

新材料多点开花，周期别样风采

——2016年下半年基础化工行业投资策略

证券分析师：

李辉：A0230515080005

宋涛：A0230516070001

马昕晔：A0230511090002

研究支持：陈俊杰

2016.7.22



共享N次方 Sharing the N-th Power of Research
申万宏源·2016年度投资策略暨上市公司交流会

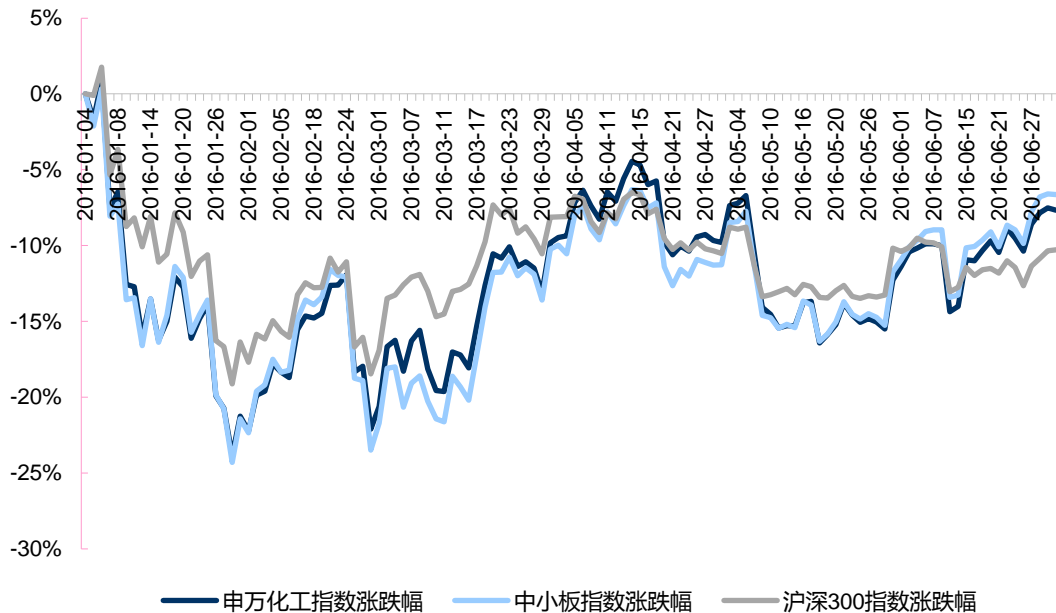
2016 Shenwan Hongyuan Investment Strategy Conference
and Corporate Access Day

主要内容

1. 16年上半年行业回顾：
2. 供给格局向好，看好粘胶、维生素、MDI行业
3. 需求复苏，看好玻纤、安赛蜜、麦草畏行业
4. 锂电材料看好三元和隔膜龙头
5. 电子化学品国产化时代来临
6. OLED、石墨烯应用放量在即
7. 投资策略

1.1 16年1-6月回顾：化工指数跑赢中小板及沪深300指数

- 16年1-6月化工指数跑赢沪深1.41个百分点；跑赢中小板指2.85个百分点
- 16年1-6月表现较好的子行业包括：磷化工及磷酸盐（+15%）、涂料油漆油墨制造（+2%）、改性塑料（-7%）、其他橡胶制品（-9%）、无机盐（-10%）；较差的子行业包括：磷肥（-70%）、复合肥（-45%）、玻纤（-43%）、其他塑料制品（-35%）、农药（-34%）。



资料来源：申万宏源研究 Wind

1.2 16年1-6月回顾：新能源汽车、锂电材料、电子化学品等新材料公司超额收益明显

- **基础化工：新能源汽车销量不断创新高，原材料碳酸锂、六氟磷酸锂价格大幅上涨，进口替代、芯片国产化趋势、兼并重组拓展产业链带动国内电子化学品企业需求，业绩持续高增长是取得超额收益的主要原因**
 - ✓ 转型布局新能源汽车
 - ✓ 锂电材料：三元正极、隔膜、电解液
 - ✓ 电子化学品：内生增长+外延并购

化工行业1H2016涨幅top20 (除次新股)

公司	涨跌幅 (%)	解读	公司	涨跌幅 (%)	解读
天赐材料	111.27	锂电材料	霞客环保	35.88	清洁热点，能源互联网
雅克科技	100.38	转型电子化学品	上海新阳	28.67	
濮阳惠成	86.25	布局医药	佰利联	26.66	供给侧改革钛白粉涨价
道氏技术	82.57	布局石墨烯、锂电池	万润股份	25.42	OLED材料
当升科技	70.26	锂电池材料，三元正极	金禾实业	25.28	供给收缩，安赛蜜价格上涨
银禧科技	69.08	布局CNC精密金属机构件	三聚环保	24.00	能源净化业务
浙江金科	59.69	转型娱乐	中核钛白	23.53	供给侧改革钛白粉涨价
沧州明珠	47.60	锂电材料隔膜龙头，BOPA复苏	彩虹精化	23.01	充电桩，无人驾驶概念
国恩股份	42.61	布局医疗	再升科技	18.26	进军液体过滤市场
多氟多	38.85	布局新能源汽车全产业链	华锦股份	16.48	液化景气，弹性大

资料来源：申万宏源研究 Wind

1.2 16年1-6月回顾：新股数量不多，涨幅大

化工行业2016年1-6月新股累计收益明显

公司	涨跌幅 (%)	上市日期
三棵树	406	2016/6/3
川金诺	322	2016/3/15
高科石化	298	2016/1/6
嘉澳环保	281	2016/4/28
井神股份	224	2015/12/31
康普顿	210	2016/4/6

1.3 模拟利润表：1Q16化工行业净利润同比环比均上涨



- 1Q16单季净利润同比环比均有所上涨
- 1Q16毛利率较15年平均水平有所提升

化工行业1Q2016净利润环比大幅上涨（剔除石油化工）

	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	同比	环比
总收入	1981	2334	2338	2361	1985	2450	2565	2426	2013	1.4%	-17.0%
营业成本	1676	1958	1975	1950	1616	1970	2073	1956	1623	0.4%	-17.0%
销售费用	75	87	94	113	89	97	106	119	88	-0.9%	-26.0%
管理费用	98	113	117	156	111	128	139	232	124	11.4%	-46.5%
财务费用	58	61	62	65	59	61	71	56	54	-8.1%	-3.7%
营业利润	70	110	94	24	95	154	144	63	105	10.7%	65.9%
净利润	59	94	83	23	78	133	119	68	92	18.8%	36.3%
毛利率	15.4%	16.1%	15.5%	17.4%	18.6%	19.6%	19.2%	19.4%	19.4%	0.8%	0.0%
销售费用率	3.8%	3.7%	4.0%	4.8%	4.5%	3.9%	4.2%	4.9%	4.4%	-0.1%	-0.5%
管理费用率	4.9%	4.8%	5.0%	6.6%	5.6%	5.2%	5.4%	9.6%	6.2%	0.6%	-3.4%
财务费用率	2.9%	2.6%	2.7%	2.8%	2.9%	2.5%	2.8%	2.3%	2.7%	-0.3%	0.4%
三费率合计	11.6%	11.2%	11.7%	14.1%	13.0%	11.7%	12.3%	16.8%	13.2%	0.2%	-3.6%
营业利润率	3.5%	4.7%	4.0%	1.0%	4.8%	6.3%	5.6%	2.6%	5.2%	0.4%	2.6%
净利润率	3.0%	4.0%	3.6%	1.0%	3.9%	5.4%	4.6%	2.8%	4.6%	0.7%	1.8%
ROE年化	5.0%	7.7%	6.5%	1.8%	5.5%	9.0%	7.5%	3.9%	5.4%		

资料来源：申万宏源研究 Wind

1.3 模拟资产负债表：行业整体负债率降至60%以下

- 16Q1资产负债率同比下降4.5个百分点，连续三个季度下降
- 16Q1存货同比环比均有所下降，周转率提升

板块整体负债率连续三个季度下降至60%以下（剔除石油化工） 单位：亿元

	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1	同比	环比
总资产	11984	12420	12956	13227	14899	15974	16212	16538	16065	7.8%	-2.9%
货币资金	1214	1343	1373	1417	1962	2525	2556	2576	2091	6.6%	-18.8%
存货	1498	1480	1534	1546	1589	1630	1641	1666	1423	-10.4%	-14.6%
流动资产	5017	5178	5366	5165	6611	7517	7440	7412	6365	-3.7%	-14.1%
固定资产	4189	4285	4427	4922	4921	4966	5097	5434	5439	10.5%	0.1%
在建工程	1402	1506	1610	1531	1586	1631	1591	1417	1354	-14.6%	-4.5%
非流动资产	6968	7242	7590	8062	8288	8457	8773	9126	9700	17.0%	6.3%
流动负债	5142	5449	5596	5739	6781	7579	7263	7009	6061	-10.6%	-13.5%
非流动负责	2052	2100	2263	2184	2431	2530	2630	2519	3148	29.5%	25.0%
股东权益	4791	4871	5098	5304	5687	5866	6320	7010	6856	20.6%	-2.2%
资产负债率	60.0%	60.8%	60.7%	59.9%	61.8%	63.3%	61.0%	57.6%	57.3%	-4.5%	-0.3%
总资产周转率(次/年)	0.66	0.75	0.72	0.71	0.53	0.61	0.63	0.59	0.50	-3.2%	-8.6%
固定资产周转率(次/年)	1.89	2.18	2.11	1.92	1.61	1.97	2.01	1.79	1.48	-13.3%	-30.5%
流动资产占比	41.9%	41.7%	41.4%	39.0%	44.4%	47.1%	45.9%	44.8%	39.6%	-4.8%	-5.2%
存货周转率(次/年)	5.3	6.3	6.1	6.1	5.0	6.0	6.3	5.8	5.7	66.2%	-16.6%
(固定资产+在建工程)环比增长	1.4%	3.6%	4.3%	6.9%	0.8%	1.4%	1.4%	2.4%	-0.9%		
(固定资产+在建工程)同比增长	18.0%	12.8%	15.1%	17.0%	16.4%	13.9%	10.8%	6.2%	4.4%		

资料来源：申万宏源研究 Wind

1.3 模拟现金流量表：“投入大于产出”

- 好的迹象：经营性现金流环比改善

经营性现金流不足以覆盖投资（剔除石油化工） 单位：亿元

	14Q1	14Q2	14Q3	14Q4	15Q1	15Q2	15Q3	15Q4	16Q1
经营性现金流	2	289	252	161	65	581	246	-59	54
投资性现金流	-236	-227	-268	-185	-240	-209	-320	-199	-436
筹资性现金流	222	67	15	-37	383	148	149	150	302
净现金流	-12	129	-1	-61	207	520	75	-108	-80

资料来源：申万宏源研究 Wind

1.4 新增产能：16年实际投产低于预期，MDI、粘胶短纤、玻纤等品种未来产能增长缓慢

基础化工主要子行业产能统计（1） 单位：万吨/年

万吨/年	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
尿素	6300	6700	7000	7300	8070	8070	8455	9000	9500
yoy		6.3%	4.5%	4.3%	10.5%	0.0%	4.8%	6.4%	5.6%
DAP	1346	1576	1668	1900	2050	1865	1920	2120	2010
yoy		17.1%	5.8%	13.9%	7.9%	-9.0%	2.9%	10.4%	-5.2%
钾肥	463	562	582	540	625	677	770	870	900
yoy		21.4%	3.6%	-7.2%	15.7%	8.3%	13.7%	13.0%	3.4%
MDI	114	144	144	174	258	302	360	349	373
yoy		26.3%	0.0%	20.8%	48.3%	17.1%	19.2%	-3.1%	6.9%
TDI	36.5	44	70	82	89	124	144	185	185
yoy		20.5%	59.1%	17.1%	8.5%	39.3%	16.1%	28.5%	0.0%
环氧丙烷	128	155	170	178	212	296	325	349	380
yoy		21.2%	10.0%	4.7%	18.8%	40.0%	9.8%	7.4%	8.9%
己二酸	56	74	74	92	151	181	200	225	243
yoy		32.1%	0.0%	24.3%	64.1%	19.9%	10.5%	12.5%	8.0%
DMF	88	101.5	103	108.5	110	115.5	124	120	125
yoy		15.3%	1.5%	5.3%	1.4%	5.0%	7.4%	-3.2%	4.2%
BDO	38	46	46	65	105	129	190	159	170
yoy		21.0%	0.0%	42.9%	61.7%	22.7%	47.3%	-16.3%	6.9%
PVC	1781	2043	2163	2341	2476	2510	2544	2694	2699
yoy		14.7%	5.9%	8.2%	5.8%	1.4%	1.4%	5.9%	0.2%

资料来源：百川资讯 申万宏源研究

1.4 新增产能：16年实际投产低于预期，MDI、粘胶短纤、玻纤等品种未来产能增长缓慢



基础化工主要子行业产能统计（2） 单位：万吨/年

万吨/年	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016E	2017E
纯碱	2400	2678	2818	2879	3100	3496	3581	3165	3100
yoy		11.6%	5.2%	2.2%	7.7%	12.8%	2.4%	-11.6%	-2.1%
涤纶长丝	1910.5	2078.5	2375	2666	2904	3132	3300	3500	3700
yoy		8.8%	14.3%	12.3%	8.9%	7.9%	5.4%	6.1%	5.7%
粘胶短纤	197	211	290	318	338	358	373	365	360
yoy		7.1%	37.4%	9.7%	6.3%	5.9%	4.2%	-2.1%	-1.4%
氨纶	36.7	39.1	45.83	49.88	50.83	53.98	59.88	63.78	66
yoy		6.5%	17.2%	8.8%	1.9%	6.2%	10.9%	6.5%	3.5%
甲醇	2688	3250	4471.5	5300	5650	6000	6900	7800	8300
yoy		20.9%	37.6%	18.5%	6.6%	6.2%	15.0%	13.0%	6.4%
醋酸	470	575	740	865	930	980	1020	900	900
yoy		22.3%	28.7%	16.9%	7.5%	5.4%	4.1%	-11.8%	0.0%
有机硅单体			188	216	221	260	280	275	305
yoy				14.9%	2.3%	17.6%	7.7%	-1.8%	10.9%
玻纤	230	260	280	257	285	310	360	384	408
		13.0%	7.7%	-8.2%	10.9%	8.8%	16.1%	6.7%	6.3%
R22		57	65.8	66.8	74	74	70	70	70
yoy			15.4%	1.5%	10.8%	0.0%	-5.4%	0.0%	0.0%

资料来源：百川资讯 申万宏源研究

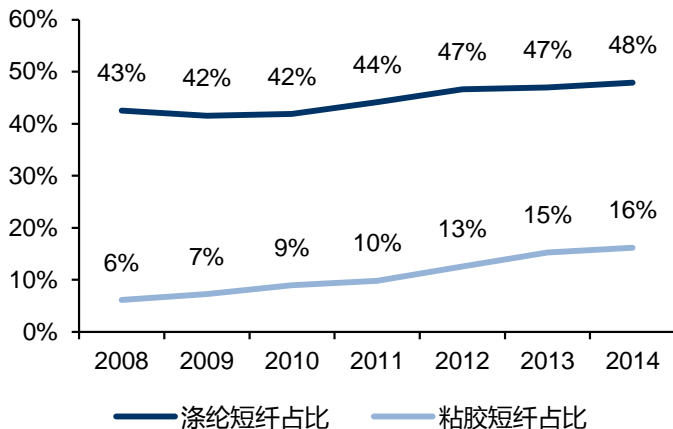
主要内容

1. 16年上半年行业回顾
2. 供给格局向好，看好粘胶、维生素、MDI行业
3. 需求复苏，看好玻纤、安赛蜜、麦草畏行业
4. 锂电材料看好三元和隔膜龙头
5. 电子化学品国产化时代来临
6. OLED、石墨烯应用放量在即
7. 投资策略

2.1 粘胶：供需结构改善，行业复苏进入长景气周期

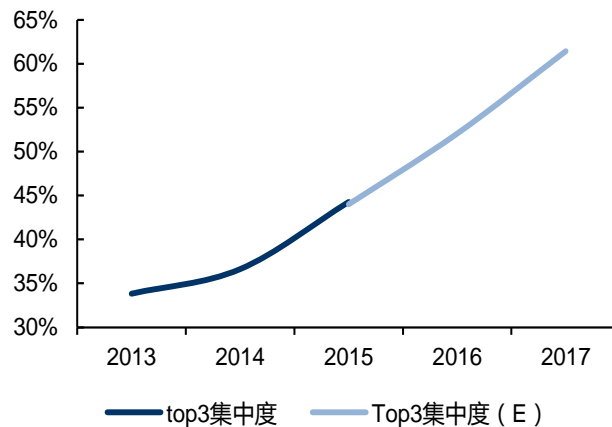
- **需求端：消费升级推动粘胶纤维消费比例提升，需求稳定快速增长**
 - 粘胶纤维兼具天然和人造纤维的优势，适用高端纺织面料，消费比例持续提升
 - 11-15年粘胶短纤产量CAGR达12%，显著高于布（9%）和纱（3%）的产量增速
- **供给端：未来1-2年产能增长有限，行业集中度上升**
 - 2015年总产能375万吨左右，16-18年新增产能投产量小（<40万吨），进度慢
 - 行业以民营企业为主，供给侧改革自发演绎，产能加速向龙头企业（富丽达、塞得利、三友化工）集中
- **短期受G20影响，供给缺口加剧**
 - G20召开，龙头富丽达18万吨装置（产能占比5%）停产1个月，推动价格上涨

