

至暗时刻期待新生，农化、维生素相对强势

海外疫情对化工上市公司业绩影响专题研究

核心结论

受疫情及油价下跌影响，多数化工品价格下跌。本次新冠疫情从2020年1月开始逐步发酵，3月开始海外蔓延加剧，目前为止国内疫情基本得到控制、海外情况仍需观察。受到疫情及油价下跌双重影响，我们监控的175个化工产品中69%的化工品价格出现下跌，其中跌幅较大的产品有丁二烯、石脑油、汽油、原油、柴油等石化品，仅维生素、生物素、蛋氨酸等部分产品价格出现上涨。自2020年2月8日以来，西部化工景气指数从83.9回落至77.9，接近2016年2月的低点。从历史价格分位来看，目前我们跟踪的化工品中65%的品种处在历史价格分位的20%以下；21%的品种处在历史价格分位的20%-40%区间；9%的品种处在历史价格分位的40-60%区间；仅有5%的品种处在历史价格分位的60%以上。虽然疫情对于化工品需求形成冲击，油价急跌对于化工品价格也形成冲击，我们可以在Q1Q2看到许多传统化工公司的业绩底和价格底，但也可以在至暗时刻期待新生。

农化及维生素板块有望受益于海外供应收缩。我们认为农化及维生素板块需求偏刚性的前提下，国内供给的较早恢复有利于国内企业抢占市场份额。农药方面，农业农村部表示全年需加大对草地贪夜蛾、非洲蝗虫及小麦锈病的防治，同时近期印度在全国范围内实施“封城停工”措施，印度产能收缩将有利于国内农化及医药及农药中间体生产企业，相关受益品种包括代森锰锌、菊酯（原料醚醛及莠去津甲酯）、草铵膦及麦草畏等。维生素方面，疫情催生了其对供应链的担忧，进而引发了全球范围内对维生素的补库需求，受疫情影响海外部分维生素产能或降负运行，因维生素供应端各品种均呈现寡头垄断格局，过往维生素价格弹性大，国内企业有望充分享受业绩弹性。

关注对美国、欧洲、印度出口占比较大的行业的负面影响。我们统计不同子行业2019年出口国别的情况，对美国、欧洲、印度出口占比较大的行业包括钛白粉、MDI、轮胎等，这些子行业或将面临更大幅度上需求下降的风险。

海外业务占比较高的公司Q2业绩或将出现一定程度的下滑。我们对部分重点公司Q2业绩进行了情景模拟计算，在中性假设条件下出口业务占比较高的公司Q2业绩同比下降幅度在10%-54%之间。部分公司如新和成（002001.SZ）、利民股份（002734.SZ）等有望受益海外供应收缩，业绩同比实现较快增长。

投资建议：关注需求偏刚性或受影响较小、海外产能占比较高的农化及维生素板块，推荐关注产品价格底部区间、在未来两年有增量贡献的农药公司：利民股份（002734.SZ）、扬农化工（600486.SH）、中旗股份（300575.SZ）、长青股份（002391.SZ）及维生素龙头企业新和成（002001.SZ）。

风险提示：疫情持续时间超预期、油价继续大幅下跌、全球贸易环境恶化等

行业评级

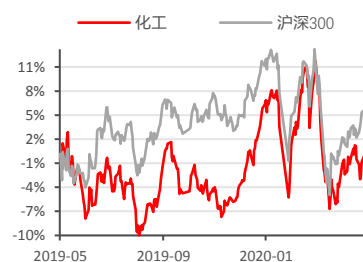
超配

前次评级

评级变动

首次

近一年行业走势



| 相对表现 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|-------|------|-------|------|
| 化工 | 1.75 | -1.10 | 0.52 |
| 沪深300 | 3.64 | 0.93 | 5.79 |

分析师

杨晖 S0800520010003

yanghui@research.xbmail.com.cn

杨靖 S0800519110002

18676718105

yangjing@research.xbmail.com.cn

联系人

陈默

chenmo@research.xbmail.com.cn

相关研究

化工：印度确认封锁延长，利好农药板块；MDI 继续回暖—化工行业周报（20200427-20200430）
2020-05-04

化工：MDI 小幅回暖；印度封锁或延长，看好农药行情—化工行业周报（20200420-20200424）

索引

内容目录

| | |
|--------------------------------|----|
| 受疫情及油价下跌影响，多数化工品价格下跌 | 5 |
| 预计各板块受影响程度存差异，需关注下游需求方向 | 7 |
| 农化和维生素板块有望受益于海外供给收缩 | 8 |
| 农化：有望受益海外供应收缩，关注印度产能情况 | 8 |
| 维生素：需求刚性，海外工厂降负将利好国内产能 | 10 |
| 关注美国、欧洲、印度出口占比较大的行业的负面影响 | 12 |
| 行业重点公司盈利变化情况情景模拟 | 13 |
| 利民股份 | 13 |
| 新和成 | 14 |
| 赛轮轮胎 | 14 |
| 玲珑轮胎 | 16 |
| 扬农化工 | 17 |
| 万华化学 | 18 |
| 龙蟒佰利 | 19 |
| 万润股份 | 20 |
| 联化科技 | 21 |
| 投资建议 | 22 |
| 农化板块 | 22 |
| 维生素板块 | 22 |
| 风险提示 | 22 |
| 附：海外营收变化对相关上市公司净利敏感性测算 | 23 |

图表目录

| | |
|---|---|
| 图 1：2020 年 2 月 8 日以来，西部化工景气指数从 83.9 回落至 77.9，接近 2016 年 2 月的低点 | 5 |
| 图 2：我们监控 175 个化工品价格中 69% 自 2 月 8 日以来下跌 | 6 |
| 图 3：监控的化工品中 65% 的产品当前价格百分位处于 20% 以内 | 6 |
| 图 4：海外营收占比超 20% 的公司中新材料类、农化类企业占比较大 | 7 |
| 图 5：西部农药化工指数自 2 月 8 日后已企稳上行 | 8 |
| 图 6：代森锰锌印度产能占全球 74.6% | 9 |
| 图 7：进口自印度醚醛约占国内 29% 需求量（吨，%） | 9 |
| 图 8：草铵膦印度产能占全球 7%（吨，%） | 9 |
| 图 9：麦草畏印度产能占全球 2% | 9 |

| | |
|---|----|
| 图 10: 代森锰锌价格 2019 Q2 来逐步上涨 | 9 |
| 图 11: 草铵膦价格自 2020 年 2 月以来上涨 18.18% | 9 |
| 图 12: 联苯菊酯价格自印度宣布“封国”以来小幅反弹 | 10 |
| 图 13: 氯氰菊酯价格自印度宣布“封国”以来显著反弹 | 10 |
| 图 14: 维生素下游主要为饲料产品 | 10 |
| 图 15: 全球 VA 产能中国占约 50% | 10 |
| 图 16: 全球 VE 产能中国占约 70% | 11 |
| 图 17: 全球 VD3 产能中国占约 95% | 11 |
| 图 18: VA 价格近期大幅上行 | 11 |
| 图 19: VE 价格近期大幅上行 | 11 |
| 图 20: VD3 价格近期大幅上行 | 11 |
| 图 21: 生物素价格近期大幅上行 | 11 |
| 图 22: 2019 年钛白粉出口目的地中, 印度占 12.9% | 12 |
| 图 23: 2019 年聚合 MDI 出口目的地中, 印度及美国占 29% | 12 |
| 图 24: 2019 年轮胎出口目的地中, 美国占 11.9% | 12 |
| 图 25: 2019 年农药出口目的的较分散 | 12 |
| 图 26: 利民股份 2019 年营收以农药杀菌剂为主 | 13 |
| 图 27: 利民股份 2019 年海外营收占比约 44% | 13 |
| 图 28: 新和成 2019 年营收以营养品产品为主 | 14 |
| 图 29: 新和成 2019 年毛利以营养品产品为主 | 14 |
| 图 30: 赛轮轮胎产能分布于中国及越南 | 15 |
| 图 31: 赛轮轮胎 2019 年外销营收占比 76% | 15 |
| 图 32: 玲珑轮胎产能分布于中国及泰国 | 16 |
| 图 33: 2019 年玲珑轮胎出口及海外销售占比 52% | 16 |
| 图 34: 扬农化工 2019 营收以农药原药为主 | 17 |
| 图 35: 扬农化工 2019 年海外营收占比约 63% | 17 |
| 图 36: 万华化学 2019 年主营以聚氨酯系列产品为主 | 18 |
| 图 37: 万华化学 2019 年境外营收占比 45% | 18 |
| 图 38: 龙蟠佰利 2019 年营收以钛白粉产品为主 | 19 |
| 图 39: 龙蟠佰利 2019 年国外营收占比 42.72% | 19 |
| 图 40: 万润股份 2019 营收以功能性材料为主 | 20 |
| 图 41: 万润股份 2019 年境外营收占比 86% | 20 |
| 图 42: 联化科技 2019 年营收以农药中间体为主 | 21 |
| 图 43: 联化科技 2019 年外销营收占比 64% | 21 |
| 表 1: 2020 年 2 月 8 日以来价格涨跌幅居前的化工品 | 6 |
| 表 2: 当前重点化工品价格历史百分位情况 | 6 |
| 表 3: 利民股份 Q2 业绩情景模拟 | 13 |

行业专题报告 | 化工

| | |
|--|----|
| 表 4: 赛轮轮胎 Q2 业绩情景模拟 | 15 |
| 表 5: 玲珑轮胎 Q2 业绩情景模拟 | 16 |
| 表 6: 扬农化工 Q2 业绩情景模拟 | 17 |
| 表 7: 万华化学 Q2 业绩情景模拟 | 18 |
| 表 8: 龙蟒佰利 Q2 业绩情景模拟 | 19 |
| 表 9: 万润股份 Q2 业绩情景模拟 | 20 |
| 表 10: 农化、食品及日用相关品、医药农药中间体板块有望受益于海外产能收缩 | 23 |
| 表 11: 汽车配套、纺织原料、地产建筑原料、新材料产品或受海外营收负面影响 | 24 |

