

# 景气走弱，聚焦成长，关注周期结构性机会

2018年12月05日

- ◆ **2018 行业回顾：盈利水平维持高位，增速及盈利能力环比下行。**回顾18年，环保持续高压加速化工行业落后产能持续出清，需求基本稳定，大部分子行业供需格局紧平衡。成本端受益油价中枢上移，成本支撑较强，化工品价格持续上涨带动营收业绩高速增长。三季度单季来看，需求疲弱压力显现，价格上行动力不足，呈现出量价增长双弱的情形。重点跟踪的化工产品中，70%三季度均价同比提高，59%环比进一步提高。48%三季度平均价差同比提高，40%环比提高，产品盈利能力环比下滑明显，周期顶点已过。估值方面，截至11月30日，化工行业平均PE为14倍，处于近五年历史PE的0.39%分位，PB为1.5倍，处于近五年历史PB的0.62%分位，估值已接近近五年最低水平。
- ◆ **2019 年行业展望：需求走弱，短期景气度预期下行。**供给方面：18年行业资本支出增速较快，主要系炼化、聚氨酯等行业巨头扩产。需求方面：全球经济增速放缓，需求走弱。地产销售承压，汽车、家电、纺织等行业需求增速回落甚至转负，仅基建和农业需求较为稳定。出口方面：贸易摩擦仍然存在，出口存在较大不确定性。成本方面：原油价格10月份起急速下挫，成本支撑减弱。大部分化工品四季度起价格大幅回调价差收窄，仅氟化工、磷产业链等部分行业表现较强势，产业链利润逐步向中下游转移。我们观测的化工品中，78%的产品价格处在40%历史分位以下，56%产品价差处于40%历史分位以下。我们认为油价大概率区间震荡，需求增速整体放缓但仍存部分结构性机会，且当前化工品整体价格价差处于历史相对较低水平，预计景气下行幅度有限。
- ◆ **聚焦成长，精选个股。**(1)需求在政策推动、国产化替代等因素作用下仍有较大增长空间。(2)近两年仍有产能释放，价稳量增，内生业绩增长确定性较高。(3)通过外延并购优质标的实现产业链延伸，且并购标的业绩实现可能性较高，能够明显增厚业绩的企业。建议关注受政策推动需求增长较快的尾气催化材料行业；受益电子行业产能国内转移，上游材料逐步实现进口替代的电子化学品行业；以及国产化提速，需求稳定增长的空气净化过滤行业。
- ◆ **关注周期结构性机会。**化工行业细分行业众多，甄选供需格局仍然较好，景气持续上行的细分板块。(1)需求相对平稳，环保作用持续高压。(2)具备资源壁垒或技术壁垒，产能无法快速投放。建议关注需求逐步改善，环保对产能去化明显的农药行业；短期建议关注受资源性矿石开采受限，景气持续走高的磷化工、氟化工板块。
- ◆ 考虑到短期行业整体景气度下行，19年业绩增长仍面临一些压力，我们下调行业评级至“中性”。

中性（下调）

东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：孙翠华

电话：021-23586480

相对指数表现



相关研究

- 《贸易战暂缓，外需预期提振》  
2018.12.03
- 《个股商誉减值风险分析》  
2018.11.22
- 《萤石、氢氟酸持续走高，关注磷复肥会议冬储政策指导》  
2018.11.06
- 《18Q3 基金持仓分析，行业仍偏低配》  
2018.11.02
- 《油价震荡调整，关注油价后周期行业》  
2018.10.29

### 【配置建议】

- ◆ 成长板块建议关注国瓷材料、飞凯材料、晶瑞股份、再升科技
- ◆ 周期板块建议关注农药行业，重点关注扬农化工

### 【风险提示】

- ◆ 环保执行力度大幅下滑；
- ◆ 贸易摩擦再次升级；
- ◆ 下游需求超预期下滑；
- ◆ 原油价格大幅波动。

## 正文目录

1. 化工行业 2018 年市场行情回顾 .....	6
1.1. 行情回顾 .....	6
1.2. 估值回顾 .....	6
2. 化工行业 2018 年业绩回顾 .....	7
2.1. 营收、净利保持高增长，增速环比回落 .....	7
2.2. 三季度盈利能力同比提升，环比下滑 .....	11
3. 化工行业基本面回顾及展望 .....	13
3.1. 部分产品价格价差回落，整体处于历史较低分位 .....	13
3.1.1. 三季度主要产品价格价差复盘 .....	13
3.1.2. 当前化工产品价格水平 .....	17
3.2. 供给：资本支出增长，环保限产边际效应弱化 .....	19
3.2.1. 行业盈利改善，在建工程上升 .....	19
3.2.2. 环保严监管趋势不变，短期内限产边际效应弱化 .....	20
3.3. 需求：内外需走弱，制约行业景气持续的最关键因素 .....	21
3.4. 成本：原油价格回落，利润向中下游行业释放 .....	26
4. 聚焦成长，精选个股，寻找确定性增长 .....	27
4.1. 国六标准执行在即，尾气处理催化材料市场需求激增 .....	28
4.1.1. 国六标准实施在即，倒逼尾气处理技术升级 .....	28
4.1.2. 重点关注标的：国瓷材料 .....	29
4.2. 进口替代加速，电子化学品需求空间广阔 .....	30
4.2.1. 半导体、面板产能加速国内转移，需求空间广，价格敏感度低 .....	30
4.2.2. 技术壁垒高，更新换代速度快，主流技术国外垄断，进口替代提速 .....	31
4.2.3. 重点关注标的：飞凯材料 晶瑞股份 .....	32
4.3. 国产化提速，洁净市场持续高成长 .....	33
4.3.1. 洁净市场为蓝海市场，进口替代提速 .....	33
4.3.2. 重点关注标的：再升科技 .....	35
5. 关注周期结构性机会 .....	35
5.1. 农产品价格见底回升，农药需求增长稳定，供给持续收紧 .....	36
5.1.1. 农产品价格见底回升，农药需求预期稳定增长 .....	36
5.1.2. 供需紧平衡，农药行业景气度持续回升 .....	37
5.1.3. 重点关注标的：扬农化工 .....	38
6. 盈利预测及重点推荐公司列表 .....	39
7. 风险提示 .....	40

## 图表目录

图表 1: 化工行业 18 年年涨跌 (截止至 11 月 30 日) .....	6
图表 2: 化工子行业年涨跌 (截止至 11 月 30 日) .....	6
图表 3: 个股年涨幅前十 (截止至 11 月 30 日) .....	6
图表 4: 个股年跌幅前十 (截止至 11 月 30 日) .....	6
图表 5: 近五年化工行业 PE (截止至 11 月 30 日) .....	7
图表 6: 近五年化工行业 PB (截止至 11 月 30 日) .....	7
图表 7: 化工行业营收、归母净利润及增速 (剔除两桶油) .....	7
图表 8: 化工行业单季度营收、归母净利润及同比增速 (剔除两桶油) .....	8

图表 9: 2018 前三季度各子行业营收及同比增速 .....	9
图表 10: 2018 前三季度各子行业归母净利润及同比增速 .....	9
图表 11: 2018Q3 单季度营收增速及增速环比变动 .....	10
图表 12: 2018Q3 单季度归母净利润增速及增速环比变动 .....	10
图表 13: 化工行业毛利率/净利率变化 (剔除两桶油) .....	11
图表 14: 化工行业单季毛利率/净利率 (剔除两桶油) .....	11
图表 15: 2018Q3 单季度毛利率及同比环比变动 .....	12
图表 16: 2018Q3 单季度净利率及同比环比变动 .....	12
图表 17: 中国化工品价格指数 CCPI 走势 .....	13
图表 18: 三季度化工产品价格同比&环比涨幅前二十 .....	13
图表 19: 三季度化工产品价格同比&环比跌幅前二十 .....	14
图表 20: 三季度化工产品价格价差同比&环比涨幅前二十 .....	15
图表 21: 三季度化工产品价格价差同比&环比跌幅前二十 .....	16
图表 22: 主要化工产品价格季度涨幅及历史价格分位 (截至 2018 年 11 月 23 日) .....	17
图表 23: 主要化工产品价格价差季度涨幅及历史价格分位 (截至 2018 年 11 月 23 日) .....	18
图表 24: 化工行业资本支出与 ROE 变化 .....	19
图表 25: 化工行业在建工程及增速变化 .....	19
图表 26: 细分行业 18Q3 在建工程及增速变化 .....	20
图表 27: 环保行业主要政策汇总 .....	20
图表 28: 化工行业产业链 .....	22
图表 29: 地产销售承压, 基建触底回升 .....	22
图表 30: 汽车产销量增速同比下行 (%) .....	23
图表 31: 家电产量增速下滑明显 .....	23
图表 32: 全国布产量及同比增速维持低位 .....	23
图表 33: 柯桥纺织景气指数持续走低 .....	23
图表 34: 纺织品出口金额及增速 .....	24
图表 35: 中国农产品产量稳中有升 .....	24
图表 36: 全球农产品产量稳中有升 .....	25
图表 37: 全球 PCB 行业产值规模及增速 .....	25
图表 38: 全球面板出货量及预计增速 .....	25
图表 39: 全球半导体市场规模持续增长 .....	26
图表 40: 原油价格快速下跌 .....	27
图表 41: 煤炭价格中枢上移 (元/吨) .....	27
图表 42: 天然气价格震荡上行 .....	27
图表 43: 我国汽车尾气排放标准实施进程 .....	28
图表 44: 我国汽车尾气排放标准及限值 (mg/km) .....	28
图表 45: 催化净化技术原理 (以三元催化器为例) .....	29
图表 46: 催化器结构 (以三元催化器为例) .....	29
图表 47: 国瓷材料尾气处理产业链布局进程 .....	29
图表 48: 全球及中国集成电路产业销售额稳步增长 .....	30
图表 49: 晶圆制造材料成本占比 .....	30
图表 50: 全球面板出货量及预计增速 .....	30
图表 51: LCD 面板产能加速国内转移 .....	30
图表 52: TFT-LCD 成本构成 .....	31
图表 53: 高纯试剂、光刻技术规格随 IC 集成度提高不断演进 .....	31
图表 54: 电子化学品高端产品仍为海外企业垄断 .....	31
图表 55: 电子化学品国产化替代起步 .....	32
图表 56: 工业洁净室工程应用领域 .....	33
图表 57: 中国洁净室工程市场规模 .....	33
图表 58: FFU 空气净化处理示意图 .....	34
图表 59: 玻纤滤纸主要生产企业收入规模 (亿元) .....	34

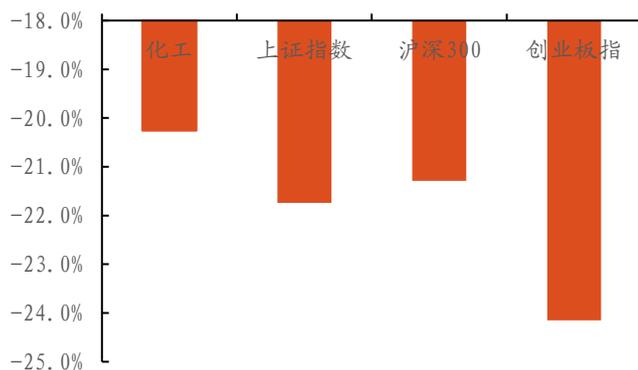
图表 60: 主要滤纸生产企业滤纸收入增长情况 .....	34
图表 61: 微纤维玻璃棉产能快速增长 (万吨) .....	35
图表 62: 全球农产品价格见底回升 (美分/蒲式耳) .....	36
图表 63: 国内主要农产品价格稳步回升 (元/吨) .....	36
图表 64: 农药行业 ROE.....	37
图表 65: 化学农药原药库存变化情况.....	37
图表 66: 农药原药产量及增速.....	37
图表 67: 农药价格指数持续走高.....	38
图表 68: 部分农药价格变化 (草甘膦、草铵膦、麦草畏、菊酯) (元/吨) .....	38
图表 69: 化工行业及部分子行业一致盈利预测.....	39
图表 70: 重点推荐公司列表.....	40

## 1. 化工行业 2018 年市场行情回顾

### 1.1. 行情回顾

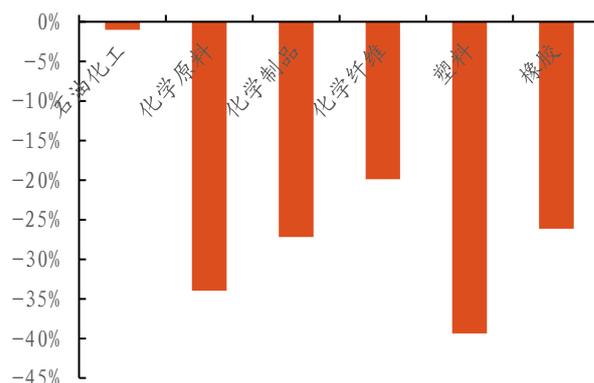
申万化工行业 18 年年跌幅 20.26%，跑赢同期上证指数，在申万 28 个一级子行业中排名第八位。子行业分化较大，受益上半年油价大幅上涨，PTA、涤纶维持高景气，石油化工、化学纤维跌幅相对较窄。

图表 1: 化工行业 18 年年涨跌(截止至 11 月 30 日)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

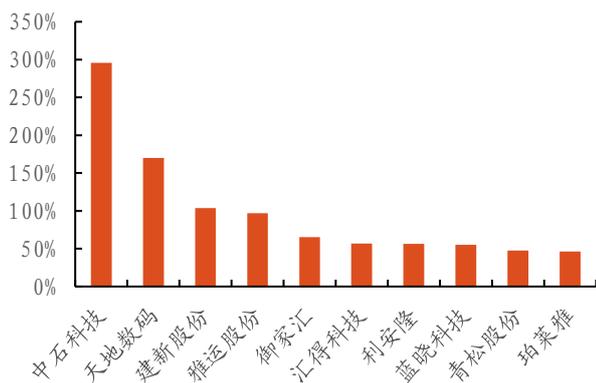
图表 2: 化工子行业年涨跌(截止至 11 月 30 日)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

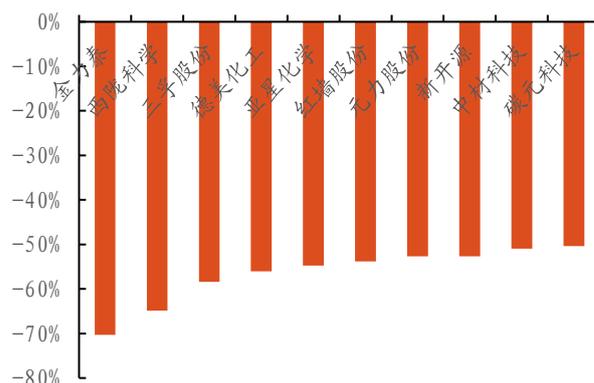
板块内今年以来涨幅最大的前十只股票为中石科技、天地数码、建新股份、雅运股份、御家汇、汇得科技、利安隆、蓝晓科技、青松股份、珀莱雅。跌幅最大的前十只股票为金力泰、西陇科学、三孚股份、德美化工、亚星化学、红墙股份、元力股份、新开源、中材科技、碳元科技。

图表 3: 个股年涨幅前十(截止至 11 月 30 日)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 个股年跌幅前十(截止至 11 月 30 日)



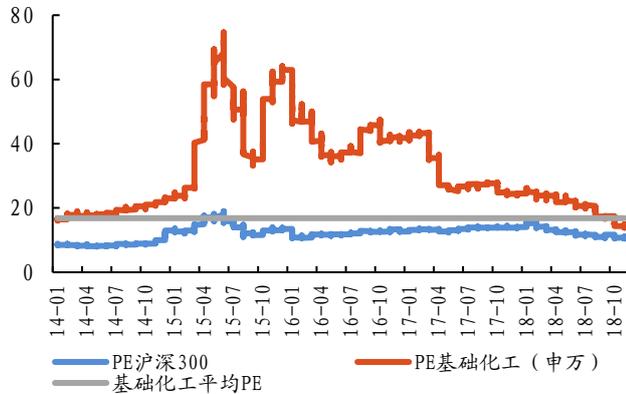
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

### 1.2. 估值回顾

截至 11 月 30 日，基础化工行业动态 PE 为 14.08 倍，低于近五年平均水平，处于近五年历史 PE 的 0.39%分位，PE 估值接近近五年最低水平。PB 为 1.48 倍，低于近五年平均水平，处于近五年历史 PB 的 0.62%分位，PB 估值同样接

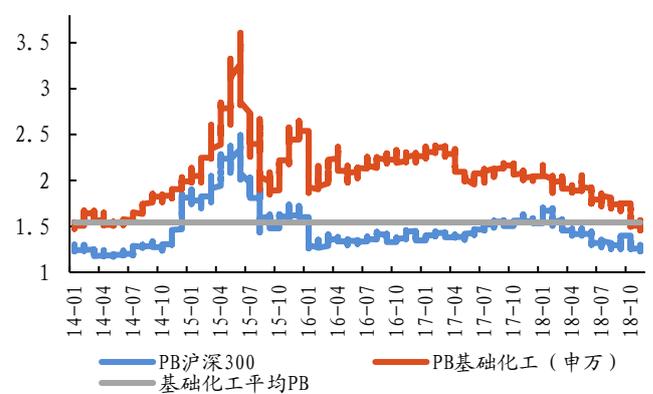
近五年最低水平。与之相反的是，18 年 Q3 化工行业整体 ROE 为 9.32%，为近五年最高水平。行业整体呈现出高盈利低估值的状态，具有较高的估值安全边际。

图表 5: 近五年化工行业 PE (截止至 11 月 30 日)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6: 近五年化工行业 PB (截止至 11 月 30 日)