粘胶短纤在纺织纤维中占比持续提升



资料来源:卓创资讯, 申万宏源研究

粘胶短纤Top3企业集中度预计继续上升



资料来源: Wind, 申万宏源研究

2.1 粘胶：价格趋势性回升，库存水平低盈利弹性大

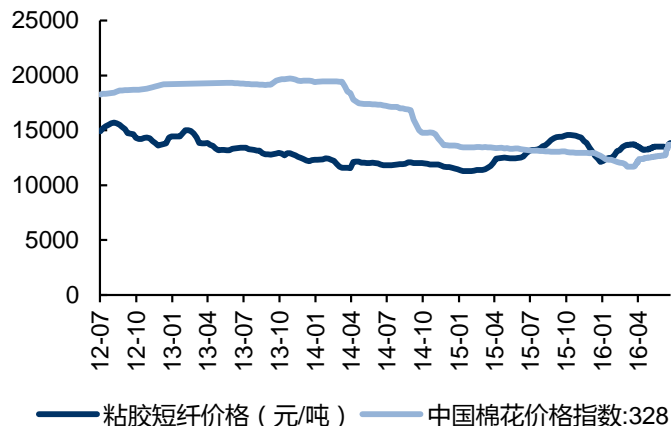
■ 棉价持续上升打开价格天花板，粘胶价格趋势性回升

- 棉花年初至今涨幅近30%，作为粘胶替代品，价格上涨打开粘胶价格天花板
- 粘胶价格涨至1.40-1.45万/吨，与年初相比已上涨近20%

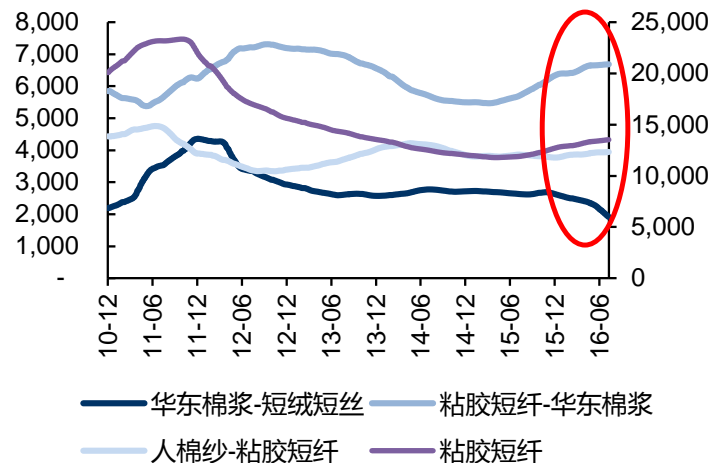
■ 粘胶企业库存水平较低，价差变动有利粘胶短纤环节企业

- 16年至今，行业整体库存水平处低位，开工率高达90%，产销率持续上升
- 在棉短绒—棉浆—粘胶短纤—棉纱产业链上，粘胶短纤-棉浆价差随粘胶短纤上涨而同步上升；棉纱-粘胶短纤保持平稳；棉浆-短绒则出现下降，说明产业链利润中心向粘胶短纤环节集中

棉价上升有利粘胶短纤价格提升



价差变动方向有利粘胶短纤环节企业



资料来源:Wind, 中纤网, 申万宏源研究

2.1 粘胶：推荐南京化纤，三友化工，中泰化学

- 结合吨市值与EPS弹性，推荐南京化纤、三友化工、中泰化学
- 粘胶价格每上涨1000元/吨：
 - 南京化纤、三友化工、中泰化学（并购新疆富丽达）EPS分别增厚0.17/0.17/0.14元
 - 业绩弹性大，股价低位安全边际高
- 根据吨市值：
 - 南京化纤、三友化工、中泰化学的吨市值分别为0.19、0.33、0.25万吨/亿元

粘胶上市企业价格盈利弹性表

公司代码	公司名称	产能（万吨）	吨市值（万吨/亿元）	价格每上涨1000元/吨，净利润增厚（亿）	价格每上涨1000元/吨，EPS增厚（元）	股本（亿）	市值（亿，截至16/07/12）
2 600889	南京化纤	8	0.19	0.51	0.17	3.07	42
3 600409	三友化工	50	0.33	3.21	0.17	18.5	151
4 002092	中泰化学	40	0.25	2.56	0.14	17.69	160
1 002172	澳洋科技	30	0.35	1.92	0.28	6.95	85
5 000949	新乡化纤	16	0.36	1.03	0.10	10.27	44

资料来源:Wind，公司公告，申万宏源研究

2.2 维生素：养殖景气带动饲料消费，维生素需求提升

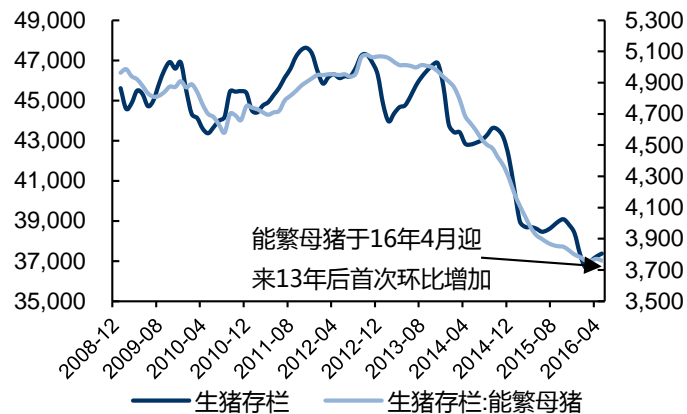
■ 维生素需求稳定增长，下游对涨价接受度高

- 饲料添加剂分别占据VA/VE下游80%和63%的需求
- 维生素作为饲料添加剂添加比例低，成本占比仅为千分之一级，下游对涨价不敏感
- 中国饲料中VA/VE实际添加量低于最佳标准，长期来看需求仍有上升空间

■ 养殖业景气回升传导至饲料端，提振国内VA、VE需求

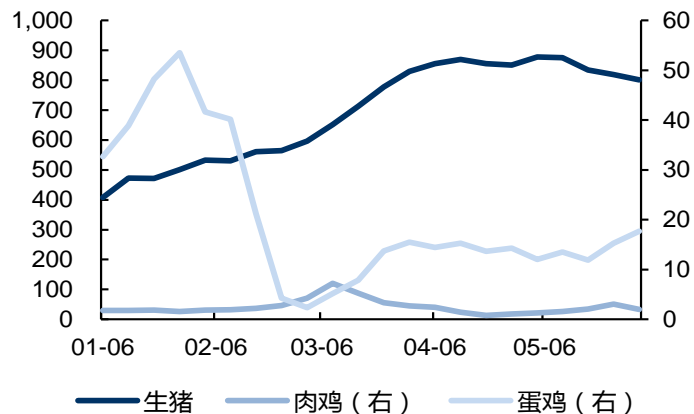
- 生猪存栏量自下降长达两年后，16年4月首次环比增长。未来补栏需求将大幅增加
- 2016年起，猪、鸡的养殖预期利润显著升高，明显刺激新增养殖需求，带动饲料及添加剂需求增长

生猪存栏量（万头）持续下降后迎来拐点



资料来源:卓创资讯, 申万宏源研究

16年初起猪、鸡养殖预期利润（元/只）显著上涨



资料来源:Wind, 申万宏源研究

2.2 维生素：中间体短缺，环保政策加码，供给趋紧

- **VA：寡头格局维持近十年，中间体柠檬醛供给短缺**
 - VA行业呈寡头格局，关键中间体柠檬醛60%为巴斯夫控制，近10年无新进入者
 - VA行业伴随12年以来的下行周期长期低迷，厂家限产保价默契度高
- **VE：能特科技影响低于预期，新进入者逐渐退出**
 - 12年以来，能特科技开发新型低成本VE中间体技术，大批企业借此进入
 - 但目前除新和成等4家龙头企业外的VE企业多处于停产状态，特别是能特科技最大客户西南合成VE陷入亏损，显示能特科技对于小企业成本下降能力并不明显
- **环保政策趋严，限制VA、VE及其中间体供给**
 - 江苏海安天成化工停产，影响VE中间体异植物醇供给
 - G20召开，新和成停产一个月左右，供给严重收缩

全球VA/VE主要企业产能

VA厂家	年产能（吨）	VE厂家	年产能（吨）
BASF	6600	BASF	20000
DSM	8400	DSM	30000
安迪苏	4800	新和成	18000
新和成	6300	浙江医药	20000
金达威	2400		
浙江医药	1500		

12年后新进入VE的厂家多处于停产状态

公司	产能（吨）	状态
西南合成（北大医药）	7500	停产5-6个月
吉林北沙	10000	成本较高，目前产能利用率较低
福建海欣	15000	基本停产
联邦药业	10000	计划中
新发药业	10000	计划中
安徽泰格生物	10000	停产

资料来源:Wind，申万宏源研究

2.2 维生素：经销和下游环节库存均低，价格持续上涨

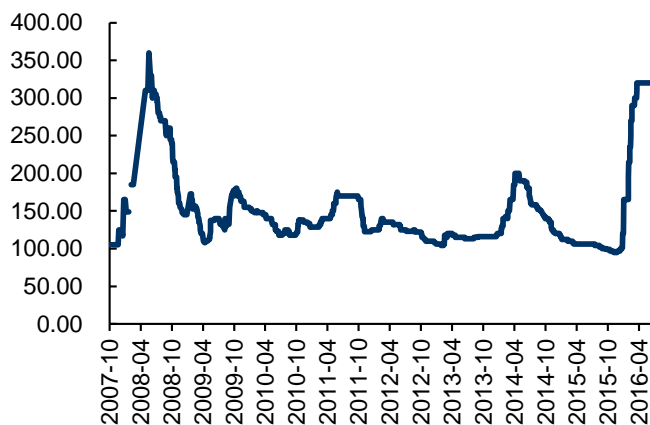
■ 经销和下游环节库存均低，带来双重弹性

- 维生素经过多次提价，目前已经被市场接受。库存周期到来有望为VA/VE带来超预期上涨。
- 由于此前价格已经处于亏损边缘，行业内各个环节的利益相关者均有涨价的意愿。

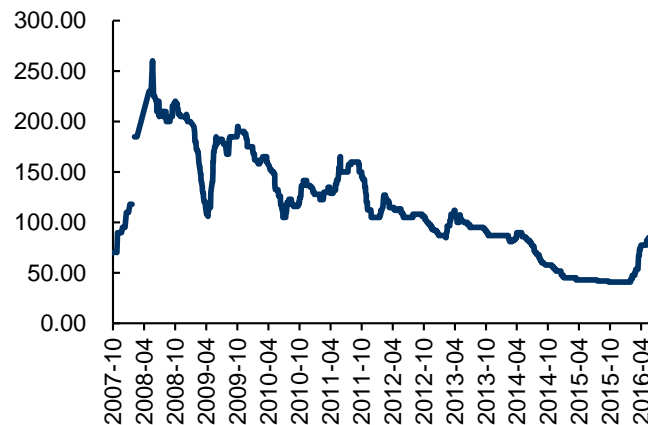
■ 维生素价格2-3年一个周期，历次涨价均为供给侧发力，涨幅大，涨势迅猛

- 目前VA价格在320元/kg左右，接近历史新高，且下游需求持续旺盛。我们认为VA价格有望突破前期高点350元/kg。
- VE价格自2012年形成的拐点后开始反转，目前在85-90元/kg左右。我们认为VE价格涨幅仍将继续超预期。

2007-2016年VA价格（元/kg）



2007-2016年VE价格（元/kg）



资料来源:Wind，申万宏源研究

2.2 维生素：推荐新和成，浙江医药，金达威

■ VA：建议关注新和成、金达威、浙江医药

- 根据市值和产能弹性，建议关注：新和成、金达威、浙江医药。按产能计算，价格每上涨100元/kg，净利润分别增厚4.04亿、1.54亿、1.28亿，EPS增厚0.37、0.27、0.14元。

■ VE：建议关注新和成、浙江医药

- 根据弹性测算，价格每上涨价格每上涨10元/kg，按产能计算，浙江医药和新和成的净利润分别增厚1.28亿、1.16亿，EPS增厚0.18、0.11元。

VA/VE上市公司价格弹性测算表

公司代码	公司名称	VA产能 (吨, 折合 50万IU)	价格上涨 (元/kg)	毛利增厚 (亿)	所得税	净利润增厚 (亿)	股本(亿 股)	EPS增厚 (元)
002001	新和成	6300	100	5.38	25%	4.04	10.89	0.37
002626	金达威	2400	100	2.05	25%	1.54	5.76	0.27
600216	浙江医药	2000	100	1.71	25%	1.28	9.36	0.14

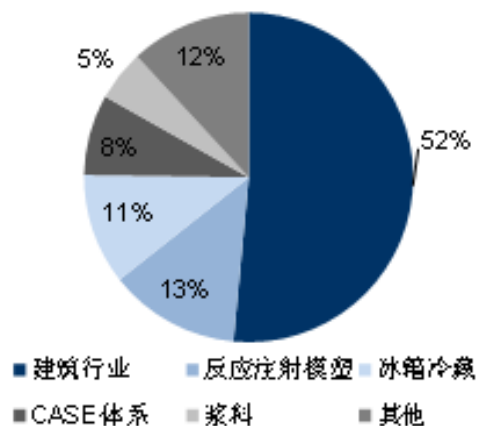
公司代码	公司名称	VE产能 (吨)	价格上涨 (元/kg)	毛利增厚 (亿)	所得税	净利润增厚 (亿)	股本(亿 股)	EPS增厚 (元)
600216	浙江医药	20000	10	1.71	25%	1.28	9.36	0.18
002001	新和成	18000	10	1.54	25%	1.16	10.89	0.11

资料来源:Wind，申万宏源研究

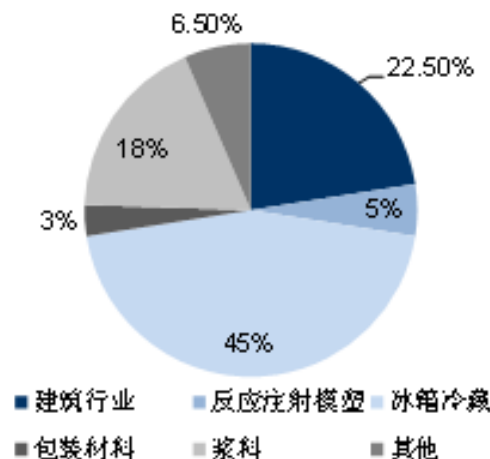
2.3 MDI:全球MDI市场寡头垄断格局，下游需求稳定

- **寡头垄断，未来产能增长趋缓。**近几年MDI主要新增产能均来自中国大陆，北美和西欧地区的生产能力没有变化。预计未来16-17全球新增产能主要是陶氏的40万吨和上海联恒的24万吨，供给增长趋缓。
- 世界MDI消费主要集中在亚洲、西欧和北美地区，约占总消费量的85%以上，下游主要应用于冰箱冷藏、建筑、浆料和鞋底原液等领域，需求增长相对平稳，由于消费结构不同，亚洲市场增速略高于全球。

全球MDI主要用于建筑行业



我国MDI主要用于家电，建筑占比较低



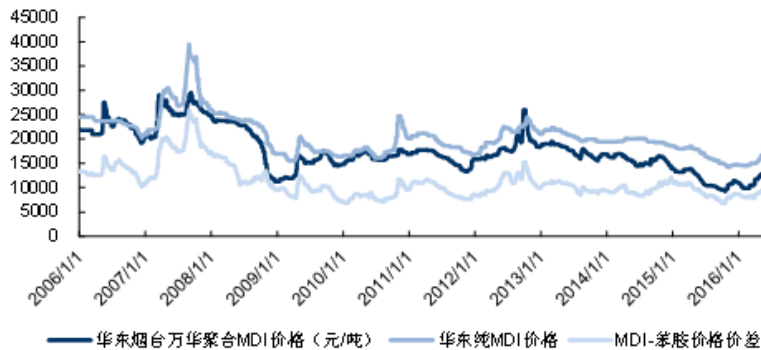
资料来源：申万宏源研究 CNKI

资料来源：百川资讯、申万宏源研究

2.3 MDI:供给减少, 16年上半年价格底部反弹

- MDI价格在近十年里由于全球供给端厂商产能扩张迅速、需求端逐渐疲软等原因, 处于缓慢下滑态势。以万华报价为例, 烟台万华聚合MDI价格在2007年最高点时接近30000元/吨; 而到2016年2月价格则跌破10000元/吨, 基本处于十年来的历史最低点。
- 巴斯夫亚洲部分装置停车减产, 日邦瑞安年产7万吨/年MDI精馏装置也将于8月份停车检修。目前行业整体开工率在五成左右, 而万华的开工率保持在七成左右。
- 供给约束加之进口数量减少, 1H16年MDI价格底部反弹

MDI价格及MDI与苯胺价差均处于近十年历史低位



2016年6月国内MDI厂家开工情况

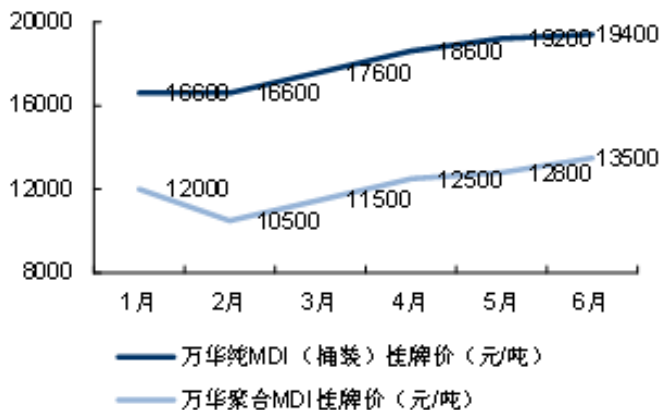
供应商	厂家地址	整体产能 (万吨/年)	装置状态	周均负荷
烟台万华	山东烟台	60	正常运行	七至八成
宁波万华	浙江宁波	120	正常运行	六至七成
上海科思创	上海漕泾	50	正常运行	五至六成
上海亨斯迈	上海漕泾	16	正常运行	五至六成
上海巴斯夫	上海漕泾	16	正常运行	五至六成
重庆巴斯夫	重庆长寿	40	正常运行	三成左右
日邦瑞安	浙江瑞安	7	正常运行	三至五成
合计		309	正常运行	

资料来源: 百川资讯 申万宏源研究

2.3 MDI: 推荐万华化学，业绩弹性大，布局石化项目，再造下个“黄金十年”

- 万华化学目前拥有全球最大的MDI产能204万吨/年，其中国内180万吨/年，匈牙利24万吨/年，产能约占全球总产能的30%左右。
- 公司具有较强业绩弹性，MDI价格反弹将显著增厚公司业绩。1H16MDI产品价格底部反弹，我们假设公司MDI生产成本保持不变，开工率为70%，测算可得，MDI价格每上涨100元/吨时，公司EPS将增厚0.037元/股。
- 向上下游延伸产业链，依托石化项目，设立六个事业部：新材料事业部、特种胺事业部、表面材料事业部、ADI事业部、聚醚事业部、万华化学（北京）再造下个“黄金十年”。

2016年万华MDI挂牌价逐月上升



六大事业部

事业部	产品
新材料事业部	热塑性聚氨酯弹性体 (TPU)、高吸水性树脂 (SAP)、聚碳酸酯 (PC)
特种胺事业部	4,4'-双(仲丁氨基)二苯基甲烷 (MDBA)、4,4'-二氨基二环己基甲烷 (H12MDA)、异佛尔酮二胺 (IPDA)、二氨基二苯基甲烷 (MDA)
表面材料事业部	水性聚氨酯 (PUD)、水性丙烯酸 (PA)、改性聚氨酯 (PUA)、水性光固化 (UV)、水性双组份 (2K)、流变助剂 (HEUR和HASE)
ADI事业部	HDI三聚体固化剂、HDI缩二脲系列固化剂
聚醚事业部	普通软泡聚醚、高回弹软泡聚醚及接枝聚合物多元醇 (POP)
万华化学 (北京)	MDI改性产品、组合聚醚与单体聚醚

资料来源：公司公告 百川资讯 申万宏源研究

主要内容

1. 16年上半年行业回顾
2. 供给格局向好，看好粘胶、维生素、MDI行业
3. 需求复苏，看好玻纤、安赛蜜、麦草畏行业
4. 锂电材料看好三元和隔膜龙头
5. 电子化学品国产化时代来临
6. OLED、石墨烯应用放量在即
7. 投资策略

