

资产负债表持续修复，周期龙头盈利改善

报告摘要：

行业景气度持续，企业盈利水平不断改善。受益于供给侧改革的持续深化以及环保监管升级提升化工行业的市场集中度，化工企业盈利水平在上半年显著改善。2017 年上半年基础化工行业上市公司共实现营业收入 19245.36 亿元，同比增长 33.53%；实现营业利润 1024.37 亿元，同比增长 50.52%，实现净利润 848.29 亿元，同比增长 52.58%。行业整体营业利润率 5.32%，较去年同期增加 0.91%，整体销售净利率 4.41%，同比增加 0.86%。

二季度行业去库存顺利结束，三季度周期品轻装上阵进入“金九银十”。二季度行业整体延续同比大幅增长势头，炭黑、钛白粉、聚氨酯等子行业净利润同比增长靠前。受行业去库存等因素影响，二季度化工品价格环比有所回落，但下游需求稳中向好，随着去库存的顺利完成，行业目前进入需求的旺季，来自环保等对供给收缩的压力不断增强，周期涨价行情有望在三、四季度阶段上演。

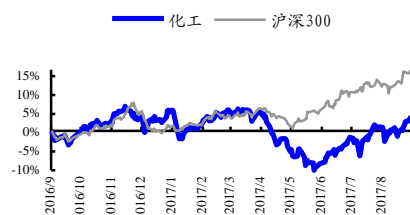
长期看杠杆率明显下降，资产负债表持续修复。17 年上半年化工盈利水平的大幅改善，行业资产负债表得到持续修复。二季度末基础化工行业资产负债率 54.04%，环比减少 0.13 个百分点。其中纯碱（-8.60%）、聚氨酯（-8.14%）、涤纶（-4.96%）资产负债率降幅居前。基础化工行业平均存货周转天数为 65.89 天，环比减少 4.76 天。二季度基础化工行业经营活动产生的现金流量净额为 270 亿元，同比上升 63.25%。除轮胎、染料等行业由于原料上涨，经营活动现金净流量有所下降以外，其他子行业经营性现金流均有不同程度的改善。

行业供给侧持续收缩，供给侧改革政策影响深远。二季度行业在建工程同比下降 13.49%，行业新增投资持续收缩。化工行业自然出清效果明显，供给进入理性投资时代，供需失衡局面有望持续改善。另一方面，供给侧去产能政策持续高压，落后产能淘汰加快。环保政策升级配合供给端去产能的持续深化，行业竞争格局将得以重塑，龙头公司占据产业高端环节，产品追求高端差异化，将是供给侧改革的最受益者。

周期龙头蓝筹化可期，成长股进入最佳配置区间。推荐钛白粉龙头龙蟠佰利、化纤龙头恒力股份、农药龙头扬农化工，以及杀菌剂龙头利民股份和差异化特色明显的中旗股份。同时建议积极关注成长性良好，国产化进程加快的电子化学品龙头广信材料和万润股份。

风险提示：需求不及预期的风险；原油价格大幅波动的风险；环保监管等约束政策放松的影响。

历史收益率曲线



涨跌幅（%）	1M	3M	12M
绝对收益	1.89%	13.00%	3.55%
相对收益	-0.88%	4.62%	-11.09%

重点公司

投资评级

龙蟠佰利	买入
恒力股份	买入
扬农化工	买入
利民股份	买入
中旗股份	买入
广信材料	买入
万润股份	买入

相关报告

《基础化工中期策略报告：周期二度花开，成长择优布局》

2017-07-07

证券分析师：邹兰兰

执业证书编号：S0550517030002

研究助理：李楠竹

执业证书编号：S0550116110022

021-20361120 linz@nesc.cn

目 录

1. 化工盈利水平持续改善，行业景气度提高.....	3
2. 二季度行业去库存，周期品重启旺季	7
2.1 二季度延续景气态势，收入净利润高增长.....	7
2.2 资产负债表持续修复，在建工程收缩.....	9
2.3 存货周转加快，企业现金情况好转.....	11
2.4 三季度业绩预计持续向好.....	14
3. 上半年重点行业回顾	15
3.1 聚氨酯	15
3.2 炭黑.....	17
3.3 氯碱.....	18
3.4 钛白粉.....	19
3.5 涤纶.....	21
3.6 农药.....	22
3.7 粘胶短纤.....	24
3.8 轮胎.....	25
3.9 氮肥.....	27
3.10 染料.....	28
4 重点公司推荐.....	29
4.1 龙蟠佰利	29
4.2 扬农化工	30
4.3 中旗股份	30
4.4 利民股份	31
4.5 恒力股份	32
4.6 广信材料	32
4.7 万润股份	33

1. 化工盈利水平持续改善，行业景气度提高

行业景气度提升，企业盈利持续改善。受益于供给侧改革的持续发力，以及环保监管高压带来的行业集中度的提升，化工行业整体景气度得到提升。2017 年上半年，化工品大体延续了去年下半年以来较为强势的价格行情，行业盈利情况整体持续向好。在我们选取的 299 家上市公司中，209 家上市公司业绩同比增长，只有 90 家公司业绩同比出现下降。化工行业上市公司实现营业总收入 19245.36 亿元，同比增长 33.53%，实现营业利润 1024.37 亿元，同比增长 50.52%，实现净利润 848.29 亿元，同比增长 52.58%。行业整体营业利润率 5.32%，较去年同期增加 0.91%，整体销售净利率 4.41%，同比增加 0.86%。

表 1：化工行业半年运行数据(亿元)

	2015 年 1-6 月	2015 年 7-12 月	2016 年 1-6 月	2016 年 1-6 月 同比增速	2016 年 7-12 月	2016 年 7-12 月 同比增速	2017 年 1-6 月	2017 年 1-6 月 同比增速
营业总收入	15,653.62	15,777.49	14,412.82	-7.93%	17,321.75	9.79%	19,245.36	33.53%
营业利润	660.02	363.07	680.55	3.11%	764.13	110.47%	1,024.37	50.52%
净利润	536.08	353.66	555.97	3.71%	614.34	73.71%	848.29	52.58%
营业利润率	4.22%	2.30%	4.72%	11.99%	4.41%	91.70%	5.32%	12.72%
净利率	3.42%	2.24%	3.86%	12.64%	3.55%	58.22%	4.41%	14.26%

数据来源：东北证券，wind

钛白粉、炭黑、聚氨酯等行业上半年盈利表现突出。分子行业看，受益于供给端收缩原材料价格上涨，化工产品涨价明显，17 个子行业今年上半年收入全部实现增长，其中钛白粉、聚氨酯、涤纶行业涨幅居前，复合肥、玻纤、染料行业涨幅较小。盈利能力方面，钛白粉、聚氨酯、纯碱、无机盐行业净利润同比大幅增长，轮胎、改性塑料和复合肥行业则出现不同程度的业绩下滑。受供给侧改革及下游需求提振，炭黑和氮肥行业扭亏为盈。从现金流量方面看，除钛白粉、复合肥、氯碱和氮肥外，其他子行业经营活动产生的现金流量净额出现同比较大幅度下降。

表 2：2017H1 化工各子行业营收、净利润及现金流量情况

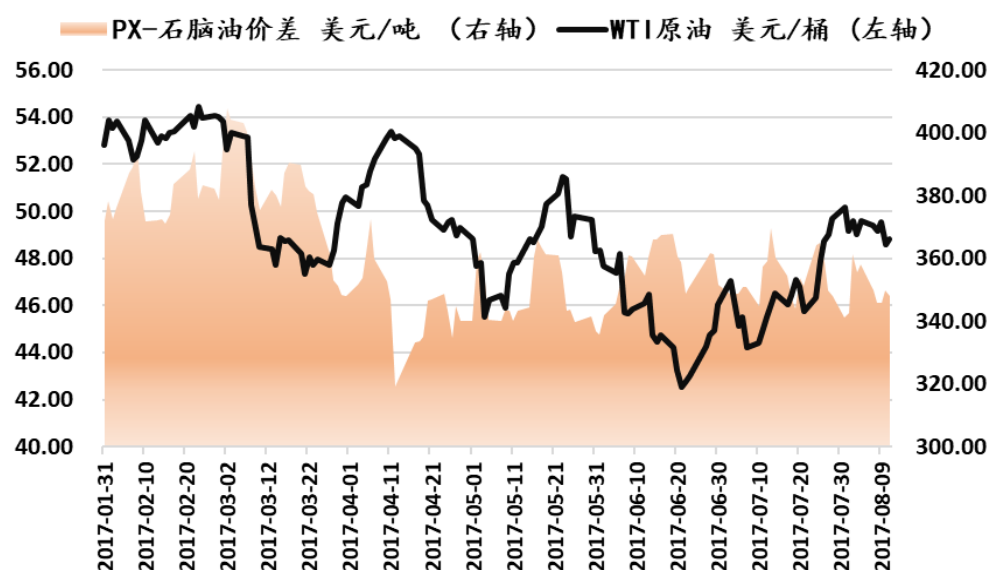
板块名称	营业总收入(亿元)	同比	净利润(亿元)	同比	经营活动产生的现金流量净额(亿元)	同比
聚氨酯	418.93	69.51%	73.86	324.85%	24.23	-50.34%
炭黑	51.85	60.20%	3.58	863.70%	1.04	-81.20%
纯碱	220.98	33.83%	20.92	316.82%	11.89	-7.91%
钛白粉	80.80	171.92%	17.67	1302.47%	10.30	445.55%
氯碱	543.51	24.76%	39.31	147.27%	75.78	83.79%
涤纶	1059.51	68.55%	42.01	76.14%	1.60	-94.56%
氟化工及制冷剂	121.50	28.19%	10.90	123.37%	2.49	-6.74%

农药	598.54	27.09%	41.22	70.76%	11.70	-55.46%
粘胶	63.39	22.69%	2.49	69.80%	-4.96	-271.89%
无机盐	36.79	35.29%	4.64	232.70%	3.00	-26.61%
复合肥	286.53	9.74%	18.26	-7.55%	27.71	131.74%
轮胎	541.70	23.37%	10.36	-40.89%	-23.34	-156.07%
改性塑料	153.44	37.94%	6.15	-25.84%	-16.96	-336.38%
玻纤	101.27	14.14%	15.64	27.90%	17.44	-17.57%
氮肥	379.70	32.80%	12.32	591.52%	39.15	58.70%
磷肥	319.97	74.60%	-3.94	61.34%	0.56	-91.13%
染料	136.38	21.52%	21.76	5.60%	-4.58	85.15%

数据来源：东北证券，wind

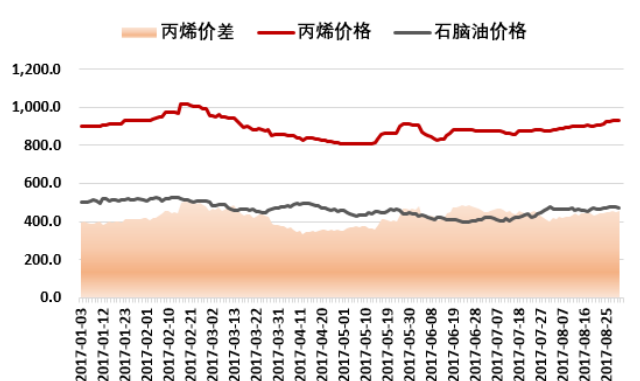
原油价格震荡上行，石化产品价格差稳定。上半年原油价格震荡走弱，一、二月份受益于 2016 年底 OPEC 减产协议油价在 54 美元/桶附近波动，但由于在传统原油消费旺季，美国商业原油库存下降趋势不及预期，加上美国页岩油产量及石油钻井数持续增加，市场对原油市场回归再平衡的预期逐渐悲观，因此三月份原油价格大跌。四月份美国原油库存增幅减缓，加上 OPEC 减产期限有望延长，原油价格出现反弹。五月由于利比亚方面最大油田重启、美国原油产量持续攀升、钻井数突破 700 口，而 OPEC 在延长减产协议的问题上，并未能如市场预期那样在延长期限的同时扩大减产力度，导致油价继续下挫至 45 美元。六月份油价跌至近 10 个月低位，不过随着美国消费旺季对需求的提振逐步体现，美国钻井数增幅减缓以及原油库存跌幅超预期，目前油价回升至 50 美元附近。下半年如果美国页岩油产量继续增加而 OPEC 没有增强减产力度的话，原油上涨机会较小，预计价格会在 45-55 美元区间波动。下游石化产品价格中枢基本稳定，供需格局决定产品价格差。2017 年以来主要石化产品价格保持基本稳定，PX-石脑油价差维持在 350 美元/吨左右，丙烯-石脑油价差维持在 350-500 美元/吨之间，乙烯-石脑油价差维持在 500-900 美元/吨之间。石化产品价格差保持小幅震荡走势，石化企业盈利能力稳定。

图 1: PX-石脑油价差



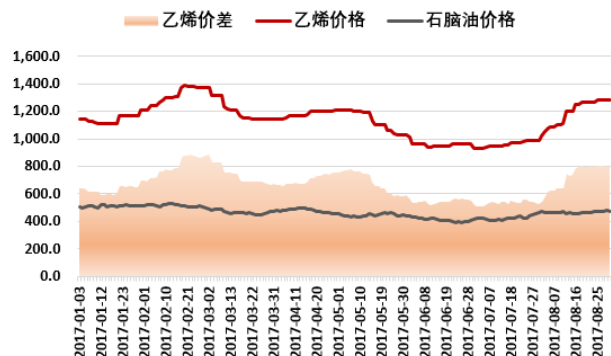
数据来源：东北证券，Wind

图 2: 丙烯-石脑油价差 (美元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

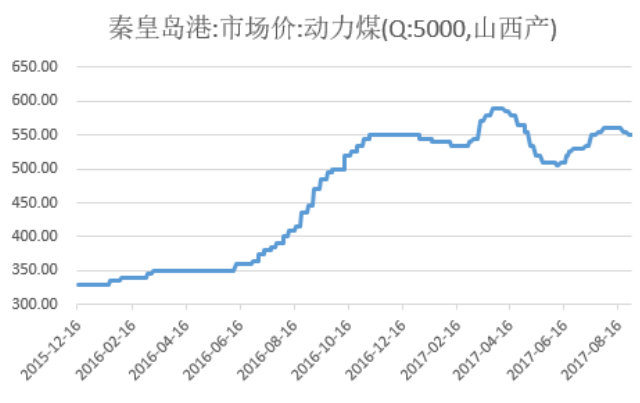
图 3: 乙烯-石脑油价差 (美元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

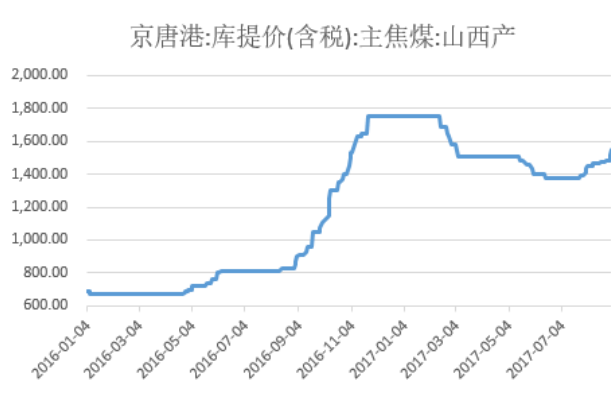
供给侧改革持续推进, 煤炭价格高位震荡。2016 年 2 月 6 日, 国务院发布了《国务院关于煤炭行业化解过剩产能实现脱困发展的意见》, 《意见》要求, 从 2016 年开始, 用 3 至 5 年的时间, 退出煤炭产能 5 亿吨左右、减量重组 5 亿吨左右。至此煤炭价格大幅上涨, 秦皇岛港动力煤 (Q:5000) 从年初的 330 元/吨上涨到了年末的 550 元/吨, 京唐港主焦煤价格从 2016 年初的 690 元/吨上涨到了 2016 年末的 1750 元/吨。2016 年 12 月 17 日, 发改委表示全年煤炭 2.5 亿吨的目标任务已超额完成。2017 年初, 由于安全督查和环保约束要求, 煤矿开工 (复工) 率较低, 煤炭市场供给不足。第二季度以来, 国家有关部门采取多种手段增加煤炭产量释放, 已核准项目加快试运转步伐。2017 年上半年秦皇岛港动力煤 (Q:5000) 动力煤价在 500-600 元/吨区间维持震荡走势; 京唐港主焦煤价格先跌后涨, 在 1400-1800 元/吨波动, 整体来看 2017 年到目前为止煤价趋于平稳。严格的去产能政策导致煤炭价格大幅上涨, 同时也对煤化工产业链产品价格有所支撑。四季度是我国用煤的旺季, 为了缓解秋冬季节天气转冷后供暖导致的严重雾霾问题, 环保部提出京津冀大气污染方案, 煤炭也会采取限产措施, 煤炭价格有望进一步提升。