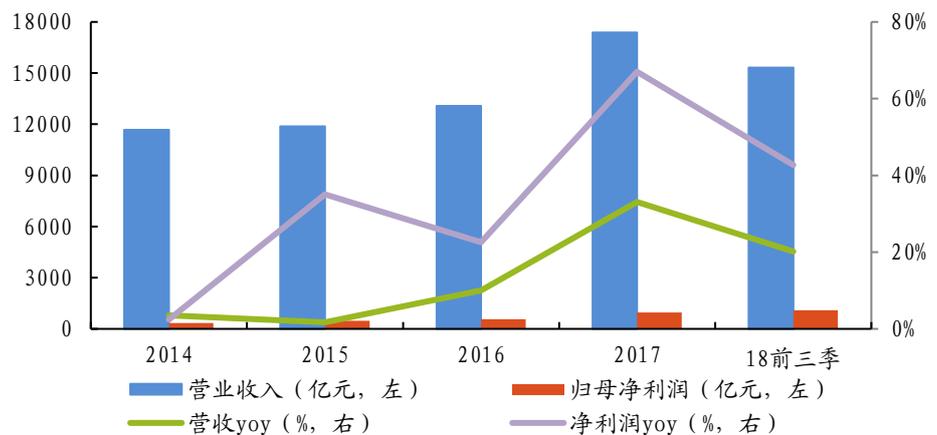
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 2. 化工行业 2018 年业绩回顾

### 2.1. 营收、净利保持高增长，增速环比回落

18 年前三季度化工行业整体营收及净利润仍保持高增长。2018 年前三季度申万化工行业（剔除两桶油）326 家上市公司，累计实现营业收入 15315.34 亿元，同比增长 20.14%。263 家公司实现营收正增长，63 家公司营收同比下降。累计实现归母净利润 1098.91 亿元，同比增长 42.69%。231 家公司实现业绩正增长，95 家公司业绩同比有所下滑。营收和利润依然保持相对较高增速。

图表 7: 化工行业营收、归母净利润及增速 (剔除两桶油)

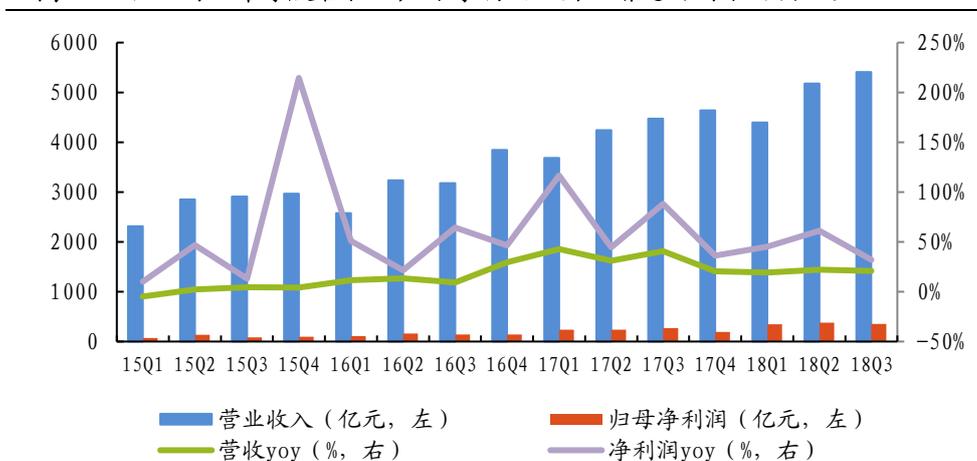


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

三季度单季营收及净利润增速环比有所回落。三季度单季来看，申万化工行业（剔除两桶油）326 家上市公司，累计实现营业收入 5406.05 亿元，同比增长 20.14%，增速较二季度单季环比下降 1.11pct。244 家公司三季度单季营

收实现同比正增长，82 家公司三季度单季营收同比下降。累计实现归母净利润 352.43 亿元，同比增长 31.91%，增速较二季度环比回落 29.42pct。182 家公司三季度单季实现业绩正增长，144 家公司业绩同比有所下滑。

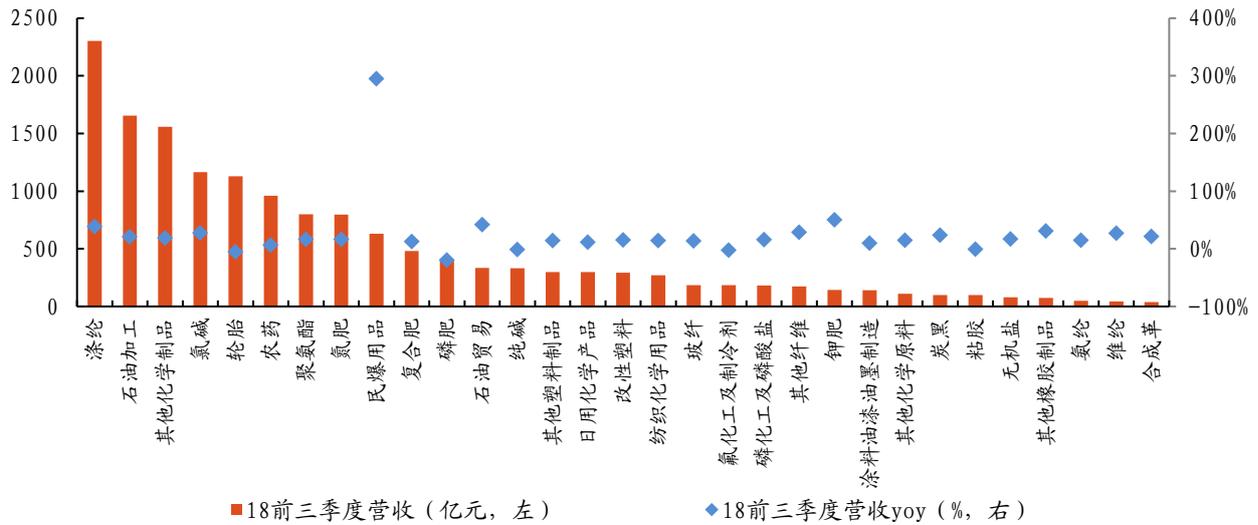
图表 8：化工行业单季度营收、归母净利润及同比增速（剔除两桶油）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

18 年前三季度多数细分行业维持高景气，营收录得正增长。分行业来看，18 年前三季度多数子行业营业收入均实现不同幅度上涨。民爆 (+295.22%，主要系样本本公司雷鸣科化报告期内重组为淮北矿业，营收由 17 年前三季度 6.68 亿元增长至 18 年前三季度 448.28 亿元。剔除雷鸣科化影响，民爆行业前三季度营收同比增速为 19.59%)。钾肥 (+50.25%，样本本公司仅盐湖股份和藏格控股，盐湖股份+65.10%，藏格控股-7.21%，18 年钾肥价格较去年同期涨幅较大，对钾肥企业营收贡献较大)。石油贸易 (+42.10%，原油价格中枢大幅上移，石油贸易业务量增加)。涤纶 (+38.87%，行业高景气，PTA、涤纶价格大幅上涨)。营收同比下跌的子行业有磷肥 (-19.17%，主要系主要样本本公司云天化大幅缩减商贸业务规模，导致营收下降 20.12%)；轮胎 (-4.82%，下游汽车产量下降，需求减弱)；氟化工及制冷剂 (-2.03%，主要系样本本公司三爱富资产重组，合并范围变化，营收大幅下降。其他样本本公司均不同幅度上涨)；纯碱 (-0.85%，去年产品景气高位，今年价格同比有所下滑)；粘胶 (-0.72%，去年产品景气高位，今年价格同比有所下滑，样本本公司南京化纤受子公司停产减产影响，营收大幅下降)。

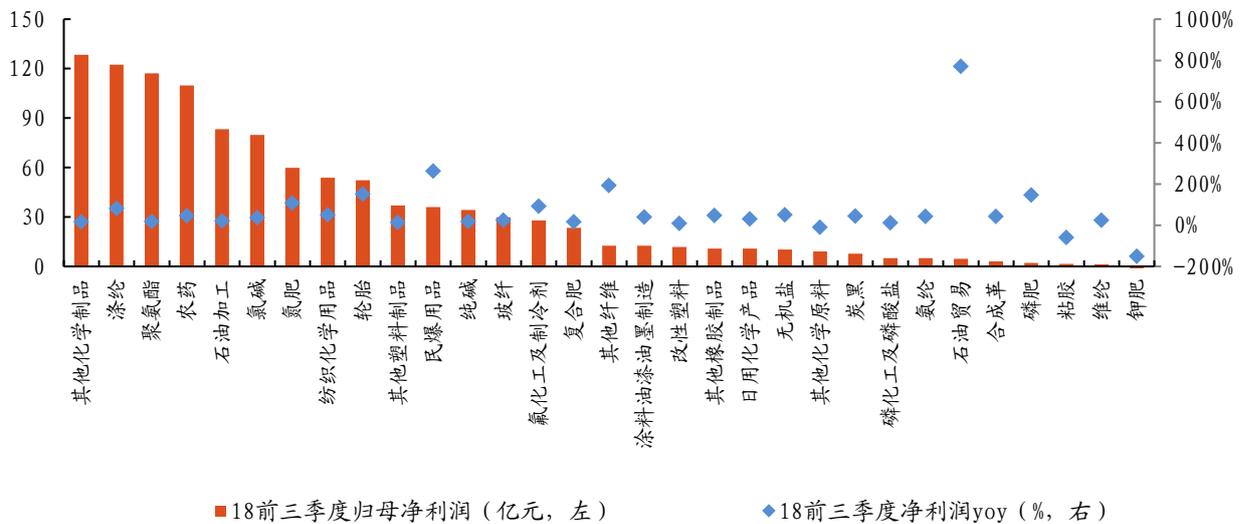
图表 9：2018 前三季度各子行业营收及同比增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

18 年前三季度油价中枢上移，大部分子行业供需格局紧平衡，产品价格上涨带动业绩持续增长。除粘胶（-59.34%，产品价格价差同比下降较多，样本公司南京化纤受停产影响业绩大幅下滑）；钾肥（-149.99%，主要系样本公司盐湖股份镁业亏损增加）以外，其他子行业 18 年前三季度业绩均实现正增长。其中，石油贸易（+770.74%，受益油价上涨）；民爆用品（+262.87%，扣除雷鸣科化重组影响，行业归母净利润增速为 24.32%）；轮胎（+151.97%，出口占比较大，受益人民币贬值，汇兑损益增加）；磷肥（+147.25%，磷肥产品价格同比大幅上涨）；氮肥（+107.99，尿素及联产品甲醇、醋酸等价格中枢上移）；氟化工及制冷剂（+92.15%，受环保和 R22 逐步禁用影响，萤石、氢氟酸、制冷剂等产品价格大幅上涨）；涤纶（+82.10%，行业高景气，PTA、涤纶价格大幅上涨）。

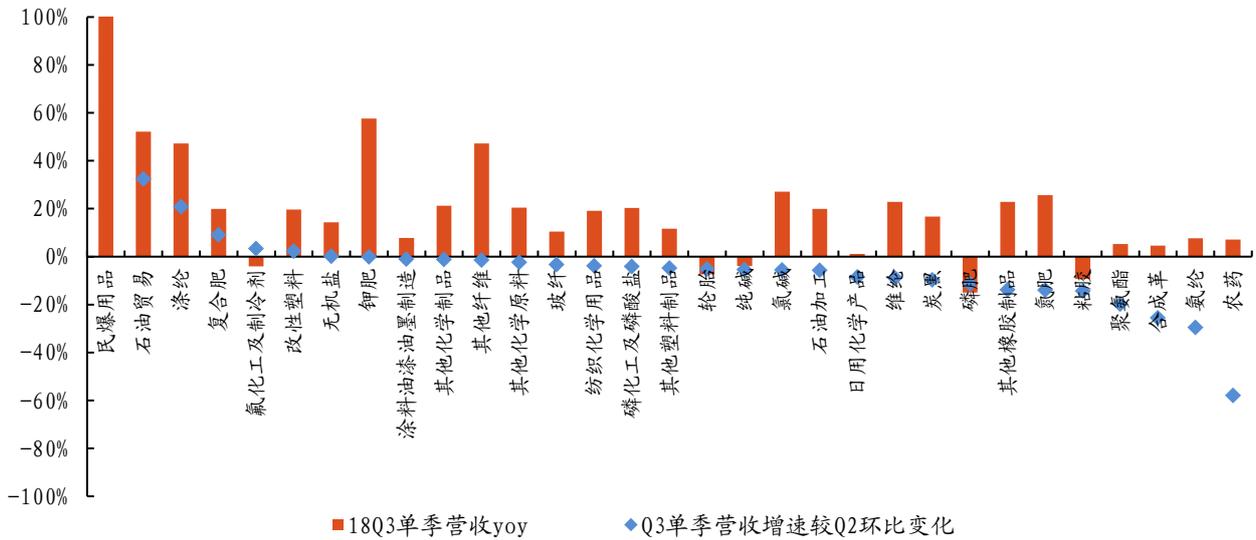
图表 10：2018 前三季度各子行业归母净利润及同比增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

三季度单季子行业营收持续增长，但增速环比普遍下降。三季度单季多数行业实现营收正增长，纯碱、氟化工及制冷剂、轮胎、粘胶、磷肥三季度单季营收同比下降，下降原因如前文分析。但营收增速普遍较二季度下滑，31 个三级子行业中仅 7 个 Q3 增速较 Q2 提升。前三季度油价持续攀升，石油贸易、涤纶维持高景气，三季度磷肥价格上涨，复合肥景气度回升，营收增速持续提升。农药、氨纶、合成革、聚氨酯受产品价格下滑影响，营收增速下滑。

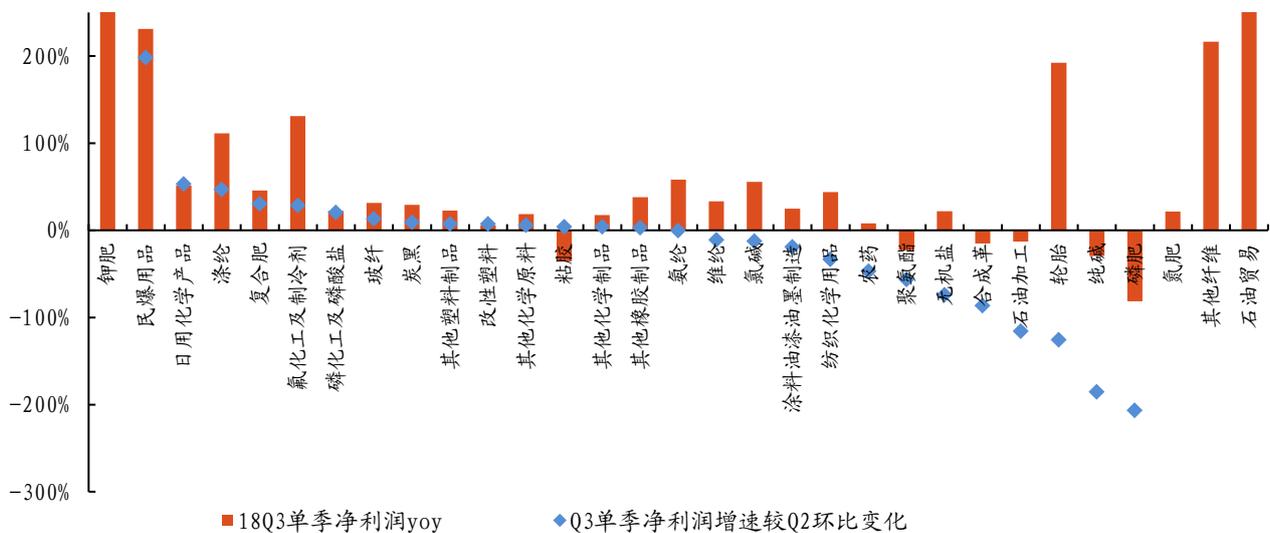
图表 11: 2018Q3 单季度营收增速及增速环比变动



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

三季度单季子行业归母净利润。31 个三级子行业中 25 个三季度单季归母净利润同比增长，但增速较二季度进一步提升的行业仅 15 个，剔除样本过少的钾肥行业和因重组导致数据没有参考性的民爆行业，增速环比提升的仅 13 个，业绩增长动力整体减弱。

图表 12: 2018Q3 单季度归母净利润增速及增速环比变动



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

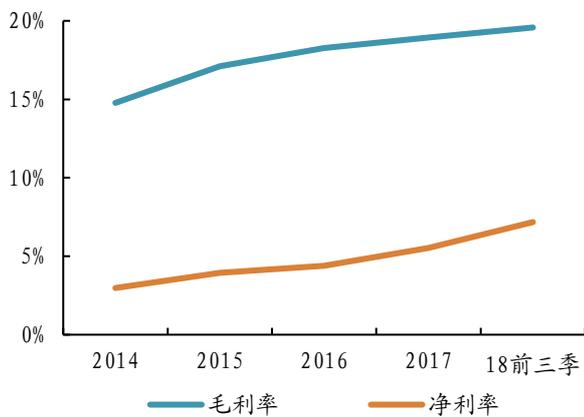
(注: 钾肥/石油贸易 18Q3 单季净利润 yoy 为 3208.01%/1331.07%, 钾肥/氮肥/其他纤维/石油贸易增速环比变化

分别为 3208.01/-366.24/-372.23/-2250.66pct)

## 2.2. 三季度盈利能力同比提升，环比下滑

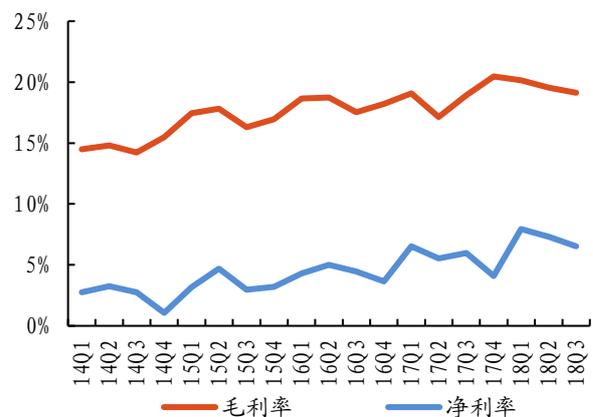
三季度行业整体毛利率/净利率维持高位，同比提升，环比下滑。18 年前三季度化工行业整体毛利率/净利率分别为 19.58%/7.18%，同比提升 1.22/1.13pct，盈利能力维持在较高水平。Q3 单季行业整体毛利率/净利率分别为 19.13%/6.52%，同比分别提升 0.21/0.54pct。但环比持续下滑，毛利率/净利率较 Q2 单季分别下滑 0.42/0.80pct，较 Q1 单季更是下滑 1.03/1.43pct。

图表 13: 化工行业毛利率/净利率变化 (剔除两桶油)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

