

化工

维生素开启中长期景气周期，布局新材料及龙头白马——化工行业年报&一季报总结

基础化工——2019年景气继续下行，龙头强者恒强：2019年中信基础化工板块营收为13,797.66亿元，同比增长5.71%；整体归母净利润为777.33亿元，同比下滑14.8%。2020年Q1疫情对化工行业整体都造成了较大的冲击，一季度中信基础化工板块实现营业收入2,817.15亿元，同比下降8.85%；实现归母净利润125.83亿元，同比下降42.4%。供给端来看化工行业资本开支还在继续增加，但增速同比开始明显放缓，新增产能集中于头部企业。终端需求来看2019年整体依然偏弱，2020年以来的疫情使得需求恢复雪上加霜，但随着国内经济活动自3月份开始趋于恢复，终端需求有企稳趋势。产品价格来看，目前大部分已处于历史底部位置。我们判断在全球经济放缓的背景下，现在和未来化工的周期分析聚焦公司的阿尔法，买入成本不断下降、定价能力不断提升的行业龙头。

投资建议：1)在疫情持续时间仍存在较大不确定性的情况下，我们建议关注化工板块中格局实质性改善，可以走出独立景气行情，并且业绩可以兑现的子行业，当下依然首推维生素龙头(va、ve)：新和成、浙江医药。2)进口替代仍然是新材料行业主要投资逻辑，推荐：半导体产业链(雅克科技、鼎龙股份、昊华科技、华特气体、晶瑞股份、南大光电)、环保及显示材料(万润股份)、胶粘剂(回天新材)、芳纶(泰和新材)。3)虽然短期部分产品受到全球需求趋弱影响，但其中具备成本优势、较强研发创新能力、产业链持续延伸能力的白马龙头公司当下已处于中长期配置性价比较高的位置，看好万华化学、新和成、金禾实业、卫星石化、龙蟠佰利、玲珑轮胎。4)农药行业头部企业持续扩张，行业集中度进一步提升，推荐扬农化工、利民股份及广信股份。

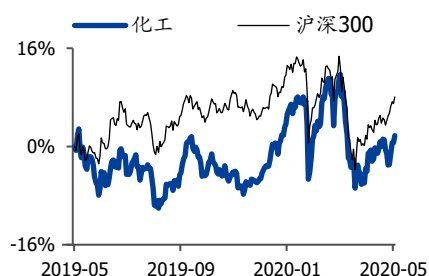
石油化工——民营大炼化维持高景气：2019年石化板块实现营业收入63,917.86亿元，同比增长5.5%；归母净利润1369.35亿元，同比下滑3.4%；2020年Q1石化板块营业总收入同比下滑16.5%；归母净利润同比下滑203.8%。石化板块中“两桶油”中国石油和中国石化占营收比重达85.4%，“两桶油”一季度的大幅亏损拖累了板块业绩。民营大炼化自2016年以来持续高景气，2016-2019年民营大炼化板块营收、归母净利润复合增速达39.9%、56.4%。2019年民营大炼化板块实现营业收入3383.73亿元，同比增长14.1%；实现归母净利润199.31亿元，同比大幅增长102.1%。即使在行业整体承压的2020年Q1也实现了营业收入增长19.1%，归母净利润增长102.7%的快速增长。

投资建议：石油石化企业的经营情况容易受到油价的影响，近期受到疫情影响，全球原油需求大幅下滑，导致国际油价出现历史性暴跌，目前油价处于底部区域，因此上游油气开采板块受到较大影响，中游石油加工行业短期存在部分库存损失，中长期来看价差有望维持在较好位置，因此我们主要围绕两条投资主线，寻找主营业务稳定，并具备一定成长性的优质龙头企业：1)C2C3：重点推荐卫星石化、东华能源；2)民营大炼化板块，推荐恒力石化、恒逸石化、荣盛石化、桐昆股份、东方盛虹。

风险提示：疫情持续时间对全球经济活动影响的不确定性；宏观经济增速低于预期；产品价格大幅波动；国际油价大跌；新项目建设进度不及预期等。

增持(维持)

行业走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

相关研究

- 1、《化工：继续首推VA、VE龙头，看好新材料优质标的》2020-05-10
- 2、《化工：继续看好维生素独立景气行情，减产协议开始执行，油价温和反弹》2020-05-05
- 3、《化工：1Q20化工行业基金持仓处低位，继续看好维生素独立景气行情》2020-04-26



内容目录

一、基础化工：景气下行，龙头强者恒强	4
1.1 2019 年基础化工景气继续下滑，2020Q1 疫情冲击较大	4
1.2 基础化工子行业情况	8
二、基础化工板块投资建议	10
2.1 维生素行业：行业景气度上行，龙头公司盈利能力提升	10
2.2 新材料行业：进口替代仍然是主旋律	13
2.2.1 导体材料产业链	13
2.2.2 环保及显示材料	18
2.2.3 胶粘剂	18
2.2.4 芳纶	19
2.3 中长期看好化工白马龙头	21
2.4 农药行业：头部企业持续扩张，行业集中度进一步提升	24
三、石油化工：“两桶油”业绩受油价拖累，民营大炼化高景气维持	27
四、石油化工板块投资建议	29
五、风险提示	30

图表目录

图表 1：基础化工行业营业总收入（亿元）	4
图表 2：基础化工行业归母净利润（亿元）	4
图表 3：基础化工板块毛利率	4
图表 4：基础化工板块净利率	4
图表 5：中国化工产品价格指数（CCPI）走势	5
图表 6：基础化工板块资产负债率	6
图表 7：基础化工板块存货周转率	6
图表 8：基础化工板块净资产收益率 ROE	6
图表 9：基础化工板块经营活动现金流净额/营业收入	6
图表 10：基础化工板块构建固定、无形等长期资产支付的现金（亿元）	7
图表 11：基础化工板块固定资产（亿元）	7
图表 12：基础化工板块在建工程（亿元）	7
图表 13：国内汽车产量、销量累计同比	8
图表 14：国内冰箱、洗衣机产量累计同比	8
图表 15：我国房屋新开工面积累计同比增速	8
图表 16：我国固定资产投资完成额累计同比增速	8
图表 17：基础化工三级子行业 2020 年 Q1 与 2019 年 Q1 营收同比增长率对比	9
图表 18：基础化工三级子行业 2020 年 Q1 与 2019 年 Q1 净利润同比增长率对比	9
图表 19：基础化工三级子行业 2020 年 Q1 与 2019 年 Q1 毛利率对比	10
图表 20：维生素样本公司单季度营收及增速	10
图表 21：维生素样本公司单季度归母净利润及增速	10
图表 22：维生素样本公司单季度营收增速和利润增速	11
图表 23：维生素样本公司单季度毛利率和销售费用率	11
图表 24：维生素样本公司单季度费用情况	12
图表 25：维生素样本公司单季度净利率和 ROE	12
图表 26：维生素样本公司经营现金流和收现比变化	13

图表 27: 全球半导体材料销售额 (十亿美元)	13
图表 28: 中国大陆半导体材料销售额 (十亿美元)	13
图表 29: 半导体上下游产业链, 以及半导体材料在产业链所处位置	14
图表 30: 半导体原材料分布情况	14
图表 31: 半导体封装材料及晶圆制造材料销售额(亿美元)	14
图表 32: 半导体上下游产业链, 以及半导体材料在产业链所处位置	15
图表 33: 半导体材料主要上市公司 2019 年及 2020 年 Q1 营业收入 (亿元) 及归母净利润 (百万元)	16
图表 34: 2010-2019 年国内胶粘剂企业营收情况 (亿元)	19
图表 35: 2010-2019 年国内胶粘剂企业毛利率情况 (%)	19
图表 36: 我国对位芳纶主要应用领域	20
图表 37: 国内光缆线路长度	20
图表 38: 化工行业过去十年平均 ROE 排名前 20 企业 (选取 100 亿市值以上公司)	21
图表 39: 产品价格及分位数 (聚合 MDI 及纯 MDI 为 2005 年以来, 其余产品为 2010 年以来)	22
图表 40: 万华聚合 MDI 挂牌价 (元/吨)	22
图表 41: 万华纯 MDI 挂牌价 (元/吨)	22
图表 42: 万华股份与季度年化 ROE	23
图表 43: 农药板块单季度营收 (亿元)	24
图表 44: 农药板块单季度归母净利润 (亿元)	24
图表 45: 农药板块毛利率和净利率变化	24
图表 46: 农药板块 ROE 变化	24
图表 47: 农药板块资产负债率	25
图表 48: 农药板块经营活动现金流净额变化	25
图表 49: 农药行业在建工程及增速	25
图表 50: 农药行业主要公司在建工程同比增长情况	26
图表 51: WTI、Brent 原油价格走势	28
图表 52: 石化板块营业总收入 (剔除中石油和中石化)	28
图表 53: 石化板块净利润 (剔除中石油和中石化)	28
图表 54: 民营大炼化营业总收入 (亿元)	29
图表 55: 民营大炼化归母净利润 (亿元)	29

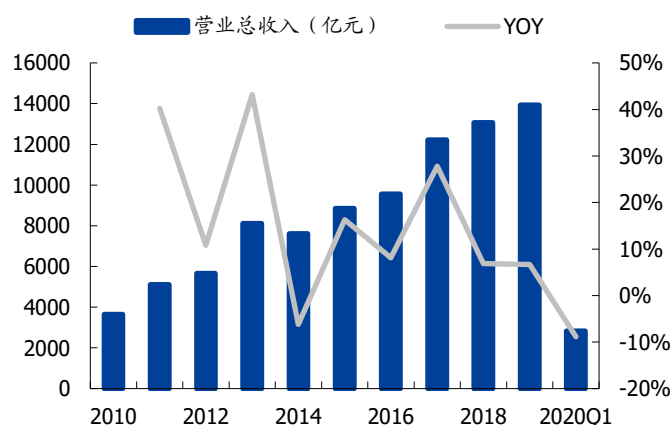
一、基础化工：景气下行，龙头强者恒强

1.1 2019 年基础化工景气继续下滑，2020Q1 疫情冲击较大

2019 年中信基础化工板块营收为 13,797.66 亿元，同比增长 5.71%；但受到行业整体景气下行影响，产品价格和企业盈利下滑，板块整体归母净利润为 777.33 亿元，同比下滑 14.8%。2020 年 Q1 疫情对化工行业整体都造成了较大的冲击，一季度中信基础化工板块实现营业收入 2,817.15 亿元，同比下降 8.85%；实现归母净利润 125.83 亿元，同比下降 42.4%。

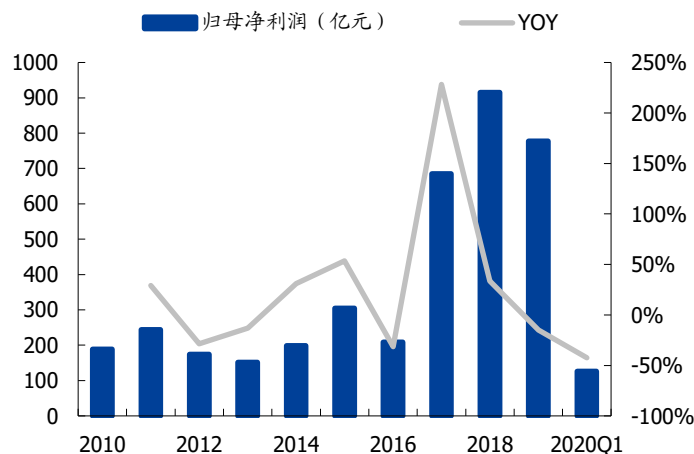
※由于 2019 年化工板块中有两家公司归母净利润出现极端值：*ST 盐湖亏损 458.60 亿元，*ST 康得亏损 58.10 亿元，因此在统计中剔除这两家公司数据，以反映行业整体水平变动的趋势。

图表 1：基础化工行业营业总收入（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

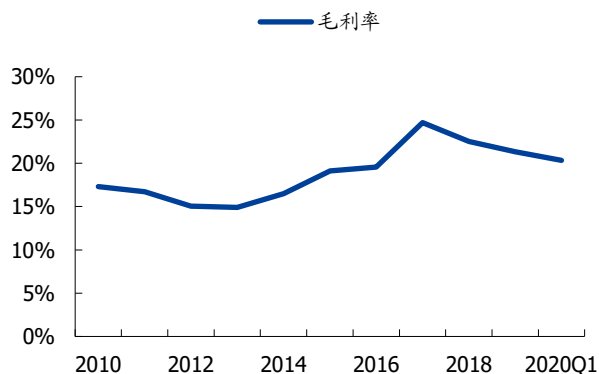
图表 2：基础化工行业归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，国盛证券研究所

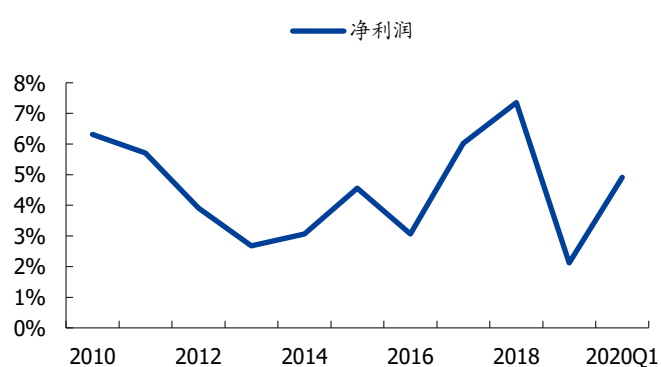
2019 年基础化工行业毛利率为 21.46%，同比下滑 1.47pct；净利率为 2.12%，同比下滑 5.36pct。2020 年以来受到疫情以及宏观经济增速下滑的影响，化工行业盈利能力继续下滑，2020 年 Q1 基础化工板块毛利率为 20.33%，同比下滑 0.97pct；净利率为 4.92%，同比下滑 2.36pct。从行业整体盈利能力来看，仍高于 2015~2016 年的低点