图 4: 动力煤价格走势 (元/吨)



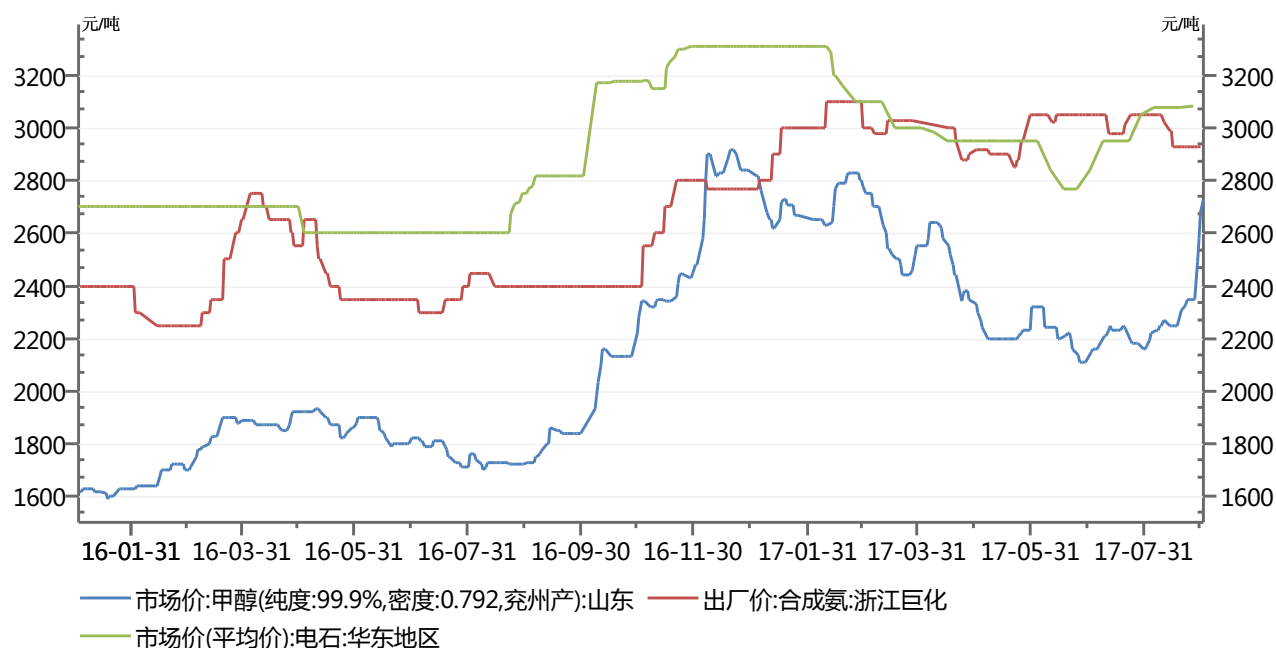
数据来源: 东北证券, Wind

图 5: 主焦煤价格走势 (元/吨)



数据来源: 东北证券, Wind

图 6: 甲醇、合成氨、电石价格

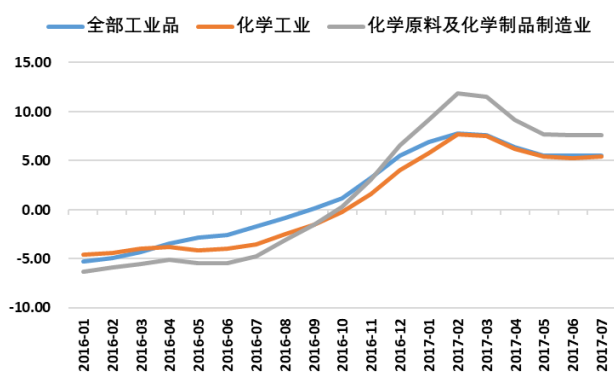


数据来源: 东北证券, Wind

煤化工产品涨价显著, 产业盈利景气大年。我国传统煤化工产品生产规模均居世界第一, 合成氨、甲醇、电石和焦炭产量分别占全球产量的 32%、28%、93%和 58%, 并处于阶段性供大于求状态, 产能存在结构性过剩。合成氨、甲醇和电石价格在 2016 年度随着主焦煤价格的上升而走高, 2017 年至今, 价格较年初略有下降, 保持震荡走势。煤炭新型煤化工主要产出油品(柴油、汽油、航空煤油)、天然气、二甲醚、烯烃、乙二醇等, 产品市场尚处于成长阶段。煤炭价格的上升显著提高了部分企业的原材料和生产成本, 配合严厉的环保政策, 进一步加大中小企业的生存压力, 迫使技术落后、资金链紧张的小产能退出。

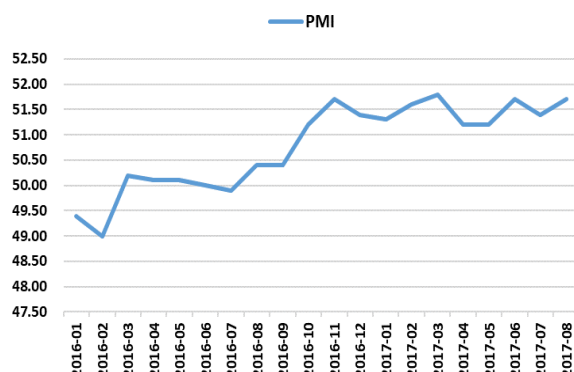
宏观需求有韧性, 支撑价格行情进一步发展。上半年中国宏观经济中国经济稳中向好, GDP 增速回升到 6.9%, 比去年全年增速上升 0.2 个百分点。PPI, PMI 等指数全面上扬。上半年 PPI 同比上升 6.6%, 而去年同期下降 3.9%。制造业 PMI 均值为 51.5%, 高于去年同期 1.7 个百分点。随着供给侧改革和环保政策的持续推进, 供需格局明显改善的子行业盈利继续大幅增长, 上半年化学原料和化学制品制造业累计同比上涨 9.5%。最新公布的 8 月官方制造业 PMI 为 51.7, 连续 13 个月在荣枯线上方, 预期为 51.3, 前值为 51.4, PMI 大超预期。制造业供需联动回升明显, 企业生产经营整体向好, 大型企业 PMI 为 52.8%; 中型企业 PMI 为 51.0%; 小型企业 PMI 为 49.1%。大企业利润改善、生产扩张意愿强烈, 加强周期龙头蓝筹化的趋势。原材料购进价格指数达到 65.3 (前值 57.9), 相关行业金属冶炼、化学原料和化学制品制造等行业 PMI 持续位于扩张区间。即将进入金九银十的传统旺季, 传统行业尤其是原料制造业需求旺盛。

图 7: PPI 数据 (同比%)



数据来源: 东北证券, 国家统计局

图 8: 制造业 PMI 数据



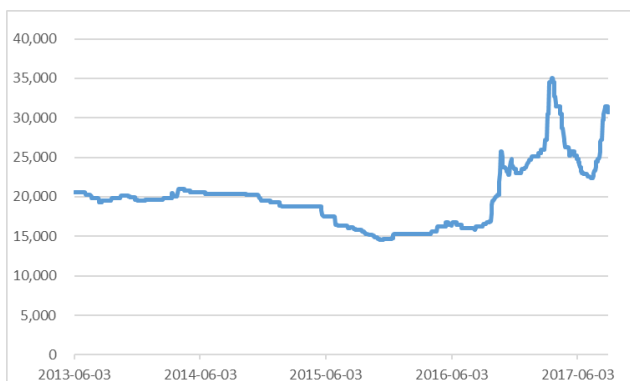
数据来源: 东北证券, 国家统计局

2. 二季度行业去库存, 周期品重启旺季

2.1 二季度延续景气态势, 收入净利润高增长

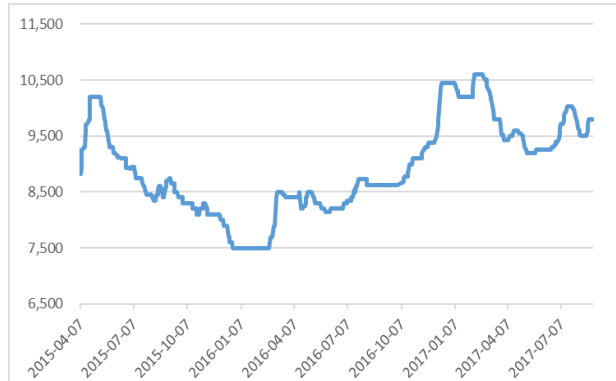
化工产品价格在今年上半年呈现了过山车式的走势, 一季度延续了自去年下半年开启的涨价行情, 春节后受库存因素影响, 产品价格从高位开始回落。二季度行业去库存顺利, 至三季度初去库存阶段结束, 供需结构再次紧张, 周期品旺季开启, 价格行情再次展开。

图 9: MDI 价格走势/(元/吨)



数据来源: 东北证券, wind

图 10: 涤纶长丝 DTY 价格走势/(元/吨)



数据来源: 东北证券, wind

图 11: 烧碱 (99%片碱) 价格走势/(元/吨)

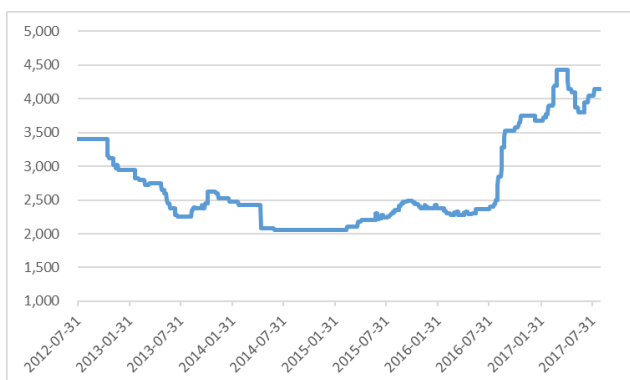
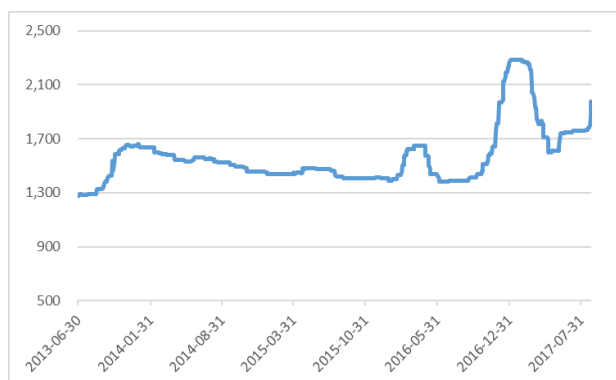
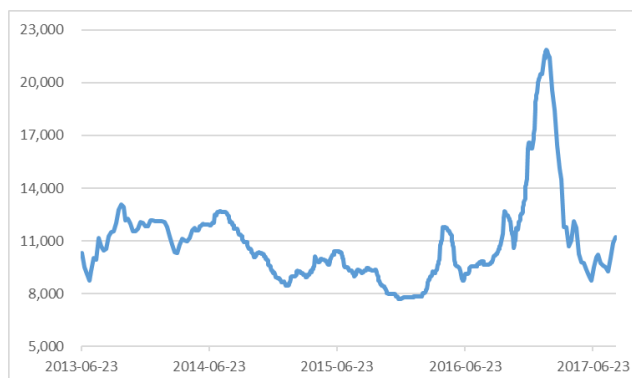


图 12: 重质纯碱价格走势/(元/吨)



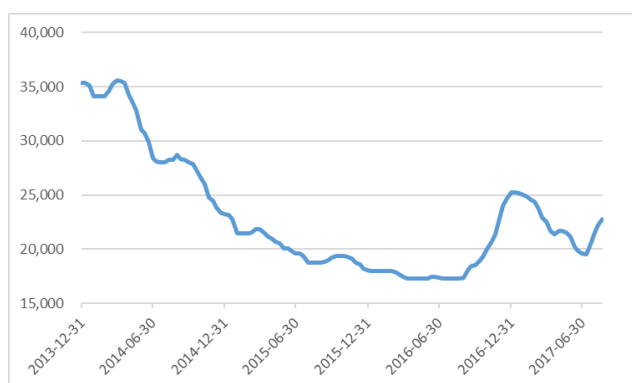
数据来源：东北证券,wind

图 13: 丁苯橡胶价格走势/(元/吨)



数据来源：东北证券,wind

图 15: 草甘膦（95%原药）价格走势/(元/吨)



数据来源：东北证券,wind

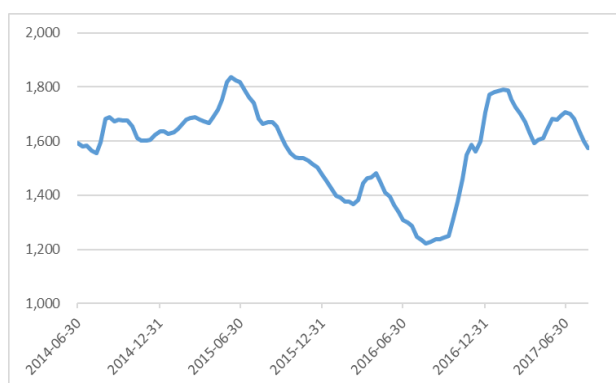
数据来源：东北证券,wind

图 14: PVC（电石法）价格走势/(元/吨)



数据来源：东北证券,wind

图 16: 尿素（小颗粒）价格走势/(元/吨)



数据来源：东北证券,wind

二季度化工各子行业盈利水平整体表现出了较强的盈利改善趋势。涤纶、农药、轮胎等单季度收入规模均超 200 亿元。二季度营业收入同比增长相对靠前的行业有，钛白粉（171.02%）、涤纶（70.89%）、聚氨酯（65.32%）、炭黑（52.73%），净利润增长靠前的有炭黑（644.20%）、钛白粉（529.78%）、氮肥（383.43%）、聚氨酯（227.63%）。环比来看，环比一季度，涤纶（51.47%）、氯碱（31.07%）、玻纤（21.23%）收入环比增长靠前，磷肥（-13.17%）、染料（-6.75%）等二季度营业收入环比则有所下滑。二季度净利润环比增长相对较大的行业有炭黑（119.64%）、玻纤（23.11%）、氟化工（20.89%）、钛白粉（18.15%）。磷肥（-19550%）、轮胎（-49.93%）、粘胶短纤（-44.38%）、纯碱（-35.87%）二季度的净利润环比下滑幅度较大。从相对盈利水平来看，聚氨酯、无机盐、玻纤盈利能力强，产品销售毛利率在上半年均超过 30%，销售净利率均大于 10%。二季度毛利率同比提高较快的子行业有聚氨酯（8.08%）、炭黑（4.06%）、氮肥（3.84%）、氟化工（3.43%）、无机盐（3.39%）、农药（3.18%）等。

表 3: 化工重点子行业二季度盈利情况

	营业收入（亿元）	营业收入同比	营业收入环比	净利润（亿元）	净利润同比	净利润环比
聚氨酯	224.65	65.32%	15.63%	39.43	227.63%	14.49%
炭黑	27.56	52.73%	13.46%	2.46	644.20%	119.64%

纯碱	116.38	25.39%	11.26%	8.17	162.11%	-35.87%
钛白粉	41.79	171.02%	8.15%	9.57	529.78%	18.15%
氯碱	308.30	25.90%	31.07%	18.17	69.14%	-14.05%
涤纶	638.19	70.98%	51.47%	20.89	34.28%	-1.09%
氟化工	65.84	30.94%	18.50%	5.96	67.83%	20.89%
农药	297.40	13.45%	-1.24%	21.49	63.77%	8.92%
粘胶短纤	32.72	23.50%	6.68%	0.89	-13.36%	-44.38%
无机盐	19.98	27.74%	18.86%	2.28	92.08%	-3.39%
复合肥	147.72	5.40%	6.45%	8.37	-21.51%	-15.37%
轮胎	280.44	11.91%	7.75%	3.46	-61.30%	-49.93%
改性塑料	77.79	35.52%	6.90%	3.01	-21.89%	1.69%
玻纤	55.50	11.89%	21.23%	8.63	13.43%	23.11%
氮肥	204.97	32.55%	17.31%	5.29	383.43%	-24.75%
磷肥	148.71	26.48%	-13.17%	-3.93	34.75%	-19550%
染料	65.81	13.10%	-6.75%	11.20	-20.18%	5.16%