3.1 玻纤：产能集中度高，供给弹性小

- 集中度较高，中国巨石、OCV、PPG、Johns Manivel、泰山玻纤和重庆复合前6大企业占了全球80%产能，中国巨石、泰玻、重庆复合占了国内60%，未来产能向中国等亚洲国家转移，集中度有望进一步提升。
- 玻纤行业的资金、技术门槛较高，池窑一般不会轻易开或停，这决定了：
 - 行业供给相对其他行业缺乏弹性；
 - 受需求因素制约较大，若下游需求一旦恢复，则行业景气度将会快速拉升；
 - 大企业开工率较高，90%以上。

世界玻纤产能分布（单位：万吨）

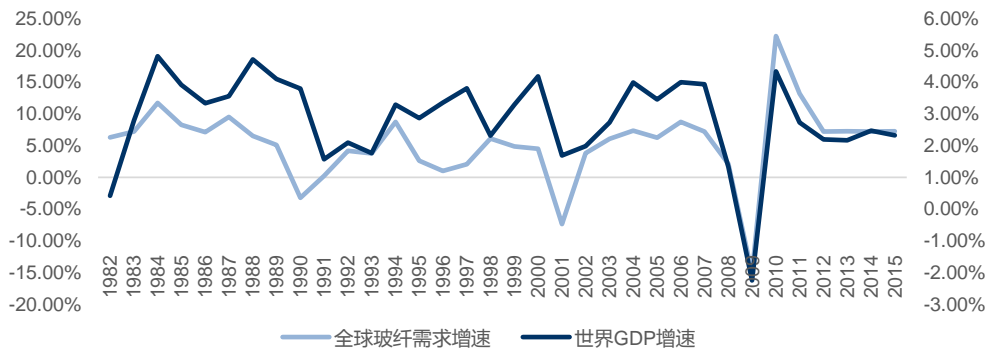
	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
中国大陆	130	165	243	293	335	372	330	350	360	370
其中：中国巨石				70	90	91	91	106.5	106.5	115
重庆复合				30	50	52	52	52	52	52
泰山玻纤				40	40	40	40	45	45	52
中国前三占比				48%	54%	49%	55%	58%	57%	59%
其他地区	214	255	187	107	136	116	179	184	240	250
全球合计	344	420	430	400	471	488	509	550	600	620
中国比重	38%	39%	57%	73%	71%	76%	65%	64%	60%	60%

资料来源：中国巨石、泰山玻纤、OC年报、申万宏源研究

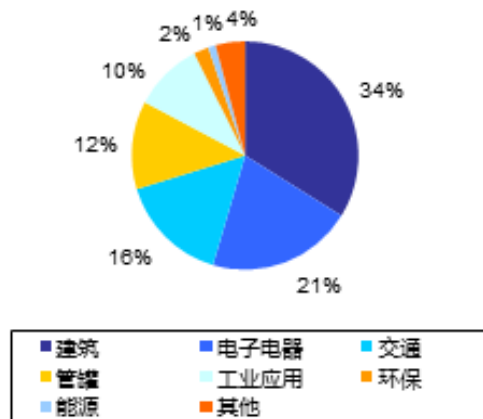
3.1 玻纤：中高端领域需求旺盛，景气有望持续

- 全球玻纤的需求增速与GDP增速具有较强的正相关性，未来总体需求有望稳定增长，生命周期延长；
- 高强轻质、抗腐蚀、耐高温、电绝缘性能好等特点，使得玻纤在建筑、交通、电子、汽车轻量化、能源环保等各个领域有广泛的应用，由于下游领域非常分散，玻纤整体需求波动有限：
 - 建筑领域应用最广，未来玻纤下游市场千亿规模；
 - 覆铜板需求强劲，支撑电子领域百万吨市场；
 - 汽车轻量化需求潜力巨大，国内成长空间有望打开；
 - 轨道交通领域包括高铁枕木、城轨电缆架、噪音屏障等需求较大。

全球玻纤增速与GDP增速具有较强的正相关性



玻纤市场分配结构

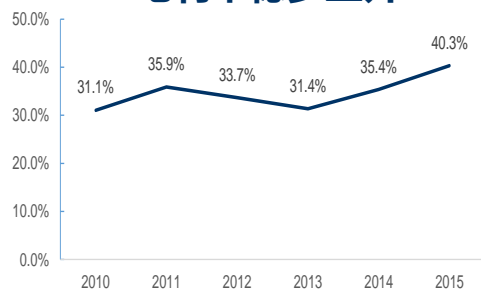


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

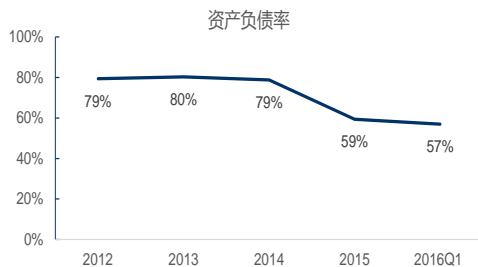
3.1 玻纤：推荐中国巨石，受益于中高端领域需求爆发，业绩有望超预期

- 产能规模稳步扩张，随着36万吨技改完成，埃及8万吨投产，**公司2016年产能超120万吨**，加上库存，能保障下游的需求；受益于景气持续，公司主要玻纤纱销量增长较快，价格稳中有升，同时原材料成本下降，今年公司业绩有望持续超预期。
- 定增完成，大幅降低财务费用；积极布局“国际化”战略，有效规避贸易壁垒，实现可持续发展。定增股2017年1月8日解禁。
- 中建材集团和中材集团筹划战略重组，公司是中国建材的子公司，国企改革预期较强。
- **公司财务费用及产能弹性较大，财务费用率每下降一个百分点，将增厚EPS 0.03元；玻纤产品均价每上涨1000元/吨，将增厚EPS 0.37元。**

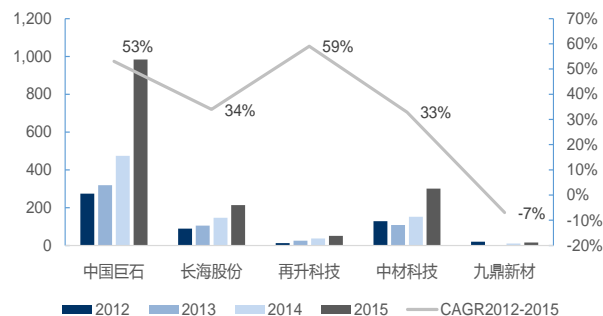
毛利率稳步上升



资产负债率显著下降



三年净利润复合增速53%，成长性较强



资料来源：Wind，申万宏源研究

3.2 安赛蜜：甜味剂消费升级，安赛蜜市场空间广阔

■ 安赛蜜甜味剂优势非常突出

- 甜度更高、对人体更安全、低热量...

■ 高效安全甜味剂是未来趋势，安赛蜜具有巨大增长潜能

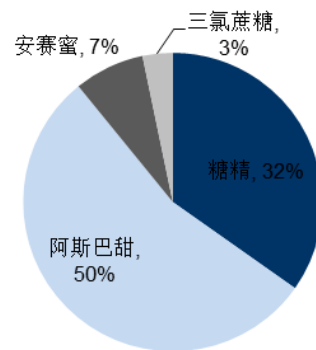
- 阿斯巴甜和糖精的使用比例因健康因素逐年走低，被安赛蜜和三氯蔗糖取代
- 2015年底因为糖精和阿斯巴甜部分产能因为环保和安全问题退出，导致此两种产品短期价格暴涨，加速了下游客户朝安赛蜜和三氯蔗糖转变的节奏。安赛蜜目前的使用比例仅为7%，替代增长空间巨大。

安赛蜜和三氯蔗糖优势突出

		甜度倍数	安全性	热量
第一代甜味剂	糖精	350	引致肿瘤风险；西方多国禁用	高
第二代甜味剂	甜蜜素	50	引发多种疾病风险；西方多国禁用	高
第三代甜味剂	阿斯巴甜	200	受到一定质疑；曾经被美国 FDA 拒绝批准使用作为代糖；苯丙酮尿症患者不宜使用	较高
第四代甜味剂	安赛蜜	200	安全性较好, 无显著不良反应报告	低
第五代甜味剂	三氯蔗糖	650	安全性较好, 无显著不良反应报告	

资料来源：CNKI、申万宏源研究

安赛蜜和三氯蔗糖使用比率较低



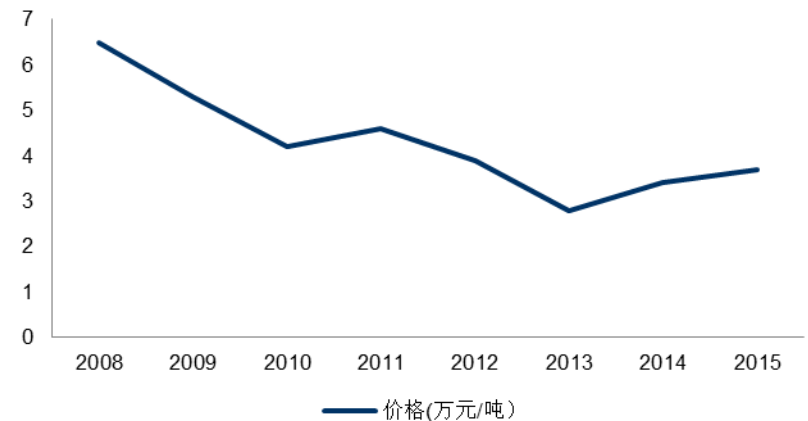
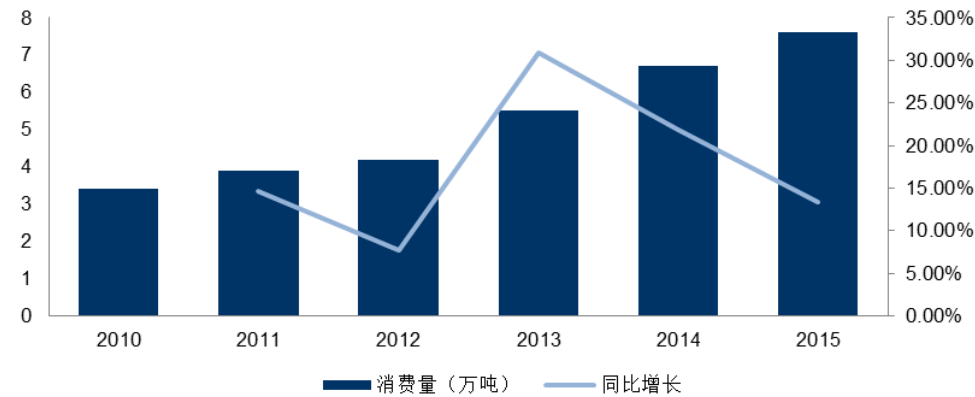
资料来源：CNKI、申万宏源研究

3.2 安赛蜜：竞争格局优化，安赛蜜价格复苏反转

- **供给收缩**：全球安赛蜜产能排名第二的企业苏州浩波（拥有6000吨/年产能）15年面临破产搬迁，行业竞争格局优化。
- **国内甜味剂需求增大**
 - 国内带动全球甜味剂需求量，安赛蜜增速远大于行业增速。

国内甜味剂需求量增长较快

安赛蜜价格13年后触底反弹，有望重返5万元/吨



资料来源：Wind、申万宏源研究

资料来源：申万宏源研究

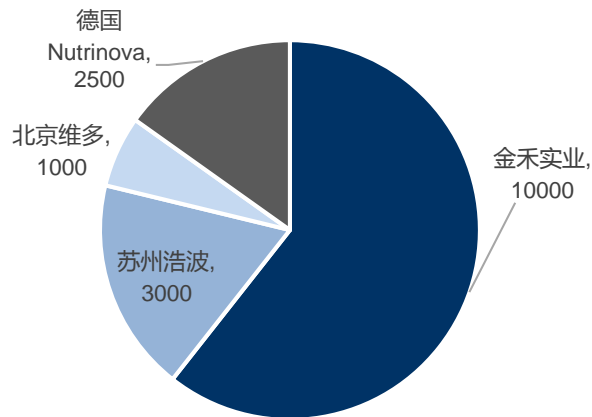
3.2 推荐金禾实业，全球甜味剂龙头，麦芽酚和安赛蜜有望持续提价

■ 全球甜味剂龙头，产品有望持续量价齐升

- 截至2014年6月30日，全球安赛蜜产能约为23000吨/年。目前国外生产厂家只有德国的Nutrinova公司一家。国内市场，金禾实业从06年开始筹备建立安赛蜜生产线，目前已拥有12000吨/年产能，处于领头地位。

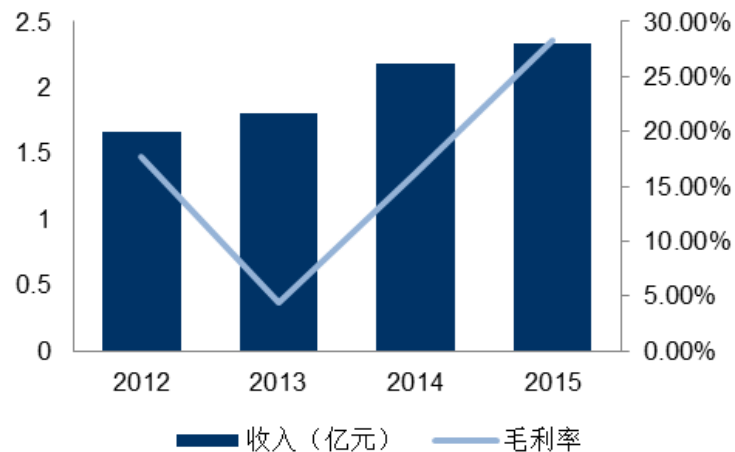
■ 苏州浩波等企业减产，公司市场份额进一步提高至60%，掌握行业话语权，预计将加速安赛蜜价格上涨。据我们测算安赛蜜价格每上涨1万元/吨，将增厚金禾实业EPS0.13元。

全球主要甜味剂企业安赛蜜销量（吨）



资料来源：公司年报、申万宏源研究

收入、毛利率伴随价格逐年提高



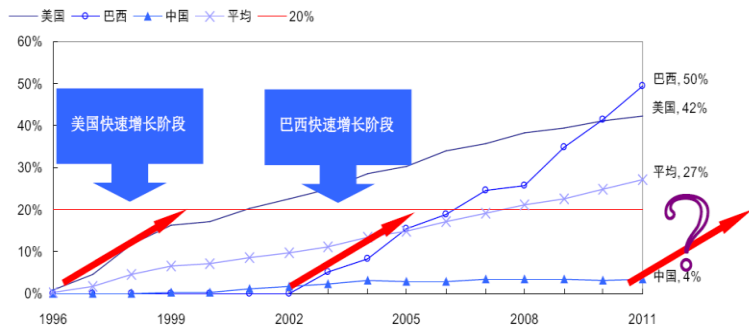
资料来源：Wind、申万宏源研究

3.3 麦草畏：受益转基因作物推广及草甘膦复配，有望爆发

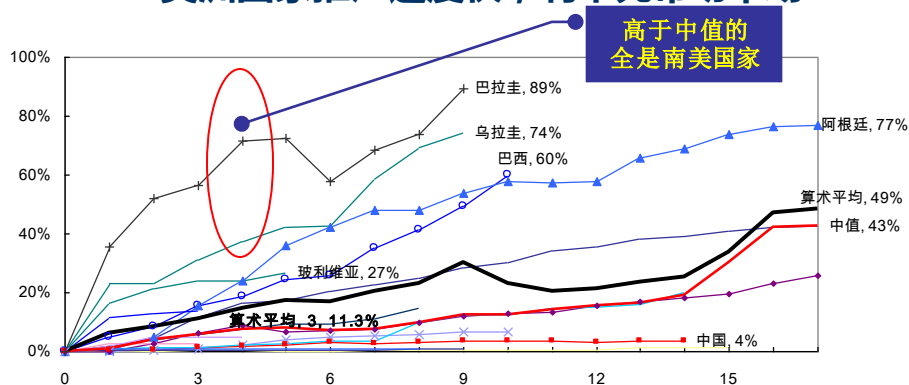
■ 未来两年耐麦草畏转基因作物推广至少创造麦草畏翻倍需求增量

- 按照北美和南美2014年起开始批准并商业化种植耐麦草畏作物，二代转基因作物第三年渗透率分别为12%、20%进行估计，2017年耐麦草畏作物种植面积估计为3100万公顷，乐观预期为4600万公顷。
- 以1kg/公顷的预测用量来计算麦草畏需求，则对应2017年耐麦草畏作物的全球麦草畏年用量将达到3.1-4.6万吨，我们保守预计需求约为3.5万吨，相比2015年1.7万吨的消耗量计算，2017年将至少翻一番。

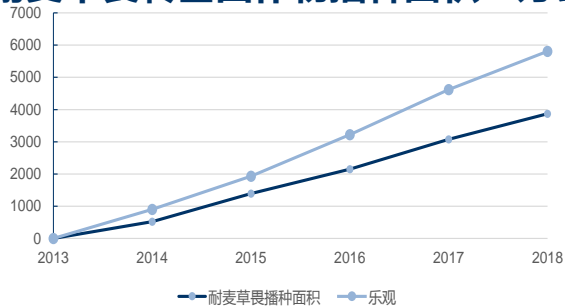
转基因作物前3年渗透率从0上升到接近15%



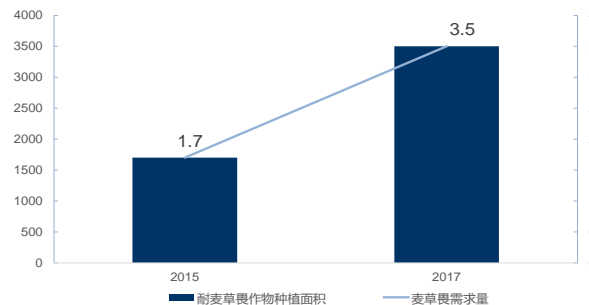
美洲国家推广速度快，将率先带动市场



耐麦草畏转基因作物播种面积：万公顷



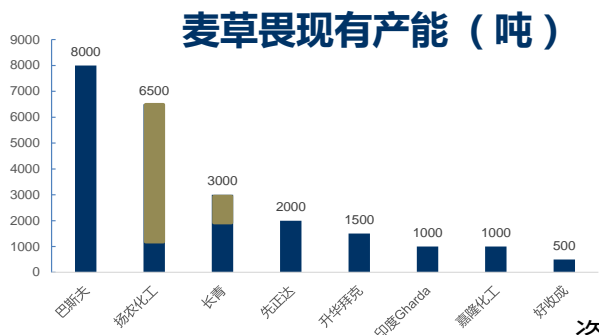
2017年麦草畏预计需求量 (万吨)