图表 3：基础化工板块毛利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 4：基础化工板块净利率



资料来源：Wind，国盛证券研究所

化工产品价格目前已处于历史底部位置：中国化工产品价格指数（CCPI）自 2018 年 8 月以来持续下跌，并从 2020 年 1 月开始随着国际重大公共卫生事件的蔓延而加速下跌，目前已跌至历史底部位置。近期随着国际油价反弹，化工价格指数较 4 月初低位有企稳回升迹象。然而，考虑到疫情带来的全球经济压力仍然存在，后续需警惕因库存压力及需求疲软使得化工品价格持续承压。

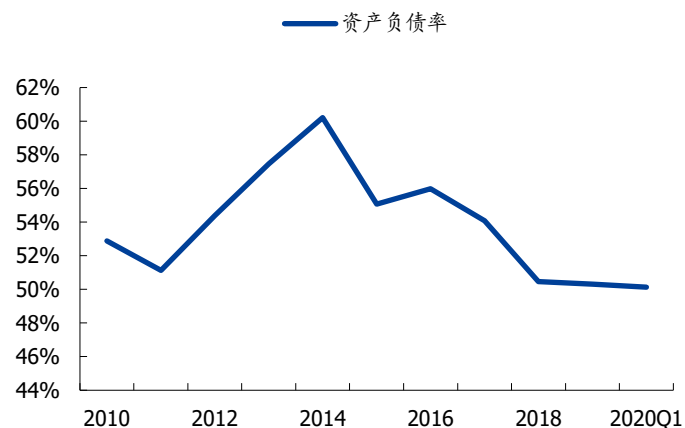
图表 5：中国化工产品价格指数（CCPI）走势



资料来源：Wind，国盛证券研究所

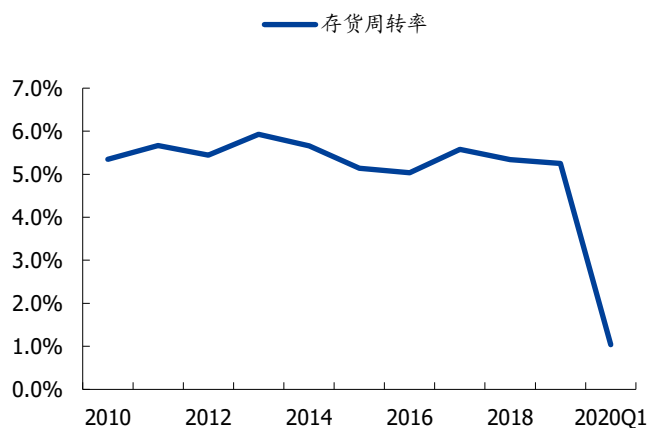
2015 年以来基础化工板块整体资产负债率开始下降，2019 年 Q4 基础化工板块资产负债率 50.31%，同比下降 0.18pct。2020 年 Q1 整体资产负债率 50.13%，同比下降 0.68%，目前整体资产负债率已位于 2005 年以来最低水平。然而，受到重大公共卫生事件影响，基础化工板块的 ROE、存货周转率、经营活动现金流净额/营业收入均在 2020 年 Q1 出现大幅下滑。2019 年，基础化工板块 ROE（平均）为 2.74%，同比下滑 7.57pct。2020 年 Q1，板块 ROE 继续下滑至 1.32%；虽然 2019 年基础化工板块存货周转率为 5.25%，与过往水平持平，但是 2020 年 Q1 大幅下滑至 1.04%；2013 年以来基础化工行业经营活动现金流净额/营业收入不断提升，2019 年基础化工行业整体经营活动现金流净额/营业收入为 12.1%，处于 2002 年以来最高水平。然而，2020 年 Q1 经营活动现金流净额/营业收入下滑至 3.88%，同比下滑 3.22pct。

图表 6: 基础化工板块资产负债率



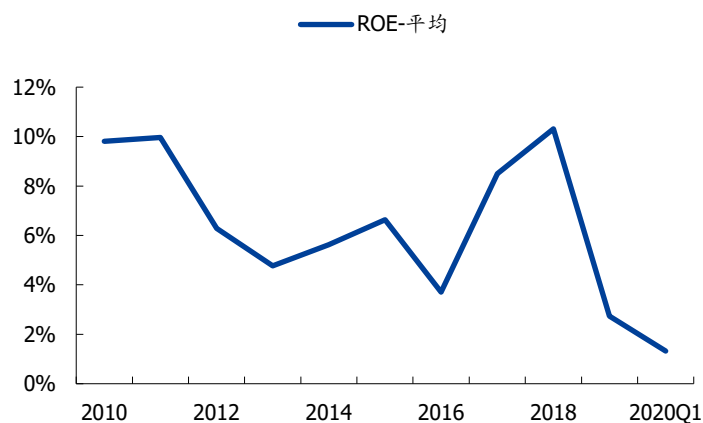
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 7: 基础化工板块存货周转率



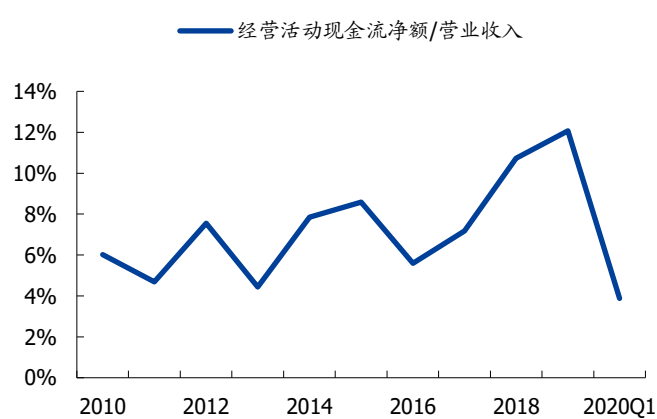
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 8: 基础化工板块净资产收益率 ROE



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 9: 基础化工板块经营活动现金流净额/营业收入



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

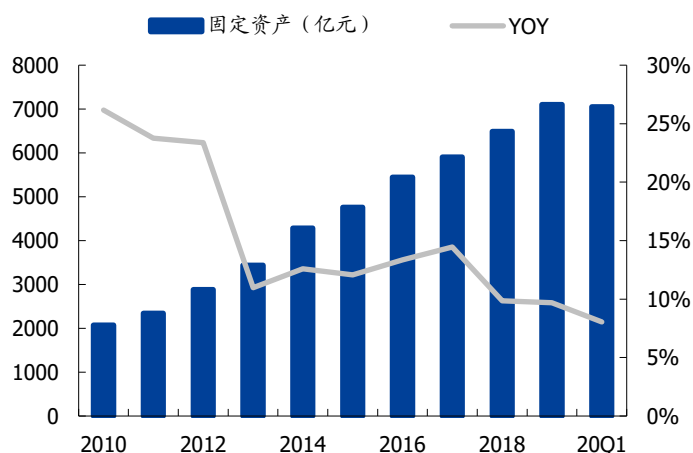
供给端资本开支仍处于扩张周期，增速同比有所放缓：根据 Wind 数据，2019 年基础化工板块购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金 2016 年开始持续增长，2019 年、2020 年 Q1 分别同比增长 13.80%、7.53%。固定资产 7100.77 亿元，同比增长 9.50%；在建工程 1247.61 亿元，同比增长 7.34%，增速较 2018 年有所上升。2020 年 Q1，基础化工板块在建工程增长 45.1%，增速创近年最高水平。

图表 10: 基础化工板块构建固定、无形等长期资产支付的现金 (亿元)



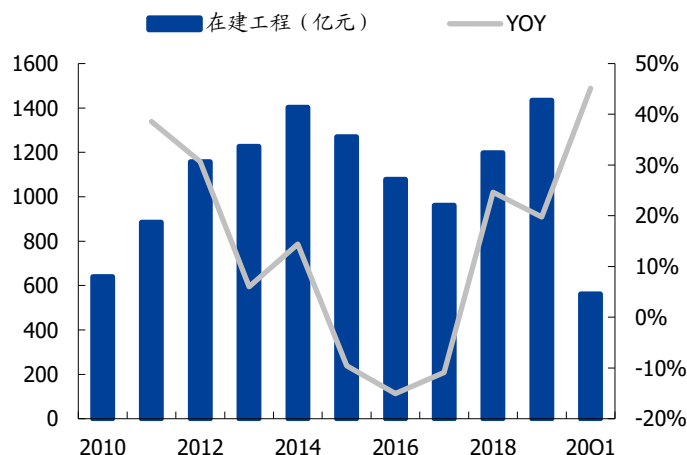
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 11: 基础化工板块固定资产 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

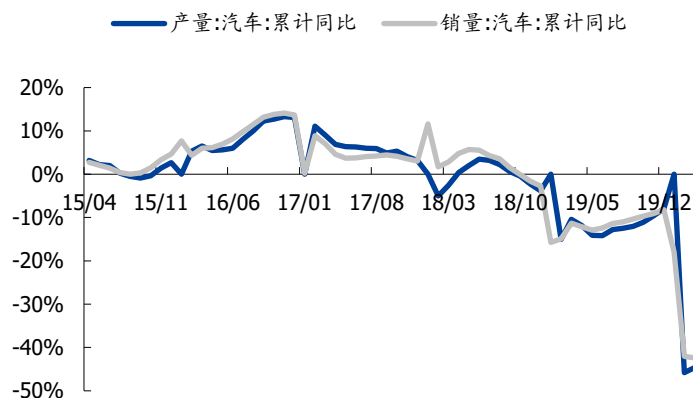
图表 12: 基础化工板块在建工程 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

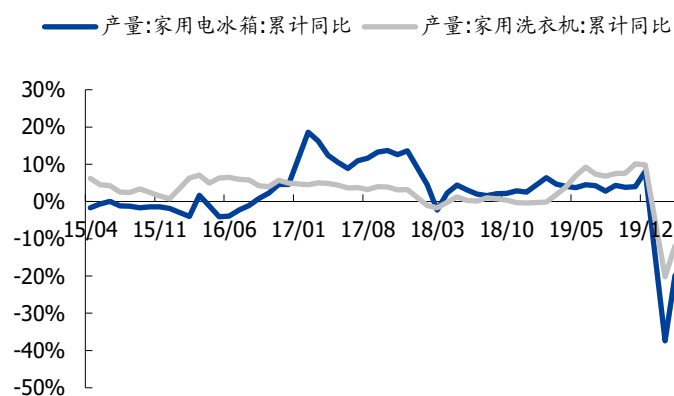
终端需求依然偏弱: 化工行业的终端需求包括房地产、基建、汽车、家电、粮食等领域。房地产、基建方面,我国房屋新开工面积以及固定资产投资完成额 2019 年全年实现同比增长;汽车产销量继 2018 年小幅下滑后,2019 年下滑幅度加深;家电方面,2019 年电冰箱、洗衣机产量实现同比增长;粮食方面,2019 年我国粮食产量实现 6.64 亿吨,同比小幅上涨 0.90%。然而,2020 年 Q1 受国际重大公共卫生事件影响,房屋新开工面积、固定资产投资完成额、汽车产销量、家用洗衣机、电冰箱产量在 2 月份均出现较大幅度下滑,短期终端需求的下滑对化工品需求造成了拖累。随着国内疫情逐步好转,我国经济活动在 3 月份开始趋于恢复,终端需求已在 3 月份出现企稳趋势。

图表 13: 国内汽车产量、销量累计同比



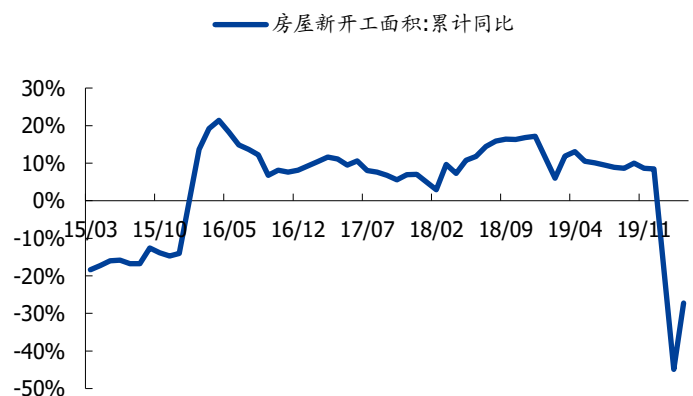
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 14: 国内冰箱、洗衣机产量累计同比



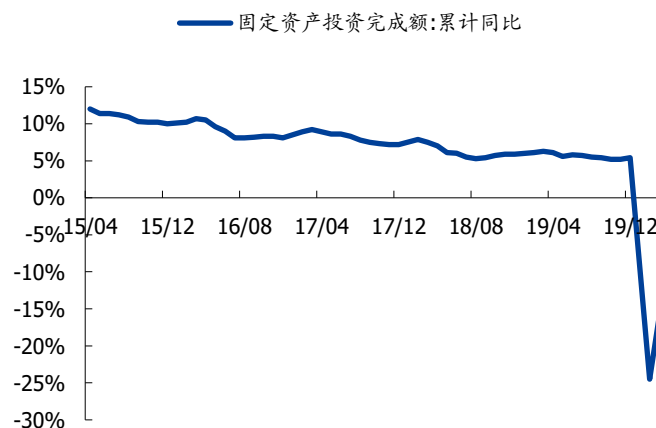
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 我国房屋新开工面积累计同比增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 16: 我国固定资产投资完成额累计同比增速