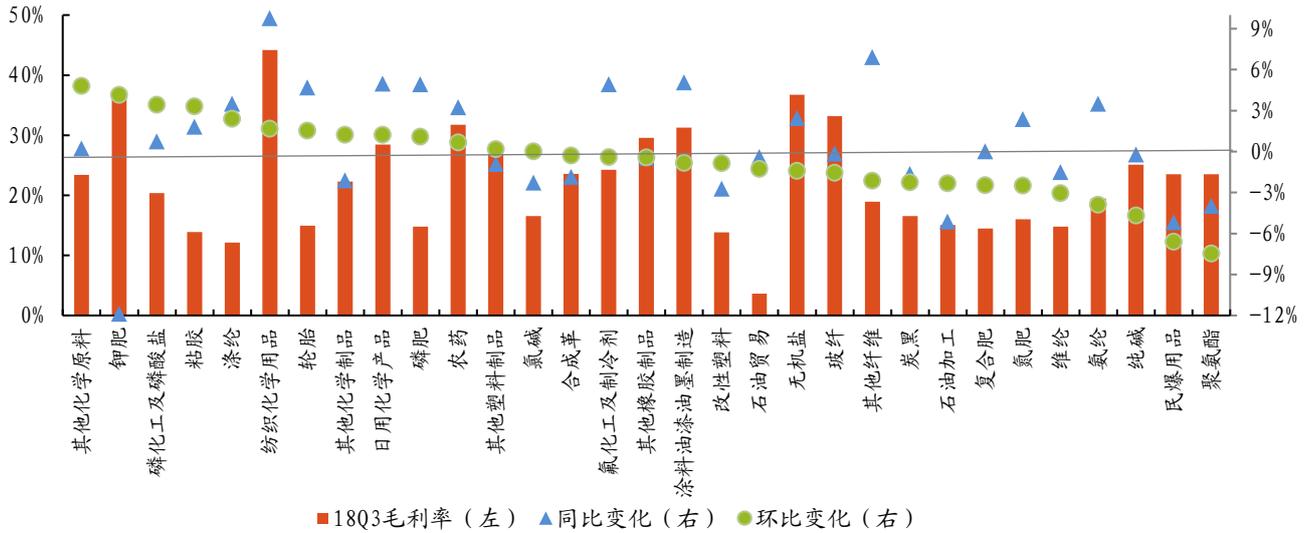
图表 14: 化工行业单季毛利率/净利率 (剔除两桶油)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

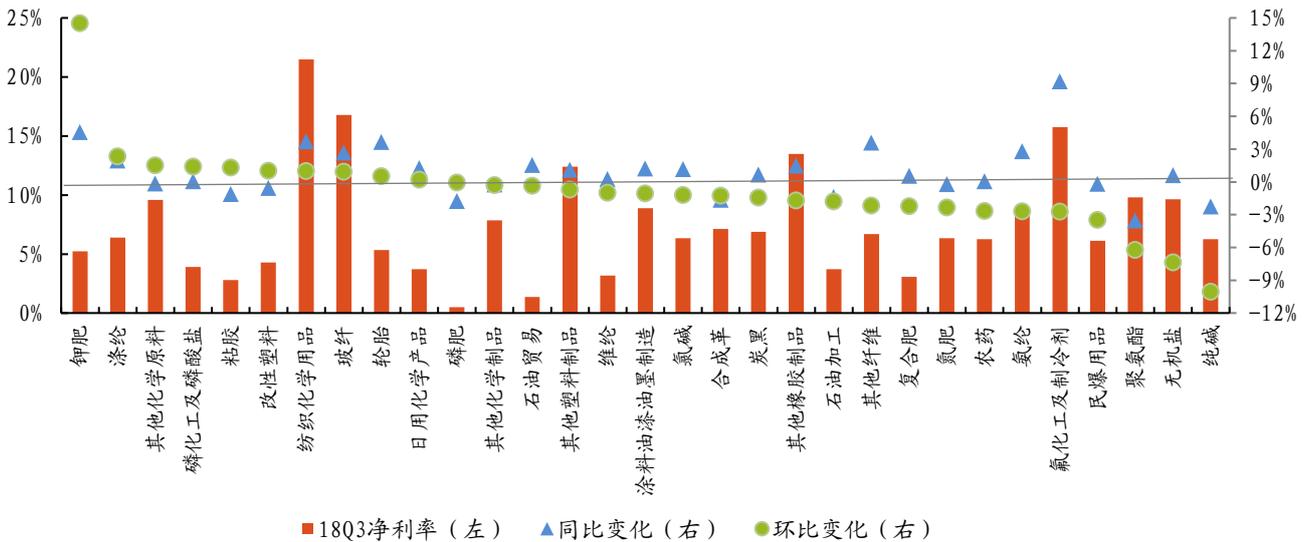
三季度多数子行业盈利水平环比下降。分行业来看，三季度单季毛利率同比提升的有纺织化学用品、其他纤维、涂料油漆油墨制造、日用化学产品、氟化工及制冷剂等 16 个子行业，石油加工、聚氨酯、改性塑料、氯碱、合成革等 15 个子行业毛利率同比下滑。毛利率环比提升的子行业有磷化工、粘胶、涤纶、纺织化学用品等 12 个，环比下滑的有聚氨酯、纯碱、氨纶、涤纶、氮肥等 19 个子行业。受原油价格大幅攀升，炼化产品价格涨幅不能覆盖原油加工成本涨幅，三季度石油加工行业毛利率同比下降 5.12pct，环比下降 2.32pct。三季度环保高压下，苏北化工园区停产大幅推升染料及中间体价格上涨，染料维持高景气，纺织用化学品三季度毛利率同比提升 9.77pct，环比提升 1.69pct。PTA、涤纶价格强势，行业盈利水平环比进一步提升，涤纶行业三季度毛利率同比/环比分别提升 3.50/2.40pct。氟化工、磷化工产业链三季度延续涨价模式，毛利率同比环比再度提高。

图表 15: 2018Q3 单季度毛利率及同比环比变动



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 16: 2018Q3 单季度净利率及同比环比变动



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

三季度单季净利率同比提升的有氟化工及制冷剂、纺织化学用品、其他纤维、氨纶、玻纤、涤纶等 20 个子行业，聚氨酯、纯碱、磷肥、石油加工、粘胶等 11 个子行业净利率同比下滑。净利率环比提升的子行业有涤纶、磷化工、粘胶、改性塑料、纺织化学用品等 10 个，环比下滑的有纯碱、聚氨酯、氨纶、农药、氮肥等 21 个子行业。

### 3. 化工行业基本面回顾及展望

#### 3.1. 部分产品价格价差回落，整体处于历史较低分位

**16年初-18年三季度：景气震荡上行。**国内化工产品价格与国际原油价格走势相关度较高，叠加自身供需格局影响，在原油周期基础上震荡。本轮化工产品景气周期自 2016 年初原油价格见底时起，目前已经持续近三年时间。期间化工产品价格弹性要高于原油，主要是由于近年来行业持续低迷，落后产能自然出清，以及近年来持续的环保高压带来的被动去产能。需求温和增长情况下，供给端压缩造成产品供需趋紧价格拉涨。

**18年四季度起，供需、成本支撑减弱，预计景气逐步震荡下行。**十月初原油价格见顶开始大幅下跌；环保力度短期趋于灵活，对供给的压缩作用边际减弱；同时内需压力渐显，出口受全球经济下行预期及贸易战影响仍有较大下行风险，主要化工产品价格高位回落，我们认为行业整体景气度预计将逐步震荡下行。

下面我们具体回顾 18 年产品价格价差情况，并对当前基本面进行分析。

图表 17: 中国化工品价格指数 CCPI 走势



资料来源：卓创资讯，东方财富证券研究所

##### 3.1.1. 三季度主要产品价格价差复盘

复盘三季度主要产品价格，重点跟踪的化工产品中 70%三季度均价同比提高，59%环比进一步提高。其中，己二胺-尼龙 66 产业链，菊酯及中间体，染料，醋酸、PTA、R22 制冷剂、原油等同比涨幅较大。环比来看，PX-PTA-涤纶，己二胺，液化气，菊酯，尿素，部分维生素等三季度价格中枢持续上移。

图表 18: 三季度化工产品价格同比&环比涨幅前二十

产品	单位	18Q3 平均价格	同比变化	产品	单位	18Q3 平均价格	环比变化
己二胺(国内)	元/吨	77353.85	231.55%	维生素 B12 液相 1%(国产)	元/千克	346.15	41.29%

联苯菊酯(99%,华东)	元/吨	410000.00	77.67%	维生素 D3(50 万 UI/g, 国产)	元/千克	488.85	40.75%
高效氯氟氰菊酯	元/吨	305769.23	73.43%	PTA(华东)	元/吨	7647.69	34.51%
分散黑(ECT300%,华东)	元/公斤	42.00	65.45%	己二胺(国内)	元/吨	77353.85	28.00%
尼龙 66(华南)	元/吨	35888.46	59.23%	丙烷(山东)	元/吨	5173.08	22.47%
原盐(山东)	元/吨	173.85	58.04%	液化气(华东)	元/吨	5476.92	22.06%
氯化铵(农湿,江苏华昌)	元/吨	541.54	56.10%	二氯甲烷(华东)	元/吨	4444.23	21.89%
混调高硫(华东)	元/吨	4884.62	54.28%	高效氯氟氰菊酯	元/吨	305769.23	21.19%
双酚 A(华东)	元/吨	14907.69	54.24%	尿素(大颗粒,美国海湾)	美元/吨	267.46	20.31%
氯氟菊酯(江苏扬农)	元/吨	140000.00	54.24%	PX(进口 CFR)	美元/吨	1184.23	19.92%
醋酸(华东)	元/吨	4465.38	53.37%	碳酸二甲酯(华东)	元/吨	7123.08	19.56%
PTA(华东)	元/吨	7647.69	47.67%	BOPET(华东)	元/吨	14323.08	19.51%
BOPET(华东)	元/吨	14323.08	47.31%	混调高硫 180CST(华东)	元/吨	4884.62	19.29%
贲亭酸甲酯	元/吨	76153.85	46.45%	涤纶长丝(POY)	元/吨	10821.15	19.00%
R22(浙江)	元/吨	20134.62	46.43%	重交沥青(华南)	元/吨	3553.08	18.51%
烯草酮	元/吨	178076.92	45.60%	硫磺(镇江港)	元/吨	1307.31	18.39%
醋酐(华鲁)	元/吨	7400.00	45.21%	味精(华东)	元/吨	8146.15	17.34%
维生素 A	元/千克	377.92	45.14%	烯草酮	元/吨	178076.92	17.22%
三环唑	元/吨	86153.85	45.08%	中国 LNG 现货(华北)	元/吨	4203.85	16.82%
Brent 现货	美元/桶	75.48	45.06%	丁二烯(华东)	元/吨	13161.54	15.65%

资料来源:百川资讯,Choice,东方财富证券研究所

维生素经过 17 年下半年价格大幅上涨后,今年回调明显,价格同比环比均下跌而较多。另外同比下跌较多的主要产品有 MDI、碳酸锂、液氯-盐酸等;三季度环比继续下跌较多的主要产品有碳酸锂、双氧水、MDI、制冷剂、甲酸、聚碳酸酯等。

**图表 19: 三季度化工产品价格同比&环比跌幅前二十**

产品	单位	18Q3 平均价格	同比变化	产品	单位	18Q3 平均价格	环比变化
液氯(山东)	元/吨	-538.46	-53946.15%	液氯(山东)	元/吨	-538.46	-51.38%
维生素 B5(泛酸钙)(98%, 国产)	元/千克	86.54	-85.77%	维生素 A(50 万 UI/g, 国产)	元/千克	377.92	-50.12%
维生素 K3(MSB96%, 国产)	元/千克	59.81	-59.82%	盐酸(31%, 长三角)	元/吨	50.00	-43.48%
维生素 H(生物素)(2%, 国产)	元/千克	57.31	-59.18%	碳酸锂(工业级, 四川)	元/吨	87653.85	-34.98%
维生素 B3(烟酸)(99%, 国	元/千克	32.85	-54.67%	碳酸锂(电池级, 江苏)	元/吨	99346.15	-31.76%

产)

维生素 B1 (98%, 国产)	元/千克	253.31	-52.92%	维生素 E (50%, 国产)	元/千克	38.35	-31.67%
维生素 C (99%粉, 国产)	元/千克	35.00	-50.00%	双氧水 (27.5%, 山东)	元/吨	1033.08	-30.12%
盐酸 (31%, 长三角)	元/吨	50.00	-48.82%	聚四氟乙烯 (浙江巨化)	元/吨	62461.54	-28.14%
聚合 MDI (华东)	元/吨	17934.62	-40.49%	维生素 B6 (98%, 国产)	元/千克	250.50	-25.31%
PBT (长三角)	元/吨	13742.31	-40.25%	R125 (浙江)	元/吨	30576.92	-24.29%
维生素 B2 (80%, 国产)	元/千克	158.92	-36.19%	维生素 B1 (98%, 国产)	元/千克	253.31	-23.64%
碳酸锂 (电池级, 江苏)	元/吨	99346.15	-35.46%	维生素 C (99%粉, 国产)	元/千克	35.00	-22.29%
碳酸锂 (工业级, 四川)	元/吨	87653.85	-33.71%	维生素 B2 (80%, 国产)	元/千克	158.92	-21.89%
聚合 MDI (进口外盘)	美元/吨	2078.85	-32.71%	维生素 K3 (96%, 国产)	元/千克	59.81	-21.50%
R125 (浙江)	元/吨	30576.92	-30.99%	聚合 MDI (进口外盘)	美元/吨	2078.85	-20.22%
苏氨酸 (99%, 国产)	元/千克	8.05	-28.99%	甲酸 (国内)	元/吨	4666.92	-19.48%
吡唑醚菌酯	元/吨	228076.92	-26.97%	R410a (浙江)	元/吨	26807.69	-19.14%
棉短绒 (短丝, 山东)	元/吨	2938.46	-25.87%	防老剂 RD (华北)	元/吨	15269.23	-16.07%
脂肪醇 (C12-14, 华东)	元/吨	11630.77	-24.81%	苯胺 (华东)	元/吨	8973.08	-15.93%
棕榈仁油 (华东)	元/吨	7411.54	-24.70%	聚碳酸酯 PC (华东, 拜耳)	元/吨	24457.69	-15.64%

资料来源: 百川资讯, Choice, 东方财富证券研究所

价差来看, 重点跟踪的产品价差中, 仅 48% 三季度平均价差同比提高, 40% 环比提高。可以推测虽然大部分化工产品价格持续上涨, 但原油价格上涨推动的成本上涨使得部分价格上涨的产品价差实质上在收窄。具体来看, PX—PTA—涤纶产业链价差同比均有大幅提高, PX、PTA 三季度价差环比继续提升, 但涤纶价差环比有所下降, 可见产业链利润仍集中在上游。另外, 价差同比提高较多的有三聚磷酸钠、双酚 A, 甲醇, 醋酸, 尿素, 丙烯酸甲酯, 草甘膦, DMC, 尼龙 66 等。价差环比继续提高的有煤化工产业链 (液氨、甲醇, 三聚氰胺)、草甘膦、三聚磷酸钠、丙烯酸、双酚 A、尼龙 66 等。

图表 20: 三季度化工产品价差同比&amp;环比涨幅前二十

产品	单位	18Q3 平均价差	同比变化	产品	单位	18Q3 平均价差	环比变化
三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	元/吨	1020.19	152.74%	乙烯/丙烯-甲醇价差	元/吨	721.23	265.83%
PTA-PX (华东) 价差	元/吨	2167.36	147.27%	PTA-PX (华东) 价差	元/吨	2167.36	174.69%
双酚 A-苯酚-丙酮价差	元/吨	4824.49	137.14%	PTA-PX (韩国) 价差	元/吨	1464.63	71.79%
PMMA-MMA 价差	元/吨	7830.77	112.53%	PP/PE-甲醇价差	元/吨	-155.00	53.03%
尿素-天然气价差	元/吨	970.19	93.22%	PX (韩国)-石脑油价差	美元/吨	517.40	50.26%
丙烯酸甲酯-丙烯酸价差	元/吨	3724.92	85.10%	IDA 法草甘膦价差	元/吨	8764.97	47.31%
DMC-金属硅-甲醇价差	元/吨	22113.65	84.07%	脂肪醇-棕榈仁油价差	元/吨	2514.58	39.03%
醋酸-甲醇价差	元/吨	2673.44	80.89%	三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	元/吨	1020.19	37.08%

IDA 法草甘膦价差	元/吨	8764.97	76.65%	三聚氰胺-尿素价差	元/吨	1761.46	32.53%
尼龙 66-己二酸价差	元/吨	29990.31	74.95%	丙烯酸-丙烯价差	元/吨	2353.54	26.54%
甘氨酸法草甘膦价差	元/吨	11308.35	65.07%	PMMA-MMA 价差	元/吨	7830.77	21.99%
PTA-PX(韩国)价差	元/吨	1464.63	51.70%	电石法醋酸乙烯价差	元/吨	2189.79	17.61%
液氨-烟煤价差	元/吨	2185.58	50.05%	甘氨酸法草甘膦价差	元/吨	11308.35	17.59%
PX(韩国)-石脑油价差	美元/吨	517.40	45.70%	乙烯法醋酸乙烯价差	元/吨	1407.75	13.67%
尿素-烟煤价差	元/吨	1340.38	44.16%	PX(华东)-石脑油价差	元/吨	3827.17	13.65%
甲醇-烟煤价差	元/吨	2302.12	40.44%	液氨-烟煤价差	元/吨	2185.58	7.00%
BDO 顺酐法价差	元/吨	1540.77	29.06%	甲醇-烟煤价差	元/吨	2302.12	6.45%
尼龙 6-己内酰胺价差	元/吨	6716.96	28.03%	双酚 A-苯酚-丙酮价差	元/吨	4824.49	5.41%
醋酐-醋酸价差	元/吨	1818.27	24.82%	尼龙 66-己二酸价差	元/吨	29990.31	4.93%
POY-PTA-MEG 价差	元/吨	1674.65	19.35%	MTBE-甲醇价差	元/吨	5263.74	4.46%

