大企业产能占比不断提升，2018年达到35.7%，在去产能和环保限产的政策引导下，未来行业集中度有望进一步提高，具有环保、规模、品质优势的企业有望逐步脱颖而出。

表1：前十大氮肥企业产能情况

企业名称	产能（万吨）	有效产能（万吨）	有效产能占比
金正大	740	440	5.00%
云图控股	560	560	6.30%
史丹利	540	400	4.50%
新洋丰	540	324	3.65%
绿陵化工	300	300	3.38%
开门子	225	225	2.53%
鲁西	200	80	0.90%
司尔特	200	120	1.35%
江苏华昌	200	200	2.25%
江苏中东	200	200	2.25%
其他	6937	6034	67.9%

资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图2：前50大企业产能以及前5大企业产能占比



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

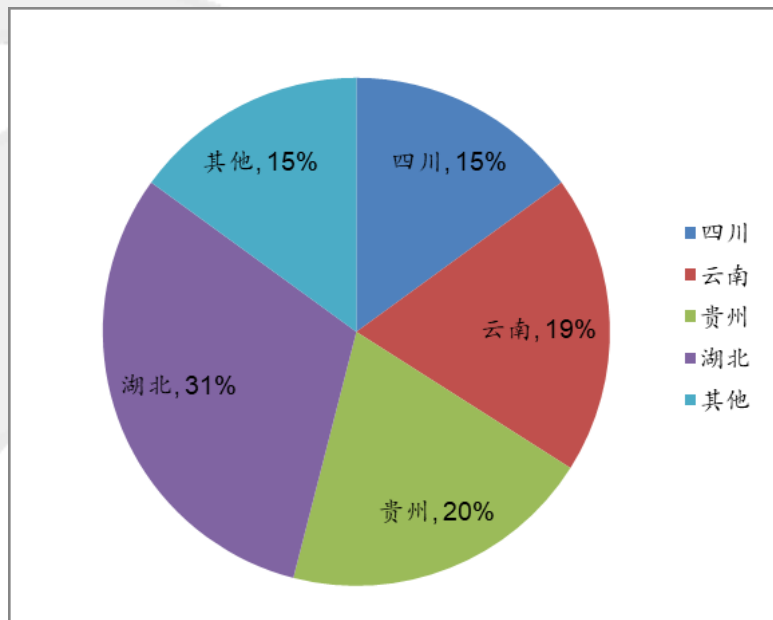
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

1. 概览：市场景气度或有下行
2. 农化
 - 2.1 农药：需求刚性，市场回暖
 - 2.2 复合肥：行业整合加速，利润不断提升
 - 2.3 磷肥：磷矿石产能收缩，行业景气度上行
3. 氟化工：环保趋紧，供给收缩
4. 新兴领域：盈利能力持续增强
5. 推荐标的

➤ 磷矿石企业集中度高，扩产进度慢

我国磷矿石资源主要集中在云南、贵州、湖北、四川，四省合计拥有全国磷矿石85%以上的储量和95%以上的产量。2016年，全国磷矿石产量为1.45亿吨，四省合计生产1.41亿吨，占比97%。另外，前十大磷矿石生产企业产能占比近74%。

图1：我国磷矿分布情况



资料来源：USGS，民生证券研究院

表1：前十大磷矿石企业产能情况

企业名称	产能（万吨）	有效产能（万吨）	有效产能占比
云南磷化	1200	1200	19.67%
贵州开磷	900	900	14.75%
湖北兴发	500	500	8.20%
贵州瓮福	500	500	8.20%
神农磷化	330	330	5.41%
贵州省福泉磷矿	300	300	4.92%
会东金川磷化	200	200	3.28%
湖北东圣	200	200	3.28%
湖北宜化	200	200	3.28%
雷波兴达	180	180	2.95%
其他	1590	1590	26.07%

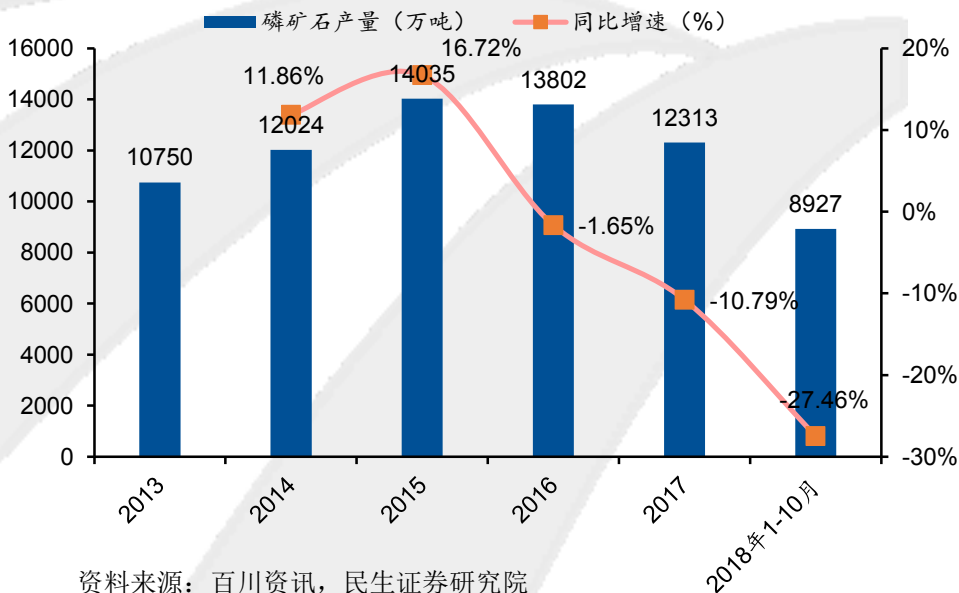
资料来源：百川资讯，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

➤ 磷矿石量减价涨，成本支撑力度大

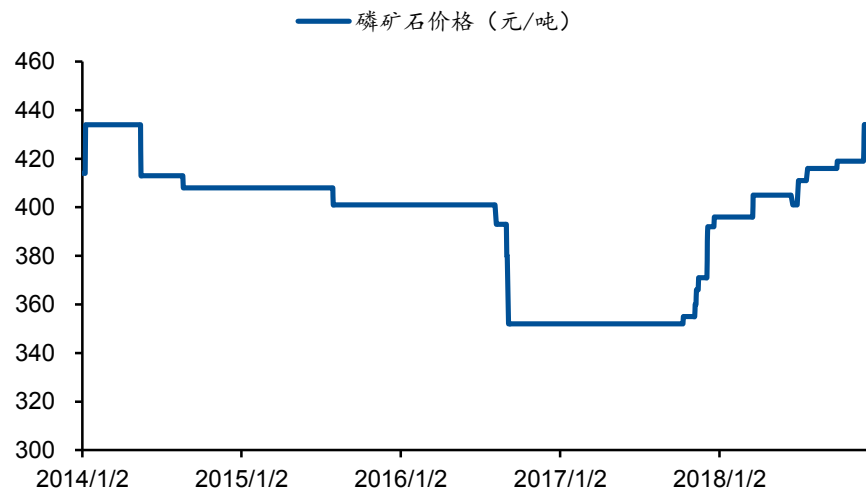
由于湖北、四川、云南的磷矿石减产政策，以及贵州出台的以渣定产，限制磷肥生产的政策，2016年以来，磷矿石产量逐年下降。受环保限产政策以及冬季停采带来的供应紧张，2017年11月起，磷矿石价格一路上涨至440元/吨，为2014年以来最高价，对磷肥价格形成了有力支撑。

