2020 年 09 月 18 日

证券研究报告•行业研究•化工

化工行业周观点（9.14-9.18）

强于大市(维持)

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

# PO-DMC 创历史新高，价格仍处上行通道

## 投资要点

- **板块回顾：**截至本周四（9 月 17 日），中国化工产品价格指数（CCPI）为 3751 点，较上周 3732 点上涨 0.5%。化工（申万）指数收盘于 3349.68，较上周增加 4.16%，领先沪深 300 指数 3.05 个百分点。本周化工产品价格涨幅前五的为软泡聚醚（+20.2%）、碳酸二甲酯（+18.25%）、pop 类聚醚（+16.88%）、弹性体聚醚（+16.72%）、高回弹聚醚（+16.17%）；化工产品跌幅前五的为天然气现货(-42.32%)、维生素 B2(-7.62%)、天然气期货(-5.78%)、乙烯焦油(-4.74%)、TDI(-4.38%)。

- **核心观点：**本周原油价格整体企稳后反弹，本周布伦特 11 月主力期货合约平均价格约 40.85 美元/桶，较上周均价下跌 1.41 美元/桶，WTI 10 月主力期货合约平均价格约 38.07 美元/桶，较上周均价下跌 1.08 美元/桶。墨西哥湾地区飓风再次袭击，海上钻井平台大量被关闭，原油产量出现降低，同事美国原油库存同样出现较大幅度降低，降幅超过市场预期，因此支撑了本周原油价格的反弹。OPEC 在最新月报中下调了今年全球石油需求量，展位未来，原油和原油产品价格下半年将继续波动，因市场对第二波疫情和全球库存增加有所担忧，原油产品库存可能继续上升，不过汽油、燃料油和石脑油价格预计将继续得到受疫情影响较小的行业(石油化工)的一些支持。这表明，OPEC+产油国需要继续实施减产协议，在供应方面支撑市场的再平衡，而各国政府主导的刺激措施也需继续进行，促进经济复苏，支撑原油市场的需求面，因此我们认为未来原油价格仍然有望温和上涨。

  国际油价的上涨也将支撑下半年的化工产品价格，在国内外经济复苏的大背景下，终端需求将会进一步改善，因此我们看好下半年化工行业景气度整体上行，布局顺周期资产，重点推荐以**【万华化学】**、**【扬农化工】**、**【华鲁恒升】**、**【新和成】**等为代表的化工行业龙头，在宏观经济弱周期及行业低谷时期，这些细分行业龙头通过成本优势、规模化优势、研发优势可以进一步扩大在行业中的领先优势，通过并购重组提升行业集中度，通过穿越经济和行业周期，实现自身超越同行的成长，我们看到这也是全球化工巨头如巴斯夫、杜邦等公司的成长之路，我们也最看好上述公司成为国内走向世界的化工企业，因此相应公司的估值中枢在目前的市场环境下也将进行上修。近期我们强烈看多 **DMC、环氧丙烷、异氰酸酯(MDI、TDI)**产品价格的趋势上涨，我们强烈推荐**【万华化学】**、**【扬农化工】**、**【赞宇科技】**、**【新宙邦】**、**【金丹科技】**、**【石大胜华】**等公司，具体推荐逻辑如下：

- **【万华化学】**近期国内外不可抗力及检修或引起全球聚合 MDI 市场供应紧张，科思创德国装置因不可抗力进入检修阶段，将影响欧洲、中东地区供应，万华博苏化学 30 万吨装置正值检修，重庆巴斯夫 40 万吨装置也处于停车状态，而未来亚太地区的韩国锦湖及日本东曹装置也均有检修计划，全球聚合 MDI 下游需求继续复苏，目前欧洲当地市场主流商谈在 2000-2360 美元/吨之间，国内价格本周也已经上涨至 17000 元/吨左右，**最新卓创资讯报道，日本东曹南阳两套合计 20 万吨 MDI 装置临时停车，叠加前期科思创和巴斯夫位于美国的 MDI 装置因飓风天气停车，全球 MDI 供应紧张情况将进一步加剧，因此我们判断全球 MDI 价格仍然处于趋势性上涨阶段**，而异氰酸酯的另一主要产品 TDI 也出现了海内外包括巴斯夫、科思创等主要生产装置不可抗力频发的状态，因


**西南证券研究发展中心**

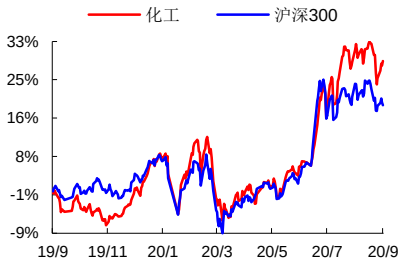
分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-57631191
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号：S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：周峰春
执业证号：S1250519080005
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn

分析师：薛聪
执业证号：S1250520070004
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn


**行业相对指数表现**




*数据来源：聚源数据*

**基础数据**

| | |
|---|---|
| 股票家数 | 264 |
| 行业总市值（亿元） | 54,732.68 |
| 流通市值（亿元） | 54,626.02 |
| 行业市盈率 TTM | 49.29 |
| 沪深 300 市盈率 TTM | 14.8 |

**相关研究**

1. 化工行业周观点（8.31-9.4）：DMC 价格大幅上涨，继续看多 MDI、TDI (2020-09-04)
2. 化工行业周观点（8.24-8.28）：强烈看多 MDI、维生素价格趋势上涨 (2020-08-28)

此 TDI 价格也和 MDI 价格保持了步调一致，目前市场价格已经由前期不到 10000 元/吨上涨至约 17000 元/吨，未来产品价格仍然处于上涨周期，公司 MDI、TDI 产能分别达到 210 万吨和 75 万吨产能，业绩弹性巨大。

- **【赞宇科技】**近期受原油价格推动、餐饮需求复苏影响及印尼、马来西亚主产区减产因素推动，棕榈油价格快速上行至约 6500 元/吨，上涨幅度超过 50%，同时我们认为在多种因素的影响下，下半年棕榈油价格仍处上行通道，因此棕榈油价格的上涨将推动下游油脂化工产品、表面活性剂产品价格的快速上行，**【赞宇科技】**是国内日化和油脂化工双龙头，目前合计具备产能 130 万吨/年以上，市占率接近 40%，上半年表面活性剂业务毛利率回升至十年以来最好水平的 20%，行业基本面根本性反转，公司未来三年产能翻倍，公司大股东认购全部定增份额，公司产品有望持续涨价，业绩弹性巨大，我们认为目前公司股价安全边际高，成长确定性高，强烈推荐。

- **【金丹科技】**7 月 22 日，美团外卖青山计划首批绿色包装推荐名录发布，共纳入 31 家 46 种降解塑料类外卖包装产品和 30 家 41 种纸质类外卖包装产品。其中降解塑料类外卖包装产品均为 PLA 材质或 PLA/PBAT 共混材质，为外卖行业绿色供应链建设提供支撑，我们看到今年 1 月份国家颁布的升级版“限塑令”后各地方政府及各行业标准陆续落地，我们预计仅国内生物降解塑料替代空间将达到 300 万吨以上，公司是国内乳酸行业龙头，具备乳酸产能 13 万吨，下游应用于伊利、蒙牛、海天味业等食品饮料行业，市场占有率达 60%以上，明年随着丙交酯-聚乳酸项目的投放，公司有望成为全球极少数具备 PLA 生产能力的企业，充分受益全球生物降解塑料材料的爆发性增长。

- **【扬农化工】**公司是全球菊酯龙头企业，菊酯类农药产能全球领先，同时可实现关键中间体贲亭酸甲酯等自给，产业链一体化优势显著，未来通过优嘉三-五期项目进一步扩大菊酯类农药产能优势，同时布局其他杀虫、杀菌剂品种，实现产品品类扩张的同时，提高公司盈利能力。公司成功收购中化作物与沈阳农研院 100%股权，构建“研-产-销”一体化生态，迈出了向国际型农药企业转型的重要一步；公司将通过整合农研院的研发资源与中化作物的销售渠道，构筑多元化驱动力，成为“中化+中国化工”体系内农药业务和管理的一体化平台，同时将加大与集团内先正达、安道麦等国际农药巨头的合作，提高公司拓展海外市场、比肩全球农化巨头的竞争实力。

- **【新宙邦】**公司上半年业绩实现同比 77%的高速增长，各项盈利指标均创历史新高，“锂电池电解液+高端精细氟化工”双轮驱动，我们看好公司打开长期发展空间，公司今年电解液溶剂项目投产，实现产业链纵向一体化，叠加添加剂研发优势，进一步巩固电解液行业优势地位，海斯福和海德福将打造氟化工板块“医药精细化学品+新材料”的双引擎，上半年三明海斯福实现净利润 1.35 亿元，毛利率达到 63%，我们看到氟化工已经成为公司业绩最重要增长点，未来随着海斯福扩产项目和海德福的投产，以及半导体化学品板块的快速成长，公司未来成长空间巨大。

- **【石大胜华】**公司是国内电解液溶剂龙头，在原材料环氧丙烷（PO）涨价、以及下游需求旺季支撑下，本周国内碳酸二甲酯（DMC）价格大幅上涨超过 1000 元/吨，下游锂电池电解液与聚碳酸酯景气度明显回暖，DMC 厂家几无库存惜售明显。国内电池级 DMC 主要厂家为石大胜华和海科新源，海科新源装置持续检修停产中，同时电池级 DMC 出口持续好转，预计电池级 DMC 价格有望快速上涨。同时公司具备 1500 吨六氟磷酸锂产能，近期涨价趋势明显，下游电解液厂商陆续开始涨价。公司 2020 三季度业绩有望大幅好转。同时公司 5000 吨/年动力电池添加剂项目（一期）1500 吨产能预计 10 月份投产，Q4 贡献业绩增量；福建泉州基地一期项目预计明年 4 月投产，产能为 2 万吨 EC 和 10 万吨 DMC。其中 DMC 产能接近翻倍，该项目使用 EO 路线生产成本更低，公司未来具备确定的成长性同时存在估值提升的逻辑。