资料来源：百川资讯，Choice，东方财富证券研究所

三季度平均价差同比下滑幅度较大的产品主要有复合肥、乙二醇、涤纶短纤、MDI、DMF、聚碳酸酯、顺酐、二铵等。环比下滑明显的主要产品有复合肥、聚酯、硬泡聚醚、聚碳酸酯、环氧乙烷、涤纶短纤、二铵、DMF 等。

图表 21：三季度化工产品价差同比&环比跌幅前二十

产品	单位	18Q3 平均价差	同比变化	产品	单位	18Q3 平均价差	环比变化
二甲醚-甲醇价差	元/吨	-359.77	-7767.21%	复合肥价差	元/吨	-131.68	-75.57%
复合肥价差	元/吨	-131.68	-245.87%	PET 瓶级-PTA-MEG 价差	元/吨	855.42	-67.49%
PP/PE-甲醇价差	元/吨	-155.00	-109.78%	苯胺-纯苯-硝酸价差	元/吨	1461.13	-60.70%
乙二醇-乙烯价差	元/吨	782.31	-53.42%	硬泡聚醚-环氧丙烷价差	元/吨	1821.15	-43.16%
华东聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	元/吨	10751.78	-53.18%	乙二醇-乙烯价差	元/吨	782.31	-39.17%
苯胺-纯苯-硝酸价差	元/吨	1461.13	-39.50%	BDO 顺酐法价差	元/吨	1540.77	-31.40%
华东 MDI 综合价差	元/吨	15026.86	-38.53%	聚碳酸酯-双酚 A 价差	元/吨	11040.77	-31.28%
DMF-甲醇价差	元/吨	1355.44	-33.96%	环氧乙烷-乙烯价差	元/吨	2323.92	-27.68%
聚碳酸酯-双酚 A 价差	元/吨	11040.77	-31.15%	涤纶短纤-PTA-乙二醇价差	元/吨	1022.73	-27.60%
顺酐-碳四原料气价差	元/吨	2861.54	-31.09%	二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	元/吨	632.00	-23.22%
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	元/吨	1821.15	-29.91%	DMF-甲醇价差	元/吨	1355.44	-23.01%
二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	元/吨	632.00	-29.00%	二甲醚-甲醇价差	元/吨	-359.77	-22.05%
涤纶短纤-PTA-乙二醇价差	元/吨	1022.73	-27.31%	PVA-电石价差	元/吨	6154.77	-20.86%
辛醇-丙烯价差	元/吨	2068.46	-27.23%	硝酸铵-液氨价差	元/吨	797.23	-16.90%
三聚氰胺-尿素价差	元/吨	1761.46	-26.94%	丙烯酸甲酯-丙烯酸价差	元/吨	3724.92	-16.79%

TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	元/吨	22006.41	-25.80%	FDY-PTA-MEG 价差	元/吨	1828.50	-16.68%
脂肪醇-棕榈仁油价差	元/吨	2514.58	-25.23%	醋酸-甲醇价差	元/吨	2673.44	-16.36%
丙烯酸-丙烯价差	元/吨	2353.54	-24.27%	炭黑-煤焦油价差	元/吨	1731.57	-15.34%
乙烯/丙烯-甲醇价差	元/吨	721.23	-23.34%	丙烯-丙烷价差	元/吨	345.52	-15.25%
粘胶短纤-进口溶解浆-烧碱价差	元/吨	6850.47	-22.82%	华东 MDI 综合价差(至纯苯)	元/吨	15026.86	-15.05%

资料来源：百川资讯，Choice，东方财富证券研究所

### 3.1.2. 当前化工产品价格水平

进入四季度，受原油价格大幅下行影响，大部分大宗化工商品价格均有下降。近期价格涨幅较大的主要产品有氟化工产业链（萤石-氢氟酸-氟化物）、磷产业链（黄磷-三氯化磷）、维生素、菊酯等。价格跌幅较大的主要产品有 DMC、丙烯腈、MDI、TDI 以及受原油价格大幅下跌影响价格跟跌的上游化学品 PTA、涤纶、丁二烯、丁烷等。

**图表 22：主要化工产品价格季度涨幅及历史价格分位（截至 2018 年 11 月 23 日）**

产品	价格季涨幅	价格历史分位	产品	价格季涨幅	价格历史分位
维生素 B5 (泛酸钙) (98%, 国产)	203%	26%	二甲基环硅氧烷 (DMC) (华东)	-42%	32%
盐酸 (31%, 长三角)	60%	4%	丙烯腈 (长三角)	-40%	31%
美国 Henry Hub 现货	59%	26%	丁二烯 (韩国 FOB)	-38%	19%
萤石粉 (湿粉, 华东)	50%	100%	甲酸 (国内)	-35%	16%
无水氢氟酸 (华东)	43%	100%	丁烷 (冷冻货 CFR, 华东)	-34%	17%
维生素 B12 液相 1% (国产)	35%	29%	MDI-50 (华东)	-34%	21%
维生素 B2 (80%, 国产)	32%	12%	丁二烯 (华东)	-33%	20%
HDI (国内)	25%	100%	TDI (华东)	-32%	21%
氯化铵 (农湿, 江苏华昌)	24%	45%	PTA (华东)	-31%	29%
固体蛋氨酸 (山东)	24%	4%	聚合 MDI (华东)	-31%	9%
三氯化磷 (徐州永利)	23%	48%	PBT (长三角)	-31%	0%
环氧氯丙烷 (华东)	21%	33%	美国 LPG	-30%	25%
聚四氟乙烯 (浙江巨化)	21%	27%	纯 MDI (进口外盘)	-29%	31%
纯碱 (轻质, 华东)	20%	76%	涤纶长丝 (POY)	-29%	25%
六氟丙烯 (浙江巨化)	17%	100%	乙烯 (韩国 FOB)	-28%	41%
高效氟氟菊酯	17%	100%	苯乙烯 (华东)	-28%	43%
纯碱 (重质, 华东)	17%	74%	乙二醇 (华东)	-28%	17%
氯丁橡胶 (A-90, 华东)	17%	100%	丙酮 (华东)	-28%	12%
黄磷 (长三角)	15%	43%	聚合 MDI (进口外盘)	-28%	10%
维生素 B3 (烟酸) (99%, 国产)	14%	7%	WTI 期货 (主连合约)	-28%	18%

资料来源：百川资讯，Choice，东方财富证券研究所

受原油价格急跌，部分上游化工原料价格跟跌影响，我们看到产业链利润部分让渡至下游，以 PTA、乙烯、丙烷、丙烯等基础石化产品为原料的化工产品价差均有一定修复。另外复合肥、尼龙 6、磷酸一铵、纯碱价差近期有所提升。相应的价差收窄的主要产品主要有 PTA、塑料、乙二醇、DMC、MDI、TDI 等。

图表 23: 主要化工产品价差季度涨幅及历史价格分位 (截至 2018 年 11 月 23 日)

产品	价差季涨幅	价差历史分位	产品	价差季涨幅	价差历史分位
PET 瓶级-PTA-MEG 价差	388%	23%	PP/PE-甲醇价差	-592%	59%
PET 有光-PTA-MEG 价差	236%	56%	二甲醚-甲醇价差	-258%	71%
PET 半光-PTA-MEG 价差	208%	28%	PTA-PX(华东)价差	-92%	26%
腈纶短纤-丙烯腈价差	152%	62%	PTA-PX(进口 CFR)价差	-69%	15%
涤纶短纤-PTA-乙二醇价差	98%	18%	DMC-金属硅-甲醇价差	-59%	25%
复合肥价差	95%	9%	乙烯/丙烯-甲醇	-59%	34%
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	64%	31%	三聚氰胺-尿素价差	-56%	12%
PX(华东)-石脑油价差	64%	66%	乙二醇-烟煤价差	-50%	9%
乙烯法醋酸乙烯价差	59%	19%	三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	-48%	43%
炭黑-煤焦油价差	50%	52%	双酚 A-苯酚-丙酮价差	-42%	42%
PVC 乙烯法价差	43%	68%	华东聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	-39%	8%
尼龙 6-己内酰胺价差	36%	58%	TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	-38%	19%
顺酐-碳四原料气价差	32%	29%	脂肪醇-棕榈仁油价差	-37%	22%
环氧乙烷-乙烯价差	31%	37%	乙二醇-乙烯价差	-35%	24%
一铵-磷矿石-液氨-硫酸价差	31%	73%	甲醇-烟煤价差	-35%	26%
丙烯酸-丙烯价差	30%	53%	环氧丙烷-丙烯价差	-34%	20%
辛醇-丙烯价差	28%	53%	己二酸-纯苯-硝酸价差	-34%	11%
BDO 顺酐法价差	28%	32%	苯胺-纯苯-硝酸价差	-33%	30%
PMMA-MMA 价差	27%	84%	华东 MDI 综合价差(至纯苯)	-32%	12%
纯碱-原盐-动力煤价差	27%	74%	乙烯-石脑油价差	-30%	51%

资料来源: 百川资讯, Choice, 东方财富证券研究所

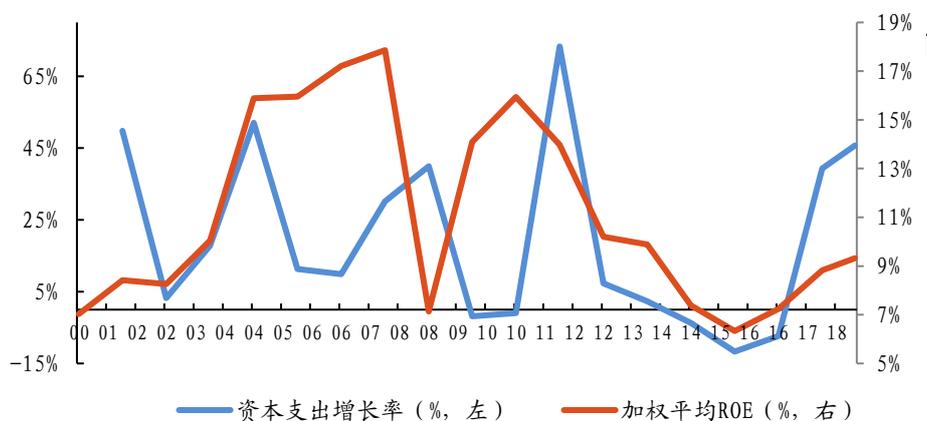
分析重点跟踪的产品价格价差所处的历史分位, 我们发现当前 **78%的化工产品价格处在 40%历史分位以下, 56%化工产品价差处于 40%历史分位以下**。化工产品整体价格和盈利水平尚处在历史水平的偏低位置。价格水平处于历史相对高位的主要化工产品有己二胺-尼龙、农药(菊酯类、2,4 滴、毒死蜱)、氟产品(萤石、氢氟酸、氟化物)、碳酸二甲酯等。价差处于相对历史高位的主要化工产品有尼龙 66、尿素、丙烯酸甲酯、纯碱、磷酸一铵等。

### 3.2. 供给：资本支出增长，环保限产边际效应弱化

#### 3.2.1. 行业盈利改善，在建工程上升

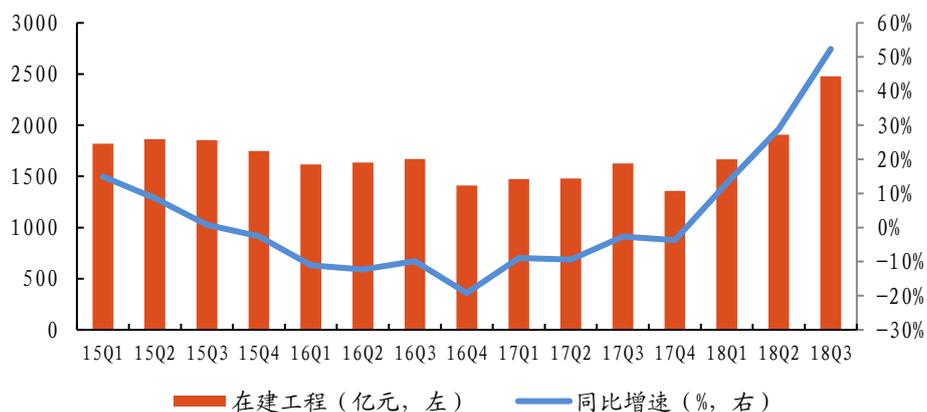
18 年 在建工程延续增长，扩产集中在涤纶、聚氨酯、粘胶、玻纤、氨纶等行业龙头企业。化工行业资本支出增长一般落后于盈利增长约一年时间。17 年行业高景气，整体盈利好转，资金回笼，企业扩产意愿增强。截至 18 年三季度，化工行业在建工程合计 2478.70 亿元，同比增长 52.35%。在整体去产能的背景下，上市公司产能规模持续扩张，体现出行业集中度持续提升。

图表 24：化工行业资本支出与 ROE 变化



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

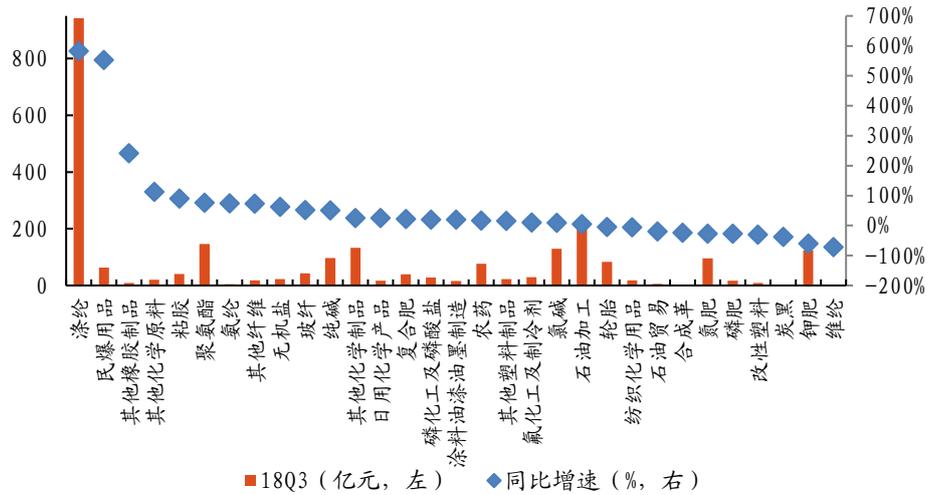
图表 25：化工行业在建工程及增速变化



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

分行业来看，在建工程规模最大的是涤纶行业，占整个行业在建工程的 38.00%，18Q3 同比增长 1582.57%，主要由于大炼化项目在建工程较多。民爆用品在建工程增长较多系雷鸣科化重组影响。聚氨酯在建工程同比增长 676.23%，主要是万华化学烟台工业园项目投资较大。另外在建工程增长较多的还有粘胶、氨纶、无机盐、玻纤等行业。在建工程减少较多的主要有氮肥、磷肥、钾肥、维纶等行业。氮肥行业主要系华鲁恒升、鲁西化工部分在建工程转固影响。磷肥行业系样本公司云天化出售部分资产影响。

图表 26: 细分行业 18Q3 在建工程及增速变化



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

### 3.2.2. 环保严监管趋势不变，短期内限产边际效应弱化

政策层面，**顶层制度设计逐步完善**，并开展了多次环保专项整治行动。16年起，累计开展了四批环保督查和一批环保督查“回头看”行动。18年10月底，第二批环保督查“回头看”启动，将历时3年时间，环保监管高压逐步常态化。在环保督查重拳出击作用下，今年江苏、山东、长江流域等多个化工园区重点整治，其中苏北地区多个化工园区4月底陆续停产，农药、染料及精细化工产品等行业开工受限，部分企业至今仍未复产。

图表 27: 环保行业主要政策汇总

发布时间	发布部门	政策名称	主要内容
2015-04	国务院	关于推进生态文明建设的意见	明确生态文明建设总体要求、目标愿景、重点任务和制度体系
2015-09	国务院	生态文明体制改革总体方案	明确生态文明体制改革任务书、路线图。
2016-03	发改委	国民经济和社会发展的十三五规划	全面完成生态保护红线划定，淘汰高污染、高环境风险工艺、设备和产品。
2016-07	环保部	十三五环境影响评价改革实施方案	环评改革以改善环境质量为核心，与排污许可证制度相融合。
2016-10	环保部	全国生态保护十三五规划纲要	全面划定生态保护红线，垃圾处理、污水处理领域应用 PPP 模式。
2016-12	国务院	十三五生态环境保护规划	实施最严格环境保护制度，打好大气、水、土壤污染防治三大保卫战。
2016-12	全国人大常委	中华人民共和国环境保护税法	16 对各个行业污染物排放进行计税和税收减免。环境保护税归入地方收入。
2017-02	环保部	京津冀周边地区 2017 年大气污染防治工作方案	要求 ‘2+26’ 城空气质量改善情况实施按月排名，按季考核。

2017-04	环保部	国家环境保护标准十三五发展规划	进一步完善环境保护标准体系。
2017-09	环保部、发改委等六部委	十三五挥发性有机物污染防治工作方案	以重点行业 and 重点污染物为主要控制对象，推进 VOCs NOx 减排。
2018-05	国务院	消耗臭氧层物质管理条例	逐步削减并最终淘汰作为制冷剂、发泡剂、加工助剂、杀虫剂等用途的消耗臭氧层物质。实行总量控制和配额管理。
2018-05	生态环境部	《禁止环保“一刀切”工作意见》	要求杜绝“环保一刀切”，防止不分青红皂白实施集中停工停业行为。
2018-07	国务院	印发打赢蓝天保卫战三年行动计划	计划到 2020 年，二氧化硫、氮氧化物排放总量分别比 2015 年下降 15%以上；PM2.5 未达标地级及以上城市浓度比 2015 年下降 18%以上，地级及以上城市空气质量优良天数比率达到 80%，重度及以上污染天数比率比 2015 年下降 25%以上。
2018-09	生态环境部等	京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案	目标：2018 年 10 月 1 日至 2019 年 3 月 31 日，京津冀及周边地区细颗粒物 (PM2.5) 平均浓度同比下降 3%左右，重度及以上污染天数同比减少 3%左右。要求错峰生产严禁“一刀切”，实施差别化错峰。