图1：磷矿石产量持续下降



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图2：磷矿石价格持续上涨



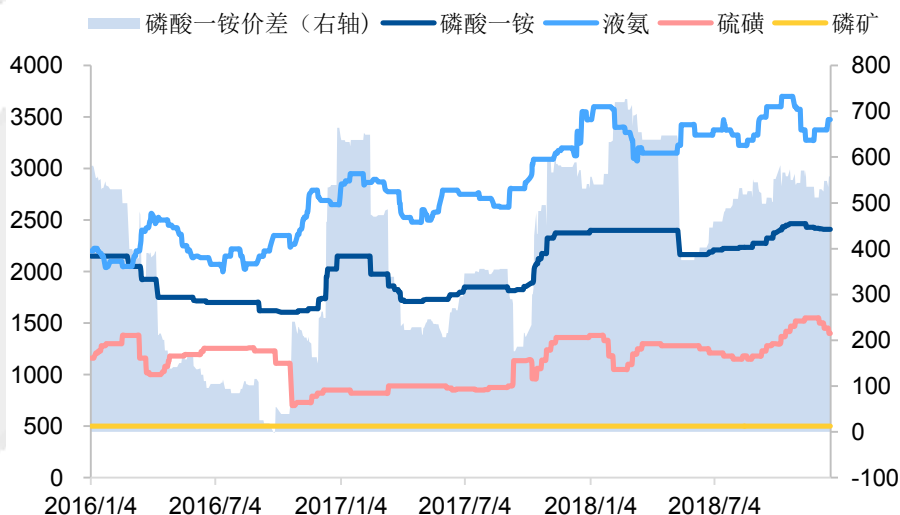
资料来源：百川资讯，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

➤ 磷肥企业扩产进度慢，价格持续上涨

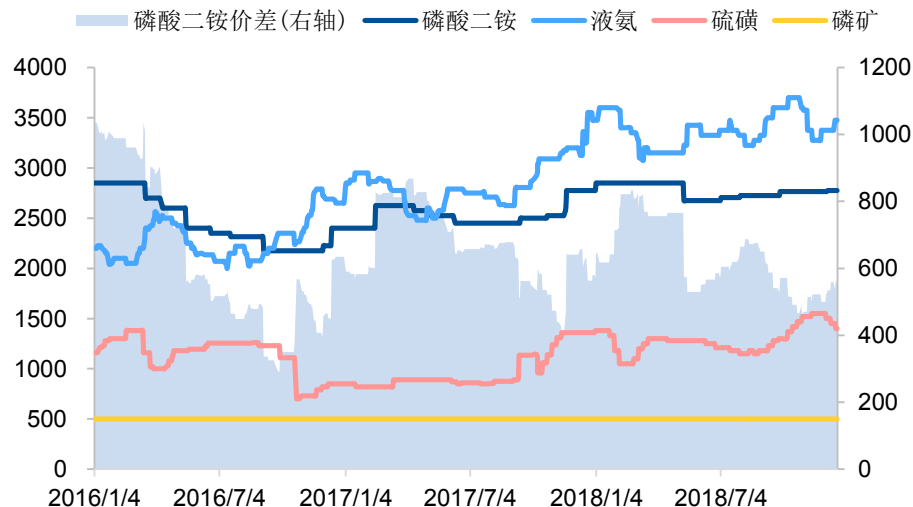
2017年下半年以来，磷肥价格持续上涨，截至今年12月24日，磷酸一铵和磷酸二铵价格分别达到2265元/吨、2668元/吨，价差均超过500元/吨，去除包装及水电气等费用，吨毛利接近300元。考虑到环保限产及原材料供应紧缺，国内外磷肥企业扩产进度缓慢，具有原材料布局和环保优势的企业企业有望享受价格上涨红利。

表1：磷酸一铵价格及价差（单位：元/吨）



资料来源：百川资讯、wind，民生证券研究院

表2：磷酸二铵价格及价差（单位：元/吨）

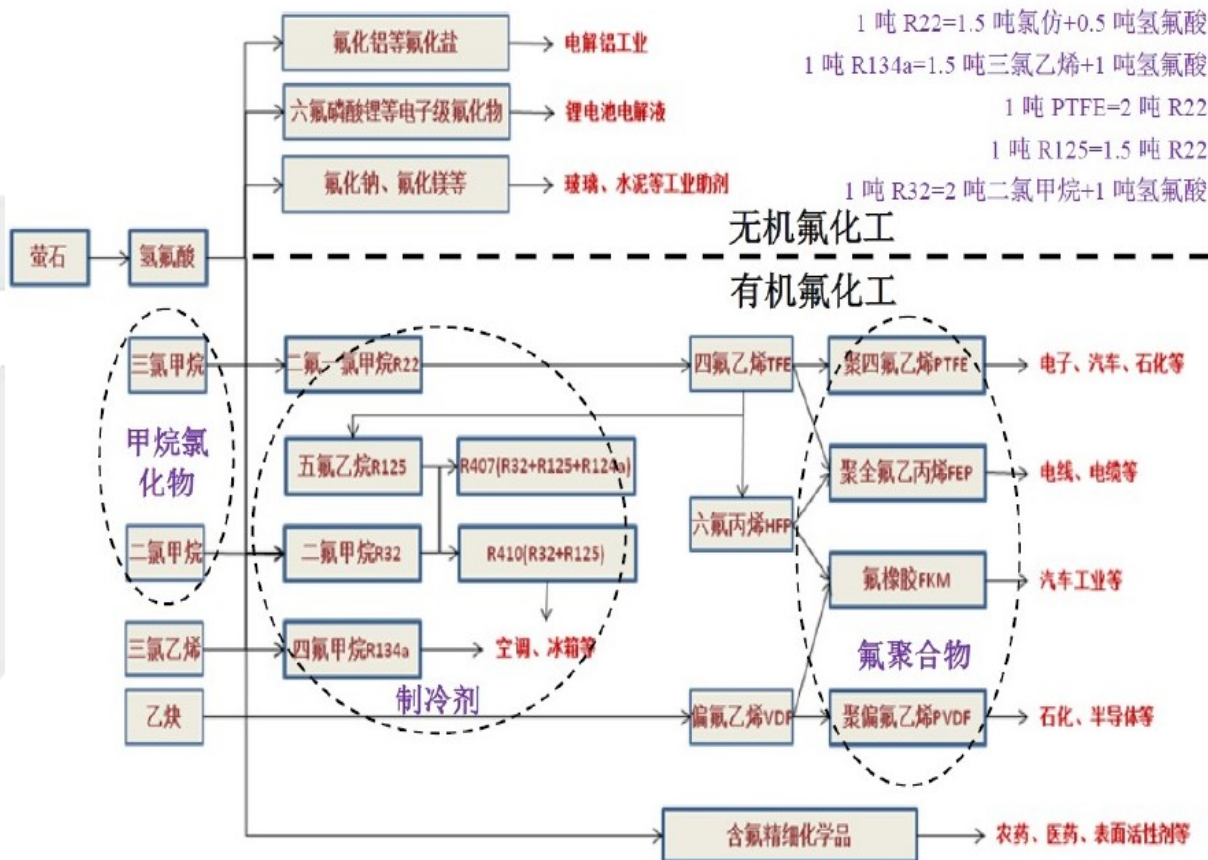


资料来源：百川资讯、wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

1. 概览：2019市场景气度或有下行
2. 农化
 - 2.1 农药：需求刚性，市场回暖
 - 2.2 复合肥：行业整合加速，利润不断提升
 - 2.3 磷肥：磷矿石产能收缩，行业景气度上行
3. 氟化工：环保趋紧，供给收缩
4. 新兴领域：盈利能力持续增强
5. 推荐标的