- **风险提示：**大宗产品价格下滑的风险；原油价格大幅波动的风险；化工产品下游需求不及预期的风险。

# 目 录

**1 本周（9.14-9.18）化工板块表现回顾 ..... 1**

**2 化工子板块表现回顾 ..... 2**

2.1 碳酸二甲酯 ..... 2

2.2 环氧丙烷 ..... 3

2.3 MDI、TDI ..... 3

2.4 维生素 ..... 4

2.5 DMF ..... 4

2.6 草甘膦 ..... 5

2.7 油脂化工 ..... 5

2.8 农药 ..... 5

2.9 纯碱 ..... 6

2.10 生物柴油 ..... 6

**3 风险提示 ..... 6**

# 1 本周（9.14-9.18）化工板块表现回顾

**核心观点：**本周原油价格整体企稳后反弹，本周布伦特 11 月主力期货合约平均价格约 40.85 美元/桶，较上周均价下跌 1.41 美元/桶，WTI 10 月主力期货合约平均价格约 38.07 美元/桶，较上周均价下跌 1.08 美元/桶。墨西哥湾地区飓风再次袭击，海上钻井平台大量被关闭，原油产量出现降低，同事美国原油库存同样出现较大幅度降低，降幅超过市场预期，因此支撑了本周原油价格的反弹。OPEC 在最新月报中下调了今年全球石油需求量，展位未来，原油和原油产品价格下半年将继续波动，因市场对第二波疫情和全球库存增加有所担忧，原油产品库存可能继续上升，不过汽油、燃料油和石脑油价格预计将继续得到受疫情影响较小的行业(石油化工)的一些支持。这表明，OPEC+产油国需要继续实施减产协议，在供应方面支撑市场的再平衡，而各国政府主导的刺激措施也需继续进行，促进经济复苏，支撑原油市场的需求面，因此我们认为未来原油价格仍然有望温和上涨。

国际油价的上涨也将支撑下半年的化工产品价格，在国内外经济复苏的大背景下，终端需求将会进一步改善，因此我们看好下半年化工行业景气度整体上行，布局顺周期资产，重点推荐以**【万华化学】、【扬农化工】、【华鲁恒升】、【新和成】**等为代表的化工行业龙头，在宏观经济弱周期及行业低谷时期，这些细分行业龙头通过成本优势、规模化优势、研发优势可以进一步扩大在行业中的领先优势，通过并购重组提升行业集中度，通过穿越经济和行业周期，实现自身超越同行的成长，我们看到这也是全球化工巨头如巴斯夫、杜邦等公司的成长之路，我们也最看好上述公司成为国内走向世界的化工企业，因此相应公司的估值中枢在目前的市场环境下也将进行上修。近期我们强烈看多 **DMC、环氧丙烷、异氰酸酯(MDI、TDI)** 产品价格的趋势上涨，我们强烈推荐**【万华化学】、【扬农化工】、【赞宇科技】、【新宙邦】、【金丹科技】、【石大胜华】**等公司，具体推荐逻辑如下，

**【万华化学】**近期国内外不可抗力及检修或引起全球聚合 MDI 市场供应紧张，科思创德国装置因不可抗力进入检修阶段，将影响欧洲、中东地区供应，万华博苏化学 30 万吨装置正值检修，重庆巴斯夫 40 万吨装置也处于停车状态，而未来亚太地区的韩国锦湖及日本东曹装置也均有检修计划，全球聚合 MDI 下游需求继续复苏，目前欧洲当地市场主流商谈在 2000-2360 美元/吨之间，国内价格本周也已经上涨至 17000 元/吨左右，**最新卓创资讯报道，日本东曹南阳两套合计 20 万吨 MDI 装置临时停车，叠加前期科思创和巴斯夫位于美国的 MDI 装置因飓风天气停车，全球 MDI 供应紧张情况将进一步加剧，因此我们判断全球 MDI 价格仍然处于趋势性上涨阶段**，而异氰酸酯的另一主要产品 TDI 也出现了海内外包括巴斯夫、科思创等主要生产装置不可抗力频发的状态，因此 TDI 价格也和 MDI 价格保持了步调一致，目前市场价格已经由前期不到 10000 元/吨上涨至约 17000 元/吨，未来产品价格仍然处于上涨周期，公司 MDI、TDI 产能分别达到 210 万吨和 75 万吨产能，业绩弹性巨大。