资料来源:申万宏源研究

3.3 推荐扬农化工，未来全球的麦草畏龙头

- **未来两年麦草畏或出现供需紧平衡，有望持续至少2018年；**
 - 2015年全球产能仅为2.3万吨，需求达到1.8万吨。公司产能6500吨，占比20%
 - 2016年全球没有新增产能，2017年增量有限，预计1万吨。我们认为，未来两年麦草畏或出现供需紧平衡，有望至少持续至2018年。基于以上逻辑，我们认为未来两年麦草畏大幅跌价的可能性不大。
- **草甘膦复配或成就麦草畏第二大除草剂地位，天花板达20万吨，10倍空间；**
 - 目前全球的草甘膦消费量约为100万吨，草甘膦复配比例的高低决定了麦草畏未来的增量，较乐观估算，我们假设未来有60%的草甘膦与麦草畏复配，复配比例为3:1，则麦草畏的需求增量将达到20万吨，届时麦草畏有望成为仅次于草甘膦的全球第二大除草剂。按10万元/吨价格计算，市场价值超200亿元人民币。
- **孟山都2019年10亿美元建厂计划只能解决部分需求，需求缺口存在；**
- **推荐扬农化工：1) 估值便宜，安全边际足；2) 国内菊酯、麦草畏龙头；3) 如东二期投产2万吨麦草畏，明年上半年放量，有望成为全球龙头；4) 中化集团子公司，国企改革有预期。**



未来麦草畏新增产能（吨）

公司	现有产能	新增产能	产能进度
扬农化工	6500	20000	2017年上半年投放
长青股份	3000	2000	2017年投放
巴斯夫	8000		有扩产计划但未透露产能数据
孟山都		9.75亿美元	2019年年中投放

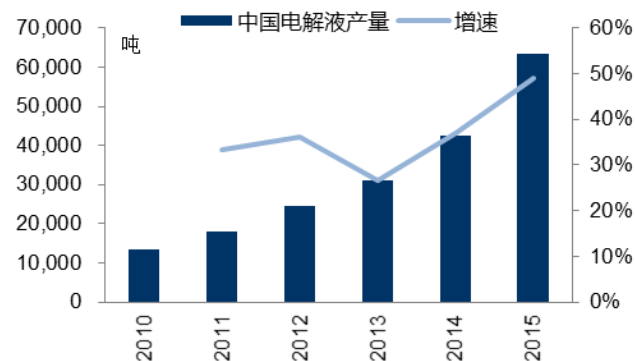
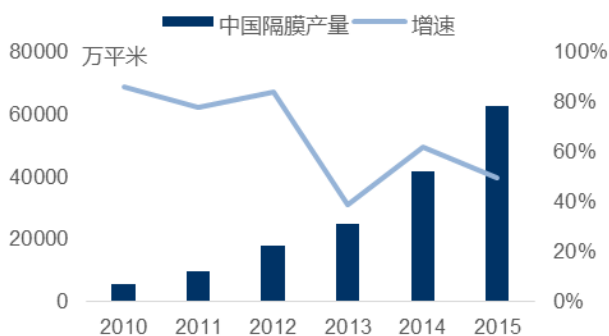
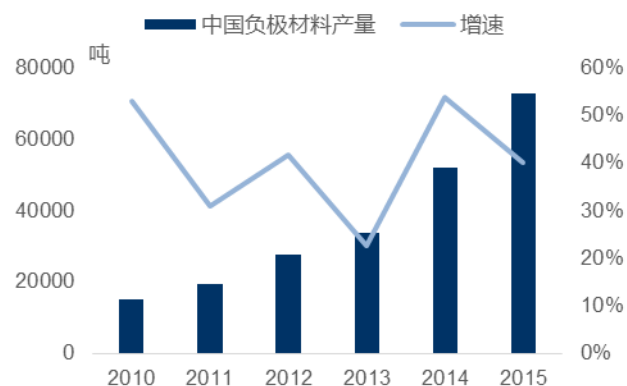
资料来源：申万宏源研究

主要内容

1. 16年上半年行业回顾
2. 供给格局向好，看好维生素、粘胶、MDI行业
3. 需求复苏，看好玻纤、安赛蜜、麦草畏行业
4. 锂电材料看好三元和隔膜龙头
5. 电子化学品国产化时代来临
6. OLED、石墨烯应用放量在即
7. 投资策略

4.1 中国是锂电材料生产大国

- 经过多年发展，中国成为锂电池生产大国，占比接近50%；负极、电解液产量全球占比超过60%，正极和隔膜占比接近50%



资料来源：高工锂电，申万宏源研究

4.2 曲折中成长

- 电动汽车发展离不开政策扶持，补贴政策是过去几年行情主要推动力
- 2014年电动汽车产销放量，月度数据成为景气重要观察指标
- 高估值高增长将成为常态：政策 > 产销量 > 公司业绩

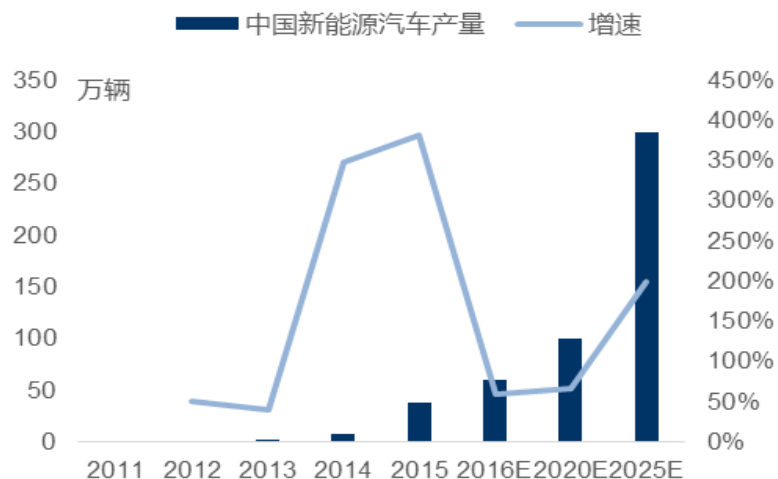
锂电板块指数走势



4.3 政策仍将大力扶持

- 2016年1-5月产量13.2万辆，同比增长131%，全年预计60万辆。
- 十三五目标：2020年100万辆，2025年300万辆=120GWH（7.5倍），正极30万吨（3倍），负极21万吨（3倍），隔膜24亿平（4倍），电解液12万吨（2倍）
- 充电桩建设加速：能源局规划2016年充电设施投资300亿，国家电网启动招标。

电动汽车产量快速增长



充电桩建设开始加速 单位：万台

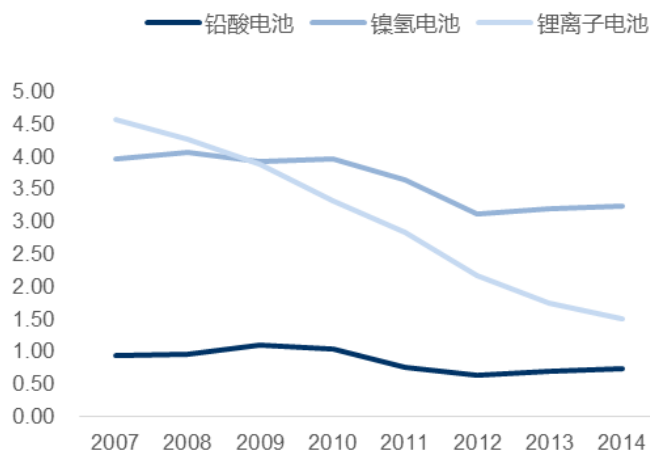


资料来源:工信部，申万宏源研究

4.4 技术进步，市场潜力巨大

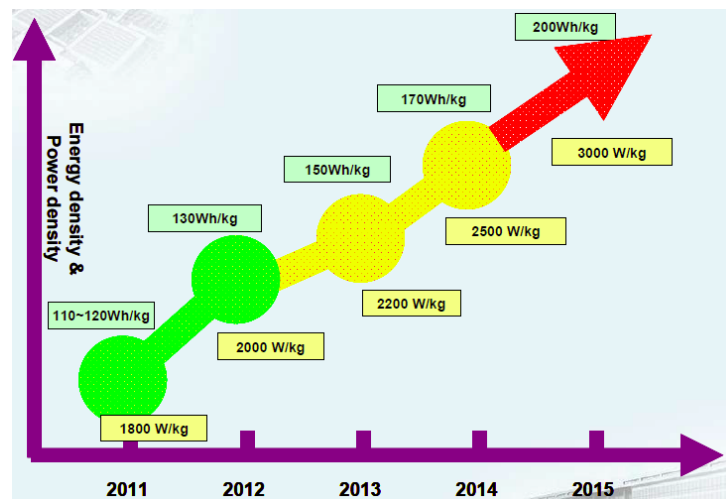
- 锂电池性能每年提升10%，成本下降10%：model3 能量密度300Wh/kg，成本200美元/KWh
- 替代铅酸市场潜力巨大：2015年中国铅酸电池产量200GWh
- 储能市场、电动自行车

锂电池成本快速下降 单位：元/瓦时



资料来源:真锂研究，申万宏源研究

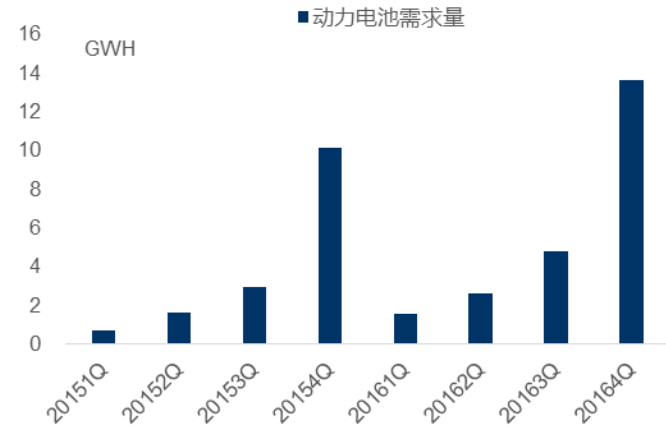
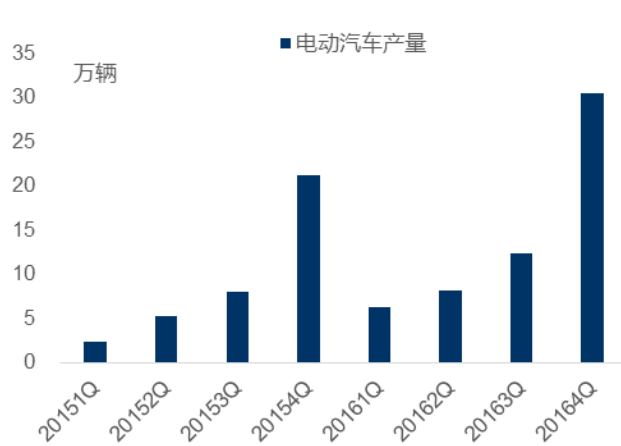
锂电池性能迅速提升



资料来源:力神，申万宏源研究

4.5 下半年景气将显著回升

- 查骗补落地，补贴政策出台，下半年电动汽车将明显放量，尤其是物流车
- 高端三元正极材料和高端隔膜供需偏紧
- 硅碳负极将成为未来负极发展方向



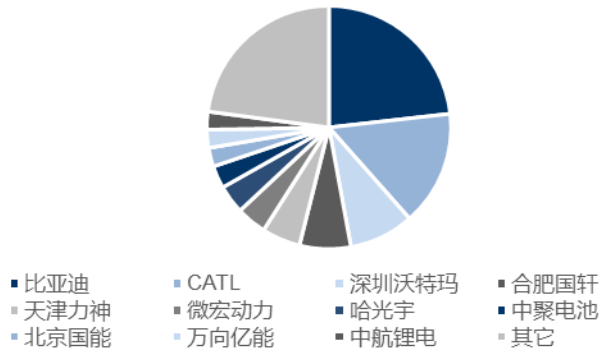
资料来源：工信部，申万宏源研究

4.6 未来分化，紧跟龙头

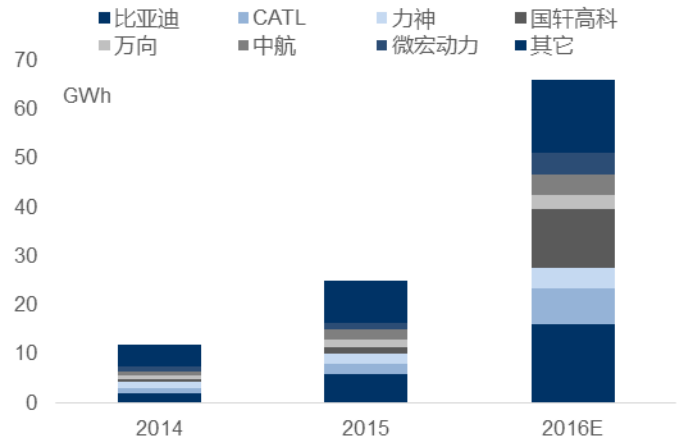
- 消费锂电池集中度高，动力电池未来也趋于集中，进入大厂供应链尤为重要
- 隔膜>电解液>负极>正极
- 隔膜：沧州明珠、星源材质、苏州捷力、纽米科技、鸿图隔膜、上海恩捷
- 电解液：新宙邦、天赐材料
- 负极：贝特瑞、上海杉杉、江西紫宸、星城石墨
- 正极：杉杉、当升科技、厦门钨业、宁波金和、瑞翔

中国动力电池趋于集中

2015年动力电池市场分布



中国动力锂电池产能进入新一轮扩张



资料来源:高工锂电、赛迪顾问, 申万宏源研究

4.6 未来分化，紧跟龙头

主要电池企业原材料供应关系

电池企业	正极	负极	电解液	隔膜
三星	自制、L&F、ECOPRO、优美科、瑞翔	贝特瑞、日立化成、三菱化学、精工碳素	韩国旭成、新宙邦、国泰华荣	东丽、旭化成、SKI
LG	L&F、优美科、自制、瑞翔	贝特瑞、三菱化学、日立化成、杉杉	国泰华荣、三菱化学、韩国旭成、自制	SKI、东丽、旭化成、星源材质
松下	日亚化学、住友、优美科、厦门钨业	日立化成、贝特瑞、精工碳素	三菱化学、宇部兴产、新宙邦	旭化成、宇部兴产
索尼	日亚化学、优美科、三井金属	贝特瑞、JFE	三菱化学、新宙邦	三菱化学、东丽、旭化成、SKI
日立	当升科技、日亚化学、日本三德	日立化成、信越	三菱化学	宇部兴产、旭化成
AESC	三井金属、日东电工、日亚化学	日立化成、吴羽化学	三菱化学、富山药业	旭化成、宇部兴产
LEJ	日亚化学	昭和电工	三井化学	东丽
力神	巴莫、优美科、瑞翔	上海杉杉、贝特瑞、JFE	天津金牛、新宙邦	Celgard、东丽、鸿图隔膜
比亚迪	Phostech、瑞翔	上海杉杉、贝特瑞、精工碳素	韩国旭成、自制	SKI、星源材质、金辉高科
比克	盟固利、当升科技、瑞翔	贝特瑞、星城石墨	新宙邦	宇部兴产、Entek、Clegard
ATL	北大先行、深圳振华、优美科	贝特瑞、上海杉杉、江西紫宸	杉杉、天赐材料	Celgard、日东电工、东丽、旭化成
国轩高科	自制	贝特瑞	天赐材料、国泰华荣、新宙邦	宇部兴产、旭化成、Entek、星源材质
万向	台湾长园、立凯、瑞翔、斯特兰	贝特瑞、星城石墨	天赐材料、杉杉、新宙邦	星源材质、旭化成

资料来源：赛迪顾问、申万宏源研究

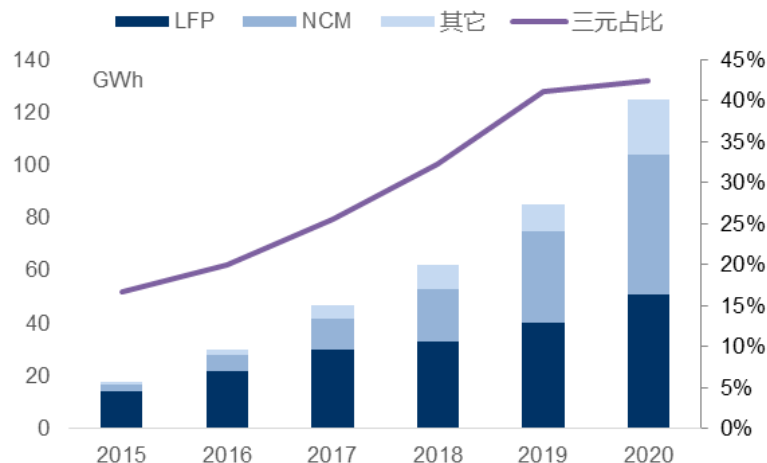
4.7 三元正极材料成为主流

- **三元正极成为主流：111-532-622-811 LFP140Wh/kg，NCM 可达200Wh/kg，份额从14%升至43%**
- **国外：日亚化学、优美科，国内：杉杉、当升、厦钨、金和、瑞翔等**
- **2017年预计高端三元正极材料需求3万吨，产能2万吨，供给不足**

锂离子动力电池正极材料现状

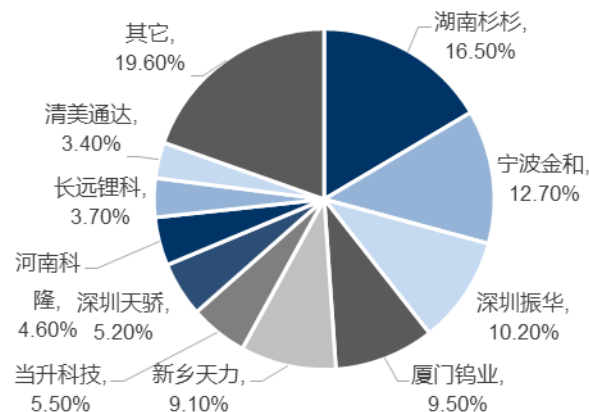
指标	体系	LCO (钴酸锂)	LMO (锰酸锂)	NCM (三元系)	NCA (二元系)	LFP (磷酸铁锂)
比能容(mAh/g)		135~140	100~120	130~140	160~180	130~150
倍率特性		中	优	中	中	优
低温性能		优	优	优	优	中
高温性能		优	差	中	差	优
过渡金属		贫乏	丰富	贫乏	一般	非常丰富
环保性		钴有毒	无毒	钴、镍有毒	钴、镍有毒	无毒
循环特性(次)		500	300	500	500	2000
安全性		差	好	较好	差	优
成本		高	低	较高	高	低

