

化工

月度策略：化工品价格继续回升，看好 MDI、煤化工及电子材料

观点聚焦

投资建议

5 月化工价格指数上涨 4.5%，主要由于同期 Brent 原油价格上涨 40% 以及国内复工拉动化工品需求改善。展望 6 月，随着产油国继续执行减产，全球疫情缓解与复工继续深化，我们预计原油、化工品价格有望继续上涨。板块方面，看好涨价周期品：MDI、煤化工与农药；以及科技与产业升级主线的新材料：受益国产替代的半导体材料、国六标准带动需求快速增长的沸石与蜂窝陶瓷等。

理由

5 月化工价格指数环比上涨 4.5%，连续第二个月上升。得益于 OPEC+ 等产油国执行减产以及需求回升，5 月 Brent 原油价格环比上涨 40%。成本端原油涨价推动以及国内地产、汽车等领域需求继续改善，5 月化工价格指数继续环比上升 4.5% 至 649，同比仍下降 12%，根据生意社数据，目前化工价格指数相对近五年低点与高点的涨跌幅分别为 +8% 与 -34%，仍处于底部区间。我们预计随着产油国继续执行减产，全球疫情缓解与复工继续深化拉动需求改善，化工品价格有望继续上涨。

周期品方面：MDI、煤化工盈利有望回升，印度继续封城及蝗灾等利好相关农药涨价。1) **MDI**：MDI 装置检修密集导致供给端收紧，带动纯 MDI 和聚 MDI 价格分别自近期底部反弹 18%/9.5%。我们预计随着下游旺季来临，MDI 供需有望改善，价格有望继续回升。2) **煤化工**：受益原油价格上涨，近期乙二醇、己二酸等产品价格盈利逐步回升，5 月华鲁恒升乙二醇价格上涨 9%。目前原油-煤炭价格比 3.4 处于历史低位，我们预计随着原油价格回升以及需求继续改善，煤化工产品价格有望继续修复。3) **农药**：印度内政部 5 月 30 日宣布将正在实施的全国封锁措施延长至 6 月 30 日，我们预计将利好菊酯、草铵膦等与国内竞争的产品价格上涨。目前印度、埃塞俄比亚和肯尼亚等地区蝗灾形势严峻，我们预计蝗灾侵袭印度等区域将继续利好菊酯、甲维盐等相关杀虫剂的需求提升。

新材料方面：看好半导体材料进口替代发展，国六推广带动沸石、分子筛需求快速增长。2019 年我国半导体材料市场规模 88.6 亿美元，占全球市场 17%，但整体国产化率仅 24.4%。目前国内大硅片、高端光刻胶等基本依赖进口，但靶材、湿电子化学品，电子特气及 CMP 抛光材料技术逐步突破，受海外紧张局势升级影响，我们预计国内半导体材料进口替代有望加速。此外，受益国六排放标准推广，我们预计 2017~2025 年我国蜂窝陶瓷需求年均复合增速 13.1%，沸石材料潜在需求空间超过 8,000 吨，国内尾气处理产业链龙头企业产销量有望快速增长。

盈利预测与估值

截至 6 月 1 日，化工板块市净率 2.25x，处于历史估值水平的 26% 分位数。我们看好涨价驱动的 MDI、煤化工以及农药板块，以及需求拉动的半导体材料及沸石、蜂窝陶瓷等，标的看好万华化学，华鲁恒升，扬农化工，利尔化学，万润股份。

风险

海外需求及国内复工复产低于预期，原油价格大幅下滑。

李璇

分析员

SAC 执证编号：S0080515080008

SFC CE Ref: BGG514

xuan.li@cicc.com.cn

贾雄伟

分析员

SAC 执证编号：S0080518090004

xiongwei.jia@cicc.com.cn

沈姗姗

分析员

SAC 执证编号：S0080519100003

shanshan.shen@cicc.com.cn

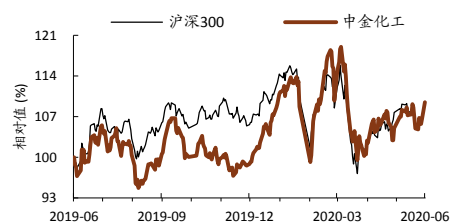
吴頔

分析员

SAC 执证编号：S0080519040001

SFC CE Ref: BPK521

di7.wu@cicc.com.cn



股票名称	评级	目标价格	P/E (x)
万华化学-A	跑赢行业	58.00	18.7 11.9
华鲁恒升-A	跑赢行业	21.00	14.8 9.8
扬农化工-A	跑赢行业	96.00	20.5 17.1
利尔化学-A	跑赢行业	20.00	20.8 16.0
龙蟠佰利-A	跑赢行业	21.00	10.8 9.2
万润股份-A	跑赢行业	19.50	26.0 19.7
中金一级行业			基础材料

相关研究报告

- 《[化工 | 油价与复工推动化工品涨价，看好 MDI、煤化工及硅产品](#)》(2020.05.20)
- 《[化工 | 月度策略：价格处于底部，看好农药、电子化学品及优质龙头](#)》(2020.05.06)
- 《[化工 | 月度策略：价格重回底部，看好农化景气及优质龙头布局机会](#)》(2020.04.01)
- 《[化工 | 月度策略：价格探底，看好地产基建相关化工品与电子化学品](#)》(2020.03.03)

资料来源：万得资讯、彭博资讯、中金公司研究部

目录

5 月化工价格指数环比上升 4.5%	3
5 月化工价格指数环比上升 4.5%	3
化工品下游行业生产、投资增速环比改善	4
1~4 月化工行业营收及利润增速改善	5
看好 MDI、煤化工、农药及电子化学品	7
1、MDI：下游需求恢复叠加市场供应偏紧，MDI 价格有望上行	7
2、煤化工：原油价格上涨利好煤化工盈利提升	8
3、农药：印度继续延长封城措施，蝗虫灾害态势严峻	8
4、美国对中国科技龙头公司限制升级，利好半导体材料进口替代发展	9
5、看好国六标准推广带动沸石、蜂窝陶瓷需求增长	10

图表

图表 1：油价与主要化工品价格变化	3
图表 2：生意社化工价格指数	4
图表 3：化工下游行业生产增速	4
图表 4：化工下游行业投资增速	4
图表 5：地产投资、新开工及销售面积累计同比增速	4
图表 6：化工下游行业产量增速降幅收窄（累计同比增速）	4
图表 7：4 月中 PMI 新订单、新出口订单指数回落	5
图表 8：化工行业固定资产投资完成额累计同比增速	5
图表 9：化工行业营收累计同比增速	6
图表 10：化工行业利润总额累计同比增速	6
图表 11：化工行业产成品库存周转期	6
图表 12：MDI 国内市场价格走势十年回顾	7
图表 13：聚合 MDI 价格及价差走势	7
图表 14：纯 MDI 价格及价差走势	7
图表 15：冰箱月度产量	8
图表 16：冰柜月度产量	8
图表 17：原油/煤炭价格比（均折成元/吨计算）	8
图表 18：乙二醇-煤炭价差	8
图表 19：功夫菊酯及醚醛价格	9
图表 20：草铵膦市场价格	9
图表 21：中国大陆半导体材料营收及增速	9
图表 22：我国半导体材料进口替代发展空间较大	9
图表 23：我国半导体材料上市公司及进口替代发展情况	10
图表 24：柴油车和汽油车尾气治理技术路线及所用蜂窝陶瓷载体	10
图表 25：我国柴油汽车对应沸石分子筛需求空间测算	10
图表 26：可比公司估值表	11