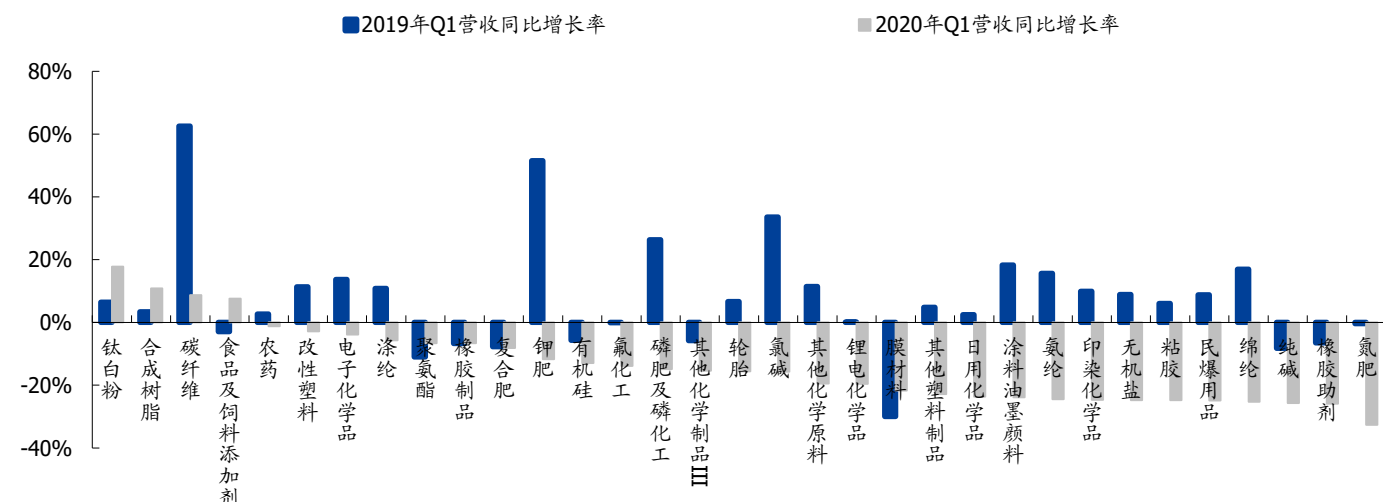


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 基础化工子行业情况

2020 年 Q1 在 33 个基础化工三级子行业中, 有 4 个子行业实现营业收入同比增长, 分别为钛白粉 (17.7%)、合成树脂 (10.9%)、碳纤维 (8.7%) 和食品饮料添加剂 (7.6%), 其余 29 个子行业营业收入同比下滑。相比之下, 2019 年 Q1 有 22 个子行业营业收入实现同比增长, 增幅最大的 4 个子行业包括碳纤维 (62.6%)、钾肥 (51.5%)、氯碱 (33.6%) 和磷肥及磷化工 (26.3%), 11 个子行业营业收入同比下滑。

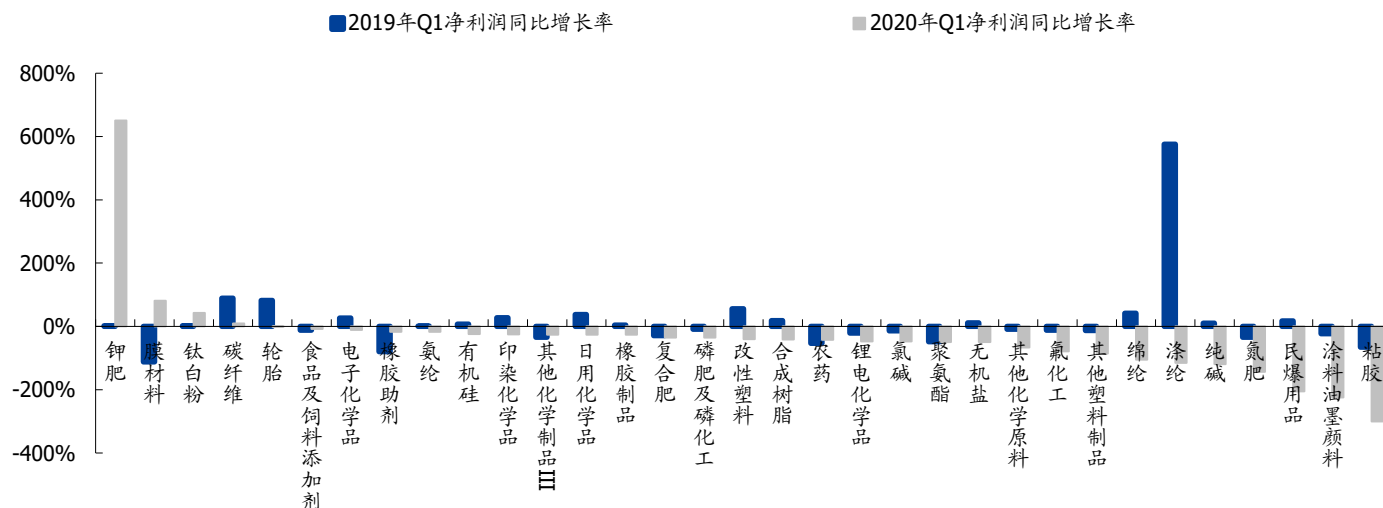
图表 17: 基础化工三级子行业 2020 年 Q1 与 2019 年 Q1 营收同比增长率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

2020 年 Q1 在 33 个基础化工三级子行业中, 有 4 个子行业实现净利润同比增长, 分别为钾肥 (650.8%)、膜材料 (80.9%)、钛白粉 (42.7%) 和碳纤维 (8.8%), 其余 29 个子行业净利润同比下滑。相比之下, 2019 年 Q1 有 17 个子行业净利润实现同比增长, 增幅最大的 4 个子行业包括涤纶 (575.3%)、碳纤维 (89.6%)、轮胎 (82.2%) 和改性塑料 (56.3%), 16 个子行业净利润同比下滑。

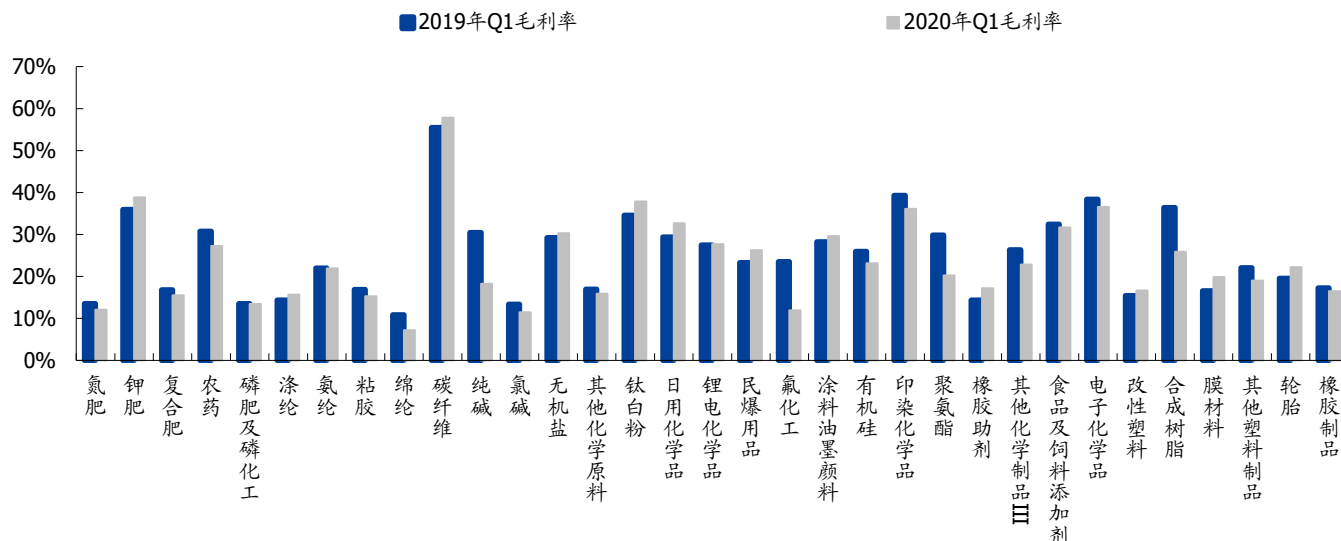
图表 18: 基础化工三级子行业 2020 年 Q1 与 2019 年 Q1 净利润同比增长率对比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

33 个三级子行业中, 有 13 个子行业 2020 年 Q1 毛利率同比实现上升, 毛利率同比增长最大的子行业分别为膜材料(括号内数字表示实现毛利率 19.9%, 下同)、钛白粉 (37.8%)、日用化学品 (32.6%)、民爆用品 (26.3%)、钾肥 (38.8%), 其余 20 个子行业毛利率同比下降。2019 年有 15 个子行业毛利率同比 2018 年增长, 毛利率增长最多的子行业分别为锂电化学品 (26.7%)、轮胎 (22.7%)、涂料油墨颜料 (33.0%)、改性塑料 (16.2%)、无机盐 (28.9%), 其余 18 个子行业毛利率同比下滑。

图表 19: 基础化工三级子行业 2020 年 Q1 与 2019 年 Q1 毛利率对比



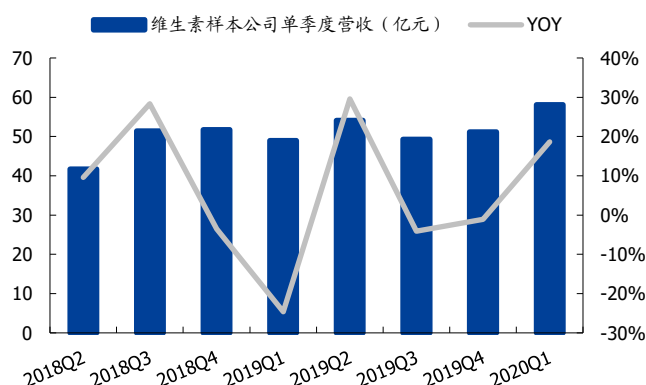
资料来源: Wind, 国盛证券研究所

二、基础化工板块投资建议

2.1 维生素行业: 行业景气度上行, 龙头公司盈利能力提升

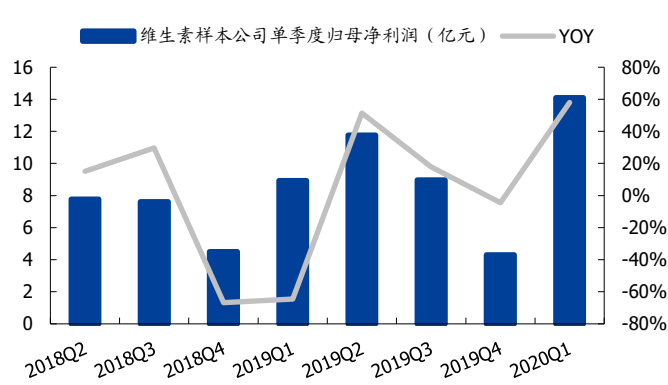
收入端: 收入重回增长, 利润表现好于营收, 龙头公司受益明显。维生素板块收入稳健增长, 主要上市公司 2020Q1 单季度营收同比增长 18.67%, 归母净利润同比增长 58.02%, 由于 2019 年下半年开始维生素细分产品生物素、泛酸钙、辅酶 Q10 等品种价格大幅上涨, 相关产品龙头企业圣达生物、兄弟科技、新和成、金达威单季度营收和归母净利润增幅较大, 维生素 E、维生素 A 以及 VD3 品种由于产品价格自 2020 年 3 月上旬开始涨价, 加上收入确认的延后, 相关上市公司浙江医药、花园生物的一季度营收和净利润增加不明显, 我们预计产品涨价在二季度会在营收和净利润上得到体现。

图表 20: 维生素样本公司单季度营收及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (样本公司: 新和成、浙江医药、金达威、花园生物、圣达生物、兄弟科技)

图表 21: 维生素样本公司单季度归母净利润及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所 (样本公司: 新和成、浙江医药、金达威、花园生物、圣达生物、兄弟科技)

图表 22: 维生素样本公司单季度营收增速和利润增速

公司	单季度营业收入增速				单季度归母净利润增速			
	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
新和成	-39.7%	-8.2%	-5.5%	42.7%	-65.8%	14.9%	-14.5%	76.5%
浙江医药	-10.6%	1.3%	-1.7%	-6.9%	-71.4%	73.2%	88.4%	11.6%
金达威	-11.0%	-0.8%	12.8%	19.1%	-61.2%	-1.8%	-313.3%	65.5%
花园生物	0.5%	3.3%	-24.1%	-42.8%	6.0%	10.7%	-58.0%	-52.5%
圣达生物	2.7%	-12.3%	5.2%	62.2%	-41.3%	-25.7%	133.2%	342.4%
兄弟科技	-25.5%	-14.2%	5.6%	47.0%	-135.1%	303.9%	145.8%	178.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

成本及费用端: 维生素行业景气上行, 毛利率同比改善居多。维生素板块样本公司毛利率同比、环比改善居多, 其中新和成、浙江医药、金达威、花园生物、圣达生物、兄弟科技毛利率同比分别变化+4.4pct、-4.5pct、+6.1pct、-20.0pct、+20.6pct、+17.4pct, 花园生物毛利率同比下降较多主要是主营产品 VD3 价格下滑导致; 圣达生物、兄弟科技毛利率同比大幅上升主要是主营产品生物素、泛酸钙价格同比大幅上涨所致。

销售及管理费用率: 规模效应下, 不同企业出现分化。样本公司销售费用率新和成、浙江医药、圣达生物、兄弟科技同比下降 1.2pct、5.2pct、1.3pct、0.9pct, 管理及研发费用率新和成、金达威及圣达生物分别下降 3.3pct、1.7pct、1.9pct, 主要是由于维生素产品涨价带来产品量价齐升, 规模效应导致销售及管理费用率下降, 同时收入端规模效应也是不同企业分化的原因。

图表 23: 维生素样本公司单季度毛利率和销售费用率

公司	单季度毛利率				单季度销售费用率			
	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
新和成	46.6%	47.3%	48.7%	51.0%	2.8%	3.2%	3.1%	1.6%
浙江医药	38.8%	40.5%	42.3%	34.3%	23.5%	22.9%	21.6%	18.3%
金达威	46.5%	44.4%	47.7%	52.5%	8.5%	9.2%	9.0%	9.1%
花园生物	75.5%	68.4%	53.1%	55.5%	1.4%	2.6%	3.7%	1.4%
圣达生物	33.5%	36.5%	43.8%	54.1%	3.8%	2.9%	4.9%	2.5%
兄弟科技	14.6%	38.2%	36.3%	32.0%	3.4%	3.2%	6.1%	2.5%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