三元动力电池快速增长



资料来源:赛迪顾问, 申万宏源研究

2014年三元正极材料市场份额



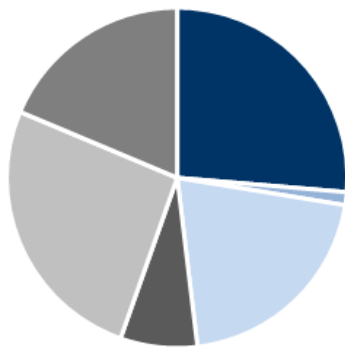
资料来源:高工锂电, 申万宏源研究

4.8 高端隔膜依然紧缺

- 资金技术密集型，天然趋于集中，CR5 > 50%
- 锂电联盟初现端倪：合肥国轩+星源材质，中航锂电+沧州明珠，德朗能+佛塑科技
- 大量低端无效产能，2015年产量6.5亿平，进口1.5亿平

人工折旧等成本占比接近50%

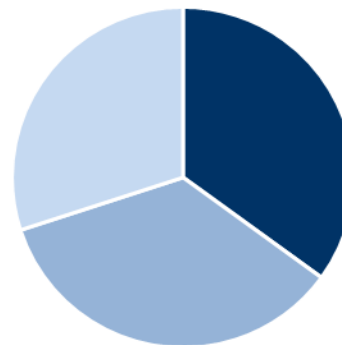
■ 原料 ■ 包装 ■ 水电气 ■ 人工 ■ 制造费用 ■ 折旧摊销



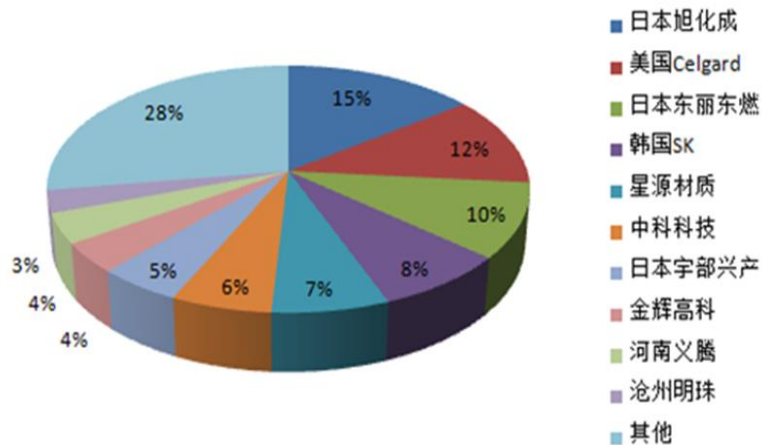
资料来源:沧州明珠, 申万宏源研究

2014年中国隔膜产能分布

■ 干法双拉 ■ 干法单拉 ■ 湿法



2015年全球隔膜高度集中

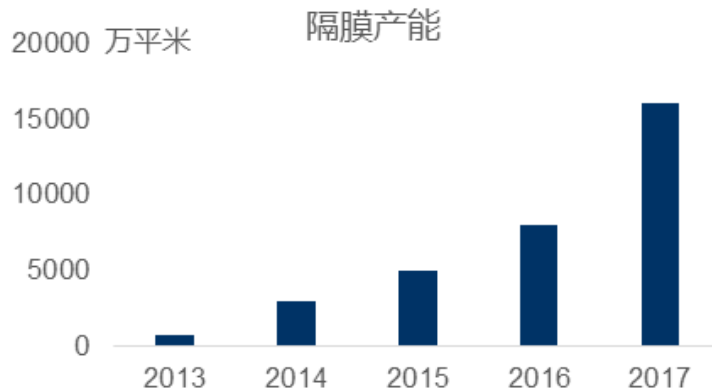


资料来源:高工锂电, 申万宏源研究

4.9 沧州明珠：隔膜快速放量

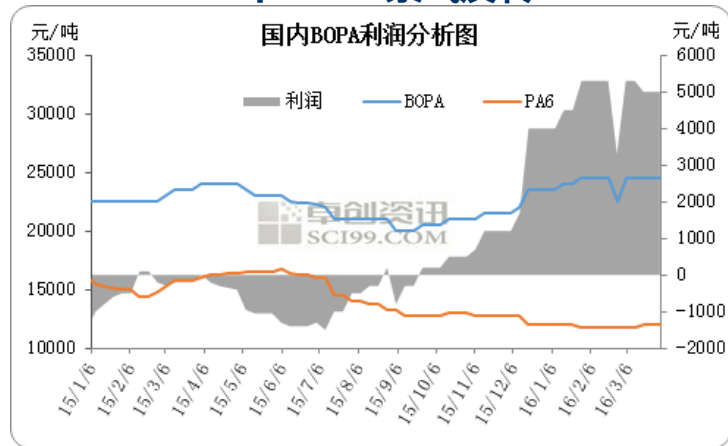
- **隔膜产能快速扩张**：2016年9000万平，2018年3亿平，贡献净利4亿以上。进入比亚迪、中航锂电供应链，2家对应4亿平需求，市场潜力巨大。
- **主业经营稳健**：国内PE燃气管绝对龙头，市场份额35%，盈利稳定，受益于地下管廊建设；BOPA包装膜产能国内第一，日本尤尼吉可产能退出，业绩持续超预期。
- **估值**：预计今年5亿净利润，30倍PE。随着隔膜产能释放，复合30%增长

人工折旧等成本占比接近50%



资料来源:沧州明珠, 申万宏源研究

2015年BOPA景气反转



资料来源:卓创资讯, 申万宏源研究

4.10 杉杉股份：材料龙头，布局EV全产业链

- 锂电材料龙头：正极国内第一、负极国内第二、电解液国内前五。锂电收入占比80%，利润占比接近100%。布局电动汽车：布局电动汽车全产业链，整车生产、融资租赁、充电运营等，市值存在巨大提升空间。
- 资本运作加速：上市后首次再融资34.5亿，分拆正极材料新三板上市。成立新能源产业并购基金，分拆非锂电业务
- 估值：扣除现金及股权投资，今年30倍PE。定增底价11.5元，现价16.88元股价低位



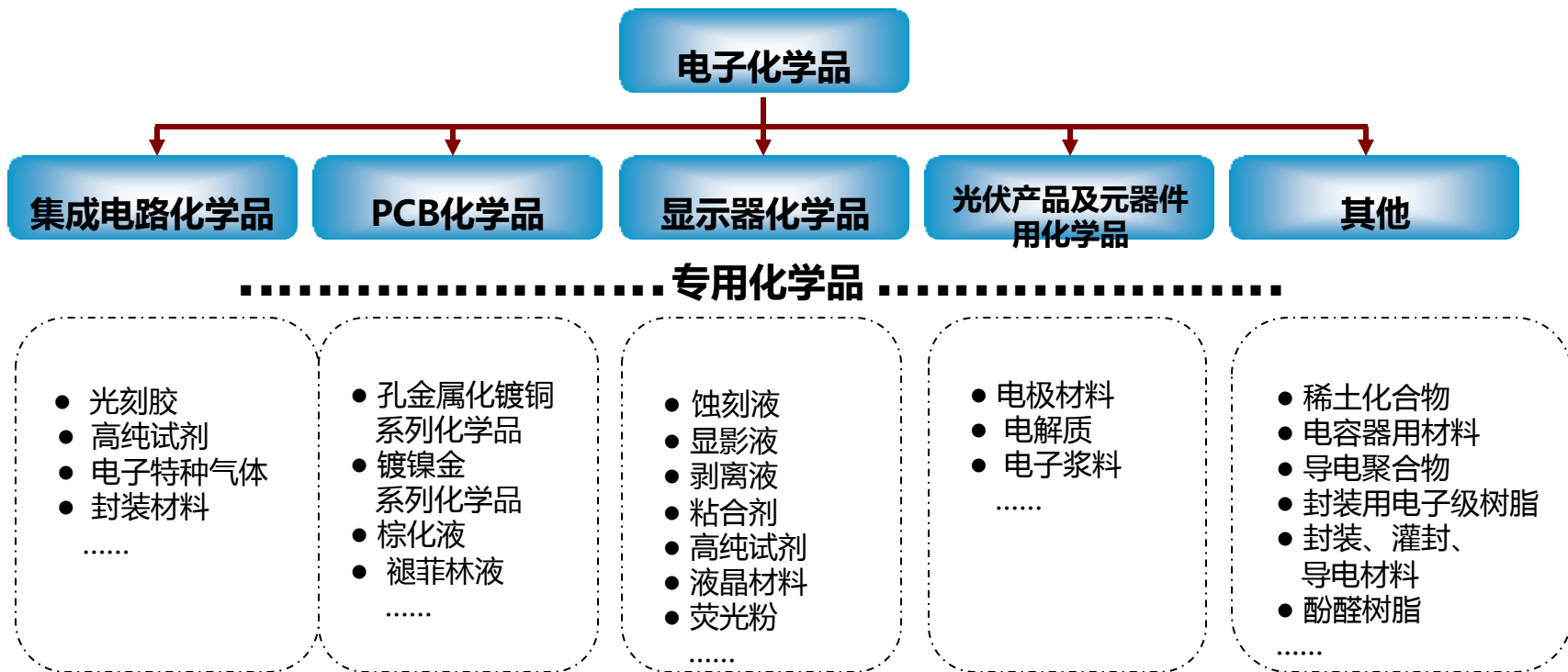
资料来源:杉杉股份，申万宏源研究

主要内容

1. 16年上半年行业回顾
2. 供给格局向好，看好维生素、粘胶、MDI行业
3. 需求复苏，看好玻纤、安赛蜜、麦草畏行业
4. 锂电材料看好三元和隔膜龙头
5. 电子化学品国产化时代来临
6. OLED、石墨烯应用放量在即
7. 投资策略

5.1 电子材料：细分领域多，产品高附加值

- **电子化学品**是电子工业配套的精细化工材料，具有**品种多、质量高、用量小、纯度要求苛刻、产品更新换代快、产品附加值高**等特点。
- 据不完全统计产品品种在2万余种以上，主要包括**半导体（集成电路/分立器件/LED/传感器）、显示器件（LCD/OLED）、印刷电路板（PCB）、太阳能电池等电子元器件、零部件和整机生产与组装用的各种化工材料。**

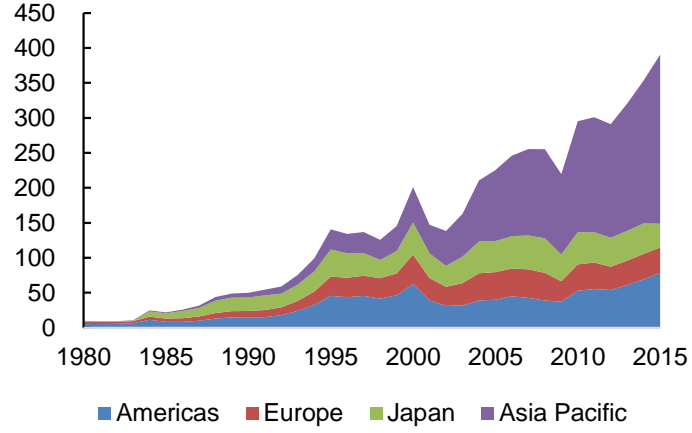


资料来源：申万宏源研究

5.2 全球电子产业向国内转移，国内电子产业加速崛起

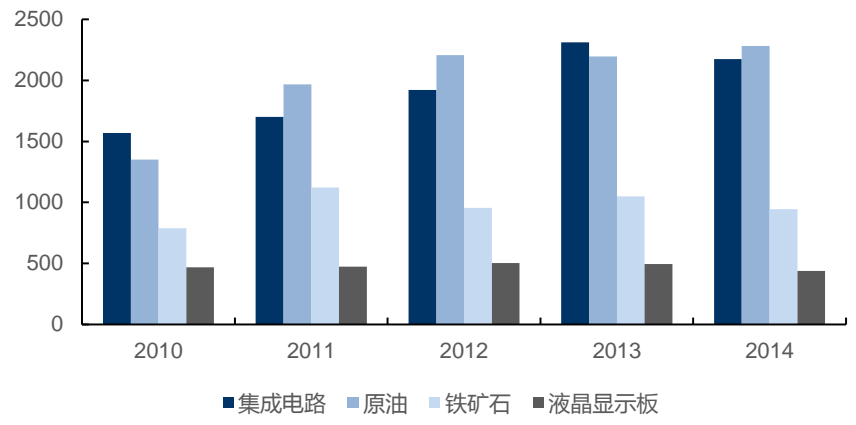


2015年中国占全球市场销售额超40% (十亿美元)



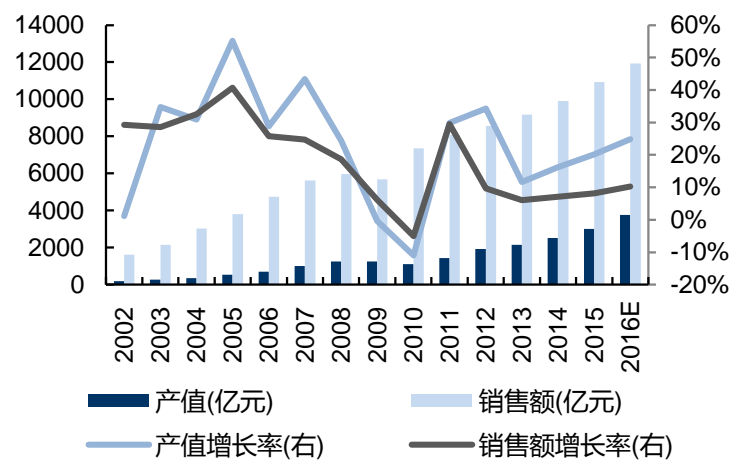
资料来源：IHS，申万宏源研究

集成电路和液晶显示板进口替代空间巨大 (亿美元)



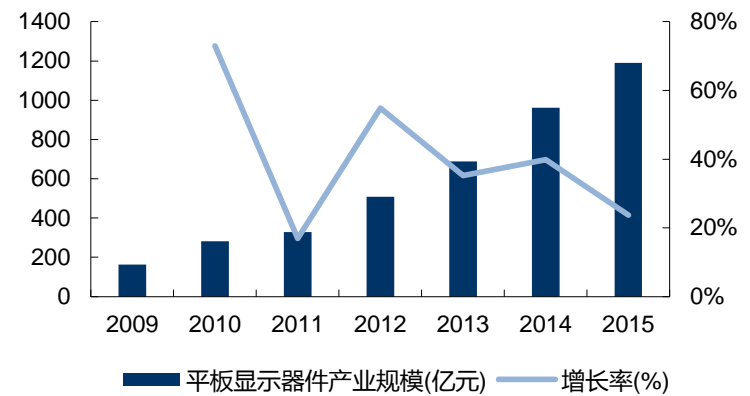
资料来源：海关总署，申万宏源研究

中国IC产业与市场长期维持20%高速增长



资料来源：CSIA，申万宏源研究

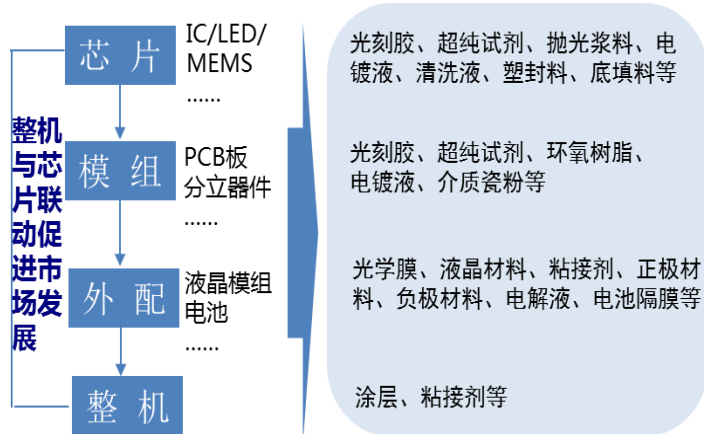
中国平板显示器件长期维持20%以上的增速



资料来源：CCID，申万宏源研究

5.3 电子材料受益下游及进口替代双重机遇，是行业的“卖水者”

产业链上下游联动促进电子化学品高速发展



资料来源：申万宏源研究

电子化学品整体国产化率低，进口替代空间巨大

	分类	整体国产化率 (%)
高端	半导体电化品	< 10%
中端	LCD等显示器件电化品	20~30%
低端	PCB、部分器件电化品	30%+ (部分50%+)

资料来源：海关总署，申万宏源研究

- 近十年来，电子化学品全球年均增长率保持在8%以上，是精细化工行业中发展最快的领域。国内整体增速也维持在两位数以上。

2015年国内电子化学品市场达1700亿元

年份	半导体用化学用品	平板显示器用化学用品	印制电路板用材料	太阳能电池用化学用品	其他领域用电子化学用品	合计
2005 年规模/亿元	132.8	37.7	156.2	66.7	13.5	406.9
2012 年规模/亿元	286.6	149.5	248.9	555.1	40	1280.1
2015 年规模预测/亿元	403.5	215.7	296.4	779.9	53.2	1748.8
2005-2012 年年均增长率/%	11.6	21.8	6.9	35.4	16.8	17.8
2015-2020 年年均增长率/%	9	13	6	12	10	

资料来源：电子化学品市场趋势与潜力，申万宏源研究

5.4 半导体材料全球占比较低，但未来国内新建十来座12吋晶圆厂，巨大市场可期

- 全球材料业销售额最近几年波动微弱，市场未见回暖趋势；2015年全球半导体材料市场规模447.5亿美元，下降3.0%。
- 2009年以来，中国半导体产业对材料的需求持续快速增长。2015年，中国材料业市场规模将达到61亿美元。
- 2013年，中国企业实现销售收入仅196.6亿元；虽然最近十年的年复合增长率不低于20%，但在全球市场中的比重非常小。
- 2010-2013年4年累计产业发展投入59.23亿元，仍需继续扩大投入，提高材料领域的产业能力。

国内现有及未来明确建设的12吋晶圆厂

企业名称	地点	产能 (万片/月)	已建或计划建设产能
中芯国际(北京)	北京	7	2条线
海力士半导体	无锡	18	2条线
武汉新芯	武汉	1.2	
英特尔半导体(大连)	大连	3	
华力微电子	上海	3.5	
三星半导体	西安	10 (一期)	三星一期投资 70 亿美元，二期投资 200 亿美元 台联华电子在厦门投资建设的 12 英寸晶圆项目，设计产能为 12 英寸晶圆 5 万片，总投资 62 亿美元，试生产，2021 年 12 月达产。达产后，联电公司：座 5 万片产能的晶圆厂建设。
台积电	厦门	5	
中芯国际(北京)	北京	4	2015 年 10 月，中芯国际北京建设第三条 12 寸产线
台积电	南京	2	台积电在南京投资 12 寸晶圆厂，预计于 2018 年下半年投产，计划总金额约为 30 亿美元
力晶	合肥	4	在合肥新区设立月产能 4 万片的 12 寸晶圆厂，投资 135.3 亿元，初期锁定 LCD 驱动 IC 代工
武汉新芯	武汉	30	项目总投资将达 240 亿美元，以武汉新芯集成电路为主体，组建存储器公司，实现每月 30 万片存储芯片
同方国芯	深圳	12	2015 年 11 月 6 日，同方国芯定增投资 938 亿元建设存储器厂。定增完，控股股东变更为西藏紫光国芯。 2016 年 3 月 24 日制定了规模达 300 亿美元的投资计划在深圳兴建 12 寸晶圆厂。该厂预计 2018 年完工，第一期 4 万片产能当中，规划 3 万片生产 NAND Flash 产 DRAM。
德科玛	淮安		大陆 CMOS 影像传感器厂德科玛于 3 月 27 日宣布投资，将在当地兴建一座小规模 12 寸晶圆厂，主要原计划的 CMOS 感测组件，属于 IDM 厂的投资项目。
重庆万岛	重庆	7	项目总投资 10 亿美元，项目由美国万岛 (AOS) 与江新区战略性新兴产业股权投资基金合资运营，一期，二期产能 5 万片/月

资料来源：申万宏源研究

5.5 显示器件电子材料：进入高速增长期

- 平板显示器（FDP）主要可分为液晶显示器（LCD）、等离子体显示器（PDP）、有机电激光显示器（OLED）和电子纸显示器（ED）。
- 受技术不断进步、产能扩大和价格的持续下滑影响，LCD持续保持高速增长，尤其是TFT-LCD是目前主流的显示器件，2014年全球产量达1.6亿平米。

显示器件公司概况

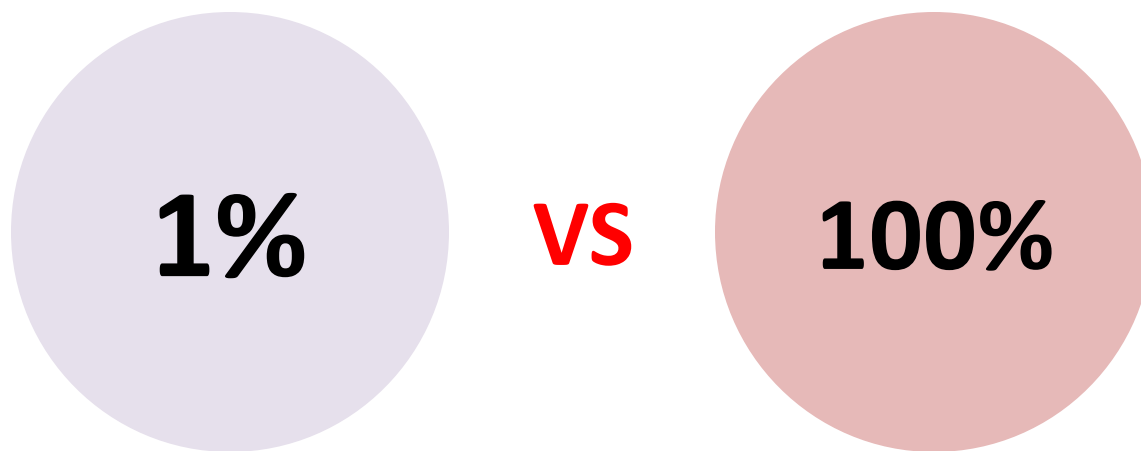
公司	世代	地址	产品	产能(K/M)	量产预计
BOE	5.5	鄂尔多斯 (B6)	LTPS&OLED	32→64	2017-Q1
	8.5	重庆 (B8)	TFT&Oxide/AMOLED	60→120	2016-Q1
	6	成都 (B7)	OLED	45	2017-Q4
	10.5	合肥 (B9)	TFT	100	2018-Q1
	8.5	福州 (B10)	TFT	150	2017-Q1
CSOT	6	武汉	OLED	30	2016-Q2
GEC	8.5	南京	a-Si TFT&Oxide	60	2016-Q1
	8.5	成都	TFT	90	不确定
	8.5	咸阳	TFT	90	不确定
Tianma	6	厦门	TFT	30	2016-Q3
	6	武汉	AMOLED	30	2016-Q4
Samsung	8.5	苏州	TFT	65→120	2016-Q2
LG Display	8.5	广州	TFT	90→120	2016-Q1
AUO	6	昆山	TFT	25	2016-Q2
HKC	8.5	成都	TFT	60	不确定
CPT-TG	4	福州	OLED	30	2017-Q4
Truly	4.5	惠州	LTPS+AMOLED	25	2016-Q1

资料来源：公开资料整理，申万宏源研究

5.6 材料国产化现状-风险高和验证周期长

■ 材料使用特点

1. **风险性高**：电子化学品和特气材料主要是用在半导体显示的阵列制造工序，供应商采取的是集中管路设计，出现品质事故造成产线停产风险远高于其他材料（1%的成本节约 VS 品质事故时100%的损失）



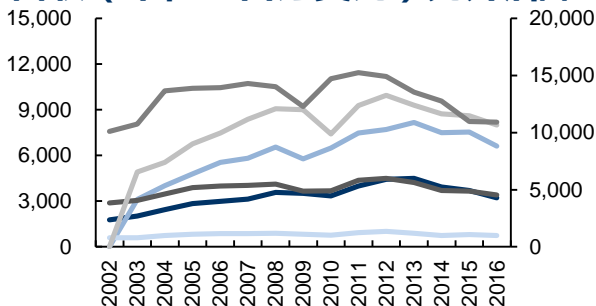
2. **测试复杂**：电子化学品和特气材料属于通用材料，材料导入后需要覆盖所有在产产品以及相关开发新品，二元化测试涉及面广，周期长，需要占用测试工厂较多产能和验证材料费用。

5.7.1 日本电子化学品企业发展——营收增长率逐渐下降，但毛利率较为稳定



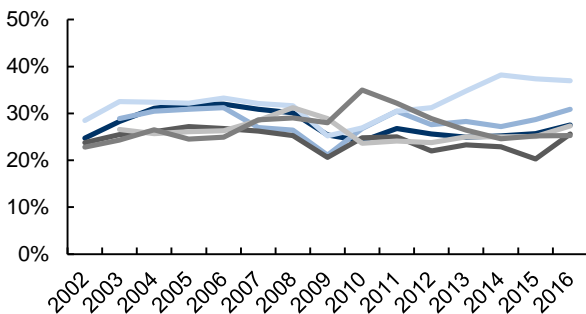
- 营收以08年为界先升后降，目前仍处于趋势性下滑中，印证产业重心转移
- 日本电子化学品企业的毛利率稳中有升，且在其下游消费电子和存储器企业毛利率剧烈波动时仍能保持稳定，显示日本企业在核心产品技术上仍有较强领先优势。

营收（单位：百万美元）先升后降



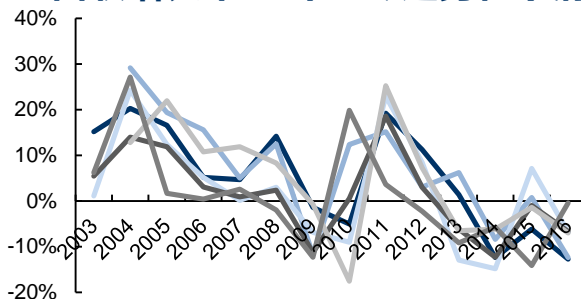
— 日本合成橡胶 — 日立化成 — 日东电工 — 信越化学 — 东京应化 — 旭硝子

电子化学品企业毛利率稳中有升



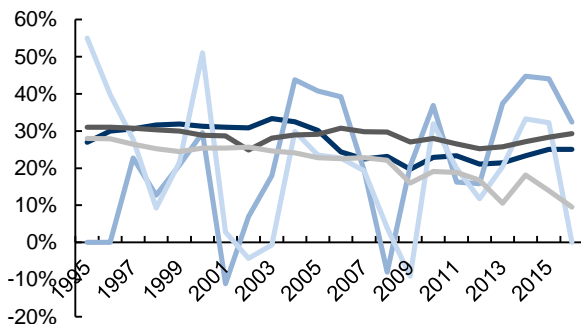
— 日本合成橡胶 — 日立化成 — 日东电工 — 信越化学 — 东京应化 — 旭硝子

营收增长率03年至今趋势性下滑



— 日本合成橡胶 — 日立化成 — 日东电工 — 信越化学 — 东京应化 — 旭硝子

下游半导体企业毛利率大幅波动



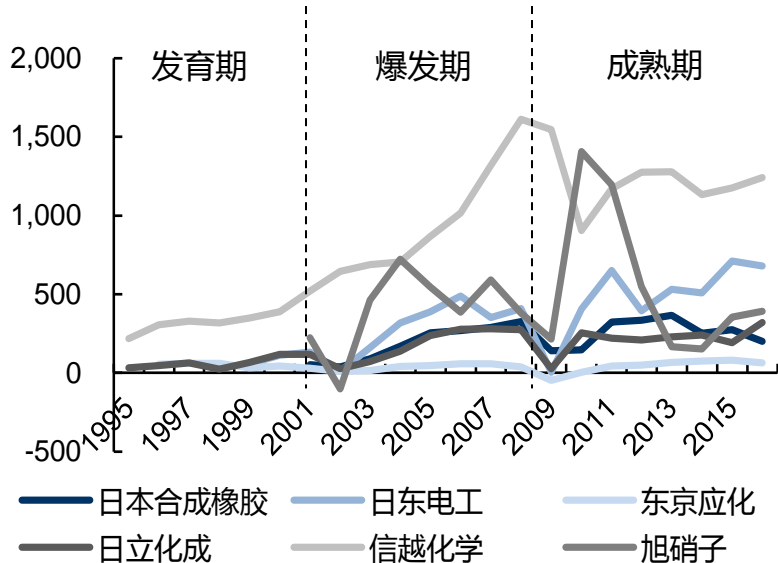
— 索尼 — 海力士 — 镁光 — 松下 — 夏普

资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

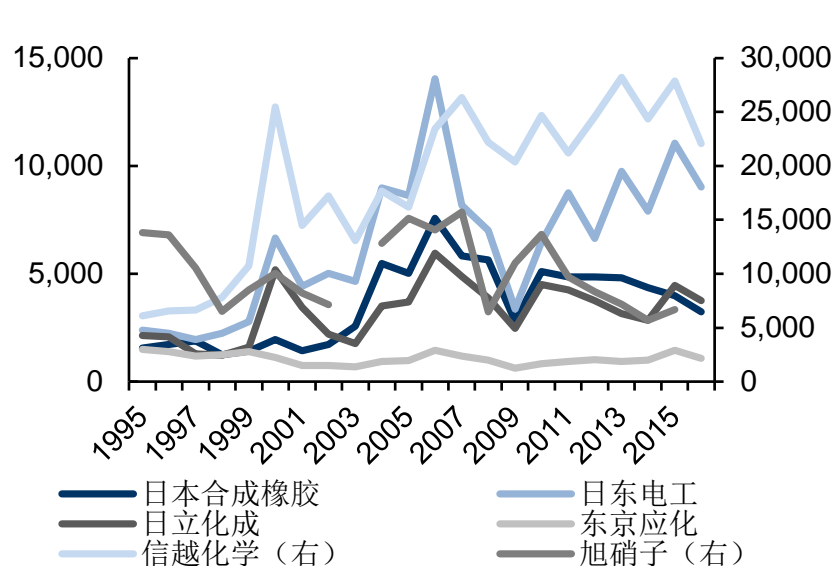
5.7.2 估值与业绩增长相关度高，高增长消化高估值

- 除因2001-02年911导致的世界经济停滞，以及2008-09年的金融危机造成盈利水平大幅下滑外，日本电子化学品企业的业绩总体经历了发育期（1995-2000）、爆发期（2002-2008）、成熟期（2009至今）三阶段，CAGR分别约为8%、16%、1%。
- 日本电子化学品企业的市值在业绩发育期末和爆发期迎来大幅增长；08年后开始随盈利能力的不同出现分化

日本电子化学品企业净利润（千美元）可分为三阶段



日本电子化学品企业市值（百万美元）变化

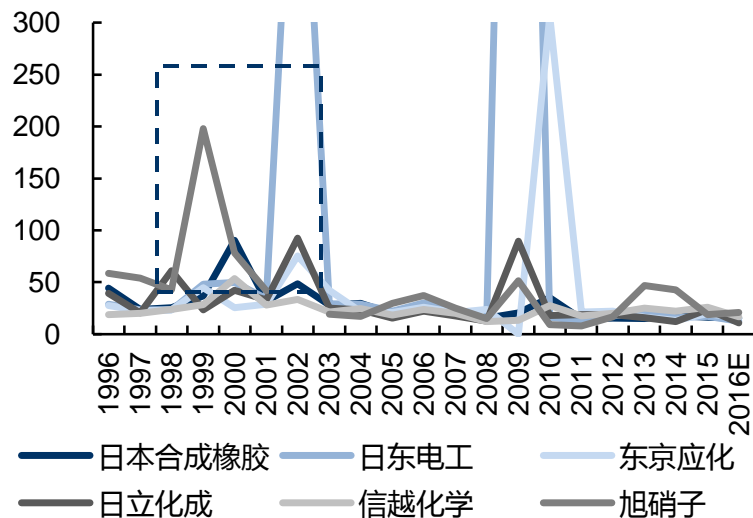


资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

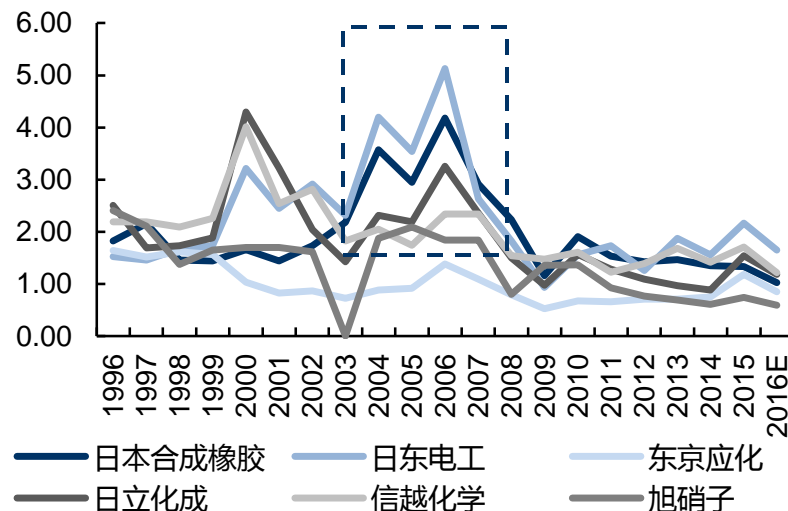
5.7.3 估值与业绩增长相关度高，高增长消化高估值

- 日本电子化学品企业的估值水平与业绩增长的相关度较高，在前期均通过高速增长消化高估值；后期随增长趋向平稳，估值也相应降低。
- 具体到PE和PB水平而言，日本电子化学品企业的PE在发育期（95-02）达到最高水平；而PB在爆发期（02-08）达到最高水平。

发育期（95-02）PE水平最高



爆发期（02-08）PB水平最高



资料来源：Bloomberg，申万宏源研究

5.8 强大的财团背景下提供整体解决方案

- 日本电子化学品企业的特点：规模中小，数量多，实力强，业务覆盖完善，使整个日本电子化学品产业在世界范围内有强劲的竞争力。
- 领先企业大多拥有强大财团背景，其中以三菱系、住友系、三井系最为瞩目。企业之间交流深入频繁，技术进步迅速。

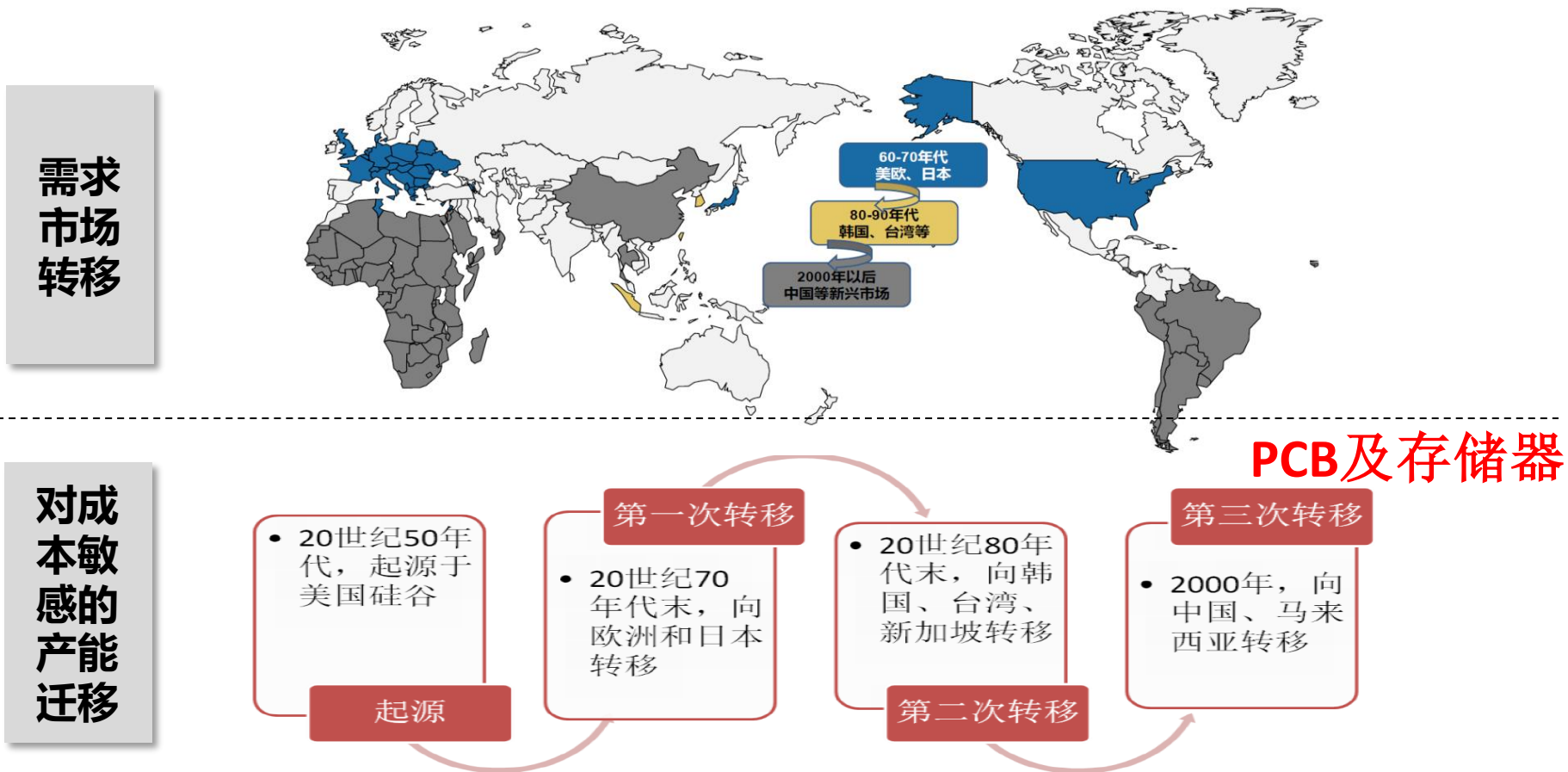
日本Top30电子化学品企业大多拥有强大财团背景

公司	业务	集团	公司	业务	集团
信越化学工业	硅片，半导体化合物，光刻胶等	三菱集团	大金工业 (Daikin)	半导体用含氟聚合物	三井集团
岩谷产业	电子特气	三菱集团	松下电工	半导体塑封料，PCB基板材料	三井集团
三菱材料	多晶硅	三菱集团	富士胶片	平板显示材料	三井集团
旭硝子	玻璃基板	三菱集团	中央硝子	玻璃基板	三井集团
大阳日酸 (Sanso)	电子特气，工业气体	三菱集团	东丽	光学膜及其材料	三井集团
三菱化学	LED、OLED发光材料	三菱集团	三井金属	PCB用电解铜箔	三井集团
东京应化工业	高纯试剂	三菱集团	大日本印刷	光掩膜，滤光片、印制电路板	三井集团
SUMCO	硅晶圆	三菱集团	帝人	光学薄膜、平板显示材料	三和集团
凸版印刷	光掩膜，滤光片	住友集团	日东电工	光学薄膜、挠性PCB	三和集团
住友电工	半导体材料、挠性FPC	住友集团	HOYA	光掩膜	三和集团
住友化学	LED背光模块导光板材，滤光片	住友集团	昭和电工	电子特气	富士集团
德山制造所	多晶硅	住友集团	日立金属	磁性材料、电子用金属材料	富士集团
住友金属矿山	IC封装材料	住友集团	日立化成工业	导电膜、环氧塑封料	富士集团
日本电气硝子	玻璃基板	住友集团	旭化成 (Asahi Kasai)	锂电池隔膜、光掩膜	第一劝银集团
日本爱沃特 (AIR WATER INC)	电子特气，工业气体	三井集团	日本合成橡胶 (JSR)	平板显示材料	普利司通集团

资料来源：申万宏源研究

5.9 半导体产能容易伴随终端市场而转移

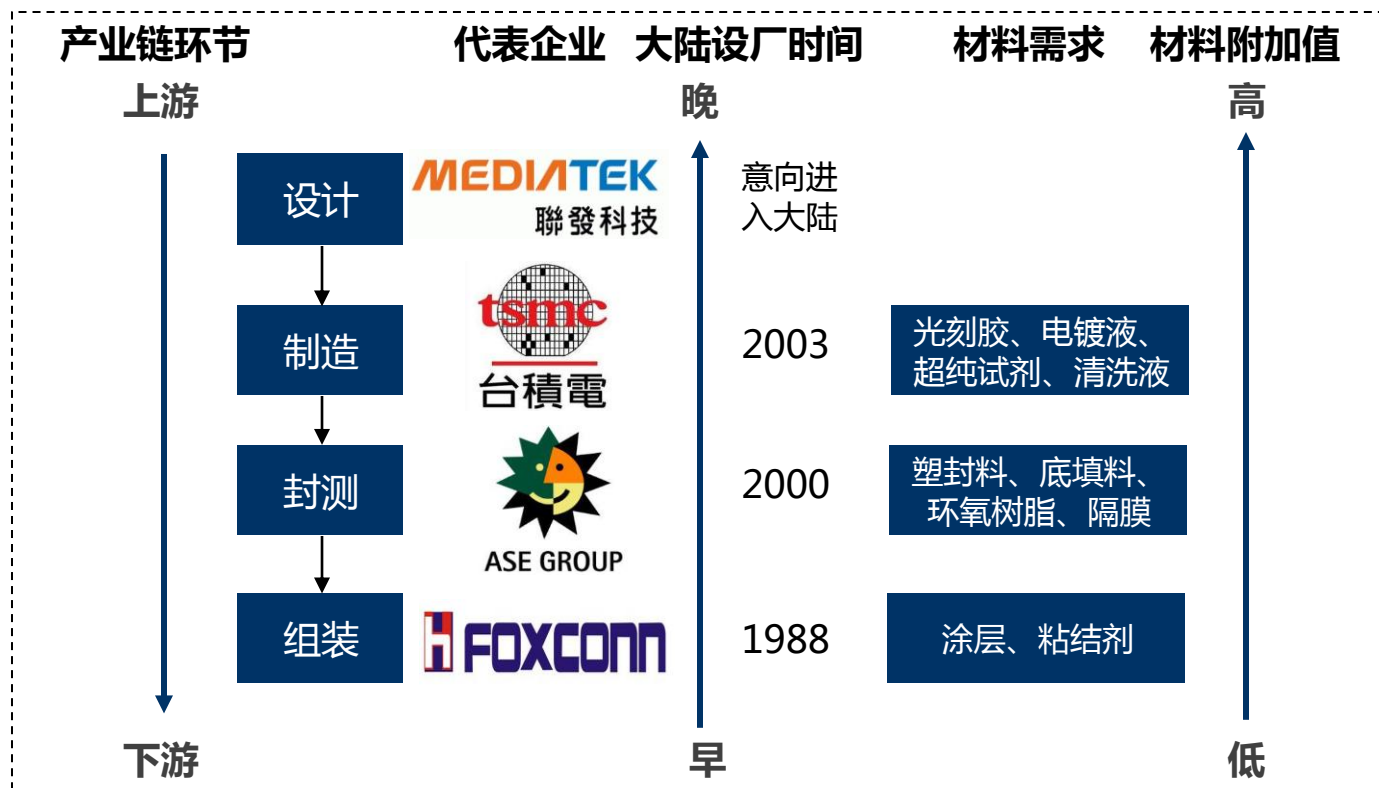
- 半导体终端市场历经美国（1950s），欧日（1960-70s）、韩台（1980-90s）、中国等新兴市场（2000后）的先后转移过程
- 伴随下游终端市场转移，半导体产能也追随其而转移



5.10 产能转移趋向上游，材料需求趋向核心和高附加值化

- 随终端市场爆发式增长，台湾集成电路产能向大陆转移广度和深度不断加大。
- 转移的产业链环节已经由下游组装、封测逐渐进入到上游设计、制造环节，对电子化学材料的需求也趋向更加核心和高附加值化。

随半导体产业链转移环节上移，对材料需求更趋核心与高技术



资料来源：申万宏源研究

5.11 国家大基金投资涉足产业链各环节

- 类似美、日对本国半导体产业的扶持，我国成立规模千亿级的国家集成电路产业基金，在国家战略层面对半导体业进行重点扶持。
- 国家集成电路基金投资涉足产业链各个环节，电子材料企业将受益国产化。

国家集成电路基金投资的部分项目



资料来源：申万宏源研究

5.12 投资标的——进口替代内生增长+外延扩张的行业



整合

- 国内电子化学品企业通过不断研发新的产品，打响技术攻坚战，实现进口替代。
- 通过横向和纵向整合进行产业链的扩张，实现公司的跨越发展。
- 国内电子化学品企业近三年规模及净利润年均增速长期维持在25~30%，部分企业增速超过50%。
- 关注电子化学品五朵金花，鼎龙股份、雅克科技、南大光电、飞凯材料、强力新材。

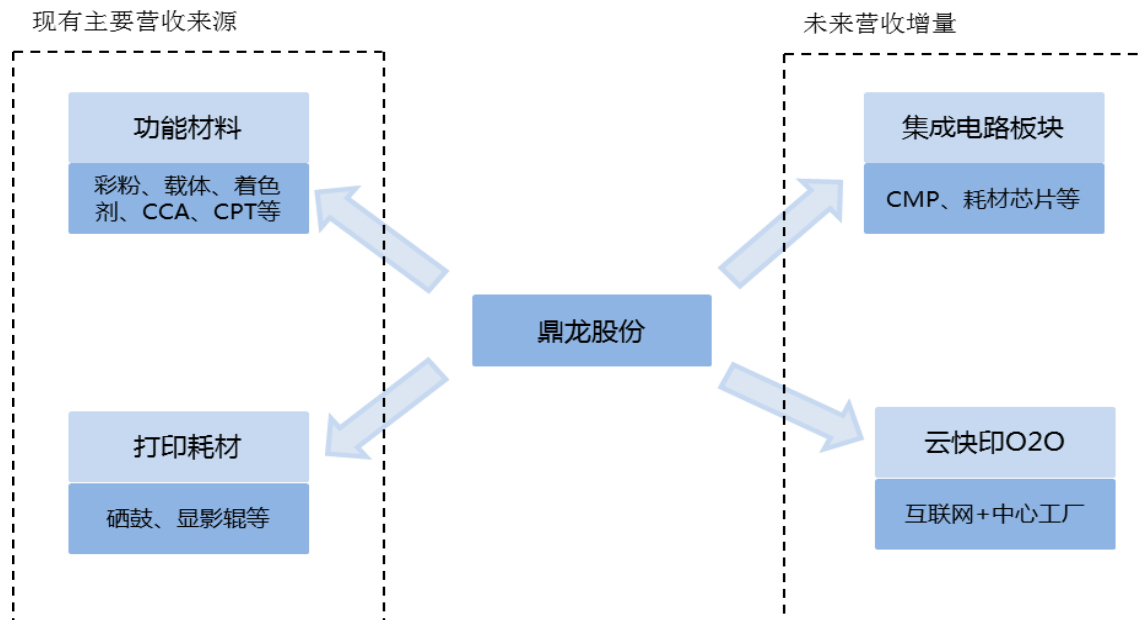
电子化学品上市公司PE、PB

证券代码	证券简称	收盘价	市值(亿元)	EPS				CAGR	PE			
				2014A	2015A	2016E	2017E	14-17年	2014A	2015A	2016E	2017E
002741	光华科技	24.70	89	0.19	0.16	0.20	0.28	14%	131	153	124	87
300346	南大光电	49.95	80	0.32	0.28	0.43	0.63	26%	158	181	117	80
300398	飞凯材料	73.23	76	0.87	1.01	1.32	1.75	26%	85	72	56	42
300429	强力新材	141.19	117	0.82	1.04	1.40	1.84	31%	172	135	101	77
300481	濮阳惠成	49.81	80	0.20	0.36	0.45	0.58	43%	250	139	110	86
002643	万润股份	50.87	173	0.28	0.76	1.23	1.58	77%	179	67	41	32
300054	鼎龙股份	25.42	124	0.28	0.33	0.46	0.72	38%	92	78	55	35
300285	国瓷材料	38.11	114	0.21	0.29	0.51	0.77	54%	180	133	75	49
002409	雅克科技	22.10	74	0.18	0.27	0.36	0.49	39%	122	81	62	45

资料来源: wind, 申万宏源研究, 股价基准日为2016年7月8日, 盈利预测来自申万宏源研究

5.12.1 鼎龙股份：打印快印产业链整合者，打造半导体耗材新平台

- 公司是国内打印复印耗材一体化龙头企业。彩色碳粉产能2000吨，国内第一。定增通过后鼎龙国内硒鼓规模最大，通用耗材领域产业链优势明显。
- CMP项目进展顺利，切入半导体领域开辟公司高端耗材新纪元。中国 CMP 抛光垫市场几乎被陶氏垄断，在集成电路国产化大趋势下，公司 CMP 抛光垫进口替代的空间大。该项目计划将于2016年年中建成并释放产能。
- 增持评级。预计2016-17年EPS为 0.46元，0.72 元，当前股价对应16-17年PE为 55X、35X（7月8日）。



资料来源：申万宏源研究

5.12.2 雅克科技：全球磷系阻燃剂龙头，转型电子化学品有望成为新龙头

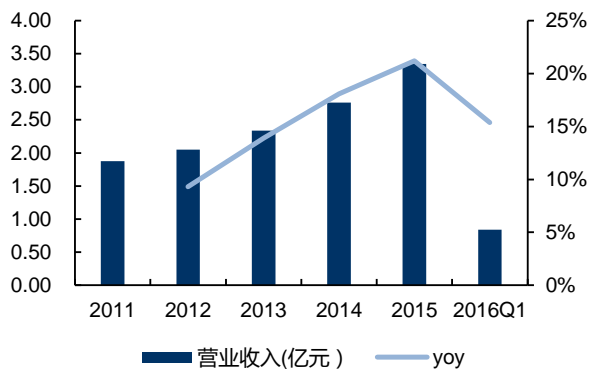


- **全球有机磷系阻燃剂领军企业。**全球阻燃剂“无卤化”进程加速，有机磷阻燃剂年均增速超过7%。以中国为代表的亚太地区，无卤化进程有望加速。公司主营磷系阻燃剂（营收占比近90%），15年产能9.3万吨，国内规模最大，全球市占率超过三分之一。预计2016年，响水、滨海基地投建使用，公司仍在保持20%的增长。
- **收购华飞电子切入电子化学品领域，形成优势互补。**公司2亿元收购华飞电子，承诺16-17年净利润分别不低于1700万元、2200万元。华飞电子主营电子化学品高端细分品种球形硅微粉，市场空间广阔，进口替代潜力大，并在技术和市场上拥有较强竞争力。收购后可与主业形成优势互补，并成为公司向电子化学品拓展的第一步，未来公司将会围绕芯片封装、基板封装进行进一步的布局。
- **LNG保温材料市场空间广阔。**天然气“生产西移，消费东移”，增加LNG船运需求，其中中国LNG运输船只新建需求更加迫切。公司产品目前已经通过GTT认证，板材几个月内即将通过认证，预计17年贡献业绩，并可进一步拓展至LNG整仓，提升在产业链中的地位。
- **盈利预测及投资评级：公司作为全球阻燃剂龙头，转型布局电子封装材料等电子化学品领域。首次覆盖给予增持评级，预计16-17年EPS 0.36元、0.49元，当前股价对应16-17年 PE 62、45倍（7月8日）。**
- **风险提示：1、原材料价格大幅波动；2、新材料拓展不大预期；3、外延发展低于预期**

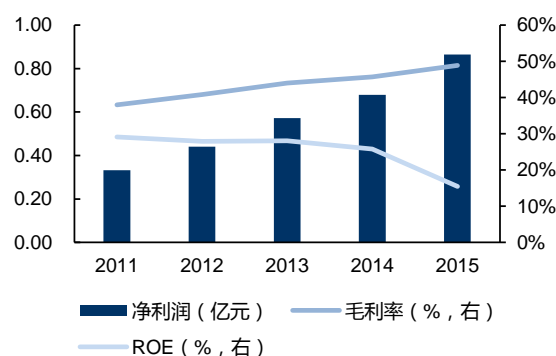
5.12.3 强力新材：全球光刻胶专业化学品龙头

- 公司产品为光刻胶专用化学品：光引发剂+光刻胶树脂。应用领域：PCB、LCD、半导体、其它用途。2015年，光引发剂占据公司85%以上收入。
- 公司目前有多个新项目有序进行，公司募投项目235吨/年光刻胶专用品、年产4760吨光刻胶树脂（含新材料中试基地）将于年中投产。建成之后，公司光刻胶光引发剂总产能将提升至1535吨/年；光刻胶树脂产能将提升至6760吨/年，加上其他扩产项目，公司总光刻胶专用化学品产能将达到9550吨。
- 增持评级。2016-17年EPS为1.40元、1.84元，当前股价对应16-17年PE为101X、77X（7月8日）。

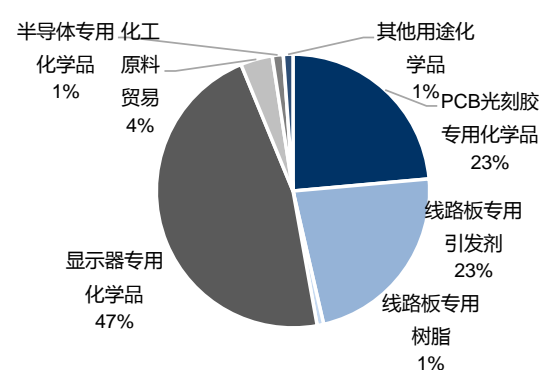
营业收入（亿元）及增速



净利润（亿元）、毛利率、ROE



15年公司毛利结构

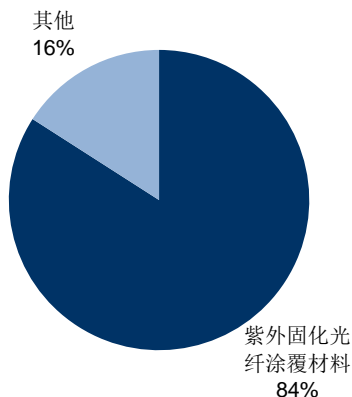


资料来源: wind , 申万宏源研究

5.12.4 飞凯材料：光固化材料国内龙头，多项储备技术爆发在即

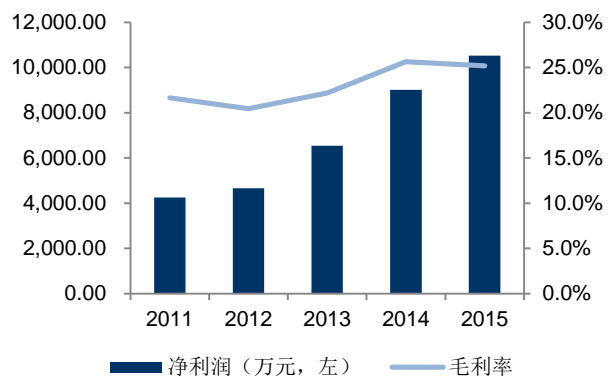
- **光纤涂料主业稳定增长，毛利率稳步提升。** 主营高端领域适用紫外固化材料等新材料，产能5000吨，国内市占率超过60%，全球超过30%。主营业务飞速发展，近三年年均复合增长率达26%。产品附加值高，毛利率长期维持在20%-30%。
- **电子化学品业务发力，接力成为公司新增长点。** 公司电子化学品15年业务收入0.49万（yoy+69.59%），毛利率高54%。公司电子化学品主要为湿化学品（蚀刻液、显影液、剥离液），下游包括长电科技、中芯国际等，成为公司新的业务增长点。
- **盈利预测与估值。** 考虑到公司作为国内光固化材料龙头地位，电子化学品业务快速增长，维持增持评级，维持盈利预测。预计2016-17年EPS为1.32元、1.75元，当前股价对应16-17年PE为56X、42X（7月8日）。