**【赞宇科技】**近期受原油价格推动、餐饮需求复苏影响及印尼、马来西亚主产区减产因素推动，棕榈油价格快速上行至约 6500 元/吨，上涨幅度超过 50%，同时我们认为在多种因素的影响下，下半年棕榈油价格仍处上行通道，因此棕榈油价格的上涨将推动下游油脂化工产品、表面活性剂产品价格的快速上行，**【赞宇科技】**是国内日化和油脂化工双龙头，目前合计具备产能 130 万吨/年以上，市占率接近 40%，上半年表面活性剂业务毛利率回升至十年以来最好水平的 20%，行业基本面根本性反转，公司未来三年产能翻倍，公司大股东认购全部定增份额，公司产品有望持续涨价，业绩弹性巨大，我们认为目前公司股价安全边际高，成长确定性高，强烈推荐。

**【金丹科技】**7 月 22 日，美团外卖青山计划首批绿色包装推荐名录发布，共纳入 31 家 46 种降解塑料类外卖包装产品和 30 家 41 种纸质类外卖包装产品。其中降解塑料类外卖包装产品均为 PLA 材质或 PLA/PBAT 共混材质，为外卖行业绿色供应链建设提供支撑，我们看到今年 1 月份国家颁布的升级版“限塑令”后各地方政府及各行业标准陆续落地，我们预计仅国内生物降解塑料替代空间将达到 300 万吨以上，公司是国内乳酸行业龙头，具备乳酸产能 13 万吨，下游应用于伊利、蒙牛、海天味业等食品饮料行业，市场占有率达 60%以上，明年随着丙交酯-聚乳酸项目的投放，公司有望成为全球极少数具备 PLA 生产能力的企业，充分受益全球生物降解塑料材料的爆发性增长。

**【扬农化工】**公司是全球菊酯龙头企业，菊酯类农药产能全球领先，同时可实现关键中间体贲亭酸甲酯等自给，产业链一体化优势显著，未来通过优嘉三-五期项目进一步扩大菊酯类农药产能优势，同时布局其他杀虫、杀菌剂品种，实现产品品类扩张的同时，提高公司盈利能力。公司成功收购中化作物与沈阳农研院 100%股权，构建“研-产-销”一体化生态，迈出了向国际型农药企业转型的重要一步；公司将通过整合农研院的研发资源与中化作物的销售渠道，构筑多元化驱动力，成为“中化+中国化工”体系内农药业务和管理的一体化平台，同时将加大与集团内先正达、安道麦等国际农药巨头的合作，提高公司拓展海外市场、比肩全球农化巨头的竞争实力。

**【新宙邦】**公司上半年业绩实现同比 77%的高速增长，各项盈利指标均创历史新高，“锂电池电解液+高端精细氟化工”双轮驱动，我们看好公司打开长期发展空间，公司今年电解液溶剂项目投产，实现产业链纵向一体化，叠加添加剂研发优势，进一步巩固电解液行业优势地位，海斯福和海德福将打造氟化工板块“医药精细化学品+新材料”的双引擎，上半年三明海斯福实现净利润 1.35 亿元，毛利率达到 63%，我们看到氟化工已经成为公司业绩最重要增长点，未来随着海斯福扩产项目和海德福的投产，以及半导体化学品板块的快速成长，公司未来成长空间巨大。

**【石大胜华】**公司是国内电解液溶剂龙头，在原材料环氧丙烷（PO）涨价、以及下游需求旺季支撑下，本周国内碳酸二甲酯（DMC）价格大幅上涨超过 1000 元/吨，下游锂电池电解液与聚碳酸酯景气度明显回暖，DMC 厂家几无库存惜售明显。国内电池级 DMC 主要厂家为石大胜华和海科新源，海科新源装置持续检修停产中，同时电池级 DMC 出口持续好转，预计电池级 DMC 价格有望快速上涨。同时公司具备 1500 吨六氟磷酸锂产能，近期涨价趋势明显，下游电解液厂商陆续开始涨价。公司 2020 三季度业绩有望大幅好转。同时公司 5000 吨/年动力电池添加剂项目（一期）1500 吨产能预计 10 月份投产，Q4 贡献业绩增量；福建泉州基地一期项目预计明年 4 月投产，产能为 2 万吨 EC 和 10 万吨 DMC。其中 DMC 产能接近翻倍，该项目使用 EO 路线生产成本更低，公司未来具备确定的成长性同时存在估值提升的逻辑。

# 2 化工子板块表现回顾

## 2.1 碳酸二甲酯

在原材料环氧丙烷（PO）涨价、以及下游需求旺季支撑下，本周国内 DMC 价格继续大涨超过 2000 元/吨，多数企业封盘不报，山东地区市场出厂价在 11500 元/吨左右，华东、华南地区主流送到价在 11800-12000 元/吨，电池级 DMC 报价在 13000-13500 元/吨。原材料 PO 价格本周继续上涨 2000 元/吨至 16500 元/吨左右，主要由于美国计划 10 月底开始对东南亚床垫反倾销，