受疫情及油价下跌影响，多数化工品价格下跌

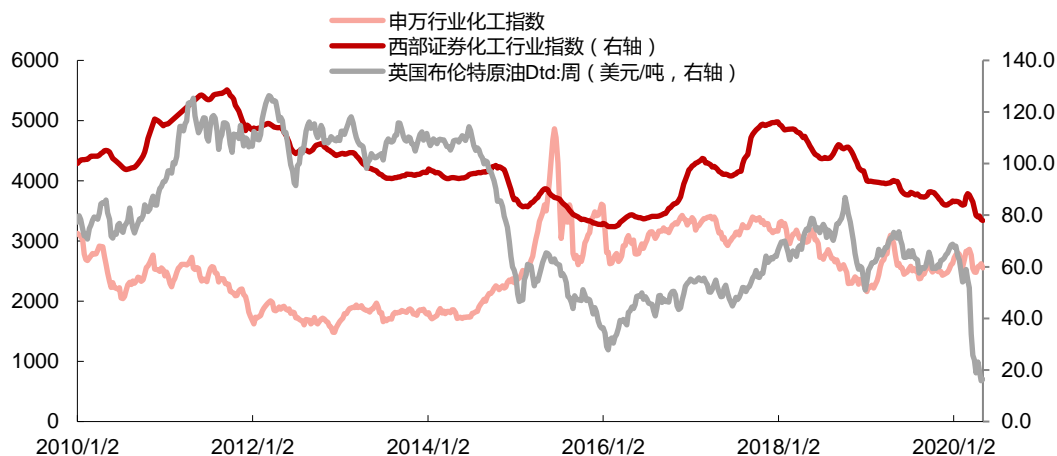
本次新冠疫情从2020年1月开始逐步发酵，3月开始海外蔓延加剧，到目前为止国内疫情基本得到控制，海外情况仍需等待拐点。伴随疫情逐渐发酵蔓延，全球原油需求受到较大影响，而3月初的维也纳OPEC+会议上，减产协议没有达成更是成为“黑天鹅事件”，造成原油价格大幅下跌，自2020年2月8日以来Brent原油价格下跌幅度达到70%。

受到疫情及油价下跌双重影响，自2020年2月8日以来，我们监控的175个化工产品中69.1%的化工品价格也出现下跌，跌幅超过20%的产品占比26.3%，其中跌幅较大的产品有丁二烯、石脑油、汽油、原油、柴油等石化品；21%的产品价格出现上涨，其中涨幅较大的产品有维生素、生物素、蛋氨酸等；此外9.7%的产品价格持平。西部化工景气指数从2020年2月8日的83.9回落至5月2日的77.9，接近2016年2月的低点，部分产品价格如纯MDI、TDI、PX、涤纶POY、R125、PTA等更是跌落至或接近历史最低值。

从历史价格分位来看，目前我们跟踪的化工品中65%的品种处在历史价格分位的20%以下；21%的品种处在历史价格分位的20%-40%区间；9%的品种处在历史价格分位的40-60%区间；仅有5%的品种处在历史价格分位的60%以上。

虽然疫情对于化工品需求形成冲击，油价急跌对于化工品价格也形成冲击，我们预计在Q1Q2看到许多传统化工公司的业绩底和价格底，但也可以在至暗时刻期待新生。

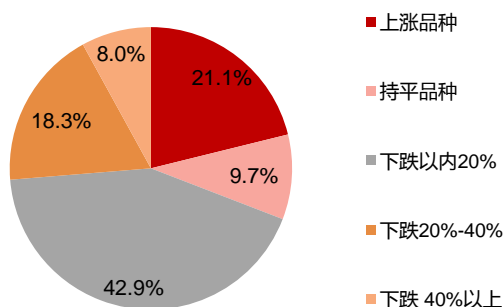
图1：2020年2月8日以来，西部化工景气指数从83.9回落至77.9，接近2016年2月的低点



资料来源：wind，卓创资讯，百川盈孚，西部证券研发中心

行业专题报告 | 化工

图 2：我们监控 175 个化工品价格中 69%自 2 月 8 日以来下跌



资料来源：wind，卓创资讯，百川盈孚，西部证券研发中心

表 1：2020 年 2 月 8 日以来价格涨跌幅居前的化工品

| 价格涨幅前 10 的化工品 | | | 涨幅 | 价格跌幅前 10 的化工品 | | | 跌幅 |
|---------------|-----|--------|----|---------------|--------------|--------|----|
| 1 | VD3 | 235.9% | | 1 | 丁二烯（韩国 FOB） | -65.6% | |
| 2 | 生物素 | 68.6% | | 2 | 石脑油（FOB 新加坡） | -61.9% | |
| 3 | VK | 68.1% | | 3 | 布伦特原油 | -58.8% | |
| 4 | VA | 65.9% | | 4 | 汽油（新加坡） | -56.6% | |
| 5 | VE | 55.7% | | 5 | WTI 原油 | -54.6% | |
| 6 | 液氯 | 52.4% | | 6 | 柴油（韩国 FOB） | -53.0% | |
| 7 | 色氨酸 | 51.1% | | 7 | 石脑油（CFR 日本） | -50.9% | |
| 8 | VB1 | 45.1% | | 8 | 乙烯 | -50.3% | |
| 9 | 盐酸 | 36.8% | | 9 | 石脑油（内盘） | -49.9% | |
| 10 | 丙酮 | 34.4% | | 10 | 丁二烯（华东） | -49.1% | |

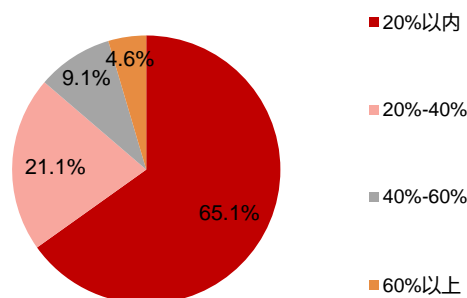
资料来源：隆众石化，卓创资讯，wind，西部证券研发中心

表 2：当前重点化工品价格历史百分位情况

| 品种 | 价格百分位 | 品种 | 价格百分位 | 品种 | 价格百分位 | 品种 | 价格百分位 |
|-------|-------|--------|-------|---------|-------|---------|-------|
| 纯 MDI | 0.0% | PTA | 2.4% | 聚合 MDI | 8.3% | PVC 电石法 | 23.6% |
| 苯胺 | 0.0% | 甲醇 | 3.8% | 蛋氨酸（固体） | 8.9% | 草甘膦 | 28.0% |
| TDI | 0.3% | 涤纶 POY | 5.0% | 二甲基环硅氧烷 | 10.2% | 丙烯 | 28.5% |
| 尼龙-6 | 0.4% | MEG | 6.1% | WTI 原油 | 15.0% | 钛白粉 | 30.7% |
| 烧碱 | 1.2% | 天然橡胶 | 6.1% | R32 | 15.9% | VE | 32.9% |
| PX | 1.8% | 纯苯（华东） | 6.4% | 轻质纯碱 | 17.3% | 尿素 | 53.4% |

资料来源：隆众石化，卓创资讯，wind，西部证券研发中心，注草甘膦数据起始时间为 2015 年 11 月

图 3：监控的化工品中 65%的产品当前价格百分位处于 20%以内



资料来源：wind，西部证券研发中心，注：部分数据起始时间在 2015 年以后

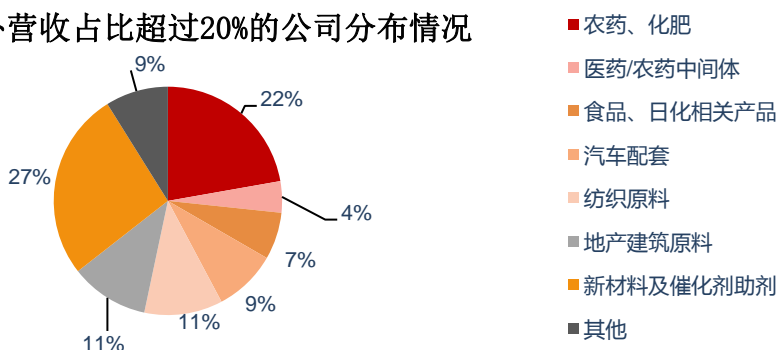
预计各板块受影响程度存差异，需关注下游需求方向

我们统计了 SW 化工（除 SW 石油化工）中、2019 年海外营收占比超过 20% 的上市公司作为重点分析样本，合计共 90 家公司、占 SW 化工（除 SW 石油化工）上市公司总数的 26.5%。

我们将以上公司按照终端需求对应的不同领域分成农化、医药及农药中间体、食品及日化相关产品、汽车配套、纺织服装原料、地产建筑原料、新材料及催化剂助剂、其他等 8 类来判断海外营收对其影响。

图 4：海外营收占比超 20% 的公司中新材料类、农化类企业占比较大

海外营收占比超过 20% 的公司分布情况



资料来源：wind，西部证券研发中心

我们认为以上 8 类板块因终端需求不同，受海外疫情影响程度不一，具体来看：

- 预期受正面影响板块：农化、食品及日化相关产品、医药及农药中间体。**我们认为以上行业全球产能集中度较高，内外需均较刚性，若海外竞争对手生产受限，则利好国内生产恢复较快的相关企业。
- 预期受负面影响板块：汽车配套、化纤原料、地产建筑原料。**通过统计不同子行业出口国别的情况可以看出，国内对美国、欧洲、印度出口占比较大的行业包括钛白粉、MDI、轮胎等产品，这些子行业或将面临需求下降的风险。
- 预期影响中性偏负面：新材料及催化剂助剂等产品。**由于新材料及催化剂助剂等产品较为广泛的应用于较多的需求领域，我们认为需求受影响的程度与全球整体需求经济周期相关。

农化和维生素板块有望受益于海外供给收缩

农化：有望受益海外供应收缩，关注印度产能情况

我们认为农业板块需求偏刚性的前提下，国内供给的较早恢复有利于国内企业抢占市场份额。当前粮食安全为我国政策重点，根据农业农村部农情调度，截至5月7日全国早稻播栽已经全部完成，中稻播栽12%，春播玉米已播种63.8%，整体进度快于去年同期。同时农业农村部表示全年需加大对草地贪夜蛾、非洲蝗虫及小麦锈病的防治，我们预计国内农化板块整体需求将保持向好。

伴随春耕恢复，农药价格已逐步企稳上行。我们观察到，今年2月由于节后部分原药企业复工不畅，同时农药原药下游补库时间延后，叠加物流不畅，农药行业处于供需两淡状态，部分低库存农药原药价格出现上升。而截止4月初，全国农资企业复工率达98%、复产率达90%，均快于去年同期水平；需求方面春耕快速推进，相关品种需求恢复较快，供需两旺使得行业产销恢复较快。截止4月27日，我们编制的西部化工农药价格指数已较2月8日小幅增长，其中农药原药指数上涨1.65%、除草剂指数上涨0.94%、杀虫剂指数上涨0.97%、杀菌剂指数上涨2.76%、中间体指数上涨2.08%