图：氟化工产业链全景



- 氟化工行业是指以萤石（氟化钙）为原料生产含氟材料产品的行业。该行业产品性能优异、品种多，被广泛应用于建筑、汽车、电子电器、航空航天、国防、医药医疗等行业。
- 氟化工产品种类繁多，分为无机氟化物与有机氟化物两大类。
- **无机氟化物**是指氟化工产品中含有氟元素的非碳氢化合物，是整个氟化工行业的基础。
- **有机氟化物**是指氟化工产品中含有氟元素的碳氢化合物，主要包括氟化烷烃及ODS及其替代品、含氟聚合物、含氟精细化学品等三大类。

资料来源：《氟化工产业链分析》，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

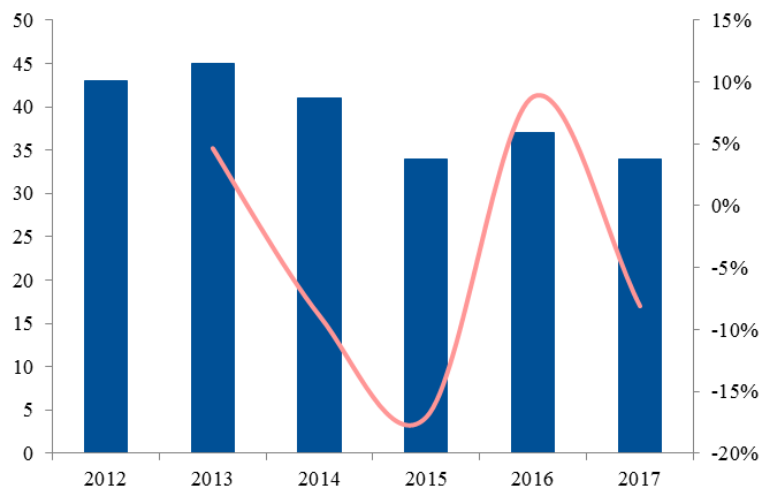
- 我国萤石储量仅占世界1/10，但产量与出口量却占据全球一半以上。由于萤石具有不可再生性，同时其对下游氟化工产业的重要性与必备性又赋予了其“战略性资源”的重要意义，我国不断采取措施保护国内的萤石资源，一方面对出口加以限制，另一方面通过设置高准入标准，限制开采企业数量。
- 国家对萤石资源在出口方面的政策步步收紧。萤石出口退税率从2003年的13%降到2004年的5%，2006年1月起出口退税被取消；从2007年起开征10%的出口关税，2008年上调到15%并延续至2012年，以此限制出口量。直到2013年因受到关于“中国资源保护、不正当竞争”等的压力，国家首次将萤石出口关税下调至0%。
- 严格准入标准从源头遏制萤石产量增长。为合理开发利用与有效保护资源和环境，促进萤石产业结构调整，贯彻落实《国务院办公厅关于采取综合措施对耐火粘土萤石的开采和生产进行控制的通知》，2010年2月24日，工业和信息化部等7部门联合发布了《萤石行业准入标准》。新准入标准实施后，行业扩张随即停止，行业规模进入回落阶段。

图：我国萤石资源相关政策



资料来源：工信部，民生证券研究院

图：我国萤石出口量（万吨）及同比增长（%）

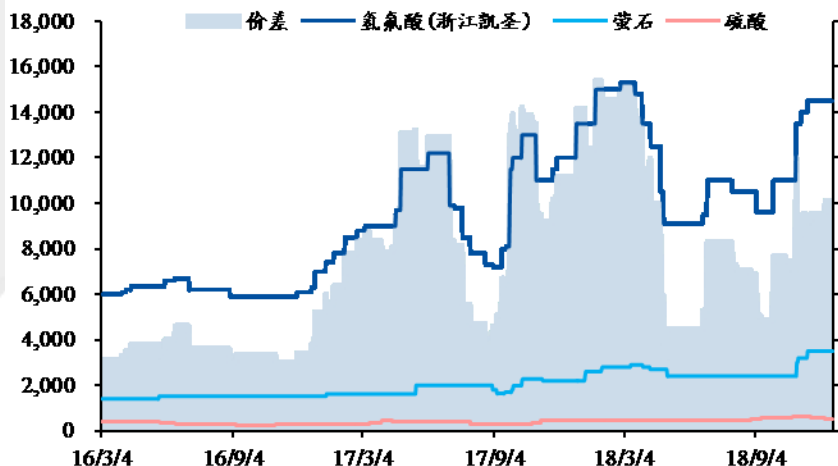


资料来源：中国海关，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

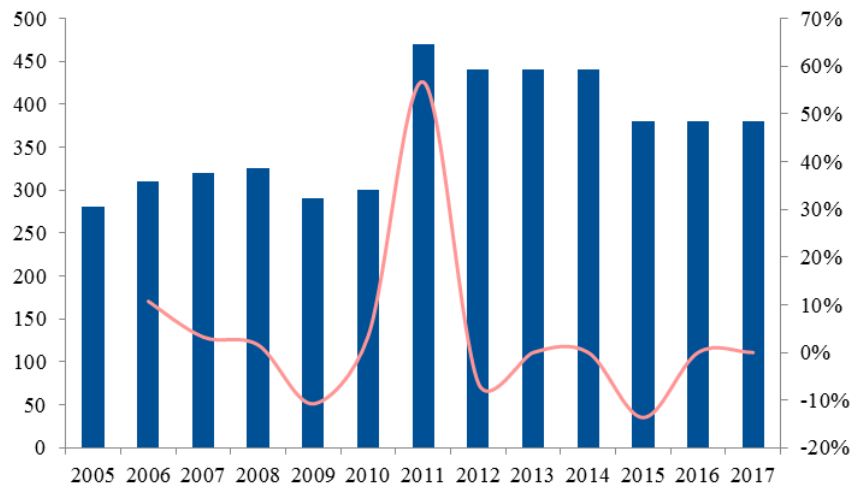
- 2018年全国面临环保压力，萤石行业开工率受到较大冲击。一方面，萤石产品在浮选过程中会产生高氟废水，对环境潜在破坏性大，属环保督查重点关注对象。另一方面，萤石行业“散、乱、差”现象突出，中小厂商违规生产普遍。在环保压力之下，众多违规生产的萤石企业难以生存，多面临关厂停产、收购重整的命运。
- 在产能收缩，产量及出口量均呈下降趋势的背景下，尽管下游产业对萤石需求产生影响，2019年供给规模仍作为主要驱动因素，萤石价格大概率保持在高位运行。一方面，出口限制与高准入标准严格限制萤石产能扩张；另一方面，环保高压将持续，部分企业接受检查开工率走低，不合格企业则面临关停命运。供应瓶颈现状短期内难以改变，将继续支撑萤石价格高位运行。