财务费用: 汇兑收益增加, 财务费用率有所下降。样本公司 2020 年一季度财务费用率同比均有所下降, 新和成、浙江医药、金达威、花园生物、圣达生物、兄弟科技财务费用率同比变化分别为-1.3pct、-1.8pct、-2.3pct、-3.0pct、-3.7pct、-1.5pct, 主要是汇兑收益增加所致。

图表 24: 维生素样本公司单季度费用情况

公司	单季度管理及研发费用率				单季度财务费用率			
	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
新和成	9.9%	9.7%	14.2%	6.7%	2.7%	1.1%	3.9%	1.4%
浙江医药	7.8%	12.7%	19.7%	8.9%	1.3%	-0.8%	0.3%	-0.4%
金达威	11.5%	10.9%	12.8%	9.8%	2.9%	0.4%	1.9%	0.6%
花园生物	9.6%	14.2%	18.8%	18.3%	1.1%	-1.7%	-0.8%	-1.9%
圣达生物	15.2%	24.1%	24.3%	13.3%	3.2%	-1.9%	3.2%	-0.5%
兄弟科技	16.0%	29.5%	20.5%	19.2%	3.8%	1.8%	1.5%	2.3%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

净利率和 ROE: 维生素景气上行, 盈利能力增强。维生素样本公司新和成、浙江医药、金达威、花园生物、圣达生物、兄弟科技 2020 年一季度净利率同比变化分别为+6.5pct、+1.5pct、+7.5pct、-9.2pct、+18.8pct、+12.5pct; 单季度 ROE 变化分别为+2.1pct、+0.1pct、+2.9pct、-4.5pct、+4.3pct、+2.0pct, 2020 年一季度维生素 E、生物素、辅酶 Q10、泛酸钙等产品景气度同比上行, 相关公司盈利能力也随之大幅提升。

图表 25: 维生素样本公司单季度净利率和 ROE

公司	单季度净利率				单季度 ROE			
	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1
新和成	27.9%	29.1%	25.0%	34.4%	3.1%	3.4%	2.8%	5.2%
浙江医药	7.2%	4.3%	-3.0%	8.7%	1.7%	1.0%	-0.2%	1.9%
金达威	19.5%	21.5%	-8.7%	27.0%	4.3%	5.4%	-2.6%	7.2%
花园生物	54.6%	49.5%	24.8%	45.3%	7.9%	4.6%	2.0%	3.5%
圣达生物	12.0%	6.9%	-2.3%	30.8%	1.8%	1.3%	0.3%	6.0%
兄弟科技	-8.2%	7.3%	6.8%	4.3%	-1.1%	0.9%	1.1%	0.9%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

现金流: 一季度现金流暂时承压。维生素样本公司新和成、浙江医药、金达威、花园生物、圣达生物、兄弟科技 2020 年一季度经营活动产生的现金流净额分别为 2.61、1.75、1.73、0.71、-0.03、-0.69 亿元, 其中新和成、浙江医药 2020 年一季度现金流同比改善明显, 新和成一季度现金流较其他季度差主要是由于一季度春节期间正常生产库存增加, 现金支出加大导致现金流收缩, 随着二季度库存下降预计现金流逐步得到改善。

收现比阶段性下滑。维生素样本公司新和成、浙江医药、金达威、圣达生物 2020 年一季度收现比同比变化-19.3%、-4.0%、-20.2%、-41.2%, 收现比下滑, 主要是一季度公司销售额加大, 存在现金回流时间差, 这一阶段性影响将随着二季度回款增加而逐渐得到改善。

图表 26: 维生素样本公司经营现金流和收现比变化

公司	单季度经营活动产生的现金流净额 (亿元)				单季度销售商品提供劳务收到的现金/收入			
	2019Q1	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2019Q4	YOY	2020Q1	YOY
新和成	2.55	3.39	10.08	2.61	96.7%	8.3%	82.5%	-19.3%
浙江医药	-0.36	1.69	1.08	1.75	113.2%	9.9%	109.5%	-4.0%
金达威	1.97	2.55	2.80	1.73	96.8%	15.0%	108.0%	-20.2%
花园生物	1.62	1.25	0.40	0.71	131.4%	-4.7%	85.6%	23.7%
圣达生物	0.00	-0.03	0.35	-0.03	104.3%	20.5%	65.2%	-41.2%
兄弟科技	-0.43	-0.21	0.17	-0.69	75.2%	8.5%	76.5%	-10.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们近期反复强调, 维生素周期行情的核心驱动力是什么? 是格局。我们认为只有站在格局的角度才能俯视短期因素带来的产品价格扰动, 才能不纠结于短期产品价格的涨跌。我们始终强调格局决定了企业的盈利能力及盈利的持续性, 疫情只是加速器。行业格局的根本改善和产品价值的合理回归才是这波维生素行情的中长期核心驱动力, 没有疫情影响供给, 格局好的维生素品种未来依然能维持高景气、高盈利, 且寡头格局稳定下的高盈利是可以持续的, 即使疫情结束, 在稳定供需格局下, 我们认为产品价格依旧会维持高位。基于格局视角, 我们明确预判了这波维生素行情的高度和持续时间, 即 VE 大概率恢复到 8-10 万/吨, VA 维持 32 万/吨以上的常态价格, VE、VA 可以维持 3 年高景气、高盈利周期, 辅酶 Q10、VD3、生物素等品种可以维持 2 年高景气周期。我们预计相关标的公司在未来 2-3 年业绩将大幅增长, 迎来业绩与估值的戴维斯双击。

核心推荐: 新和成 (维生素龙头, 业绩估值安全, VA+VE+生物素+辅酶 Q10+VD3+蛋氨酸+VC), 浙江医药 (VE、VA 弹性大, VE+VA+VD3)、花园生物 (VD3 弹性大)、圣达生物 (生物素弹性大)、金达威 (辅酶 Q10 弹性大, 辅酶 Q10+VA+VD3)。

2.2 新材料行业: 进口替代仍然是主旋律

2.2.1 导体材料产业链

2019 年全球半导体材料市场销售额为 521.2 亿美元, 其中中国大陆销售额达到 86.9 亿美元, 占全球半导体材料市场份额的 17%。

图表 27: 全球半导体材料销售额 (十亿美元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 28: 中国大陆半导体材料销售额 (十亿美元)

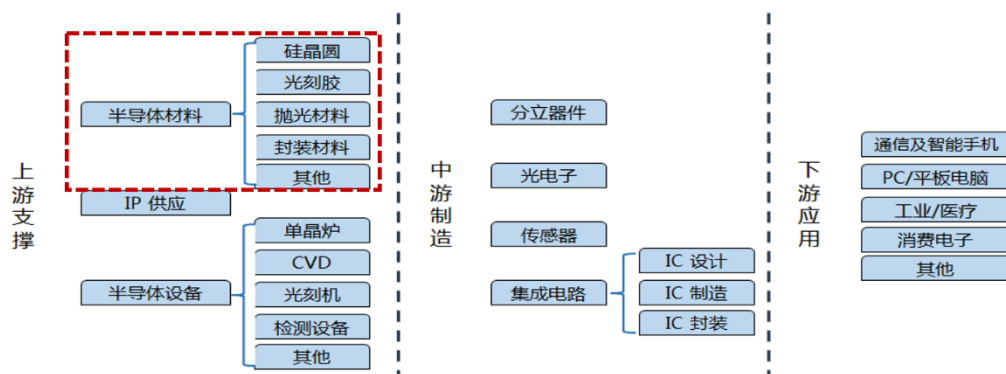


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

半导体材料可分为晶圆制造材料和封装材料, 2019 年全球晶圆制造材料销售额 328 亿

美元，略微下降 0.4%；其中工艺化学品、溅射靶材和 CMP 抛光材料同比下降超过 2%。2019 年封装材料销售额 192 亿美元，同比下滑 2.3%。

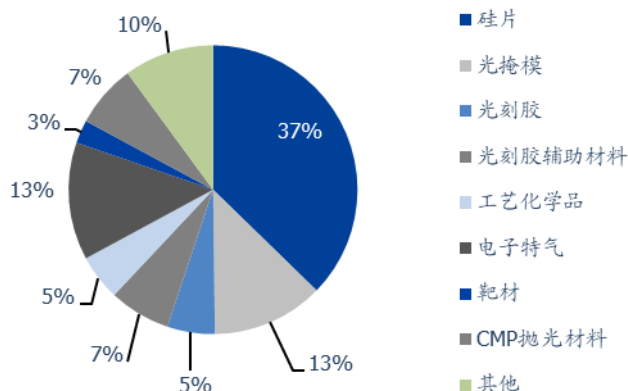
图表 29: 半导体上下游产业链，以及半导体材料在产业链所处位置



资料来源: 公开资料整理, 国盛证券研究所

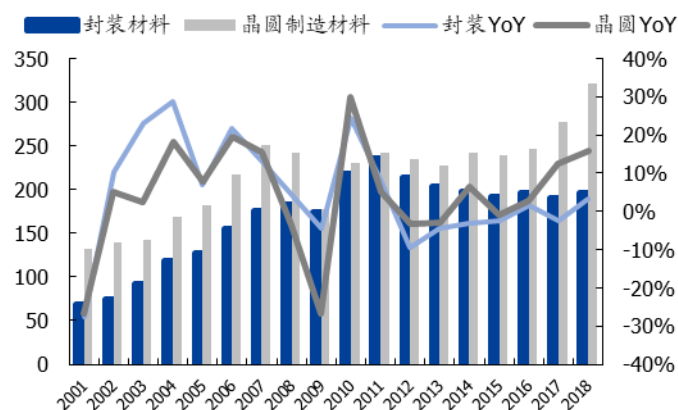
晶圆制造材料包含硅、掩膜版、光刻胶、电子气体、CMP 抛光材料、湿化学品、溅射靶材等，其中硅片约占整个晶圆制造材料的三分之一。

图表 30: 半导体原材料分布情况



资料来源: SEMI, 国盛证券研究所

图表 31: 半导体封装材料及晶圆制造材料销售额(亿美元)



资料来源: 美国半导体产业协会, 国盛证券研究所

2020 年 4 月大基金二期首个投资项目紫光展锐项目已经完成签署。大基金肩负引导国内集成电路行业全产业链发展的重任，其中大基金一期总规模 1387 亿元，投资项目中芯片制造占 67%、设计占 17%、封测占 10%，仅设备和材料类占 6%，大基金二期注册资本达到 2041.5 亿元，预计将更关注高端设备及新材料领域。目前我国在半导体上游材料领域国产率仅有 20% 水平，且大多为中低端材料。海外疫情持续发酵，再次敲响了提高国内半导体行业关键材料本土率的警钟。

图表 32: 半导体上下游产业链, 以及半导体材料在产业链所处位置

子行业	全球市场规模	国内市场空间	上市公司	市值 (亿元)
光刻胶	60 亿美元		南大光电	117.0
			晶瑞股份	66.7
			强力新材	86.5
湿化学品 (半导体)	16 亿美元	20 亿元	三美股份	130.9
			巨化股份	184.2
			昊华科技	165.7
			晶瑞股份	66.7
			中欣氟材	33.4
			江化微	47.7
			兴发集团	94.5
硅片	110 亿美元	10 亿美元	上海新阳	154.9
			沪硅产业	439.5
			立昂技术	80.0
特种气体 (半导体)	40 亿美元	45 亿元	昊华科技	165.7
			华特气体	81.6
			巨化股份	184.2
			三孚股份	35.9
硅微粉		17 亿元	雅克科技	196.2
			联瑞新材	48.1
			雅克科技	196.2
CMP 抛光液	15 亿美元	22 亿元	安集科技	139.6
CMP 抛光垫	15 亿美元	15 亿元	鼎龙股份	126.5

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

从我们跟踪的半导体材料行业主要上市公司 2019 年年报和一季报情况来看, 得益于半导体产业链的快速发展, 从收入端来看, 14 家企业中 12 家企业 2019 年全年实现正增长, 2020 年 Q1 在疫情以及宏观经济增速下滑的背景下, 仍有 10 家企业营业收入同比增速为正。利润端来看, 企业之间差异较大。由于半导体材料的技术门槛一般要高于其他电子及制造领域相关材料, 其具备纯度要求高、工艺复杂等特征, 在研发过程中需要下游对应产线进行批量测试, 因此存在较长的测试周期。目前国内半导体材料行业的发展仍处于从 0 到 1 的早期阶段, 本土半导体企业愈发重视自主安全可控的问题, 为国内材料企业的导入提供了良好的契机。

图表 33: 半导体材料主要上市公司 2019 年及 2020 年 Q1 营业收入 (亿元) 及归母净利润 (百万元)

		2019 年				2020Q1			
		营业收入	yoy	归母净利润	yoy	营业收入	yoy	归母净利润	yoy
硅片	沪硅产业	14.9	48%	-8,991.5	-902%	4.2	55%	-5,381.5	-576%
CMP 抛光材料	鼎龙股份	11.5	-14%	3,409.1	-88%	2.8	4%	1,439.9	-73%
	安集科技	2.9	15%	6,584.6	46%	1.0	64%	2,355.6	426%
湿电子化学品	上海新阳	6.4	15%	21,031.9	3060%	1.3	-3%	1,006.5	59%
	江化微	4.9	28%	3,451.9	-14%	1.2	23%	880.4	84%
	晶瑞股份	7.6	-7%	3,131.6	-38%	1.7	-11%	425.6	-26%
靶材类	有研新材	104.5	119%	10,594.4	34%	22.2	39%	681.1	-54%
	江丰电子	8.2	27%	6,418.6	9%	2.4	43%	1,672.7	56%
	阿石创	3.2	24%	1,464.4	-47%	0.5	-4%	-148.5	-210%
特种气体	雅克科技	18.3	18%	29,264.3	120%	4.4	6%	11,613.8	181%
	昊华科技	47.0	11%	52,506.3	-1%	10.2	-3%	9,597.9	3%
	华特气体	8.4	3%	7,259.5	7%	1.9	14%	1,652.5	-10%
光刻胶	南大光电	3.2	41%	5,501.1	7%	1.2	55%	3,487.2	124%
	晶瑞股份	7.6	-7%	3,131.6	-38%	1.7	-11%	425.6	-26%
硅微粉	联瑞新材	3.2	13%	7,469.5	28%	0.7	9%	1,783.5	25%