图5：西部农药化工指数自2月8日后已企稳上行

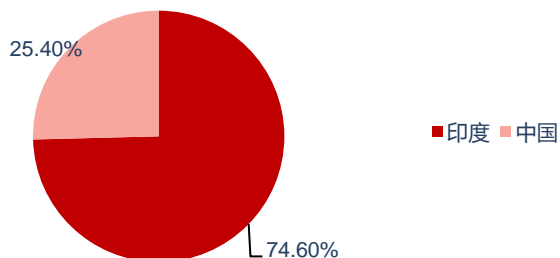


资料来源：中农立华，西部证券研发中心

印度延长全国范围内实施封锁隔离时间，利好国内相关企业。印度内政部于3月25日开始执行全国范围内的封锁措施，5月1日决定延长全国封锁期限至5月17日。印度为全球重要的农药及中间体生产大国，中国相关企业将受益于印度产能收缩，相关品种包括代森锰锌、菊酯（原料中间体醚醛及胥亭酸甲酯）、草铵膦及麦草畏等。其中4月国内菊酯类原药价格保持上行趋势：高效氯氟菊酯原药月环比上涨4.7%至22.5万元/吨；氯氟菊酯原药月环比上涨16.7%至10.5万元/吨。4月27日当周，菊酯类中间体胥亭酸甲酯周环比上涨15.1%至9万元/吨，高效氯氟菊酯母药上涨1.9%至5.4万元/吨。我们认为印度本次封锁延长超预期，产业的影响将进一步发酵，菊酯类原药价格或持续上行。

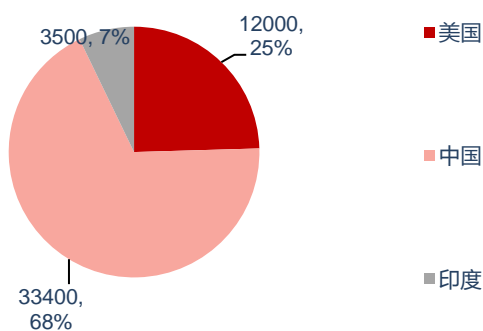
行业专题报告 | 化工

图 6：代森锰锌印度产能占全球 74.6%



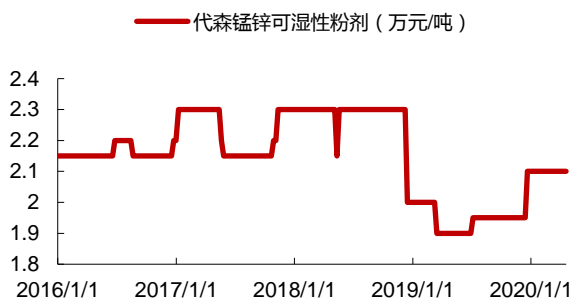
资料来源：卓创资讯，百川资讯，西部证券研发中心

图 8：草铵膦印度产能占全球 7% (吨, %)



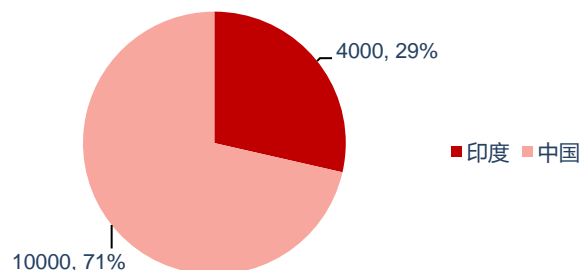
资料来源：卓创资讯，百川资讯，西部证券研发中心

图 10：代森锰锌价格 2019 Q2 来逐步上涨



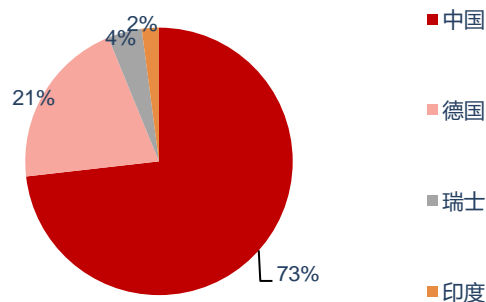
资料来源：中农立华，西部证券研发中心

图 7：进口自印度醚醛约占国内 29% 需求量 (吨, %)



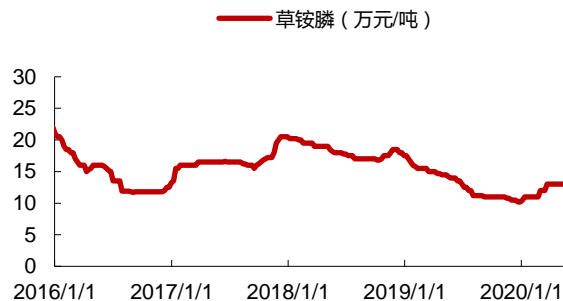
资料来源：卓创资讯，百川资讯，西部证券研发中心

图 9：麦草畏印度产能占全球 2%



资料来源：卓创资讯，百川资讯，西部证券研发中心

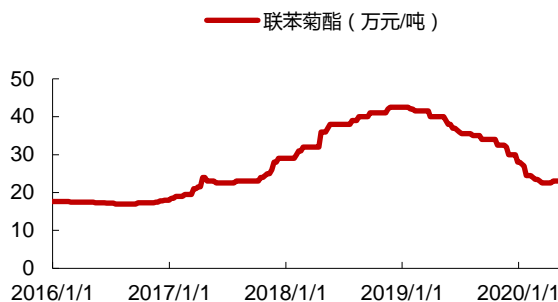
图 11：草铵膦价格自 2020 年 2 月以来上涨 18.18%



资料来源：中农立华，西部证券研发中心

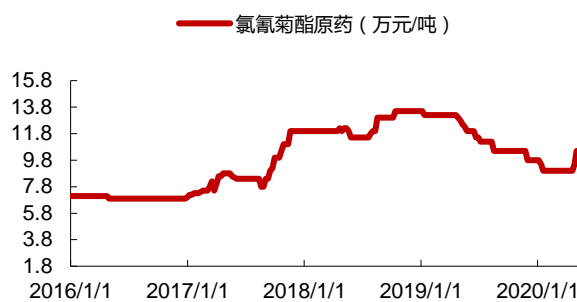
行业专题报告 | 化工

图 12: 联苯菊酯价格自印度宣布“封国”以来小幅反弹



资料来源: 中农立华, 西部证券研发中心

图 13: 氯氰菊酯价格自印度宣布“封国”以来显著反弹



资料来源: 中农立华, 西部证券研发中心

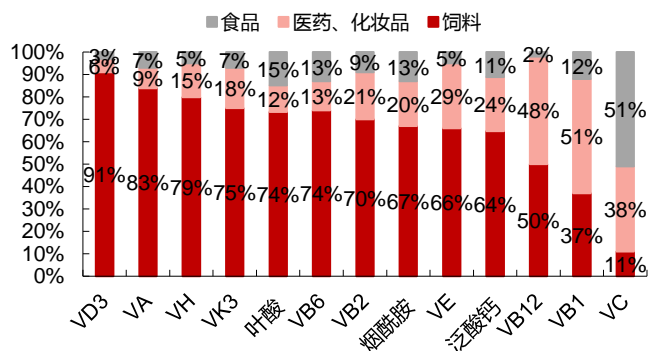
维生素: 需求刚性, 海外工厂降负将利好国内产能

维生素需求刚性, 短期补库情绪旺盛。主要品种如 VD3、VH (生物素)、VA、VK3、VE 等饲料需求占比均在 60%以上。中长期看, 虽然阶段性会受病害 (如非洲猪瘟) 影响具体肉类的消费比例, 但伴随人口增长及生活品质提升, 全社会对动物蛋白的消费为刚性需求。短期来看, 养殖及饲料企业均以连续生产为主, 疫情催生了其对供应链的担忧, 进而引发了全球范围内对维生素的补库需求。

维生素供应端各品种均呈现寡头垄断, 供给因素受影响较大。因欧洲地区疫情及印度“封城停工”措施, 海外部分维生素产能或降负运行。具体工厂的包括瑞士帝斯曼 (相关品种 VA、VE、VD3), 德国巴斯夫 (相关品种 VA、VE), 印度 fermenta (相关品种 VD3)。

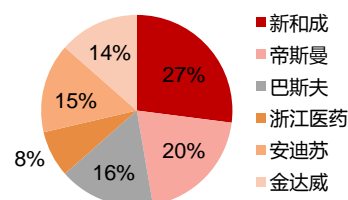
维生素价格弹性大, 国内企业可充分享受业绩弹性。目前主要维生素产品在供应收缩预期+恐慌备货影响下均现涨价, 历史上维生素价格有极高弹性, 后续伴随欧洲地区疫情防控, 价格或有进一步上行。截止 2020 年 5 月 6 日, VA (50 万 IU/g 国产) 报价 510 元/kg (QoQ+66%), VE (50%国产) 报价 76 元/kg (QoQ+56%), VD3 (50 万 IU/g) 报价 311 元/kg (QoQ+236%), 生物素 (2%国产) 报价 295 元/kg (QoQ+69%)。

图 14: 维生素下游主要为饲料产品



资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

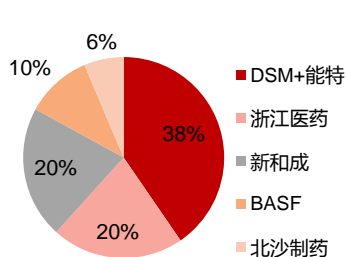
图 15: 全球 VA 产能中国占约 50%



资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

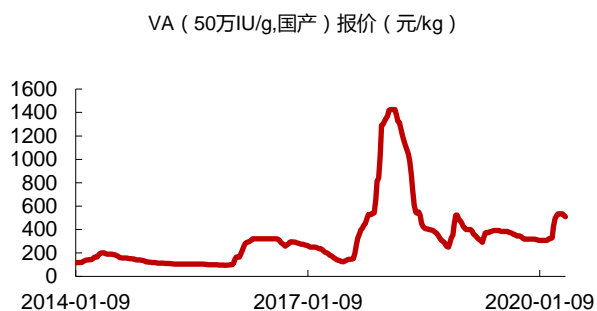
行业专题报告 | 化工

图 16: 全球 VE 产能中国占约 70%



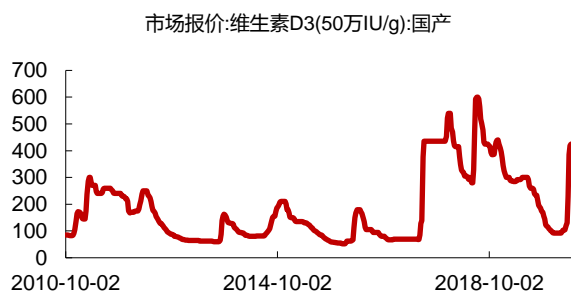
资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