5月化工价格指数环比上升4.5%

5月化工价格指数环比上升4.5%

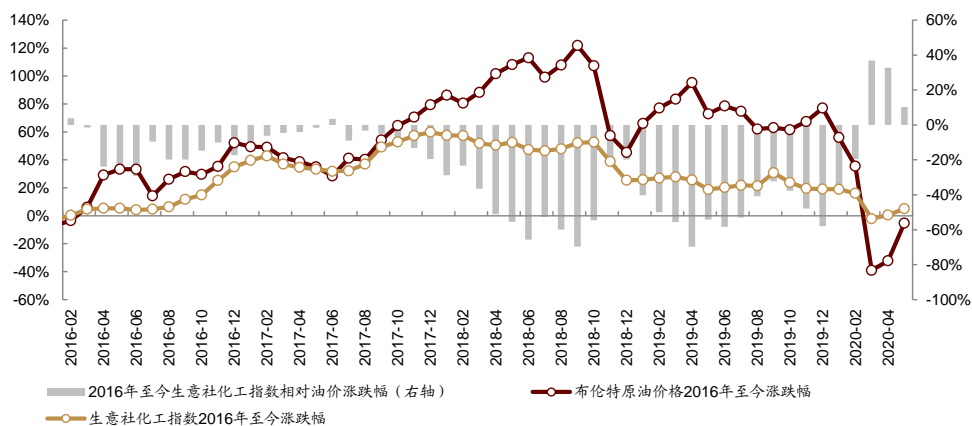
5月Brent原油/化工价格指数环比上涨40%/4.5%。得益于“OPEC+”减产协议执行，全球原油供给逐步减少；同时中国复工复产进一步深化，欧美地区逐步解封及推进复工等，原油需求有所回升，5月Brent原油价格上涨40%至35.33美元/桶。受益成本端原油价格反弹以及国内化工品需求继续改善，5月生意社化工价格指数继续回升，截至5月29日生意社化工价格指数为649，较4月底价格上涨4.5%，同比仍下降11.6%。目前价格指数相对近五年低点与高点的涨跌幅分别为+8%与-34%。