资料来源: Wind, 国盛证券研究所

重点推荐

雅克科技: 转型跻身半导体, 传统业务稳步复苏

受益于 5G 和 IOT 发展, 国产半导体行业景气上升, 公司抓住机遇转型, 积极布局集成电路中晶圆制造及封装、平板 LCD 及 OLED 显示等, 覆盖半导体薄膜沉积、刻蚀、清洗、封测等核心环节, 并积极探索新业务模式以提升高附加值, 满足市场需求, 同时完善自身业务结构。

公司瞄准半导体行业的巨大成长空间, 先后收购华飞电子、成都科美特、江苏先科 (韩国 UPE), 顺利进军含氟电子特气、硅微粉、前驱体等核心半导体材料领域。其中科美特和韩国 UPE 经营业绩表现非凡, 为公司业绩增长助力。

公司具有领先的深冷复合材料技术, 为航空、航天和航海领域的高端装备制备需求提供专业性的解决方案, 公司不断扩大 LNG 运输船舶和 LNG 动力船舶用板材的市场份额, 强化市场地位。随着江苏对化工园区的整顿工作逐步完成, 公司的传统业务, 即以磷系阻燃剂为主的塑料助剂材料也将复苏, 作为世界主要供应商继续为客户提供更多有竞争力的产品和服务。

华特气体: 特种气体国产化势在必行, 为客户打造一站式服务

公司产品覆盖普通工业气体、电子工业用气体、电光源气体、超高纯气体等十几个系列共 200 多个品种, 服务国内 8 寸以上集成电路制造厂商的覆盖率已超过八成, 致力为用户提供领先的气体应用一体化解决方案。目前已经拥有中芯国际、长江存储、华虹宏力、普莱克斯等优质稳定客户。

受益于下游半导体集成电路的景气向上, 特种气体国产化已成必然, 公司已实现四氟化碳、光刻气、六氟乙烷等二十多种产品的进口替代, 同时华特气体也是国内唯一通过全球最大的光刻机生产商 ASML 公司认证的气体公司。

华特气体已掌握了特种气体从生产制备、存储、检测到应用服务全流程中涉及的关键性

技术，气体纯化、混配、气瓶处理和分析检测等已经成为公司的核心技术。公司 4.5 亿募投项目建成投产后，特种气体产能将得到大幅扩张，新增产能包括：高纯锗烷、硒化氢、磷烷、年充装混配气体、仓储经营销售砷烷、乙硼烷、氯气等，为公司长远发展夯实基础。

鼎龙股份：传统耗材业务稳步增长，电子新材料放量在即

全产业链运营模式打造国内通用耗材龙头。打印复印通用耗材产业作为传统核心主业，以全产业链运营为发展思路。近年来，公司以碳粉为核心环节通过并购打通产业链上下游，公司在打印耗材产业目前已经拥有鼎龙股份、佛来斯通等化学碳粉生产企业、珠海名图、超俊科技等硒鼓生产企业和旗捷科技等打印耗材芯片企业，涵盖了碳粉、芯片、硒鼓等打印耗材核心领域。近期公司拟收购北海绩迅填补墨盒业务空白。全产业链运营模式下，确保公司实现上下游产品销售联动，从而保障了耗材业务的稳定增长。

CMP 市场垄断性强，公司正在实现进口替代，放量后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（芯片用几乎全部依赖进口）。CMP 抛光耗材全球市场空间百亿元以上，公司放量后即使占据 5% 的份额，考虑到垄断带来的高盈利，相当于再造一个鼎龙。目前 CMP 业务进展顺利，子公司鼎汇微电子获国有大型投资公司资本参股，并成为 02 专项联合承诺单位，产品的下游认证进展顺利且于 2019 年上半年已取得十二寸客户的第一张订单。

PI 浆料配合下游应用研发，进展顺利。公司是国内首家也是目前唯一一家实现柔性 OLED 显示基板材料 PI 浆料量产、国内首家产品实现在面板厂商 G6 代线全制程验证、在线测试通过的企业；并与国内的核心面板厂商保持紧密沟通、全面开展样品测试、验证及评价工作。公司已形成年产 300 吨柔性显示基板用 PI 浆料产能，现推进年产 1000 吨柔性显示基板用 PI 浆料项目。PI 浆料是柔性 OLED 面板关键材料，国内年需求量预计在 5000 吨左右，按照目前 200 万/吨来测算，市场空间达 100 亿。

晶瑞股份：扩张持续进行，客户优质稳定

公司持续导入优质客户、部分取得关键供货订单。公司已经积累一批稳定客户，包括中芯国际、华虹、合肥睿力、士兰微，LED 行业包括三安光电、华灿光电等。光刻胶拳头产品 i 线光刻胶已取得向中芯国际天津、扬杰科技、福顺微电子的供货订单；KrF 光刻胶已经完成中试。

湿电子化学品领域技术持续突破，高纯试剂电子级双氧水在技术上实现突破，纯度达到 G5 等级，已经给华虹、方正半导体供货，为超纯试剂国产化推波助澜；锂电池粘结剂主要客户包括比亚迪、力神、CATL、光宇等龙头电池厂。

昊华科技：5G 驱动，氟塑料及电子气体龙头高增长可期

公司为国务院国资委直属中国化工子公司——中国昊华旗下 12 所高端研究院资产整合上市平台，12 所研究院均具备丰富的国家级项目经验和雄厚的科研实力，其中有 10 所涉军工业务，配套军工航空、航天、航海领域。主营高性能氟塑料的晨光院以及主营含氟电子气体的黎明院是占公司收入比重最大的研究院，5G 建设、全球电子产业向中国大陆转移将为其带来发展机遇。

高端 PTFE 和特种气体新增产能奠定未来成长性：目前我国高端 PTFE 依然大量依赖进口，公司全资子公司晨光院现拥有 PTFE 树脂产能 2.2 万吨/年，自主研发的高性能产品已成功实现进口替代，应用于 5G 线缆及航空密封材料等领域，今年募投 5000 吨高端改性产品产能释放将受益于 5G 投资带来的需求快速增长。公司于 2020 年 3 月公告拟投资建设含氟气体总产能 4600 吨/年，晨光院现有三氟化氮 2000 吨、六氟化硫 2800 吨产能，已成为国内知名的特种电子气体的供应商，供应华虹宏力、京东方、华星光电、韩国 LG、三星、台湾中华映管国内外半导体及显示面板龙头企业。近年来全球集成电路和

显示面板产能不断向中国转移，为我国电子特种气体需求带来增量空间，然而目前我国电子特种气 80% 的市场仍处于被少数几家国外厂商垄断的局面，技术门槛高且客户粘性强，公司现已实现三氟化氮、六氟化硫、四氟化碳和六氟化钨的进口替代，并且在气体配套服务上具备丰富经验，拟投资建设 4600 吨含氟气体项目将顺应下游半导体及面板行业快速发展的趋势，将进一步巩固公司在含氟电子气体产业链的地位。

南大光电：光刻胶领域新星，MO 源系列持续助力光电材料国产替代

进军光刻胶领域，致力于产出中高端半导体用 ArF 光刻胶，193nm 光刻胶已经实现 25 吨年产量。2019 年在宁波计划总投资 6 亿进行先进光刻胶材料及配套材料的规模化生产，在集成电路行业占有一席之地。

MO 源系列产品在国内市场份额占六成以上，在半导体照明、信息通讯、航天等领域拥有极强竞争力，不仅实现了国内进口替代，更是远销欧美亚太，全球市场份额约 15% 公司已积累 Osram、LG、首尔半导体、晶元光电、广镓光电、三安光电、士兰明芯、华灿光电等优质客户。2019 年获得山东飞源气体有限公司 58% 股权，相关产品高纯磷烷、砷烷纯度已经达到 6N 级别，强势布局氟系电子特气市场，在 IC 行业持续占领先机。

2.2.2 环保及显示材料

重点推荐：万润股份

研发驱动下看好公司持续成长性：公司现已形成信息材料产业、环保材料产业和大健康产业三大业务领域，并建立了以化学合成技术的研发与产业化应用为主导的产品创新平台。在显示材料领域，公司现已成为高端液晶单体材料和中间体材料全球领先的供应商，随着超高清技术的发展及大尺寸面板的趋势化，液晶材料在显示领域仍将具备重要地位，公司未来将继续扩大在液晶材料领域的市场占有率。在 OLED 材料领域，目前公司正为稳步推进 OLED 成品材料研发工作，现有部分自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商进行放量验证。与此同时，公司积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶单体材料领域，未来有望成为公司新的业绩增长来源。大健康业务方面，公司深耕多年已先后涉足医药中间体、成药制剂、原料药、生命科学、体外诊断等多个领域，公司积极与国际知名医药企业开展基于 CDMO 模式的原料药项目，为建设成为全球一流的、提供完善的 CDMO 服务的生产基地奠定基础。环保产业方面，随着沸石新增产能的投产，公司有望不断巩固在高端车用沸石环保材料领域技术和生产能力等方面的全球领先地位。

万润深耕有机小分子合成技术超过 20 年，过去 8 年业绩复合增长 25% 且基本依靠内生性增长，公司的沸石业务将充分受益于柴油车国六标准的实施，在 OLED 材料领域，公司两个子公司都占据材料的绝对领先地位，其中九目化学是国内 OLED 升华前材料龙头，而三月光电是 OLED 升华后材料自主创新的龙头，有望成为“中国的 UDC”，聚酰亚胺、光刻胶材料的研发以及医药产业 CDMO 的发展都将成为公司未来持续的成长性来源。

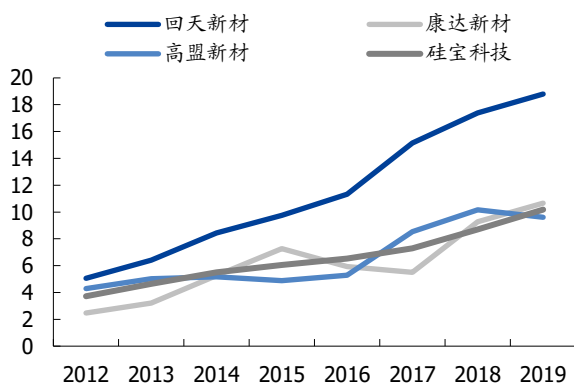
2.2.3 胶粘剂

胶粘剂高端领域迎来进口替代窗口期：根据第十八届中国胶粘剂和胶粘带行业年会资料显示，到 2020 年末，我国胶粘剂的总产量预计可达 1033.7 万吨，销售额可达 1328 亿元，占全球约 1/3 的比例，然而竞争格局上依然呈现金字塔结构，汉高、3M、富乐等国际巨头起步早，研发能力强，品牌优势明显，基本垄断了高端产品市场。国内胶粘剂市场以中小企业为主，包括回天新材、康达新材、高盟新材、硅宝科技在内的上市公司处于第二梯队，具备一定的自主知识产权和技术含量，通过持续技术研发正在缩短与国际巨头间差距。在近两年贸易摩擦的影响下，以华为为代表的企业越来越重视供应链的国产自主可控，为国内胶粘剂企业创造了向高端领域突破的有利窗口条件。5G 通信、电子电器、高铁、城市轨道交通、新能源等新兴领域的快速崛起使得高端胶粘剂进口替代需求的显著增强，龙头企业将会把更多的研发投入和人力资源投向这些新兴方向。另外目

前原材料价格处于低位，利好胶粘剂企业盈利能力提升。

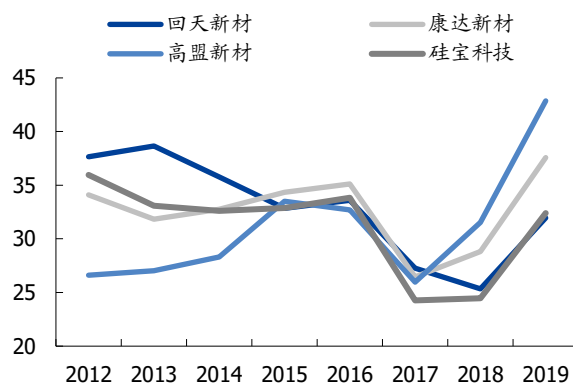
从2019年营收规模看，国内的四家主要胶粘剂企业中回天新材营收18.8亿元，规模最大，2019年公司毛利率为32.0%。

图表 34: 2010-2019 年国内胶粘剂企业营收情况 (亿元)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 35: 2010-2019 年国内胶粘剂企业毛利率情况 (%)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

重点推荐: 回天新材

四十年技术沉淀打造国内胶粘剂行业龙头: 公司是国内工程胶粘剂行业中规模最大、所涵盖的产品种类最多、应用领域范围最广的内资企业之一, 主营业务产品涵盖高性能有机硅胶、聚氨酯胶、丙烯酸酯胶、厌氧胶、环氧树脂胶等工程胶粘剂及太阳能电池背膜等。其中公司的胶粘剂产品在几个优势应用行业的市场份额占比较高, 依次是光伏、客车制造、电子电器、LED、以及汽车维修领域。

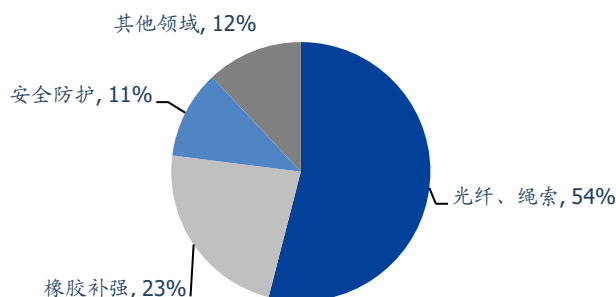
拟非公开发行引入知名战投, 重点发力新兴领域: 2020年4月公司发布非公开发行预案, 拟非公开发行募集不超过3.5亿元, 锁价18个月, 募集资金100%用于补流。我们认为公司在新能源光伏、LED照明、电源及客车等优势市场已经占据了稳固的市场地位, 未来在保证这些领域市场份额的情况下, 将会把更多资金和资源向目前进口替代空间仍然较大的5G通信、电子电器、高铁、城市轨道交通、新能源动力电池及航空航天领域倾斜, 加速公司转型升级的步伐。