近期聚醚出口需求大增带动 PO 价格上涨，目前 PO 厂家几无库存。目前行业有效产能约 60 万吨/年，供给端中科惠安、重庆东能合计 11 万吨/年停车，海科新源 6 万吨/年装置计划检修至月底，石大宽矿 5 万吨装置因园区公用工程故障停车 1 周，中盐红四方 5 万吨/年装置重启，浙石化装置仍在调试有少量产品产出。DMC 需求主要集中在电解液溶剂与聚碳酸酯（PC）；电解液需求进入旺季，动力电解液需求恢复提升碳酸甲乙酯出货，拉动 DMC 需求；聚碳酸酯方面，利华益每周招标采购，濮阳盛通聚源刚需采购。短期来看，供给端由于检修及不可抗力增加，9-10 月份国内 DMC 供应处于十分紧张状态；需求端进入旺季，目前厂家库存均处于低位，同时在成本端支撑下，DMC 价格有望继续上涨。中长期来看，浙江石化 20 万吨/年 DMC 装置今年下半年有望投产，配套 PC 装置预计年底投产，将对工业级 DMC 价格造成一定冲击，但电池级 DMC 供给持续紧张，重点推荐具备权益产能 10.5 万吨产能（其中 7.5 万吨电池级）的**【石大胜华】**。

## 2.2 环氧丙烷

本周国内环氧丙烷价格继续大幅上涨，目前华东地区 PO 价格上周至约 17000 元/吨，山东地区价格上涨至 16500-16700 元/吨，较上周价格仍然大幅上周 2000 元/吨，较 4 月份年内低点价格上涨超过 10000 元/吨，美国对东南亚床垫实施反倾销政策导致终端软泡聚醚出口至东南亚订单持续恢复性增长是近期 PO 价格大幅上涨的主要推动力，原材料丙烯山东地区价格约 7400 元/吨，液氯槽罐车价格约 1000 元/吨，因此目前氯醇法工艺毛利润约 5500 元/吨，HPPO 工艺毛利润约 3700 元/吨，吉林神华 30 万吨装置、山东大泽 10 万吨装置、金浦锦湖 8 万吨装置均处于停车状态中，山东鑫岳 35 万吨装置本周突发故障停车加剧了行业供给紧张，近一个月软泡聚醚价格上涨 45%至 19500 元/吨，硬泡聚醚上涨 30%至 14300-14500 元/吨，我们认为近期在下游软泡聚醚订单需求饱满的情况下，PO 价格仍然存在上涨预期，建议关注具备 28 万吨产能的**【滨化股份】**、24 万吨产能的**【万华化学】**、12 万吨产能的**【红宝丽】**和 8 万吨产能的**【石大胜华】**。

## 2.3 MDI、TDI

本周国内聚合 MDI 价格继续上涨，目前华东地区万华 PM200 价格约 17200-17500 元/吨左右，上海外资货源价格上涨至 16500-16800 元/吨，纯 MDI 华东地区价格继续上涨至约 117400 元/吨，受供应端开工率下滑及需求回升影响，国内 MDI-50 价格约 25000-26000 元/吨。原材料方面，纯苯价格约 3300-3400 元/吨，苯胺价格在 4800-4900 元/吨左右，整体原材料价格仍然处于较低水平，卓创资讯计算目前行业 MDI 精馏装置毛利超过 8200 元/吨。近期国内外不可抗力及检修或引起全球聚合 MDI 市场供应紧张，科思创德国装置因不可抗力进入检修阶段，将影响欧洲、中东地区供应，因此欧洲、中东地区价格也上涨至 2000 美元/吨以上，近两周价格上涨超过 500 美元/吨，最近韩国厂家对欧洲报价更是达到了 1900 美元/吨。目前万华博苏化学 30 万吨装置正值检修，重庆巴斯夫 40 万吨装置也处于停车状态，而未来亚太地区的韩国锦湖及日本东曹装置也均有检修计划，全球聚合 MDI 下游需求继续复苏，而聚氨酯的销售旺季即将来到，万华化学 9 月份挂牌价执行 17000 元/吨，环比上调 1500 元/吨，纯 MDI 挂牌价环比上涨 1000 元至 18000 元/吨，目前欧洲当地市场主流价格在 2000-2360 美元/吨之间，7 月份国内聚合 MDI 出口环比上涨 78%，8 月份出口有望继续大幅上涨，**最新卓创资讯报道，日本东曹南阳两套合计 20 万吨 MDI 装置临时停车，叠加前期科思创和巴斯夫位于美国的 MDI 装置因飓风天气停车，全球 MDI 供应紧张情况将进一步加剧，因此我们判断全球 MDI 价格仍然处于趋势性上涨阶段。**