图表1：油价与主要化工品价格变化

产品	当前价格	目前价格相对历史价格涨跌幅								
		近5年低点	近5年高点	15年均价	16年均价	17年均价	18年均价	19年均价	19年底价格	20年4月底价格
Brent (美元/桶/基准品)	35.3	82.8%	-58.0%	-34.7%	-22.2%	-35.7%	-50.5%	-44.9%	-46.5%	39.8%
主要非石油原料										
Henry Hub天然气(USD/MMBtu)	1.69	14.2%	-64.0%	-35.4%	-32.1%	-42.5%	-45.9%	-33.5%	-24.2%	-0.2%
动力煤 (元/吨)	530	43.2%	-13.1%	24.3%	14.0%	-9.6%	-7.1%	-7.6%	-3.6%	0.0%
无烟煤 (元/吨)	890	52.1%	-32.2%	21.9%	31.2%	-9.0%	-27.6%	-20.4%	-17.6%	-5.3%
磷矿石 (元/吨)	330	6.5%	-34.0%	-9.1%	-0.6%	3.6%	-20.1%	-21.0%	-10.8%	0.0%
天然橡胶 (元/吨)	10,040	8.7%	-48.3%	-12.2%	-11.9%	-26.4%	-6.8%	-10.8%	-16.7%	3.0%
棕榈油 (元/吨)	574	15.5%	-29.5%	-9.8%	-18.5%	-20.6%	-7.3%	-1.2%	-24.1%	4.0%
国产钾肥KCL (元/吨)	1,820	0.0%	-24.8%	-13.6%	-9.6%	-5.4%	-20.6%	-21.8%	-12.5%	-13.3%
油头化工基础原料										
石脑油 (美元/吨)	267	112.3%	-61.1%	-41.8%	-30.5%	-44.3%	-55.3%	-46.8%	-50.7%	101.1%
丙烷 (美元/吨)	331	27.9%	-51.1%	-30.5%	-3.8%	-31.3%	-39.8%	-28.7%	-45.0%	1.8%
乙烯 (美元/吨)	640	93.9%	-56.3%	-41.9%	-38.9%	-40.2%	-44.6%	-23.1%	-4.5%	80.3%
丙烯 (元/吨)	6,300	40.0%	-36.7%	-1.2%	1.9%	-13.8%	-24.1%	-12.1%	0.0%	10.5%
纯苯 (元/吨)	3,500	52.2%	-60.2%	-31.3%	-33.2%	-47.8%	-45.8%	-30.7%	-41.2%	25.0%
甲苯 (元/吨)	3,600	24.1%	-54.3%	-32.4%	-27.8%	-33.6%	-41.1%	-34.2%	-34.5%	9.1%
二甲苯 (美元/吨)	355	25.4%	-57.8%	-44.3%	-36.9%	-39.3%	-51.2%	-45.5%	-44.4%	9.6%
苯乙烯 (美元/吨)	5,420	21.7%	-58.3%	-36.8%	-36.3%	-46.6%	-49.5%	-34.3%	-26.8%	4.2%
丁二烯 (元/吨)	4,179	18.2%	-83.0%	-39.2%	-55.0%	-65.6%	-61.8%	-54.8%	-49.7%	-1.7%
LPG (元/吨)	2,785	6.2%	-50.4%	-27.1%	-8.9%	-30.5%	-39.6%	-28.4%	-34.6%	-13.9%
烯烃为原料的中游化工品										
MEG乙二醇 (元/吨)	3,550	10.9%	-57.7%	-41.5%	-34.7%	-49.9%	-50.8%	-26.4%	-35.5%	1.4%
GM环氧乙烷 (元/吨)	7,019	20.7%	-36.2%	-11.6%	-17.3%	-27.6%	-31.5%	-11.0%	-10.1%	11.4%
PO环氧丙烷 (元/吨)	9,229	38.3%	-33.9%	-14.0%	-0.1%	-14.7%	-22.4%	-7.8%	-9.5%	12.5%
AA丙烯酸 (元/吨)	8,500	51.8%	-30.9%	25.4%	24.1%	-8.9%	-7.4%	1.6%	-8.6%	1.2%
AE丙丁醇 (元/吨)	9,100	37.9%	-32.6%	5.0%	13.4%	-16.5%	-17.7%	-7.0%	-15.0%	2.2%
辛醇 (元/吨)	6,700	39.6%	-33.3%	-2.0%	7.9%	-15.7%	-23.5%	-11.5%	-4.3%	26.4%
PVC (元/吨)	6,037	11.8%	-28.6%	3.7%	-4.6%	-13.7%	-15.0%	-14.3%	-16.6%	11.8%
丁苯橡胶 (元/吨)	8,000	3.9%	-66.5%	-18.0%	-29.7%	-43.9%	-36.4%	-26.9%	-25.9%	1.3%
顺丁橡胶 (元/吨)	7,722	1.1%	-69.3%	-17.2%	-34.0%	-47.6%	-38.7%	-31.5%	-30.1%	-2.0%
三苯为原料的中游化工品										
纯MDI (元/吨)	13,850	8.6%	-61.5%	-16.5%	-22.3%	-50.7%	-50.3%	-29.3%	-12.6%	6.1%
聚MDI (元/吨)	12,650	36.8%	-71.1%	8.2%	-11.4%	-53.3%	-34.0%	-8.3%	-3.8%	5.4%
氨纶 (元/吨)	29,000	1.8%	-34.4%	-24.3%	-2.0%	-19.7%	-17.8%	-6.7%	-1.7%	-1.7%
BDO (元/吨)	7,800	7.6%	-36.8%	-11.0%	-3.0%	-28.8%	-30.9%	-12.1%	-17.5%	-8.2%
己二酸 (元/吨)	6,250	14.7%	-54.9%	-14.4%	-17.5%	-38.2%	-40.1%	-23.4%	-22.8%	11.6%
TDI (元/吨)	10,350	14.4%	-79.3%	-16.8%	-44.5%	-67.4%	-62.9%	-20.9%	-6.8%	11.3%
己内酰胺 (元/吨)	9,700	29.3%	-50.4%	-19.1%	-12.5%	-36.1%	-39.7%	-22.4%	-11.8%	12.8%
PTA (元/吨)	3,500	11.5%	-62.4%	-24.4%	-24.1%	-32.2%	-45.7%	-38.9%	-28.1%	8.7%
PET (元/吨)	4,700	9.3%	-57.0%	-25.7%	-23.6%	-36.0%	-44.3%	-32.8%	-25.7%	6.8%
MEK甲乙酮 (元/吨)	6,300	33.9%	-49.9%	-2.2%	10.0%	-25.4%	-23.2%	-17.5%	-30.3%	10.3%
DOP增塑剂 (元/吨)	7,050	24.1%	-30.5%	-8.0%	0.7%	-17.1%	-22.1%	-10.2%	-5.8%	9.5%
苯酐 (元/吨)	4,850	22.8%	-43.3%	-28.1%	-12.2%	-32.3%	-35.3%	-32.1%	-31.7%	7.2%
其他化工品										
尿素 (元/吨)	1,670	49.1%	-22.7%	5.5%	28.5%	3.2%	-15.4%	-10.5%	-1.8%	-1.5%
MAP (元/吨)	1,840	15.0%	-27.1%	-11.7%	6.2%	-6.6%	-17.4%	-12.0%	-0.8%	0.3%
DAP (元/吨)	2,350	17.5%	-20.3%	-11.3%	5.0%	-1.8%	-17.2%	-12.3%	-3.1%	-2.1%
甲醇 (元/吨)	1,500	0.0%	-59.5%	-30.0%	-26.5%	-45.8%	-51.5%	-32.6%	-28.4%	-8.0%
醋酸 (元/吨)	2,450	45.8%	-55.0%	2.0%	15.9%	-19.7%	-46.1%	-15.9%	-2.0%	-1.0%
烧碱(99%) (元/吨)	2,200	8.6%	-60.4%	-5.8%	-21.1%	-49.7%	-48.4%	-29.3%	-23.2%	8.6%
纯碱 (元/吨)	1,275	0.0%	-49.5%	-10.3%	-15.6%	-37.0%	-34.9%	-33.3%	-26.1%	-9.9%
萤石	2,641	82.1%	-29.0%	49.5%	66.2%	25.2%	-8.9%	-15.8%	-14.4%	-4.1%
R22	14,167	58.4%	-38.9%	14.8%	49.6%	-1.9%	-27.0%	-12.7%	-6.2%	-2.9%
R32	12,386	9.3%	-63.6%	-3.3%	7.5%	-40.4%	-47.0%	-24.8%	-11.2%	-6.2%
粘胶短纤 (元/吨)	8,800	3.5%	-50.0%	-31.3%	-39.6%	-44.2%	-39.3%	-24.1%	-7.4%	2.3%
涤纶长丝POY (元/吨)	5,425	14.2%	-55.9%	-23.9%	-22.5%	-35.2%	-43.2%	-31.2%	-23.3%	9.6%
涤纶长丝FDY (元/吨)	6,050	18.0%	-50.4%	-18.8%	-20.5%	-31.2%	-38.8%	-26.9%	-18.2%	11.0%
涤纶长丝DTY (元/吨)	6,925	9.1%	-48.7%	-21.2%	-18.8%	-30.3%	-37.6%	-26.7%	-19.9%	5.7%
佰利联金红石型钛白粉 (元/吨)	14,750	16.1%	-27.0%	12.8%	5.2%	-22.7%	-19.8%	-10.3%	-6.6%	-4.8%
分散染料 (元/吨)	27,500	31.0%	-38.9%	n.a	0.1%	12.2%	-27.4%	-27.5%	-5.2%	-8.3%
活性染料 (元/吨)	21,500	0.0%	-34.8%	n.a	-24.6%	-13.1%	-26.3%	-23.5%	-4.4%	-8.5%
DMC (元/吨)	15,000	20.0%	-56.5%	-1.6%	4.8%	-35.7%	-49.0%	-20.4%	-18.9%	0.0%

资料来源：万得资讯，百川资讯，卓创资讯，中纤网，中金公司研究部（化工品当前价格为5月29日数据）

图表2：生意社化工价格指数

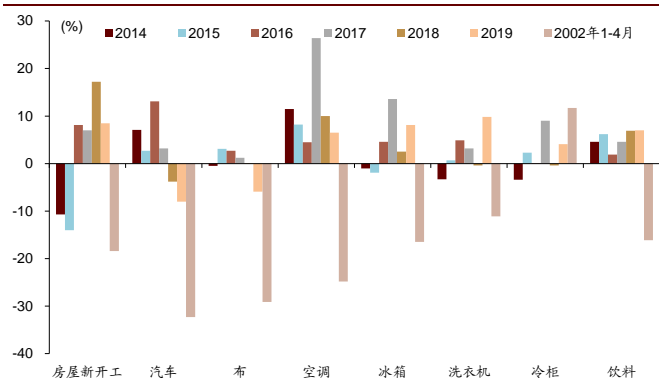


资料来源：万得资讯，生意社，中金公司研究部（数据截至5月29日）

化工品下游行业生产、投资增速环比改善

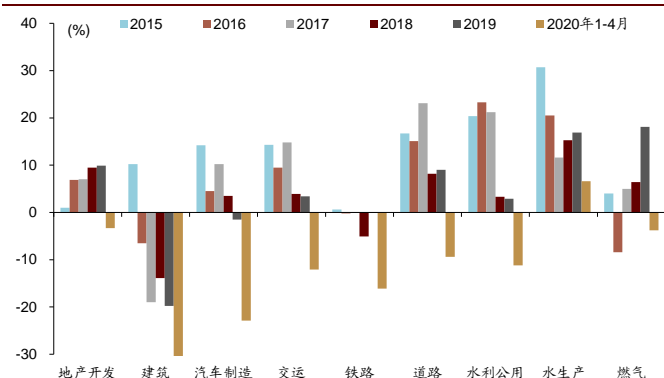
下游行业基本面回暖，化工品国内需求逐步改善。4月房地产主要基本面指标回暖明显，其中房屋新开工面积同比小幅下滑1.3%（3月为-10.4%），全国商品房销售面积同比下滑2.1%（3月为-14.1%），房地产开发投资完成额同比增长7%（3月为+1.2%）。4月汽车产量、销量同比增长5.1%/4.4%（3月分别为-43%/-43%），增速环比大幅改善。