图：氢氟酸、萤石价格及价差（元/吨）



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

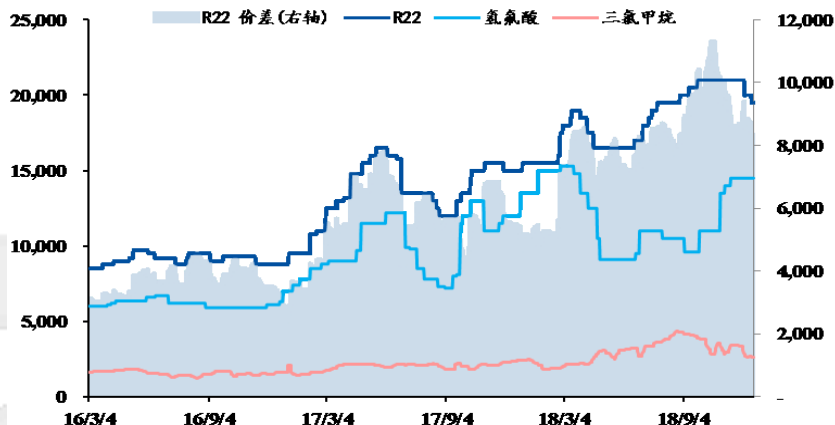
图：我国萤石产量（万吨）及同比增长（%）



资料来源：金石资源公司公告，民生证券研究院

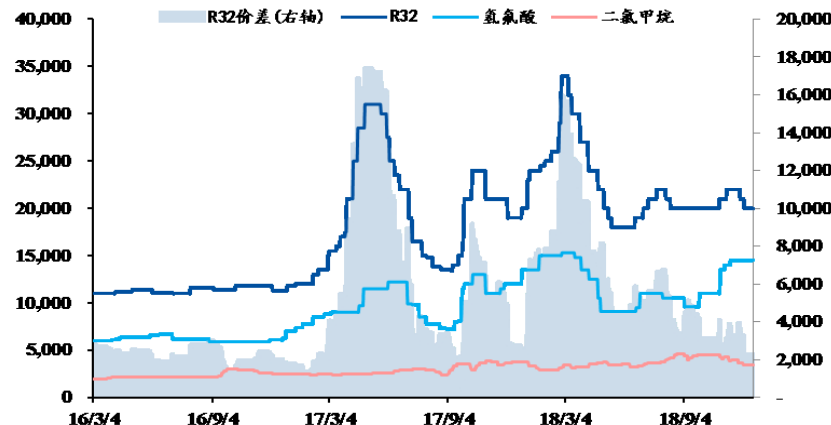
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

图：R22价格与价差（元/吨）



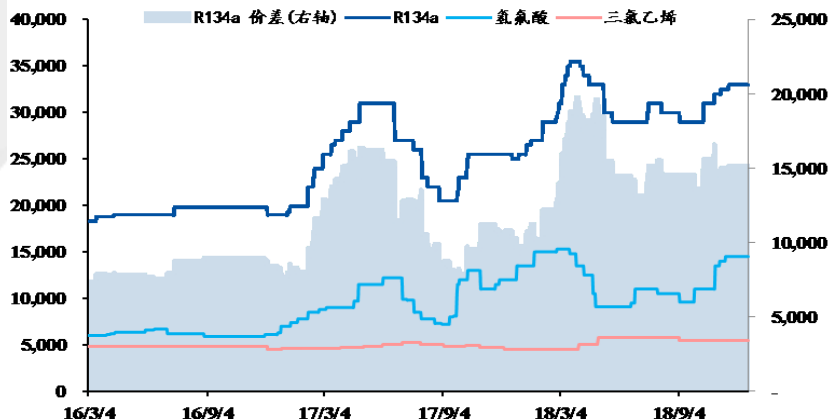
资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图：R32价格与价差（元/吨）



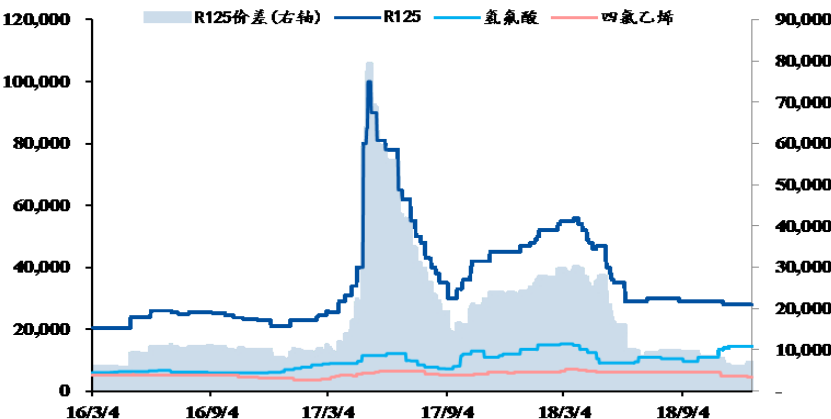
资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图：R134a价格与价差（元/吨）



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

图：R125价格与价差（元/吨）



资料来源：百川资讯，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

- 就第二代制冷剂（HCFCs）产品来讲，发达国家已逐渐达到完全淘汰标准。
- 此外，多国已开始对第三代制冷剂（HFCs）产能及应用范围加以管束。自2009年至今，北美三国连续6次提出将HFCs从《京都议定书》转移纳入《蒙特利尔议定书》进行管理的提案，强调高GWP值HFCs的削减控制。
- 制冷剂景气度提升：上游萤石货缺价高，带动无水氢氟酸价格大涨，产业链价格传导机制显现，二代制冷剂配额制效应将愈发明显，未来，三代制冷剂随着海外产能加速退出，产业将加速向国内转移。

图：第二代制冷剂（HCFCs）淘汰时间表

时间	发达国家	发展中国家
2010	削减75%	基准年
2013		冻结在2009-2010年平均水平
2015	削减90%	削减10%
2020	削减99.5%，仅留0.5%供维修	削减35%
2025		削减67.5%
2030	完全淘汰	削减97.5%，仅留2.5%供维修
2040		完全淘汰

图：第三代制冷剂（HFOs）减产时间表

年份	发展中国家（包括中国）	美国	欧盟
2011			可用制冷剂种类受限
2015			开始削减
2016		削减基数	
2017			GWP>150制冷剂禁止用于新出厂车型
2018			削减至基数63%
2020		每年削减10%	R404a禁止用于商用制冷机
2022			削减至基数45%
2024	开始冻结消费与生产		削减至基数31%
2025			R410a禁止用于单元空调制冷机
2029	开始削减		
2030			累计削减79%
2036		削减至基数的15%	削减至基数的15%
2045	削减至基数的20%		

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

资料来源：蒙特利尔议定书，欧盟商务部，民生证券研究院

1. 概览：2019市场景气度或有下行
2. 农化
 - 2.1 农药：需求刚性，市场回暖
 - 2.2 复合肥：行业整合加速，利润不断提升
 - 2.3 磷肥：磷矿石产能收缩，行业景气度上行
3. 氟化工：环保趋紧，供给收缩
4. 新兴领域：盈利能力持续增强
5. 推荐标的

我们推荐新兴领域个股的主要逻辑：

- 诸多新兴领域公司主营业务可持续盈利能力强，同时依靠自身较强的研发实力和较高的行业壁垒，长期享受行业红利。
- 除了主营业务之外，各公司积极进行行业并购，不断完善产业链，不断挖掘新的利润增长点，盈利能力持续增强，业绩高增速可期。
- 目前诸多新兴领域产品进口替代进程缓慢，但是进口替代需求强劲，且未来市场空间巨大。

投资建议：

- ◆ 2016年底“国六”最新尾气排放标准出台，北京、上海等一线城市即将开始实施，预计2020年在全国正式实施，催化材料有望放量，建议关注国瓷材料、万润股份等环保催化龙头公司。
- ◆ 美国先后制裁中兴通讯、限制对福建晋华的出口，贸易战愈演愈烈，半导体产业链国产化进程亟待加速，具有技术优势的上游材料公司值得关注。
- ◆ 2017年全球OLED材料市场规模为8.6亿美元，同增60%以上，预计2018年市场规模将达到12.6亿美元，同增近50%，建议关注万润股份、新纶科技等产业链上游优质标的。