而异氰酸酯的另一主要产品 TDI 也出现了海内外包括德国巴斯夫、美国科思创、国内银光等主要生产装置不可抗力频发的状态，因此 TDI 价格也和 MDI 价格保持了步调一致，目前市场价格已经由前期不到 10000 元/吨上涨至 17000 元/吨，卓创资讯测算目前行业毛利超过 6800 元/吨，我们判断国内 8 月份 TDI 出口量将大幅增长，未来 TDI 产品价格仍然处于上涨周期，我们强烈重点推荐全球聚氨酯行业龙头**【万华化学】**，我们强烈看好公司在聚氨酯、石化及精细化学品三大板块的业务布局，公司在巩固核心护城河的基础上，同时继续延伸上下游产业链，并大力发展精细化学品及新材料业务，未来有望成为比肩巴斯夫的全球化学品公司巨头。

## 2.4 维生素

经历前期库存消化之后，8 月以来维生素下游采购明显回暖，叠加部分品种厂家检修，以及国内下游生猪产能恢复，价格有不同程度上涨，本周维生素整体表现平稳，其中 VK3 厂家近期提价，具体品来看：本周维生素 A 价格 410-450 元/kg，较上周价格持平，维持坚挺，巴斯夫透露因质量问题四季度 VA1000 和 AD3 产品供给受限，国内厂家检修去库存，下游采购逐步回暖，VA 供需持续偏紧；本周维生素 E 价格 68-72 元/kg，较上周价格持平，国内和欧洲厂家均有检修，市场购销也有好转，中长期看，DSM 整合能特科技优化行业竞争格局，VE 盈利中枢稳步抬升。我们持续看好 VA 和 VE 持续景气，重点推荐 VA 和 VE 双龙头**【新和成】、【浙江医药】**；本周维生素 D3 价格 180-200 元/kg，较上周价格持平，7 月 1 日国内实施新的饲料添加剂 VD3 油标准，新标准规定 VD3 油起始原料为羊毛脂胆固醇，限制脑干胆固醇，羊毛脂成为生产 VD3 唯一合法来源原料，国内脑干胆固醇产能的退出，有利于优化胆固醇行业竞争格局。VD3 是以胆固醇为原料生产，NF 级胆固醇提取工艺较为复杂，生产企业主要有印度迪士曼、日本精化、新加坡恩凯、花园生物，建议重点关注饲料级 VD3 龙头**【花园生物】**，公司具备产业链一体化优势，现有产能 3000 吨，业绩弹性大；泛酸钙价格 75-80 元/kg，较上周价格持平，下游补库意愿增强；维生素 B1 价格 158-165 元/kg，较上周价格持平，华中药业因异味检修整改，市场购销好转；生物素价格 110-130 元/kg，较上周价格持平，海嘉诺复产需要当地审批，部分生物素厂家停报，市场购销好转；维生素 C 价格 26-28 元/kg，较上周持平，市场购销放缓；叶酸价格 205-220 元/kg，较上周持平，市场购销偏淡；维生素 K3 价格 83-90 元/kg，较上周价格持平，因原料成本上涨，兄弟科技、振华、民丰等厂家报价提高，饲料级 K3MSB96 提价至 93-95 元/kg，MNB96 提价至 113-115 元/kg；烟酰胺价格 50-55 元/kg，较上周价格赤贫，市场购销好转。总体而言，维生素三季度供需迎来拐点，当前国内装置开工率较低，前期库存有效消化，国内养殖需求持续回暖，VA、VE、VD3 等产品价格强势反弹，重点推荐**【新和成】、【浙江医药】**和**【花园生物】**等。

## 2.5 DMF

近期国内 DMF 市场小幅上涨 300-400 元/吨，华东主流价格 7150-7250 元/吨，之前江山产能退出导致供应总体偏紧，进入 3 季度随着下游开工提升，供需矛盾加剧，卓创估算 DMF 利润 2916 元/吨，较上周涨 72.25 元/吨。本周行业开工率 50%，特胺菱天、扬子巴斯夫低负荷运行，安阳九天 DMF 装置仍在检修，预计月底完成，市场货源整体不足。下游需求较前期增加，节前备货气氛明显，浆料厂家开工平稳，刚需补仓支撑行情，终端需求表现平稳。近期成本端的甲醇价格回升进一步支撑 DMF，山东上涨 30 元/吨、华中上涨 20-50 元/吨、西南地区上涨 100 元/吨、华北地区上涨 10-30 元/吨。9 月份 DMF 盈利有望进一步