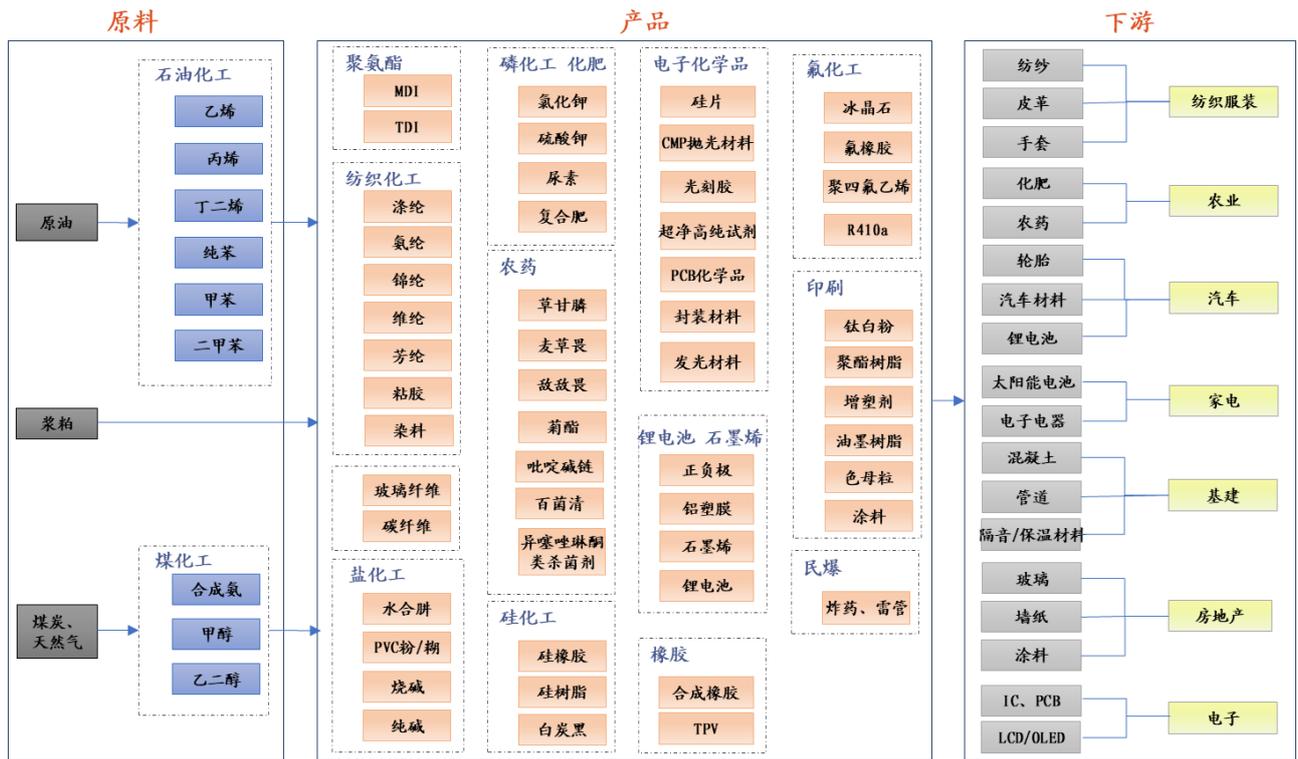
资料来源：各政府网站，东方财富证券研究所

**18 年环保监管逐步趋于灵活**，5 月份发布《禁止环保“一刀切”工作意见》，9 月份出台了备受关注的《京津冀及周边地区 2018-2019 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动方案》，相比之前公布的征求意见稿，PM2.5 和重污染天气改善比例目标从下降 5%改为下降 3%，删除了一些征求意见稿中给出的淘汰产能目标，删除了各个行业具体的停产比例，要求错峰生产禁止“一刀切”，环保治理更要求贴合企业实际情况。灵活适度的环保政策预计对产能压缩的贡献更趋长期性，短期内边际刺激作用减弱。

### 3.3. 需求：内外需走弱，制约行业景气持续的最关键因素

化工产品下游应用广泛，涵盖房地产、汽车、家电、基建、纺织服装、电子等各个行业，下游需求与宏观经济波动较为一致，需求增速明显放缓。具体来看，房地产销售面积增速持续下滑、家电作为地产后周期产品销售增速显著放缓、汽车产销下半年持续负增长、纺织行业景气度持续下行，预计明年受贸易战影响景气度难改观。下游行业中仅农产品产量较为稳定，电子产品市场规模仍然增长较快。

图表 28: 化工行业产业链

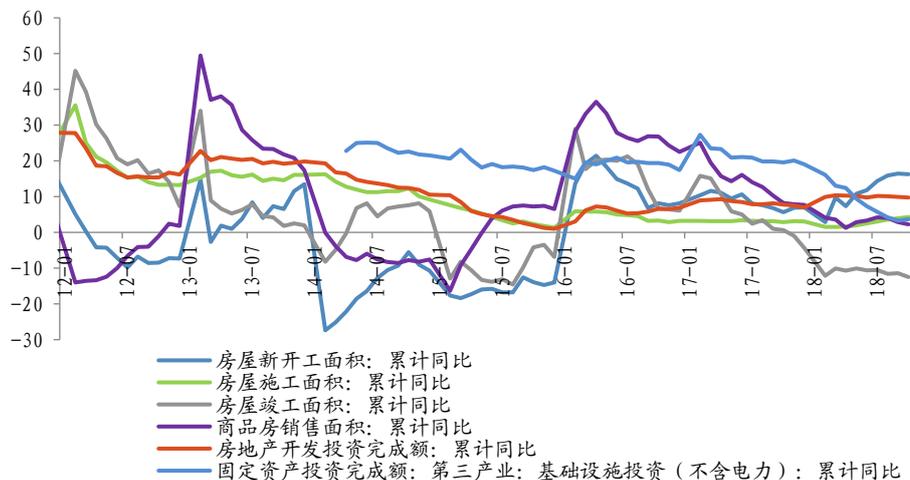


资料来源: 东方财富证券研究所

**房地产:** 房地产开发投资完成额和新开工面积增速 10 月份环比下滑, 仍然维持高位。但销售面积增速自 16 年地产小周期后持续下滑, 截至 10 月份, 累计同比增速仅为 2.2%。销售压力较大, 预计传导至明年地产投资和新开工将会承压。(竣工面积累计增速已连续 11 个月为负, 也一定程度上体现出房地产销售压力。)

**基建:** 8 月初国家提出基建补短板政策, 各地基建项目加速落地。政策面的修复使基建投资累计增速 10 月份触底回升, 达到 3.7%, 预计明年基建需求将温和上行。

图表 29: 地产销售承压, 基建触底回升

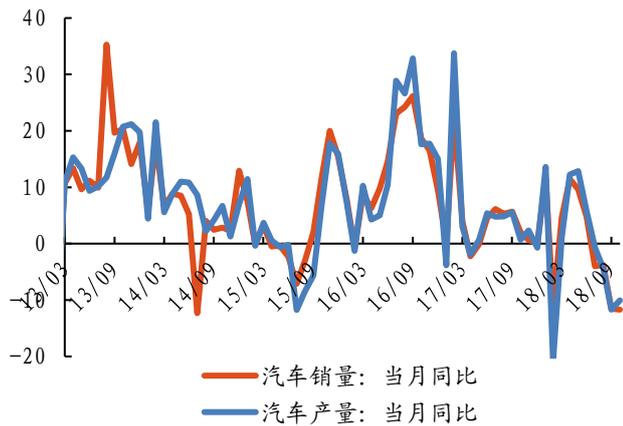


资料来源: choice, 东方财富证券研究所

**汽车:**7 月份起,汽车产销量持续负增长,18 年 1-10 月产量累计下滑 0.39%。预计短期内销售压力仍然较大。

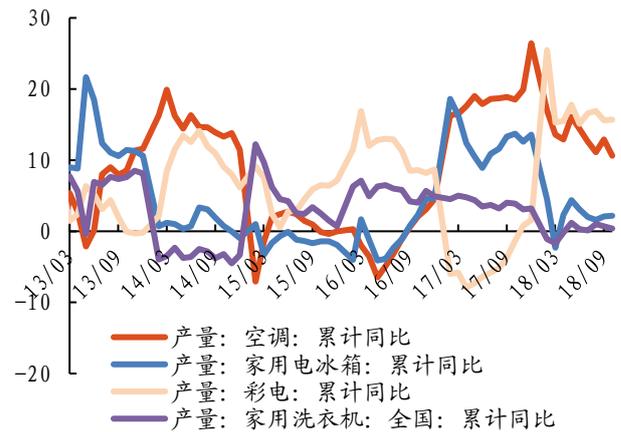
**家电:**电冰箱、洗衣机产量增速同比下滑明显,截至 10 月,产量同比增速分别为 2.2%、0.4%,增速维持在较低水平。空调、彩电下半年起产量增速显著放缓甚至出现负增长。预计随着地产销售趋缓,家电销售将会继续承压。

图表 30: 汽车产销量增速同比下行 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 31: 家电产量增速下滑明显

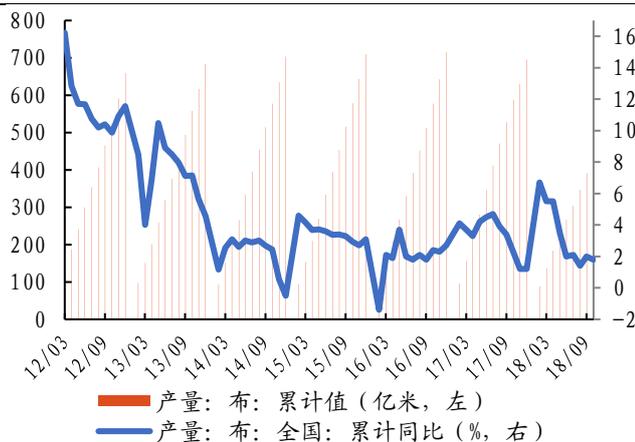


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**纺织服装:**15 年下半年起,纺织品价格震荡上行。但受宏观经济增速整体放缓、原材料化纤价格大幅上涨、库存周期波动、人民币汇率波动等多重因素叠加,需求增速较年初下滑明显,1-10 月产量同比增速仅为 1.8%,18 年纺织行业景气度持续下行。

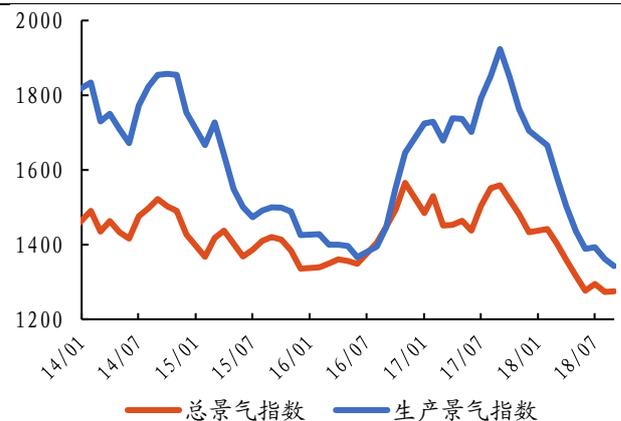
出口来看,当前纺织品出口增速较稳定,9/10 月份出口金额同比明显提升,但不排除为应对明年贸易摩擦深化采取的赶工加快出货行为。

图表 32: 全国布产量及同比增速维持低位



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 33: 柯桥纺织景气指数持续走低



资料来源: 中国柯桥纺织网, 东方财富证券研究所

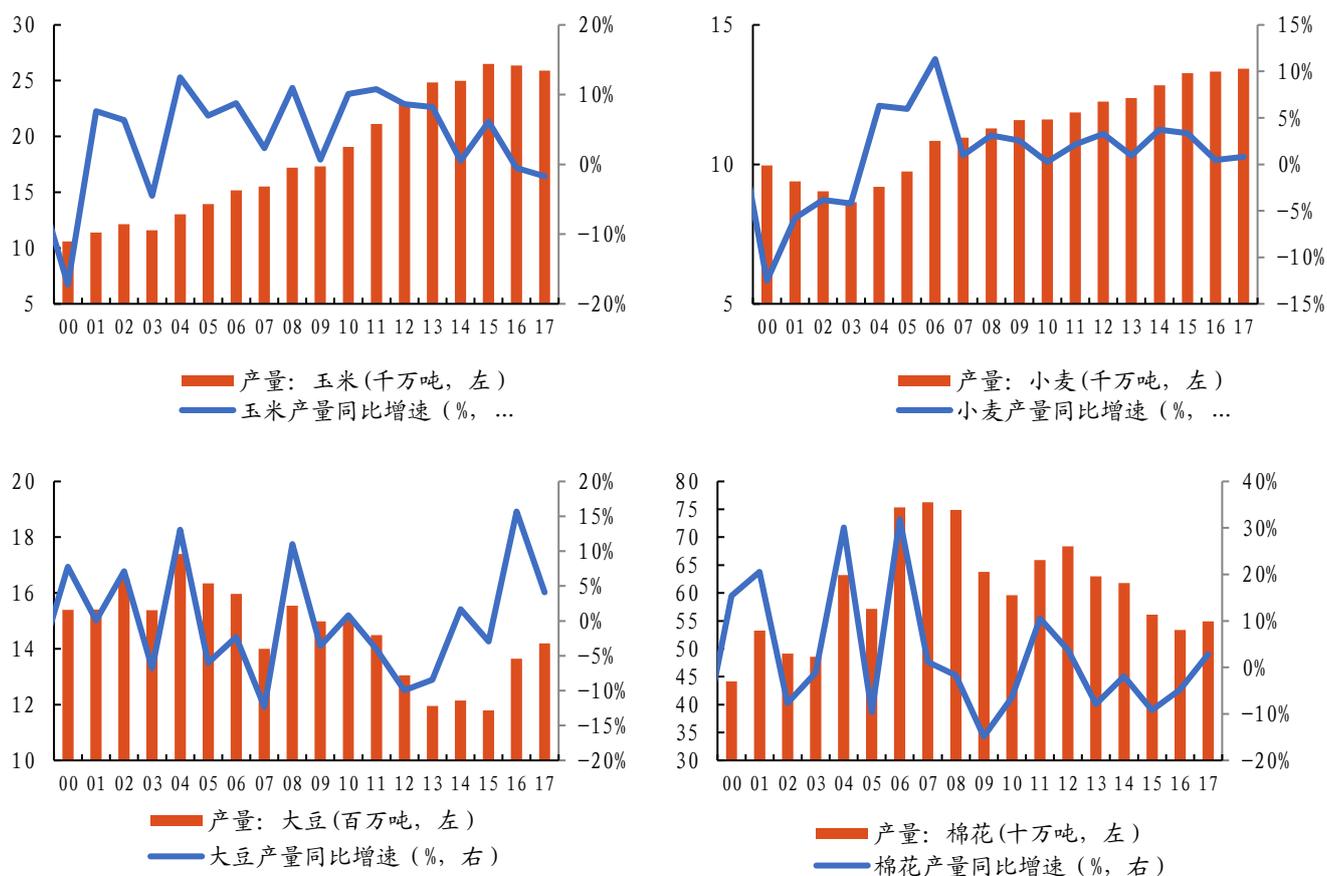
图表 34: 纺织品出口金额及增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

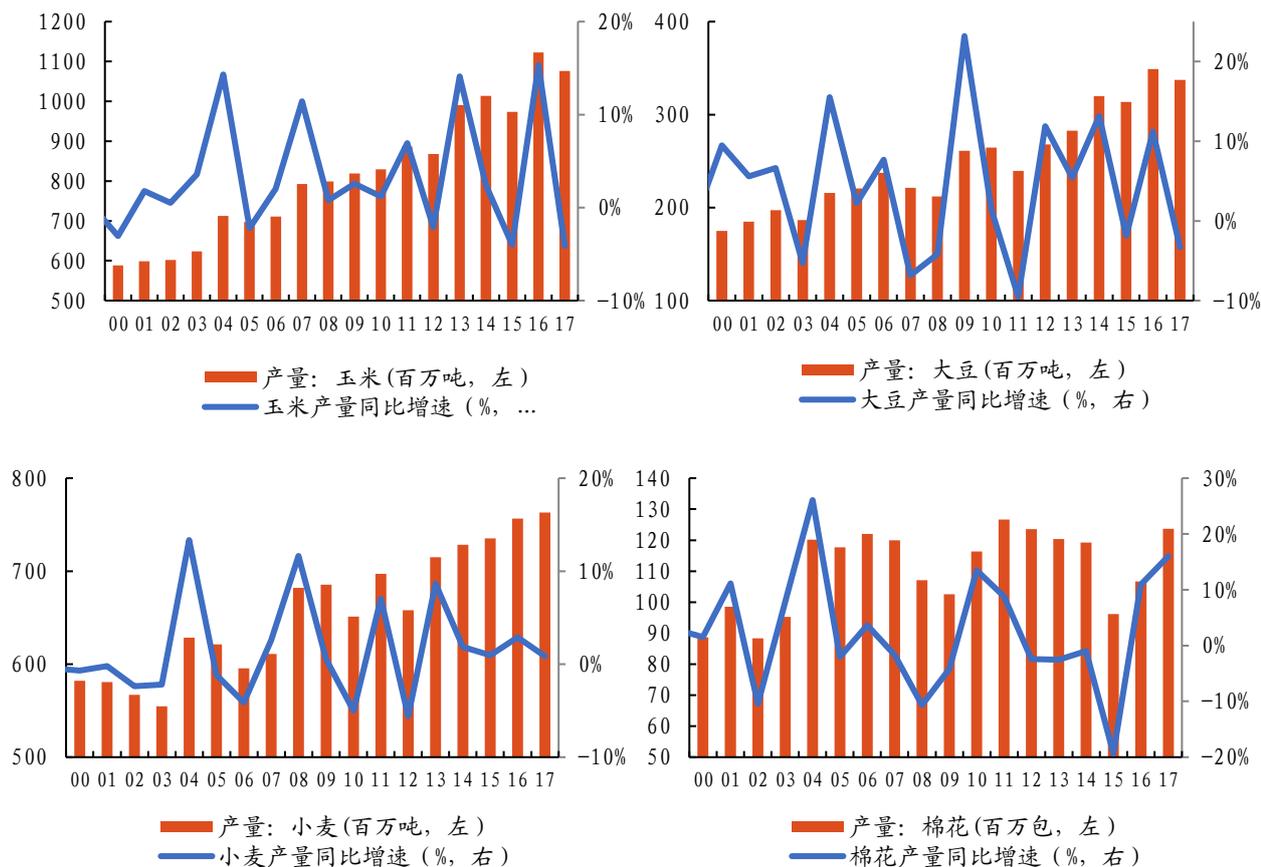
**农业:** 经过近几年低迷行情, 农产品价格自 17 年起起底回升, 国内主要农产品产量稳中有升。17 年除玉米产量小幅下降以外, 其他主要农产品产量均有提高, 小麦 (+0.8%) 大豆 (+4.1%) 棉花 (2.8%)。全球范围来看, 近几年主要农作物产量较为稳定。