1. 概览：2019市场景气度或有下行
2. 农化
 - 2.1 农药：需求刚性，市场回暖
 - 2.2 复合肥：行业整合加速，利润不断提升
 - 2.3 磷肥：磷矿石产能收缩，行业景气度上行
3. 氟化工：环保趋紧，供给收缩
4. 新兴领域：盈利能力持续增强
5. 推荐标的

【民生化工】推荐标的

公司代码	公司名称	收盘价 (2019/1/3)	EPS			PE			投资评级
			17A	18E	19E	17A	18E	19E	
300285	国瓷材料	15.36	0.41	0.78	0.91	37	20	17	推荐
300487	蓝晓科技	24.57	0.46	0.74	1.34	53	33	18	推荐
002749	国光股份	17.18	0.84	0.95	1.19	20	18	14	推荐
600486	扬农化工	35.88	1.86	3.24	3.97	19	11	9	推荐
002258	利尔化学	12.65	0.77	1.14	1.47	16	11	9	推荐
600141	兴发集团	10.13	0.44	0.9	1	23	11	10	推荐
002734	利民股份	10.08	0.83	0.67	0.89	12	15	11	推荐
000830	鲁西化工	9.74	1.24	2	2.39	8	5	4	推荐
600309	万华化学	27.55	4.09	4.74	5.4	7	6	5	推荐
600426	华鲁恒升	11.27	0.75	1.87	2.18	15	6	5	推荐

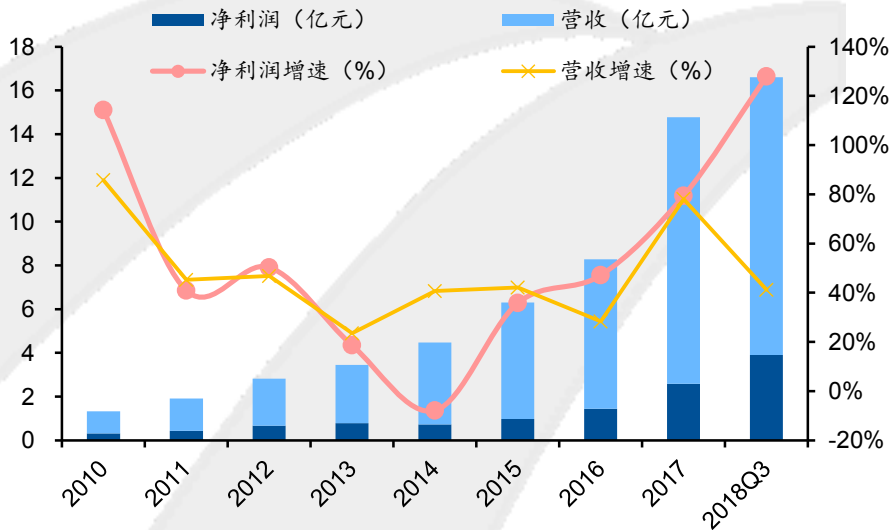
资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

国瓷材料：平台化新材料公司初显

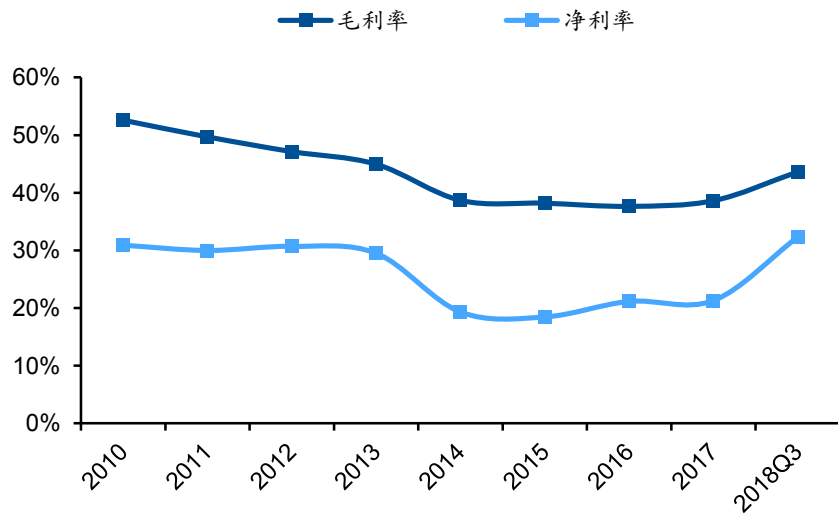
- 公司在电子行业、医疗行业和环保行业三大领域的战略布局基本完成。
- 内生业务发展稳健。MLCC配方粉量价齐升成为重要的业绩增长点；下游国内齿科材料快速增长，手机和智能手表等使用陶瓷背板逐渐成为风尚，公司纳米氧化锆产品销量保持快速增长。
- 外延业务增厚业绩显著。通过收购蜂窝陶瓷（王子制陶）、分子筛（江苏天诺）和钨钴固溶体（国瓷博晶）业务，已成为整体汽车催化解决方案企业。

图1：公司近年营收、净利润稳定增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司近年来毛利率、净利率稳步提升



资料来源：wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

蓝晓科技：下游需求多点开花，盐湖提锂进入兑现期

技术领先的吸附技术综合解决方案提供商：

国内产量最大、品种最全的特种树脂企业，产品包括20多个系列100多个产品，广泛应用于湿法冶金、生物制药、环保化工、食品等领域，2017年树脂产量1.2万吨。公司注重技术研发，管理层多为技术出身。总经理寇晓康为公司实际控制人，荣获国务院政府特殊津贴，公司先后完成了2项国家高技术研究发展计划（863计划）项目，荣获2项国家科技进步二等奖，具有雄厚的研发实力及技术积累。

募投产能进入产能释放期，下游需求多点开花：

公司2017年专用树脂销量1.2万吨，产能利用率已超过170%，产能瓶颈亟待突破。公司2.5万吨的募投项目2018年开始逐步投产，投资的蒲城蓝晓也将成为公司重要的生产基地，公司新产能进入投放期。近年环保排放标准不断提升，铷提取回暖、盐湖提锂需求爆发等带动公司树脂在环保化工、金属提取等领域的销量明显提升；生物制药领域，固相合成载体、层析介质等生物制药领域树脂产品的推广也有望加速。环保、生物制药、金属提取三大方向均具有较高景气度，公司产能有望快速释放。

风险提示：

盐湖提锂技术推广不及预期，相关树脂市场需求低于预期的风险。

持续斩获新能源相关订单，订单保障倍数高：

公司在手待执行订单超过12亿元，约是2017年营收的3倍，订单保障充足。今年公司新能源领域订单斩获尤其突出：1月公告与通威股份下属公司签订合计4900万元的精馏硼吸附树脂合同；3月公告与藏格锂业签订5.78亿元的1万吨碳酸锂的盐湖卤水提锂装置设备购销合同；6月与青海锦泰锂业签订4.7亿元的3000t/a碳酸锂生产线建设、运营和技术服务合同（参与利润分成）。目前上述订单均在稳步推进，将显著提升近两年的公司业绩。

盈利预测与投资建议：

预计公司2018~2020年EPS分别为0.74、1.34、1.72元，对应PE 分别为35、19、15倍，公司产能进入快速释放期，维持“推荐”评级。

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	444	762	1,385	1,749
增长率（%）	33.6%	71.5%	81.8%	26.3%
归属母公司股东净利润（百万元）	93	149	272	348
增长率（%）	51.0%	59.6%	82.9%	27.9%
每股收益（元）	0.46	0.74	1.34	1.72
PE（现价）	56	35	19	15
PB	6.4	5.4	4.2	3.3