图表3：化工下游行业生产增速



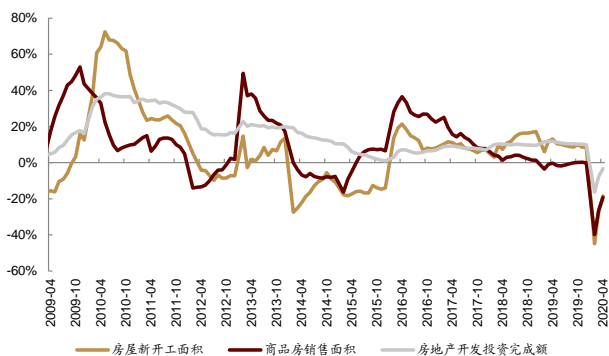
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表4：化工下游行业投资增速



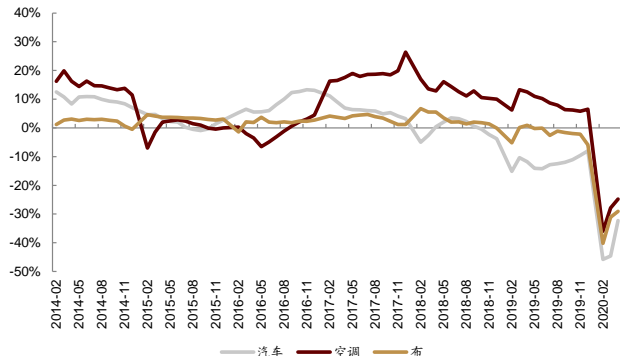
资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表5：地产投资、新开工及销售面积累计同比增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表6：化工下游行业产量增速降幅收窄（累计同比增速）

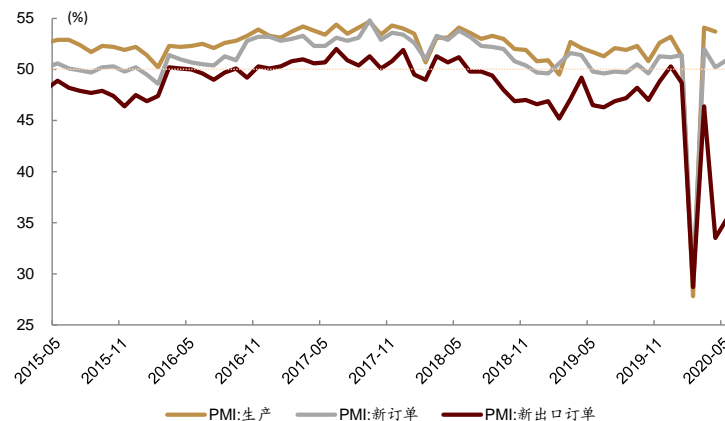


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

制造业内需指标回升，海外需求筑底。5月PMI新订单指数回升0.7pct至50.9%，5月在手订单指数回升0.5个百分点至44.1%。5月PMI新出口订单指数回升1.8ppt至35.3%，

仍处收缩区间。随着欧美等发达经济体逐步复工，我们预计化工品海外需求有望筑底。

图表 7: 4 月中 PMI 新订单、新出口订单指数回落

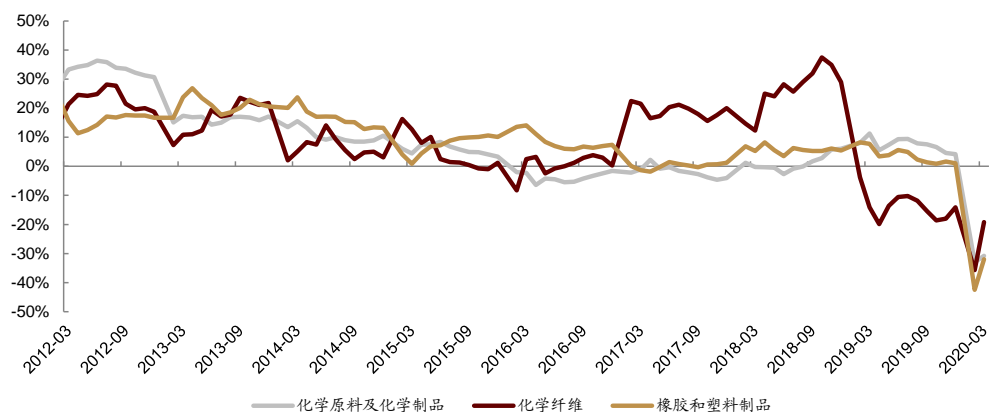


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

1~4 月化工行业营收及利润增速改善

固定资产投资：1~4 月化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业固定资产投资同比分别下降 22%/16%/25%，增速较 1~3 月环比上升 8.4/3.0/7.1pct。

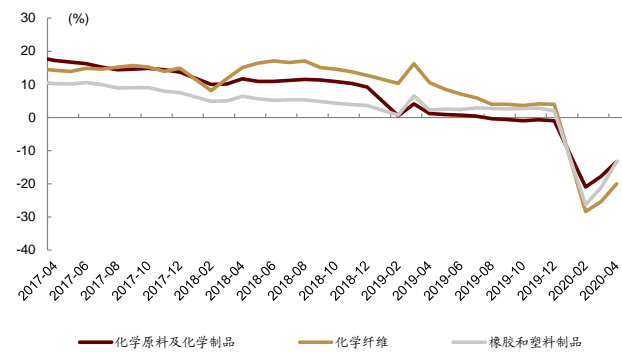
图表 8: 化工行业固定资产投资完成额累计同比增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

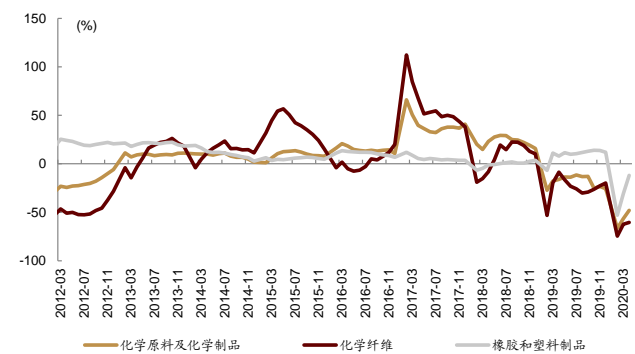
营收和利润增速改善：受益化工价格指数上涨及国内需求逐步恢复，1~4 月化学原料及化学制品，化学纤维、橡胶和塑料制品营业收入同比分别下降 13.3%/20%/13.3%，增速环比 1~3 月回升 4.5/5.4/7.9pct；实现利润总额 664/31.7/306 亿元，同比分别下降 48%/60%/12%，增速环比 1~3 月回升 8.5/1.8/19pct。

图表9：化工行业营收累计同比增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表10：化工行业利润总额累计同比增速