数据来源：东北证券,wind

表 4：化工重点子行业分季度相对盈利情况

	一季度				二季度			
	毛利率 (%)	毛利率同 比(%)	净利率 (%)	净利率同 比(%)	毛利率 (%)	毛利率同 比(%)	净利率 (%)	净利率同 比(%)
聚氨酯	31.25	11.76	17.72	12.75	31.10	8.08	17.55	8.92
炭黑	19.34	4.69	4.63	10.21	21.74	4.06	8.92	7.09
纯碱	28.88	5.59	12.18	9.55	21.22	-0.26	7.02	3.66
氯碱	23.44	4.70	8.99	6.11	16.93	-1.50	5.89	1.71
涤纶	8.94	0.75	5.01	1.86	6.78	-2.48	3.27	-0.98
氟化工	19.01	4.81	8.88	5.90	22.44	3.43	9.06	1.99
农药	17.80	-1.46	6.55	1.27	20.14	3.18	7.23	2.22
粘胶短纤	13.55	1.57	5.22	3.48	11.29	-2.80	2.72	-1.16
无机盐	35.69	7.75	14.06	12.25	32.11	3.39	11.40	3.82
复合肥	18.46	1.45	7.13	-0.39	16.13	-0.72	5.66	-1.94
轮胎	12.00	-3.48	2.65	-1.66	10.38	-4.36	1.23	-2.50
改性塑料	14.91	-5.40	4.06	-4.29	14.54	-4.53	3.87	-2.84
玻纤	35.76	2.36	15.31	0.69	35.78	0.87	15.55	2.23
氮肥	12.86	2.99	4.03	4.51	11.28	3.84	2.58	3.80
磷肥	8.79	-7.65	-0.01	6.36	7.67	-1.93	-2.64	2.48

数据来源：东北证券，wind

2.2 资产负债表持续修复，在建工程收缩

上半年，随着化工企业盈利的大幅改善，行业的资产负债表得到较明显的修复，资产营运水平得到较大提升。炭黑、氮肥、纯碱等行业总资产周转率同比变化较大。从资产负债率来看，二季度基础化工行业资产负债率为 54.04%，环比减少 0.13 个百分点，同比减少 2.38 个百分点。子行业中负债率下降较大的有纯碱（-8.60%）、聚氨酯（-8.14%）、涤纶（-4.96%）等。改性塑料、磷肥、氟化工等少数行业资产负

债率仍然出现上升的趋势。

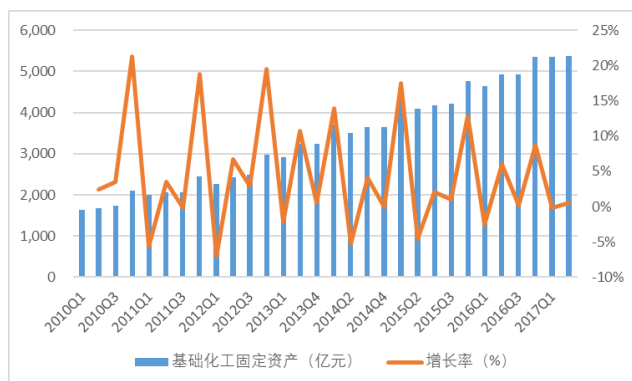
表 5：化工子行业 2017 年上半年期末资产负债情况

	总资产周转率	同比变化	资产负债率	同比变化	环比变化
聚氨酯	0.4482	0.1675	52.18%	-8.14%	-0.47%
炭黑	0.5228	0.4657	58.99%	-1.28%	-0.12%
纯碱	0.3534	0.2153	53.53%	-8.60%	-1.21%
氯碱	0.3056	0.1361	58.41%	-3.81%	-0.75%
涤纶	0.5580	0.1273	55.94%	-4.96%	-0.75%
氟化工	0.4134	0.0377	39.47%	3.82%	4.38%
农药	0.3912	-0.0198	48.44%	1.80%	-1.02%
粘胶短纤	0.3649	0.0366	50.56%	-0.13%	4.47%
无机盐	0.2474	0.1486	47.30%	-3.99%	1.80%
复合肥	0.4315	-0.0607	44.64%	2.18%	0.34%
轮胎	0.4486	0.1077	54.43%	-0.99%	-0.33%
改性塑料	0.4584	-0.0762	47.91%	4.33%	-3.17%
玻纤	0.2035	-0.0369	53.87%	-1.34%	0.65%
氮肥	0.3941	0.3124	72.10%	-1.56%	-0.56%
磷肥	0.3238	0.2947	89.24%	3.51%	0.22%

数据来源：东北证券, wind

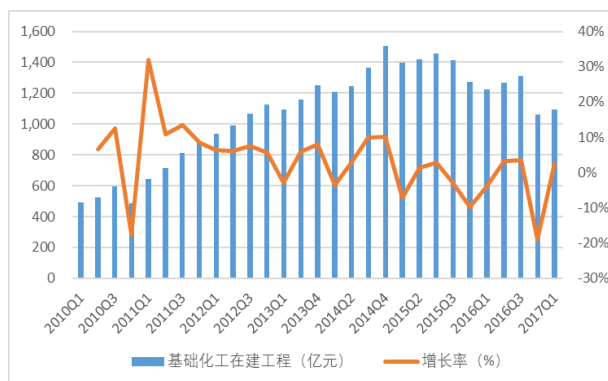
基础化工行业固定资产投资增长率在最近几年下降明显，2017 年一季度基础化工行业固定资产同比减少 0.19%，剔除新股影响，二季度行业固定资产环比维持缓慢下降的趋势。在建工程自 2011 年增长率便大幅下降，2016 年 4 季度环比减少 18.91%，2017 年二季度在建工程同比下降 13.49%。行业盈利大幅改善，企业投资却没有明显增加，这也证明了化工供给侧改革效果显著，行业投资在政策、环保环评等的限制下很难随着盈利的增强而增加。从子行业来看，多数子行业在建工程投资呈现增速趋缓的势头，农药等行业连续三个季度出现在建工程环比下降。

图 17：基础化工固定资产变化趋势



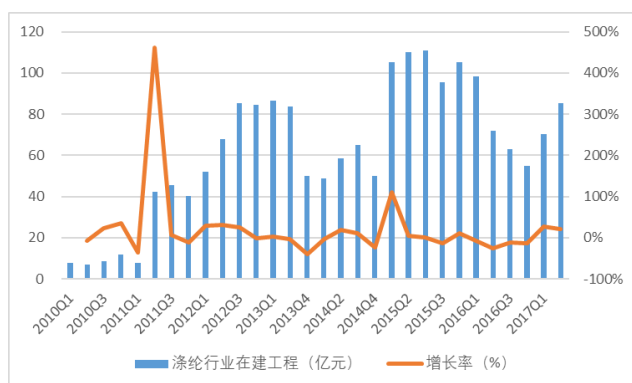
数据来源：东北证券,wind

图 18：基础化工行业在建工程变化趋势



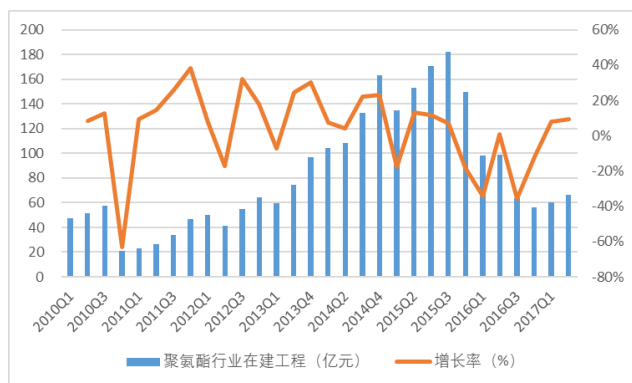
数据来源：东北证券,wind

图 19: 涤纶行业在建工程变化趋势



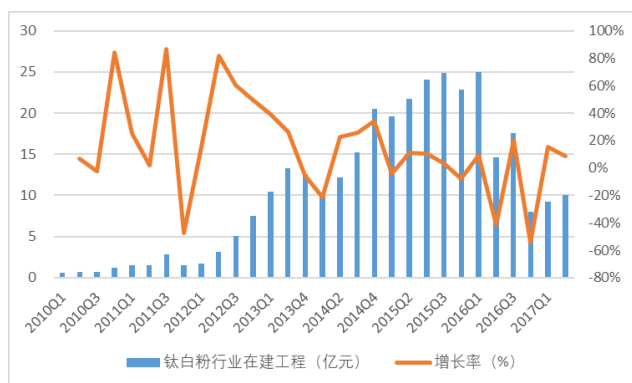
数据来源: 东北证券,wind

图 21: 聚氨酯行业在建工程变化趋势



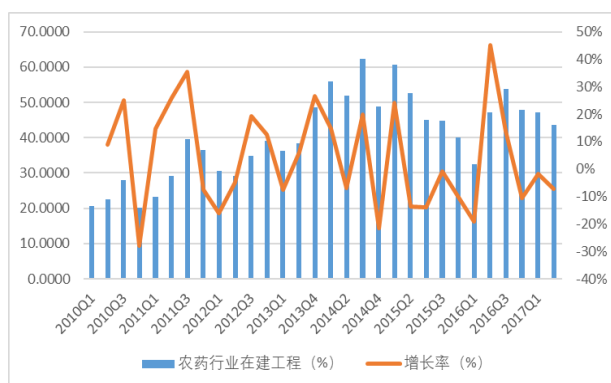
数据来源: 东北证券,wind

图 23: 钛白粉行业在建工程变化趋势



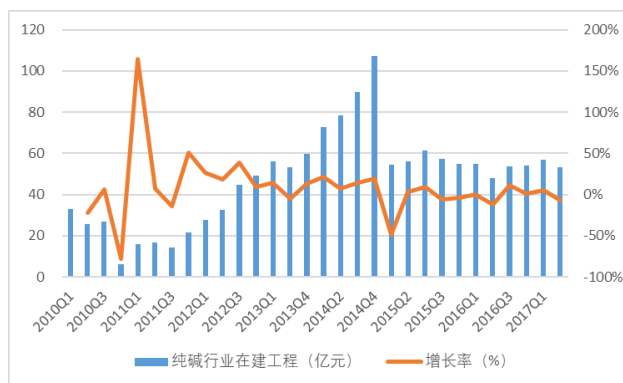
数据来源: 东北证券,wind

图 20: 农药行业在建工程变化趋势



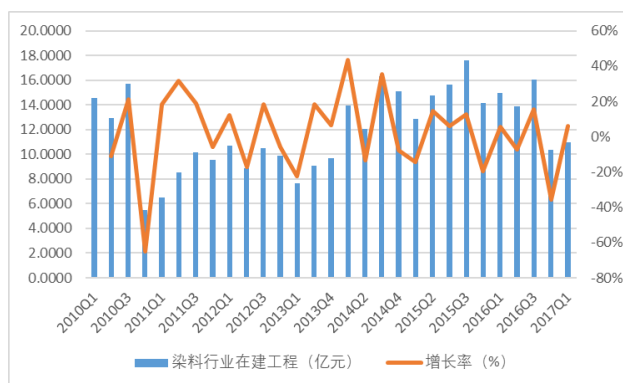
数据来源: 东北证券,wind

图 22: 纯碱行业在建工程变化趋势



数据来源: 东北证券,wind

图 24: 染料行业在建工程变化趋势



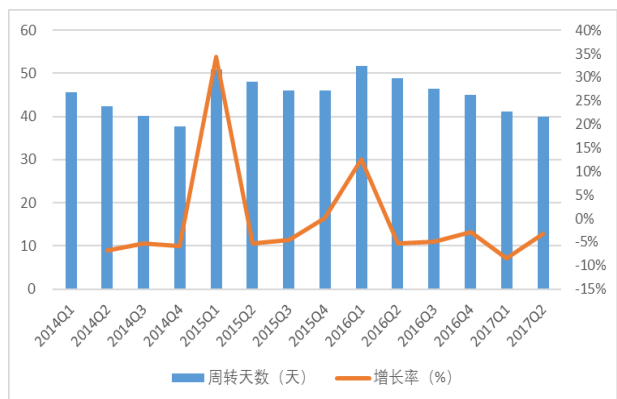
数据来源: 东北证券,wind

2.3 存货周转加快, 企业现金情况好转

从营运角度来看, 行业景气度的提升, 化工企业的资产营运水平有了较大幅度的改善, 基础化工行业平均存货周转天数为 65.89 天, 环比减少 4.76 天。子行业中纯碱、涤纶上半年周转天数下降较多。受去库存影响因素, 至 6 月底纯碱行业库存降至 30 万吨的低水平。涤纶长丝市场库存受到产销较好的支撑一直处于低位, 6 月份库存为 8 天左右。粘胶短纤存货源预售量充裕, 二月份甚至出现负库存。整体来看, 各子行业供需格局都向合理方向发展。从企业的经营活动现金流量净额来看,

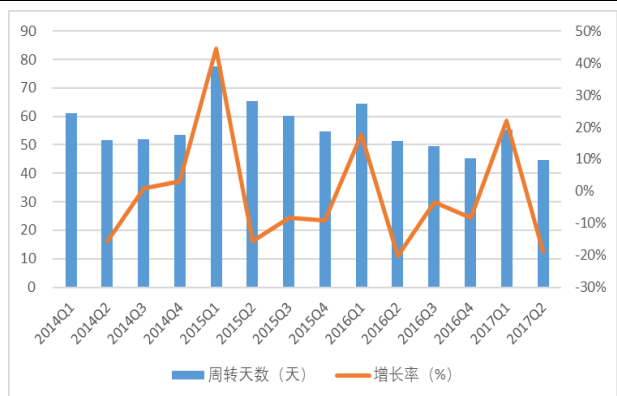
二季度基础化工行业经营活动产生的现金流量净额为 270 亿元，同比上升 63.25%。除轮胎、染料等行业由于原料上涨，经营活动现金净流量有所下降以外，其他子行业经营性现金流均有不同程度的改善。

图 25: 基础化工存货周转天数变化趋势



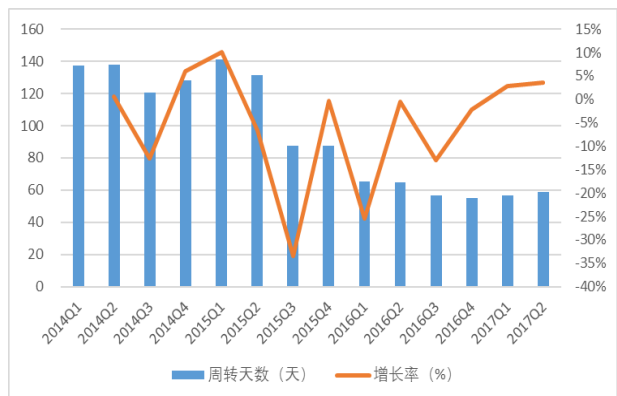
数据来源: 东北证券, wind

图 27: 氯碱存货周转天数变化趋势



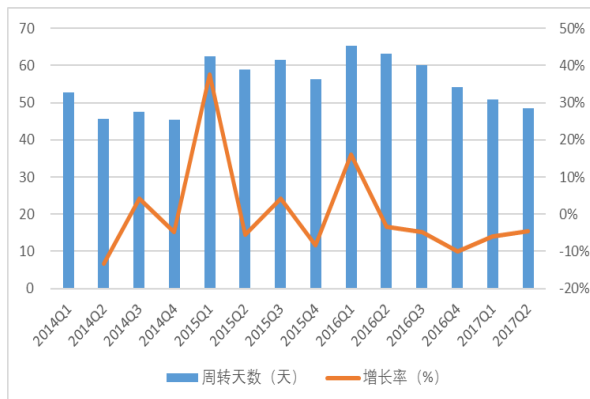
数据来源: 东北证券, wind

图 29: 粘胶短纤存货周转天数变化趋势



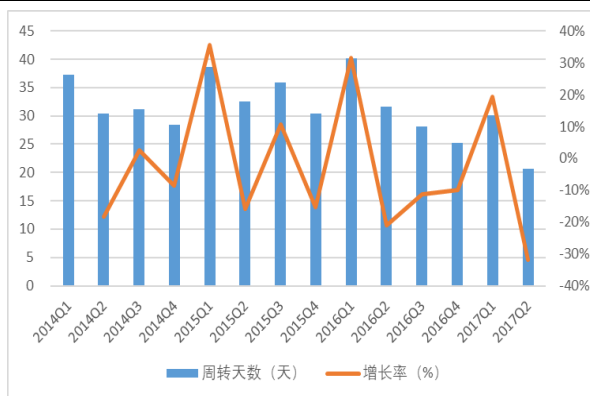
数据来源: 东北证券, wind

图 26: 聚氨酯存货周转天数变化趋势



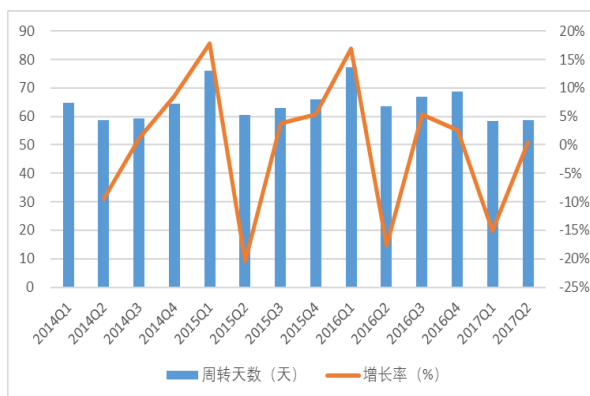
数据来源: 东北证券, wind

图 28: 涤纶存货周转天数变化趋势



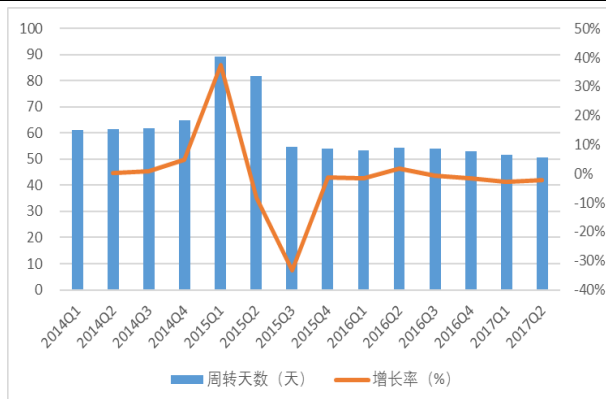
数据来源: 东北证券, wind

图 30: 农药存货周转天数变化趋势



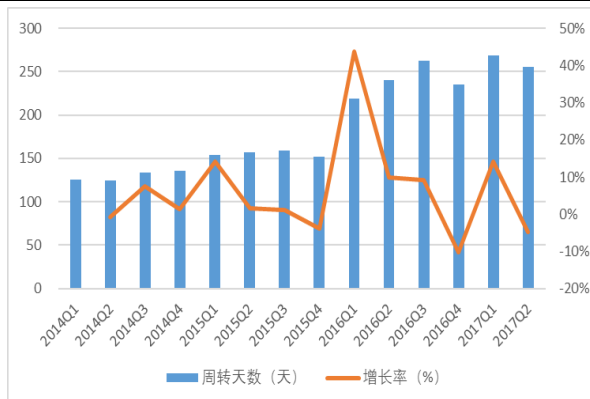
数据来源: 东北证券, wind

图 31: 轮胎存货周转天数变化趋势



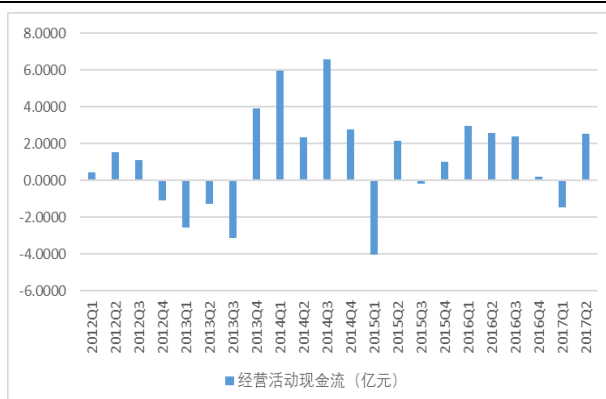
数据来源: 东北证券,wind

图 32: 染料存货周转天数变化趋势



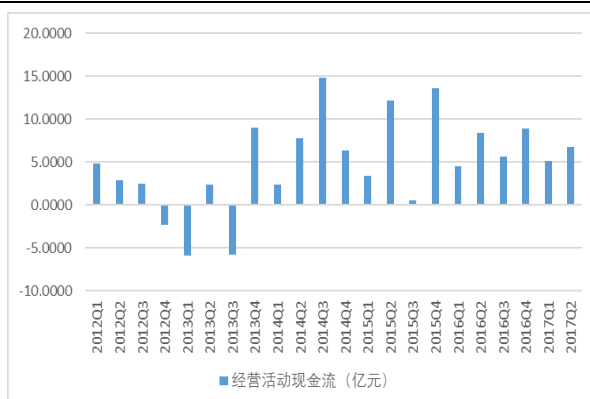
数据来源: 东北证券,wind

图 33: 炭黑行业经营活动现金流变化趋势



数据来源: 东北证券, wind

图 34: 纯碱行业经营活动现金流变化趋势



数据来源: 东北证券, wind

图 35: 钛白粉行业经营活动现金流变化趋势



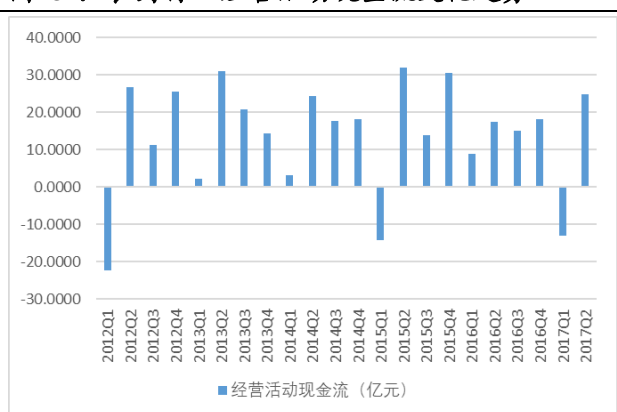
数据来源: 东北证券, wind

图 36: 涤纶行业经营活动现金流变化趋势



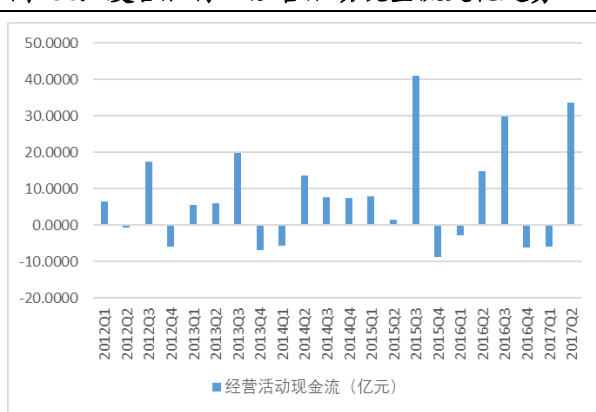
数据来源: 东北证券, wind

图 37: 农药行业经营活动现金流变化趋势



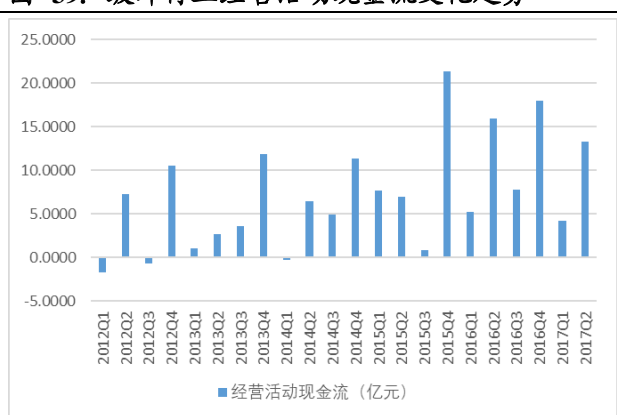
数据来源: 东北证券, wind

图 38: 复合肥行业经营活动现金流变化趋势



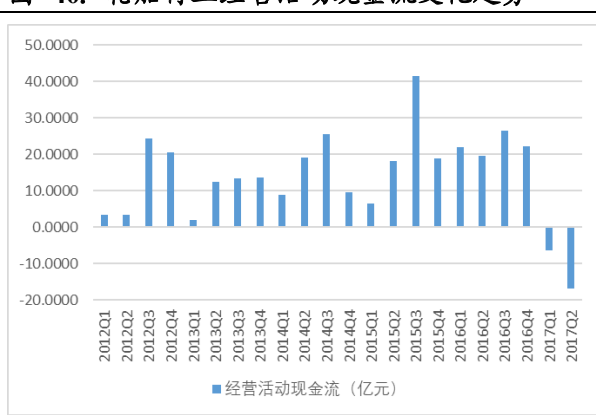
数据来源: 东北证券, wind

图 39: 玻纤行业经营活动现金流变化趋势



数据来源: 东北证券, wind

图 40: 轮胎行业经营活动现金流变化趋势



数据来源: 东北证券, wind

2.4 三季度业绩预计持续向好

从化工上市公司在中报中已披露的前三季度业绩预告来看, 化工企业三季度盈利将延续上半年的态势, 盈利状况不断改善。子行业中钛白粉相关上市公司业绩增长最为显著, 炭黑、涤纶等行业前三季度业绩预计也将呈现较明显的增长。

表 7: 部分已公告的化工行业前三季度业绩预告情况

行业	公司	净利润 (万元)	净利润增长率
氯碱	鸿达兴业	70000~80000	34.18%~53.35%
	云南能投	12500~20000	-29.88%~12.19%
	中泰化学	185000~205000	159.56%~187.62%
	天原集团	6000~8000	223.29~264.38%
聚氨酯	江山化工	25000~30000	500.79%~130.00%
	红宝丽	5200~7450	-30%~0
炭黑	黑猫股份	31500~33500	
	龙星化工	5000~6000	240.00%~308.00%
	永东股份	13000~15400	162.94%~211.48%
钛白粉	龙蟠佰利	180000~190000	1406.49%~1490.18%
	金浦钛业	11613.12~13548.64	140.00%~180.00%
	中核钛白	29000~34000	524.57%~632.26%

涤纶	安纳达	12000~12700	701.09%~747.82%
	恒逸石化	130000~140000	158.55%~178.44%
	海利得	25503.06~30139.98	10%~30%
	尤夫股份	17258.45~23011.27	50.00%~100.00%
	荣盛石化	140000~160000	13.99%~30.27%
氟化工	永太科技	30690.28~34373.11	150.00%~180.00%
	多氟多	18929.29~30286.86	-50.00%~-20.00%
农药	诺普信	23000.00~28000.00	
	联化科技	16750.83~23929.76	-30%~0
	利尔化学	18891.29~22939.43	40.00%~70.00%
	长青股份	13509.68~17562.58	0~30.00%
	辉丰股份	32270.31~39285.6	130.00%~180.00%
	蓝丰生化	8766.5~10169.14	0.00%~16.00%
	利民股份	9276.11~11810.27	40.00%~70.00%
	国光股份	12641.15~16433.5	0~30.00%
胶粘	中旗股份	8380~9880	0~30.00%
	澳洋科技	15000~22500	-25.27%~12.09%
无机盐	湘潭电化	4000~4500	193.00%~229.63%
复合肥	芭田股份	0~5277.04	-100.00%~-60.00%
	华昌化工	2000~3000	21.48%~82.23%
	金正大	90181.75~123999.91	-20.00%~10.00%
	司尔特	12374.56~20624.27	-40.00%~0
	云图控股	8107.05~12971.28	-50%~-20%
	史丹利	23129.48~32381.27	-50.00%~-30.00%
改性塑料	普利特	13610.00~24930.00	-40.00%~10.00%
	国恩股份	12032.18~16042.9	50%~80%
	道恩股份	6144.76~7373.71	0~20.00%
	沃特股份	2600~3100	2.08%~21.71%
玻纤	中材科技	50800~67734	50.00%~100.00%
	九鼎新材	375.9~751.79	-50%~0
氮肥	四川美丰	11000~15000	
	辉隆股份	10161.73~13210.25	0~30.00%
染料	闰土股份	60000~70000	36.20%~58.90%

数据来源：东北证券，公司公告

3. 上半年重点行业回顾

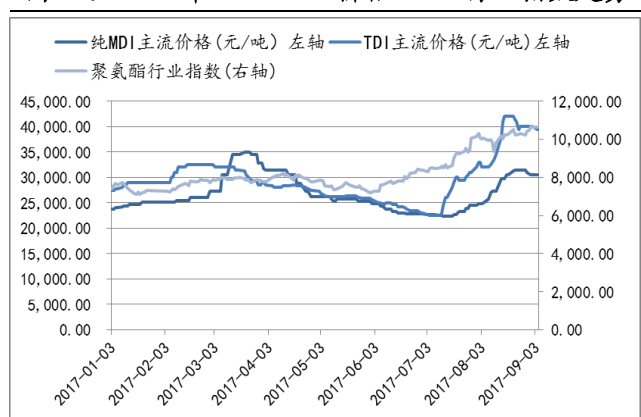
3.1 聚氨酯

聚氨酯(PU) 是聚氨甲酸酯的简称，是一种新兴的有机高分子材料，下游主要应用于弹性体、涂料、胶黏剂、软硬泡沫塑料及人造革等领域当中。目前，工业上生产聚氨酯的主要方法是采用二异氰酸酯和二元醇缩聚而成，其中 TDI（甲苯二异氰酯）及 MDI（二苯基甲烷二异氰酸酯）作为生产聚氨酯的重要原料，近期价格不断走高。目前，纯 MDI 价格已达到 30500 元/吨，同比去年增长 83.73%；TDI 价格达到 39500 元/吨，同比去年增长 120.67%。目前 MDI 全球需求每年约 600 万吨，增速约

7%，供给需要每年新增 40 万吨才能满足新的增量需求。根据行业产能扩张计划，预计仅有 Sadara 在沙特的 40 万吨、亨斯迈在中国的 13 万吨等，行业供需将面临一定的缺口。

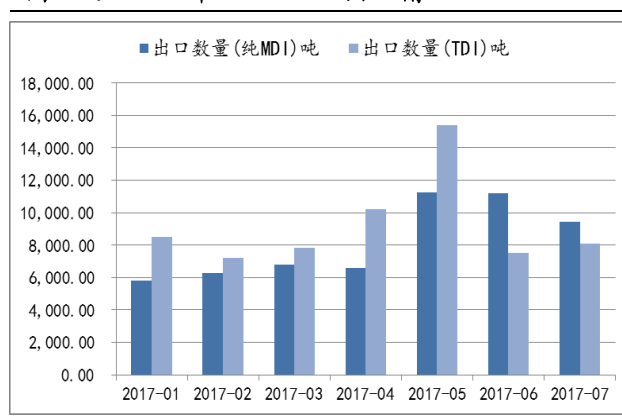
根据现有企业的扩产计划，未来三年行业新增供给有限，且部分装置老化，可能还会带来较长时间的检修、停工等影响，行业的供需将面临一定的供给缺口。目前行业开工率只有 68%，主要是科思创装置故障以及万华化学 60 万吨 MDI 装置停车检修的影响。日本东曹 MDI 装置计划 9 月 10 日开始停车检修，预计行业短期供给仍然将呈现偏紧的状态。另一方面，需求端较为亮眼的则是我国 MDI 出口不断增加，2017 年 1-7 月，MDI 累计出口 5.73 万吨，同比增长 28.60%。

图 41：2017 年 TDI、MDI 价格及 PU 行业指数走势



数据来源：东北证券，wind

图 42：2017 年 TDI、MDI 出口情况



数据来源：东北证券，海关总署

万华化学和沧州大化业绩大幅增长。MDI 和 TDI 价格的走高，相关企业盈利情况也大幅改善。万华化学作为 MDI 行业的龙头企业，今年上半年公司营业收入达到 244.31 亿元，同比增加 95.82%，归母净利润达到 48.61 亿元，同比增加 255.35%。公司上半年共完成聚氨酯销售 86.84 万吨，贡献营业收入 139.79 亿元，同比增加 72.28%。公司净利率 23.78%，ROE25.43%，处于历史较高水平。公司投资超 200 亿元建设的万华烟台工业园一期，包括 60 万吨环氧丙烷及丙烯酸酯一体化、6 万吨水性涂、12 万吨 SAP、TPU、ADI 等。公司石化一体化项目已初见雏形，多种特种新材料陆续建成，公司长期成长确定性大。沧州大化上半年的营业收入为 20.69 亿元，同比增长 83.83%；归母净利润 6.56 亿元，同比则是大幅扭亏为盈，毛利率 53.96%，ROE 达到 35.95%。

表 8：聚氨酯主要上市公司上半年业绩情况

	营业收入(亿元)	YOY%	归母净利润(亿元)	YOY%	毛利率%	净利率%	ROE%
万华化学	244.31	95.82	48.61	255.35	38.82	23.78	25.43
沧州大化	20.69	83.83	6.56	扭亏为盈	53.96	35.57	35.95

数据来源：东北证券，公司公告

表 9：MDI 主要企业产能情况

	已有产能	产能扩张计划
万华化学	180	计划投资 11.2 亿元在美国建立生产 MDI 化工厂
巴斯夫	150	
拜耳	143	德国基地扩产 20 万吨，预计 2018 年底投产，关停西班牙 17 万吨产能
亨斯迈	97	美国基地新建 50 万吨，预计 2018 年投产

陶氏	66	中东地区新建 40 万吨，预计年底投产
日本东曹	40	
上海联恒	35	13 万吨，巴斯夫、亨斯曼合资
其他	48	

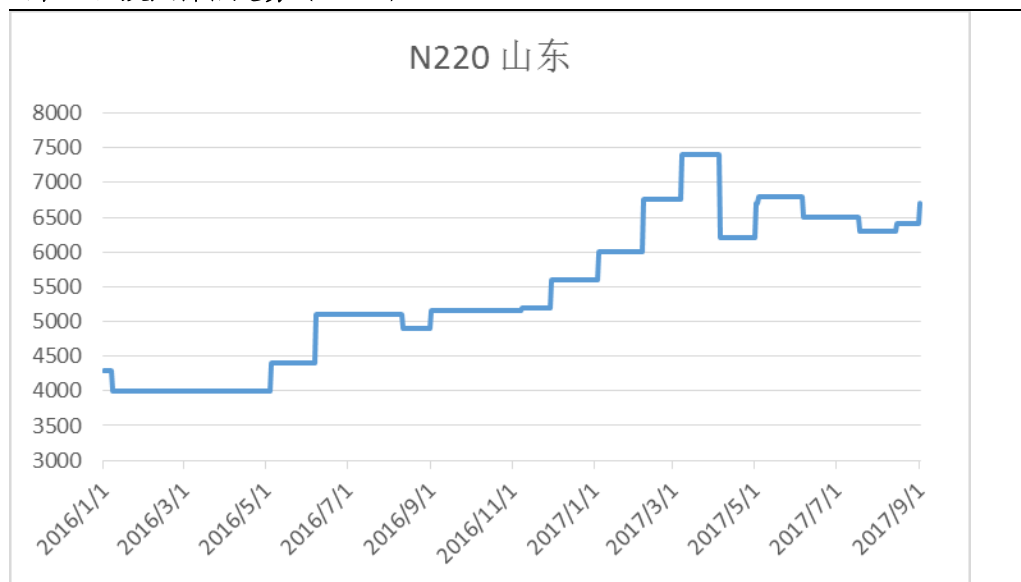
数据来源：东北证券，公司公告，百川资讯

3.2 炭黑

炭黑是石油、煤炭等有机物不充分燃烧时得到的无定型碳元素。炭黑的生产原材料主要为煤焦油，煤焦油是由炼焦煤的所炼制，原材料占炭黑的成本约 70%，所以炭黑价格受煤炭价格影响较大。受上游煤炭供给侧改革影响，煤炭价格经历 2016 年的大幅上涨后，2017 年价格维持高位震荡走势。炭黑价格走势与焦煤价格走势相仿，2017 年至今维持震荡走势。炭黑下游应用包括橡胶、塑料、油墨、涂料等。轮胎是炭黑的主要应用领域，约占炭黑用量的 70%，主要用来增强轮胎耐磨性能。中国是全球炭黑产量最多的国家，约占全球产量的 40%。国内产能主要集中于河北、山西和山东省，主要生产企业包括黑猫股份、龙星化工和永东股份等，其中黑猫股份是国内最大的炭黑生产企业，拥有产能 106 万吨。

炭黑企业在生产过程中会产生包括炭黑粉尘、一氧化碳、二氧化硫及氮氧化物等污染物尾气。今年以来“大气十条”、京津冀污染防治和多轮的环保督查，使得炭黑行业产能持续受到影响。国家对落后产能的不断出清，对环保督察的常态化，使得炭黑企业和技术、环保要求越来越高。上游煤炭去产能引起的原材料价格上升与环保成本的增加，将迫使中小产能不断退出，技术先进、环保处理良好的大型企业将持续受益，不断扩大市场话语权。

图 43：炭黑价格走势（元/吨）



数据来源：东北证券，百川数据

黑猫股份 2017 上半年公司实现收入 30.69 亿元，同比增长 57.39%，实现归母净利润 2.15 亿元，同比增长 477.04%，毛利率 20.01%，ROE10.06%。永东股份 2017 年上半年实现营业收入人民币 8.57 元，较上年同期增长 84.79%，归属于上市公司股东的净利润 0.95 亿元，较上年同期增长 330.87%，毛利率为 25.09%。龙星化工 2017 上半年实现收入 12.59 万元，较上年同期增长 53%，实现归属于上市公司股东的净利润 4,063.78 万元，较上年同期增长 524.06%。炭黑产能扩张方面，主要有

永东股份的 30 万吨煤焦油深加工和 8 万吨炭黑项目。黑猫股份围绕炭黑主业，横向向炭黑纳米复合新材料等方向进行拓展，建设青岛新材料研发及中试基地。

表 11: 炭黑上市公司盈利情况比较

	营业收入(亿元)	YOY%	归母净利润(亿元)	YOY%	毛利率%	净利率%	ROE%
黑猫股份	30.69	57.39	2.15	477.04	20.01	7.25	10.06
永东股份	8.57	84.79	0.95	330.87	25.09	11.12	9.53
龙星化工	12.59	53%	0.41	524.06	19.04	3.20	3.68

数据来源：东北证券，公司公告

表 12: 炭黑上市公司产能及资本开支比较

	已有产能	在建工程(亿元)	在建工程同比%	规划资本开支(亿元)	备注
黑猫股份	106 万吨	2.25	17.80	1.54	投资炭黑纳米复合材料研发及中试基地项目
永东股份	26 万吨	0.83	422.60	3.64	30 万吨煤焦油深加工和 8 万吨炭黑项目
龙星化工	42 万吨	1.94	-23.92%		

数据来源：东北证券，公司公告

3.3 氯碱

氯碱行业主要原料为原盐，通过电解原盐，产生烧碱、氢气和氯气，烧碱主要用于下游氧化铝、印染、造纸等行业，氯气主要用作溶剂或合成 PVC。由于烧碱和氯气是电解原盐过程中同时产生的，两者存在相互制约的关系，历史上烧碱和液氯价格保持一定平衡，当烧碱价格上升时，液氯价格下降，反之相反。由于液氯有毒且运输半径较小，所以液氯的消耗成为制约氯碱产能发展的重要因素。

氯碱行业是高能耗行业，对电力需求极大，同时氯气下游 PVC 的制备国内多使用电石法制备，电石法 PVC 是高污染制备方法。电石法占国内氯碱产能的 86%，由于采用汞触媒，是国内最大的用汞行业。自 2016 年以来，严厉环保督察开始在全国范围内进行，氯碱行业由于能耗严重，电石法 PVC 工艺污染严重，是环保督察的重点监管对象，严禁新建电石法 PVC 产能。在环保高压下，部分无法消耗液氯，只能将液氯外销的企业开工率收到影响。

京津冀及周边秋冬季大气污染防治攻坚行动方案发布。方案提出，2017 年 10 月至 2018 年 3 月，京津冀大气污染传输通道“2+26”城市 PM2.5 平均浓度同比下降 15% 以上。有色化工行业方面，采暖季电解铝厂限产 30% 以上，氧化铝企业限产 30%。氧化铝 2017 年上半年增速达到了 19.70%，加上其他领域的增长，带动烧碱的需求。

《水俣公约》已经于 2017 年 8 月 16 日在中国生效，将乙炔法 PVC 列入限制类，将高汞催化剂（氯化汞含量 6.5% 以上）的乙炔法 PVC 生产装置列为淘汰类。

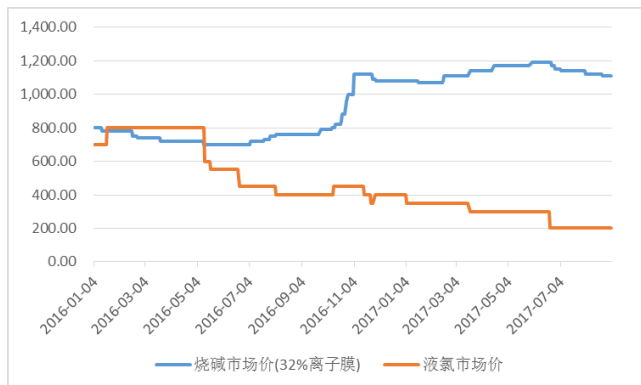
“十三五”规划明确要求严禁新建含汞工艺的电石法 PVC 项目，到 2020 年 PVC 行业单位产品用汞量比 2010 年减少 50%。环保政策将持续推进化工行业改革，继续影响相应产品价格。

2017 年上半年由于烧碱价格的飙升，氯碱行业业绩同比提升幅度较大。2017 年上半年氯碱行业实现营收 543.51 亿元，同比上升 24.76%，实现净利润 39.31 亿元，同比上升 147.27%。受《水俣公约》影响以及多轮次的环保督察，经关停的小产能较难复产，且较难出现新的烧碱产能的增加，不会再有新的电石法 PVC 项目的审批。

预计 2017 年下半年，烧碱价格依然维持较高水平，同时受益于新一轮 PVC 涨价，氯碱行业业绩有望继续提升。

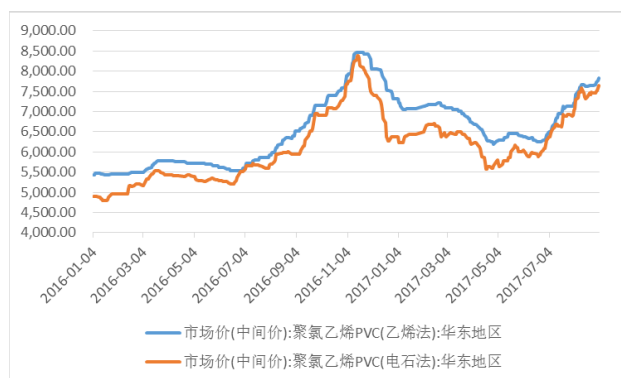
上市公司中中泰化学、鸿达兴业、滨化股份上半年营业收入分别增长 74%、37.40%和 49%，归母净利润分别增长 357%、82.93%和 653%。鸿达兴业受益于土壤调节剂等其他高毛利产品达到影响，毛利率 36.22%，高于滨化股份（26.22%）和中泰化学（21.24%）。氯碱新投资计划方面有中泰化学阜康能源 15 万吨/年的离子膜烧碱项目和鸿达兴业的 PVC 生态屋项目。

图 44: 华东地区烧碱、液氯高端市场价（元/吨）



数据来源：东北证券，wind

图 45: PVC 价格（元/吨）



数据来源：东北证券，wind

表 13: 氯碱主要上市公司盈利情况比较

	营业收入(亿元)	YOY%	归母净利润(亿元)	YOY%	毛利率%	净利率%	ROE%
中泰化学	168	74	12.44	357	21.24	7.58	8.11
鸿达兴业	30.73	37.40	5.05	82.93	36.22	16.34	12.51
新疆天业	22.89	-20.26	3.43	27.81	32.76	15.17	8.50

数据来源：东北证券，公司公告

表 14: 氯碱主要上市公司产能及资本开支比较

	已有产能	在建工程（亿元）	在建工程同比	规划资本开支(亿元)	备注
中泰化学	153 万吨 PVC 树脂+110 万吨烧碱	22.8416	-19.23%	4.94	阜康能源 15 万吨离子膜烧碱项目
鸿达兴业	70 万吨 PVC+70 万吨烧碱	4.89	81.78%	12.59	8.61 亿元的土壤修复项目和 3.99 亿元的 PVC 生态屋及环保材料项目
新疆天业	20 万吨 PVC 树脂+15 万吨烧碱	0.32	99.52%	79.79	建设年产 60 万吨合成气制乙二醇

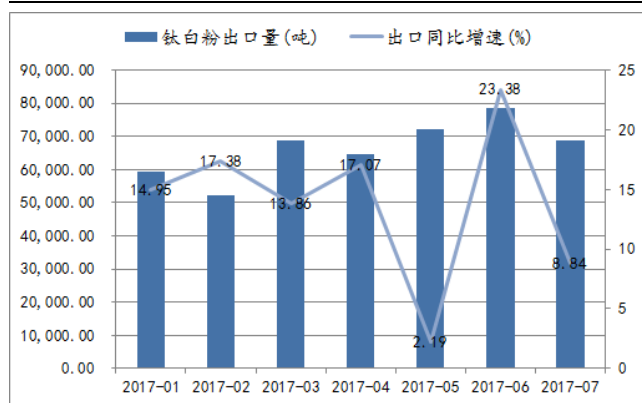
数据来源：东北证券，公司公告

3.4 钛白粉

钛白粉是一种主要成分为二氧化钛的白色颜料，约占全部白色颜料使用量的 80%，广泛应用于涂料、塑料和橡胶、油墨、造纸等领域。2017 年上半年钛白粉价格延续去年良好的上涨势头，截至 7 月底，国内钛白粉市场价格已从年初的 15600

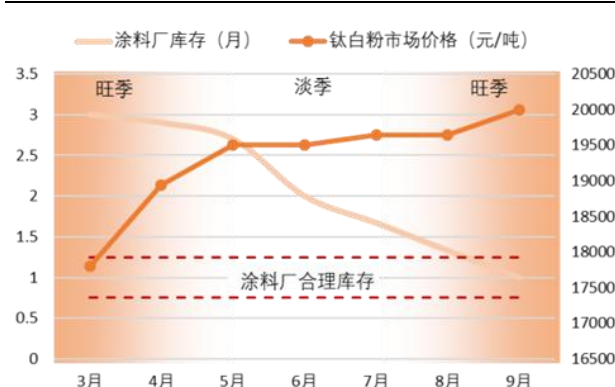
元/吨上涨至 19500 元/吨，累计最高涨幅高达 3900 元/吨，尽管 7、8 月份受市场淡季影响，国内需求端稍显疲软，下游主要以消化库存为主，钛白粉价格稍有回落；但受益于二三线城市房产需求持续升温叠加科慕、特诺等国际钛白巨头开启的新一轮提价刺激，出口端持续放量再创新高，上半年出口增速达 15%。出口形势继续向好，根据海关总署数据显示，2017 年上半年共出口钛白 39.63 万吨，同比增长 14.62%。中国钛白粉出口量大超市场预期，全年出口量大概率突破 80 万吨。随着 9 月传统旺季到来所带来的需求提振，钛白粉价格有望进一步上行。

图 46: 2017 年钛白粉出口情况



数据来源：东北证券，wind

图 47: 涂料库存与钛白粉价格依存关系



数据来源：东北证券

自中央第四批环保督察开始，钛白粉行业的整体开工率呈逐渐走低趋势，山东地区更是大面积停产，截止至 2017 年 8 月份，山东省主要钛白粉生产商济南裕兴、山东道恩均暂停生产，金海钛业开工率也仅仅为 47%；而攀枝花钒钛工业园金江园区渣场得到整改后，部分钛白粉企业陆续恢复生产，到目前为止，四川龙蟒钛白粉开工率已经恢复到 94%。初步统计，在环保督察期间，四川、山东两省钛白粉供应减量约 9 万吨水平。

行业格局方面，国外钛白粉产能基本上集中在行业前五家企业，并且大多数产能采用较为环保的氯化法工艺。而我国钛白粉行业产能较为分散，前五家企业的产能占比仅为 37%，10 万吨/年以下的产能占比则达到 40%。随着环保政策的日趋严格，钛白粉行业产能势必将更加集中化，利好如龙蟒佰利、中核钛白、金浦钛业、安纳达等行业龙头。

钛白粉龙头企业龙蟒佰利，具备对上游关键原材料钛矿的掌控，以及高端产品的拓展，毛利率为 45.21%，净利率 27.06%，显著高于行业平均盈利水平。从在建工程规模比较来看，随着前期投资的逐渐兑现转固，行业的在建工程同比出现下滑。

表 15: 钛白粉上市公司上半年盈利情况比较

	营业收入(亿元)	YOY%	归母净利润(亿元)	YOY%	毛利率	净利率	ROE
龙蟒佰利	49.6	281.95	13.10	1742.13	45.21	27.06	10.23
中核钛白	16.3	75.07	2.35	2121.95	32.47	14.38	8.04
金浦钛业	8.9	162.91	0.96	186.10	26.29	10.87	4.99
安纳达	5.6	46.33	0.81	1895.11	23.98	14.84	13.86

数据来源：东北证券，公司公告

表 16: 钛白粉上市公司产能及资本开支比较

	已有产能	在建工程(亿元)	在建工程同比	规划资本开支(亿元)	备注
龙蟠佰利	60万吨钛白粉+85万吨钛精矿	4.40	-51.43%	0.0008	废酸膜处理回收项目等
中核钛白	金红石型钛白粉 25万吨	5.36	5.74%	9.8	10万吨/年金红石型钛白粉资源综合利用项目
金浦钛业	年产16万吨生产装置	0.27	-44.89%		
安纳达	3万吨锐钛型钛白+8万吨金红石型钛白	0			

数据来源：东北证券，公司公告

3.5 涤纶

2017年上半年涤纶长丝价格呈高位回落再走高之势。涤纶价格自2016年四季度筑底上行，一、二月份维持在高位，市场整体产销较好。三月份由于原油价格下跌以及库存积累，长丝价格开始回落，市场较为低迷。四月中旬原油价格连涨叠加下游厂家为生产夏季服装开始备货，涤纶价格一度回升，但由于原材料价格低迷，成本支撑不足制约涤纶上涨步伐。六月淡季不淡，涤纶产销进入新一轮爆发，随着PTA价格大幅走高以及下游需求旺盛，涤纶价格强势上扬，至今维持在高位震荡。截至8月底POY150D/48F华东区价格在8375元/吨左右，FDY150D/96F在9275元/吨左右，DTY150D/48F在9700元/吨左右上半年由于终端服装景气度回升以及外贸提振，涤纶长丝销量好于往年。至六月底纺织服装行业主营业务收入累计同比增长8%，出口交货值累计同比增长3%。一季度为服装传统旺季，但由于春节及原油暴跌造成一定影响。二季度随着春节积压库存消化以及下游持续景气，涤纶需求高于一季度。

新增供给有限，全行业开工率较高。上半年平均开工率达74%，较去年同比增长3%。上半年行业产能投放减缓，供给格局趋于理性，新增涤纶长丝产能约75万吨，包括江苏海欣的25万吨及桐昆恒邦二期的30万吨，随着未来两年行业龙头企业的扩产和小产能的整合兼并，行业仍有进一步集中的趋势，国内寡头格局情况将日趋明显。

涤纶长丝需求旺盛利好PTA，PTA价差向上修复。自2017年初PTA价格回暖以来，3月份原油价格发生暴跌，导致PTA价格也随大幅下滑。到了六月末才有所恢复，由于三季度迎来PTA装置的集中检修期，在下游生产进入旺季的时节，PTA供应趋于紧张。目前PTA价格维持高位震荡走势，价差维持在800元以上，为涤纶长丝价格提供有力支撑。

图 48: 涤纶长丝价格(元/吨)

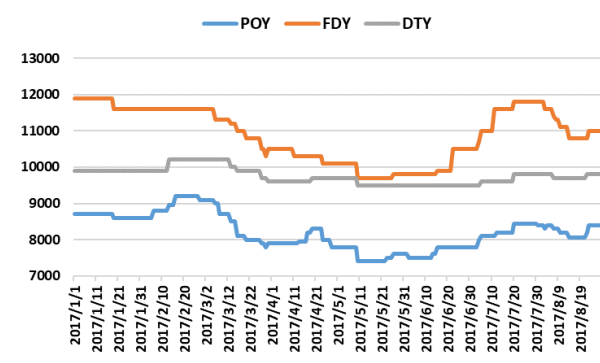
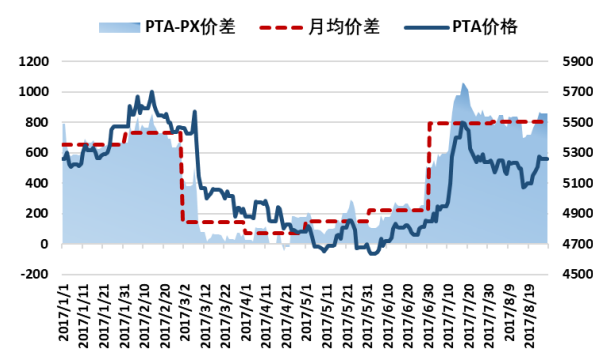


图 49: PTA-PX 价差(元/吨)



数据来源：东北证券，百川资讯

数据来源：东北证券，百川资讯

涤纶长丝景气上行增厚了行业企业上半年的盈利，业绩较往年均有较大幅度的增长。政策方面国家发改委重点规划发展了七大石化产业基地，龙头企业都向炼化一体化布局，如恒力在大连长兴岛投资的 2000 万吨项目，包括 450 万吨 PX 产能，缓解国内 PX 供不应求的局面。荣盛和桐昆分别持有浙石化 4000 万吨炼化一体化 51% 和 20% 的股权，随着这些项目的落地龙头企业将进一步提高市场竞争力，涤纶市场集中度得到提升。

我们预计下半年原油价格仍将在 45-55 美元/桶的价格区间波动。PTA 的供给格局方面，下半年桐昆股份 220 万吨装置的投产可能加剧行业的供给过剩压力。下游需求端随着三季度旺季到来预计推高涤纶长丝价格，四季度纺织服装淡季价格会有一定回落，但总体而言由于七八月份长丝价格及 PTA 价差大幅上行，下半年长丝企业盈利预计好于上半年。

对比涤纶上市相关企业来看具备规模化优势和产业链一体化优势的龙头企业盈利能力要更强如恒力股份呢上半年毛利率水平有 13.23%，显著高于行业平均水平。从计划的资本开支比较来看，恒力股份的 2000 万吨/年炼化一体化项目、恒逸石化文莱 150 万吨 PX 项目等投资规模较大，行业将愈向龙头企业集中。

表 17：涤纶长丝上市公司上半年盈利情况比较

	营业收入（亿元）	YOY%	归母净利润（亿元）	YOY%	毛利率	净利率	ROE
恒力股份	108.92	18.09	5.62	32.84	13.23 %	5.13 %	9.48 %
新凤鸣	107.78	39.81	5.26	293.6	9.98 %	4.98 %	12.11 %
恒逸石化	284.69	107.9	8.52	142.06	3.64 %	3.35 %	7.41 %
荣盛石化	352.01	90.25	11.03	51.67	6.09 %	3.06 %	8.45 %
桐昆股份	146.03	28.79	6.2	77.49	8.77 %	4.29 %	5.58 %

数据来源：东北证券，公司公告

表 18：涤纶上市公司产能及资本开支比较

	已有产能	在建工程 (亿元)	在建工程同比	规划资本开 支(亿元)	备注
恒力股份	涤纶长丝 160 万吨, PTA660 万吨	2.3547	-32.79%	562.06	2000 万吨/年炼化一体化项目
新凤鸣	涤纶长丝 269 万吨	4.3795	322.73%	92.9	涤纶长丝技改项目等
恒逸石化	170 万吨聚酯, PTA 权益 620 万吨	32.9858	170.31%	221.25	文莱 150 万吨 PX 项目、恒逸高新聚酯三期
荣盛石化	涤纶长丝 110 万吨, PTA1360 万吨	14.4941	-67.29%	105.7	宁波 200 万吨芳烃项目
桐昆股份	涤纶长丝 460 万吨, PTA 150 万吨	28.6044	258.68%	111.25	恒隆、嘉兴石化纤维项目

数据来源：东北证券，公司公告

3.6 农药

2017 年上半年国内农药总产量达 134.32 万吨，同比去年增长 5.1%。据统计，2017 年 1-7 月农药出口量达 89.8 万吨，同比增长 15.7%，其中杀菌剂的出口量为 6.91 万吨，比上年同期增长 14.3%，杀虫剂出口量为 13.1 万吨，比上年同期增长

15.7%，除草剂出口量为 69.8 万吨，比上年同期增长 13.4%。出口金额共计 27.66 亿美元，同比增长 21.13%。2 季度单季度出口金额同比增长 18.33%，较 1 季度增速 16% 进一步提升。价格方面，受环保重压、原材料供应紧张、市场需求增加和企业停限产等多重因素影响，农药产能于今年 4 月开始得到有效释放，市场回暖增加了产品需求，加之相关政策的推进，变革过程中农药行业终走出低谷。据中国农药工业协会统计数据显示。今年以来，农药价格指数较去年同期均大幅增加，其中尤以 3、4 月份最为显著。3 月份，中国农药价格指数（CAPI）为 80.46，环比下跌 0.15%，同比上涨 13.60%；4 月份 CAPI 为 83.03，环比上涨 3.20%，同比上涨 18.33%，为前四个月最大涨幅。

图 50：我国农药生产分布



数据来源：东北证券，《数据分析农药行业发展趋势》

图 51：中国农药企业百强分布



数据来源：东北证券，《数据分析农药行业发展趋势》

环保政策方面，为落实中央环保督察整改和“263”专项行动要求，江苏省将在全省范围内开展化工企业“四个一批”专项行动。2020 年，化工企业数量大幅减少、化工行业主要污染物排放总量大幅减少、化工生产企业入园进区率达 50% 以上。江苏是我国重要的农药生产大省，本次环保运动或对多种农药及其中间体的供应产生影响，供给收缩可能提振农药价格。此外，按照京津冀及周边地区大气污染防治工作方案要求，“散乱污”企业到今年 10 月份要全部清理整顿完毕。山东省集中了数量较多的化工行业的企业，环保治理促使企业淘汰落后产能，本次行动将加速行业整合、短期内或将提高化工产品价格。

环保和安全生产监管的持续升级，将加速中小农药企业的产能出清，有利于行业格局向龙头企业的进一步集中。供需结构性的失衡有望支撑农药产品价格的强势，持续利好农药行业龙头公司发展，如：扬农化工、利民股份、中旗股份。

表 19：农药主要上市公司上半年业绩情况

	营业收入(亿元)	YOY%	归母净利润(亿元)	YOY%	毛利率%	净利率%	ROE%
扬农化工	20.02	25.48	2.53	19.09	25.64	13.21	0.82
联化科技	19.37	9.32	1.68	-31.54	32.36	9.11	3.04
红太阳	24.43	12.37	3.51	512.56	30.20	14.66	7.10
长青股份	10.50	10.03	1.21	12.47	29.70	11.48	4.05
利民股份	6.61	22.87	0.79	33.98	28.49	12.11%	4.89

中旗股份	6.48	53.10	0.64	56.07	21.88	9.84	6.69
------	------	-------	------	-------	-------	------	------

数据来源：东北证券，公司公告

表 20: 农药主要上市公司产能及资本开支比较

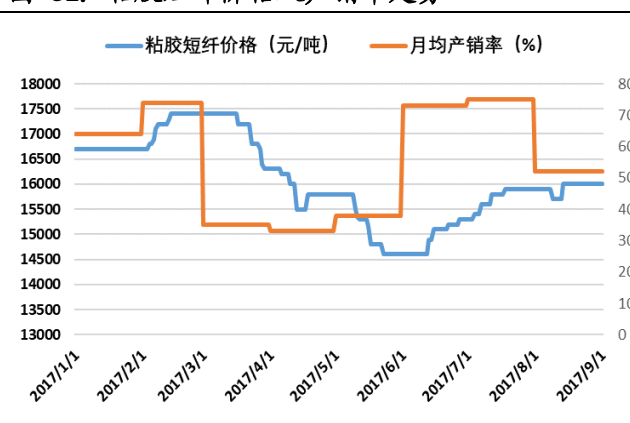
	已有产能	在建工程总额 (亿元)	在建工程同比增长率	目前规划资本开支总额(亿元)	备注
扬农化工	麦草畏 2.5 万吨+菊酯 8500 吨等	2.46	408.24%	23.58	优嘉三期项目等
联化科技	领氯苯甲腈 5000 吨+索酚磺酰胺 2000 吨	5.11	-4.20%	10.96	400 吨 LT822、10 吨 TMEDA、20 吨 MACC、15 吨 AMTB 医药中间体项目
长青股份	吡虫啉 3000 吨+麦草畏 5000 吨等	1.06	-84.63%		
红太阳	吡啶 6.2 万吨+VB3 1 万吨+百草枯等	6.18	-25.51%	10.34	1 万吨 VB3 以及草铵膦、ccmp 等项目
利民股份	代森系 4 万吨+丙二胺 3000 吨	0.19	-86.06%	0.80	三废治理提标技改及资源化工程项目
中旗股份	3400 吨除草剂+1400 吨杀虫剂	0.51	-46.87%	9.26	国瑞化工厂区建设

数据来源：东北证券，公司公告

3.7 粘胶短纤

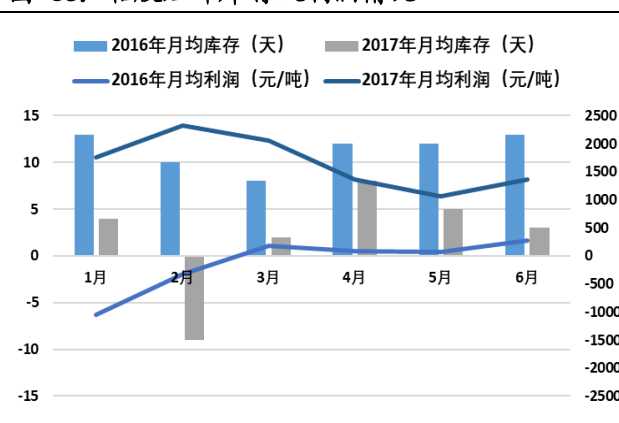
上半年粘胶短纤价格冲高回落后再次冲高。二月初粘胶短纤价格大幅上扬，三月中旬后一路下跌，至 6 月有所反弹，目前价格稳定在 16000 元/吨左右。产销方面，春节后产销走高，库存为负。但到三月由于下游人棉纱价格下跌市场需求趋淡，至五月底黏胶价格下跌两千元。六月份由于下游端午节前备货，叠加新疆工厂因故停车消息刺激市场交易活跃，产销率回升至 70% 以上，行业库存降至低位。

图 52: 粘胶短纤价格及产销率走势



数据来源：东北证券，百川资讯

图 53: 粘胶短纤库存及利润情况



数据来源：东北证券，百川资讯

下游需求旺盛，行业集中度提升。上半年纺织服装固定资产投资完成额同比增速累计值达 9.8%。粘胶短纤表观消费量绝对值增加 23.61 万吨，同比增长 18.40%。上半年粘胶短纤企业平均开工率达 90%，一季度由于北方雾霾环保督查较为严格，对开工率造成一定影响，六月份新疆富丽达装置起火意外停车，开工率从四月份的 95% 降至 91%。产能方面，行业集中度较高，前三大企业合计产能约占全国总产能

的 40%。上半年中泰化学、山东雅美共计增加 8 万吨产能，四季度高密银鹰和吉林化纤共计 22 万吨产能即将投产，在新疆需求有望增量的情况下，供需格局仍然趋稳。

上游原料方面，粘胶短纤以棉短绒、棉浆和溶解浆为主要原料。上半年 1-3 月受黏胶行情提振，加上部分厂家生产较不稳定，短绒、棉浆和溶解浆价格上涨。二季度随着黏胶行情下跌原料市场价格走弱，六月份粘胶短纤价格回暖带动原料价格小幅回升，目前棉浆和溶解浆每吨报价均为 7000 元左右，较年初下跌 800 元左右。环保政策趋紧，粘胶短纤企业产能将受到一定影响。2017 年环保部的大气污染综合治理攻坚行动方案以及中央环保督查的全面启动预计将对黏胶企业的开工率造成影响。

盈利方面，2017 年上半年粘胶短纤平均利润 1656 元/吨，较去年同期上涨了 1784 元，粘胶短纤厂家的盈利水平同比均取得了较大幅度的增长。

根据我们的后市预测，三季度下游旺季将带动粘胶短纤价格进一步上涨。

行业对比来看，粘胶短纤行业龙头三友化工等，上半年营业收入增长 35.99%，归母净利润增长 227.48%，毛利率 26.65%，ROE11.99%盈利水平显著高于行业平均水平。从行业未来的投产计划来看，三友化工的 20 万吨差别化高端粘胶短纤是行业主要的新增产能。

表 21：粘胶短纤上市公司上半年盈利情况比较

	营业收入（亿元）	YOY%	归母净利润（亿元）	YOY%	毛利率	净利润率	ROE
中泰化学	168.00	74.3	12.44	357.08	21.24%	7.58%	8.11%
三友化工	99.89	35.99	9.62	227.48	26.65%	10.29%	11.99%
澳洋科技	26.10	18.29	0.97	2.46	11.80%	3.84%	7.65%
南京化纤	8.58	21.76	0.41	155.13	11.83%	4.86%	2.80%
新乡化纤	18.69	11.64	0.49	44.65	13.41%	2.63%	1.37%
吉林化纤	10.01	72.37	0.57	655.89	12.47%	5.80%	2.10%

数据来源：东北证券，公司公告

表 22：粘胶短纤上市公司产能及资本开支比较

	已有产能	在建工程总额(亿元)	在建工程同比	规划资本开支(亿元)	备注
中泰化学	53	22.8416	-19.23%	0.017	200 万纱锭项目等
三友化工	50	9.5530	19.61%	69.87	20 万吨粘胶短纤项目等
澳洋科技	29	3.1217	85.10%	19.17	化纤技改项目等
南京化纤	18	0.5208	44.23%	12.76	粘胶长丝连续纺项目等
新乡化纤	10	5.2631	35.78%	3.5	超柔软氨纶纤维、投资阳光科技
吉林化纤	5	6.5781	46.52%	17.5	复合强韧丝项目等

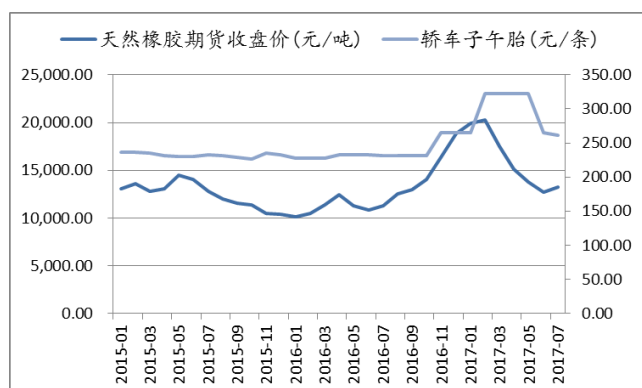
数据来源：东北证券，公司公告

3.8 轮胎

轮胎作为汽车的重要配套产业，上游主要是天然橡胶、合成橡胶、钢丝帘线、橡胶助剂等原材料，其中橡胶在轮胎的生产成本中占比最高约 45%。轮胎行业的下游主要包括汽车、工程机械等行业。随着国内经济呈现复苏迹象，汽车产量增长，推动轮胎内需从底部复苏；数据显示，2017 年 1-7 月，国内汽车产量 1141 万辆，

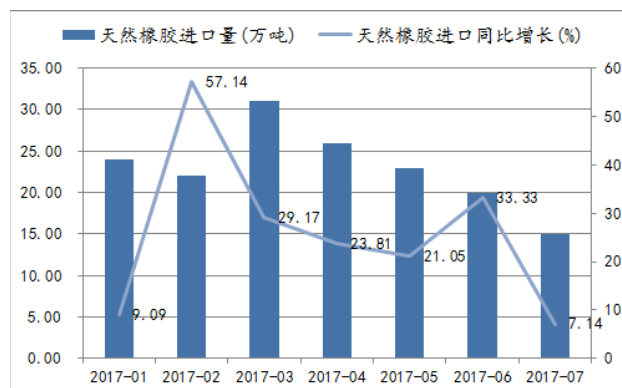
同比增长 6.0%。国内因治理超载新政、基建需求增加以及老旧重卡更新等因素的综合作用，今年以来国内重卡持续热销，上半年重卡市场累计销量同比增长 73%，国内汽车市场产销两旺。我国天然橡胶种植面积 1700 万亩，产量连续几年稳定在为 85 万吨附近，由于我国不适宜种植橡胶，产量较低，只占到全球产量的 6% 左右，因而橡胶主要依赖进口，截至 2017 年 7 月，天然橡胶今年进口量累计达 161 万吨，同比增长 24.8%。轮胎原材料天然橡胶的价格自今年春节以后，橡胶价格出现大幅回落，已从今年 2 月份的 20260 元/吨下落到 7 月份的 13260 元/吨，下降幅度高达 34.6%，轮胎原材料成本压力大幅缓解将为轮胎企业的盈利能力带来大幅改善。

图 54：天然橡胶与轮胎价格



数据来源：东北证券，wind

图 55：天然橡胶进口量与同比增长率



数据来源：东北证券，wind

目前国内规模以上的轮胎企业有 500 多家，分布极不均匀；以山东地区为例，山东的大部分企业在东营，仅一个大王镇就有 100 多家轮胎企业。我国轮胎行业集中度低，国外行业巨头和国内小产能占据了较大的份额，有较大的提升空间，而轮胎行业是环保重点。2016 年 7 月 8 日，工信部和财政部联合发布《关于印发重点行业挥发性有机物削减行动计划的通知》，橡胶行业、制鞋行业被列入挥发性有机物（VOCs）削减重点行业。包括轮胎和橡胶在内的化工企业，是其检查重点。截至 6 月底，山东 100 家橡胶、轮胎等企业被停产整顿，浙江省三门 70 家橡胶、轮胎企业被停产整治，日照 14 家橡胶轮胎企业被关停，万达宝通、华盛橡胶等因环保问题被处罚。环保部执行非常严格的销账制度，以“散乱污”企业整治为例，对要关停的企业必须实现“两断三清”，即断水、断电、清原料、清设备、清场地。对无法升级改造达标排放的企业，今年 9 月底前将一律关闭，部分不达标的小产能将被彻底淘汰，龙头公司将持续受益，如玲珑轮胎、三角轮胎、赛轮金宇和青岛双星。

表 23：轮胎上市公司上半年盈利情况比较

	营业收入(亿元)	YOY%	归母净利润(亿元)	YOY%	毛利率%	净利率%	ROE%
玲珑轮胎	67.32	42.01	4.34	-22.11	22.12	6.44	5.30
三角轮胎	40.82	22.79	2.72	29.88	18.18	6.67	3.49
赛轮金宇	65.26	26.72	0.19	-90.76	13.06	0.33	0.44
青岛双星	20.71	-15.71	0.57	6.11	16.35	2.61	2.13

数据来源：东北证券，公司公告

表 24：轮胎上市公司产能及资本开支比较

已有产能	在建工程(亿元)	在建工程同比(%)	规划资本开支总额(亿元)	备注
------	----------	-----------	--------------	----

玲珑轮胎	4954 万条的轮胎年产能	3.78	-30.00	112.4	半钢子午胎机器设备安装工程
三角轮胎	全钢胎 660 万条+半钢胎 2000 万条+斜交工程胎 23 万条	3.58	-63.61	0.0053	工业园三期+南海新区 800 万条高性能乘用车胎转型升级项目
赛轮金宇	700 万条子午线轮胎+80 万条全钢子午胎	6.83	207.88	0.0071	赛轮越南半钢项目
青岛双星	200 万套全钢胎	14.46	36.63	16.52	搬迁设备升级+绿色轮胎智能化示范基地

数据来源：东北证券，公司公告

3.9 氮肥

目前国内尿素有效产能约 8455 万吨，对应全年大约 7000 万吨的消费量。中国氮肥工业协会对行业产能退出设置了明确目标：“十三五”期间关停尿素产能 1300 万吨，严格淘汰开工率低、连年亏损、半停产及负债率大于 100% 的企业。国内尿素价格自 2012 年下半年以来开始下跌，主要原因包括产能过剩；国外低成本尿素拉低全球尿素价格；近年来能源和粮食价格下跌以及今年出口大幅下降等因素。2016 年 8 月，尿素价格一度跌破 1200 元/吨的行业最低成本价。去年 8 月之后，随着上游原材料煤炭价格的快速上涨，尿素价格也有了较为明显的反弹，市场均价反弹至 1500 元/吨左右，涨幅约 25%。

供给侧改革不断深化，小企业生产成本逐渐上升。首先是能源端的改革，导致生产成本直接上升，2016 年 11 月 10 日起，化肥用气价格优惠取消，全面放开化肥用气价格，使得气头尿素用气价格至少上涨 0.4 元/方，成本上升 250-400 元/吨。2016 年 4 月 20 日起，化肥优惠电价全部取消，企业电价平均涨幅为 0.1 元/千瓦时，这是继 2015 年 4 月 20 日之后第二次电价调整。此前享受电价优惠的多是单套合成氨产能 30 万吨以下的企业，也就是尿素产能 52 万吨以下的尿素生产企业。化肥主产区山东化肥用电价格由之前的 0.44 元/千瓦时涨到 0.54 元/千瓦时，化肥成本由于电价优惠取消导致上涨约为 80-120 元/吨；安徽地区中小化肥享受优惠电价为 0.44 元/千瓦时，优惠取消后将上涨至 0.65 元/千瓦时，成本最高上涨约 240 元/吨。

成本控制成为行业制高点，龙头企业优势突出。从生产成本上看，按成本由低到高排列：烟煤<无烟煤<天然气。煤头工艺中以航天炉成本最优，目前行业中采用该工艺的企业以华鲁恒升和鲁西化工为代表。预计未来随着小产能的进一步退出和龙头企业的产能扩张，尿素行业的盈利将进一步向龙头企业集中。

表 25：主要氮肥企业上半年盈利情况比较

	尿素产能（万吨）	营业收入（亿元）	YOY%	归母净利润（亿元）	YOY%	毛利率%	净利率%	ROE%
华鲁恒升	180	47.14	21.49	5.46	11.33	19.12	11.57	6.47
鲁西化工	90	72.88	42.50	5.51	330.38	19.13	7.56	6.32
阳煤化工	550	107.05	12.94	0.61	117.89	10.35	0.50	1.64

数据来源：东北证券，wind

表 26：主要氮肥企业产能及资本开支比较

	已有产能	在建工程（亿元）	在建工程同比
华鲁恒升	尿素 180 万吨	27.68	373%

鲁西化工	尿素 90 万吨	48.80	81%
阳煤化工	尿素 550 万吨	33.22	-52%

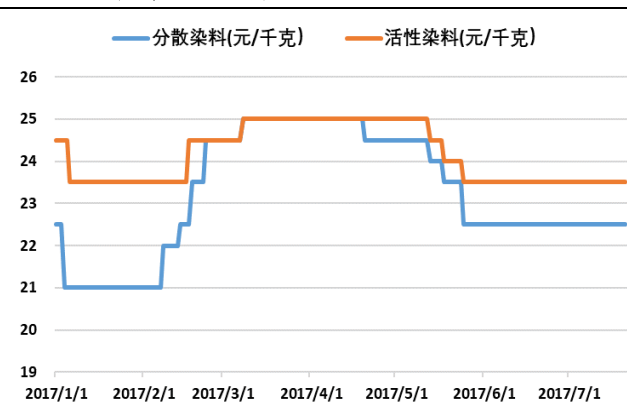
数据来源：东北证券，公司公告

3.10 染料

2017 年上半年染料价格年初回调，二月初至四月旺季到来，染料价格大幅上涨，五月初价格开始回落，近期环保监管导致染料行业开工负荷下降，推动染料价格持续上涨。截至 8 月底华东地区分散黑 ECT 300% 报价 26 元/千克，活性黑 WNN 200% 报价 25.5 元/千克，分别较七月份环比上涨 15.56% 和 8.51%。

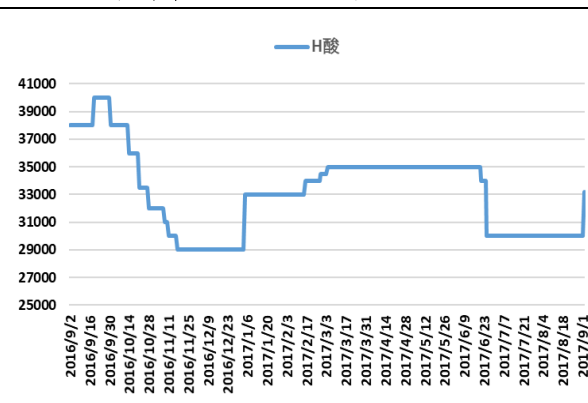
产销方面，随着终端纺织行业进入景气周期，上半年产销稳中向好。其中三四月份为下游印染行业旺季，下游企业进入补库存周期，染料产品销售较为可观。供给端 2017 年基本无新增产能，扩张基本停止。加上环保政策加速出清落后产能，染料行业供求趋稳。行业市场集中度维持高位，分散染料 CR5 达 78%，活性染料 CR5 也达到 70%，大型企业议价能力较强。

图 56：染料价格走势



数据来源：东北证券，卓创资讯

图 57：染料中间体 H 酸走势（元/吨）



数据来源：东北证券，百川资讯

环保政策对染料行业影响较大。由于染料属于高污染行业，上半年国家环保部政策频发对行业造成较大影响。随着第四批中央环保督查启动，山东、浙江等染料产能大省位列督查名单，其中浙江省分散染料年产能达 44.0 万吨/年，占全国的 79.3%，中小型产能或再受冲击。此外绍兴上虞区环保局年初下发通知，到 2017 年底，上虞园区化工企业将由 173 家减少至 100 家左右，多家相关企业停产，染料供给趋紧。染料重要中间体 H 酸开工率受环保影响较大，去年国内最大的活性染料及中间体生产商湖北楚源受环保影响关停，对 H 酸价格造成巨大影响。H 酸上半年的市场报价从年初的 2.9 万元/吨上涨到目前的 3.3 万元/吨，涨幅 13.8%。此外分散染料重要原料间苯二胺的前端原料已由今年初 7160 元/吨涨到目前 8846 元/吨，涨幅为 23.5%。随着成本端价格推高，染料价格后期上涨的可能性远大于下跌。

下半年，随着三季度下游印染行业逐步进入旺季，同时染料企业库存不高；环保趋严导致原材料上涨，成本端形成支撑，叠加第四批环保督查落地，行业开工率进一步下降。预计下半年染料价格将继续推涨，龙头企业由于三废处理较为先进，产业一体化布局更为完善以及具备较大议价权，将从市场落后产能停产限产的格局中受益。

染料行业三大龙头公司浙江龙盛、闰土股份、吉华集团上半年营业收入分别增长 19.5%、39.92% 和 9.57%。盈利水平来看，亚帮股份毛利率为 47.24%，净利率为

25.74%显著高于行业平均水平。

表 27: 染料上市公司盈利情况比较

	营业收入 (亿元)	YOY%	归母净利润 (亿元)	YOY%	毛利率	净利润率	ROE
浙江龙盛	75.15	19.5	10.13	4.83	37.10 %	15.53%	6.41 %
闰土股份	29.31	39.92	4.02	52.19	30.10 %	13.87 %	6.28 %
吉华集团	12.36	9.57	2.04	12.36	30.98 %	18.09 %	6.89 %
安诺其	7.22	55.62	0.62	10.49	22.56 %	8.46 %	5.84 %
亚邦股份	12.34	-1.63	3.17	-4.9	47.24 %	25.74 %	9.13 %

数据来源: 东北证券, 公司公告

表 28: 染料上市公司产能及资本开支比较

	已有产能 (万吨)	在建工程 (亿元)	在建工程同比	规划资本开支 总额 (亿元)	备注
浙江龙盛	30	9.5913	44.57%	41.2	技改项目等
闰土股份	16	1.2393	-60.52%	4.3	活性项目等
吉华集团	8.5	0.8202	-	0.85	车间项目等
安诺其	4.45	2.1851	0.94%	6.01	2.5 万吨分散染料项目
亚邦股份	2.2	3.6149	87.12%	6.8	30 万吨硫磺制酸项目

数据来源: 东北证券, 公司公告

4 重点公司推荐

4.1 龙蟠佰利

公司原名河南佰利联化学股份有限公司, 是一家专注于钛、锆等精细粉体材料研发制造的大型化工企业, 2016 年收购国内最大钛白粉生产企业四川龙蟠钛业后改名为龙蟠佰利联集团股份有限公司, 公司主要从事钛白粉及其副产品的生产和销售, 现有钛白粉产能 60 万吨、钛精矿产能 80 万吨。

关注亚洲钛白粉龙头, 量价齐升业绩大增: 龙蟠佰利上半年实现营业收入 49.6 亿元, 同比增长 281.95%; 归母净利润 13.10 亿元, 同比增长 1742.13%; 钛白粉销量 29.45 万吨, 同比增长 130.26%。上半年公司 5 次涨价, 产品量价齐升大幅增厚公司业绩。前三季度业绩预告为 18.0-19.0 亿元。

需求旺季启动, 公司对价格有主动权: 公司是钛白粉国内龙头, 公司现拥有钛精矿 85 万吨、钛白粉产能 60 万吨, 其中 6 万吨采用氯化法生产工艺, 产品质量和工艺技术为国内领先, 产能占比超过 20%。9、10 月将是下一轮传统旺季, 钛白粉价格可能继续上行。

出口需求强劲支撑市场价格, 产能释放超预期: 公司目前出口比例上升至 50% 以上。海外经济复苏、欧洲产能缺口以及外盘报价上调均有利于出口放量。经过技改后公司总产能由 56 万吨增加 4 万吨至 60 万吨, 且氯化法运行更趋稳定, 全年产能释放小幅超预期。

价差扩大, 盈利增厚: 四川龙蟠掌握钛精矿资源, 在当前钛精矿价格下滑、钛白粉价格企稳的行情下, 价差扩大给公司带来业绩增厚。另外, 尽管钛精矿价格下行, 而钛白均价逐步上行, 二季度较一季度均价上涨 1500 元。公司每年外购 80 万吨钛精矿, 矿价下跌增厚业绩。公司氯化法生茶年实现了技术突破, 未来有望成为打通钛产业链的资源型龙头企业, 我们对于公司的未来长期看好。

盈利预测: 预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 27.29/29.48/31.67 亿元,

对应 PE 为 14/13/12 倍，维持“买入”评级。

风险提示：需求不及预期的风险；产品价格下跌的风险

4.2 扬农化工

扬农化工（600486.SH）是国内拟除虫菊酯产品的绝对龙头，产品覆盖除草剂（40%）、杀虫剂（50%）和杀菌，是全品种生产的农药原药企业。主要产品包括草甘膦、麦草畏和拟除虫菊酯。公司 2017 年上半年实现营业收入 20.02 亿元，同比增加 25.48%；归属于上市公司股东的净利润 2.53 亿元，同比增加 19.09%。其中二季度的营业收入 9.52 亿元，归母净利润 1.23 亿元，同比分别增长 22.41% 和 4.91%。

麦草畏放量，成就全球龙头。公司目前具备 25000 吨/年麦草畏产能，产能利用率稳步提高，公司成为全球麦草畏的最大供应商。随着孟山都对其转基因种子的推广和双抗种子渗透率的提高，麦草畏市场前景广阔，市场需求拐点将至，麦草畏将成为未来三年公司利润的新增长点，2017 年全年已确认订单超出市场预期。2016 年承接麦草畏项目的子公司优嘉公司获得高新技术企业证书，税收的优惠将进一步增厚公司业绩。

菊酯符合政策导向，安全边际高。公司主要产品拟除虫菊酯是高效低毒低残留的杀虫剂，符合国家 2020 年农药使用量零增长的政策导向。公司具备高效氯氟氰菊酯 2000 吨，规模为全国第一。公司是国内唯一实现从基础化工原料到菊酯产品产业链一体化的企业，技术优势、成本优势和规模优势明显，在国际上与日本三井住友形成双寡头竞争。公司现有卫生菊酯产能 3500 吨/年，农用菊酯产能 5500 吨/年，卫生菊酯在国内的市场占有率为 70%，农用菊酯主要出口。面对竞争激烈的菊酯市场，公司不断推出技术壁垒高、药效好的新型产品，不断优化菊酯产品结构，综合毛利率达到 30%。明年公司将有 2600 吨卫生菊酯产能达产，预计贡献营收过亿。

新项目投资力度空前，走向大海再起航。公司的控股子公司优嘉公司拟投资如东三期项目，包括 11745 吨/年杀虫剂、1000 吨/年除草剂、3000 吨/年杀菌剂和 2500 吨/年氯代苯乙酮及相关副产品 37384 吨/年项目，项目报批总投资估算值为 20.22 亿元，项目建设期暂定为 3 年。项目完全建成投产后，预计增加年均营业收入 15.41 亿元，总投资收益率 18.40%。新项目的实施有利于提升公司在菊酯领域的市场地位，且配套的复配杀虫剂原药有利于延长菊酯产品的生命周期，提供成体系的杀虫解决方案，扩大公司主营业务的领先优势。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年的归母净利润为 0.71/10.96/ 11.97 亿元，对应 PE 为 17/14/13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：项目进展不及预期风险；抗麦草畏作物推广不及预期风险

4.3 中旗股份

江苏中旗作物保护股份有限公司于 2016 年 12 月在创业板上市（中旗股份：300575.SZ），公司主营业务为农药及中间体的研发、生产和销售，产品种类主要为除草剂和杀虫剂原药、制剂及中间体等，并将业务拓展到化工产品技术咨询、信息咨询，自营和代理各类商品及技术的进出口业务。公司主要产品为除草剂（包括氯氟吡氧乙酸、精恶唑禾草灵、异恶唑草酮、磺草酮、炔草酯）和杀虫剂（包括噻虫胺、虱螨脲），走差异化小品种路线，在国内具有产能优势，竞争度较低。公司 2011-2015 年业绩稳步增长，2016 年受农药行业整体低迷影响，归母净利润 7729 万，同比下降 18%，首次出现下滑。2017 年受益于海外企业补库存，业绩大幅增长。公司 2017 年上半年实现营业收入 6.48 亿元，同比增长 53.10%；实现归母净利润 6382

万元同比增长 56.07%。公司前三季度预计实现归母净利润 8380 万元~9880 万元，同比变动幅度 50.10%-76.97%。

原药市场需求回暖，业绩高增长可持续。2017 年上半年我国农药出口量达 85 万吨同比增长 16%，出口金额 23.67 亿美元同比增长 21.1%，国际巨头转基因种子销售大幅增长，农药终端消费表现强于预期。中旗股份 2017 上半年海外营收达 4.17 亿元，占比 64.3%；毛利率在 24.73%。公司充分受益于农药出口上升，在手订单饱和，下半年原药行情可持续，叠加公司新客户的开拓，全年业绩高增长可期。

积极拓展产业链，加快新项目建设。公司的淮安国瑞厂区和南京新厂区建设推进顺利，其中两个车间已经建成。预计明年将再有 3 个车间建成投产，远期达到 20 个生产车间的总规模。公司新厂区的审批手续齐全，在环保趋严、审批收紧的政策背景下，公司的项目储备大大增强了长期发展的确定性。

下游客户质地优良，技术立身业内领先。公司与跨国农化巨头合作密切，前两大客户陶氏益农和拜耳作物化学销售额占 30% 以上。在境内共计取得 87 项农药登记证书、40 项生产许可证书/批准证书；在境外主要市场与客户联合登记取得 59 个登记证书，许可证资源丰富。随着农药产能逐渐向国内转移，公司凭借其强大的研发实力和登记资源，可根据市场需求，快速推出新产品，占据先发优势。经过十余年的研发，公司自主开发了多种合成技术，研发技术带头人曾为瑞士汽巴制药公司一级科学家、瑞士诺华制药公司高级科学家、瑞士罗氏制药公司副首席研究员，在制药领域具有丰富的研发经验。

盈利预测：预计公司 2017-2019 实现归母净利润 1.35/1.76/2.25 亿元，对应 PE 31/23/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：农药行业持续低迷，公司产品竞争加剧，新产品开发推广不及预期。

4.4 利民股份

利民化工股份有限公司是国家农药定点生产企业，主营业务为农药原药、剂型的研发、生产和销售，主要产品包括代森类、霜脲氰、三乙膦酸铝、嘧霉胺等杀菌剂原药和制剂系列产品及杀线虫剂威百亩。公司 2016 年实现营业收入 11.60 亿元，同比增加 39.02%；归属于上市公司股东的净利润 1.11 亿元，同比增加 64.20%。业绩大增的主要原因在于公司 IPO 募投项目“25,000 吨络合态代森锰锌”的产能在年内完全释放，公司现为国内代森锰锌产量行业第一，市场占有率超过 50%，产品质量达到世界一流水平，稳定为跨国公司供货并自营出口。公司 2017 年上半年实现营收 6.61 亿元，同比增长 22.87%；实现归母净利 7897 万元，同比增长 33.98%。公司 1-9 月业绩预计为 9126.11-11810.27 万元，同比增长区间为 40%-70%。

募投产能释放，收购完成代森系龙头地位稳固。公司定增募投项目 5000 吨丙森锌已经达产，代森系总产能达到 30000 吨。自去年十一月以来代森锰锌产品价格持续上行，目前平均价格仍在 2 万元/吨左右高位，综合毛利率 30%。公司收购河北双吉已经完成，河北双吉拥有 1 万吨代森锰锌产能，是国内仅次于利民股份的第二大生产商。此次并购将大大提高行业集中度，公司对下游客户的议价能力有所增强，代森系产品价格大概率高位运行。

产品树多点开花，海外拓展正当时。百菌清受、环保压力量价齐升，该业务对公司业绩贡献约为 2000 万元。威百亩和噻虫胺是公司重点布局的杀虫剂品种，上半年正逐渐放量。公司的坦桑尼亚、柬埔寨等子公司以点带面，在当地打开了自主登记的销售渠道。产品扩容叠加渠道拓展，公司发展驶入快车道。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 2.02/2.51/2.89 亿元，对应 PE 为 23/19/16 倍，维持“买入”评级。

4.5 恒力股份

恒力股份于 2016 年实现借壳上市，主营民用和工业用涤纶长丝，为恒力集团旗下唯一上市公司平台。公司 2017 年上半年实现营业收入 108.92 亿元，同比增长 18.09%；归母净利润 5.62 亿元同比增长 32.84%。

涤纶长丝龙头企业，高端产品利润稳增：恒力股份主营聚酯涤纶与聚酯新材料，共拥有产能涤纶民用丝 140 万吨、工业丝 20 万吨、聚酯切片 70 万吨、BOPET 聚酯薄膜 20 万吨和 PBT 工程塑料 16 万吨，并拥有 10 亿 kWh 和 220 万吨蒸汽的供应能力。公司民用丝以细旦超细旦为主，主打精加工、高附加值民用丝产品，50D 以下产品占比超过 25%，因此毛利率大大高于行业平均水平；工业丝起步较晚，厚积薄发，公司车用丝产品正积极在下游客户供应体系中进行认证，两到三年内陆续完成，车用丝盈利将持续高速增长。

涤纶需求持续提振，公司业绩大幅增长：公司上半年民用丝销量 59 万吨，工业丝销量 7.8 万吨，均价分别为 9425.67 元/吨、10366.48 元/吨，同比上升 15.32%，22.47%，与原料的价差分别为 3357.9 元/吨，4298.7 元/吨，较去年明显扩大。

PTA 已触底，拟注入资产业绩弹性大。公司拟进行重大资产重组注入石化资产，本方案已获股东大会通过，尚待上会审批。重组完成后，恒力股份将拥有全球最大的单体 PTA 工厂，产能 660 万吨。PTA 含税价差处于底部，PTA 行业已经历长达三年的整合，产能快速扩张的时代已结束，低价差迫使落后产能出清，行业集中度有所提高，PTA 存底部上行动力。恒力石化的 PTA 装置兼具价格优势和质量优势，并采取有效措施降低期间费用、减少加工成本，2017 年业绩有望大幅改善。PTA 含税价差每扩大 100 元，公司业绩增厚 4.23 亿元。

炼化一体化项目加速推进，民营石化巨头崛起。我国是全球 PX 需求量最大的国家，但产能建设严重滞后于下游发展，导致 PX 进口依存度高达 55%。由于未来三年新增产能有限，PX 供需格局难有根本改善，产业链的利润仍将集中在 PX 环节。恒力炼化项目位于大连长兴岛，建成后将拥有 2000 万吨原油加工能力和 450 万吨 PX 的生产能力，满足公司 PTA 的生产需要，完成石化-化纤-织造的全产业链布局，开启公司发展的新篇章。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年实现归母净利润 12.76/13.72/14.65 亿元，对应 PE 分别为 21 倍/20 倍/18 倍，维持“买入”评级。

风险提示：石油价格大幅下跌；资产注入进展不及预期。

4.6 广信材料

江苏广信感光新材料股份有限公司于 2016 年 8 月 30 日在创业板上市（广信材料：300537.SZ），是一家致力于开发生产高品位、高科技含量感光新材料的公司。

并表江苏宏泰，公司规模大幅增长：2017 年上半年公司实现营收 1.49 亿元，同比增长 13.46%；归属上市公司股东净利润 2388 万元，同比增长 13.47%。2017 年 6 月江苏宏泰纳入合并报表，报告期内江苏宏泰纳入合并的营收 1665 万元、净利润 437 万元。上半年江苏宏泰高仿阳极涂料已成功应用于 OPPO 手机，同时研发纳米出抗指纹涂料。江苏宏泰专注于工业级紫外固化涂料业务。宏泰研发实力业内领先，高仿阳极 ALE 涂料已经在品牌手机端放量，未来 5G 时代的到来有望带动高仿阳极涂料的需求爆发式增长。宏泰同时储备汽车大灯防雾涂料和汽车轻量化涂料项目，长期发展路径清晰。

国产 PCB 油墨龙头，受益产能转移大潮：公司是国内专用油墨制造领军企业，目前拥有 PCB 感光阻焊油墨 6500 吨/年。上半年收购江苏宏泰，同时公司拟收购长

兴精细涂料 100% 股权和创兴精细化学 60% 以上的股权。新增募投项目“年产 8000 吨感光新材料项目”预计将在今年年底投产，产能释放助力公司成为 PCB 油墨领域国际领先企业。

谋求长远发展，战略布局珠港澳大湾区：为满足新型环保材料及高端电子化学品日益增长的市场需求，公司拟用自有资金在珠海高栏港经济区购置约 150 亩土地，在未来四年内规划建设新的树脂、油墨、涂料等环保新材料及高端电子化学品生产基地，初定建设规模为年产 36000 吨上述产品，未来总投资不超过 8 亿元人民币。珠海高栏港经济区为国家级经济技术开发区，公司战略布局珠港澳大湾区，未来发展提前布局。

盈利预测：预计公司 2017-2019 年的归母净利润分别为 0.75/1.51/ 1.99 亿元，对应 PE 为 45/22/17 倍。

风险提示：产能释放不及预期的风险；客户开拓不及预期的风险。

4.7 万润股份

中节能万润股份有限公司于 2011 年 12 月在深交所上市（万润股份：002643），主要从事液晶中间体合成、液晶单体合成及提纯、OLED 材料、环保材料、医药产品及专项化学用品的研究、开发、生产和自营出口销售。公司 2017 年上半年实现营业收入 12.62 亿元，同比增长 42.09%；归母净利润 2.14 亿元，同比增长 15.32%

三引擎推动，业绩平稳增长：2017 年上半年，公司功能性材料类业务收入为 10.07 亿元，同比增加 37.8%；毛利率为 38.84%，保持平稳。大健康类业务收入为 2.47 亿元，同比大幅增加 64.42%；毛利率为 41.76%，继续保持较高水平。同时今年公司加大研发力度，研发投入 8414 万元，同比增加 66.01%。

液晶材料地位领先，OLED 突破在即：公司拥有 150 吨/年的液晶单体产能和 450 吨/年的液晶中间体产能，是国内液晶单体和中间体材料的龙头企业。公司布局 OLED 材料多年，借助 LCD 屏幕技术、客户优势，在 OLED 上游材料占有一席之地。今年四季度苹果 iPhone 8 预计将首次使用 OLED 屏幕，将带动 OLED 相关材料供不应求。

产能逐步释放，环保材料空间可期：公司目前拥有 2350 吨/年的沸石产能。2015 年募投项目“沸石系列环保材料二期扩建项目”中产能约 1000 吨/年的环保材料已于 7 月底投入使用。此外公司还要扩建 3500 吨产能，预计 2019 年底前完成。公司环保材料主要用于汽车尾气净化和工业催化，拥有广阔市场空间，将成为公司新的增长点。

大健康领域增势良好，市场潜力巨大：公司去年收购了 MP 公司，直接进入到生命科学与体外诊断领域，形成公司大健康板块的战略布局。公司在此领域现阶段为发展阶段，上半年收入的大幅增加表明 MP 公司发展良好。随着国民健康意识的提升和收入的增加，生命科学和体外诊断行业拥有巨大的市场潜力。

盈利预测：预计 2017-2019 年公司的归母净利润分别为 4.66/6.19/8.92 亿元，对应 PE 42/31/22 倍，给予“买入”评级。

风险提示：新业务拓展不及预期的风险

分析师简介:

邹兰兰，香港大学物理学硕士，一年半半导体行业工作经验，两年电子行业研究经验。2015年9月加入东北证券，任化工行业分析师。

李楠竹，芝加哥大学理学硕士，2016年9月加入东北证券，任化工行业分析师。

重要声明

本报告由东北证券股份有限公司（以下称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因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。

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅反映本公司于发布本报告当日的判断，不保证所包含的内容和意见不发生变化。

本报告仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。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证券买卖建议。本公司及其雇员不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，在任何情况下，我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本公司或其关联机构可能会持有本报告所涉及的公司所发行的证券头寸并进行交易，并在法律许可的情况下不进行披露；可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务、财务顾问等相关服务。

本报告版权归本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在本公司允许的范围使用，并注明本报告的发布人和发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为此发送行为负责。提醒通过此途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过此种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师。本报告遵循合规、客观、专业、审慎的制作原则，所采用数据、资料的来源合法合规，文字阐述反映了作者的真实观点，报告结论未受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资评级说明

股票 投资 评级 说明	买入	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 15% 以上。
	增持	未来 6 个月内，股价涨幅超越市场基准 5% 至 15% 之间。
	中性	未来 6 个月内，股价涨幅介于市场基准-5% 至 5% 之间。
	减持	在未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 5% 至 15% 之间。
	卖出	未来 6 个月内，股价涨幅落后市场基准 15% 以上。
行业 投资 评级 说明	优于大势	未来 6 个月内，行业指数的收益超越市场平均收益。
	同步大势	未来 6 个月内，行业指数的收益与市场平均收益持平。
	落后大势	未来 6 个月内，行业指数的收益落后于市场平均收益。

东北证券股份有限公司

中国 吉林省长春市

生态大街6666号
邮编：130119
电话：4006000686
传真：(0431)85680032
网址：http://www.nesc.cn

中国 北京市西城区

锦什坊街28号
恒奥中心D座
邮编：100033
电话：(010)63210800
传真：(010)63210867

中国 上海市浦东新区

杨高南路729号
邮编：200127
电话：(021)20361009
传真：(021)20361258

中国 深圳南山区

大冲商务中心1栋2号楼24D
邮编：518000

机构销售

华北地区

销售总监 李航
电话：(010) 63210890
手机：185-1501-8255
邮箱：lihang@nesc.cn

华东地区

销售总监 袁颖
电话：(021) 20361100
手机：136-2169-3507
邮箱：yuanying@nesc.cn

华南地区

销售总监 邱晓星
电话：(0755) 33975865
手机：186-6457-9712
邮箱：qiuxx@nesc.cn