扩大，后市则需关注供给端产能变化，包括安阳装置重启时间等。建议重点关注具备 23 万吨产能的【**华鲁恒升**】和 10 万吨产能的【**鲁西化工**】。

## 2.6 草甘膦

7 月初至今，草甘膦生产企业部分如浙江新安、乐山福华、安徽广信、四川和邦均出现停产检修，草甘膦市场的供货大幅减弱，行业库存相对较低，行业开工率最近 2 个月最低值为 56.5%，日产量 1200 吨，环比跌幅 22.7%。根据卓创资讯信息显示，受到汛情影响，乐山福华和四川和邦在 8 月 18 日停产，具体复产时间未定，由于两家公司合计产能达到 24 万吨，占据国内总产能的 24%，未来草甘膦的供给端紧张局面加剧，叠加目前国内草甘膦行业整合后 CR3>60%的寡头竞争格局，我们看好中期草甘膦价格的上涨。本周国内草甘膦原药均价 2.47 万元/吨，环比上涨 0.82%，原药高价达到了 2.52 万元/吨，现货难寻，建议关注草甘膦相关个股具备 3 万产能的【**扬农化工**】、7 万吨产能的【**江山股份**】、18 万吨产能的【**兴发集团**】、8 万吨产能的【**新安股份**】和 3 万吨产能的【**广信股份**】。

## 2.7 油脂化工

受国际油脂向好、马来西亚棕榈油出口环比+12%等利好影响，本周国内棕榈油期现货价格均大幅上涨。截止 9 月 17 日，国内棕榈油现货价格上涨 450 元/吨至 6700-6750 元/吨，棕榈油 2101 合约上涨 350 元/吨至 6232 元/吨左右，CFR 中国 24 度棕榈油上涨 15 美元/吨至 768 美元/吨。近日，USDA 公布 9 月报告，下调美豆单产使美豆价格拉高，带动棕榈油价格上涨；同时 USDA 公布的 2020/2021 年度全球植物油库存消费比为 10%，为连续第三个年度下降，三大油脂结转库存共同下滑，棕榈油库存减少了 65 万吨。目前马来棕榈油库存 170 万吨，国内库存不足 40 万吨，均为三年以来最低。机构预测 2020 年印尼棕榈油产量料为 4600 万吨左右，同比减少 2.3%。在原材料支撑下，国内硬脂酸价格在上涨 100 元/吨至 7400-7700 元/吨，阴离子表活价格在 6000 元/吨左右。我们认为海外主要生产国印尼和马来西亚均宣布将继续各自的生物柴油项目，加之全球在复产复工及消费逐渐恢复下对油脂需求边际好转，棕榈油及下游产品价格有望持续反弹。我们重点推荐【**赞宇科技**】，公司是油脂化工及阴离子表面活性剂双龙头，具备油脂化工产能 55 万吨/年，表面活性剂产能 70 万吨/年，未来两年产能有望翻倍，充分受益棕榈油价格的上涨。

## 2.8 农药

目前国内市场步入淡季，出口需求未得到较大提升，但国内开工率并未降低，原药库存持续增加，原药市场价格加速下跌。草铵膦报价近期维持平稳，草铵膦原药价格约 15.5-15 万元/吨，预计短期行情走稳，百川测算目前传统格式工艺厂家毛利润约 6.5 万元/吨以上。菊酯方面，目前是需求淡季，市场行情清淡，94%氯氰菊酯价格报价 9.8 万元/吨，功夫菊酯价格目前主流参考价下降至 17.5 万元/吨。毒死蜱方面，本周国内毒死蜱市场弱势整理，下游续期疲软，行业整体变化不大，相关个股【**丰山集团**】。麦草畏目前市场需求清淡，扬农化工麦草畏原药装置停车，消化库存为主，原药对外报价 8 万元/吨。农药行业目前进入一个行业集中度提升的长期趋势，对于行业龙头企业，周期属性减弱，成长属性增强。考虑到具备研-产-销一体化能力、固定资产投资稳步推进，中化系优质资产业绩持续超预期释放，重点推荐国内综合性农药龙头【**扬农化工**】；草铵膦价格坚挺，重点推荐【**利尔化学**】，公司广安新产线投产后将进一步降低草铵膦生产成本，同时公司 L-草铵膦项目将进一步提升公司在

行业的核心竞争力，另外，氟环唑等产品的产能释放将进一步提升公司的业绩，打开成长空间。公司中报已经披露，上半年归母净利润 2.6 亿元，同比增长 60%，公司业绩增长除了受益于草铵膦价格上涨之外，上半年在农药制剂端也持续发力，深化和国际客户的合作，围绕客户需求进行新产品的开发和市场合作，加强市场的研究、筹划和推广，拓宽线上销售渠道，跟进登记进度，取得精草铵膦生产许可，进行试生产，并获得成功，实现批量生产，所以公司上半年农药制剂收入达到 6.8 亿元，同比增长 33.2%。另外，公司持续推进技改，上半年公司进行了甲基二氯化磷项目并线、丙炔氟草胺等技改，未来成本有望进一步降低。我们还推荐关注国内植物生长调节剂龙头企业**【国光股份】**，公司 IPO 募投项目产能预计将在今年投产，打开困扰公司多年的产能瓶颈，公司植物生长调节剂产品贴近下游，公司通过产品套餐+技术服务来获得较高的客单价，公司产品盈利能力高，看好公司未来成长空间。