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

化学原料及制品、化学纤维行业库存环比改善。截至2020年4月，化学原料和化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品行业产成品库存规模分别为2,962/529/1,290亿元，同比增长6%/10%/9%，环比变化-5%/-7%/+2%；产成品库存周转期分别为20.8/26.5/23天，环比分别变化-1.0/-1.9/+0.3天。

图表11：化工行业产成品库存周转期



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

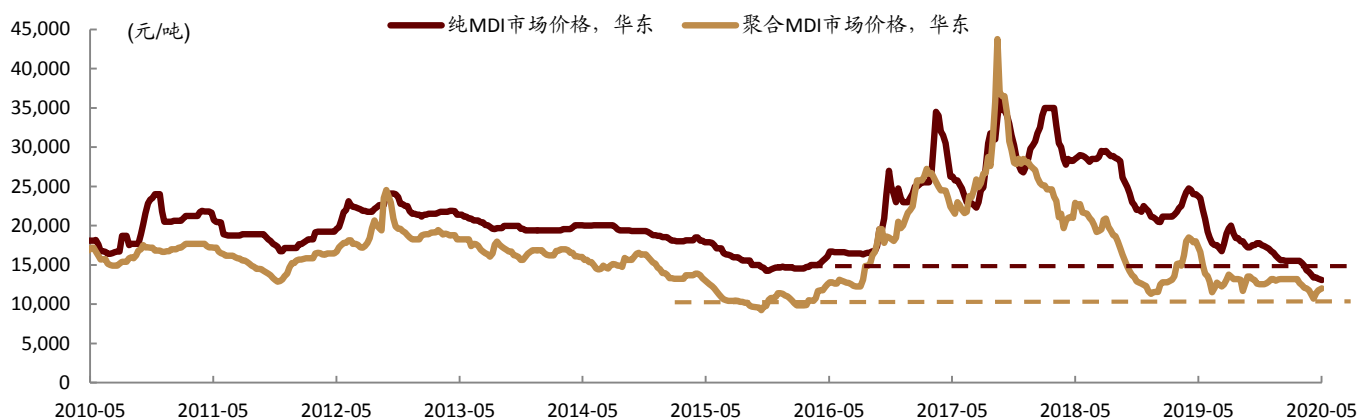
看好 MDI、煤化工、农药及电子化学品

1、MDI：下游需求恢复叠加市场供应偏紧，MDI 价格有望上行

供给端看，近期行业检修密集，市场供应有限。亚太区上海巴斯夫、亨斯迈的精馏装置、日本东曹均停产检修，上海科思创、重庆巴斯夫开工较低，海外陶氏等受疫情及物流影响亦降负运行，市场货源偏紧。目前聚合 MDI 市场价 12,650 元/吨，较近期低点 10,700 元/吨反弹 18.2%，纯 MDI 最新市场价 13,850 元/吨，较 5 月上旬达到的近十年最低点 12,650 元/吨已反弹 9.5%。

万华上调 6 月挂牌价，下游需求已出现明显好转。聚合 MDI 自今年 1 月至今分销/直销价格一直维持在 13,500/14,000 元/吨长达 5 个月，除了春节影响之外，疫情导致 2-4 月内需和外需先后受到冲击，市场情绪及下游需求均到达冰点。目前国内需求伴随开工已经大幅恢复，我们预计海外疫情走势也已经达到平台期，下游产品库存均已见底，看好未来海外需求的回升。我们预计随着下游旺季来临，内需企稳，供需格局向好，MDI 价格有望持续反弹。

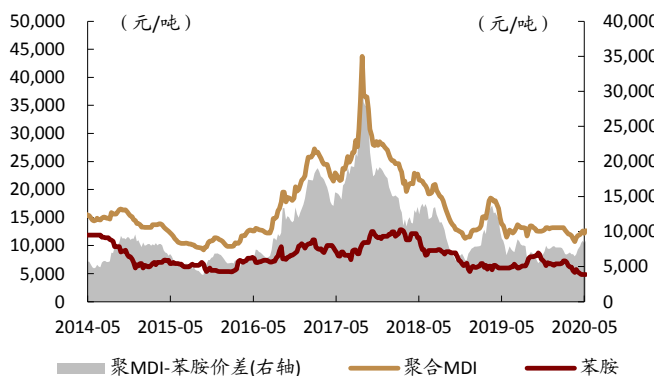
图表 12: MDI 国内市场价格走势十年回顾



	2010FY	2011FY	2012FY	2013FY	2014FY	2015FY	2016FY	2017FY	2018FY	2019FY	2020YTD
纯MDI	18,621	19,394	21,098	20,551	19,551	16,588	17,815	28,115	27,899	19,487	14,685
聚合MDI	16,218	15,806	18,072	17,575	15,707	11,693	14,280	27,059	19,168	13,715	12,379

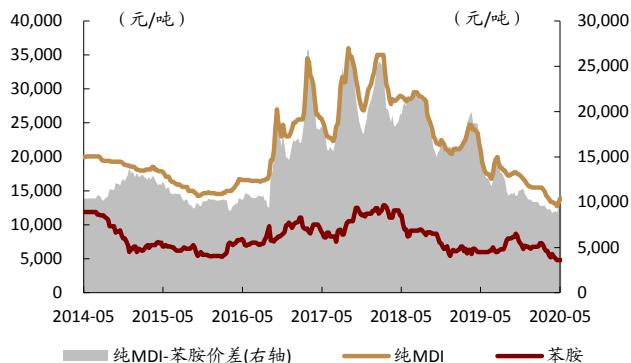
资料来源：百川资讯，中金公司研究部（2020 年数据截至 5 月 29 日）

图表 13: 聚合 MDI 价格及价差走势



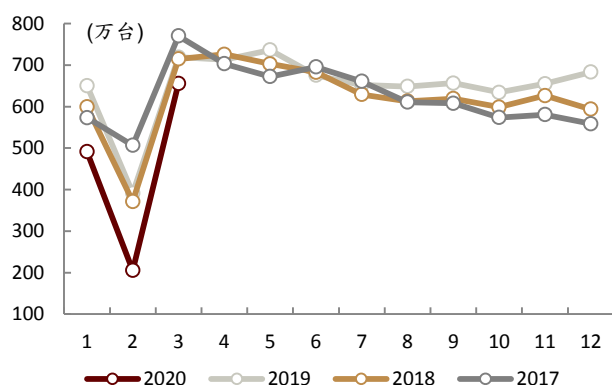
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