资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

国光股份：内生外延并举迎行业发展新机遇

➤ 公司是国内植调剂原药及制剂登记最多的企业：

公司是专业从事植物生长调节剂和高效水溶性肥料的研究、生产和销售的企业，拥有植物生长调节剂原药登记证13种、制剂登记证33种，是国内植物生长调节剂原药及制剂登记最多的企业。公司是一个重视研发和市场开拓的哑铃型企业，具有较强的技术优势。目前公司在全国设有4个办事处、25个物流仓储服务中心，拥有农药登记证91个，肥料登记证39个，注册商标740个，科技成果4项，专利74项，省名牌产品1个，著名商标5件。

➤ 公司盈利能力强、现金流好、管理稳健：

除了2014年公司主动调整外，从2012年到2018年，公司营收净利均实现了持续的增长，加权ROE稳定在20%左右；毛利维持在50%左右、净利率稳定在20%以上；公司收现比长期稳定在100%左右；上市以来公司资产负债率一直在10%左右的低位。

➤ 产能升级、外延扩张，公司产业链不断完善：

公司IPO募投项目预计在19年3季度末投产，可转债募投项目预计在2020年投产，两次募投项目使得公司产能升级、延伸了产业链；另外公司正在整合江西天人生态，主营绿色生物农药，这次外延可以完善公司产品布局，增强整体服务能力。

➤ 风险提示：

公司市场开拓不及预期；公司原材料供给受限。

➤ 精准技术服务营销模式理念先进，行业迎发展新机遇：

一方面农业现代化过程中，植调剂的应用场景越来越广泛，另一方面，绿色农业、农药减量等一些列政策法规也带来植调剂需求增加。公司“培训文化+作物套餐”的精准技术服务营销模式，一方面具有客户粘性大、盈利水平高的特点，另一反面迎合了产业发展潮流，增强了公司业绩增长的可持续性。

➤ 盈利预测与投资建议：

预计公司2018~2020年每股收益0.95元、1.19元、1.53元，对应PE分别为18倍、15倍、11倍。参考申万一级化工行业平均18倍PE水平，考虑业绩稳健、内生外延增长确定，维持“推荐”评级。

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	737	890	1,087	1,357
增长率（%）	20.03%	20.65%	22.22%	24.77%
归属母公司股东净利润（百万元）	185	209	261	336
增长率（%）	33.07%	12.80%	25.06%	28.46%
每股收益（元）	0.84	0.95	1.19	1.53
PE（现价）	21	18.3	15	11
PB	/	3.2	2.6	2.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

扬农化工：菊酯高景气持续，一体化布局成长可期

➤ 全面布局农药产品，优嘉项目打开成长空间：

公司作为国内农药行业领跑者，多年来形成了以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局，全面布局除草剂、杀虫剂和杀菌剂等品类。目前公司拥有菊酯类杀虫剂总产能8100吨/年，麦草畏产能2.5万吨/年，草甘膦产能3万吨/年。公司江苏优嘉基地自建成以来，不断推出一系列新项目为公司带来持续稳定的业绩增长。此前投资19.8亿元的优嘉二期项目已于去年陆续建成投产运营，公司盈利能力大幅提升；优嘉三期正处于二次环评公示阶段，批复后可开工建设；当前，包括3800吨/年联苯菊酯、1000吨/年氟啶胺、120吨/年卫生菊酯和200吨/年轻哌酯农药在内的又一重大项目等待落地，建成投产后预计年均营业收入为10.23亿元，总投资收益率29.75%，公司长期成长性将进一步增强，整体竞争力有望不断提升。

➤ 收购中化国际农化资产，加速研产销一体化布局：

公司于8月初与中化国际签订协议，拟以现金受让中化国际股份有限公司持有的中化作物保护品有限公司和沈阳中化农药化工研发有限公司100%股权。此举将有利于公司打通终端销售渠道，发挥农化产业链的协同效应，同时促使公司巩固现有研发体系，逐步将市场前景良好的品种推向产业化，实现研产销一体化布局。

➤ 风险提示：

菊酯类杀虫剂价格大幅下降的风险；麦草畏价格大幅下降的风险；项目建设不达预期的风险。

➤ 菊酯景气不减，麦草畏价格位于底部：

受化工园区环保督查高压持续，菊酯原药与中间体企业复产率较低，供给大幅收缩。目前，菊酯行业维持高景气度，公司是目前国内唯一实现基础化工原料-中间体-农药原药产业链一体化的拟除虫菊酯生产企业，在本轮行情中保持满产，具备成本优势，有望充分受益于菊酯价格上涨。此外，优嘉二期2万吨麦草畏投产后，公司麦草畏原药产能达2.5万吨，随着耐麦草畏转基因大豆和转基因棉花在美国和南美不断推广，麦草畏需求快速增加，目前麦草畏价格位于底部，长期利润贡献确定性强。

➤ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2018-2020年EPS分别为3.24元、3.97元和4.38元，对应PE分别为12X、10X和9X，看好公司未来优嘉项目成长空间，维持“推荐”评级。

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	4,438	6,286	7,233	8,100
增长率（%）	51.5%	41.6%	15.1%	12.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	575	1,005	1,231	1,356
增长率（%）	30.9%	74.8%	22.4%	10.2%
每股收益（元）	1.86	3.24	3.97	4.38
PE（现价）	21.1	12.1	9.9	8.9
PB	3.1	2.6	2.1	1.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

利尔化学：草铵膦龙头企业，广安项目持续发力

➤ 草铵膦需求空间广阔，公司成本优势显著：

公司布局草铵膦市场多年，在国内具有领先的技术和成本优势。2018年以来草铵膦因新增产能陆续投放导致价格稍有回落，但随着百草枯禁用以及草铵膦草甘膦复配品种逐渐推广，草铵膦需求有望持续增长，未来市场空间广阔。从供给端看，部分草铵膦厂商因环保和采暖季政策开工受限，国内有效产能仅在1.3万吨左右，目前仅有利尔化学、浙江永农、石家庄瑞凯、山东亿盛以及河北威远等企业供货，供给弹性不大。此外，草铵膦未被列入美国2000亿美元中国进口商品征税清单也将利好国内原药出口。供需格局趋紧、成本支撑显著叠加出口利好，草铵膦行业景气度有望提升。同时，公司解决了草铵膦生产中格式反应控制及放大等难题，成本已优化至6-7万元/吨，在产品价格下滑、行业洗牌的进程中成本优势凸显，绵阳基地草铵膦生产线通过持续技改产能提升至700吨/月且基本实现满产，保证了产品的有效供应。

➤ 积极布局上下游，持续优化产业链：

为加强对上游关键原料的管控并在中部新增生产基地，公司拟投资20亿新建精细化工产品、新材料、高效安全农药等项目，随后设立合资子公司荆州三才堂以承接草铵膦原料业务。2018年10月，公司先后通过增资及收购股份，成为赛科化工、启明星氯碱两公司控股股东，以增强对重要农药中间体的把控，保证原料供应，进一步优化自身产业链。

➤ 风险提示：

草铵膦价格大幅下降的风险；草铵膦需求不及预期的风险；估值模型具有局限性。

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

➤ 广安项目加速推进，打开未来成长空间：

公司广安基地项目建设正在有序推进中，其中1000吨/年丙炔氟草胺已于10月建成投产，目前处于小规模生产，预计Q4将贡献经营利润；7000吨/年草铵膦（一期）目前处于试生产准备阶段，争取今年12月或明年1月运行投产；1000吨/年氟环唑项目预计2019年中期可投入生产。随后广安基地还将有5000吨敌草快、1000吨炔草酯等规划项目有待建设，会根据市场情况做出及时调整，为业绩增长提供广阔空间。