图表 35: 中国农产品产量稳中有升



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 36: 全球农产品产量稳中有升



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

**电子:** 2017 年全球 PCB 市场规模达到 588 亿美元, 预计在物联网、汽车电子、工业 4.0 等因素驱动下, 市场规模仍将保持温和增长。全球面板出货量稳定增长, 并加速国内转移, 市场容量增长较快。全球半导体市场规模已超过 4000 亿美元, 受益国内半导体行业的快速崛起, 市场规模增速较快。

图表 37: 全球 PCB 行业产值规模及增速



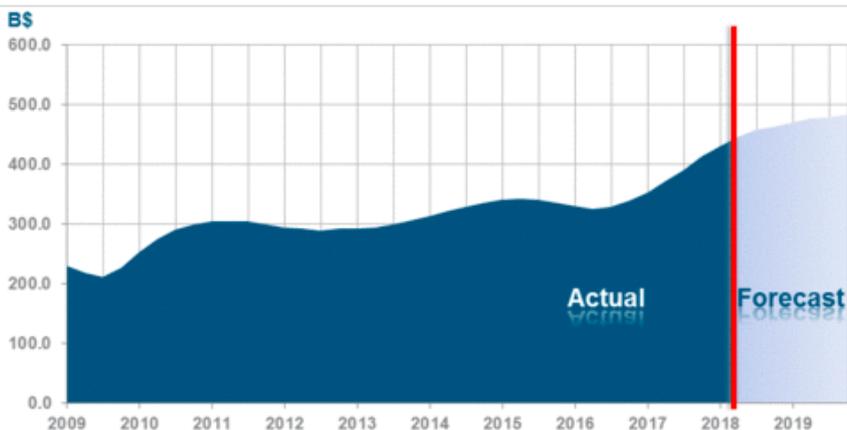
资料来源: 产业信息网, 东方财富证券研究所

图表 38: 全球面板出货量及预计增速



资料来源: IHS Market, 东方财富证券研究所

图表 39: 全球半导体市场规模持续增长



资料来源: WSTS, 东方财富证券研究所

**出口: 贸易摩擦仍然存在, 出口存在较大不确定性。**7 月份起, 美国累计三批次对中国出口美国的 2500 亿美元商品加征关税 (税率: 10%-25%), 其中化工品约 200 亿美元。中国对美国加征关税商品价值 1100 亿美元 (税率: 5%-25%), 其中化工品约 140 亿美元。从加征关税名单来看, 美国加征关税商品涵盖了上游烃类、基础化工品等到中下游农药、聚氨酯、助剂、橡胶产品等多产业链, 出口依赖度较高的农药、化纤、MDI、TDI、有机硅等产品出口或将受到影响, 具备全球产能布局的企业优势明显。

中国反制措施中主要涉及进口依赖度较高的油气及新材料产品。LPG、LNG 及石化初级产品进口关税提高, 一定程度推高化工产业能源成本。PC、PA 等新材料进口成本提高, 有利于加速国产替代, 对国内部分龙头企业将是较好机会。

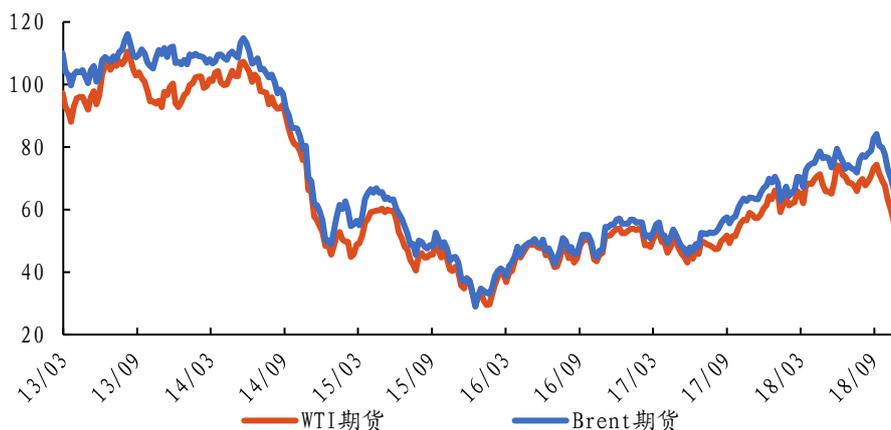
### 3.4. 成本: 原油价格回落, 利润向中下游行业释放

本轮原油上行周期自 16 年初起已近 3 年时间, 原油价格自 10 月初见顶后急跌。我们认为三大产油区 (OPEC、美国、俄罗斯) 原油产量居高不下、全球经济增速放缓需求预期下行背景下, 原油缺乏较强的上攻动力, 但在美国页岩油成本支撑作用下再度大幅下跌的可能性较小, 预计将围绕当前位置宽幅震荡。

我们认为原油价格下跌可通过三个层面影响化工行业盈利:

- 一、上游大宗化工商品价格受成本支撑较强, 与原油价格关联度较高, 价格跟跌。从 10 月份以来我们跟踪的价格价差情况也可以看出, 偏上游产品如乙烯、PTA、甲醇、乙二醇等价格价差均出现大幅回落, 景气程度和盈利能力下滑明显。
- 二、中游产品如聚酯、涤纶、PVC 等产品, 原材料价格和自身产品价格均出现下跌情况下, 油价下跌对企业盈利影响具有不确定性。需更多关注供需面变化, 密切跟踪产品价差变化。
- 三、对于农药、电子化学品、助剂、新材料、胶黏剂等行业, 由于其下游应用消费属性较强, 且本身在下游产品中的成本占比较低, 下游对这类产品的价格变化并不敏感, 将直接受益油价下跌带来的成本下降。

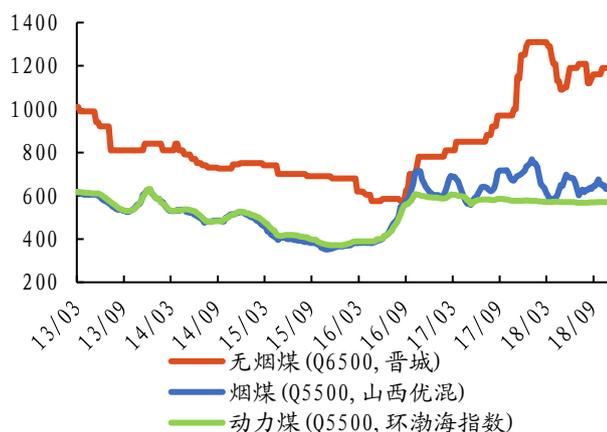
图表 40: 原油价格快速下跌



资料来源: WSTS, 东方财富证券研究所

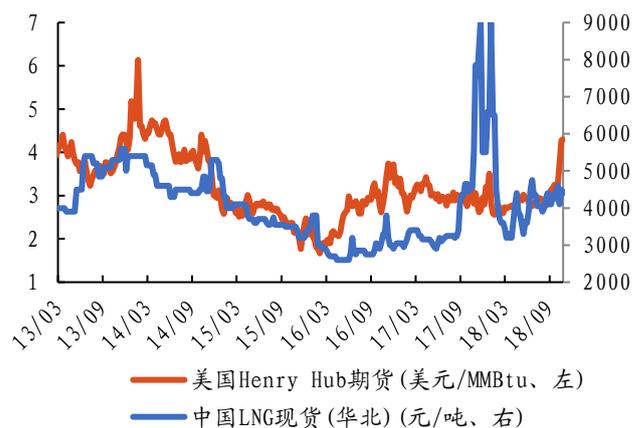
作为原油的替代原料, 煤炭价格相对稳定高位盘整, 天然气价格进入供暖季上涨明显。一方面会推升企业能源成本提升; 另一方面, 煤头、气头产品在油价上行时相对油头产品的成本优势减弱, 间接影响到行业景气程度。

图表 41: 煤炭价格中枢上移 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

图表 42: 天然气价格震荡上行



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

## 4. 聚焦成长, 精选个股, 寻找确定性增长

**投资逻辑:** 通过对行业基本面的分析, 需求整体走弱, 供给小幅提升, 四季度起, 化工产品整体价格价差跌多涨少, 行业景气度整体走弱。油价下行, 煤气高企, 成本影响使产业链利润重新分配, 行业间盈利能力分化。重点关注偏下游的成长板块, 周期性较弱, 需求在政策推动、国产化替代等因素作用下仍有较大增长空间。

**标的选择:** 重点推荐近两年仍有产能释放, 价稳量增, 内生业绩增长确定性较高; 或通过外延并购优质标的实现产业链延伸, 且并购标的业绩实现可能性较高, 能够明显增厚业绩的企业。

#### 4.1. 国六标准执行在即，尾气处理催化材料市场需求激增

##### 4.1.1 国六标准实施在即，倒逼尾气处理技术升级

我国汽车尾气排放标准推出较晚，源于欧标，目前全国范围内执行的是国五标准。2016/2018 年相继发布轻型汽车和重型柴油车污染物排放限值及测量方法（中国第六阶段）（又称国六标准）。国六标准将分两个阶段实施，即国六 a 和国六 b。国六排放标准在国五基础上排放限值部分指标近乎减半，尤其柴油车开始采用与汽油车同样标准，排放要求大幅提高。国六标准高于欧六标准，与美国相当，基本上是目前世界范围内最严格的排放标准之一。

轻型汽车国六标准第一阶段 2020 年 7 月起实施，其中北京、天津、深圳、杭州、广州、山东、河北、河南、广东九省市 19 年即开始提前实施。第二阶段 2023 年 7 月实施，重型柴油车国六标准 2019 年 7 月即开始实施。国六标准的实施对车企尤其是自主品牌提出了更高的尾气处理技术升级要求。

图表 43: 我国汽车尾气排放标准实施进程

欧洲排放标准	欧三	欧四	欧五	欧六	欧六 b	欧六 c
执行时间	2000.01	2005.01	2008.01	2013.01	2014.09	2017.09
中国排放标准	国三	国四	国五	国六 a	国六 b	
全国范围执行时间	2008.07	2013.07	2018.01	2020.07	2023.07	

资料来源：生态环境部，东方财富证券研究所

图表 44: 我国汽车尾气排放标准及限值 (mg/km)

标准	CO		THC		NOx		PM	
	汽车	柴油车	汽车	柴油车	汽车	柴油车	汽车	柴油车
国三	2300	640	200	-	155	500	-	50
国四	1000	500	100	-	80	250	-	25
国五	1000	500	100	-	60	180	4.5	4.5
国六 a	700	700	100	100	60	60	4.5	4.5
国六 b	500	500	50	50	35	35	3	3

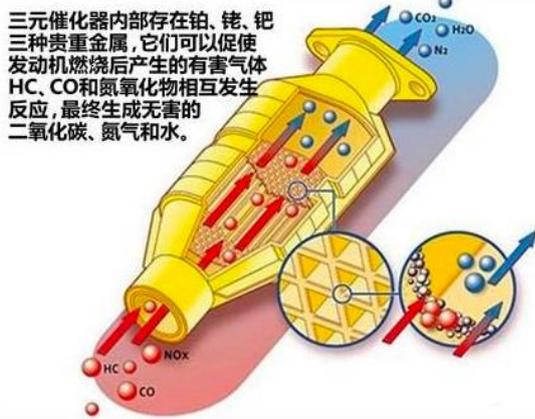
资料来源：生态环境部，东方财富证券研究所

(注：本表车概指第一类车，即总座数不超过 6 座，最大质量不超过 2500kg)

尾气处理装置的核心部件为催化器，由催化剂载体、涂层、助剂和催化剂四部分组成，常用的载体种类有蜂窝陶瓷，涂层为氧化铝，助剂为铈锆固溶体，催化剂为贵金属、钒基催化器、沸石型催化器等。

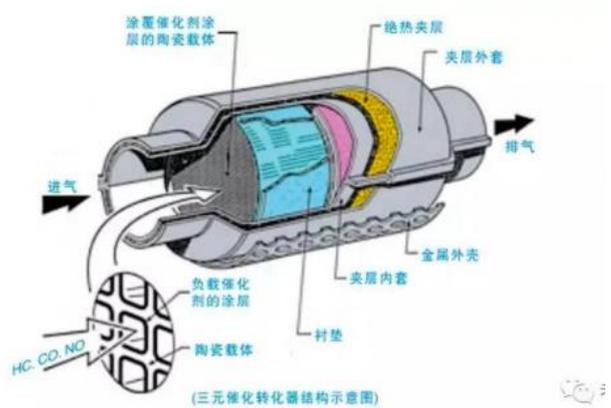
不同催化器根据其选用的催化材料不同能够达到的不同污染物排放量等级也不同。随着国六标准的推出，单一催化器处理效果很难实现每项污染物排放标准达标，需要通过不同催化器耦联来实现尾气处理装置升级，从而带动催化材料需求大幅增长。

图表 45: 催化净化技术原理 (以三元催化器为例)



资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

图表 46: 催化器结构 (以三元催化器为例)



资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

#### 4.1.2 重点关注标的: 国瓷材料

**外延并购 布局尾气处理全产业链。**近年来公司通过收购王子制陶切入蜂窝陶瓷领域, 收购博晶科技切入铈锆固溶体, 收购江苏天诺切入高端分子筛领域; 加上国瓷鑫美宇的氧化铝涂层, 实现了催化剂材料全产业链布局。尾气催化行业一般高端材料采购自不同的供应商, 国瓷的全产业链布局使公司成为为数不多的能够提供一体化解决方案的材料企业。充分享受到政策红利, 并有助于加速汽车催化材料国产化。

图表 47: 国瓷材料尾气处理产业链布局进程

子公司	主营产品	材料类型
王子制陶	载体	蜂窝陶瓷
国瓷鑫美宇	涂层	氧化铝
博晶科技	助剂	铈锆固溶体
江苏天诺	催化剂	高端分子筛

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

**收购爱尔创, 布局义齿用氧化锆陶瓷材料。**爱尔创为国内齿科用氧化锆陶瓷材料龙头, 市场份额超过 50%。未来随着口腔市场的稳定增长以及氧化锆材料在齿科材料中比重增加, 预期会保持持续稳定增长。

**2019 年投资看点:** 2019 年国六标准即开始在部分城市实施, 催化材料市场需求激增。催化剂载体已覆盖国内外多家汽油车、柴油车厂商; 稀土催化剂产能排名行业前列, 19 年催化材料业务预计迎来加速增长。另外, 爱尔创 19 年年将全年并表, 承诺业绩 9000 万, 进一步增厚公司业绩。

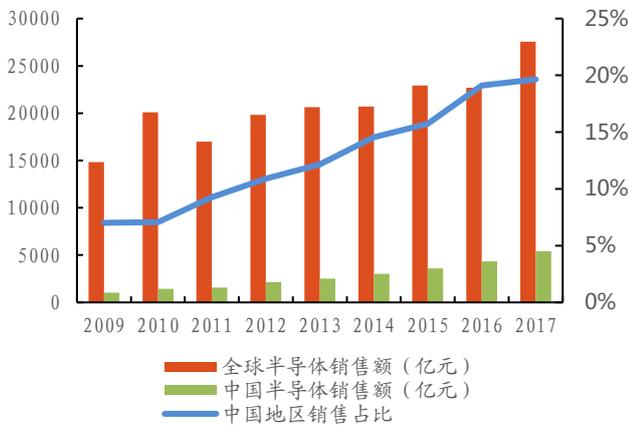
## 4.2. 进口替代加速，电子化学品需求空间广阔

### 4.2.1 半导体、面板产能加速国内转移，需求空间广，价格敏感度低

全球半导体市场持续稳定增长，2017 年全球半导体市场规模为 4086.91 亿美元，同比增长 20.6%，首破 4000 亿美元大关。中国大陆地区的半导体销售额占全球半导体市场的销售额比重逐年上升，根据美国半导体协会以及中国半导体协会数据显示，从 2009 年的 7% 上升到 2017 年的 19.6%。

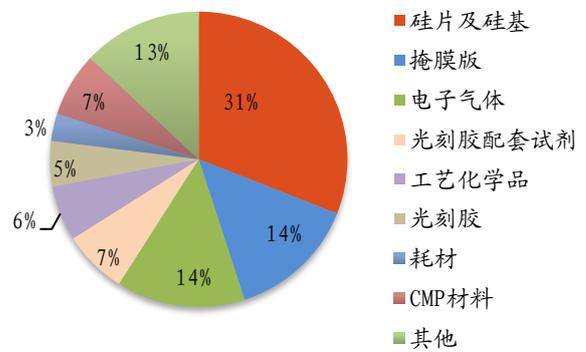
根据 SEMI 数据，2016 年 IC 材料市场规模为 443 亿美元，其中晶圆制造材料市场为 247 亿美元，电子化学品成本占晶圆材料比重为 25%。单一产品成本占比较小，价格敏感度较低。