图表 14: 纯 MDI 价格及价差走势



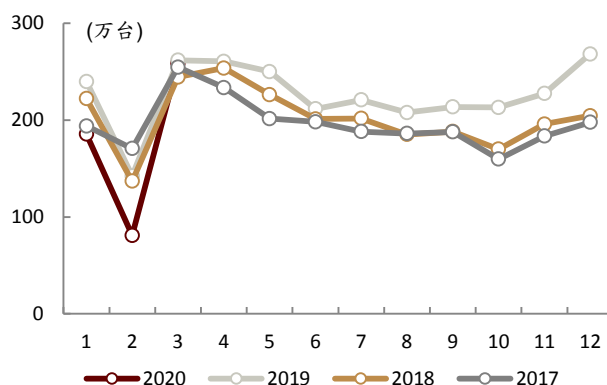
资料来源：百川盈孚，中金公司研究部

图表 15: 冰箱月度产量



资料来源：产业在线，中金公司研究部

图表 16: 冰柜月度产量



资料来源：产业在线，中金公司研究部

2、煤化工：原油价格上涨利好煤化工盈利提升

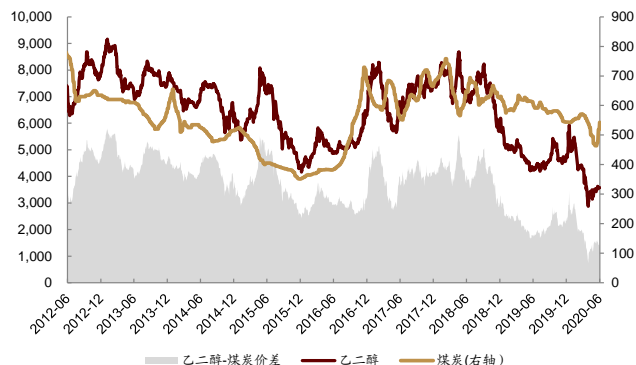
原油价格上涨，煤制乙二醇盈利改善。得益于产油国减产以及原油需求逐步回升，4月底以来 Brent 原油价格上涨 40%，原油涨价带动石脑油路线的乙二醇成本上升，煤制乙二醇价格和盈利逐步改善，4月底至今华鲁恒升乙二醇价格上涨 9%至 3,380 元/吨。

图表 17: 原油/煤炭价格比（均折成元/吨计算）



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 18: 乙二醇-煤炭价差



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

目前 DMF 盈利保持较好水平。浙江江山化工 18 万吨/年 DMF 装置于 5 月 6 日关停，且不再寻求异地重建，江山化工 DMF 产能占行业 18%，其装置关停导致行业供应收紧及竞争格局改善，推动 DMF 价格上涨，目前华鲁恒升 DMF 出厂价 5,450 元/吨，4 月底至今上涨 10%。

煤化工产品盈利存在较大修复空间。近期随着国际原油价格上涨以及国内需求逐步恢复，煤制乙二醇、己二酸等产品盈利逐步改善，但盈利仍然处于较低水平。中金公司大宗组预计随着下半年石油需求恢复，4Q20Brent 原油均价有望达到 50 美元/桶，随着原油价格回升及产品需求恢复，我们认为煤化工产品盈利将继续回升。

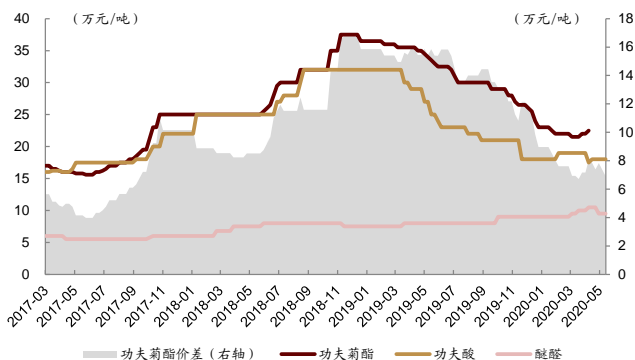
3、农药：印度继续延长封城措施，蝗虫灾害态势严峻

印度继续延长封城措施至 6 月底，利好相关农药品种价格上涨。印度内政部 30 日宣布¹，将正在实施的全国封锁措施再延长一个月至 6 月 30 日。由于印度是仅次于中国的仿制农药生产大国，菊酯、代森锰锌、草铵膦、麦草畏等产品与中国企业是竞争关系，随着印

¹ <http://news.sina.com.cn/o/2020-05-31/doc-irczymk4428050.shtml>

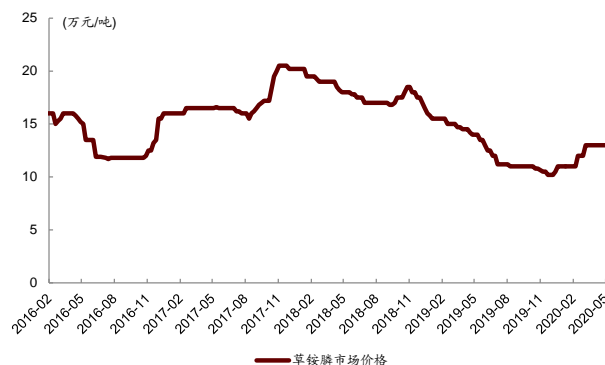
度继续延长封城措施，我们预计将利好菊酯、草铵膦等产品价格上涨。

图表 19：功夫菊酯及醚醚价格



资料来源：中农立华，中金公司研究部

图表 20：草铵膦市场价格



资料来源：中农立华，中金公司研究部

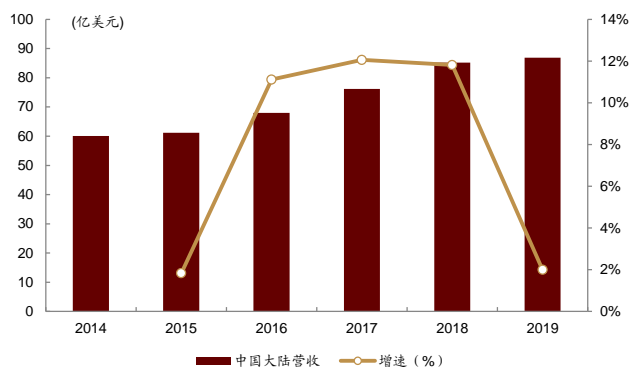
蝗虫灾害再次袭击印度等地区。根据澎湃新闻²，联合国粮农组织的蝗虫灾害预测高级官员表示目前的蝗灾是埃塞俄比亚和索马里 25 年来最严重的一次，在印度是 26 年来最严重的一次，在肯尼亚是 70 年来最严重的一次。我们预计蝗虫灾害再次侵袭印度等地区将继续利好菊酯、甲维盐等相关杀虫剂的需求提升。

4、美国对中国科技龙头公司限制升级，利好半导体材料进口替代发展

2019 年我国半导体材料整体自给率提升至 24.4%。根据中国电子材料行业协会数据，2019 年我国半导体材料自给率达到 24.4%，同比 2018 年提升 0.92pct。目前我国大硅片、高端光刻胶、光掩膜等基本依赖进口，但靶材、CMP 抛光材料、电子特气及湿电子化学品等技术逐步突破，我们预计进口替代有望加快发展。

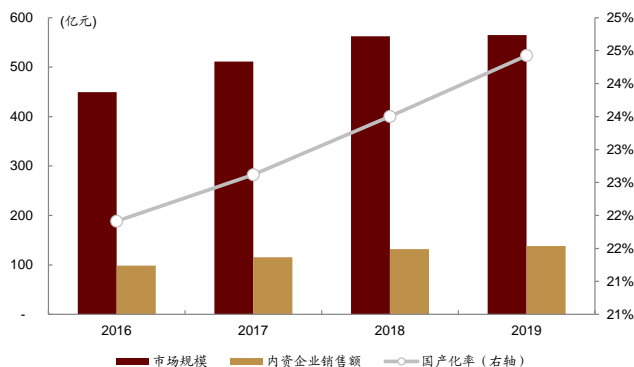
IC 制造和封测业不断壮大带动我国半导体材料市场规模扩大。根据半导体行业协会数据，2019 年我国 IC 制造和封测业实现销售额 2,149/2,350 亿元，同比增长 18.2%/7.1%。国内 IC 制造和封测业不断壮大带动上游材料市场规模扩大，根据 SEMI 数据，2019 年中国大陆半导体材料营收 88.6 亿美元，同比增长 1.9%，是全球唯一增长的市场。随着 IC 制造和封测业不断发展，我们预计国内半导体材料市场规模将继续扩大。

图表 21：中国大陆半导体材料营收及增速



资料来源：SEMI，中金公司研究部

图表 22：我国半导体材料进口替代发展空间较大



资料来源：SEMI，中金公司研究部

美国对中国科技龙头公司限制升级，利好国内半导体材料进口替代发展。5 月 15 日，美国商务部工业与安全局（BIS）宣布将限制华为使用美国技术和软件在美国境外设计和制造半导体的能力。美国对中国科技龙头公司限制升级，凸显产业链安全供应的紧迫性，我们预计有望推动国内半导体材料在下游晶圆代工厂的认证，利好国内半导体材料进口

² https://www.thepaper.cn/newsDetail_forward_7580726

替代发展。

图表 23：我国半导体材料上市公司及进口替代发展情况

半导体材料	2018年全球市场规模 (亿美元)	代码	公司	市值 (亿元)	海外对标企业	进口替代进展
硅片	121	688126.SH	沪硅产业	832	日本信越、SUMCO、台湾环球晶圆、德国Siltronic、韩国SK Siltronic	国内12/8英寸硅片企业已超过16家，国产化前景可期
光刻胶	17.3	002129.SZ	中环股份	523	日本JSR、日本TOK、日本信越、日本住友、美国Shipley、陶氏等	i线国产化率约10%，KrF光刻胶国产化率不足1%，ArF干式光刻胶、ArFi光刻胶全部依赖进口
湿电子化学品	16.1	300346.SZ	南大光电	151		
		300655.SZ	晶瑞股份	73		
		603078.SH	江化微	58		
		300655.SZ	晶瑞股份	73	德国默克、巴斯夫、美国Ashland、霍尼韦尔、住友化学等	半导体晶圆制造用湿电子化学品国产化率超过25%
		600160.SH	巨化股份	183		
		300236.SZ	上海新阳	172		
电子特气	42.7	688268.SH	雅克科技	107	美国空气化工、法国液空、德国林德、日本大阳日酸、美国普莱克斯	一些电子特气品种在12寸晶圆产线应用上取得突破，并实现了批量供应，目前我国半导体用电子特气的整体国产化率约为30%
		002409.SZ	华特科技	228		
		600378.SH	昊华科技	168		
靶材	8	300666.SZ	江丰电子	120	日本日矿金属、美国霍尼韦尔、日本东曹、美国普莱克斯	江丰电子靶材在7纳米技术节点实现批量供货
		600206.SH	有研新材	112		
		300706.SZ	阿石创	47		
CMP抛光垫	7.4	300054.SZ	鼎龙股份	123	陶氏、美国CABOT、日本Fujimi、台湾IVT等	鼎龙股份成为国内主流晶圆厂的重点抛光垫供应商，产品布局完善
CMP抛光液	12.7	688019.SH	安集科技	170	美国CABOT、Versum、日本Fujimi	安集科技在130-14nm技术节点实现规模化销售，10-7nm技术节点产品正在研发中。

资料来源：万得资讯，中国电子材料行业协会，SEMI，中金公司研究部（市值数据更新于6月1日）

5、看好国六标准推广带动沸石、蜂窝陶瓷需求增长

排放标准升级带动蜂窝陶瓷市场规模快速增长。国六排放标准阶段，柴油车需采用DOC+DPF+SCR+ASC技术路线，汽油车需在TWC载体基础上加装GPF，我们预计大体积部件DPF和GPF的应用，将带动蜂窝陶瓷的需求将大幅提升。根据奥福环保数据，预计2017~2025年我国蜂窝陶瓷需求年均复合增速13.1%，到2025年我国蜂窝陶瓷的市场规模达2.6亿升。目前全球蜂窝陶瓷载体市场主要被康宁、NGK等垄断，随着国内蜂窝陶瓷企业技术突破及竞争力增强，我们预计国瓷材料、奥福环保等国产蜂窝陶瓷市场份额有望逐步提升。

图表 24：柴油车和汽油车尾气治理技术路线及所用蜂窝陶瓷载体

汽车类型	排放标准	净化措施	主要技术路线及所用蜂窝陶瓷载体
柴油车	国一至国三	发动机内净化技术	降低发动机燃烧室的面容比、改进点火系统、采用燃油喷射技术、引入废气再循环、改善燃料供给系统等
	国四至国五	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	SCR
	国六		DOC+DPF+SCR+ASC
汽油车	国一至国五	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	TWC
	国六	国六技术	TWC+GPF

资料来源：奥福环保，万得资讯，中金公司研究部

国六带动沸石分子筛需求空间扩大，万润股份沸石材料业务有望持续快速增长。由于沸石类催化剂的高效温度区间更大，国六排放标准下沸石分子筛基SCR将全面替代钒基SCR成为主流材料，我们预计将带动国内沸石材料需求增长。以2019年我国柴油车产量为基数测算，我国沸石分子筛潜在需求空间达8,127吨。庄信万丰在欧六及同级别标准柴油车尾气治理市场份额超过50%，万润股份是其沸石材料的核心供应商。目前万润股份沸石材料产能3,350吨，我们预计沸石二期项目剩余2,500吨/年产能将于今年转固，同时三期7,000吨/年沸石材料项目已经启动建设，我们预计未来几年公司沸石材料需求将继续快速增长。

图表 25：我国柴油汽车对应沸石分子筛需求空间测算

商用车车型	2019年产量（万辆）	平均排量（L）	单车使用体积（L）	分子筛需求量（吨）
重型柴油车	131	13	32.5	6,369
轻型柴油车	156	3	7.5	1,758
我国沸石分子筛需求量（吨）				8,127
中国市场分子筛规模（亿元）				23

资料来源：万得资讯，中金公司研究部（以2019年柴油汽车产量为基准测算）

图表 26：可比公司估值表

股票代码	公司名称	评级	收盘价	交易货币	每股收益 (财报货币)			市盈率			净资产收益率 (%)			财报货币
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
000902.SZ	新洋丰*	跑赢行业	8.96	CNY	0.50	0.58	0.73	18.0	15.6	12.3	10.2	11.1	13.0	CNY
600426.SH	华鲁恒升*	跑赢行业	18.25	CNY	1.51	1.23	1.86	12.1	14.8	9.8	18.7	13.4	17.9	CNY
600096.SH	云天化*	中性	4.90	CNY	0.11	0.17	0.32	46.2	28.0	15.2	3.5	5.6	9.5	CNY
600141.SH	兴发集团*	中性	9.15	CNY	0.29	0.36	0.52	31.2	25.5	17.7	3.9	4.5	6.2	CNY
002250.SZ	联化科技*	跑赢行业	17.00	CNY	0.16	0.46	0.79	108.9	37.0	21.5	2.5	7.0	11.1	CNY
600486.SH	扬农化工*	跑赢行业	87.38	CNY	3.77	4.26	5.12	23.1	20.5	17.1	23.1	23.5	23.2	CNY
300261.SZ	雅本化学*	跑赢行业	5.13	CNY	0.08	0.24	0.29	60.5	21.5	17.6	4.1	11.0	12.1	CNY
002391.SZ	长青股份*	跑赢行业	8.70	CNY	0.58	0.63	0.82	14.9	13.9	10.7	11.0	11.1	13.2	CNY
002597.SZ	金禾实业*	跑赢行业	22.93	CNY	1.45	1.52	1.93	15.8	15.1	11.9	19.3	17.9	19.9	CNY
600160.SH	巨化股份*	跑赢行业	6.78	CNY	0.33	0.25	0.42	20.8	27.1	16.0	7.0	5.2	8.5	CNY
600352.SH	浙江龙盛*	跑赢行业	12.57	CNY	1.54	1.55	1.70	8.1	8.1	7.4	22.6	19.0	17.9	CNY
002440.SZ	闰土股份*	跑赢行业	9.09	CNY	1.19	1.20	1.28	7.6	7.6	7.1	16.4	15.0	14.5	CNY
600309.SH	万华化学*	跑赢行业	47.92	CNY	3.23	2.57	4.04	14.9	18.7	11.9	26.6	18.2	24.8	CNY
002074.SZ	国轩高科*	跑赢行业	32.89	CNY	0.05	0.45	0.52	724.7	72.9	62.8	0.6	5.6	6.1	CNY
300037.SZ	新宙邦*	跑赢行业	43.25	CNY	0.86	1.26	1.51	50.3	34.4	28.7	11.1	14.2	14.8	CNY
002643.SZ	万润股份*	跑赢行业	16.24	CNY	0.56	0.62	0.83	29.1	26.0	19.7	11.0	11.3	13.7	CNY
300398.SZ	飞凯材料*	跑赢行业	21.61	CNY	0.49	0.61	0.77	43.8	35.2	28.0	11.1	12.4	13.6	CNY
002601.SZ	龙蟠佰利*	跑赢行业	16.97	CNY	1.28	1.56	1.84	13.3	10.8	9.2	19.7	21.6	22.7	CNY
601058.SH	赛轮轮胎*	跑赢行业	3.86	CNY	0.44	0.55	0.61	8.7	7.1	6.4	17.9	19.0	17.9	CNY
00546.HK	阜丰集团*	中性	2.51	HKD	0.45	0.36	0.47	5.0	6.0	4.6	10.2	7.8	9.5	CNY
600409.SH	三友化工*	跑赢行业	4.65	CNY	0.33	0.26	0.39	14.1	17.9	12.0	6.1	4.7	6.8	CNY
002258.SZ	利尔化学*	跑赢行业	16.94	CNY	0.59	0.81	1.06	28.5	20.8	16.0	9.6	12.0	13.7	CNY
002064.SZ	华峰氨纶*	跑赢行业	5.39	CNY	0.40	0.36	0.59	13.6	14.9	9.1	31.8	19.8	26.1	CNY
601966.SH	玲珑轮胎*	跑赢行业	19.48	CNY	1.39	1.51	1.78	14.0	12.9	11.0	15.9	15.6	16.3	CNY
603260.SH	合盛硅业*	跑赢行业	25.70	CNY	1.18	1.26	1.99	21.8	20.4	12.9	13.5	13.1	18.1	CNY
002091.SZ	江苏国泰*	跑赢行业	5.97	CNY	0.60	0.61	0.63	9.9	9.8	9.5	11.6	10.8	10.2	CNY
002538.SZ	司尔特*	跑赢行业	4.87	CNY	0.33	0.35	0.48	14.7	14.0	10.2	6.5	6.4	8.2	CNY
300236.SZ	上海新阳*	中性	59.21	CNY	0.72	0.29	0.36	81.8	203.1	164.9	15.1	5.5	6.6	CNY

资料来源：万得资讯、彭博资讯、公司公告、中金公司研究部

注：标*公司为中金覆盖，采用中金预测数据，预测数据采用财年加权平均；收盘价更新于北京时间 2020-06-01

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成对买卖任何证券或其他金融工具的出价或征价或提供任何投资决策建议的服务。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐或投资操作性建议。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，自主审慎做出决策并自行承担风险。投资者在依据本报告涉及的内容进行任何决策前，应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，并就相关决策咨询专业顾问的意见对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，相关证券或金融工具的价格、价值及收益亦可能会波动。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券或其他金融工具的市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响的分析可能与分析师已发布的关于相关证券或其他金融工具的目标价、评级、估值、预测等观点相反或不一致，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券或其他金融工具的基本面评级或评分。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的目标、需求、机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司（“中金香港”）于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中金香港的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可联系中金新加坡销售交易代表。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 <https://research.cicc.com/footer/disclosures>，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

中金研究基本评级体系说明：

分析师采用相对评级体系，股票评级分为跑赢行业、中性、跑输行业（定义见下文）。

除了股票评级外，中金公司对覆盖行业的未来市场表现提供行业评级观点，行业评级分为超配、标配、低配（定义见下文）。

我们在此提醒您，中金公司对研究覆盖的股票不提供买入、卖出评级。跑赢行业、跑输行业不等同于买入、卖出。投资者应仔细阅读中金公司研究报告中的所有评级定义。请投资者仔细阅读研究报告全文，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠评级来推断结论。在任何情形下，评级（或研究观点）都不应被视为或作为投资建议。投资者买卖证券或其他金融产品的决定应基于自身实际具体情况（比如当前的持仓结构）及其他需要考虑的因素。

股票评级定义：

- 跑赢行业（OUTPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现超过同期其所属的中金行业指数；
- 中性（NEUTRAL）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现与同期其所属的中金行业指数相比持平；
- 跑输行业（UNDERPERFORM）：未来 6~12 个月，分析师预计个股表现不及同期其所属的中金行业指数。

行业评级定义：

- 超配（OVERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑赢大盘 10%以上；
- 标配（EQUAL-WEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业表现与大盘的关系在-10%与 10%之间；
- 低配（UNDERWEIGHT）：未来 6~12 个月，分析师预计某行业会跑输大盘 10%以上。

研究报告评级分布可从<https://research.cicc.com/footer/disclosures> 获悉。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V190624
编辑：赵静，樊荣

中国国际金融股份有限公司

中国北京建国门外大街1号国贸写字楼2座28层 | 邮编: 100004

电话: (+86-10) 6505 1166

传真: (+86-10) 6505 1156

美国

CICC US Securities, Inc

32th Floor, 280 Park Avenue

New York, NY 10017, USA

Tel: (+1-646) 7948 800

Fax: (+1-646) 7948 801

英国

China International Capital Corporation (UK) Limited

25th Floor, 125 Old Broad Street

London EC2N 1AR, United Kingdom

Tel: (+44-20) 7367 5718

Fax: (+44-20) 7367 5719

新加坡

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

6 Battery Road, #33-01

Singapore 049909

Tel: (+65) 6572 1999

Fax: (+65) 6327 1278

香港

中国国际金融（香港）有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (86-21) 5879-6226

传真: (86-21) 5888-8976

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司

深圳市福田区益田路5033号

平安金融中心72层

邮编: 518048

电话: (86-755) 8319-5000

传真: (86-755) 8319-9229