➤ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2018-2020年EPS分别为1.14元、1.47和1.62元，对应PE分别为12X、9.3X和8.4X，对比申万化工行业13X动态PE，维持“推荐”评级。

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	3,084	4,338	5,181	5,571
增长率（%）	55.6%	40.7%	19.4%	7.5%
归属母公司股东净利润（百万元）	402	600	769	849
增长率（%）	92.9%	49.3%	28.1%	10.3%
每股收益（元）	0.77	1.14	1.47	1.62
PE（现价）	17.7	11.9	9.3	8.4
PB	3.0	2.4	2.0	1.6

资料来源：公司公告，民生证券研究院

兴发集团：磷矿石价格步入上升通道，草甘膦行业回暖

➤ “矿电化一体”企业，全产业链优势突出：

公司是国内拥有“矿电化一体”产业链的综合性磷化工企业，拥有磷矿-黄磷-磷酸-磷酸盐-磷肥的磷化工完整产业链。公司磷矿石储量2.37亿吨，处于探矿阶段的储量约2.58亿吨，产能530万吨/年；拥有水电站31座，总装机容量16.9万千瓦，电能自给率50%，具有突出的成本优势；公司主要产能包括精细磷酸盐18.25万吨/年、磷铵60万吨/年、草甘膦18万吨/年、有机硅20万吨/年、氯碱31万吨/年以及电子级化学品6万吨/年。在磷矿石产能收缩的大背景下，公司靠近上游资源端，有利于原材料的稳定供应，同时能够充分获取磷化工全产业链利润。

➤ 供给侧改革叠加环保趋严，草甘膦行业回暖：

公司今年3月份收购内蒙腾龙100%股权，现有国内最大的草甘膦产能18万吨/年（泰盛化工/内蒙腾龙分别为13/5万吨/年）。环保压力加速供给侧落后产能出清，供需格局持续改善，同时粮食价格缓慢上涨以及原材料甘氨酸等价格上涨有望带动草甘膦涨价，目前行业开工率75%左右，草甘膦行业回暖。公司拥有10万吨的甘氨酸原料配套，一体化成本优势明显。

➤ 风险提示：

原材料价格大幅上涨的风险；磷矿石、有机硅、草甘膦价格大幅下跌等风险。

➤ 供需格局改善，磷化工产业链景气向上：

环保压力促使国内磷矿石大幅减产，受原料涨价带动，磷化工产业链迎来价值修复。随着国家政府对于磷矿石限产与限制出口指令的下达，今年磷矿石产量预计同比将下滑30%，2018年1-10月国内磷矿石价格同比上升约33%，原料上涨叠加磷肥自身的供给侧改革促使磷肥行业底部复苏，年初至今一铵、二铵价格同比分别上涨14%、9%，公司将充分受益于磷化工产业链的景气上行。

➤ 盈利预测与投资建议：

我们预计公司2018-2020年EPS分别为0.90/1.00/1.13元，对应PE分别为12/10/9.2X，参考申万化工指数13X动态PE，维持“推荐”评级。

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	15,758	17,820	20,144	22,502
增长率（%）	8.4%	13.1%	13.0%	11.7%
归属母公司股东净利润（百万元）	321	655	728	825
增长率（%）	214.6%	104.1%	11.1%	13.3%
每股收益（元）	0.44	0.90	1.00	1.13
PE（现价）	23.7	11.6	10.4	9.2
PB	1.0	0.9	0.8	0.7

资料来源：公司公告，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

利民股份：产能进入释放期，现金收购威远增厚业绩

➤ 代森类产品产能产量均为国内第一：

公司是以生产保护性杀菌剂为主的国家定点农药骨干企业，公司产能：本部络合态代森锰锌2.5万吨、霜脲氰2000吨、三乙膦酸铝5000吨、嘧霉胺1000吨、威百亩2万吨、硝黄草酮1000吨；双吉现有产能年产1万吨络合态代森锰锌、1000吨代森铵、1000吨代森锌、1万吨石硫合剂和8000吨硫磺悬浮剂等。参股34%的江苏新河主要生产百菌清，产能3万吨/年，处于国内前列位置。

➤ 现金收新奥威远，完善产业链布局、业绩增厚显著：

公司10月11日披露拟与欣荣投资联合第三方以现金的方式收购新奥股份持有的农兽药相关3家子公司，公式持股比例不低于51%。标的资产价格区间7.5~8亿元。新奥威远主要产能为杀虫剂、除草剂（草铵膦）等。本次并购在直接增厚业绩的同时，也有利于完善公司农化产业链布局，形成杀菌剂、杀虫剂、除草剂三个板块齐头并进的发展格局。

➤ 风险提示：

公司在建项目进度不及预期，产品价格出现超预期波动，估值模型具有局限性。

➤ 今明两年有望持续贡献新增产能：

新河的1万吨/年百菌清已于10月份投产，双吉的1万吨代森类项目预计今年年底投产，今明两年公司产能增长显著。本部新建的1000吨吡唑醚菌酯环评已过，500吨的苯醚甲环唑预计今年年底开工建设；另外，公司计划新建的3.5万吨代森锰锌项目目前仍处在环评阶段。公司规划产能也将给公司业绩带来持续增厚。

➤ 盈利预测与投资建议：

暂不考虑威远并表，预计公司2018~2020年EPS分别为0.67元、0.89元、0.94元，对应PE分别为16倍、12倍、11倍，公司产能投放有望持续带来业绩增长，维持“推荐”评级。

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	1,423	1,825	2,148	2,326
增长率（%）	22.66%	28.18%	17.75%	8.28%
归属母公司股东净利润（百万元）	137	191	253	268
增长率（%）	21.53%	38.77%	32.79%	5.73%
每股收益（元）	0.83	0.67	0.89	0.94
PE（现价）	13	16	12	11
PB	/	1.4	1.3	1.1

资料来源：公司公告，民生证券研究院

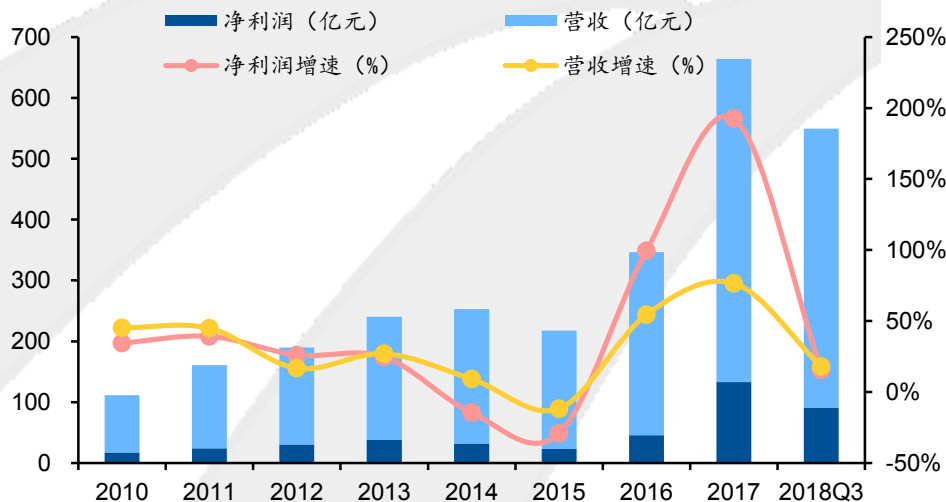
民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

万华化学：集团化工资产整体上市，未来业绩更上一层楼



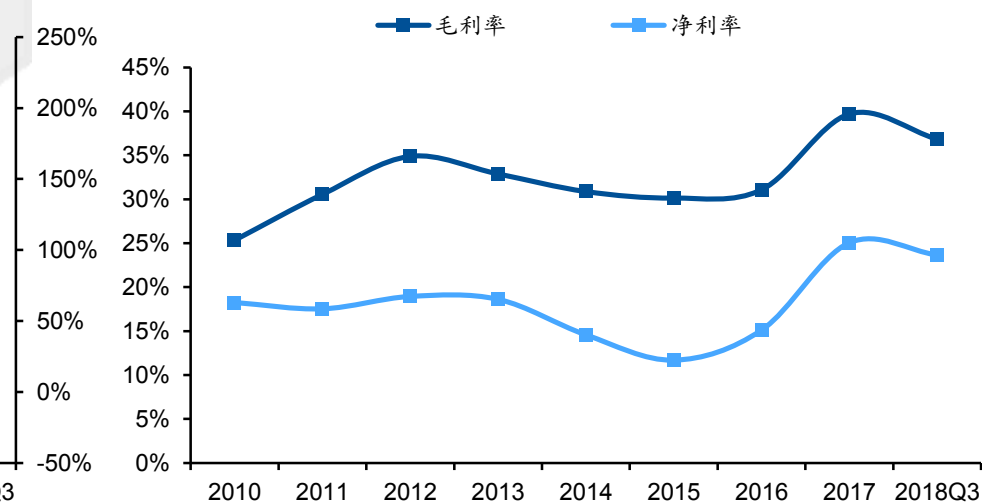
公司具备180万吨MDI产能，国内定价和控价权优势显著，行业单吨毛利超过12000元，同时公司以PDH为源头的C3/C4石化业务2016年顺利投产具备了75万吨PDH、30万吨丙烯酸甲酯、75万吨MTBE、24万吨环氧丙烷和20万吨聚醚的产能，公司石化业务未来还将有20万吨PC、30万吨TDI、20万吨聚醚、6万吨SAP等化工新材料相继投产，未来MDI、石化和新材料等三个业务板块有望形成三足鼎立的局面。

图1：公司今年营收、净利润稳定增长



资料来源：wind，民生证券研究院

图2：公司近年来毛利率、净利率稳步提升



资料来源：wind，民生证券研究院

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

技术先进、“一头多线”柔性多联产模式优势明显：

公司现有三套先进的水煤浆气化平台，氨醇产能320万吨，目前主要产能包括尿素220万吨/年、醋酸60万吨/年、55万吨/年乙二醇、DMF25万吨/年、混甲胺20万吨/年、20万吨/年多元醇、己二酸16万吨/年等。公司先进的水煤浆气化平台以烟煤为原料，能耗及环保优势显著；公司“一头多线”的协同联产体系，可根据市场变化及时调整产品结构，提高了抵御市场风险的能力，同时提升了公司整体的盈利水平。

醋酸盈利能力强，业绩弹性大：

受益于出口需求增加以及PTA行业景气度回升、2020年以前是醋酸产能释放空窗期，我们持续看好醋酸行业供给格局的改善。公司现有醋酸产能60万吨，完全成本在1800元/吨一下，按照目前价格，盈利水平仍然强劲。公司业绩对醋酸价格有较大弹性，根据我们的估值模型，醋酸价格上涨1000元/吨，公司EPS增厚约0.23元。

风险提示：

公司产品价格出现超预期波动，乙二醇投产进度不及预期。

50万吨煤制乙二醇投产，成本优势显著：

公司50万吨/年乙二醇项目于2018年3季度投产，该项目总投资26亿左右，相较于之前5万吨示范项目单吨投资大幅降低，得益于公司现金的水煤浆气化平台，公司乙二醇相较于国内同类项目，成本有500~1000元/吨的优势。按照1000元/吨净利测算，50万吨/年乙二醇项目稳产后，每年可为公司带来5亿元净利润。

盈利预测与投资建议：

预计公司2018~2020年EPS分别为1.87、2.18、2.37元，对应PE分别为6.7、5.7、5.3倍，公司是成本优势显著的煤化工龙头，维持“推荐”评级。

项目/年度	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入（百万元）	10,408	14,228	17,299	19,369
增长率（%）	35.15%	36.70%	21.59%	11.97%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,222	3,035	3,534	3,843
增长率（%）	39.58%	148.38%	16.43%	8.75%
每股收益（元）	0.75	1.87	2.18	2.37
PE（现价）	17	6.7	5.7	5.3
PB	/	1.6	1.3	1.0

资料来源：公司公告，民生证券研究院

【民生化工】重点覆盖标的

公司代码	公司名称	收盘价 (2019/1/3)	EPS			PE		
			17A	18E	19E	17A	18E	19E
600160	巨化股份	6.52	0.44	0.67	0.73	15.02	9.87	9.05
600426	华鲁恒升	11.27	0.75	1.87	2.18	15.33	6.15	5.28
600623	华谊集团	7.47	0.29	0.93	1.04	27.55	8.59	7.68
600309	万华化学	27.55	4.09	4.74	5.4	6.95	6.00	5.27
601233	桐昆股份	9.56	1.42	1.94	2.26	6.74	4.93	4.23
002341	新纶科技	10.00	0.34	0.58	0.95	31.44	18.43	11.25
002258	利尔化学	12.65	0.77	1.26	1.41	17.52	10.71	9.57
600486	扬农化工	35.88	1.85	3.24	3.97	19.90	11.36	9.27
002601	龙蟠佰利	12.16	1.25	1.48	1.74	9.74	8.22	6.99
000830	鲁西化工	9.74	1.24	2	2.39	7.84	4.86	4.07
603639	海利尔	25.96	2.43	3.15	3.83	10.94	8.44	6.94
002080	中材科技	8.10	1	1.27	1.42	8.08	6.36	5.69
002068	黑猫股份	5.90	0.73	0.78	0.83	8.08	7.56	7.11
600409	三友化工	5.66	0.97	0.88	1.1	5.86	6.45	5.16
300285	国瓷材料	15.36	0.42	0.68	0.97	37.95	23.44	16.43
600352	浙江龙盛	8.90	0.76	1.02	1.33	12.38	9.23	7.08
600596	新安股份	10.66	0.77	1.61	2.54	13.92	6.66	4.22
600141	兴发集团	10.13	0.44	0.9	1	23.00	11.24	10.12
603260	合盛硅业	42.10	2.48	3.74	4.74	17.40	11.54	9.11
300487	蓝晓科技	24.57	0.46	0.82	1.29	53.78	30.17	19.18
600256	广汇能源	3.69	0.13	0.22	0.36	28.38	16.77	10.25
000902	新洋丰	8.62	0.52	0.65	0.77	16.92	13.54	11.43
300596	利安隆	27.31	0.74	1.04	1.32	37.70	26.83	21.14
002734	利民股份	10.08	0.83	0.68	0.91	12.22	14.91	11.14
601678	滨化股份	4.27	0.7	0.99	1.12	6.23	4.40	3.89

资料来源：Wind，公司公告，民生证券研究院

• 分析师与研究助理简介

陶贻功，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

王静姝，武汉大学经济学学士，南京大学金融硕士，2018年7月加入民生证券化工团队。

分析师承诺：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

评级说明：

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅15%以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅5%~15%之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅5%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的12个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅5%以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5%之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005
 上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122
 深圳：广东省深圳市深南东路5016号京基一百大厦A座6701-01单元； 518001

民生证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格，请务必阅读最后一页免责声明

免责声明：

本报告仅供民生证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。