图 18: VA 价格近期大幅上行



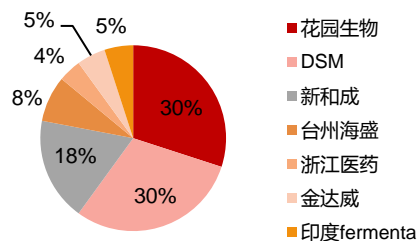
资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

图 20: VD3 价格近期大幅上行



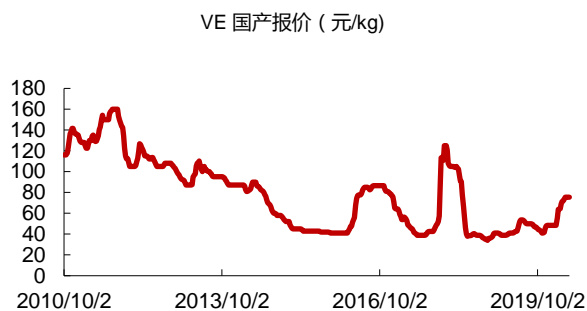
资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

图 17: 全球 VD3 产能中国占约 95%



资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

图 19: VE 价格近期大幅上行



资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

图 21: 生物素价格近期大幅上行

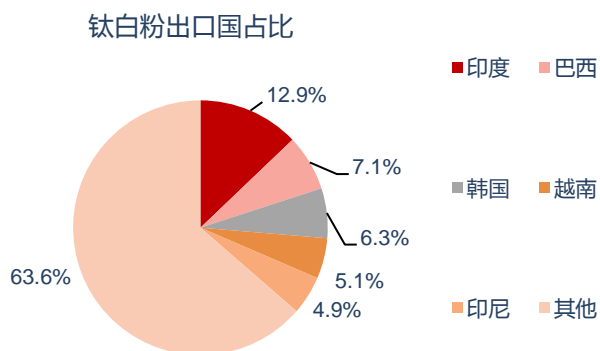


资料来源: 博亚和讯, 西部证券研发中心

关注美国、欧洲、印度出口占比较大的行业的负面影响

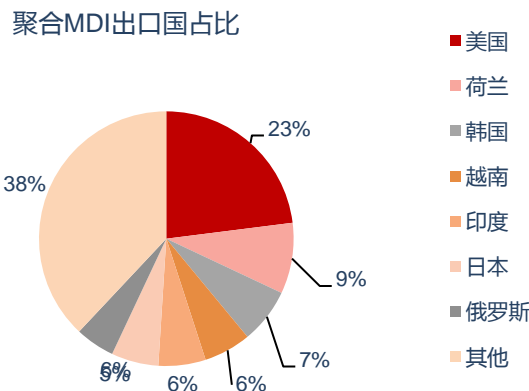
我们统计了不同子行业出口国别的情况,对美国、欧洲、印度出口占比较大的行业包括钛白粉、MDI、轮胎等,受到海外疫情影响这些子行业或将面临需求较大幅度下降的风险。

图 22: 2019 年钛白粉出口目的地中, 印度占 12.9%



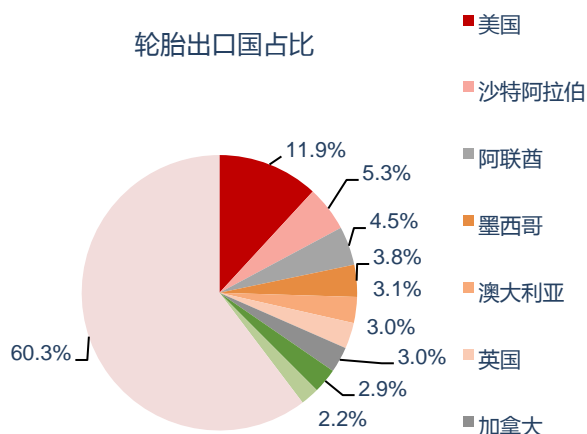
资料来源: 卓创资讯, 百川资讯, 西部证券研发中心

图 23: 2019 年聚合 MDI 出口目的地中, 印度及美国占 29%



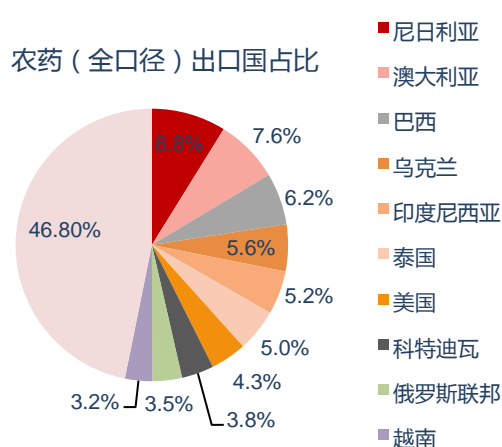
资料来源: 卓创资讯, 百川资讯, 西部证券研发中心

图 24: 2019 年轮胎出口目的地中, 美国占 11.9%



资料来源: 卓创资讯, 百川资讯, 西部证券研发中心

图 25: 2019 年农药出口目的地较分散



资料来源: 卓创资讯, 百川资讯, 西部证券研发中心

行业重点公司盈利变化情况情景模拟

利民股份

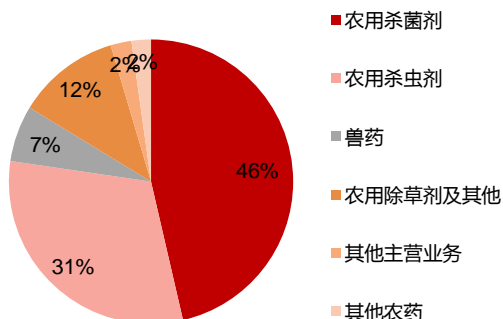
利民股份（002734.SZ）是国内最大的保护性杀菌剂-代森类杀菌剂生产企业，中国农药行业30强企业和国家高新技术企业，主要从事农药原药、制剂的研发、生产和销售。产品包括杀菌剂、杀虫剂和除草剂三大系列共12种原药、67种制剂等，公司控股子公司河北双吉产品共有5种原药和59种制剂。

2017年以来公司通过外延并购方式拓展业务版图，通过收购河北双吉巩固代森类产品龙头地位，通过收购威远股权打造生物杀虫剂龙头。利民股份目前拥有3.75万吨代森锰锌类产品产能，是国内最大、全球第三的代森类杀菌剂生产企业。印度目前是第四大农药生产国，菊酯类、代森锰锌等产品在全球的产能占比较高，其中代森锰锌产品印度产能占比高达74.6%，若印度疫情发酵则可能较大程度影响全球代森锰锌产品的供给，利于公司产品价格上行。

2019年公司实现营业收入28.33亿元，同比增长86.46%，实现归母净利润3.22亿元，同比增长56.17%。2020年一季度公司实现营收13.25亿元，同比增长234.17%，实现归母净利润1.42亿元，同比增长72.5%。

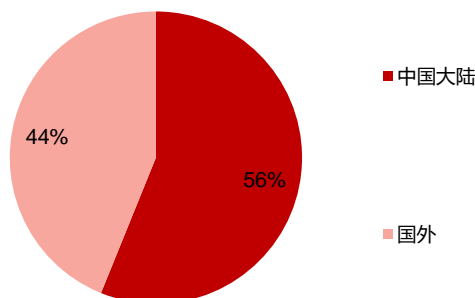
我们测算在乐观、中性、悲观三种预期下，公司Q2利润可同比增加40.8%、58.2%、76.7%（不考虑威远并表）；同比增加3.3%、16.1%、29.6%（考虑威远并表）。

图 26：利民股份 2019 年营收以农药杀菌剂为主



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 27：利民股份 2019 年海外营收占比约 44%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 3：利民股份 Q2 业绩情景模拟

| | | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|-----------|------|-------|-------|-------|
| 营收(亿元) | 本部 | 7.23 | 7.79 | 8.35 |
| | 威远 | 7.18 | 7.73 | 8.29 |
| | 合计 | 14.40 | 15.52 | 16.63 |
| 毛利(亿元) | 本部 | 1.92 | 2.11 | 2.31 |
| | 威远 | 1.29 | 1.42 | 1.56 |
| | 合计 | 3.21 | 3.53 | 3.87 |
| 净利同比 19Q2 | 同比#1 | 40.8% | 58.2% | 76.7% |
| | 同比#2 | 3.3% | 16.1% | 29.6% |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心，注：#1 不考虑子公司威远 2019 年并表；#2 考虑威远 2019 年并表

新和成

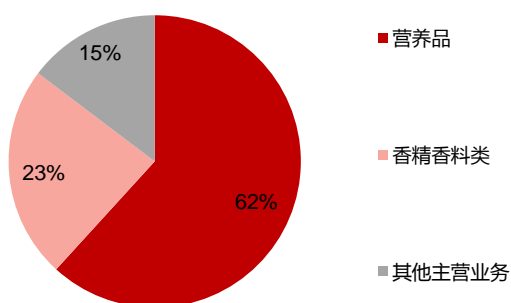
新和成 (002001.SZ) 专注于精细化工产品研发与销售, 主要产品包括维生素 A、维生素 E、生物素、虾青素、柠檬醛、聚苯硫醚 (PPS)、芳樟醇等, 目前分为营养品、香精香料、新材料、原料药及医药中间体四大经营板块。公司拥有 VA (50 万 IU) 产能 10000 吨、VE 油产能 20000 吨, 可充分受益于 VA、VE 价格上涨; 公司拥有蛋氨酸产能 5 万吨/年, 2019Q4 起逐步投产 25 万吨/年产能。同时公司在香精香料、PPS 材料、生物发酵产品、医药中间体等板块均有完善布局。公司在建将于未来三年逐步释放, 未来成长性较强。

2019 年公司实现营收 76.21 亿元(同比-12.23%), 实现归母净利 21.69 亿元(同比-29.56%)。2020 年一季度公司实现营收 26.2 亿元 (同比+42.68%), 实现归母净利 9.01 亿元 (同比+76.51%)。

公司为国际维生素巨头, 营养品 (维生素、蛋氨酸等) 占营收比重在 60% 以上; 维生素价格出现较大波动时, 公司业绩受益弹性较高。

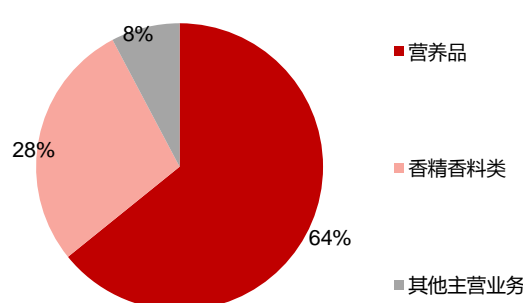
我们测算 2020Q2 维持目前产品价格水平, 则 2020Q2 利润将较 2019Q2 同比上升 147.54%; 若产品自 2020 年 5 月后回落至 Q1 价格, 则 2020Q2 利润将较 2019Q2 同比上升 72.99%。

图 28: 新和成 2019 年营收以营养品产品为主



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 29: 新和成 2019 年毛利以营养品产品为主



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

赛轮轮胎

赛轮轮胎 (601058.SH) 是国内轮胎行业头部企业, 公司在国内青岛、东营、沈阳及越南建有现代化轮胎制造工厂, 其中海外布局的越南产线运营效率稳定提升、盈利能力较强, 且可有效规避贸易壁垒, 公司全球化布局成效逐步显现。

2019-2020 年公司产能密集扩产投产, 预计越南合资工厂 240 万条/年全钢胎产能、4.6 万吨/年非公路胎 (越南工厂 1.5 万吨/年和青岛工厂 3.1 万吨/年) 产能、东营基地 700 万条/年半钢胎产能将陆续于 2019-2020 年建成, 新产能投放将带动公司利润水平再上台阶。

行业专题报告 | 化工

2019 年公司实现营业收入为 151.28 亿元（同比+10.55%），实现归母净利润 11.95 亿元（同比+78.88%）。2020 年一季度公司实现营收 32.36 亿元（同比-3.9%），实现归母净利润 2.72 亿元（同比+47.67%）。

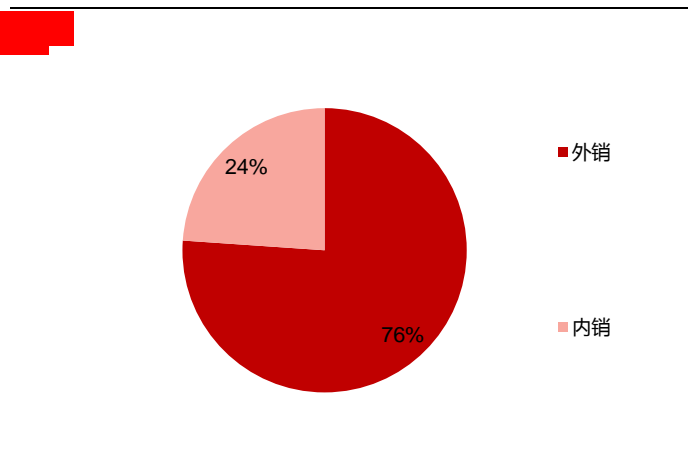
我们测算在乐观、中性、悲观三种预期下，公司 Q2 利润将同比变化+4%、-37.9%、-79.8%。

图 30：赛轮轮胎产能分布于中国及越南

| 项目 | 设计产能 | 实际达产 |
|-----------|-------------------------------|-----------|
| 青岛工厂全钢 | 260 万条/年 | 260 万条/年 |
| 青岛工厂半钢 | 1000 万条/年 | 1000 万条/年 |
| 青岛工厂非公路轮胎 | 6 万吨/年 | 2.9 万吨/年 |
| 东营工厂半钢 | 一期：1200 万条/年； 二期：1500 万条/年 | 2000 万条/年 |
| 沈阳工厂全钢 | 180 万条/年 | 180 万条/年 |
| 越南工厂半钢 | 1000 万条/年 | 1000 万条/年 |
| 越南工厂全钢 | 120 万条/年 | 120 万条/年 |
| 越南工厂非公路轮胎 | 5 万吨/年 | 3.5 万吨/年 |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 31：赛轮轮胎 2019 年外销营收占比 76%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 4：赛轮轮胎 Q2 业绩情景模拟

| | | 悲观 | 中性 | 乐观 | 备注 |
|------|----------|--------|--------|--------|-----------|
| 越南工厂 | 销量变化 | -50% | -30% | -10% | |
| | 营收变化（亿元） | -4.725 | -2.835 | -0.945 | |
| | 毛利变化（亿元） | -1.153 | -0.692 | -0.231 | |
| | 折旧影响（亿元） | -0.214 | -0.129 | -0.043 | 设备空转 折旧亏损 |
| | 运费变化（亿元） | -0.088 | -0.053 | -0.018 | 销量减少 运费减少 |
| 国内出口 | 销量变化 | -50% | -30% | -10% | |
| | 营收变化（亿元） | -8.306 | -4.983 | -1.661 | |
| | 毛利变化（亿元） | -2.347 | -1.408 | -0.469 | |
| | 折旧影响（亿元） | -0.358 | -0.215 | -0.072 | 设备空转 折旧亏损 |
| | 运费变化（亿元） | -0.155 | -0.093 | -0.031 | 销量减少 运费减少 |
| 国内内销 | 销量变化 | 30% | 30% | 30% | |
| | 营收变化（亿元） | 3.351 | 3.351 | 3.351 | |
| | 毛利变化（亿元） | 0.861 | 0.861 | 0.861 | |
| | 折旧影响（亿元） | 0.149 | 0.149 | 0.149 | |
| | 运费变化（亿元） | 0.062 | 0.062 | 0.062 | |
| 合计 | 毛利同比 | -26.7% | -12.6% | 1.6% | |
| | 净利同比 | -79.8% | -37.9% | 4.0% | |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

玲珑轮胎

玲珑轮胎 (601966.SH) 为国内轮胎行业领先企业, 在配套市场具备一定优势, 主要产品分为全钢子午线轮胎、半钢子午线轮胎和斜交胎, 公司成功进入奥迪、大众、通用、福特等世界知名汽车企业的全球供应商体系, 为国内外 60 多家汽车厂提供配套服务。

近年来公司海外产能陆续投产, 公司产品的品牌影响力和净利率不断提升, 2019 年公司净利率达到 9.71% (YoY +1.99 pct)。预计伴随公司在配套市场逐步发力以及不断的产能扩张, 公司将依靠优秀的产品品质和强大的成本管控逐步实现进口替代, 长期成长空间较大。

公司 2019 年全年累计生产轮胎 6,194.7 万条, 同比增长 12.17%; 累计销售 5,899.48 万条, 同比增长 10.37%。2019 年公司实现营收 171.6 亿元, 同比增长 12.17%, 实现归母净利润 16.7 亿元, 同比增长 41.20%。2020 年一季度公司实现营收 35.82 亿元 (同比-11.22%), 实现归母净利 3.72 亿元 (同比+30.46%)。

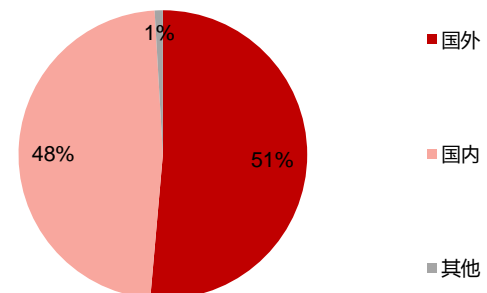
我们测算在乐观、中性、悲观三种预期下, 公司 Q2 利润将同比变化+13.1%、-13.9%、-40.8%。

图 32: 玲珑轮胎产能分布于中国及泰国

| 项目 | 设计产能 (万条/年) | 实际达产 (万条/年) |
|------|-------------|-------------|
| 招远半钢 | 3000 | 2800 |
| 招远全钢 | 510 | 500 |
| 招远斜交 | 100 | 100 |
| 德州半钢 | 1000 | 350 |
| 德州全钢 | 200 | 220 |
| 泰国半钢 | 1500 | 1300 |
| 泰国全钢 | 180 | 145 |
| 广西半钢 | 1000 | 1000 |
| 广西全钢 | 100 | 30 |
| 湖北半钢 | 1200 | |
| 湖北全钢 | 240 | |

资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

图 33: 2019 年玲珑轮胎出口及海外销售占比 52%



资料来源: 公司公告, 西部证券研发中心

表 5: 玲珑轮胎 Q2 业绩情景模拟

| | | 悲观 | 中性 | 乐观 | 备注 |
|------|-----------|-------|-------|-------|-----------|
| 泰国工厂 | 销量变化 | -50% | -30% | -10% | |
| | 营收变化 (亿元) | -6.03 | -3.62 | -1.21 | |
| | 毛利变化 (亿元) | -1.59 | -0.95 | -0.32 | |
| | 折旧影响 (亿元) | -0.27 | -0.16 | -0.05 | 设备空转 折旧亏损 |
| | 运费变化 (亿元) | -0.18 | -0.11 | -0.04 | 销量减少 运费减少 |
| 国内出口 | 销量变化 | -50% | -30% | -10% | |
| | 营收变化 (亿元) | -6.30 | -3.78 | -1.26 | |
| | 毛利变化 (亿元) | -1.41 | -0.85 | -0.28 | |
| | 折旧影响 (亿元) | -0.29 | -0.18 | -0.06 | 设备空转 折旧亏损 |
| | 运费变化 (亿元) | -0.19 | -0.11 | -0.04 | 销量减少 运费减少 |
| 国内内销 | 销量变化 | 30% | 30% | 30% | |
| | 营收变化 (亿元) | 5.29 | 5.29 | 5.29 | |
| | 毛利变化 (亿元) | 1.29 | 1.29 | 1.29 | |
| | 折旧影响 (亿元) | 0.24 | 0.24 | 0.24 | |

| | | | | |
|----|-----------|--------|--------|-------|
| | 运费变化 (亿元) | 0.16 | 0.16 | 0.16 |
| 合计 | 毛利变化 (亿元) | -1.71 | -0.51 | 0.69 |
| | 毛利同比 19Q2 | -15.2% | -4.5% | 6.2% |
| | 净利同比 19Q2 | -40.8% | -13.9% | 13.1% |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

扬农化工

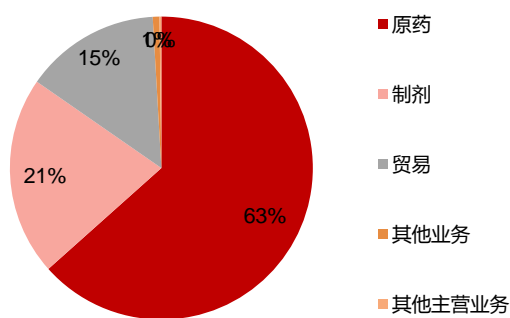
扬农化工 (600486.SH) 为全球菊酯龙头企业，公司主营业务为农药产品的生产、销售，产品主要分为杀虫剂、除草剂和杀菌剂。公司是国内仿生农药行业规模最大的企业，除虫菊酯农药的产量和营业收入一直名列全国同类农药行业第一，2018 中国农药出口前 10 强。2019 年公司完成对中化作物与沈阳农研院的收购，未来有望成为中化企业农药研发、生产及销售管理的核心平台，为两化整合下最大受益者之一。

2020 年 3 月，公司控股股东股权变更完成工商变更登记，公司如东三期项目有望年内投产贡献业绩增量，同时公司如东四期积极推进，逐步打开未来成长空间。与此同时，在当前全球经济增长的不确定性增强之时，农化需求相对较为刚性，农化行业将会体现较强的防守属性，公司作为国内农药行业的龙头企业，业绩长期增长的确定性不断凸显。

2019 年公司实现营收 87.01 亿元 (同比+1.38%)，实现归母净利 11.7 亿元 (同比+19.4%)。2020 年一季度公司实现营收 31.57 亿元 (同比+15.09%)，实现归母净利 4.46 亿元 (同比+0.38%)。

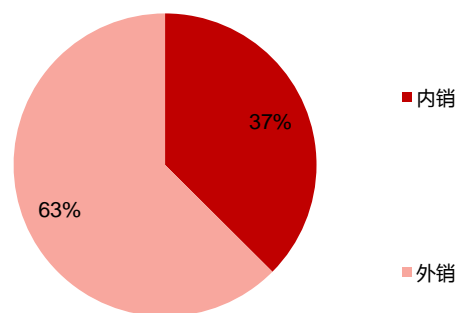
我们测算在乐观、中性、悲观三种预期下，公司 Q2 利润将同比变化+9.9%、-3.7%、-16.1% (模拟中化资产并表)。

图 34：扬农化工 2019 营收以农药原药为主



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 35：扬农化工 2019 年海外营收占比约 63%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 6：扬农化工 Q2 业绩情景模拟

| 扬农 Q2 情景假设 | 悲观 | 中性 | 乐观 |
|--------------|--------|-------|-------|
| 本部 | 11.96 | 13.24 | 14.52 |
| 营收 (亿元) 并购业务 | 13.84 | 15.11 | 16.38 |
| 合计 | 25.79 | 28.35 | 30.90 |
| 净利同比 19 Q2 | -16.1% | -3.7% | 9.9% |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

万华化学

万华化学(600309.SH)为国内化工龙头企业,近几年公司不断加快生产基地建设及全球化发展布局,国内宁波、烟台、珠海基地不断扩能优化,福建基地、眉山基地已正式启动;海外欧洲BC公司一体化配套能力逐步提升。产品方面,公司聚氨酯系列MDI扩产项目有序进行,进一步巩固全球MDI龙头地位;石化系列大乙烯项目平稳推进,未来公司产业链布局及原料保障能力进一步增强;精细化学品及新材料系列,近年来公司投入了大量的研发和营销力量进行技术和市场开发,2019年相关产品均跻身行业前列,公司将持续发挥技术创新优势,进一步向TDI加合物、MIBK等领域进行拓展。伴随产品线不断丰富,公司逐步成长为高端化工产品的综合供应商,未来公司将继续发挥自身的规模、技术、管理优势,逐步打造成为全球化运营的一流化工新材料公司。

公司在建项目有序推进,业绩增长有保障。2020年PC二期13万吨/年项目预计于6月份完工,100万吨/年乙烯项目预计4季度完工,2019年眉山基地25万吨/年高性能改性树脂项目顺利开工,未来将成为乙烯项目聚烯烃产品和PC树脂向下游延伸的重要支撑。

2019年公司实现销售收入680.51亿元,同比下降6.57%;实现归属于上市公司股东的净利润101.30亿元,同比下降34.92%;每股收益3.23元。2020年一季度公司实现营收153.43亿元(同比-3.82%),实现归母净利13.77亿元(同比-50.74%)。

图 36: 万华化学 2019 年主营以聚氨酯系列产品为主

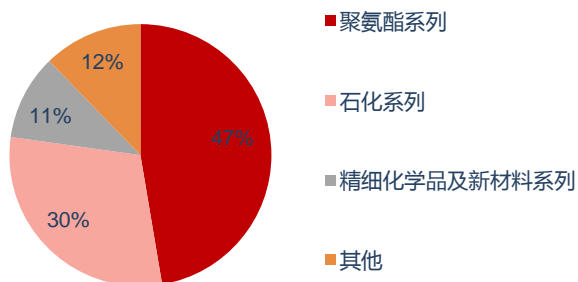
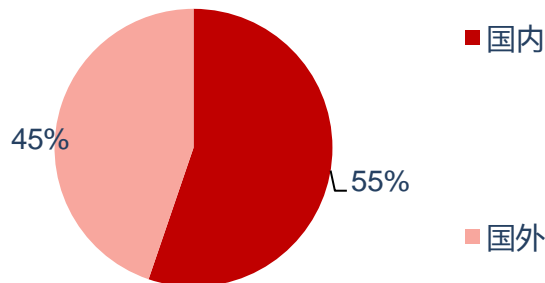


图 37: 万华化学 2019 年境外营收占比 45%



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

假设 Q2 国内 MDI 市场有所回暖,公司单季度 MDI 国内销量同比增长 15%;海外业务按照乐观/中性/悲观假设 MDI 销量下滑 10%、30%、50%,则公司 Q2 单季净利润分别同比下滑 53%、62%、72%。

表 7: 万华化学 Q2 业绩情景模拟

| 假设 Q2 海外营收同比下滑 | 乐观 | 中性 | 悲观 |
|----------------|--------|--------|--------|
| 假设 MDI 销量(万吨) | 48.59 | 44.37 | 40.16 |
| 营收(亿元) | 50.83 | 46.42 | 42.01 |
| 毛利变化(亿元) | -17.37 | -20.22 | -23.07 |
| 折旧影响(亿元) | 0.13 | -0.18 | -0.50 |
| 净利同比 19Q2 | -53% | -62% | -72% |

资料来源:公司公告,西部证券研发中心

龙蟒佰利

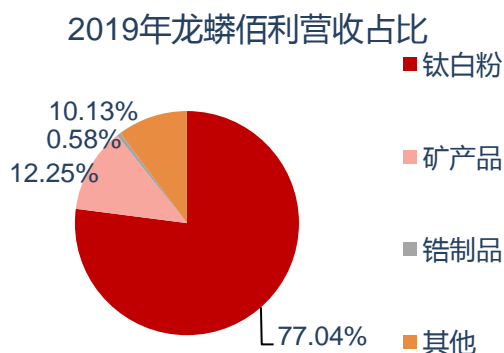
龙蟒佰利 (002601.SZ) 目前拥有钛白粉产能 95 万吨 (含在建), 拥有四省五地六大生产基地及“钛矿-高钛渣-钛白粉-海绵钛”全链条的加工及配套能力, 为国内钛资源深加工翘楚。公司兼具资源、技术及产业链整合优势, 可自备 80%以上硫酸法用钛矿, 未来有望完全自备氯化法原料。公司为国内首个突破 10 万吨/年产能大型氯化法的企业, 综合现金成本优化全球领先, 50%以上产品面向出口市场并进入海外主流涂料客户供应链。

未来 3 年时间内, 公司钛白粉产能预计将扩至 120 万吨水平 (预计包含 60 万吨氯化法产能), 纵向将迎来焦作及新立各 20 万吨/年氯化钛白项目、攀西 50 万吨/年钛精矿升级转化项目等多个新项目达产。公司有望成为全球第二大钛白粉企业、全国最大的海绵钛企业、全国主要的锆加工企业, 并拥有完整的原料配套及深加工能力, 长期成长空间较大。

2019 年公司实现营业收入 113.59 亿元 (同比+8.79%), 实现归母净利润 25.94 亿元 (同比+13.49%)。2020 年一季度公司实现营收 37.03 亿元 (同比+32.82%), 实现归母净利润 9.01 亿元 (同比+44.68%)。

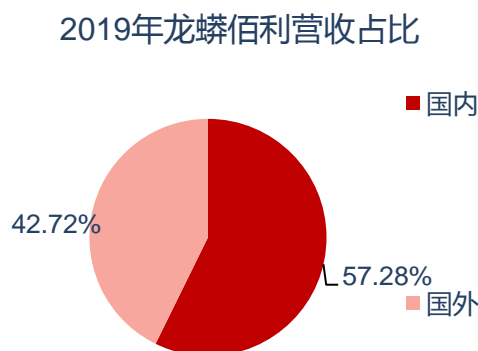
我们测算在乐观、中性、悲观三种预期下, 公司 Q2 利润将同比变化+0.5%、-27.7%、-53.6%。

图 38: 龙蟒佰利 2019 年营收以钛白粉产品为主



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 39: 龙蟒佰利 2019 年国外营收占比 42.72%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 8: 龙蟒佰利 Q2 业绩情景模拟

| | 悲观(海外销量下滑 35%) | | | 中性(海外销量下滑 25%) | | | 乐观(海外销量下滑 15%) | | |
|-----------|----------------|-------|--------|----------------|-------|--------|----------------|-------|-------|
| | 国内 | 海外 | 合计 | 国内 | 海外 | 合计 | 国内 | 海外 | 合计 |
| 销量 (万吨) | 9.71 | 5.88 | 15.58 | 9.71 | 6.78 | 16.49 | 9.71 | 7.69 | 17.39 |
| 均价 (元/吨) | 11141 | 11141 | 11141 | 12141 | 12141 | 12141 | 13141 | 13141 | 13141 |
| 营收 (亿元) | 10.81 | 6.55 | 17.36 | 11.78 | 8.24 | 20.02 | 12.75 | 10.10 | 22.86 |
| 毛利 (亿元) | | | 9.21 | | | 11.15 | | | 13.28 |
| 毛利同比 19Q2 | | | 3.00 | | | 4.68 | | | 6.51 |
| 净利同比 19Q2 | | | -53.6% | | | -27.7% | | | 0.5% |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

万润股份

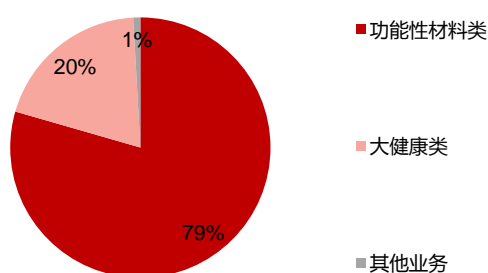
万润股份（002643.SZ）拥有以管理层领头的专业技术研发团队，凭借较强的科研实力在国内较早发展了显示材料、环保材料及大健康业务，并与高端客户保持了稳定的合作关系，同时在钙钛矿太阳能电池、锂电材料、PI 材料、OLED 等领域布局了上百项专利，支撑公司不断成长为国内新材料领先企业。

伴随汽车排放标准的提升，全球沸石分子筛需求将不断增加，尤其我国国六标准执行后，国内汽车尾气排放用沸石分子筛需求空间得以释放，公司 7000 吨环保材料建设项目于 2018 年启动，预计将于 2021 年建成并逐步投产，公司将享受环保要求升级带来的市场红利。与此同时近年来全球 OLED 终端需求不断拓展，根据 DSCC 预测 OLED 材料市场规模将从 2018 年 1037 百万美元扩大至 2023 年 2280 百万美元，CAGR5 为 17%。2020-2021 年国内计划投产 OLED 产线较多，产线密集投产将带动 OLED 上游材料需求提升。公司较早布局了 OLED 相关业务，2010 年收购了九目化学生产 OLED 中间体及升华前材料，2013 年在无锡设立江苏三月光电研发成品材料，且九目化学将在烟台化学工业园内建设搬迁扩产项目，预计公司将享受此轮 OLED 需求提升带来的红利。

2019 年公司实现营业总收入 28.70 亿元（同比+9.06%），实现归母净利润 5.07 亿元（同比+14%）。2020 年一季度公司实现营收 6.68 亿元（同比+1.01%），实现归母净利 1.24 亿元（同比+22.53%）。

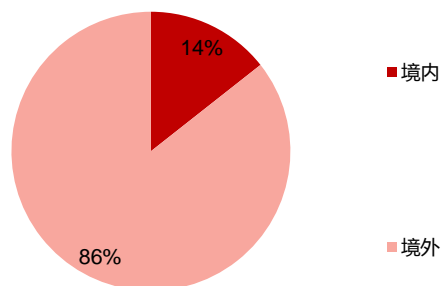
我们测算在乐观、中性、悲观三种预期下，公司 Q2 利润将同比变化-19%、-56%、-93%。

图 40：万润股份 2019 营收以功能性材料为主



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

图 41：万润股份 2019 年境外营收占比 86%



资料来源：公司公告，西部证券研发中心

表 9：万润股份 Q2 业绩情景模拟

| | 乐观 | 中性 | 悲观 |
|----------------|------|------|------|
| 假设 Q2 海外营收同比下滑 | 10% | 30% | 50% |
| 营收下降（亿元） | 0.54 | 1.62 | 2.70 |
| 直接毛利下降（亿元） | 0.24 | 0.71 | 1.18 |
| 折旧亏损（亿元） | 0.04 | 0.12 | 0.21 |
| 净利同比 19 Q2 | -19% | -56% | -93% |

资料来源：公司公告，西部证券研发中心

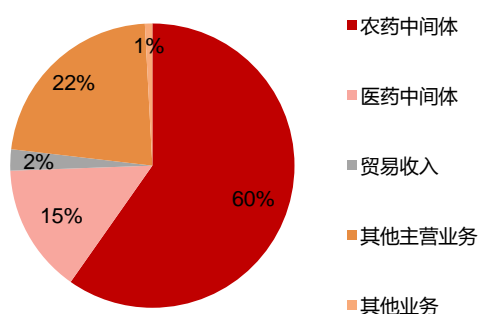
联化科技

联化科技(002250.SZ)是国内 CMO 龙头企业,全球前 5 大农药公司均为公司客户,截止 2018 年底,公司拥有国内专利 52 项、欧洲专利 3 项、美国专利 3 项。公司目前有浙江台州、盐城响水、山东德州、湖北荆州、辽宁阜新、英国五个生产基地。受响水园区爆炸影响,公司部分农药、医药中间体生产受阻,子公司江苏联化、盐城联化停产,公司及时调整订单以对冲影响。

长期来看,伴随国际农化巨头加快整合,将会对中间体企业的配套能力提出更高的要求,公司作为 CMO 龙头企业将获取更高的市场份额。未来伴随台州联化、临海联化两个基地产能逐步建成投产,公司有望受益于产能提升。

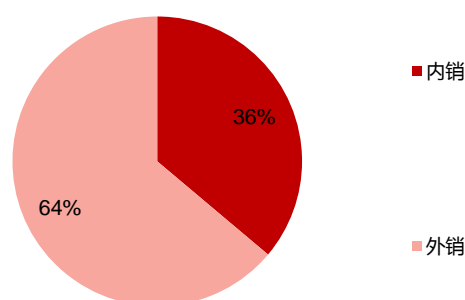
2019 年公司实现营收 42.84 亿元(同比+4.12%),实现归母净利 1.44 亿元(同比+284.36%)实现扭亏为盈,其中实现扣非归母净利润 1.65 亿元(同比上升 42.25%)。2020 年一季报公司实现营收 6.83 亿元(同比-45.99%),实现归母净利-0.37 亿元(同比-124.21%)。

图 42: 联化科技 2019 年营收以农药中间体为主



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

图 43: 联化科技 2019 年外销营收占比 64%



资料来源:公司公告,西部证券研发中心

公司 2018-2020 年来合作的重要客户包括 BASF、Bayer、DOW、FMC、杜邦、先正达等,产品涵盖重要中间体、农药原研药等定制研发。由于 2019 年公司响水产能受损,部分客户将订单转移至印度 CMO 企业。印度企业若无法正常生产,公司有望受益于回流订单。

我们测算在乐观(海外订单+20%)、中性(海外订单较 Q1 持平)、悲观(海外订单-20%)三种预期下,公司 Q2 利润将同比变化+13.5%、0%、-11.9%。

投资建议

农化板块

我们认为农化板块在需求偏刚性的前提下，国内供给的较早恢复有利于国内企业抢占市场份额。农业农村部表示全年需加大对草地贪夜蛾、非洲蝗虫及小麦锈病的防治，我们预计国内农化板块整体需求将保持向好。同时印度是全球第四大农化生产国、也是仿制药生产大国，部分品种印度产能占比较高，近期印度在全国范围内实施“封城停工”措施并延长全国范围内实施封锁隔离时间，5月1日宣布措施延长至5月17日。印度产能收缩将有利于国内农化及医药及农药中间体生产企业，相关受益品种包括代森锰锌、菊酯（原料醚醛）、草铵膦及麦草畏等。建议关注产品价格底部，同时在未来两年有增量贡献的农药公司：利民股份、扬农化工、中旗股份、长青股份等。

维生素板块

我们认为维生素需求偏刚性，主要品种如VD3、VH（生物素）、VA、VK3、VE等饲料需求占比均在60%以上，中长期看伴随人口增长及生活品质提升，全社会对动物蛋白的消费为刚性需求。短期来看，养殖及饲料企业均以连续生产为主，疫情催生了其对供应链的担忧，进而引发了全球范围内对维生素的补库需求。维生素供应端各品种均呈现寡头垄断，供给因素影响较大。因欧洲地区疫情及印度“封城停工”措施，海外部分维生素产能或降负运行。具体工厂的包括瑞士帝斯曼（相关品种VA、VE、VD3），德国巴斯夫（相关品种VA、VE），印度fermenta（相关品种VD3）。维生素价格弹性大，国内企业可充分享受业绩弹性。目前主要维生素产品在供应收缩预期以及恐慌备货影响下均现涨价，历史上维生素价格有极高弹性，后续伴随欧洲地区疫情防控，价格或有进一步上行。建议关注国内维生素龙头企业新和成。

风险提示

- 1、 疫情持续时间超预期
- 2、 油价继续大幅下跌
- 3、 全球贸易环境恶化

附：海外营收变化对相关上市公司净利敏感性测算

由于 2020 年 1-2 月海外疫情影响处初步阶段，对全球制造业影响尚未显现；考虑到目前海外疫情或将持续一段时间，我们以相关上市公司全年海外营收变化 20%作为假设条件测算了净利变化的敏感性。农化、食品及日用相关品、医药农药中间体板块有望受益于海外产能收缩，在海外营收增加 20%的情况下，相关上市公司净利增厚 4%~20%不等（以 2019 年为基准）。

表 10：农化、食品及日用相关品、医药农药中间体板块有望受益于海外产能收缩

| 公司 | 海外业务营收占比 | 2019 年海外业务收入 (百万元) | 2019 年营业总收入 (百万元) | 若海外营收变化 20% 总净利变化幅度 |
|------------------------|----------|-----------------------|----------------------|------------------------|
| 农药、化肥（正面影响） | | | | |
| 安道麦 A | 100% | 27563 | 27563 | 20% |
| 安道麦 B | 100% | 27563 | 27563 | 20% |
| 扬农化工 | 62% | 5380 | 8701 | 12% |
| 富邦股份 | 51% | 299 | 582 | 10% |
| 百傲化学 | 45% | 394 | 872 | 9% |
| 中旗股份 | 44% | 697 | 1569 | 9% |
| 利民股份 | 44% | 1243 | 2833 | 9% |
| 苏利股份 | 43% | 771 | 1813 | 9% |
| 湖南海利 | 39% | 830 | 2149 | 8% |
| 华邦健康 | 37% | 3773 | 10091 | 7% |
| 川恒股份 | 36% | 621 | 1749 | 7% |
| 利尔化学 | 35% | 1474 | 4164 | 7% |
| *ST 大化 B | 35% | 39 | 111 | 7% |
| 江山股份 | 35% | 1678 | 4781 | 7% |
| 云天化 | 33% | 17578 | 53976 | 7% |
| 澄星股份 | 30% | 980 | 3310 | 6% |
| 新农股份 | 25% | 276 | 1086 | 5% |
| 丰山集团 | 23% | 199 | 866 | 5% |
| 兴发集团 | 23% | 4116 | 18039 | 5% |
| ST 南风 | 22% | 263 | 1215 | 4% |
| 医药/农药中间体（正面影响） | | | | |
| 联化科技 | 63% | 2700 | 4284 | 13% |
| 建新股份 | 62% | 578 | 925 | 12% |
| *ST 蓝丰 | 56% | 842 | 1504 | 11% |
| 贝斯美 | 43% | 213 | 494 | 9% |
| 食品、日化相关产品（正面影响） | | | | |
| 安迪苏 | 87% | 9644 | 11135 | 17% |
| 兄弟科技 | 45% | 564 | 1258 | 9% |
| 川金诺 | 34% | 378 | 1126 | 7% |
| 青松股份 | 30% | 867 | 2908 | 6% |
| 金禾实业 | 25% | 994 | 3972 | 5% |
| 御家汇 | 23% | 544 | 2412 | 5% |

资料来源：wind，公司公告，西部证券研发中心

行业专题报告 | 化工

在测算预期受到海外疫情负面及中性影响的板块时，由于制造业特性，我们需额外考虑在订单减少、设备空转的情况下，折旧费用对企业净利润的侵蚀情况。

表 11：汽车配套、纺织原料、地产建筑原料、新材料产品或受海外营收负面影响

| 公司 | 海外业务营收占比 | 2019 年海外业务收入 (百万元) | 2019 年营业总收入 (百万元) | 若海外营收变化 20% 净利变化幅度 | 若海外营收变化 20% 净利润变化 (考虑折旧及税收) |
|---------------------------|----------|-----------------------|----------------------|-----------------------|--------------------------------|
| 汽车配套 (负面影响) | | | | | |
| 三角轮胎 | 55% | 4352 | 7941 | -11% | -22% |
| 玲珑轮胎 | 51% | 8821 | 17164 | -10% | -25% |
| S 佳通 | 47% | 1440 | 3070 | -9% | -25% |
| 星源材质 | 39% | 232 | 600 | -8% | -17% |
| 风神股份 | 37% | 2162 | 5914 | -7% | -40% |
| 当升科技 | 24% | 543 | 2284 | -5% | 8% |
| 石大胜华 | 21% | 974 | 4643 | -4% | -8% |
| 新宙邦 | 21% | 485 | 2325 | -4% | -9% |
| 纺织原料 (负面影响) | | | | | |
| 海利得 | 64% | 2574 | 4014 | -13% | -27% |
| 恒天海龙 | 50% | 399 | 791 | -10% | -67% |
| 浙江龙盛 | 42% | 8978 | 21365 | -8% | -11% |
| *ST 尤夫 | 41% | 1256 | 3084 | -8% | -63% |
| 吉林化纤 | 37% | 988 | 2691 | -7% | -51% |
| 同大股份 | 35% | 158 | 456 | -7% | -15% |
| 安利股份 | 31% | 525 | 1695 | -6% | -27% |
| 新乡化纤 | 27% | 1284 | 4804 | -5% | -35% |
| 百合花 | 23% | 455 | 1981 | -5% | -8% |
| 吉华集团 | 23% | 599 | 2634 | -5% | -7% |
| 地产建筑原料 (负面影响) | | | | | |
| 赛特新材 | 64% | 258 | 401 | -13% | -24% |
| 山东赫达 | 48% | 533 | 1113 | -10% | -19% |
| 万华化学 | 44% | 30117 | 68051 | -9% | -14% |
| 三美股份 | 44% | 1721 | 3935 | -9% | -12% |
| 龙蟒佰利 | 42% | 4852 | 11420 | -8% | -13% |
| 中国巨石 | 42% | 4380 | 10493 | -8% | -16% |
| 中核钛白 | 38% | 1294 | 3377 | -8% | -17% |
| 红宝丽 | 33% | 785 | 2383 | -7% | -30% |
| 长海股份 | 24% | 535 | 2210 | -5% | -9% |
| 安纳达 | 20% | 207 | 1038 | -4% | -16% |
| 新材料及催化剂、助剂等 (负面影响) | | | | | |
| 万润股份 | 86% | 2457 | 2870 | -17% | -33% |
| 先锋新材 | 80% | 360 | 450 | -16% | -55% |
| 卓越新能 | 79% | 1019 | 1295 | -16% | -15% |
| 雅克科技 | 64% | 1178 | 1832 | -13% | -23% |
| 时代新材 | 62% | 6923 | 11246 | -12% | -894% |
| 艾艾精工 | 59% | 115 | 194 | -12% | -23% |

行业专题报告 | 化工

| | | | | | |
|------|-----|------|------|------|------|
| 醋化股份 | 51% | 1149 | 2258 | -10% | -18% |
| 久日新材 | 50% | 665 | 1335 | -10% | -16% |
| 利安隆 | 43% | 860 | 1978 | -9% | -16% |
| 强力新材 | 43% | 367 | 864 | -9% | -16% |
| 阿科力 | 41% | 208 | 505 | -8% | -17% |
| 光威复材 | 40% | 685 | 1715 | -8% | -10% |
| 美思德 | 38% | 127 | 339 | -8% | -11% |
| 阳谷华泰 | 37% | 754 | 2014 | -7% | -16% |
| 嘉澳环保 | 37% | 458 | 1254 | -7% | -18% |
| 元利科技 | 35% | 406 | 1167 | -7% | -13% |
| 双一科技 | 34% | 285 | 828 | -7% | -12% |
| 濮阳惠成 | 33% | 227 | 680 | -7% | -10% |
| 扬帆新材 | 33% | 169 | 512 | -7% | -11% |
| 新化股份 | 29% | 507 | 1718 | -6% | -16% |
| 再升科技 | 27% | 336 | 1252 | -5% | -11% |
| 国瓷材料 | 24% | 525 | 2153 | -5% | -7% |
| 三孚股份 | 23% | 271 | 1157 | -5% | -15% |
| 道明光学 | 23% | 315 | 1392 | -5% | -13% |

其他（负面影响）

| | | | | | |
|------|-----|-------|-------|------|-------|
| 天地数码 | 63% | 260 | 415 | -13% | -63% |
| 泰和科技 | 54% | 676 | 1245 | -11% | -25% |
| 纳尔股份 | 41% | 416 | 1017 | -8% | -36% |
| 横河模具 | 37% | 204 | 557 | -7% | -103% |
| 齐翔腾达 | 34% | 10220 | 30058 | -7% | -23% |
| 洪汇新材 | 31% | 169 | 538 | -6% | -13% |
| 百川股份 | 31% | 786 | 2575 | -6% | -31% |
| 双箭股份 | 21% | 319 | 1525 | -4% | -9% |

资料来源：wind，公司公告，西部证券研发中心

西部证券—行业投资评级说明

| | |
|-----|--|
| 超配: | 行业预期未来 6-12 个月内的涨幅超过大盘 (沪深 300 指数) 10%以上 |
| 中配: | 行业预期未来 6-12 个月内的波动幅度介于大盘 (沪深 300 指数) -10%到 10%之间 |
| 低配: | 行业预期未来 6-12 个月内的跌幅超过大盘 (沪深 300 指数) 10%以上 |

联系我们

联系地址: 上海市浦东新区浦东南路 500 号国家开发银行大厦 21 层
北京市朝阳区东三环中路 7 号北京财富中心写字楼 A 座 507
深圳市福田区深南大道 6008 号深圳特区报业大厦 10C

机构销售团队:

| | | | | |
|-----|----|--------|-------------|------------------------------------|
| 徐青 | 全国 | 全国销售总监 | 17701780111 | xuqing@research.xbmail.com.cn |
| 李佳 | 上海 | 资深机构销售 | 18616873177 | lijia@research.xbmail.com.cn |
| 王倚天 | 上海 | 资深机构销售 | 15601793971 | wangyitian@research.xbmail.com.cn |
| 雷蕾 | 上海 | 资深机构销售 | 13651793671 | leilei@research.xbmail.com.cn |
| 李思 | 上海 | 高级机构销售 | 13122656973 | lisi@research.xbmail.com.cn |
| 曲泓霖 | 上海 | 高级机构销售 | 15800951117 | quhonglin@research.xbmail.com.cn |
| 张璐 | 上海 | 高级机构销售 | 18521558051 | zhanglu@research.xbmail.com.cn |
| 龚泓月 | 上海 | 高级机构销售 | 15180166063 | gonghongyue@research.xbmail.com.cn |
| 丁可莎 | 上海 | 高级机构销售 | 18121342865 | dingkesha@research.xbmail.com.cn |
| 陈艺雨 | 上海 | 机构销售 | 13120961367 | chenyiyu@research.xbmail.com.cn |
| 滕哈屹 | 上海 | 机构销售 | 18842625047 | tenghanyi@research.xbmail.com.cn |
| 钱丹 | 上海 | 机构销售 | 18662826262 | qiandan@research.xbmail.com.cn |
| 倪欢 | 上海 | 机构销售 | 15201924180 | nihuan@research.xbmail.com.cn |
| 尉丽丽 | 上海 | 机构销售助理 | 18717752139 | weilili@research.xbmail.com.cn |
| 于静颖 | 上海 | 机构销售助理 | 18917509525 | yujingying@research.xbmail.com.cn |
| 陈妙 | 上海 | 机构销售助理 | 18258750681 | chenmiao@research.xbmail.com.cn |
| 范一洲 | 上海 | 机构销售助理 | 16621081020 | fanyizhou@research.xbmail.com.cn |
| 阎越 | 上海 | 机构销售助理 | 19121348206 | yanyue@@research.xbmail.com.cn |
| 程琰 | 深圳 | 区域销售总监 | 15502133621 | chengyan@research.xbmail.com.cn |
| 唐小迪 | 深圳 | 高级机构销售 | 13418584996 | tangxiaodi@research.xbmail.com.cn |
| 张帆 | 深圳 | 机构销售 | 17621641300 | zhangfan@research.xbmail.com.cn |
| 邓洁 | 深圳 | 机构销售助理 | 18899778604 | dengjie@research.xbmail.com.cn |
| 孙曼 | 深圳 | 机构销售助理 | 18516326070 | sunman@research.xbmail.com.cn |
| 滕雪竹 | 深圳 | 机构销售助理 | 18340820535 | tengxuezhu@research.xbmail.com.cn |
| 李文 | 广州 | 机构销售 | 18928938378 | liwen@research.xbmail.com.cn |
| 李梦含 | 北京 | 区域销售总监 | 15120007024 | limenghan@research.xbmail.com.cn |
| 高飞 | 北京 | 高级机构销售 | 15120002898 | gaofei@research.xbmail.com.cn |
| 王晓驰 | 北京 | 高级机构销售 | 18519059616 | wangxiaochi@research.xbmail.com.cn |
| 袁盼峰 | 北京 | 高级机构销售 | 18611362059 | yuanpanfeng@research.xbmail.com.cn |
| 刘文清 | 北京 | 机构销售助理 | 13262708812 | liuwenqing@research.xbmail.com.cn |
| 滕飞 | 北京 | 机构销售助理 | 15010106246 | tengfei@research.xbmail.com.cn |

魏彤 北京 机构销售助理 13120078585 weitong@research.xbmail.com.cn

免责声明

本报告由西部证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供西部证券股份有限公司（以下简称“本公司”）机构客户使用。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非收件人（或收到的电子邮件含错误信息），请立即通知发件人，及时删除该邮件及所附报告并予以保密。发送本报告的电子邮件可能含有保密信息、版权专有信息或私人信息，未经授权者请勿针对邮件内容进行任何更改或以任何方式传播、复制、转发或以其他任何形式使用，发件人保留与该邮件相关的一切权利。同时本公司无法保证互联网传送本报告的及时、安全、无遗漏、无错误或无病毒，敬请谅解。

本报告基于已公开的信息编制，但本公司对该等信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证。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，该等意见、评估及预测在出具日后无需通知即可随时更改。在不同时期，本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。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。本公司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，但本报告所载的观点、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。客户不应以本报告取代其独立判断或根据本报告做出决策。该等观点、建议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客户私人投资建议。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，必要时应就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

在法律许可的情况下，本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，投资者应当考虑到本公司及/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。对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“西部证券研究发展中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经西部证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91610000719782242D。