图表 48: 全球及中国集成电路产业销售额稳步增长



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

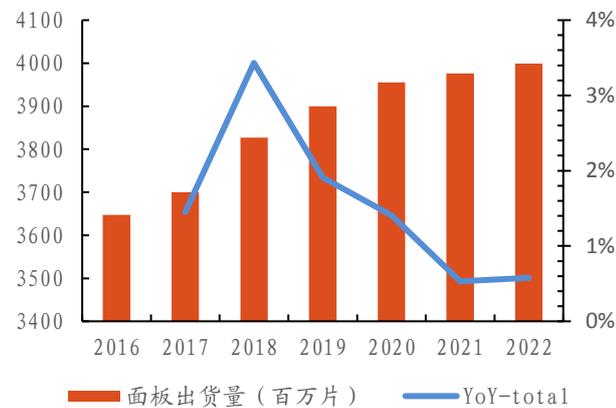
图表 49: 晶圆制造材料成本占比



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

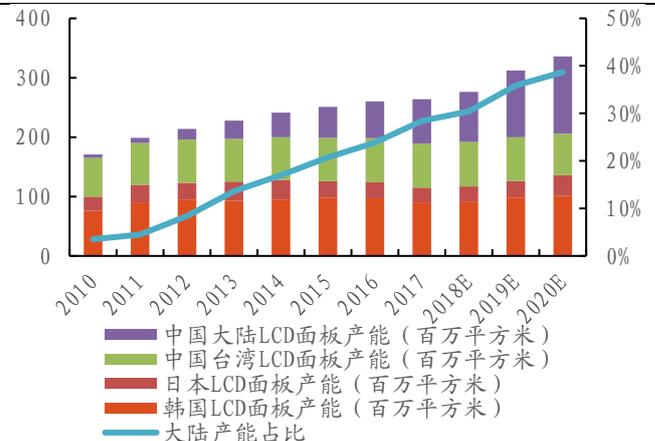
全球面板出货量稳定增长，2018 年全球面板出货量预计达到 38.27 亿片。其中，LCD 仍是目前平板显示的主流技术，OLED 在中小尺寸正在对 LCD 进行取代。全球面板产业经过 3 次转移后目前形成了中日韩三足鼎立的局面，仍有加速向中国大陆转移的趋势。液晶在 LCD 面板中成本占比约为 3.5%，偏光片成本占比约为 9.9%，偏光片主要组件为 PVA 膜和 TAC 膜。

图表 50: 全球面板出货量及预计增速



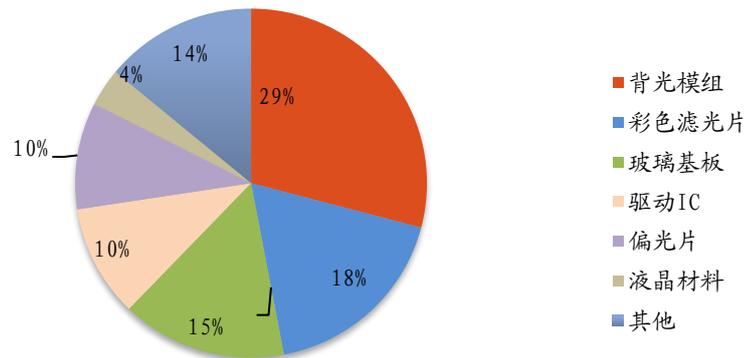
资料来源: IHS Market, 东方财富证券研究所

图表 51: LCD 面板产能加速国内转移



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

图表 52: TFT-LCD 成本构成



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

#### 4.2.2 技术壁垒高, 更新换代速度快, 主流技术国外垄断, 进口替代提速

电子产品遵循摩尔定律, 例如 IC 集成度平均每 18 个月翻一番, 每三年会有新一代产品问世, 对上游电子化学品的规格要求越来越高, 客户对供应商的技术快速响应能力要求较高, 率先打入供应链体系的企业先入优势明显。

图表 53: 高纯试剂、光刻技术规格随 IC 集成度提高不断演进

	1986	1989	1992	1995	1998	2001	2004	2007	2010
IC 集成度	1M	4M	16M	64M	256M	1G	4G	16G	64G
技术水平/ $\mu\text{m}$	1.2	0.8	0.5	0.35	0.25	0.18	0.13	0.10	0.07
金属杂质/ppb	<10	<10	<1	<1	<1	<0.1	<0.1	<0.1	<0.1
控制粒径/ $\mu\text{m}$	>0.5	>0.5	>0.5	>0.5	>0.5	>0.5	>0.2	>0.2	>0.2
颗粒数, 个/mL	<25	<25	<5	<5	<5	<5	<5	<5	<5
试剂级别	BV-III	BV-III	BV-IV	BV-IV	BV-IV	BV-V	BV-V	BV-V	BV-V
SEMI 标准	C7	C7	C8	C8	C8	C12	C12	C12	C12
光刻技术	g 线	g 线	g 线 i 线 Krf	i 线 Krf	Krf	Krf+RET	Arf+RETF Arf	PXLIPL	F2+RET/EPL EUV/IPL/EBOW

资料来源: CNKI, 东方财富证券研究所

下游客户对电子化学品认证流程复杂、时间较长 (1-2 年)。高端产品市场份额多为海外垄断, 国产化率较低。已有部分企业突破技术壁垒和认证壁垒, 已逐步为国内半导体和面板厂家认可, 国产化替代加速。

图表 54: 电子化学品高端产品仍为海外企业垄断

产品	海外企业市场份额	海外主要生产企业
半导体光刻胶	80%	陶氏、合成橡胶、东京应化、信越化学、富士电子材料、安智、东进等

TFT 混晶材料	96%	德国默克、日本智索、日本油墨等
电子气体	85%	美国气体化工、法国法液空、德国林德、日本日酸、美国普莱克斯
湿电子化学品	80%	巴斯夫、东友化学、三菱化学、东京应化、森田化学、台湾联仕等
大硅片	90%以上	日本信越、日本 Sumco、德国 Siltronic、美国 SunEdison、韩国 LG Siltron、台湾 Global Wafer

资料来源：东方财富证券研究所

图表 55：电子化学品国产化替代起步

产品	国内主要生产企业
半导体光刻胶	科华微电子、晶瑞股份
TFT 混晶材料	飞凯材料、诚志永华、北京八亿液晶
电子气体	巨化股份、南大光电、雅克科技、华特气体、金宏气体等
湿电子化学品	江化微、晶瑞股份、江阴润玛、上海新阳
大硅片	上海新阳、重庆超硅、浙江金瑞泓、洛阳麦克斯等

资料来源：东方财富证券研究所

#### 4.2.3 重点关注标的：飞凯材料 晶瑞股份

##### 飞凯材料：收购和成显示，液晶材料业务增长迅速

前三季度实现营收 11.00 亿，同比增长 130.14%，归母净利润 2.55 亿，同比增长 416.59%。业绩大幅增长主要来自于长兴昆电（60%股权）、大瑞科技（100%股权）及和成显示（100%股权）三家子公司并表，电子化学材料开始成为主要的盈利贡献产品。

**传统业务：**紫外固化光纤涂覆材料，由于光纤产量增速放缓，市场竞争加剧，近年来紫外固化涂料增速放缓，16 年由于国外竞争对手降价夺去了部分市场份额。17 年公司积极调整市场战略，降价增量，业绩恢复增长。18 年受益下游市场需求回升，实现量价齐升。未来随着 5G 推进加速，预计光纤需求会有翻倍增长，公司光纤涂覆材料市占率约 60%，将充分受益。

**液晶材料：**17 年 9 月收购和成显示，合成显示主要产品为 TFT 混晶。TFT 混晶占面板成本比例约为 3%，价格敏感度较低。受益液晶显示面板国产化率提升，高世代线扩建速度仍较快，市场空间广阔。国内掌握 TFT 混晶技术的目前仅有三家企业（和成显示、八亿时空、诚志股份），其中和成显示是近年来增长速度最快。和成显示主要客户包含了京东方、华星光电、中电熊猫等面板巨头，京东方是前十大股东之一北京芯动能投资基金的 LP，持股比例为 37%，有助于深化公司与京东方的合作。2017 年和成显示实现扣非归母净利润 2.05 亿元，远高于业绩承诺。2018 年上半年实现净利润 1.17 亿元，已完成 2018 年全年业绩承诺。

**IC 封测材料：**通过收购大瑞科技切入封装锡球，收购长兴昆电切入环氧塑封材料，收购立绅科技切入 IC 电镀液，三家子公司均为台资中高端 IC 封装材料制造商。公司目前形成了紫外固化涂覆材料-液晶显示材料-半导体材料三块完整布局，抗风险能力显著提升。

**2019 年投资看点：**19 年为国内液晶面板产能集中投产的一年，预计将带

动上游材料市场大幅扩张。下游面板厂商出于成本考虑采用国内材料供应商比例提高，公司作为国内少数 TFT 混晶供应商之一，预计液晶材料业务增速会加快。随着 5G 推进加速，光纤涂覆材料业务自 18 年以来市场竞争缓和，预计能够保持稳步增长。

**晶瑞股份：微电子化学品领先企业，高纯试剂、光刻胶进入快速成长通道**

晶瑞股份前三季度实现营业收入 5.91 亿，同比增长 53.52%，归母净利润 3942.55 万元，同比增长 70.99%，Q3 单季业绩同比增长 77.25%。

**超净高纯试剂：**公司拳头产品双氧水已达到国际最高纯度 G5 水平，成功攻克技术壁垒。已完成华虹宏力部分厂区测试，正在排队中芯国际测试。18 年年初通过收购江苏阳恒，成功打通电子级硫酸上游，电子级硫酸引入三菱化学技术，有望快速实现技术突破实现放量。

**光刻胶：**“i 线光刻胶产品开发及产业化”02 专项课题结题并已实现量产。目前已通过中芯国际测试，具备一线晶圆厂的供货能力，后续订单量有望增加。

产能方面，眉山 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目已取得环评，电子化学品具有一定区域半径，眉山项目投产后区位优势更明显，将显著增厚公司业绩。

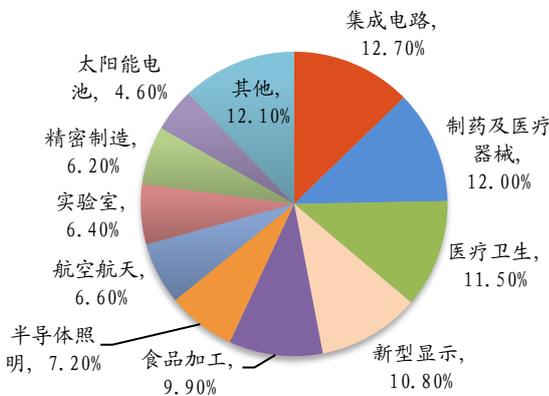
**2019 年投资看点：**受益于 19 年面板产能和晶圆产能投放加快，湿电子化学品和光刻胶需求增长提速。i 线光刻胶今年通过中芯国际测试，G5 双氧水已完成华虹宏力部分厂区测试，订单量有望增加。

**4.3. 国产化提速，洁净市场持续高成长**

**4.3.1 洁净市场为蓝海市场，进口替代提速**

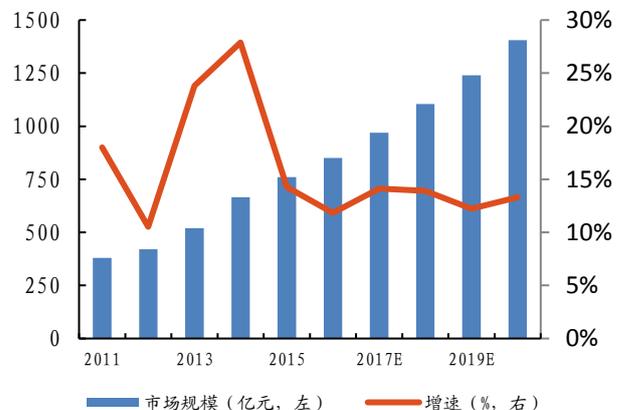
工业洁净室主要应用于微电子、食品药品加工等领域。受益于半导体和面板产能加速国内转移，工业洁净室市场一直保持高速增长。截止 2016 年，全球洁净室工程市场规模约 3500 亿元，其中中国市场规模超过 900 亿元，预计未来仍将保持 10-15% 的增长速度，至 2020 年市场规模将超过 1400 亿元。

图表 56：工业洁净室工程应用领域



资料来源：中国电子学会洁净技术分会，东方财富证券研究所

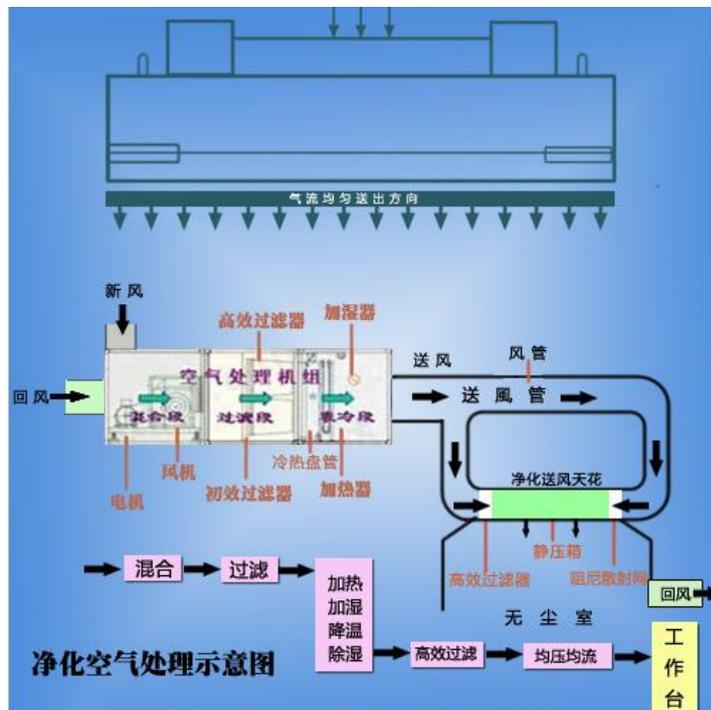
图表 57：中国洁净室工程市场规模



资料来源：产业信息网，东方财富证券研究所

FFU (Fan Filter Unit) 风机过滤机组, 是洁净室空气处理核心部件之一, 在洁净室系统总投资中占比不超过 2%, 其中风机和过滤器占到 FFU 总成本的一半以上。滤纸是决定过滤器过滤效果的核心部件, 适用于工业洁净室的 HEPA 及 UHEPA 过滤器一般选用超细玻璃纤维滤纸。

图表 58: FFU 空气净化处理示意图



资料来源: 公开资料整理, 东方财富证券研究所

目前全球微玻纤滤纸产能仍主要集中在 H&V、Lydall、Ahlstrom 等海外企业, 但国内企业逐步克服技术瓶颈和产能瓶颈, 增速远高于海外企业。且随着国内半导体、面板厂商原材料采购逐步国产化, 国内净化市场预计迎来进口替代窗口期。

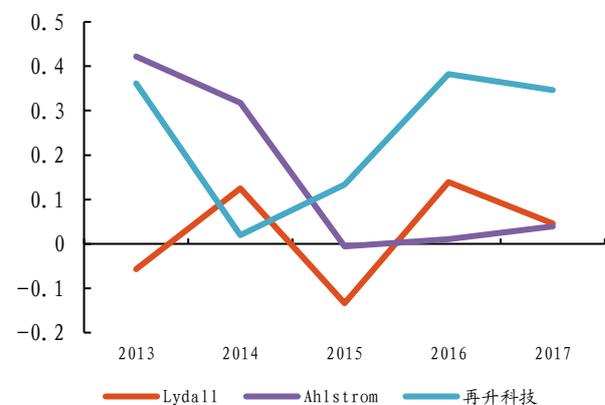
图表 59: 玻纤滤纸主要生产企业收入规模 (亿元)

企业名称	Lydall	Ahlstrom	再升科技
2012	5.1	46.3	0.9
2013	4.8	65.8	1.2
2014	5.4	86.7	1.2
2015	4.7	86.2	1.4
2016	5.3	87.2	1.9
2017	5.6	90.6	2.6

资料来源: 公司公告, 东方财富证券

注: Lydall 数据为 filtration and life sciences filtration 收入, Ahlstrom 数据为总营业收入, 再升科技和中材科技数据为微玻纤棉收入

图表 60: 主要滤纸生产企业滤纸收入增长情况



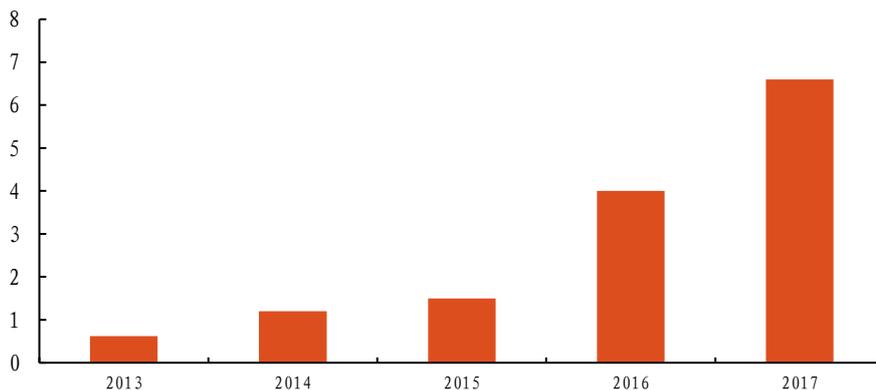
资料来源: 公司公告, 东方财富证券

注: Lydall 数据为 filtration and life sciences filtration 收入, Ahlstrom 数据为总营业收入, 再升科技和中材科技数据为微玻纤棉收入

#### 4.3.2 重点关注标的：再升科技

公司是国内全产业链布局的微玻纤行业龙头，充分受益洁净和节能市场需求爆发。掌握核心的玻纤棉资源优势（其他滤纸、芯材企业基本不做上游玻纤棉），成本优势（玻纤棉生产位于宣汉，气源稳定，气价便宜）。通过横向纵向产业链拓展，行业龙头地位夯实，通过持续扩产逐步克服产能瓶颈。

图表 61：微纤维玻璃棉产能快速增长（万吨）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

公司前三季度实现营收 8.35 亿元，同比增长 102.38%，归母净利润 1.11 亿，同比增长 49.6%。净化设备方面，苏州悠远目前是京东方最大的 FFU 供应商，主要承接新建厂项目订单，随着产能逐步释放，计划切入更换市场及半导体新建厂项目。随着后续滤纸产品在悠远 FFU 中应用比例提升，玻纤棉-净化设备全产业链优势将能更得到体现。VIP 芯材及隔板方面，公司拥有国内第一条干法芯材生产线，成本较湿法芯材大幅降低，受益 VIP 板对传统保温材料聚氨酯的替代，在节能保温领域预计仍能保持快速增长。

**2019 年投资看点：**一、17 年收购苏州悠远加速产业链整合。悠远由于产能限制目前主要承接面板厂商新建厂项目，年初可转债募投项目投产后预计会逐步克服产能瓶颈。后续半导体新建厂、更换市场项目会逐步增多，公司已经成为了中芯国际供应商，具备一线晶圆厂 FFU 供应能力。二、苏州悠远目前 FFU 滤纸主要采购自外资厂商，少量由再升供应，自供滤纸比例正逐步提升，也将提升整体盈利能力。