2019年来随着上游原料价格高位持续回落, 公司盈利能力改善明显。2019年实现营业收入18.8亿元, 同比增加8.06%, 实现归母净利润1.58亿元, 同比增加33.19%, 均创下历史新高。2020年以来疫情对宏观经济活动造成了较大冲击, 公司实现较早复工, 聚焦核心市场和重点项目突破, 深化与大客户间合作, 在疫情危机背景下加速实现了产品进口替代, 一季度逆市实现了同比正增长, 一季度公司实现营业收入5.17亿元, 同比增加18.58%, 实现归母净利润5565.2万元, 同比增加8.57%。

2.2.4 芳纶

芳纶一种高强度、高模量、低密度和耐磨性好的耐热阻燃纤维, 由于技术壁垒较高, 供给高度集中在美国杜邦、日本帝人、中国泰和新材、韩国可隆等少数公司, 其余国内外企业产能较小。其中间位芳纶主要用于电气绝缘纸、安全防护织物和高温过滤等领域, 预计未来每年需求增速在20%左右。对位芳纶可用于防护、通讯、汽车、体育用品等领域, 国内对位芳纶年消耗量1万吨左右, 但自给率仅有20%。

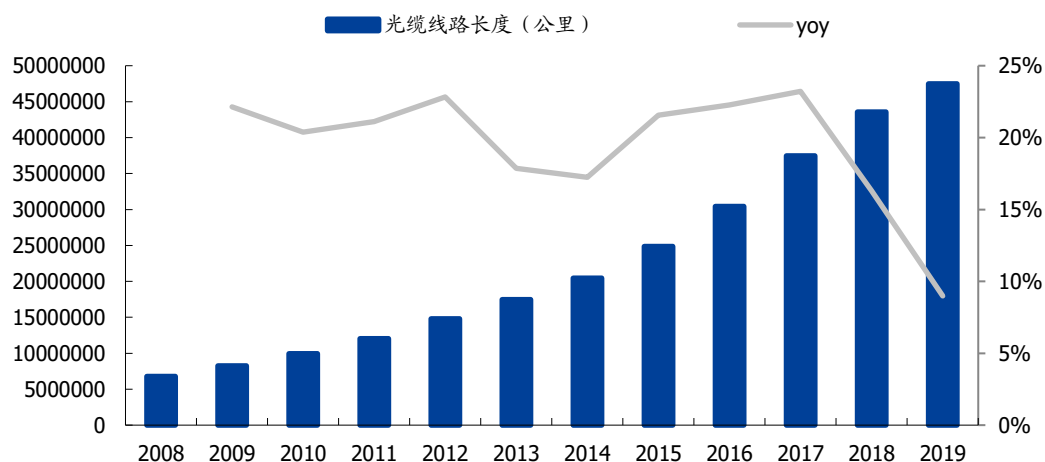
图表 36: 我国对位芳纶主要应用领域



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

5G 建设带动光缆需求提升, 芳纶需求将会受益: 通讯是国内对位芳纶最重要的下游, 占国内总消费量的一半以上, 在通讯领域, 对位芳纶主要起到增加光缆的刚性和强度的作用, 因此广泛应用于室内外光纤和电力缆的增强件。2019 年我国光缆线路总长度达到 4750 万公里, 当年新增 392 万公里, 同比增加 8.99%。我们认为 5G 建设的加速, 将带动光纤光缆的需求提升, 从而催生更多对芳纶的需求量。

图表 37: 国内光缆线路长度



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

重点推荐: 泰和新材

高端芳纶进口替代空间大, 逐步放量带动业绩增长: 公司是目前国内唯一一家高端芳纶领域可以放量的公司, 将充分受益于需求的爆发, 产能替代符合自主可控趋势, 对位芳纶国内年消耗量 1 万吨左右, 但自给率仅有 20%。公司间位及对位芳纶目前产能均居国内首位。2020 年公司新增对位芳纶产能 3000 吨, 预计全年开工率较高, 我们预计全年新增 1500-2000 吨产销量, 是公司 2020 年业绩增长的主要来源。

氨纶处于战略整合期, 看好公司双基地策略下重塑竞争力: 我们认为经历了过去两年需求增速的放缓, 氨纶终端市场需求有望逐步底部企稳, 行业供给端新增产能仍将以龙头企业为主, 行业整合有望提速, 氨纶行业供需过剩的格局有望得到缓解。公司积极实施

双基地发展战略，一方面在烟台基地实施新旧动能转换，在烟台新园区新建 1.5 万吨差别化产品（新线建完老线将关停），另一方面在宁夏建设低成本生产基地，一期 3 万吨满负荷生产后，二期在建 3 万吨预计将于 2021 年一季度试车，我们看好公司作为国内最早引进氨纶技术的企业重塑行业领导地位。

2.3 中长期看好化工白马龙头

我们筛选出了化工行业过去十年平均 ROE 排名前二十的上市公司（市值 100 亿元以上）。从这些白马龙头公司 2019 年的业绩情况来看，共有 9 家公司 2019 年加权平均 ROE 要高于过去十年平均 ROE 水平，ROE 常年稳定居于化工行业前列的万华化学 2019 年 ROE 水平虽然有所下降，但仍然实现了 25.44% 的水平，在化工行业中表现依然亮眼。尽管自 2018 年开始化工行业整体景气开始下滑，2019 年大部分化工产品价格及盈利都处于历史较低的分位水平，但化工行业中的这些龙头白马公司通过向高附加值领域的突破、研发持续投入下的成本优化、产品结构的调整等手段依然实现了较强的盈利韧性，表现出了强者恒强。2020 年一季度受全球经济增速下滑以及疫情的影响，化工行业产品价格经历了较大幅度的下跌，需求的减弱对企业销售产生了一定的影响，因此一季度大部分化工龙头公司的 ROE 水平均出现了较大幅度的同环比的下滑。

图表 38：化工行业过去十年平均 ROE 排名前 20 企业（选取 100 亿市值以上公司）

公司名称	2019 年 ROE	2020Q1 年化 ROE	过去十年平均 ROE	市值（亿元）
万华化学	25.44%	3.20%	29.91%	1,470.3
三美股份	15.47%	2.00%	23.88%	130.9
卫星石化	14.76%	0.43%	21.16%	150.9
三棵树	23.61%	-7.61%	19.82%	212.3
国瓷材料	14.64%	3.10%	19.17%	233.6
金禾实业	19.42%	3.41%	18.32%	118.7
三角轮胎	8.71%	1.57%	17.89%	107.7
飞凯材料	11.12%	2.37%	17.83%	102.3
浙江龙盛	22.52%	4.68%	17.43%	403.1
新和成	13.24%	5.21%	16.60%	581.9
龙蟠佰利	19.51%	65.75%	16.27%	345.0
玲珑轮胎	15.96%	13.20%	15.86%	264.8
扬农化工	25.53%	33.76%	15.50%	249.8
闰土股份	16.46%	10.36%	15.21%	108.8
万润股份	10.99%	10.16%	15.03%	141.7
桐昆股份	16.50%	8.92%	14.21%	218.1
荣盛石化	10.18%	21.16%	13.71%	754.3
天赐材料	0.57%	5.92%	13.51%	149.7
华鲁恒升	18.65%	11.88%	13.14%	283.7
联化科技	2.49%	-2.48%	13.12%	154.4

资料来源：Wind，国盛证券研究所

我们认为在全球经济放缓的背景下，未来需求增速下降将会成为行业的主基调，会导致化工各细分领域的企业盈利能力出现巨大分化。虽然短期部分产品受到全球需求趋弱影响，产品价格及企业盈利压力越来越大，但其中具备成本优势、较强研发创新能力、产

业链持续延伸能力的白马龙头公司当下已处于中长期配置性价比较高的位置，看好万华化学、新和成、金禾实业、卫星石化、龙蟠佰利、玲珑轮胎等。

万华化学

MDI 价格和盈利能力处于历史底部区域，周期性风险逐渐得到释放。受新冠疫情、国际能源价格下行及下游需求下滑等因素影响，聚氨酯行业景气度降低。2020Q1 聚合 MDI 市场均价 12433 元/吨，同比下降 10.1%；纯 MDI 均价 15497 元/吨，同比下降 29.6%；TDI 的市场均价 11039 元/吨，同比下降 19.3%。2005 年至今聚合 MDI 最低价格为 2015 年四季度时的 9150 元/吨，目前聚合 MDI 价格为 11250 元/吨，对应 2005 年以来的市场价格分位数为 5.85%，纯 MDI 最新价格为 13250 元/吨，是 2005 年以来历史最低价格。聚合 MDI 及纯 MDI 价格自 2017 年高位回落以来，目前 MDI 价格和盈利能力处于历史低位，向下的空间较小，产品价格周期风险逐渐得到释放；同时，由于 MDI 是寡头格局，在下游需求出现复苏的情况下，产品价格向上的弹性较大。

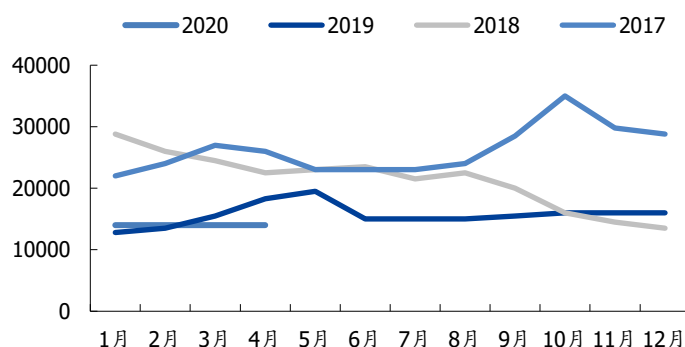
图表 39: 产品价格及分位数 (聚合 MDI 及纯 MDI 为 2005 年以来, 其余产品为 2010 年以来)

产品	历史最低价 (元/吨)	现价 (元/吨)	分位数 (%)
聚合 MDI	9150	11250	5.85%
纯 MDI	13250	13250	0
TDI	9100	9100	0
PC (2850)	14600	14600	0
MMA	7050	7200	0.82%
PMMA	20000	22000	25%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

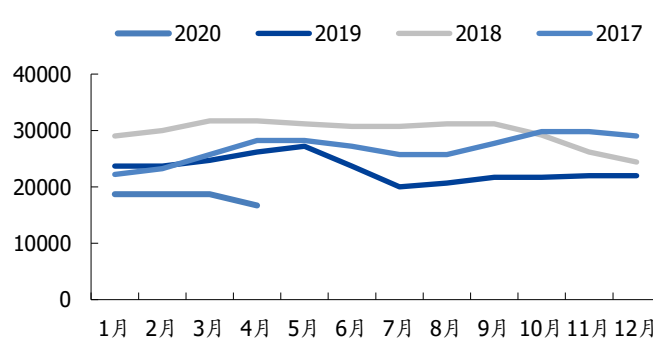
从万华挂牌价看，2020Q1 万华万华聚合 MDI 直销挂牌均价 14000 元/吨，同比增长 0.48%，纯 MDI 挂牌均价 18700 元/吨，同比下滑 22.19%。从 MDI 吨净利看，目前聚合 MDI 和纯 MDI 吨净利分别为 2347 元/吨和 3629 元/吨左右，MDI 盈利能力接近 2015 年底的历史底部区域。

图表 40: 万华聚合 MDI 挂牌价 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 41: 万华纯 MDI 挂牌价 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

公司一季度公司毛利率 20.09%，从历史水平来看是仅次于 2008 年 Q4 18.53% 的第二低点，净利率 9.74%，是仅次于 2015 年 Q4 7.08% 的第二低点。单季度 ROE 3.20%，是仅次于 2015 年 Q4 1.52% 的第二低点。

图表 42: 万华股价与季度年化 ROE



资料来源: wind, 国盛证券研究所

我们认为公司短期业绩承压, 但整体仍维持了较好的销量增长, 疫情的爆发势必会加速行业整合的进程, 让具备明显竞争优势的企业获取更大的市场份额。在目前周期性底部, 估值底部的状态下, 我们继续坚定看好万华化学。

盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2020~2022 年归母净利润为 87.50/127.26/147.43 亿元, 折合 EPS 分别为 2.79、4.05、4.70 元, 目前股价对应 PE 估值分别为 15.3/10.5/9.1 倍, 维持"买入"投资评级。

风险提示: 疫情对全球经济活动影响时间超预期、新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

金禾实业

1) 基础化工业务同比下滑: 2020 年以来, 受全球疫情及宏观经济增速下滑影响, 化工行业整体景气度下降, 大宗化学品价格同环比均出现一定程度的下滑, 同时我们判断一季度疫情背景下公司物流运输受到一定限制, 对大宗化学品开工率造成了一定的影响;

2) 甜味剂受疫情影响相对较小: 公司精细化工的安赛蜜、三氯蔗糖等甜味剂产品主要应用于饮料、餐桌甜味剂、食品、化妆品及药品等领域, 虽然今年以来全球各项经济活动因疫情肆虐而逐渐减弱, 但食品饮料领域仍维持了相对刚性的需求, 从国内 2020 年 1-3 月份社零数据来看, 粮油、食品类及饮料类需求最为刚性, 同比分别上涨 12.6%及 4.1%, 因此 2020 年以来安赛蜜及三氯蔗糖的价格和需求量仍维持稳定, 我们看好公司甜味剂产品未来仍具备较大发展空间; 香精香料方面, 一季度疫情对国内餐饮行业造成了较大冲击, 从而部分影响了公司麦芽酚产品的需求量和价格;

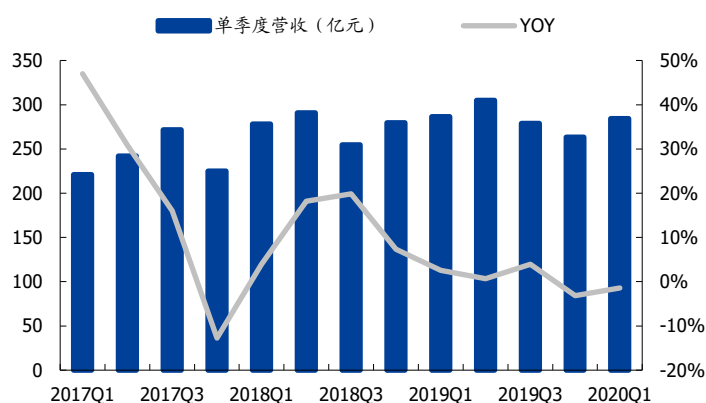
公司作为国内稀缺的精细化工细分领域产业链一体化龙头, 将受益于国内精细化工供给侧改革的大趋势, 公司在甜味剂多个品种上已具备寡头垄断地位, 新增项目投产后成长空间将进一步打开。公司目标到 2022 年底, 拳头产品或产品集群增加到五个, 成功开拓一到两个新业务板块, 具备在下一个五年冲刺百亿产值和第一方阵的实力储备的阶段性战略目标。

2.4 农药行业：头部企业持续扩张，行业集中度进一步提升

收入端：农药行业营收及盈利继续下滑。2019 年农药板块实现营业收入 1133.41 亿元，同比增长 2.8%；实现归母净利润 59.78 亿元，同比下滑 33.5%。板块盈利能力下滑主要受到农药产品价格下跌、出口下滑及部分产能停产的影响，全年业绩主要受四季度拖累。行业整体毛利率 29.10%，同比 2018 年下滑 0.54pct；整体净利率为 5.65%，同比下滑 3.16pct。

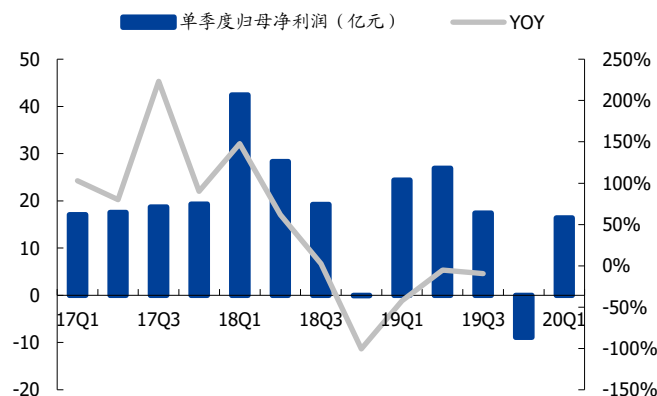
2020 年一季度受到国内外疫情影响，农药行业整体实现营业收入 284.43 亿元，同比下滑 0.8%；实现归母净利润 16.42 亿元，同比下滑 32.6%，行业板块整体毛利率为 26.66%，同比下滑 2.1pct，净利率 6.1%，同比下滑 2.8pct，行业 ROE 为 5.5%，同比下滑 2.2pct。

图表 43：农药板块单季度营收（亿元）



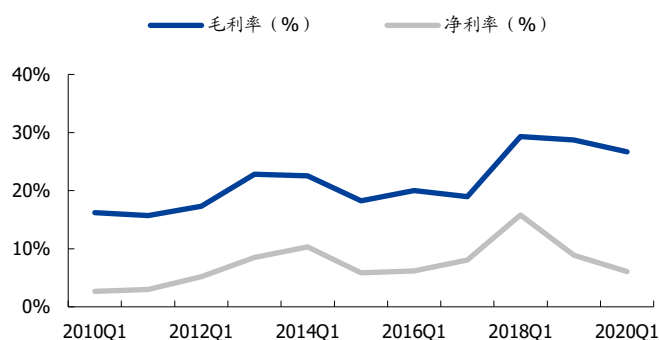
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 44：农药板块单季度归母净利润（亿元）



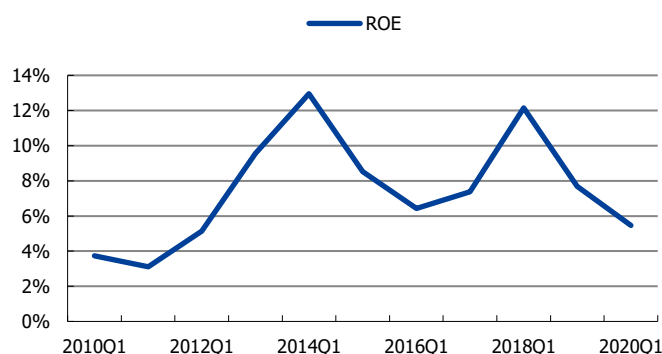
资料来源：Wind，国盛证券研究所

图表 45：农药板块毛利率和净利率变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

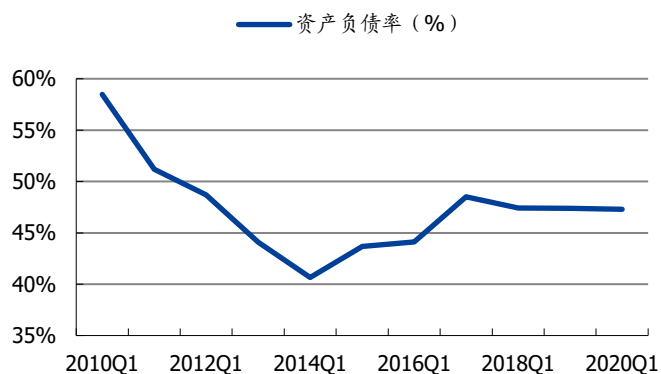
图表 46：农药板块 ROE 变化



资料来源：Wind，国盛证券研究所

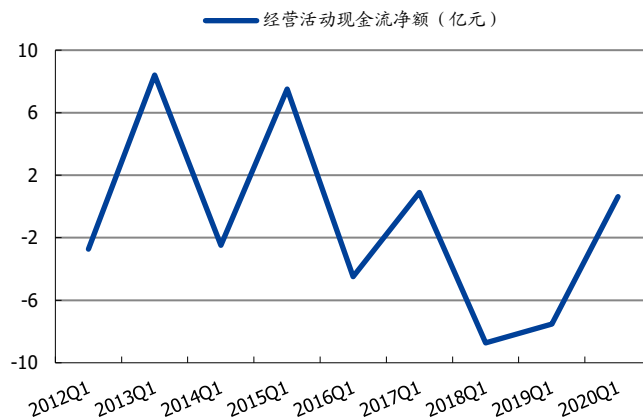
经营性现金流持续改善：2019 年农药板块实现经营性现金流净额 127.76 亿元，同比增长 4.9%，2020 年 Q1 实现经营性现金流净额 0.63 亿元，同比 2019 年 Q1 增长 108.4%，经营现金流状况持续改善。

图表 47: 农药板块资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

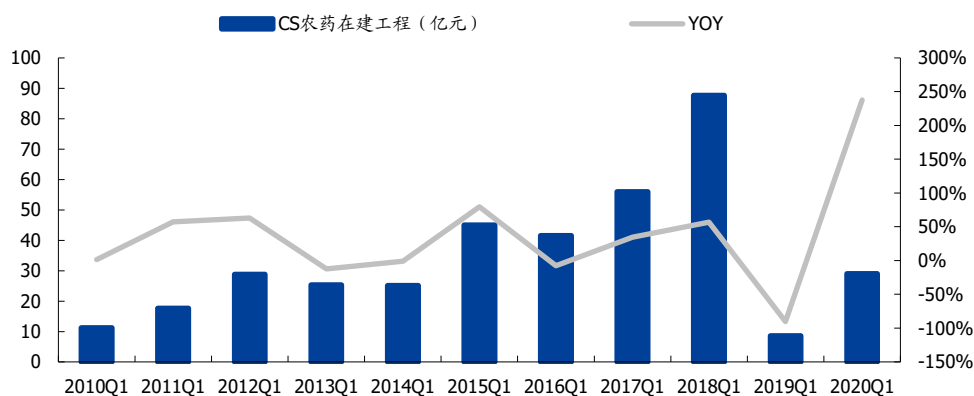
图表 48: 农药板块经营活动现金流净额变化



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

在建工程: 2020 年一季度在建工程大幅增长。农药行业从 2017 年以来进入产能扩张期, 2018 年达到扩张高峰, 2019 年稍有回落。截止 2020 年一季度, 农药板块在建工程同比增长 237.6%, 在历经 2019 年回落后又重新开始扩张, 行业在建工程占固定资产比 5.8%。其中在建产能扩张较大的企业有扬农化工 (1134.6%)、苏利股份 (402.4%)、利民股份 (360.1%)、丰山集团 (285.0%) 和江山股份 (224.3%)。

图表 49: 农药行业在建工程及增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 50: 农药行业主要公司在建工程同比增长情况

公司	2018Q1	2019Q1	2020Q1	在建工程/固定资产
扬农化工	-86.4%	30.6%	1134.6%	52.2%
苏利股份	5.9%	102.0%	402.4%	92.5%
利民股份	16613.3%	28.1%	360.1%	29.7%
丰山集团	-	-	285.0%	30.1%
江山股份	8.4%	-38.7%	224.3%	15.0%
先达股份	26.3%	1572.5%	149.4%	167.6%
海利尔	-45.1%	94.8%	121.0%	52.2%
新安股份	-28.7%	9.3%	105.0%	25.3%
广信股份	264.0%	-64.7%	93.1%	24.4%
安道麦 A	3183.0%	-43.0%	85.8%	12.4%
诺普信	-60.3%	17.1%	58.3%	14.5%
联化科技	6.7%	26.6%	48.5%	31.9%
利尔化学	93.4%	53.3%	45.2%	62.3%
新农股份	-	256.8%	32.2%	48.1%

资料来源: wind, 国盛证券研究所

扬农化工

6.1. 扬农化工

国内唯一菊酯全产业链生产企业，疫情下凸显农药需求稳定性。公司是菊酯龙头企业，国内市占率第一，高毒有机磷农药禁用和昆虫毒害的新烟碱类杀虫剂逐渐退出中长期有望进一步菊酯市场份额，中短期内随着草地贪吃蛾等病虫害灾害增多，下游菊酯需求增加明显；供给端看印度氯氰菊酯菊酯、溴氰菊酯及菊酯中间体醚醛等由于疫情原因短期供给受限，菊酯价格从 2019 年以来高位逐步回落 40% 左右，供需格局好转情况下，菊酯价格有望逐步企稳。

南通三期四期项目继续强化菊酯行业，并布局杀菌剂领域：公司南通优嘉三期继续加码菊酯行业，抢占市场份额，增强公司在菊酯领域的市场话语权。同时布局杀菌剂领域潜力品种，打开公司业务面，继续提升公司成长天花板，2021 年项目投产后将大幅增厚公司业绩。

依托大股东，进行产业链纵向、横向拓展：公司依托大股东平台优势，收购中化作物和沈阳化工研究院，纵向拓展整合产业链上下游资源；同时收购南通宝叶化工，丰富公司杀菌剂产品线，进行产业链横向拓展，推动业务整合，充分发挥协同效应，促进研发及销售渠道的优势互补。

利民股份

公司主营产品市占率高，竞争优势明显。公司杀菌剂主营产品产能和市占率均居国内前列，其中代森锰锌、霜脲氰、嘧霉胺、三乙膦酸铝均为国内规模最大，百菌清全球产能规模最大，产品定价能力强，且产品质量和毛利率均优于国内同类企业，竞争力强；同时公司与杜邦、先正达、诺普信等国内外优质农药公司建立了长期稳固的合作关系，为公司业务持续稳定增长奠定基础。

携手威远打造综合型农药企业。威远在杀虫剂领域拥有阿维菌素、甲维盐等优势产品，除草剂领域有连续气相法工艺的草铵膦，兽药领域有泰妙菌素、伊维菌素等产品，并购威远后可弥补公司产品空白；同时，威远有完善的销售渠道和行业口碑，并购后可实现

渠道共享、导流，提升公司的综合竞争力。

疫情下农药需求稳定性凸显，代森锰锌价格有望走高。在疫情和虫灾双重威胁下，粮食生产和安全将提升到新的高度，农资支出有望加大，有望拉动农药需求。全球代森锰锌产能约 22 万吨，其中印度产能主要集中 UPL、Sabero、INDOFIL 三家龙头公司，产能占全球 70% 以上，随着疫情在印度的扩散，代森锰锌供给端不确定性增加。同时今年以来病虫灾害频发，下游农药需求上升明显，短期供给端冲击将加剧行业供需矛盾，有望推升产品价格。

主营产品下游需求旺盛，公司未来项目储备丰富。公司装置开工稳定，一季度代森系产品盈利维持，百菌清由于产品价格下跌盈利同比有所下滑，根据百川资讯数据，百菌清目前价格为 4 万元/吨，环比下跌 18%，代森锰锌价格 2 万/吨，环比持平。公司未来项目储备丰富，与先正达签订的百菌清长单采购业务也将为公司提供业绩保障，参股公司江苏新河农用化工有限公司的第四条百菌清生产线项目在推进当中，预计将于今年 3 季度建成投产；公司年产 500 吨苯醚甲环唑项目预计于今年下半年建成投产，年产 10000 吨水基化制剂工程项目正在设计过程当中，未来新增项目也将大幅增厚公司业绩，助推公司成长。

广信股份

国内光气资源最多的企业，下游可扩展产品丰富。公司有光气许可产能 17 万吨，是农药企业中产能最大的，光气下游可扩展农药产品丰富，目前公司以光气为核心原材料打造出杀菌剂、除草剂以及光气下游精细化工中间体三块主营业务，未来可布局空间大。

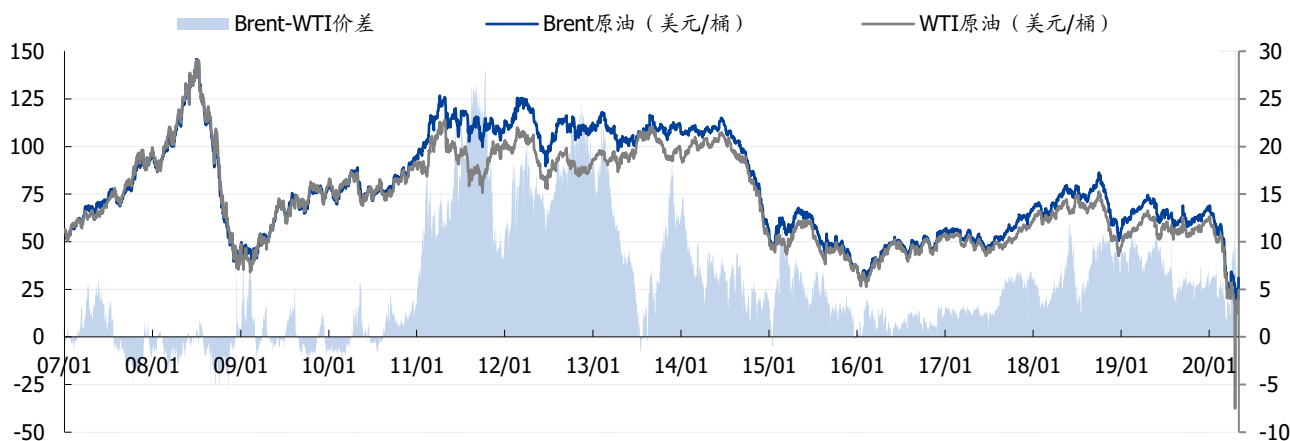
公司主营产品市占率高，竞争优势明显。公司杀菌剂、除草剂主营产品的产能和市占率均居国内前列，其中多菌灵产能 1.8 万吨，全球产能最大，敌草隆产能 1 万吨，国内产能最大，产品定价能力强，且产品质量和毛利率均优于国内同类企业，竞争力强；同时公司与杜邦、富美实、诺普信等国内外优质农药公司建立了长期稳固的合作关系，为公司业务持续稳定增长奠定基础。

募投项目布局全产业链，有望增强产品竞争力并提升盈利能力。公司募投项目一方面向产业链上游的中间体延伸，包括 20 万吨硝基氯苯和 1.5 万吨邻苯二胺技改，打造全产业链布局，进一步降低产品成本，拉大与竞争对手差距；另一方面进行产业链横向拓展，布局吡唑醚菌酯等新型杀菌剂，培育新的业绩增长点；同时还配套热电联产、码头储运等公用设施。募投项目达产后大幅增厚公司业绩；公司账面现金充足，原药及中间体项目储备丰富，成长潜力大。

三、石油化工：“两桶油”业绩受油价拖累，民营大炼化高景气维持

国际油价波动剧烈：2019 年，因地缘政治改善，国际油价震荡上行。布伦特原油由年初 52.28 美元/桶上涨至年末 68.38 美元/桶，WTI 原油由年初 45.41 美元/桶上涨至年末 61.06 美元/桶。然而，2020 年 Q1，在国际重大公共卫生事件（新冠疫情）的影响下，原油需求大幅萎缩，俄罗斯能源部长诺瓦克表示，新冠疫情时期全球能源需求约下降 2000-3000 万桶/天，因而 OPEC 减产 1000 万桶/天的利好消息仍然无法对市场信心起到提振，受需求拖累国际油价大幅下跌。4 月，全球范围内存在严重胀库现象，因而拖累 WTI 期货结算价（连续）在 4 月 20 日交割前夕下跌至 -37.63 美元/桶，然目前在欧美国国家逐渐复工、新冠疫情拐点的预期下，国际油价已逐步回升至 20 美元/桶以上。

图表 51: WTI、Brent 原油价格走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

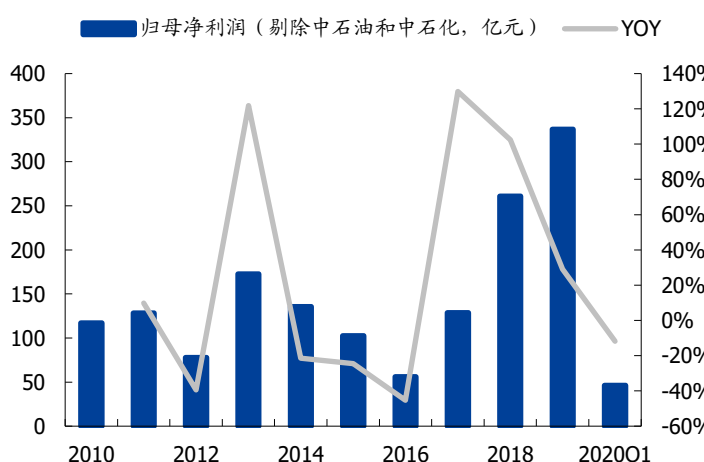
受国际油价拖累,“两桶油”业绩承压:2019年,中信石油石化板块实现营业总收入63,917.86亿元,同比增长5.5%;实现归母净利润1369.35亿元,同比下滑3.4%。然而,受到国际油价大幅下跌影响,2020年Q1石化板块营业总收入同比下滑16.5%;归母净利润同比下滑203.8%。石化板块中“两桶油”中国石油和中国石化占营收比重达85.4%,而2020年Q1受到国际油价下跌影响,中国石油归母净利润亏损162.34亿元,中国石化归母净利润亏损197.82亿元,因而石化板块2020年Q1业绩主要被“两桶油”拖累。我们发现,剔除计算“两桶油”后的石化板块近年来业绩实现高速增长,2019年实现营业总收入9087.83亿元,同比增长11.7%;实现归母净利润336.67亿元,同比增长29.1%;在遭受重大公共卫生事件影响的2020年Q1业绩下滑幅度有限:营业收入同比下滑1.7%;净利润同比下滑11.8%。

图表 52: 石化板块营业总收入(剔除中石油和中石化)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 53: 石化板块净利润(剔除中石油和中石化)

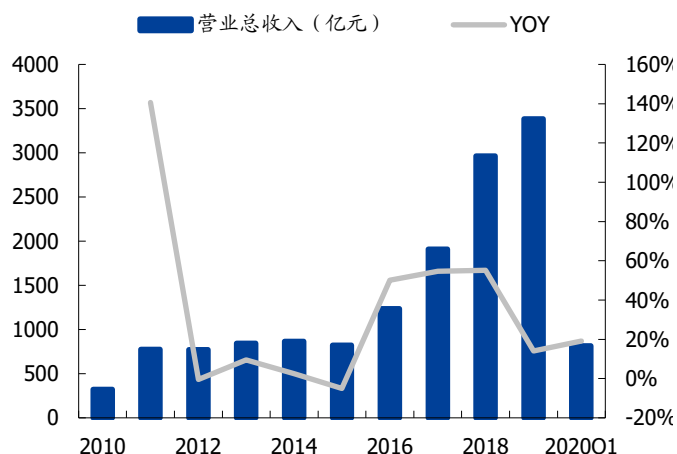


资料来源: Wind, 国盛证券研究所

民营大炼化维持高景气:在剔除中石油和中石化的石化板块中,民营大炼化(恒力石化、荣盛石化、恒逸石化、桐昆股份、东方盛虹)在2020年Q1贡献了其中44.7%的营收和104%的归母净利润。民营大炼化自2016年以来持续高景气,2016-2019年民营大炼化板块营收、归母净利润复合增速达39.9%、56.4%。2019年,民营大炼化板块实现营业收入3383.73亿元,同比增长14.1%;实现归母净利润199.31亿元,同比大幅增长102.1%。即使在化工行业整体承压的2020年Q1也实现了营业收入增长19.1%,归母

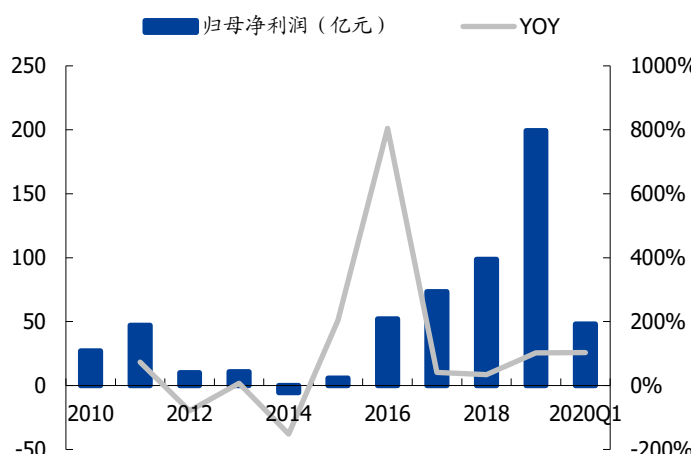
净利润增长 102.7%的骄人的业绩增长。

图表 54: 民营大炼化营业总收入 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 55: 民营大炼化归母净利润 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

四、石油化工板块投资建议

石油石化企业的经营情况容易受到油价的影响,近期受到疫情影响,全球原油需求大幅下滑,导致国际油价出现历史性暴跌,目前油价处于底部区域,因此上游油气采掘板块受到较大影响,中游石油加工行业短期存在部分库存损失,中长期来看价差有望维持在较好位置,因此我们主要围绕两条投资主线,寻找主营业务稳定,并具备一定成长性的优质龙头企业。

第一条投资主线就是 C2C3 行业:

卫星石化: 公司深耕 C3 产业链一体化布局,确立行业龙头地位,实现从丙烷到丙烯,再到丙烯酸及高附加值产品的全产业链布局。由于国内乙烯及其下游产品需求不断增长,进口依赖度高,产品市场空间巨大,公司紧抓行业景气大趋势,适时切入 C2 领域,投资建设连云港 125 万吨乙烷裂解制乙烯项目生产乙烯下游产品,未来这块将会大幅提升公司业绩,为公司带来巨大的成长空间。

东华能源: 公司实现了“丙烷-丙烯-聚丙烯”全产业链布局,目前具备 126 万吨 PDH、80 万吨聚丙烯产能。2019 年公司与茂名市人民政府签署《烷烃资源综合利用项目投资协议》,计划建设内容包括 200 万吨/年 PDH 装置和 200 万吨/年 PP 装置,为公司未来三年发展铺平道路。

第二条投资主线是民营大炼化板块,其中恒力石化、恒逸石化、荣盛石化投建的炼化项目均已建成投产并且盈利情况显著好于国有炼化企业,主要原因在于产品结构更合理、技术更先进、装置规模更大成本更低。

恒力石化: 公司打造从“一滴油”到“一根丝”的全链条战略布局,在坚持长丝差异化发展的同时,打造全球最大的单体 PTA 工厂,目前拥有 5 套合计 1160 万吨 PTA 产能;国内首套民营 2000 万吨炼化项目已于 2019 年 3 月顺利投产并实现满产,150 万吨乙烯项目是未来主要增长点。

荣盛石化: 公司作为国内的石化-化纤行业龙头企业,不断向上游延伸产业链,已经形成“燃料油/石脑油-芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”产业链一体化。其控股的浙石化一期 2000

万吨炼化装置已顺利投产并转固，二期 2000 万吨项目正在建设预计 2021 年底建成，两期合计 4000 万吨炼化项目将成为国内最大的炼化基地。

恒逸石化：公司是“炼化-PTA-涤纶长丝”产业链最齐全、上下游最均衡的公司，目前拥有 1350 万吨的 PTA 产能（参+控），国内市占率达 28%，在行业里占据寡头地位；文莱一期 800 万吨炼化项目已顺利投产并贡献业绩。

桐昆股份：公司是国内最大的涤纶长丝企业，同时不断向上游石化领域扩展，目前基本实现“涤纶长丝-PTA-炼化”全产业链。公司参与涤纶长丝上游产品市场，从而增强了公司提高抵御风险的能力，也锁定了各个环节的利润，公司规划建设的洋口港石化园区项目进展有序，继续拓展其涤纶长丝和 PTA 的产能，巩固行业龙头地位。

东方盛虹：公司注入优质涤纶长丝和 PTA 资产后，盈利能力大幅提升。目前在建的连云港 1600 万吨炼化项目打开公司未来五年发展空间，打造完整的“炼化-PX-PTA-涤纶长丝”全产业链。

五、风险提示

疫情持续时间对全球经济活动影响的不确定性；宏观经济增速低于预期；产品价格大幅波动；国际油价大跌；新项目建设进度不及预期等。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本公司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。

本报告的信息均来源于本公司认为可信的公开资料，但本公司及其研究人员对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，可能会随时调整。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见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，对本报告所含信息可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。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。

投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有本报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。

本报告版权归“国盛证券有限责任公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。任何机构或个人如引用、刊发本报告，需注明出处为“国盛证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的任何观点均精准地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法，结论不受任何第三方的授意或影响。我们所得报酬的任何部分无论是在过去、现在及将来均不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
评级标准为报告发布日后的 6 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准。	股票评级	买入	相对同期基准指数涨幅在 15%以上
		增持	相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
		持有	相对同期基准指数涨幅在 -5%~+5%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 5%以上
	行业评级	增持	相对同期基准指数涨幅在 10%以上
		中性	相对同期基准指数涨幅在 -10%~+10%之间
		减持	相对同期基准指数跌幅在 10%以上

国盛证券研究所

北京

地址：北京市西城区平安里西大街 26 号楼 3 层
 邮编：100032
 传真：010-57671718
 邮箱：gsresearch@gszq.com

南昌

地址：南昌市红谷滩新区凤凰中大道 1115 号北京银行大厦
 邮编：330038
 传真：0791-86281485
 邮箱：gsresearch@gszq.com

上海

地址：上海市浦明路 868 号保利 One56 1 号楼 10 层
 邮编：200120
 电话：021-38934111
 邮箱：gsresearch@gszq.com

深圳

地址：深圳市福田区福华三路 100 号鼎和大厦 24 楼
 邮编：518033
 邮箱：gsresearch@gszq.com