公司收入结构中光纤涂覆材料占比近90%



资料来源：公司公告，申万宏源研究

公司毛利率保持高位，净利润快速增长



资料来源：公司公告，申万宏源研究

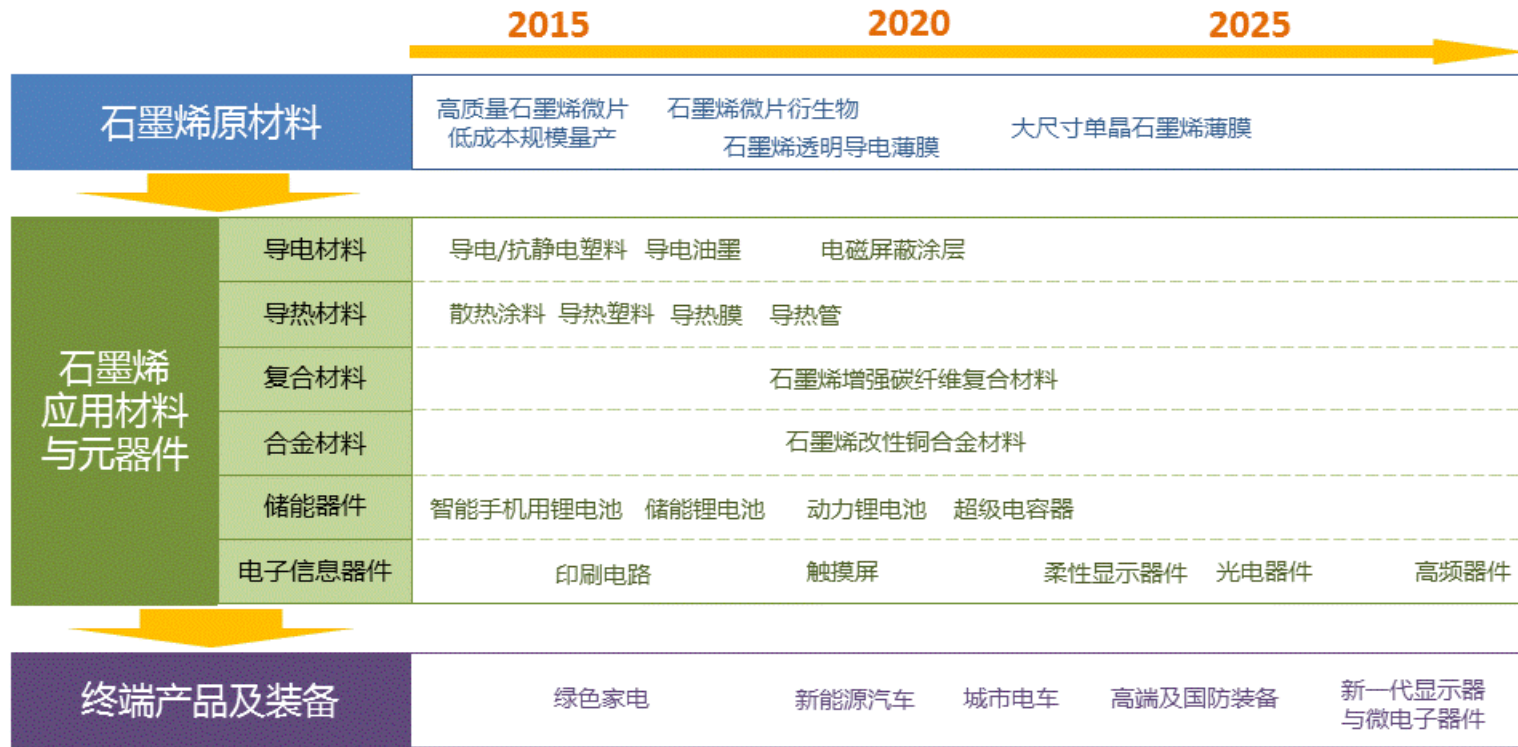
主要内容

1. 16年上半年行业回顾
2. 供给格局向好，看好维生素、粘胶、MDI行业
3. 需求复苏，看好玻纤、安赛蜜、麦草畏行业
4. 锂电材料看好三元和隔膜龙头
5. 电子化学品国产化时代来临
6. OLED、石墨烯应用放量在即
7. 投资策略

6.1 受益于成本下降及应用多点开花，石墨烯大规模产业化已至黎明

- 近年来，随着石墨烯加工工艺的不断改进，其成本已经下降至2011年的十分之一（约200元/公斤），良率和一致性也有了很大提升。同时下游应用多点开花，石墨烯在储能材料、传感器、触控器件、导电油墨浆料、复合材料等多个领域已实现产业化应用，并处于大规模放量在即。

石墨烯产业化路线图



资料来源：石墨烯产业技术联盟，申万宏源研究

6.1 重点推荐中泰化学、德尔未来、道氏技术、康得新、东旭光电



- 投资标的上我们推荐主业有业绩，石墨烯业务有转化为商业化应用可能性的公司。
- 重点推荐中泰化学（受益于行业景气复苏提供业绩支撑，厦门凯钠石墨烯逐步放量）、德尔未来（主业家居业务稳健增长，并购国内两大石墨烯优质标的提供业绩和估值双重弹性）、道氏技术（国内陶瓷墨水龙头，收购青岛昊鑫切入石墨烯及新能源电池材料领域）、康得新（打造基于先进高分子材料世界级生态，石墨烯柔性电子等开启新的跨越式发展周期）、东旭光电（国内最大的液晶玻璃基板公司，联手蓝思科技推动石墨烯柔性显示屏应用，发布国内首款石墨烯基锂离子电池）。

重点公司盈利预测

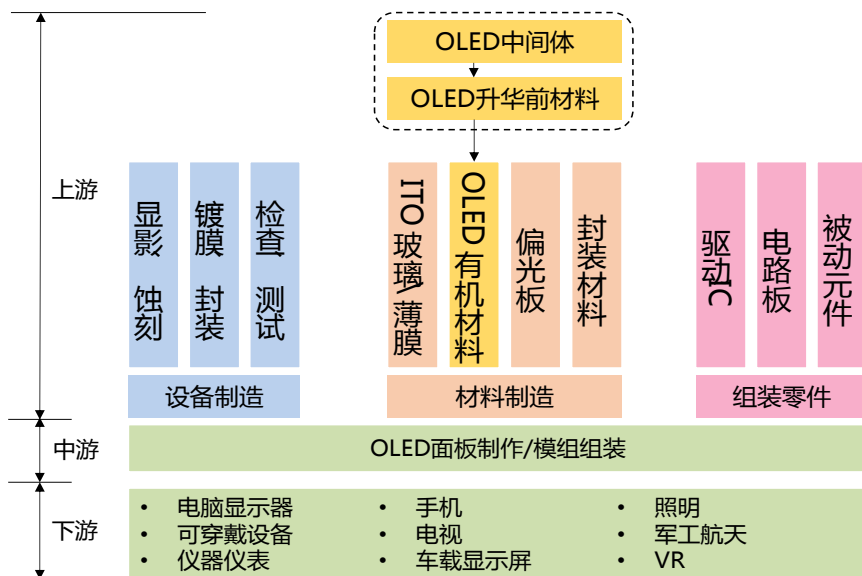
股票代码	简称	股价(2016-07-11)	EPS			PE			PB
			15A	16E	17E	15A	16E	17E	
002092	中泰化学	8.88	0.004	0.27	0.49	1922	31	17	1.1
002631	德尔未来	26.60	0.21	0.44	0.55	126	60	48	9.3
300409	道氏技术	58.91	0.24	0.66	0.87	245	68	55	8.7
002450	康得新	18.19	0.44	0.63	0.93	41	29	20	11.3
000009	中国宝安	13.96	0.50	0.26	0.31	28	54	45	4.7
300128	锦富新材	17.91	0.04	0.12	0.22	448	149	81	3.6
000413	东旭光电	9.08	0.35	0.42	0.50	26	22	18	2.2

资料来源：Wind、申万宏源研究（其中中泰化学、道氏技术、康得新采用申万宏源预测，其他公司采用wind一致预期）

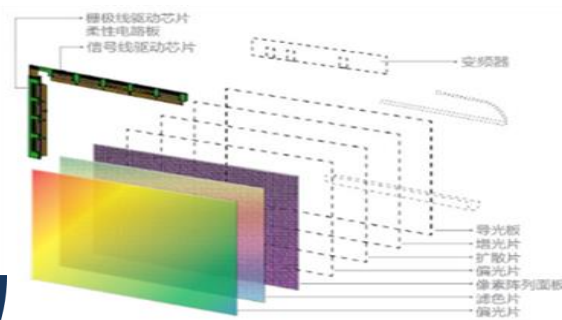
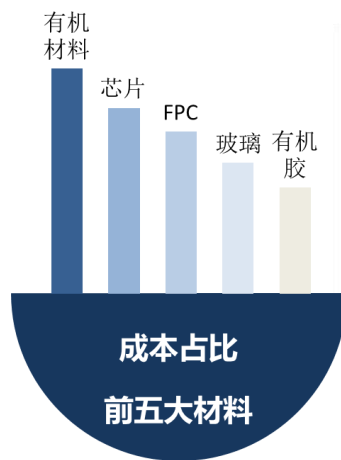
6.2 OLED用电子材料：下游需求爆发在即，国内材料企业有望率先受益

- OLED材料主要包括发光材料、膜材料、封装材料以及工艺材料。发光材料主要掌握在UDC、Idemitsu、Dow、LG Chem、Merck、Duksan等企业手中，膜材料（偏光片、PI膜、聚酯膜）国内市占率很低。
- 从AMOLED成本结构来分析，材料成本主要集中在OLED发光材料和模组材料，材料成本和价格将随着产业规模的扩大而显著下降。原材料国产化是显示面板产业未来获利的重要方向，而OLED材料和模组材料则是未来国产化的主要方向。

OLED产业链



OLED成本主要集中在发光材料和模组材料



资料来源：申万宏源研究

6.2 OLED材料市场预计CAGR达近40%

- 根据研究机构UBI的预测，2016年AMOLED总体市场规模达到14.8亿美元；到2020年将增长到71.7亿美元，CAGR达到49%。
- 根据我们的预计，实际生产用OLED有机发光材料的需求至2019年将达到54000kg以上，CAGR达到38%。

OLED总体市场规模预计



数据来源：UBI，2016-02

OLED有机发光材料市场规模预计

	2015	2016E	2017E	2018E	2019E
手机出货量 (百万部)	1373	1455	1513	1559	1605
面板尺寸 (万平方米, 以平均5英寸, 16: 9计算)	960	1017	1058	1090	1122
OLED渗透率	5%	6%	10%	20%	30%
手机面板面积 (万平方米)	48	61	106	218	337
平板出货量 (百万台)	230	207	186	168	151
面板尺寸 (万平方米, 以平均8英寸, 16: 9计算)	401	361	324	293	263
OLED渗透率	0%	0%	10%	15%	20%
平板面积 (万平方米)	0	0	32	44	53
VR设备出货量 (百万台)	1	12	21	31	43
面板尺寸 (万平方米, 以平均5英寸, 16: 9计算)	1	8	15	22	30
OLED渗透率	80%	85%	85%	90%	90%
VR面积 (万平方米)	1	7	12	20	27
可穿戴设备出货量 (百万台)	35	47	58	71	85
面板尺寸 (万平方米, 以平均2英寸, 16: 9计算)	4	5	6	8	9
OLED渗透率	80%	85%	85%	90%	90%
可穿戴设备面积 (万平方米)	3	4	5	7	8
电视出货量 (百万台)	250	265	280	290	310
面板尺寸 (万平方米, 以平均40英寸, 16: 9计算)	10890	11543	12197	12632	13504
OLED渗透率	0.5%	1.0%	1.5%	2.0%	2.5%
电视面积 (万平方米)	54	115	183	253	338
OLED平板面积合计 (万平方米)	106	188	339	541	762
OLED材料使用量 (kg)	1517	2688	4848	7737	10901
材料有效运用比例	10%	12%	14%	16%	20%
实际生产用OLED材料需求 (kg)	15167	22399	34628	48358	54506

资料来源：申万宏源研究

6.2 建议关注发光材料、膜材料和制造用耗材企业

- 在OLED材料领域，建议关注发光材料、膜材料和制造用耗材企业
- 1) 发光材料：推荐万润股份（国内OLED中间体龙头，15年OLED材料销售额8000万），濮阳惠成（国内规模最大OLED材料中间体企业，下游高端客户放量），强力新材（联手台湾昱镭光电切入OLED核心专利材料），瑞联新材（OLED中间体和升华材料核心供应商），新宙邦（OLED用PEDOT化学品），纳晶科技（QLED发光材料行业领导者）；
- 2) 膜材料：推荐新纶科技（拥有OLED用偏光片功能膜技术储备）、康得新（OLED用水汽阻隔膜、微结构增亮膜）、东材科技（光学聚酯薄膜，为苹果、三星、华为等知名企业配套）；
- 3) 制造用耗材：大富科技（蒸镀用掩膜版，拥有柔性OLED显示模组技术储备）。

主要内容

1. 16年上半年行业回顾
2. 供给格局向好，看好维生素、粘胶、MDI行业
3. 需求复苏，看好玻纤、安赛蜜、麦草畏行业
4. 锂电材料看好三元和隔膜龙头
5. 电子化学品国产化时代来临
6. OLED、石墨烯应用放量在即
7. 投资策略

7.1 投资策略：

- **核心推荐两条主线：**
- **周期别样风采：看好供给格局向好的粘胶、维生素以及MDI行业；需求边际改善的玻纤、甜味剂以及麦草畏行业**
- **新材料多点开花：随着新能源汽车的快速增长，锂电材料将是贯穿一年的投资品种；国产化以及外延发展使得电子化学品行业持续高增长，同时我们看好石墨烯和OLED材料的放量应用突破**

主线	子行业	逻辑	推荐个股	
周期归来	供给格局向好	维生素	供给趋紧，养殖景气带动饲料消费，价格有望持续上涨	新和成、金达威、浙江医药
		粘胶	未来两年新增产能少，棉价上涨打开粘胶价格天花板	南京化纤、三友化工
		MDI	未来新增产能少，供给格局向好产品价格底部反弹	万华化学
	需求复苏	玻纤	供给约束好，新型领域需求带动玻纤量价齐升	中国巨石
		安赛蜜	主流企业减产，替代需求巨大	金禾实业
		麦草畏	受益转基因作物推广及草甘膦复配，需求大增	扬农化工
新材料	电子化学品	国产化+外延并购完善产业链	鼎龙股份、雅克科技、南大光电、飞凯材料、强力新材	
	锂电材料	新能源汽车销量持续高速增长，看好三元和隔膜龙头	沧州明珠、杉杉股份、金鹰股份	
	石墨烯	受益于成本下降及应用多点开花，大规模产业化即将到来	中泰化学、德尔未来、道氏技术、康得新、东旭光电	
	OLED	下游需求爆发在即	万润股份、濮阳惠成、新纶科技	

资料来源：申万宏源研究

估值表 (1)

股票代码	简称	评级	股价 (2016- 07-19)	EPS				PE				BPS	PB
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
农药													
600596	新安股份	增持	7.82	0.07	-0.39	0.04	0.28	107	-	196	28	5.7	1.4
600389	江山股份	增持	14.92	0.68	0.04	0.34	0.71	22	419	44	21	4.4	3.4
002215	诺普信	增持	10.97	0.21	0.25	0.40	0.50	52	44	27	22	1.9	5.7
600486	扬农化工	增持	29.09	1.47	1.47	1.63	2.06	20	20	18	14	10.0	2.9
002391	长青股份	增持	15.05	0.65	0.66	0.76	0.87	23	23	20	17	7.8	1.9
纺织化学品													
002440	闰土股份	增持	16.21	1.68	0.96	1.60	2.01	10	17	10	8	7.5	2.2
化肥													
600096	云天化	增持	9.31	-1.96	0.08	0.34	0.57	NA	122	27	16	5.2	1.8
600426	华鲁恒升	增持	9.88	0.65	0.73	1.00	1.17	15	14	10	8	6.0	1.6
000792	盐湖股份	增持	21.28	0.70	0.30	0.43	0.57	30	71	49	37	12.4	1.7
002470	金正大	增持	8.49	0.28	0.35	0.89	1.11	31	24	10	8	2.6	3.2
002539	新都化工	增持	16.07	0.11	0.20	0.34	0.58	143	81	47	28	3.0	5.4
轮胎													
601058	赛轮金宇	增持	3.65	0.15	0.08	0.30	0.39	25	43	12	9	1.9	2.0

资料来源：申万宏源研究 wind

估值表 (2)

股票代码	简称	评级	股价 (2016-07-19)	EPS				PE				BPS	PB
				14A	15A	16E	17E	14A	15A	16E	17E		
特种化学品													
600309	万华化学	增持	18.13	1.12	0.74	0.92	1.08	16	24	20	17	5.4	3.4
600176	中国巨石	增持	11.36	0.20	0.40	1.50	2.20	58	28	8	5	4.0	2.8
002061	ST江化	增持	7.37	-0.29	-0.33	0.25	0.33	-26	-22	29	22	4.5	1.6
002108	沧州明珠	增持	27.10	0.27	0.35	0.49	0.70	100	78	55	39	2.9	9.3
002597	金禾实业	买入	14.22	0.29	0.38	0.49	0.65	48	37	29	22	3.6	3.9
300037	新宙邦	增持	68.37	0.72	0.69	1.08	1.20	95	99	63	57	10.7	6.4
300285	国瓷材料	买入	37.18	0.21	0.29	0.78	1.06	176	129	48	35	5.3	7.1
002001	新和成	增持	21.76	0.74	0.37	0.82	1.28	29	59	27	17	6.4	3.4
化纤													
002165	红宝丽	增持	9.04	0.16	0.17	0.20	0.27	58	53	44	34	2.4	3.7
000703	恒逸石化	增持	10.69	-0.27	0.14	0.40	0.47	-40	76	27	23	4.9	2.2
601233	桐昆股份	增持	11.51	0.09	0.09	0.20	0.54	127	123	58	21	8.2	1.4
002493	荣盛石化	增持	12.22	-0.14	0.14	0.70	0.91	-90	88	17	13	4.3	2.8
002585	双星新材	买入	10.68	0.14	0.17	0.35	0.50	76	64	31	21	7.3	1.5
电子化学品													
002741	光华科技	增持	24.56	0.19	0.16	0.23	0.28	130	153	107	88	2.0	12.0
300429	强力新材	增持	131.90	0.82	1.04	1.45	2.01	161	126	91	66	10.5	12.6
300398	飞凯材料	增持	70.90	0.87	1.01	1.45	1.88	81	70	49	38	7.0	10.1
300054	鼎龙股份	增持	23.73	0.28	0.33	0.52	0.83	86	73	46	29	4.3	5.6
002409	雅克科技	增持	22.79	0.87	0.27	0.82	1.15	26	84	28	20	4.0	5.6

资料来源：申万宏源研究 wind

信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过compliance@swsresearch.com索取有关披露资料或登录www.swsresearch.com信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入（Buy）：相对强于市场表现20%以上；

增持（outperform）：相对强于市场表现5%~20%；

中性（Neutral）：相对市场表现在-5%~+5%之间波动；

减持（underperform）：相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好（overweight）：行业超越整体市场表现；

中性（Neutral）：行业与整体市场表现基本持平；

看淡（underweight）：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司<http://www.swsresearch.com>网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，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。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。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。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。

简单金融 · 成就梦想

A Virtue of Simple Finance



申万宏源研究微信订阅号



申万宏源研究微信服务号

上海申银万国证券研究所有限公司
(隶属于申万宏源证券有限公司)
李辉 lihui@swsresearch.com
宋涛 songtao@swsresearch.com
马昕晔 maxy@swsresearch.com