## 5. 关注周期结构性机会

**投资逻辑：**我们认为需求整体走弱，供给边际放松是主导本轮化工行业景气度见顶的主要因素，但不同细分行业之间仍存在较大分化，我们需要从中甄别出需求相对平稳，环保作用持续高压，具备资源壁垒或技术壁垒产能无法快速投放的细分行业。

**标的选择：**一是重点关注近两年仍有产能释放，价稳量增，业绩增长确定性较高的龙头企业。二是建议关注当前环保作用力度较强，仍处于景气上升期，

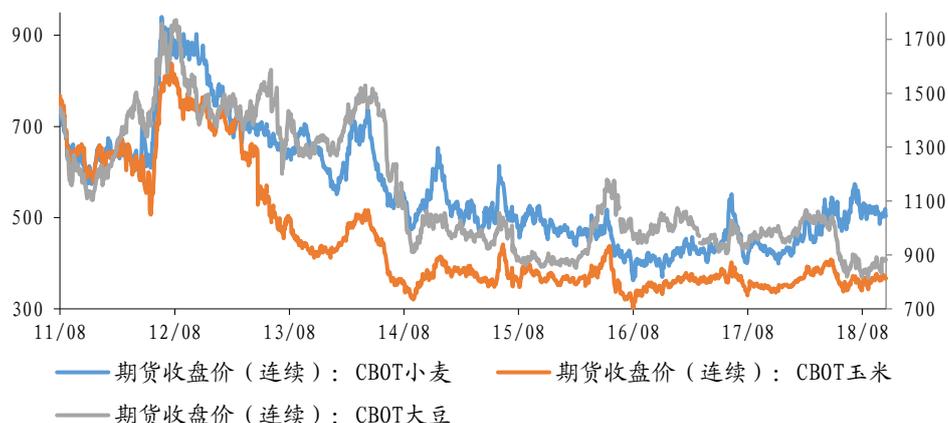
产品价格持续上涨的企业。

## 5.1. 农产品价格见底回升，农药需求增长稳定，供给持续收紧

### 5.1.1 农产品价格见底回升，农药需求预期稳定增长

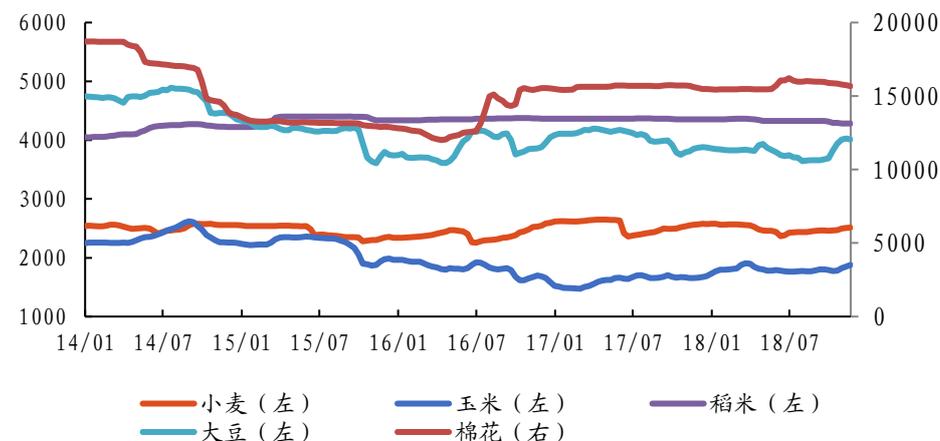
主要农产品价格自 12 年以来历经长时间持续下跌，农药行业景气度也持续下降，企业盈利能力大幅下滑，农药行业上市公司平均 ROE 由 2014 年的 16.8% 下降到 2016 年的 9.49%。15 年底至 17 年初，主要农产品价格陆续见底回升，行业自 17 年起逐步回暖。产量方面，国内主要农产品产量稳中有升。17 年除玉米产量小幅下降以外，其他主要农产品产量均有提高，小麦 (+0.8%) 大豆 (+4.1%) 棉花 (2.8%)。全球范围来看，近几年主要农作物产量较为稳定，农药需求较为稳定。

图表 62: 全球农产品价格见底回升 (美分/蒲式耳)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

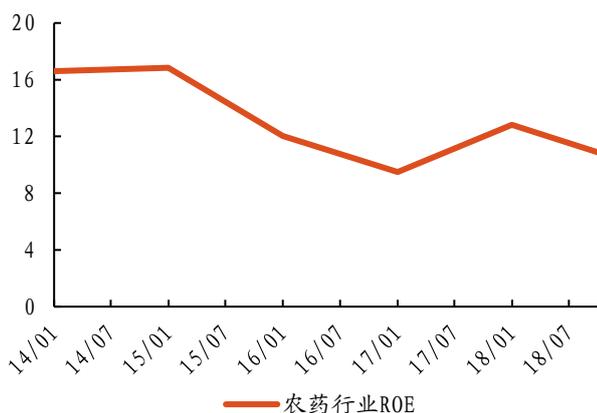
图表 63: 国内主要农产品价格稳步回升 (元/吨)



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

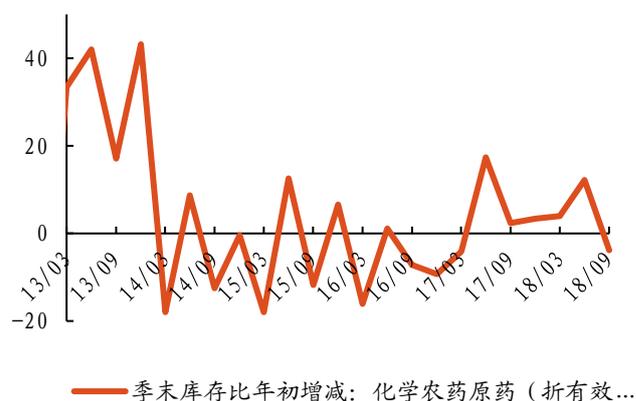
行业景气度持续低迷，多数农药企业亏损，仅部分龙头企业维持盈利，14 年起开始进入长达近 3 年的去库存周期。17 年起，伴随下游需求逐步回暖，库存见底叠加海外巨头企业补库存需求，行业景气度持续改善。

图表 64: 农药行业 ROE



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

图表 65: 化学农药原药库存变化情况

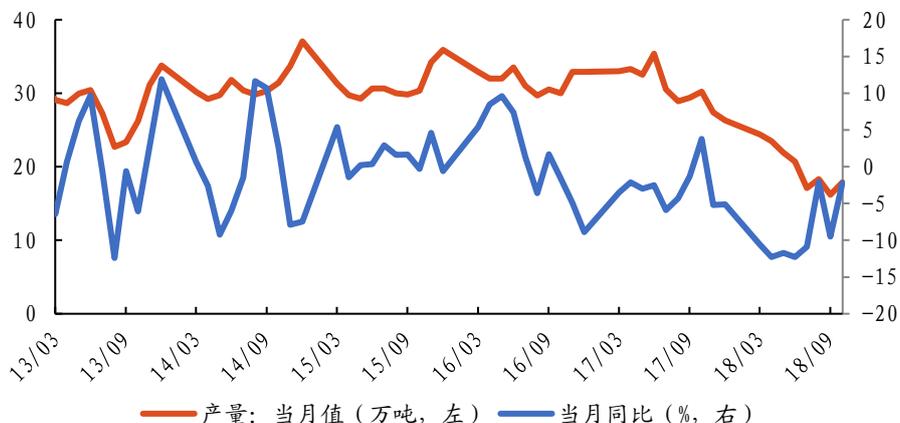


资料来源: choice, 东方财富证券研究所

### 5.1.2 供需紧平衡, 农药行业景气度持续回升

需要注意的是, 需求温和上行的情况下, 受环保监管趋严影响, 17 年以来农药原药产量持续下滑, 17 年累计产量同比下降 22.15%, 18 年 1-10 月份累计产量同比下降 33.50%, 环保对农药行业供给压缩的力度不可谓不大。随着环保高压的常态化, 预计农药行业供需将长期维持紧平衡。

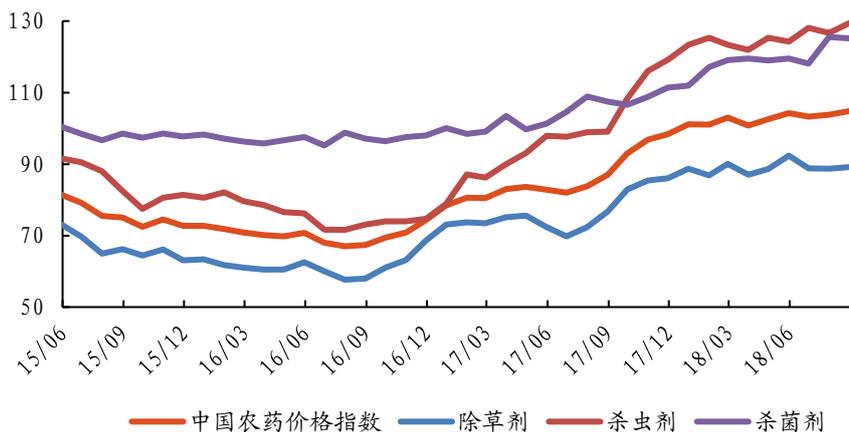
图表 66: 农药原药产量及增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

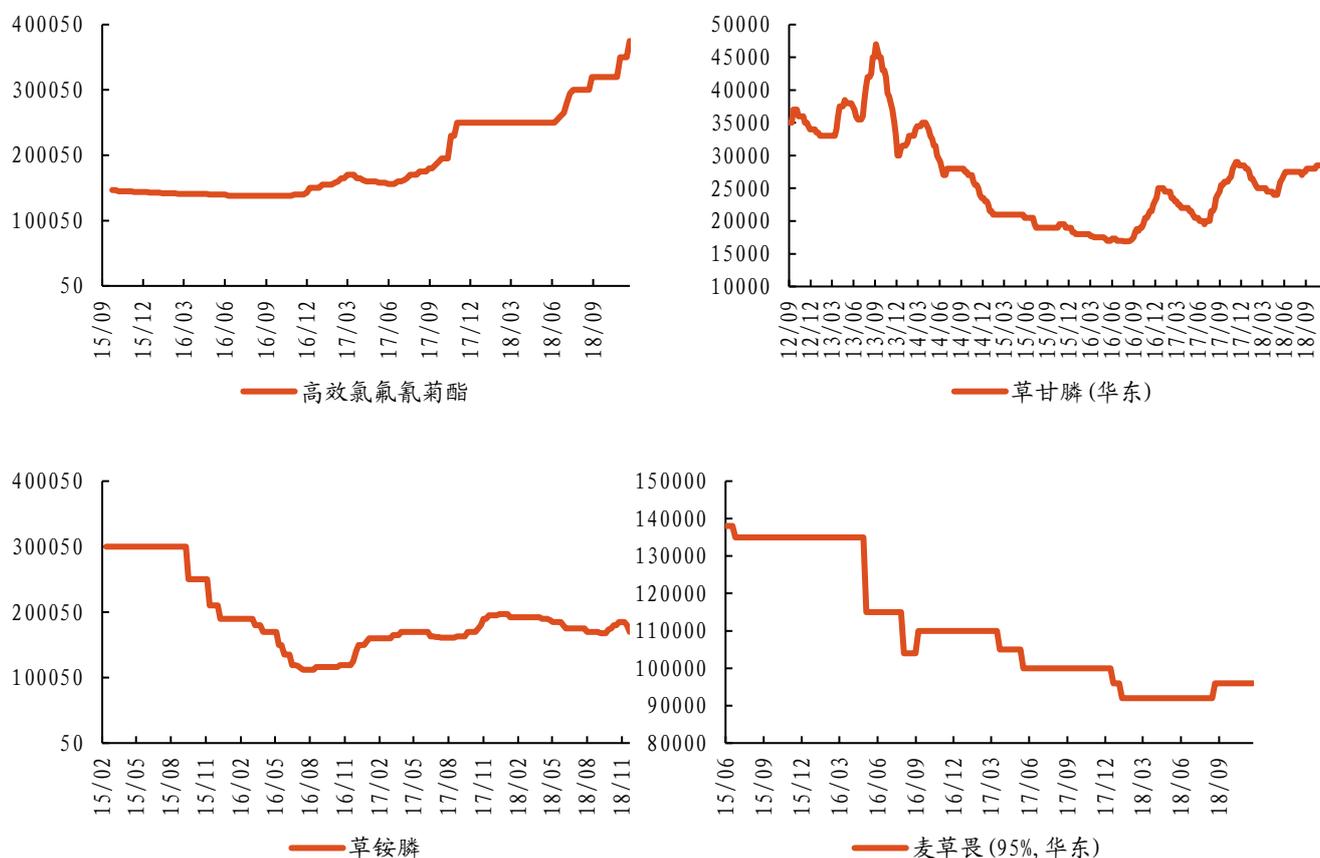
受供需两方面影响, 农药价格自 16 年下半年起持续走强。18 年 9 月份中国农药价格指数为 104.83, 较 16 年 8 月份低点上涨 56.42%。菊酯、草甘膦价格涨幅较大, 菊酯目前价格处于高位, 草甘膦价格处于历史中等水平。草铵膦、麦草畏价格相对稳定。

图表 67: 农药价格指数持续走高



资料来源: 中国农药工业网, 东方财富证券研究所

图表 68: 部分农药价格变化 (草甘膦、草铵膦、麦草畏、菊酯) (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

### 5.1.3 重点关注标的: 扬农化工

受益主要产品价格持续上涨及麦草畏产能释放, 公司前三季度实现营收 43.45 亿, 同比增长 38.07%, 归母净利润 7.86 亿, 同比增长 93.14%, ROE 同比提高 7.3pct 至 18.6%。具体来看: :

菊酯: 公司现有菊酯产能约 9000 吨/年, 卫生菊酯国内市场占有率约 70%, 农用菊酯为 30%, 是国内唯一从基础化工原料开始, 合成中间体并生产菊酯原药的生产企业。随着菊酯类产品对新烟碱类、有机磷类杀虫剂的高毒替代, 菊酯产品未来需求空间广阔。18 年以来, 菊酯及中间体受环保核查影响产能大量关停推升菊酯价格大幅上涨, 公司借助环保优势和中间体自给优势, 产能未受影响, 充分受益菊酯景气度提升。

麦草畏: 具备麦草畏原药产能 2.5 万吨/年, 全球领先。根据孟山都财报, 18 年抗麦草畏转基因大豆种植面积已经超过 5000 万亩, 已经提前一年完成了 19 年的种植目标, 短期内麦草畏扩产有限, 当前价格处于相对低位, 需求旺盛对价格支撑较强。

产能扩张: 优嘉二期大部分项目已完全投产。优嘉三期项目计划投资 20.22 亿元; 另计划投资 2.02 亿元建设 3.26 万吨/年农药制剂项目, 投资 4.30 亿元农药项目。长期增长动力强劲, 逐步成为综合性农药龙头企业。

**2019 年投资看点:** 优嘉二期项目基本已完全投产, 预计 19 年全年量同比会有一定提升; 优嘉三期项目正在等待环评批复, 19 年有望顺利开工建设并逐步投产; 公司当前估值 (截至 12 月 4 日) 处于近五年 3.4% 历史分位, 估值安全边际较高。

## 6. 盈利预测及重点推荐公司列表

图表 69: 化工行业及部分子行业一致盈利预测 (对应 12 月 4 日收盘价)

行业	项目	2018E	2019E	2020E
化工	营业收入增长率 (%)	20.56%	22.49%	12.96%
	归母净利润增长率 (%)	49.49%	25.08%	18.74%
	预测市盈率 (P/E)	12.68	10.14	8.54
农药	营业收入增长率 (%)	21.89%	18.07%	15.19%
	归母净利润增长率 (%)	68.39%	8.74%	18.38%
	预测市盈率 (P/E)	11.74	10.80	9.12
氟化工及制冷剂	营业收入增长率 (%)	20.35%	13.01%	13.27%
	归母净利润增长率 (%)	90.03%	12.04%	13.84%
	预测市盈率 (P/E)	12.66	11.30	9.93
磷化工	营业收入增长率 (%)	15.43%	8.62%	8.04%
	归母净利润增长率 (%)	83.14%	29.59%	22.60%
	预测市盈率 (P/E)	14.56	11.23	9.16
其他化学原料	营业收入增长率 (%)	11.27%	36.47%	26.76%
	归母净利润增长率 (%)	2.18%	44.51%	28.33%
	预测市盈率 (P/E)	14.58	10.09	7.86
其他化学制品	营业收入增长率 (%)	15.29%	17.10%	16.18%
	归母净利润增长率 (%)	32.44%	24.88%	21.36%
	预测市盈率 (P/E)	17.99	14.41	11.87
聚氨酯	营业收入增长率 (%)	18.05%	11.58%	11.37%
	归母净利润增长率 (%)	16.35%	11.61%	13.82%
	预测市盈率 (P/E)	7.68	6.88	6.05

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

(注: 农药行业样本公司沙隆达 19 年业绩预期下滑幅度较大, 剔除沙隆达影响, 19 年营收增速 22.73%, 归母净利润增速 24.28%, 预测 PE 为 10.55 倍)

图表 70: 重点推荐公司列表 (对应 12 月 4 日收盘价)

股票代码	股票简称	市值 (亿元)	一致盈利预测 (归母净利润增速)		预测 PE		评级
			2018	2019	2018	2019	
300285.SZ	国瓷材料	112.52	101.49	18.33	22.81	19.28	未评级
300398.SZ	飞凯材料	72.50	298.50	28.42	21.71	16.90	未评级
300655.SZ	晶瑞股份	21.40	63.06	36.17	36.27	26.64	未评级
603601.SH	再升科技	42.98	65.80	48.72	22.82	15.35	增持
600486.SH	扬农化工	127.55	82.32	16.02	12.17	10.49	未评级
300596.SZ	利安隆	53.64	43.80	34.14	28.58	21.31	未评级

资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

## 7. 风险提示

环保执行力度大幅下滑;  
 贸易摩擦再次升级;  
 下游需求超预期下滑;  
 原油价格大幅波动。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格  
**分析师申明：**

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

#### **投资建议的评级标准：**

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

#### **股票评级**

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；  
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；  
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；  
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

#### **行业评级**

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；  
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；  
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

#### **免责声明：**

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。