## 2.9纯碱

本周纯碱价格以稳为主，本周国内轻质纯碱主流出厂价在 1620-1750 元/吨，重质纯碱主流出厂价在 1850-2050 元/吨。本周开工率 72%左右，环比上升 4.5 个百分点，本周山东海天 150 万吨/年氨碱装置、南方碱业 60 万吨/年氨碱复产；陕西兴化 30 万吨/年提负荷至 5 成左右；青海地区各碱厂持续限量生产。本周纯碱库存继续下滑，目前行业库存 60 万吨左右，环比下降 5 万吨左右，主要集中在西北、西南地区。玻璃在纯碱下游需求中占比约 61%，其次是洗涤剂、无机盐等。玻璃作为建材产品，建筑行业占玻璃需求的 75%左右，主要用于房地产建筑、家居家装等；汽车行业运用占比大约 15%左右。目前下游浮法玻璃产销良好，前期新点火及复产浮法线逐步出产品，有望支撑纯碱需求，下游原料库存在 30-40 天，且近期纯碱开工率有望进一步提升，预计短期内纯碱价格以震荡维稳为主。**同时中盐化工与山东海化进行集团层面战略整合，未来将对纯碱行业的产生深远影响，行业集中度将重塑**，建议关注具备 285 万吨权益产能的**【三友化工】**和 280 万吨产能的**【山东海化】**。

## 2.10 生物柴油

本周生物柴油价格继续小幅下滑，国内生物柴油价格环比下滑 46 元/吨，国内生物柴油市场均价在 6741 元/吨，本周地沟油均价 4700 元/吨左右，环比下降 40 元/吨。生物柴油主要成分为脂肪酸甲酯，受成本推动以及出口需求大幅增长，2020 年至今生物柴油均价约 6622 元/吨，较 2019 年均价 5500 元/吨上涨 20.4%；国内生物柴油以出口为主，2019 年国内生物柴油产量 90 万吨左右，出口约 66 万吨，2020 年 1-7 月累计出口 51 万吨，同比上涨 56%。欧洲是世界最大的生物柴油消费和进口国，区域内的国家组织及各主要国家均实施鼓励消费生物柴油的政策，2020 年生物柴油混掺比例达到 10%，目前供需缺口超过 200 万吨，2030 年，混掺比重有望达到 25%。我国用于交通运输领域的柴油年消费量超过 1 亿吨，未来生物柴油需求空间巨大。建议关注具备 24 万吨产能的**【卓越新能】**。

# 3 风险提示

大宗产品价格下滑的风险；原油价格大幅波动的风险；化工产品下游需求不及预期的风险。

## 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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

## 投资评级说明

| | |
|---|---|
| 公司评级 | 买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上<br>持有：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间<br>中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间<br>回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-20%与-10%之间<br>卖出：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-20%以下 |
| 行业评级 | 强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上<br>跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间<br>弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下 |

## 重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

## 西南证券研究发展中心

**上海**

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

**北京**

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

**重庆**

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

**深圳**

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

## 西南证券机构销售团队



| 区域 | 姓名 | 职务 | 座机 | 手机 | 邮箱 |
|---|---|---|---|---|---|
| 上海 | 蒋诗烽 | 地区销售总监 | 021-68415309 | 18621310081 | jsf@swsc.com.cn |
| | 张方毅 | 高级销售经理 | 021-68413959 | 15821376156 | zfyi@swsc.com.cn |
| | 杨博睿 | 销售经理 | 021-68415861 | 13166156063 | ybz@swsc.com.cn |
| | 吴菲阳 | 销售经理 | 021-68415020 | 16621045018 | wfy@swsc.com.cn |
| | 付禹 | 销售经理 | 021-68415523 | 13761585788 | fuyu@swsc.com.cn |
| | 黄滢 | 销售经理 | 18818215593 | 18818215593 | hying@swsc.com.cn |
| | 蒋俊洲 | 销售经理 | 18516516105 | 18516516105 | jiangjz@swsc.com.cn |
| | 刘琦 | 销售经理 | 18612751192 | 18612751192 | liuqi@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售经理 | 15642960315 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn |
| 北京 | 张岚 | 高级销售经理 | 18601241803 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn |
| | 高妍琳 | 销售经理 | 15810809511 | 15810809511 | gyl@swsc.com.cn |
| 广深 | 王湘杰 | 地区销售副总监 | 0755-26671517 | 13480920685 | wxj@swsc.com.cn |
| | 林芷豌 | 高级销售经理 | 15012585122 | 15012585122 | linzw@swsc.com.cn |
| | 陈慧玲 | 高级销售经理 | 18500709330 | 18500709330 | chl@swsc.com.cn |
| | 谭凌岚 | 销售经理 | 13642362601 | 13642362601 | tll@swsc.com.cn |
| | 郑龑 | 销售经理 | 18825189744 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn |