

行业研究/中期策略

2019年05月13日

行业评级:

基础化工 增持(维持)
石油化工 增持(维持)

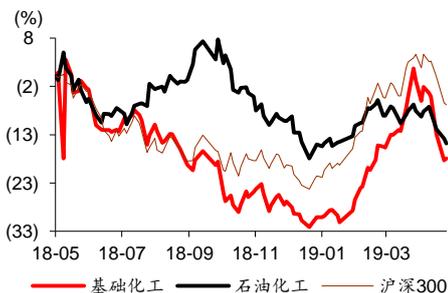
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1《石油化工/基础化工:行业周报(第十八周)》2019.05
- 2《基础化工/石油化工:行业整体景气高位回落,关注供需预期变化》2019.05
- 3《恒力股份(600346,增持):一季报符合预期,静待大炼化项目业绩释放》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

需求端预期改善, 供给端有望重构

化工行业 2019 年中期投资策略

需求端预期改善, 供给端有望重构

化工行业 2018 年仍维持较高盈利, 但 2018Q4 以来整体景气步入下行期; 2019Q2 之后, 国内需求预期有望逐步改善, 虽然贸易摩擦或加剧外需不确定性, 但利好精细化工、新材料进口替代逻辑; 响水 3.21 爆炸事故影响持续发酵, 行业供给端有望迎来重构; 国际油价总体保持强势, 有利于化工品整体价格趋势。中长期而言, 我们预计化工行业整体景气将震荡下行, 但龙头企业份额持续提升, 进而带动行业走向一体化和集中。看好的主线包括: 1) 染料、农药及中间体; 2) 行业龙头长期受益于份额提升; 3) 民营炼化; 4) 精细化工、新材料等新兴领域。

染料: 供给端面临强收缩, 景气有望进一步上行

响水事故发生后国内安全监管趋严, 染料及中间体企业停产、限产增多且确定性较强, 且前期停产企业的复产进度大概率延后; 国内纺服需求保持较强韧性, 叠加印染环节集中度持续提升, 染料龙头市场份额有望扩大; 安监、环保共同发力下, 产品价格仍存进一步上行动力, 相关公司浙江龙盛。

农药及中间体: 供给端再度收缩, 关注需求端变化

响水事故发生后国内安全监管趋严, 农药及中间体企业停限产增多, 且前期停产企业的复产进度大概率延后; 国际农产品库存增长趋势停止, 若农产品价格企稳反弹, 有望带动农药产品需求回升和产品价格上涨, 相关公司扬农化工、长青股份。

民营炼化: PTA 盈利趋势向好, 炼化项目顺利推进

涤纶长丝及 PX 环节进入扩产周期, PTA 环节景气有望持续改善, 下游纺织需求有望保持稳中有升, 支撑产业链利润; 民营炼化装置建设顺利, 陆续进入投产阶段, 盈利预期逐步明朗, 相关公司恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化。

轻烃裂解: PDH 及乙烷裂解盈利前景良好

原料价格有望维持低位而下游烯烃需求稳增, 叠加原油价格强势, PDH 行业盈利稳中有升; 乙烷裂解项目盈利前景良好; 氢气资源价值提升或提高轻烃裂解装置整体盈利能力, 相关公司万华化学、卫星石化。

新兴领域: 进口替代逻辑仍存, 需求端亮点涌现

液晶、半导体、碳纤维等相关化学品需求保持增长, 且进口替代逻辑仍可持续; 电子通信材料、尾气净化材料等受益于政策推动及下游需求的释放, 有望步入快速增长阶段, 重点推荐飞凯材料(液晶混晶、光纤涂料)、光威复材(碳纤维)、国瓷材料(电子化学品、尾气净化材料)、强力新材(电子化学品、光固化油墨)、金发科技(新材料)等。

风险提示: 下游需求不达预期; 原油价格大幅波动; 贸易摩擦加剧风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价(元)	投资评级	EPS(元)				P/E(倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600352	浙江龙盛	18.67	买入	1.26	1.99	2.21	2.36	14.8	9.4	8.4	7.9
300699	光威复材	54.70	增持	1.02	1.40	1.76	2.16	53.6	39.1	31.1	25.3
600309	万华化学	40.07	增持	3.38	3.82	4.51	4.94	11.9	10.5	8.9	8.1
600426	华鲁恒升	14.20	增持	1.86	1.96	2.32	2.67	7.6	7.2	6.1	5.3
600346	恒力股份	16.80	增持	0.66	1.69	2.47	2.84	25.5	9.9	6.8	5.9

资料来源: 华泰证券研究所

正文目录

行业回顾：景气自 2018Q4 步入下行期	6
需求端预期改善，供给端有望迎来重构	11
内需呈现恢复性增长	11
中美贸易战加剧外需不确定性	12
资本开支维持高位，但扩产集中于龙头企业	13
响水 3.21 爆炸事故影响发酵，供给端有望迎来重构	14
盐城市政府拟彻底关闭响水化工园区	14
江苏省化工行业或面临整治提升	17
供给端有望迎来重构	20
伊朗石油出口遭美国全面禁止，国际油价有望维持高位	22
供给端重构利好头部企业，需求预期修复带动估值回升	22
重点子行业/板块分析	24
民营炼化：PTA 盈利趋势良好，炼化项目顺利推进	24
终端需求稳中有升，PTA 盈利有望持续改善	24
炼化景气良好，民营炼化破局显机遇	27
轻烃裂解：盈利前景良好，氢气资源价值有望提升	28
PDH：受益乙烯原料轻质化产业趋势，煤、油价格强势凸显其成本优势	28
乙烷裂解：盈利丰厚，前景可期	34
氢气资源价值有望提升	35
染料及中间体：供给强收缩，高景气有望维持	37
纺服需求保持较强韧性	37
印染环节集中度提升，利好染料龙头企业	38
安监环保持续发力，染料供给端面临强收缩	39
农药及中间体：需求逐步复苏，关注一体化企业	42
全球农药需求逐步复苏	42
农药供需格局改善，关注一体化企业	43
新兴领域：进口替代逻辑仍存，需求端亮点涌现	46
液晶材料：国产化率仍有提升空间	46
半导体材料：抢占战略高地	47
电子通信材料：受益 5G 大规模建设浪潮	50
碳纤维材料：应用领域广阔，国内企业发展潜力较大	52
尾气净化材料：国六标准大限将至，材料需求提升	54
重点公司分析	57
浙江龙盛：全球染料龙头，有望受益于供给端强收缩	57
光威复材：碳纤维龙头企业，业绩延续高增长	58
万华化学：MDI 价格重拾升势，多元化新项目快速推进	59
华鲁恒升：化工品价格有望止跌回升，拟投建尼龙新材料项目	60
恒力股份：一季报符合预期，静待大炼化项目业绩释放	61
卫星石化：2019 年开局良好，乙烷脱氢项目顺利推进	62
桐昆股份：一季报小幅增长，聚酯产业链景气企稳回升	63
恒逸石化：2019Q1 业绩下降 43%，炼化项目稳步推进	64
荣盛石化：一季报低于预期，关注炼化项目建设进展	65
国瓷材料：传统主业保持快速发展，蜂窝陶瓷有望超预期	66
皇马科技：小品种板块量价齐升，原料跌价助益增长	67
飞凯材料：混晶业务持续受益于国产化率提升	68
利安隆：业绩延续高增长，市场份额持续提升	69
金发科技：2018 年净利增 14%，2019Q1 成本压力缓解	70
风险提示	72

图表目录

图表 1: 2019 年国际油价止跌反弹.....	6
图表 2: 化工子行业 2018 年全年营业收入及净利润情况.....	7
图表 3: 化工子行业 2018Q4 营业收入及净利润情况.....	8
图表 4: 化工子行业 2019Q1 营业收入及净利润情况.....	9
图表 5: 2019Q1 主要化工品季度均价同比及环比变化情况.....	10
图表 6: 3 月国内制造业 PMI 指数重回荣枯线以上.....	11
图表 7: 国内地产新开工增速回升.....	11
图表 8: 国内汽车产量跌幅收窄.....	11
图表 9: 国内家电产量维持增长.....	12
图表 10: 国内纺织业产量企稳回升.....	12
图表 11: 海外主要经济体 GDP 增速变化情况.....	12
图表 12: 国内出口比例较高的化工品.....	12
图表 13: 2018 年国内家电出口整体小幅增长.....	12
图表 14: 2018 年国内进口数量较多的化工产品.....	13
图表 15: 化工行业固定资产投资增速 2018Q3 以来显著回升.....	13
图表 16: 2019Q1 化工行业在建工程增速维持高位.....	14
图表 17: 化工在建工程增量主要集中于涤纶等子行业.....	14
图表 18: 响水化工园区企业相关情况.....	15
图表 19: 受“321 爆炸”事件可能影响较大的相关品种及对应上市公司.....	16
图表 20: 分散染料及活性染料实际成交价.....	17
图表 21: 间苯二胺及相关产品价格走势.....	17
图表 22: 部分相关杀虫剂价格走势.....	17
图表 23: 部分相关除草剂价格走势.....	17
图表 24: 江苏省化工企业数量变化.....	17
图表 25: 2016 年江苏省化工行业总产值排名全国前列.....	17
图表 26: 2017 年部分江苏省产能占比较大的大类化工产品.....	18
图表 27: 江苏省 52 个化工园区（集中区）详情.....	19
图表 28: 近期主要化工上市公司排查整治公告情况梳理.....	21
图表 29: 江苏省化工行业整治提升方案主要内容梳理.....	21
图表 30: 2019Q1 国际油价反弹回升.....	22
图表 31: 美元指数近期走强.....	22
图表 32: 美国原油钻井数变动情况.....	22
图表 33: 美国商业原油库存小幅上升.....	22
图表 34: 2018 年全球化工行业代表性企业经营情况.....	23
图表 35: 2018 年国内化工行业部分细分领域龙头经营情况.....	23
图表 36: 国内涤纶长丝产能及产量.....	24
图表 37: 国内涤纶长丝需求增长情况.....	24
图表 38: 美元兑人民币汇率自 2018 年 4 月以来整体走高.....	24
图表 39: 2018 年国内布产量维持增长.....	24
图表 40: 2011 年以来国内 PTA 产能大幅扩张.....	25
图表 41: 国内 PX 进口依存度居高不下.....	25
图表 42: 2019 年聚酯产能仍投放较多.....	25
图表 43: 全球未来 PTA 产能投放情况.....	25
图表 44: 2009 年以来 PTA 价格及 PTA-PX 价差.....	26
图表 45: 2009 年以来涤纶长丝价格及价差.....	26
图表 46: 主要涤纶-PTA 产业链上市公司产能情况（截止至 2018 年底）.....	26
图表 47: 民营大炼化企业产业链整体布局.....	27
图表 48: 浙石化/恒力炼化项目经营效率较高.....	27
图表 49: 全球丙烯消费量持续提升.....	28
图表 50: 国内丙烯产量及进口量变化情况.....	28
图表 51: 全球主要地区不同原料乙烯产能及预测.....	29
图表 52: 近年国外新建乙烯产能以乙烷脱氢路线为主（不完全统计）.....	30
图表 53: 近年国外石脑油工艺乙烯装置持续退出.....	30
图表 54: 石脑油裂解产物大致分布.....	31

图表 55: 丙烷(华东到岸冷冻价)价格整体低位	31
图表 56: 国内 PDH 项目与规划进展	32
图表 57: 2016 年初以来国际原油价格持续回升	32
图表 58: 2016 年下半年以来煤炭及甲醇价格大幅上涨	32
图表 59: PDH 工艺具备成本优势	33
图表 60: 国内 LNG 进口价格底部回升	33
图表 61: 丙烯-丙烷价差变化情况	33
图表 62: 2017 年海外乙烷裂解制乙烯装置情况	34
图表 63: 国内企业乙烷裂解制乙烯项目规划	34
图表 64: 北美乙烷价格自“页岩气革命”以来持续处于低位	35
图表 65: 乙烯-乙烷价差变化情况	35
图表 66: 氢气能量密度远高于其他能源形式	35
图表 67: 全球燃料电池出货量维持增长	35
图表 68: 2018 年国内加氢站数量位列全球第 4	35
图表 69: 国内已投入运营的加氢站情况	36
图表 70: 国内对氢能源及燃料电池产业的政策支持力度不断增大	36
图表 71: 化工上市公司切入氢能产业链公告汇总	37
图表 72: 2018 年国内人工制氢主要来源	37
图表 73: 国内工业副产氢可利用规模	37
图表 74: 主要染料品种及应用领域	37
图表 75: 2017 年分散染料及活性染料产量占比接近 80%	38
图表 76: 国内染料产量保持增长	38
图表 77: 国内纺织品产量增速回升	38
图表 78: 国内涤纶产量稳健增长	38
图表 79: 2018 年国内印染布产量小幅增长	39
图表 80: 国内规模以上印染企业数量减少	39
图表 81: 国内分散染料产能主要分布于浙江、江苏及山东	39
图表 82: 国内活性染料产能主要分布于江苏、浙江及湖北	39
图表 83: 染料及中间体的突发性停产易导致产品价格大幅波动	40
图表 84: 2017 年后国内相关环保政策情况	40
图表 85: 染料实际成交价自 2017 年以来持续上行	41
图表 86: 间苯二胺/间苯二酚价格显著上行	41
图表 87: 染料中间体价格近期显著上行	41
图表 88: 2018 年全球作物保护农药销售额继续弱复苏	42
图表 89: 国际农产品价格预计 2019 年继续底部震荡	42
图表 90: 2018 年以来主要农产品库存增速下行	42
图表 91: 国际油价自 2016 年以来处于上行通道	43
图表 92: 2018Q1 美国生物柴油产量大增	43
图表 93: 2013 年以来国际主要企业农化业务收入情况	43
图表 94: 2013 年以来国际主要企业农化业务营业利润	44
图表 95: 受“321 爆炸”事件影响较大的农药品种及对应上市公司	44
图表 96: 近期部分小品种农药价格走势较强	45
图表 97: 国内除草剂重点品种价格表现	45
图表 98: 国内杀虫剂重点品种价格表现	45
图表 99: 国内杀菌剂重点品种价格表现	45
图表 100: 草铵膦、麦草畏相关转基因作物推广进度	46
图表 101: 国内 TFT 混晶材料需求情况	46
图表 102: 全球 LCD 屏幕尺寸趋势性扩大	46
图表 103: 近两年国内将投产的高世代液晶面板生产线	47
图表 104: 2012 年以来国内混晶材料国产化率迅速提升	47
图表 105: 2018 年全球主流 LCD 厂家 G4-G8 代线产能分布	47
图表 106: 半导体领域晶圆制造环节电子化学品主要分类	47
图表 107: 国内晶圆制造材料市场规模	48
图表 108: 国内半导体封装材料市场规模	48
图表 109: 国产半导体材料国产化率仍处较低水平	48
图表 110: 2017 年集成电路成本中电子化学品占比	48
图表 111: 2018 年中国集成电路进口金额超 3000 亿美元	48

图表 112:	2018 年中国集成电路销售额在全球占比约 21%	48
图表 113:	2017 年全球高端电子化学品市场基本为欧美日企业垄断	49
图表 114:	IC 大基金一期于各领域投资比重	49
图表 115:	至 2018 年各地方集成电路基金规模	49
图表 116:	国内 5G 网络推进时间表	50
图表 117:	不同类型基站的相关参数	50
图表 118:	电磁屏蔽材料与导热材料的分类及简介	51
图表 119:	全球电磁屏蔽材料需求预计将稳步增长	51
图表 120:	全球界面导热材料市场空间预计稳步提升	51
图表 121:	电磁屏蔽与导热材料主要生产企业	52
图表 122:	2017 年全球碳纤维需求分布	52
图表 123:	全球碳纤维需求持续增长	52
图表 124:	日本东丽碳纤维指标汇总	52
图表 125:	2017 年国内碳纤维需求分布	53
图表 126:	国内碳纤维表观需求持续增长	53
图表 127:	全球碳纤维理论产能持续增长	53
图表 128:	2017 年全球碳纤维产能分布	53
图表 129:	全球碳纤维主要生产企业	54
图表 130:	2017 年国内碳纤维理论产能分布	54
图表 131:	2017 年国内碳纤维来源分布	54
图表 132:	国内部分省市拟提前实施“国六”标准	54
图表 133:	中国汽车尾气排放标准	55
图表 134:	国六标准尾气处理技术的升级（国内情况）	55
图表 135:	尾气催化技术及相关材料	55
图表 136:	2016 年国内尾气催化器市场主要由跨国企业占据	56
图表 137:	尾气催化材料主要厂家	56
图表 138:	重点推荐公司	71

行业回顾：景气自 2018Q4 步入下行期

2018年，化工板块（根据华泰化工组分类）合计实现营收70471亿元，同比增长25.8%，净利润（扣非后，下同）2185亿元，同比增长45.6%，行业整体净利率为3.1%。具体而言，318家公司中，188家实现业绩同比增长，130家公司业绩同比下降。化工行业2018全年仍维持了较高的盈利水平，主要是由于：1）前三季度油价强势上涨，带动化工品价格趋势；2）自二季度以来，环保等供给端因素的影响持续深化（主要影响染料、农药、橡胶助剂等子行业）；3）化工板块上市公司作为行业优势企业，具备技术、规模、资金等多方面的优势，其盈利增速预计显著高于行业平均水平。

伴随油价于四季度快速下行，且终端需求走弱，多数化工品价格下跌，行业景气高位回落。2018Q4化工板块实现收入19439亿元，同比增长23.1%，净利润为127亿元，同比下降55.0%，行业整体净利率为0.7%。

图表1：2019年国际油价止跌反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019年以来国际原油价格止跌反弹，据百川资讯，截至5月10日，WTI期货、布伦特期货自年初以来分别上涨39.6%、38.2%至63.50、72.04美元/桶，为化工品价格提供支撑。一季度化工行业盈利环比18Q4有所回升，但景气度仍低于去年同期。2019Q1化工板块公司共实现营收17388亿元，同比增长12.1%，净利润为495亿元，同比下降14.6%，行业整体净利率为2.8%。

从各子板块2018全年的业绩表现来看，变化较为显著的子板块包括：

- 1) 石油开采、炼油、有机原料、涤纶等与油价关联度较高的子板块受益于原油价格强势，产品量价齐升，盈利延续大幅增长；
- 2) 有机硅、尼龙（锦纶）子行业由于海外装置关停，产品价格上涨显著，相关公司净利润增幅较大；
- 3) 农药、染料、氟化工、磷肥、炭黑、助剂等子板块，由于国内环保因素推动落后产能退出，供给端收缩幅度较大，龙头企业（主要是上市公司）盈利改善显著；
- 4) 氮肥、钾肥、复合肥子板块，在剔除异常公司后（见注1），整体盈利同比增长；
- 5) 氯碱、钛白粉、聚氨酯等前期景气处于高位的子行业，2018年盈利同比下滑，主要是受国内经济增速放缓、中美贸易战等因素引发的终端需求下行影响；
- 6) 塑料制品、涂料涂漆、电子化学品等偏下游的子行业受原料价格挤压，盈利水平下降较为明显。

图2: 化工子行业 2018 年全年营业收入及净利润情况

子行业	2018 营收	2017 营收	同比	2018 净利	2017 净利	变动幅度或趋势
石油开采	23751	20334	17%	660.7	274.5	141%
炼油	30578	25083	22%	659.3	541.3	22%
油品销售及仓储	427	325	31%	2.5	-0.1	扭亏为盈
有机原料	1771	1450	22%	74.3	49.7	49%
氮肥	853	720	18%	56.7	-42.5	扭亏为盈*
钾肥	212	149	42%	-24.4	-30.6	亏损减少*
磷肥及磷化工	911	911	0%	9.7	4.9	96%
复合肥*	117	105	11%	4.6	3.2	43%
农药	799	717	11%	50.8	51.8	-2%*
涤纶	3254	2280	43%	90.8	88.4	3%*
氨纶	66	57	16%	5.6	4.1	36%
粘胶	135	138	-3%	0.4	2.7	-85%
锦纶	245	198	24%	11.5	4.8	139%
其他纤维	105	85	24%	5.4	3.6	52%
印染化学品	367	321	14%	69.0	40.4	71%
氯碱	1891	1553	22%	110.9	116.3	-5%
无机盐	144	128	12%	9.8	8.9	10%
炭黑	198	163	21%	16.8	11.6	45%
钛白粉	165	165	0%	27.1	31.3	-13%
氟化工	267	275	-3%	33.5	22.8	47%
有机硅	238	158	51%	40.8	18.2	124%
塑料制品	892	814	10%	6.3	16.8	-63%
橡胶制品	356	327	9%	25.7	23.4	10%
助剂	221	186	19%	19.8	16.8	18%
聚氨酯	757	668	13%	114.1	123.3	-7%
车用化学品	61	53	14%	2.9	3.3	-13%
建筑用化学品	119	91	30%	3.7	3.6	4%
民爆	272	219	24%	12.3	10.9	13%
胶粘剂	93	76	22%	6.4	4.6	37%
日用化学品	322	310	4%	7.3	1.0	658%*
电子化学品	398	373	7%	33.9	50.5	-33%
涂料油漆	179	178	0%	5.3	9.4	-44%
其他	163	142	15%	26.8	24.5	9%

单位: 亿元

注 1: 氮肥子行业 2017 年净利主要受湖北宜化、泸天化、柳化股份亏损影响 (合计亏损 72.3 亿元), 剔除相关公司后 2018 年净利同比增 109.1%; 钾肥子行业净利主要受盐湖股份化工业务大幅亏损影响 (2017、2018 年分别亏损约 49、41 亿元), 剔除后钾肥业务盈利同比增长; 复合肥子行业金正大 2018 年财务数据异常, 相应予以剔除;

注 2: 农药子行业中辉丰股份因停产 2018 年亏损 4.8 亿元, 蓝丰生化因计提医药子公司资产减值损失, 2018 年亏损 8.8 亿元, 剔除上述公司后行业 2018 年净利同比增 34.5%;

注 3: 涤纶子行业中尤夫股份由于计提新能源子公司资产减值损失, 2018 年亏损 10.7 亿元, 剔除后行业净利同比增 18.9%;

注 4: 日用化学品子行业净利大增主要是由于青松股份 2018 年实现净利 4.1 亿元 (YoY +279%), 剔除后行业净利小幅提升;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

从 2018Q4 的单季度趋势来看, 大多数化工子行业盈利显著下滑, 其中:

- 1) 石油开采、炼油、涤纶、有机原料等子行业由于油价快速下行, 产品价格随之下跌, 叠加存货减值损失, 盈利显著收窄;
- 2) 氯碱、有机硅、尼龙 (锦纶)、聚氨酯、钛白粉等前期景气度较高的子行业, 伴随产品价格的大幅下跌, 盈利下行趋势明显;
- 3) 染料、氟化工、炭黑仍维持了较好的盈利水平, 而农药行业由于海外补库存接近尾声, 产品价格及企业利润有所下行;
- 4) 化肥子行业相对平稳, 其中氮肥、钾肥、复合肥板块在剔除了异常公司后 (见注 2), 净利润同比基本持平或有所上升;

图3：化工子行业 2018Q4 营业收入及净利润情况

子行业	2018Q4 营收	2017Q4 营收	同比	2018Q4 净利	2017Q4 净利	变动幅度或态势
石油开采	6485	5640	15%	63.1	53.1	19%*
炼油	8633	6546	32%	29.2	117.4	-75%
油品销售及仓储	95	93	3%	0.0	-0.4	转为亏损
有机原料	528	400	32%	11.2	8.6	30%
氮肥	219	187	18%	6.7	-43.8	扭亏为盈*
钾肥	67	52	28%	-2.8	-28.4	亏损减少*
磷肥及磷化工	244	186	31%	1.1	1.7	-35%
复合肥	31	29	8%	0.5	-0.6	扭亏为盈*
农药	205	180	14%	-3.5	12.2	由盈转亏*
涤纶	937	621	51%	-25.3	25.7	由盈转亏
氨纶	17	14	19%	0.7	0.7	-6%
粘胶	31	35	-11%	-0.6	-0.8	亏损减少
锦纶	63	52	20%	-0.2	1.2	由盈转亏
其他纤维	29	24	22%	0.9	-0.2	扭亏为盈
印染化学品	85	79	7%	11.8	9.4	25%
氯碱	555	455	22%	11.5	21.7	-47%
无机盐	39	34	15%	1.8	3.1	-41%
炭黑	54	48	13%	3.1	2.1	43%
钛白粉	38	42	-10%	3.6	7.0	-48%
氟化工	100	103	-2%	15.5	11.0	41%
有机硅	54	42	26%	6.2	6.2	1%
塑料制品*	230	230	0%	0.2	1.1	-82%
橡胶制品	99	88	13%	7.2	7.0	3%
助剂	65	50	30%	3.4	3.3	2%
聚氨酯	183	180	2%	15.2	33.9	-55%
车用化学品	17	18	-4%	0.9	0.8	16%
建筑用化学品	30	28	5%	-0.4	0.7	由盈转亏
民爆	89	66	34%	1.1	2.1	-49%
胶粘剂	19	18	5%	1.2	0.6	94%
日用化学品	86	92	-7%	-0.4	-2.0	亏损减少
电子化学品*	78	70	12%	6.4	7.0	-9%
涂料油漆*	51	47	8%	0.9	2.1	-56%
其他	42	42	0%	7.1	15.4	-54%

单位：亿元

注1：石油开采子行业中，中国石油2017Q4因天然气业务亏损64.2亿元，若扣除相关影响，2018Q4净利润同比降46%；

注2：氮肥子行业2017Q4年净利主要受湖北宜化、泸天化、柳化股份亏损影响（合计亏损53.9亿元），剔除相关公司后2018年净利同比增4.8%；钾肥子行业净利主要受盐湖股份化工业务大幅亏损影响（2017Q4、2018Q4年分别亏损约33.9、8.0亿元），剔除后钾肥盈利同比基本持平；复合肥子行业金正大财务数据异常，相应予以剔除；

注3：农药子行业辉丰股份因环保因素停产18Q4亏损2.8亿元，蓝生生化因计提医药子公司资产减值损失18Q4亏损8.3亿元，剔除后行业2018年净利同比降34%；

注4：由于计提资产减值金额较大，塑料制品行业已剔除银禧科技、时代新材；电子化学品行业已剔除康得新；涂料油漆行业已剔除兆新股份；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019Q1单季度而言，主要的变化趋势包括：

- 1) 炼油、有机原料、氯碱等子行业，伴随产品价格进一步下跌，盈利延续下行趋势；
- 2) 农药、炭黑、氟化工等子行业景气下滑，其中农药子行业内部分盈利出现分化，主营高景气农药品种的公司仍维持较好的净利润水平；
- 3) 染料行业延续高盈利，主要是由于前期停产厂家的复产进度低于预期叠加旺季需求推动；
- 4) 聚氨酯、有机硅、涤纶等子行业，产品价格逐步止跌反弹，虽一季度行业盈利仍低于去年同期，但环比18Q4已明显改善；
- 5) 塑料制品、橡胶制品、日用化学品、胶粘剂、涂料等前期盈利受到挤压的偏下游子行业，伴随原料价格的逐步下行，季度业绩出现明显回升。

图表4：化工子行业 2019Q1 营业收入及净利润情况

子行业	2019Q1 营收	2018Q1 营收	同比	2019Q1 净利	2018Q1 净利	同比
石油开采	5,958	5,481	9%	141.5	129.5	9%
炼油	7,563	6,600	15%	154.0	201.1	-23%
油品销售及仓储	76	109	-31%	0.2	1.2	-84%
有机原料	435	351	24%	16.4	19.7	-17%
氮肥	204	192	6%	8.6	12.6	-32%
钾肥	45	30	52%	-1.9	-2.1	亏损减小
磷肥及磷化工	237	190	25%	4.1	3.8	7%
复合肥	26	23	13%	0.8	0.9	-12%
农药	212	201	5%	19.9	21.0	-6%
涤纶	752	614	22%	25.4	30.9	-18%
氨纶	18	14	26%	1.4	1.4	-3%
粘胶	33	33	1%	-0.3	-0.1	亏损扩大
锦纶	66	50	32%	2.9	2.2	29%
其他纤维	25	20	28%	2.1	0.7	199%
印染化学品	93	85	10%	16.5	14.7	13%
氯碱	461	367	25%	18.2	30.7	-41%
无机盐	43	33	30%	3.3	2.6	28%
炭黑	42	44	-4%	0.4	4.1	-89%
钛白粉	44	42	6%	7.5	7.2	4%
氟化工	63	64	-3%	2.9	5.2	-45%
有机硅	57	53	8%	4.9	9.0	-45%
塑料制品	208	197	5%	6.7	6.9	-3%
橡胶制品	92	82	12%	6.5	4.9	34%
助剂	56	44	28%	2.8	3.0	-7%
聚氨酯	190	172	11%	25.5	37.3	-32%
车用化学品	15	13	13%	1.0	1.0	3%
建筑用化学品	23	20	17%	1.2	0.8	55%
民爆	52	47	12%	0.6	1.0	-44%
胶粘剂	21	20	2%	1.9	1.2	57%
日用化学品	79	79	-1%	3.3	2.6	28%
电子化学品	82	101	-19%	6.6	6.2	6%
涂料油漆	37	32	14%	1.2	0.9	29%
其他	40	40	0%	5.4	6.9	-22%

单位：亿元

注：复合肥行业已剔除金正大，电子化学品行业剔除康得新；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

结合具体产品的价格走势来看（图表5），2019Q1 化工品季度均价环比仍以下跌为主，其中烯烃、甲醇、醋酸、乙二醇、烧碱、纯碱等上游原料由于终端需求较弱且供给端新增产能逐步释放，价格持续下行；染料价格在旺季需求推动下环比上涨，而农药（主要是大品种）价格高位回落；聚氨酯（MDI、TDI）、有机硅、PTA-涤纶等产品价格逐步止跌回升。

图5: 2019Q1 主要化工品季度均价同比及环比变化情况

品种	单位	最新价格	2019Q1	2018Q4	环比	2018Q1	同比
WTI 期货	美元/桶	61.94	55.51	58.24	-4.7%	63	-11.9%
Brent 期货	美元/桶	70.85	64.36	67.37	-4.5%	67	-4.5%
美国 Henry Hub 现货	美元/mmbtu	2.57	2.88	3.77	-23.6%	2.96	-2.8%
乙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	890	982	949	3.5%	1309	-25.0%
丙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	850	907	973	-6.7%	1026	-11.6%
丁二烯 (韩国 FOB)	美元/吨	905	1098	1108	-1.0%	1340	-18.1%
甲醇 (华东)	元/吨	2280	2464	2850	-13.6%	3158	-22.0%
醋酸 (华东)	元/吨	2600	3082	4381	-29.7%	4629	-33.4%
乙二醇 (华东)	元/吨	4575	5075	6292	-19.3%	7643	-33.6%
丙烯酸 (华东)	元/吨	8100	8383	9288	-9.7%	7800	7.5%
环氧丙烷 (华东)	元/吨	9800	10321	11515	-10.4%	12342	-16.4%
草甘膦 (华东)	元/吨	24000	24917	27846	-10.5%	25500	-2.3%
联苯菊酯 (99%, 华东)	元/吨	360000	396667	425385	-6.8%	297167	33.5%
吡虫啉 (95%, 华东)	元/吨	155000	173750	187692	-7.4%	211667	-17.9%
尿素 (山东)	元/吨	2070	1947	2072	-6.1%	1942	0.3%
二铵 (长三角)	元/吨	2725	2767	2768	-0.1%	2850	-2.9%
氯化钾 (60%粉, 青海)	元/吨	2350	2397	2387	0.4%	2179	10.0%
硝酸铵 (工业)	元/吨	1950	2080	2075	0.2%	2136	-2.6%
磷矿石 (30%, 贵州)	元/吨	500	500	451	10.9%	383	30.4%
复合肥 (45%CL, 山东)	元/吨	2100	2167	2167	0.0%	1971	10.0%
纯 MDI (华东)	元/吨	24000	22071	22635	-2.5%	32563	-32.2%
聚合 MDI (华东, 烟台万华)	元/吨	17400	13933	12615	10.4%	24038	-42.0%
TDI (华东)	元/吨	17500	13821	19396	-28.7%	37725	-63.4%
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	8900	9063	10331	-12.3%	11679	-22.4%
DMF (华东)	元/吨	4975	4850	5454	-11.1%	6429	-24.6%
氨纶 (40D, 华东)	元/吨	32500	32833	33754	-2.7%	37208	-11.8%
甲乙酮 (华东)	元/吨	7625	7167	7642	-6.2%	9879	-27.5%
PVC (乙烯法, 华东)	元/吨	7070	7006	7066	-0.8%	6941	0.9%
PVC (电石法, 华东)	元/吨	6908	6488	6618	-2.0%	6548	-0.9%
PVC 糊树脂 (M31, 沈化)	元/吨	8000	8167	8077	1.1%	7483	9.1%
烧碱 (32%, 华北)	元/吨	870	972	1039	-6.5%	1004	-3.2%
纯碱 (重质, 华东低端)	元/吨	1900	2019	2056	-1.8%	1721	17.3%
天然橡胶 (1#, 华东)	元/吨	10925	11248	10477	7.4%	11708	-3.9%
丁苯橡胶 (1502, 华东)	元/吨	11300	11813	12219	-3.3%	13438	-12.1%
粘胶短纤 (1.5D, 38mm)	元/吨	12400	13096	14365	-8.8%	14613	-10.4%
粘胶长丝 (120D 有光)	元/吨	37800	37750	37746	0.0%	37800	-0.1%
PTA (华东)	元/吨	6580	6456	6812	-5.2%	5705	13.2%
PX (华东)	元/吨	7950	8639	10029	-13.9%	7292	18.5%
涤纶短纤 (1.4D, 38mm)	元/吨	8580	8772	9465	-7.3%	9057	-3.2%
涤纶长丝 (POY)	元/吨	8500	8512	9412	-9.6%	8793	-3.2%
炭黑 (N330, 山东)	元/吨	6300	6271	7173	-12.6%	7779	-19.4%
PVA (1799, 安徽皖维)	元/吨	10900	10900	10900	0.0%	13600	-19.9%
钛白粉 (金红石型, 华东)	元/吨	16200	16133	17069	-5.5%	18000	-10.4%
R22 (浙江)	元/吨	16500	18479	21308	-13.3%	28146	-34.3%
R134a (浙江)	元/吨	29500	32229	33000	-2.3%	30917	4.2%
DMC (华东)	元/吨	21300	18825	21831	-13.8%	29333	-35.8%
分散黑 ECT300%	元/吨	70000	42500	40462	5.0%	33333	27.5%
活性黑 WNN200%	元/吨	33000	31000	31462	-1.5%	26292	17.9%

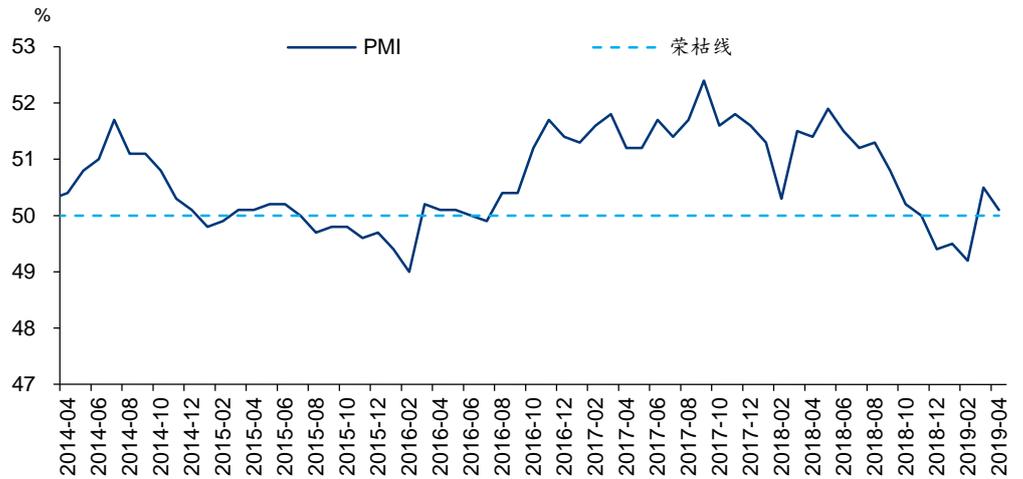
注: 最新价格基准为 2019 年 5 月 3 日;

资料来源: 百川资讯, 七彩云, Bloomberg, 华泰证券研究所

需求端预期改善，供给端有望迎来重构 内需呈现恢复性增长

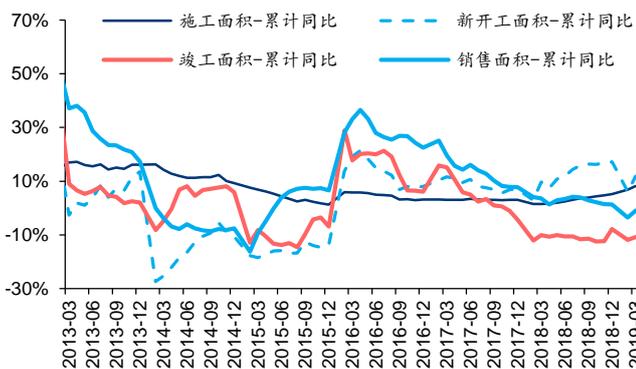
2019年3月国内制造业PMI指数自2018年11月以来首次回到荣枯线以上，国内经济韧性逐步体现，有望拉动化工品需求预期。分领域来看：1) 地产新开工数据显著改善，其中3月商品房销售增速转正带动新开工面积大幅回升，单月同比增18.1%，2019Q1国内房屋累计新开工面积、施工面积同比分别增长11.9%、8.2%；2) 一季度国内汽车产量同比下降10.4%至630.9万辆，其中3月产量为258.9万辆，同比下降4.6%，降幅已显著收窄；3) 家电行业整体需求良好，彩电、空调、洗衣机3月产量增速有不同程度回升；4) 纺织服装需求在经历了前期波动后已企稳回升，2019Q1国内纱、布的累计产量增速分别为2.2%、0.1%。

图表6：3月国内制造业PMI指数重回荣枯线以上



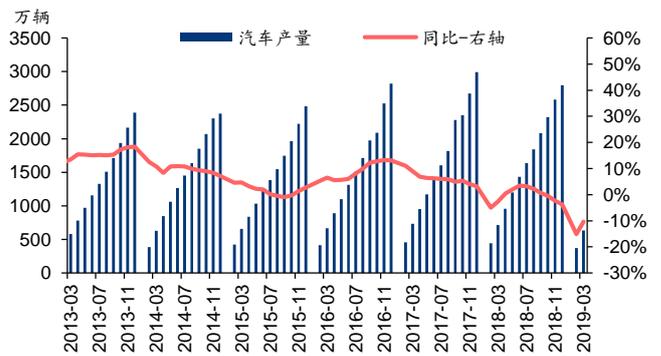
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：国内地产新开工增速回升



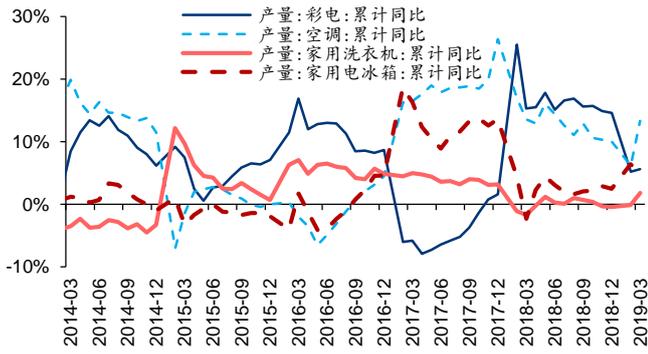
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：国内汽车产量跌幅收窄



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：国内家电产量维持增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：国内纺织业产量企稳回升

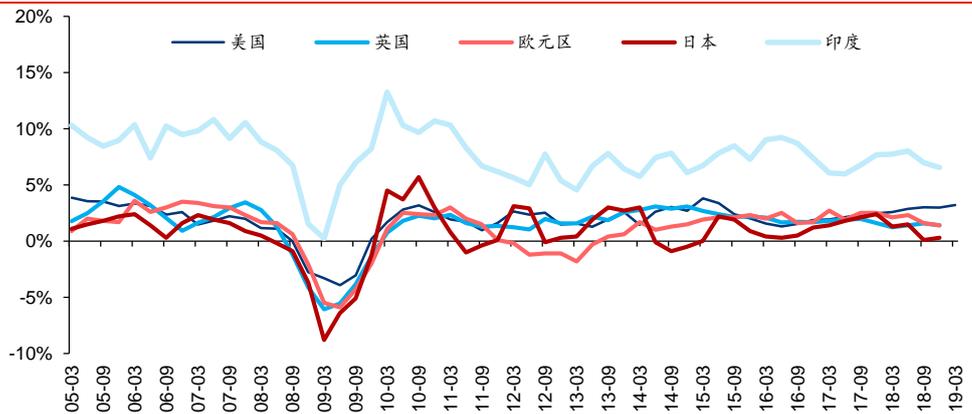


资料来源：Wind，华泰证券研究所

中美贸易战加剧外需不确定性

外需方面，美国一季度GDP环比折年率初值为3.2%，超市场预期，欧元区一季度GDP同比增长1.2%，华泰宏观认为2019年美国或经济或将缓慢回落，但过程中韧性仍存；而欧元区经济或于下半年逐步企稳。

图表11：海外主要经济体GDP增速变化情况

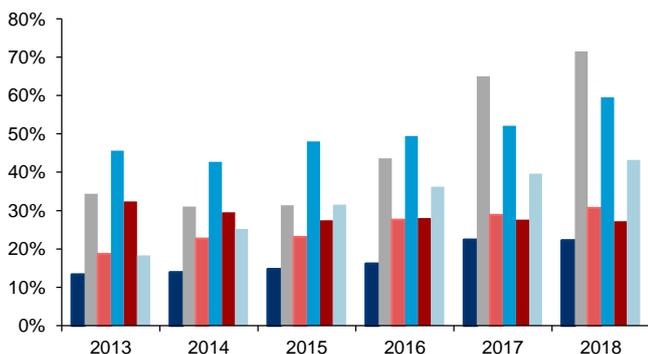


注：各国GDP（不变价）季度同比变化

资料来源：Wind，华泰证券研究所

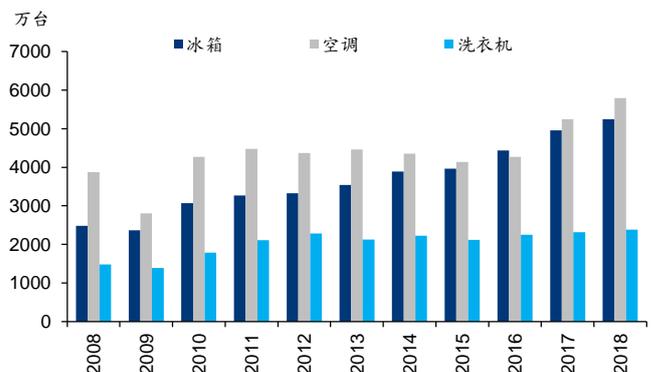
此外家电等行业出口形势的好转也有利于相关化工产品外需的提升，2018年冰箱/空调/洗衣机出口量分别为5249/5790/2380万台，同比增长5.9%/10.4%/2.7%。对于化工行业而言，2018年出口比例较高的化工品包括MDI、轮胎、钛白粉、农药、有机硅、染料等。

图表12：国内出口比例较高的化工品



资料来源：Wind，华泰证券研究所

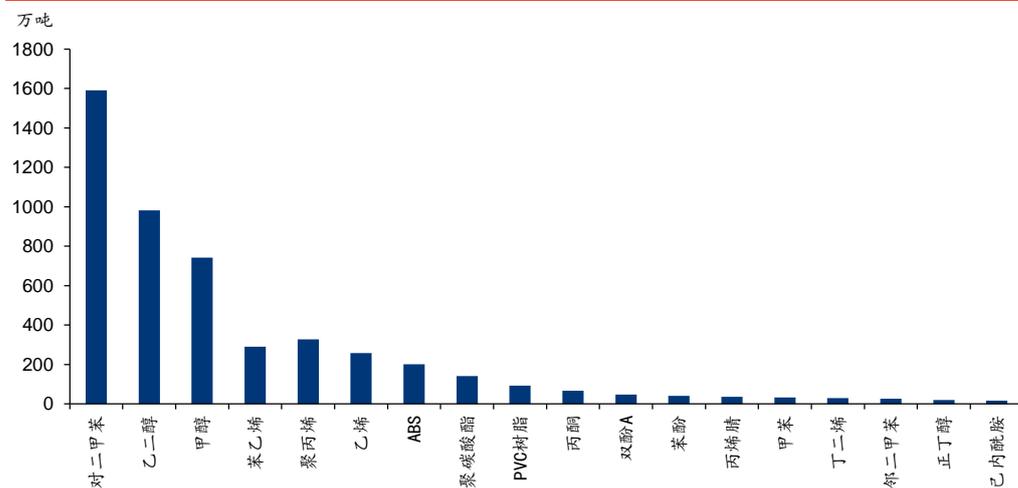
图表13：2018年国内家电出口整体小幅增长



资料来源：Wind，华泰证券研究所

另一方面,5月5日晚美国总统特朗普在推特上表示自5月10日起将2000亿美元的中国进口商品关税由10%提高到25%,并威胁对另外3250亿美元的商品征收25%关税。若后续贸易摩擦深化,将在一定程度上加剧外需的不确定性,对于前述出口比例较高的相关行业产生不利影响,但也将客观上推动电子化学品、工程塑料新材料等高端产品的进口替代进程,具体产品包括对二甲苯、乙二醇、甲醇、苯乙烯、聚丙烯等,相关龙头企业将面临良好发展机遇。

图表14: 2018年国内进口数量较多的化工产品

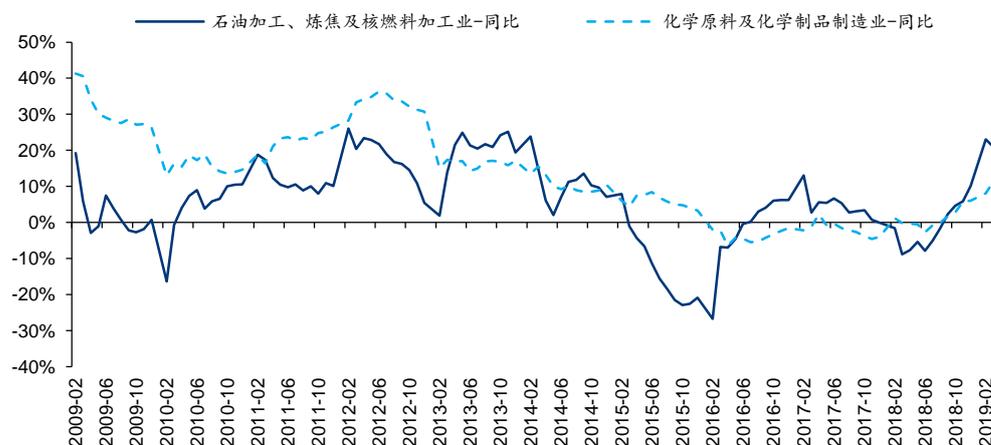


资料来源:海关总署,华泰证券研究所

资本开支维持高位,但扩产集中于龙头企业

供给端而言,化工行业资本开支显著回升,据国家统计局数据,2019年一季度石油加工、炼焦及核燃料行业和化学原料及化学制品行业固定资产投资额同比分别增长21.0%/11.3%,增速大幅上扬;固定资产投资增速亦维持高位,截至2019年一季度末化工板块在建工程为6415亿元,同比增长37.7%,环比增长4.7%。分子行业来看,增量集中在涤纶(大炼化项目)、有机原料、氯碱、聚氨酯等前期盈利水平较高的子行业,且主要是龙头企业进行扩产。

图表15: 化工行业固定资产投资增速 2018Q3 以来显著回升



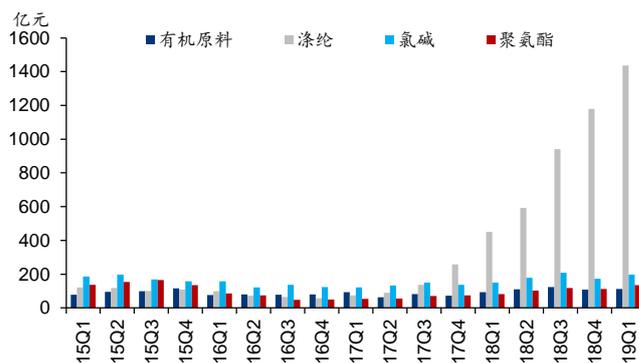
资料来源:Wind,华泰证券研究所

图表16: 2019Q1 化工行业在建工程增速维持高位



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表17: 化工在建工程增量主要集中于涤纶等子行业



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

响水 3.21 爆炸事故影响发酵，供给端有望迎来重构 盐城市政府拟彻底关闭响水化工园区

据盐城政府信息发布平台，响水“3.21”特别重大爆炸事故造成 78 人死亡，超过 600 人不同程度受伤，4 月 4 日，盐城市政府发布公告，拟彻底关闭位于陈家港镇西南约 2 公里的响水化工园区。园区目前有企业 56 家，自 2018Q2 以来曾因环保整治出现大面积停产，2018Q3 以来 19 家企业已逐步复产，包括爆炸的天嘉宜化工、之江化工、裕廊化工、江苏联化等主要企业。响水工业园企业主要涉及农药、医药、染料、颜料及中间体行业，若后续彻底关闭，将导致相关行业产能出现收缩。

图表18： 响水化工园区企业相关情况

企业名称	前期复产情况	对应行业	主要产品	所属上市公司
天嘉宜化工	已复产	染料中间体	间苯二胺、邻苯二胺、对苯二胺等	
虹艳化工	已复产	染料	二羟基蒽醌, 二氨基蒽醌、透明蓝、透明紫、分散翠绿、对丙异苯基磺酐、透明紫	
之江化工	已复产	染料	分散染料、活性染料、还原染料	
天波化工	已复产	颜料中间体	色酚、色基	
江苏联化	已复产	农药	唑草酮、噻草酸甲酯、甲磺草胺、氟氯草酯、噁唑酰草胺、异噁草松等	联化科技
华旭药业	已复产	医药	舒巴坦	
盐城联化	已复产	农药、中间体	邻氯苯腈、对氯苯腈、联苯醇、LH-1、DFEE等	联化科技
瑞邦化学	已复产	农药	2,6-二氯吡啶、杂环化合物	
方正医药	已复产	医药	医药中间体、阿奇霉素、辛伐他汀、孟鲁司特	
长洋化工	已复产	农药、阻燃剂等	三氯化磷、三氯化铝	
中山生物	已复产	农药	灭草松、莠去津、异丙甲草胺、硝磺草酮、莠灭净	
威耳化工	已复产	农药	CCMP、DCTF、高效氟吡甲禾灵、啉虫脒、氟啶胺、CTFP	
大和氯碱	已复产	基础化工原料	氯乙酸、苯胺、硝基苯等	
恒利达化工	已复产	染料、颜料	J酸、吐氏酸、磺化吐氏酸、红色基B	江苏吴中
裕廊化工	已复产	石化原料	丙烯酸、丙烯酸甲酯、丙烯酸乙酯、丙烯酸丁酯	
南方化工	已复产	农药	联苯菊酯、烯草酮、噻草酮、丁醚脲、氟噻草胺、三氟氯氟菊酯、特丁噻草隆等	华邦健康
绿利来	已复产	农药	制剂、丁草胺、灭草松、乙草胺	
天容股份	已复产	农药	杀虫环、杀虫单、氯磺隆、胺苯磺隆、甲磺隆、烟嘧磺隆	
瑞和新材料	已复产	特种橡胶	氯化橡胶	
鲲鹏化工	未复产	中间体	2,4-二氯硝基苯、2-三氟甲基苯胺、3-三氟甲基苯胺、硝基三氟甲苯	
科伟精化	未复产	中间体	三苯基膦(催化剂、阻燃剂中间体)	
台舍化工	未复产	医药	对甲苯磺酰脲	
金隆生物	未复产	染料	还原漂兰BC、还原艳绿FFB、还原橄榄T、还原染料系列产品、1-氨基蒽醌等	
力禾颜料	未复产	染料中间体	H酸(活性染料中间体)	
川大化工	未复产	染料	溶剂蓝2N、溶剂紫B、溶剂蓝2B、弱酸性艳蓝、弱酸性艳绿GS	
陈氏染料	未复产	染料	活性染料兰KN-R、活性染料兰X-BR	
雅克化工	未复产	阻燃剂	发泡剂H(DPT)、多种磷酸酯	雅克科技
航龙化工	未复产	染料	粉状还原染料系列产品、还原蓝RSN、还原蓝BC	
天海化工	未复产	医药	N-甲基三嗪、邻氯苯磺酰胺、磺胺异氧酸酯、2-氨基-4,6-二甲氧嘧啶	
东旺化工	未复产	颜料	色酚AS-BI、色酚AA-BI以及苯并咪唑酮系列	
凯欣化工	未复产	溶剂、助剂	醋酸酯、CA助剂	
富梅化工	未复产	中间体	3,4-二甲苯酚、2-甲酚、3-甲酚、梅焦酚等	
瑞普医药	未复产	医药	2,5-二氯硝基苯	
河海溶剂	未复产	溶剂	二甲胺溶液、N,N-二甲基苯胺、二氯甲烷、乙酸正丁酯	
利华化工	未复产	中间体	丙酮醛、4-甲基咪唑	
华盛化工	未复产	染料	分散蓝284、分散绿9#、红色基RL、还原黄G等分散染料	
安诺其化工	未复产	染料	低温活性染色染料、高档活性印花染料、数码印花活性染料、涤棉/锦棉-浴染色染料安诺其	
信立颜料	未复产	颜料	偶氮和酞青系列颜料产品	
锦标化学	未复产	基础化工原料	二氯乙酸、亚磷酸、2-氨基苯酚、氯乙酸、1-溴丙烷、1-溴丁烷	
亿达化工	未复产	医药	3-乙酰硫基-2-甲基丙酰氯	
现代化工	未复产	医药	乙酰胺系列产品、阿仑磷酸钠等	
大明化工	未复产	农药、助燃剂等	三氯化磷、三氯氧磷	
国众化工	未复产	中间体	一氯丙酮	
中宇化工	未复产	新材料	超高分子量聚乙烯	
弘源化工	未复产	中间体	邻苯二酚、对苯二酚、间二氯苯、2,4-二氯苯乙酮等产品	
兴平化工	未复产	医药	吩噻嗪、对羧基苯甲酸	
汇龙化工	未复产	农药中间体	邻氯苯酚、对氯苯酚	
正翔硅业	未复产	晶硅原料	三氯氢硅	
歌德诺贝	未复产	食品、医药	柠檬酸、柠檬酸盐	
多邦化工	未复产	基础化工原料	盐酸、硫酸	
彤程精化	未复产	橡胶助剂	促进剂M	彤程新材
裕廊东邦	未复产	控股公司	-	
德力化工	未复产	涂料	丙烯酸酯类树脂涂料、聚氨酯浆料	
博霖医药	未复产	医药	邻甲苯磺酰氯、硝基甲烷、对甲苯磺酰氯	
新安洲药业	未复产	医药	左氟沙星原料药中间体、盐酸、乙酸乙酯、乙醇	
新联合化学	未复产	医药	氟代苯	

资料来源：响水政府网，绿石环境保护中心，企业官网，天眼查，华泰证券研究所

据我们统计，以细分产品而言：

- 1、染料方面，所在园区拥有 1.7 万吨间苯二胺，超过 6 万吨分散染料及其中间体，超过 3 万吨活性染料及中间体，及蒽醌染料产能，相关同行企业包括浙江龙盛、吉华集团、闰土股份、安诺其及亚邦股份等，其中浙江龙盛一体化园区位于浙江省上虞市，受江苏省核查影响较小。
- 2、农药方面，所在园区拥有品种较多，包括 0.2 万吨 CCMP（吡虫啉中间体）、0.1 万吨菊酯、0.12 吨烯草酮、1.0 万吨异丙甲草胺、1.0 万吨乙草胺、0.9 万吨硝磺草酮、0.15 万吨异噁草松、5 万吨莠去津及 0.75 万吨 B/F 腈产能，相关同行企业包括长青股份、先达股份、利民股份、海利尔、百傲化学、江山股份，除长青股份、江山股份及利民股份，其他企业产能均不位于江苏省，受核查影响较小。
- 3、其他品种中，包括超过 2.5 万吨颜料及中间体，0.04 万吨舒巴坦酸，16 万吨丙烯酸，2.5 万吨促进剂 M、阻燃剂及中间体产能或受影响，相关同行企业包括百合花、富祥股份、阳谷华泰、万盛股份等，其产能均不位于江苏省。

图表19：受“321爆炸”事件可能影响较大的相关品种及对应上市公司

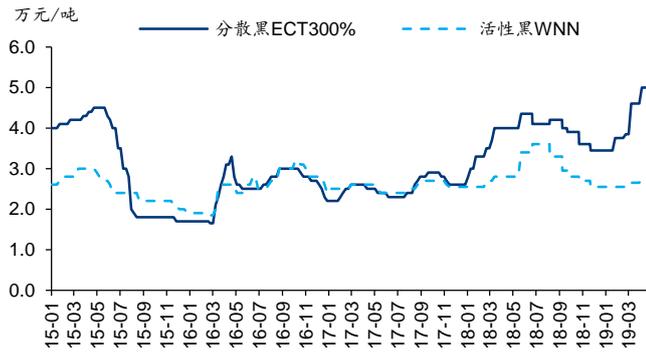
品种	影响产能（不完全统计）	全国产能	相关标的	标的产能	产能所在地
间苯二胺	1.7	9-10	浙江龙盛	7	浙江绍兴
			浙江龙盛	14	浙江绍兴
分散染料（中间体）	3.0+3.2（中间体）	58	闰土股份	11	浙江绍兴、江苏连云港
			吉华集团	7	浙江绍兴、江苏盐城
			安诺其	3.6	山东东营、烟台、江苏盐城
			浙江龙盛	7	浙江绍兴
活性染料	2.1+1（中间体）	46	闰土股份	6	浙江绍兴、江苏连云港
			吉华集团	1.5	浙江绍兴、江苏盐城
			安诺其	0.9	山东东营、烟台、江苏盐城
颜料及中间体	2.5	约 40	百合花	3.0	浙江杭州，安徽宣城
舒巴坦酸	0.04	0.08	富祥股份	0.04	江西景德镇
CCMP（吡虫啉中间体）	0.18	3.5	海利尔	0.25	山东青岛、潍坊
功夫菊酯	0.05	0.45	长青股份	0.20	江苏南通
联苯菊酯	0.05	0.36	扬农化工	0.08	江苏扬州、南通
烯草酮	0.12	1.1	长青股份	0.10	江苏南通
			先达股份	0.11	山东潍坊
丙烯酸	16	302	卫星石化	48	浙江嘉兴
三氯化磷	1.5	213	雅克科技	10	江苏盐城
蒽醌染料	-	约 6	亚邦股份	2	江苏连云港
莠去津等三嗪类	5	-	-	-	-
硝磺草酮	0.9	1.7	利民股份	0.1	江苏徐州
异噁草松	0.15	0.68	先达股份	0.35	山东潍坊
丁醚脲	0.05	-	海利尔	0.05	山东青岛、潍坊
乙草胺	1.0	14	江山股份	1.0	江苏南通
异丙甲草胺	1.0	-	长青股份	0.3	江苏南通
邻苯氯腈、对苯氯腈	0.75	-	百傲化学	0.3	辽宁大连
阻燃剂及中间体	9.0	80	万盛股份	9.0	浙江临海
橡胶促进剂	2.5	68	阳谷华泰	4.5	山东东营、聊城

单位：万吨

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

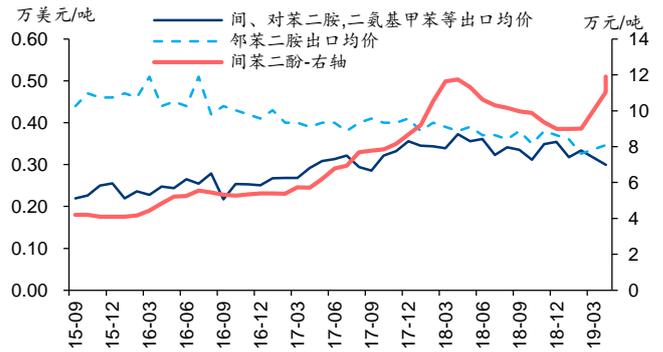
短期来看，由于响水化工园区的企业停产，相关产品价格已有反应。综合百川资讯、中农立华及七彩云等信息，截至 4 月 30 日，间苯二胺出厂价维持 15 万元/吨高位，自爆炸以来涨幅达 249%；间苯二酚价格为 11.9 万元/吨，自爆炸以来涨幅达 27%。染料方面，4 月份国内分散黑 ECT300%实际成交价为 5.0 万元/吨，自爆炸以来上涨 29%。其他农药品种价格目前暂未出现显著上涨，菊酯、烯草酮、硝磺草酮等原药价格整体延续 2019 年以来高位回落趋势，虽然农药品种之间存在一定替代性，但园区关停有望强化农药行业整体供给偏紧格局。

图表20: 分散染料及活性染料实际成交价



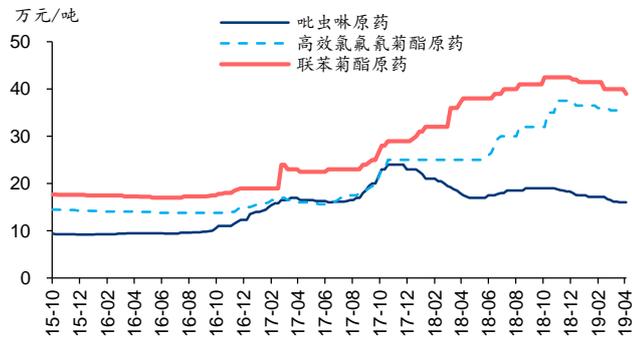
资料来源: 七彩云, 华泰证券研究所

图表21: 间苯二胺及相关产品价格走势



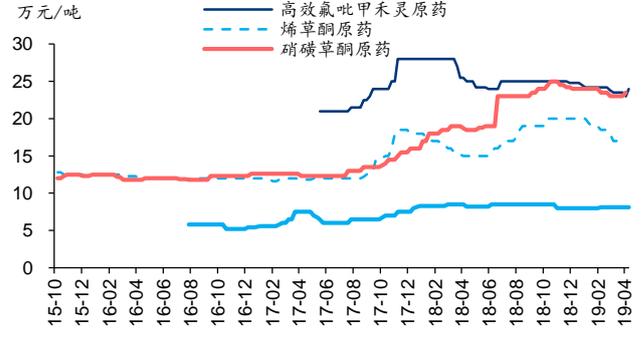
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表22: 部分相关杀虫剂价格走势



资料来源: 中农立华, 华泰证券研究所

图表23: 部分相关除草剂价格走势



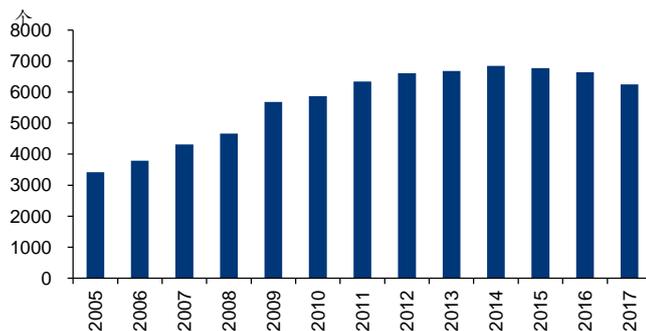
资料来源: 中农立华, 华泰证券研究所

江苏省化工行业或面临整治提升

据江苏省生态环保厅文件, 江苏省已于3月22日在全省范围内对所有化工园区及企业开展排查整治, 5月将完成抽查及总结上报, 整体在时间、数量、类别上做出明确规定, 尺度严格, 并对企业安全环保、产业链协同、技术水平等方面做出强调。另据各政府安监信息发布, 山东、黑龙江、广东、浙江等省的化工园区已紧急启动安全排查工作。

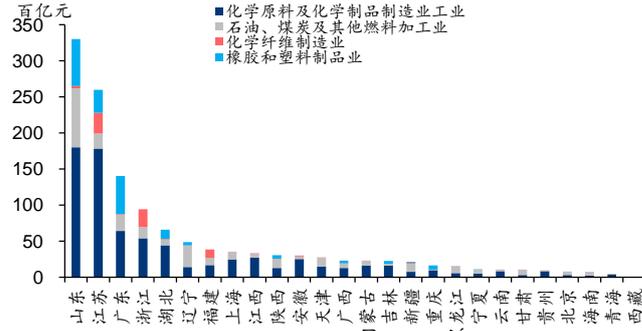
江苏省是我国化工大省, 据国家统计局, 2016年行业总产值2.6万亿元, 排名全国第二, 化学原料及化学制品行业总产值1.8万亿元, 与全国第一的山东省几乎持平。2017年底, 江苏拥有化工企业单位6250家, 其中化学原料及化学制品制造企业3285家。自2014年以来, 受环保安监核查及企业效益等因素影响, 江苏省化工企业已连续三年下降, 但小企业数量仍然众多。

图表24: 江苏省化工企业数量变化



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

图表25: 2016年江苏省化工行业总产值排名全国前列



资料来源: 国家统计局, 华泰证券研究所

去年三季度以来，全国化工企业环保安全整治总体趋于灵活适度，包括苏北地区在内的，前期受环保督查影响的停产企业正在缓慢复产中，但本次事故影响若持续深化，相关企业复产进度或将延迟，甚至引发新一轮停产、限产，化工行业供给侧预期有望出现转折。响水生态工业园周边集聚连云港化工产业园、盐城滨海化工园区及灌云临港产业园等多个园区，是我国农药、染料、颜料、阻燃剂及中间体行业的重要生产基地，若后续安全排查深化，相关行业供给将面临再度紧张。

相比 2016 年以来的环保核查，本轮整治着重于化工生产企业的安全生产情况，尤其针对危化品企业，而对下游加工环节（主要包括塑料、橡胶、化纤等偏物理过程的加工制造业）影响较小，直接需求端削弱有限，因此，我们预计本轮整治带来的供需缺口有望超越上轮环保核查。

不同于山东省在煤化工、石油化工等偏大宗的化工领域占据优势，江苏省在偏大宗的化工产品方面在国内整体产能占比不高（己内酰胺、DMC、PTA 等），而在偏精细化工领域（农药、染料、医药中间体、电子化学品、阻燃剂、防老剂等）产能占比较高，其他如丙烯酸、醋酸、环氧树脂、氟化工等产能占比亦超过 30%。

图表26： 2017年部分江苏省产能占比较大的大类化工产品

子行业	产品	江苏产能占比	全国产能	相关标的
化工原料	醋酸	35%	830	华鲁恒升、华谊集团、江苏索普
	丙烯酸	37%	302	万华化学、卫星石化
染料	分散染料	11%	59	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团等
	活性染料	33%	46	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团等
	H 酸	32%	-	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团等
	对位酯	25%	-	浙江龙盛、闰土股份、吉华集团等
化纤	PTA	17%	5132	荣盛石化、恒力股份、恒逸石化、桐昆股份等
	聚酯	34%	5303	荣盛石化、恒力股份、恒逸石化、桐昆股份、新凤鸣等
	己内酰胺	16%	333	鲁西化工、恒逸石化
	粘胶短纤	14%	330	三友化工、中泰化学
有机硅	DMC	17%	286	新安股份、合盛硅业、鲁西化工、三友化工
氯碱	纯碱	12%	2967	山东海化、三友化工、远兴能源
氟化工	R22	31%	27.4（配额）	巨化股份、东岳集团
农药	草甘膦	35%	84	扬农化工、兴发集团、江山股份、新安股份、广信股份等
	麦草畏	96%	3.9	扬农化工、长青股份
涂料塑料	环氧树脂	46%	230	宏昌电子

单位：万吨/年

资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

江苏省目前拥有 52 个化工园区/集中区，其余 19 个园区位于长江沿岸，6 个园区位于太湖附近，7 个园区濒临黄海，其他园区整体规模较小，集中度低，考虑到运输便利是全球化工园区发展的重要考量因素，未来江苏省园区整治升级后预计仍将主要分布于交通便利的水域附近，且一体化、大型化的优势园区（如南京化学工业园区、扬子江国际化工园区、连云港徐圩新区及扬州化学工业园等）有望成为产业聚集地，加速行业整合。

图表27: 江苏省52个化工园区(集中区)详情

园区名称	相关产业链	企业数量	园区级别	园区方位
南京化学工业园区	石油化工、化工材料、精细化工等	148	国家级	南京市域北部, 长江北岸
新沂化工产业集中区	唐店片区产业定位为精细化工、农用化工、生物化工及化工仓储	30	省级	新沂市南部5公里
邳州经济开发区化工产业集中区	先进机械制造、生物与新医药、节能环保三大主导产业	376	省级	邳州北部2公里
徐州睢宁桃炭化工园区	精细化工	50	省级	睢宁县西部, 徐州东南50公里
徐州工业园区(贾汪)	橡胶、新材料、精细化工	200	省级	徐州工业园区位于徐州东郊25公里, 贾汪区城南2公里
江阴高新技术产业开发区化工集中区	金属新材料及高端制品、融合通信装备及材料、高端智能装备、现代中药及生物新药	工业企业1138个	国家级	江阴市东部, 长江南岸
江阴临港经济开发区石化新材料产业园		工业企业1600	省级	江阴市西部, 东临主城区、长江南岸、西、南与常州接壤
江阴临港经济开发区利港化工园区			省级	江阴市西部15公里, 长江南岸
宜兴市化学工业园		141		宜兴市北郊岷亭街道
宜兴市官林化工集中区				宜兴市东2公里
锡山经济开发区新材料产业园	高特纺织、新材料		国家级	无锡市东部, 地处长三角地区腹地
常州滨江经济开发区新港片区	高性能化工新材料、芳烃-烯烃(MTO)产业链和高品质精细化工			常州市北10公里, 长江南岸
金坛经济开发区盐化工区	新材料、新材料	工业企业2000余家	省级	金坛东部2公里
金坛市金城镇培丰化工集中区		18(均为精细化工企业)		金坛市西部5公里
溧阳市南渡新材料工业集中区		新材料企业34家		溧阳西北15公里
吴中经济技术开发区化工集中区			国家级	苏州城南, 近太湖
苏州浒东化工集中区				苏州西北2公里, 近太湖
江苏省常熟经济开发区(东区)化工集中区		600+	国家级	常熟北部, 长江南岸
昆山市千灯精细化工区		168	省级	昆山市东南8公里
常熟新材料产业园	新材料产业、精细化工、生物化工、医药化工产业	60	省级	常熟北20公里, 濒临长江
江苏扬子江国际化学工业园	精细化工	400	国家级	张家港市西北20公里, 北临长江
张家港飞翔化工集中区			市级	张家港市东南20公里
太仓港区化工园区		630		太仓市东北25公里, 东临长江
吴江经济技术开发区化工集中区			国家级	苏州南部5公里, 近太湖
南通经济技术开发区化工片区		80	省级	南通市南25公里, 南临长江
海门灵甸工业集中区(海门灵甸工业集中区青龙片区)	新材料、新医药	25家		海门市东30公里, 南邻长江
启东经济开发区精细化工园区		80		启东市西20公里, 南依长江, 北靠沿江公路
如东沿海经济开发区洋口化学工业园	新医药、新材料、高端专用化学品	101	国家级	如东县西北40公里, 东临黄海
江苏海安经济开发区精细化工园				海安市东南10公里
如皋港化工新材料产业园				南通西部25公里, 南临长江
连云港徐圩新区化工产业集中区			国家级	连云港市城区东南部40公里
灌云县临港产业区				陈家港北部8公里, 东临黄海
连云港市(堆沟港)化学工业园	精细化工	100	省级	灌南县东北角, 东临黄海
柘江临港产业区	化工类产业、钢铁产业、物流产业、新能源产业			北靠日照港岚山港区, 南邻连云港主体港区
淮安盐化新材料产业园区		68	国家级	淮安市南30公里
淮安市洪泽经济开发区化工集中区	化工新材料、医药农药、硅系列、精细化工	75	省级	洪泽区东北部10公里
涟水县薛行化工园区		21	省级	涟水县东北5公里
江苏滨海经济开发区沿海工业园	生物化工、医药化工、新材料化工和盐化工	122	省级	滨海县北部50公里, 临黄海
大丰港石化新材料产业园	原料多元化项目、烯烃下游产业链、苯产业链、化工新材料产业链	33	省级	盐城市东南70公里, 临黄海
阜宁高新技术产业园	高性能纤维、高分子复合材料和高技术制造	113	市级	阜宁县城西部

园区名称	相关产业链	企业数量	园区级别	园区方位
响水生态化工园区	石油化工、盐化工、精细化工、生物化工	55	市级	陈家港镇以西1公里
扬州化学工业园	高性能合成材料、高端专用化学品、高效新能源以及石化物流		国家级	仪征市西南侧，长江北部
镇江新区新材料产业园	化工新材料、精细化工、生物质能源、新型硅材料	147	国家级	镇江市东25公里，碑临长江
江苏省丹徒经济开发区	以基础化工为主导，能源、冶金及其它加工产业相结合		省级	镇江市西15公里，北临长江
索普化工基地	醋酸、甲醇			镇江市东15公里，北临长江
泰州滨江工业园区	石油化工、医药、新材料、机械、港口物流等高新技术产业	216	国家级	泰州市南20公里，南临长江
靖江经济开发区新港工业园	船舶修造及配套、特色冶金、粮油加工、木材加工、石化能源、汽车配件、生物医药、机电及装备制造	1200	国家级	靖江市东南部滨江地区，南临长江
泰兴经济开发区	氯碱化工、医药农药中间体、染料颜料、油脂化学品、生物能源、电子化学品、化学助剂	100多家	省级	泰州市南40公里，南临长江
泰州高永化工集中区	医药原料、有机化工原料、石油制品、树脂、新材料	60	省级	泰州市南30公里
沭阳循环经济产业园	新医药、甲醇、新材料	24	国家级	宿迁市东北60公里
宿迁生态化工科技产业园	生物制药、精细化工、纺织染整、皮革加工、新型材料	78	市级	宿迁市北20公里

资料来源：园区官网，华泰证券研究所

供给端有望迎来重构

后续影响亦持续发酵，由于2019年3月以来国内安全事故频发，国务院安委会已经启动对省级政府安全生产和消防工作的考核。4月15-17日，考核巡查组分别进驻新疆、陕西、重庆等省区市，截至目前16个巡查组已全部进驻相关省份，将对31个省级政府和新疆生产建设兵团开展全覆盖考核巡查，围绕各地责任落实、基础建设、安全预防等重点工作。受此影响，近期吉华集团、丰山集团、辉丰股份等多家化工行业上市公司公告临时停产，进行排查整治安全生产行动，停产时间在3周-2个月。

图表28： 近期主要化工上市公司排查整治公告情况梳理

公司	公告时间	主要内容
浙江龙盛	4月25日	3月29日，绍兴市应急管理局对公司子公司浙江鸿盛进行安全专项检查，4月16日，浙江省安委会对检查出的重大事故隐患进行了挂牌督办。浙江鸿盛高度重视，第一时间制定整改方案，对各项隐患进行了积极整改。
东华能源	4月24日	公司控股子公司宁波新材料于2019年4月20日收到浙江省安委会文件，获悉涉及宁波新材料存在的相关环境安全隐患内容，董事会立即组织研究并制订了整改方案，同步组织开展整改落实，相关问题隐患计划2019年5月10日前整改完毕
吉华集团	4月24日	全资子公司江苏吉华自2019年4月23日起临时停产，停产时间预计不超过2个月，对设备工艺进行新一轮安全自查和提质改造以及对自动化升级改造验收中提出的问题进行整改完善。
丰山集团	4月18日	公司于2019年4月18日对原药合成车间各类安全风险隐患进行系统排查、检修升级，预计停产检修周期在20天左右，并借此停产期间，开展安全生产大检查，对部分生产线进行检修升级，进一步提高安全生产管理水平
辉丰股份	4月18日	公司于2019年4月18日对原药合成车间临时停产，预计停产时间为三周左右，公司将利用停产期间，开展安全生产大检查，进一步做好后续安全生产工作
赞宇科技	4月11日	控股子公司南通凯塔为配合地方政府各级部门的安全检查测试整改要求，并结合自身安全隐患大排查需要，于2019年4月9日起全面停产检查整改，预计停产时间在10天以上
雅本化学	4月10日	公司子公司南通雅本于2019年2月26日废水处理区域发生安全事故，造成2人死亡、1人轻伤，南通雅本暂时停止生产
安诺其	3月23日	公司全资子公司江苏安诺其位于响水县生态化工园区内，出于保障员工安全和生产安全的考虑，公司子公司江苏安诺其暂时处于停产状态
联化科技	3月23日	公司子公司江苏联化与盐城联化与爆炸公司天嘉宜位于同一化工园区。经初步统计，受爆炸冲击波影响，2名员工死亡，其余部分员工受伤，子公司江苏联化和盐城联化部分房屋设备损毁，出于保障员工安全和生产安全的考虑，公司子公司江苏联化和盐城联化暂时处于停产状态

资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

政策角度，江苏省于4月27日审议通过了《江苏省化工产业安全环保提升方案》，本次方案总体目标包括 1) 本质安全根本提升；2) 区域布局明显优化；3) 低端产能大幅减少。与4月1日发布的《征求意见稿》相比，正式方案中取消了“到2020年底全省化工生产企业减少到2000家，到2022年全省化工生产企业不超过1000家”、“将全省化工园区数量压减到20个左右”、“禁止新（扩）建农药、医药、染料的中间体化工项目，全省不新增化学农药生产企业”等争议条款，新增了“高水平布局优质化工项目”的要求，体现了兼顾提升行业安全生产水平和实际可操作性的整体思路。山东省于4月22日公示拟“关闭淘汰一批”化工生产企业，泰安、莱阳、威海、招远、淄博、济南、烟台等地合计近200家化工企业将被关闭淘汰。

图表29： 江苏省化工行业整治提升方案主要内容梳理

方面	主要内容
压减化工企业数量	沿长江干支流两侧1公里范围内且在化工园区外的化工生产企业原则上2020年底前全部退出或搬迁。太湖一级保护区内、京杭大运河和通榆河清水通道沿岸两侧1公里范围内的企业，以及位于生态保护红线区域、自然保护区、饮用水水源保护区等环境敏感区域内的企业，2020年底前基本关闭或搬迁。
减少化工园区数量	对规模小、产业关联度低、基础设施不完善、安全环境问题突出和周边敏感目标分布密集的取消化工园区定位。被取消化工定位的园区，严禁新建化工项目，同时大幅压减现有企业数量。
严格化工行业准入	新建项目投资额不低于10亿元，禁止新（扩）建农药、医药、染料的中间体化工项目。
规范化工生产企业管理	强化企业主体责任、提高从业人员专业化水平、规范企业设计建设
加强化工行业监管	强化全流程全过程监管、完善监管机制、加强信息化监管、严格危险废物处置管理等

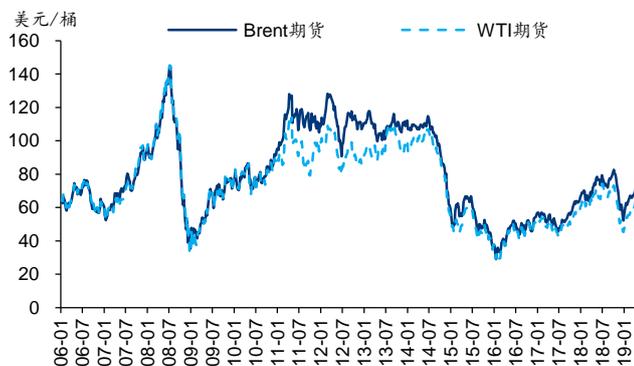
资料来源：《江苏省化工行业整治提升方案》，华泰证券研究所

国内化工行业供给侧面临重构，其中染料、农药、橡胶助剂、助剂等子行业受影响较大，伴随安监、环保力度持续趋严，中期对化工存量产能形成持续约束。长期而言，行业发展模式面临变化，“小、散、乱”的行业生态将被大型化、集中化、一体化的化工园区取代，规范的一体化龙头企业有望受益。

伊朗石油出口遭美国全面禁止，国际油价有望维持高位

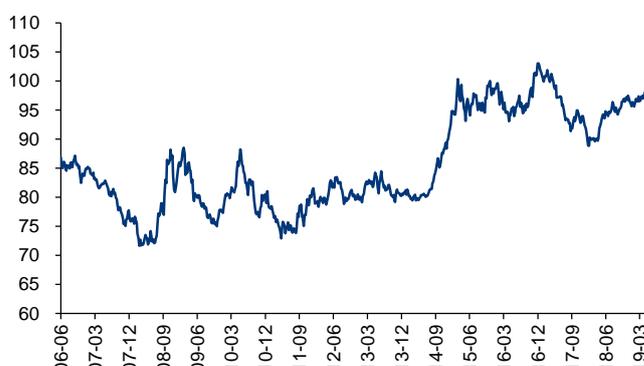
美国白宫 2019 年 4 月 22 日表示，美国政府将不再给予印度、土耳其等部分国家和地区进口伊朗石油的制裁豁免，并要求所有伊朗石油买家到 5 月 1 日必须停止进口，否则将面临制裁，国际油价应声大涨。截至 5 月 10 日，WTI/Brent 期货价格分别为 61.70/70.39 美元/桶，年初至今分别上涨 37%/24%。

图表30： 2019Q1 国际油价反弹回升



资料来源：Wind，华泰证券研究所

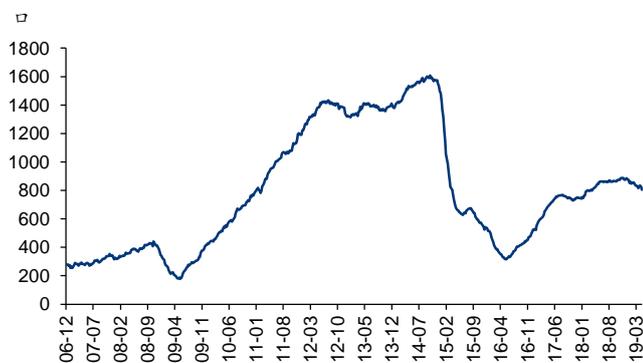
图表31： 美元指数近期走强



资料来源：Wind，华泰证券研究所

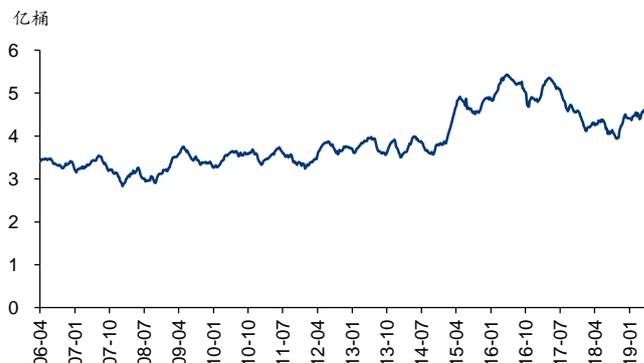
据 EIA 统计，截至 5 月 10 日，美国商业原油库存为 4.67 亿桶，正处于 2017 年 9 月以来的较高水平。但另一方面，据路透社消息，产油大国俄罗斯原油出口受到一主输欧石油管道遭污染的影响，或将被动减产 100 万桶/日。后续伴随季节性需求上升，国际原油市场供应或将进一步趋紧，油价有望维持高位。

图表32： 美国原油钻井数变动情况



资料来源：EIA，华泰证券研究所

图表33： 美国商业原油库存小幅上升

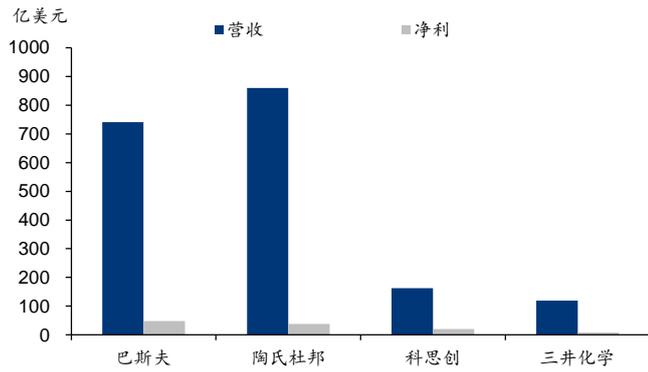


资料来源：EIA，华泰证券研究所

供给端重构利好头部企业，需求预期修复带动估值回升

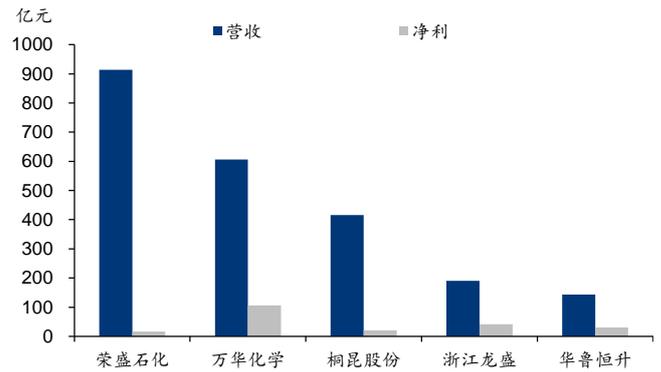
综上所述，我们判断：化工品国内需求端有望恢复性增长，海外需求韧性犹存，虽然中美贸易摩擦或加剧外需不确定性，但利好精细化工、新材料等进口替代逻辑；供给端资本开支维持高位，主要由龙头企业进行扩产，响水 3.21 爆炸事故后续影响发酵，行业供给端有望迎来重构，其中染料、农药、橡胶助剂、助剂等子行业受影响较大；国际油价总体保持强势，有利于化工品整体价格趋势；中长期而言，我们预计化工行业整体景气将震荡下行，但需求预期有所改善，供给端重构将进一步强化头部企业优势，龙头企业份额有望持续提升，进而带动行业走向一体化和集中。

图表34： 2018年全球化工行业代表性企业经营情况



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表35： 2018年国内化工行业部分细分领域龙头经营情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

主要关注四条投资主线：

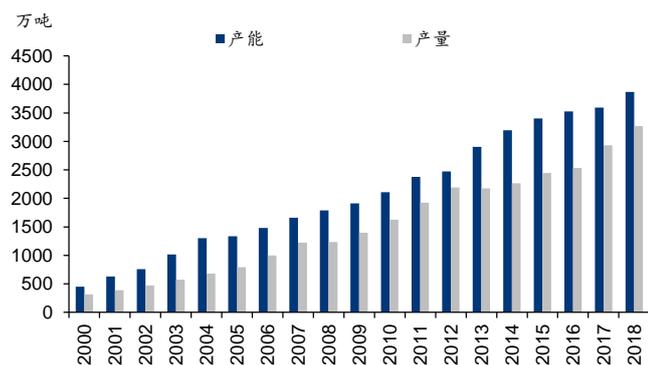
- 1) 江苏等多省进行化工园区集中排查，直接影响染料、农药、中间体、助剂等产品，产品重叠度较高的相关公司包括浙江龙盛（染料）、长青股份（农药）、利安隆（助剂）等。
- 2) 低估值细分领域龙头通过存量业务优化和新品类扩张，长期来看市场份额有望不断提升，行业需求端预期改善及供给端重构受益程度较高，建议关注万华化学（聚氨酯、石化）、华鲁恒升（尿素、煤化工）、兴发集团（磷化工）；
- 3) 化工新材料公司股价短期跟随市场风险偏好波动，但进口替代逻辑确定性较高，长期看好国瓷材料、光威复材、飞凯材料、强力新材、利安隆等公司；
- 4) 民营炼化相关公司主业受益油价强势而下游需求相对刚性，部分在建项目将于近期逐步投产，盈利预期逐步明朗，建议关注恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化等。

重点子行业/板块分析

民营炼化：PTA 盈利趋势良好，炼化项目顺利推进 终端需求稳中有升，PTA 盈利有望持续改善

据中纤网数据，2018年国内涤纶长丝表观消费量为3059万吨，CAGR（2013-2018）为8.3%，下游约74%用于服装消费，20%用于家纺。2018年国内涤纶长丝产能为3865万吨，同比增长6.0%，产量为3269万吨，同比增长11.5%。2018年，国内棉混纺布/化学纤维布产量分别为125.4/115.6亿米，同比增长6.3%/5.2%，且后续汇率若贬值能够部分对冲关税影响，叠加部分替代需求，涤纶长丝需求总体有望保持稳健增长。

图表36：国内涤纶长丝产能及产量



资料来源：CCFEI，华泰证券研究所

图表37：国内涤纶长丝需求增长情况



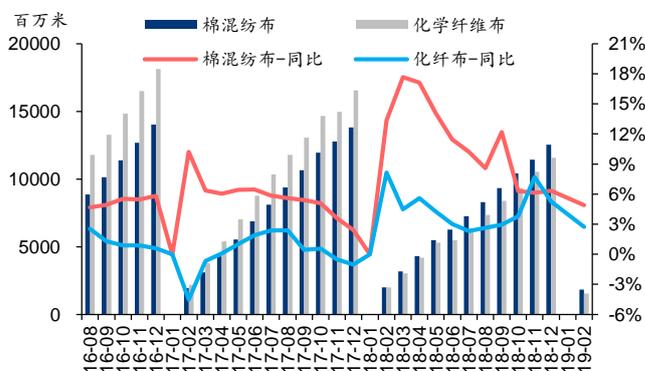
资料来源：CCFEI，华泰证券研究所

图表38：美元兑人民币汇率自2018年4月以来整体走高



资料来源：Wind，华泰证券研究所

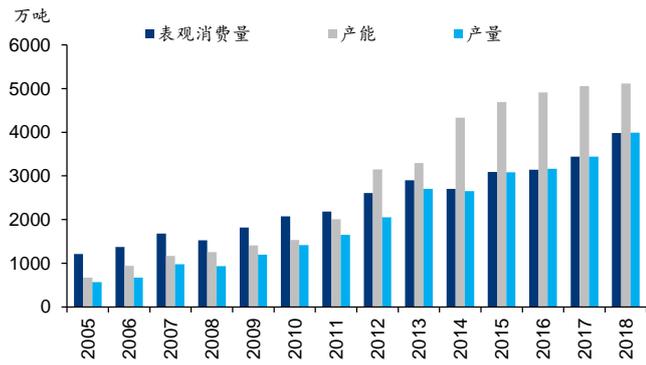
图表39：2018年国内布产量维持增长



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

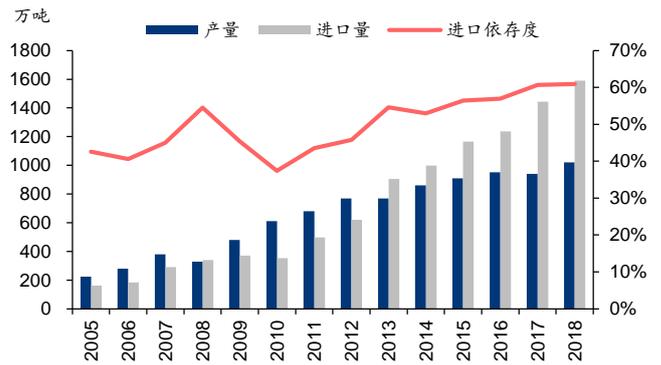
从产业链环节来看，2011年以来国内PTA产能大幅扩张，但2014年之后增速显著放缓，2018年国内PTA产能同比微增长1.2%。一方面，由于行业盈利水平偏低，因此除部分具备资金和一体化产业链优势的企业以外，中小型企业已经无力扩张，部分落后产能由于规模偏小、经营不善陆续退出市场。而2019年下游聚酯新增产能近375万吨，PTA在2019Q3之前新增产能有限，且考虑到装置的产能爬坡期，2019年行业仍有望保持较好的供需格局。

图表40: 2011年以来国内PTA产能大幅扩张



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表41: 国内PX进口依存度居高不下



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表42: 2019年聚酯产能仍投放较多

公司	产能	投产时间	主要产品
福建经纬	20	2019Q1-Q2	长丝
蓝孔雀化纤	6	2019Q1-Q2	短纤
汇鑫浩特纤	2	2019Q1-Q2	短纤
苏州富威尔	20	2019	短纤
盛虹国望	25	2019	长丝
湖北绿宇	20	2019	短纤
桐昆恒优	30	2019Q1-Q2	长丝
华西村	10	2019Q2	短纤
逸盛大连	60	2019Q2-Q3	瓶片
恒逸逸锦	7	2019Q3	短纤
新凤鸣中益	30	2019Q3-Q4	长丝
新凤鸣中跃	30	2019Q3-Q4	长丝
桐昆恒邦四期	30	2019Q3-Q4	长丝
桐昆恒优技改	30	2019Q3-Q4	长丝
恒逸逸鹏	30	2019Q3-Q4	长丝
恒力恒科	10	2019Q3-Q4	长丝
山东华宝	10	2019Q3-Q4	长丝
江阴华宏	10	2019	短纤
合计	375		

单位: 万吨/年

资料来源: 中纤网, 华泰证券研究所

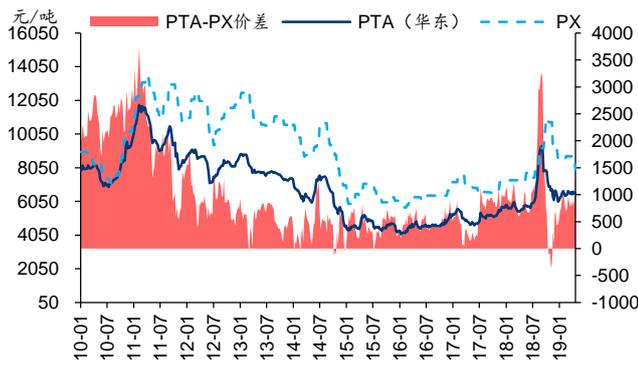
图表43: 全球未来PTA产能投放情况

项目	位置	产能	公司预计投产时间
川化新天府 (原晟达)	四川	100	2019Q2
新凤鸣一期	浙江嘉兴	220	2019Q3
恒力石化 PTA-4	辽宁大连	250	2019Q4
恒力石化 PTA-5	辽宁大连	250	2020H1
中金石化	浙江宁波	330	2020 及以后
虹港石化	江苏连云港	240	2020 及以后
逸盛海南	海南儋州	220	2020 及以后
福建百宏	福建泉州	240	2020 及以后
中泰化学	新疆库尔勒	120	2020-2021
宁波台化	浙江宁波	300	不明确
JBF	印度	120	2020
M&G	美国	120	2019-2020

单位: 万吨/年

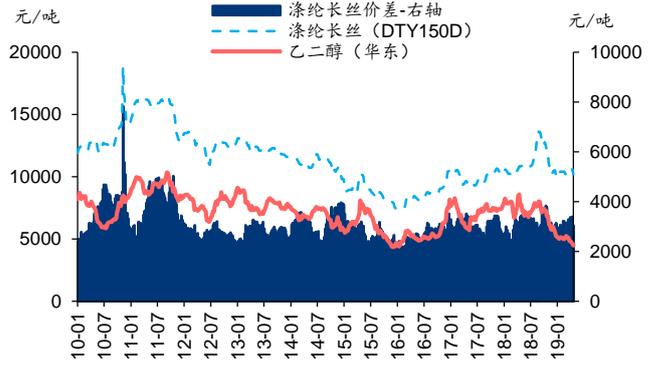
资料来源: 中纤网, 华泰证券研究所

图表44： 2009年以来PTA价格及PTA-PX价差



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表45： 2009年以来涤纶长丝价格及价差



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

另一方面，受公众事件（厦门、宁波、大连）影响，国内PX扩产进程多次放缓，进口依存度不断提升，据卓创资讯，2018年国内PX产能为1445万吨，仅能覆盖约2200万吨的PTA生产，2019年伴随恒力炼化、浙江石化等项目投产，我们预计国内仍将有850万吨PX产能投产。上述PX产能若顺利扩产，有助于降低国内的进口依存度，PX生产环节利润有望趋于合理，有利于PTA盈利的进一步改善。

图表46： 主要涤纶-PTA产业链上市公司产能情况（截止至2018年底）

公司	产品	权益产能	经营主体	备注
恒力股份	涤纶长丝	140	恒力化纤等	拟扩建135万吨
	涤纶工业丝	20	恒力化纤	
	PTA	660	恒力投资	拟扩建500万吨
	切片	70	恒力化纤	
荣盛石化	涤纶长丝	135	盛元化纤、聚兴化纤	
	PTA	580	浙江逸盛、逸盛大化、海南逸盛	
	PX	160	中金石化	
	薄膜	25	永盛薄膜	
	瓶片	37.5	海南逸盛	大连逸盛拟扩建60万吨
桐昆股份	涤纶长丝	570	恒腾化纤等13家子公司	
	PTA	370	嘉兴石化	
恒逸石化	涤纶长丝	400	恒逸高新材料、恒逸聚合物等	在建150万吨
	PTA	600	浙江逸盛、逸盛大化、海南逸盛	
	涤纶短纤	40	恒逸高新材料、福建逸锦	
	瓶片	37.5	海南逸盛	
新凤鸣	涤纶长丝	366	中驰化纤等8家子公司	在建116万吨
	PTA	0	独山能源	在建220万吨
东方盛虹	涤纶长丝	160	盛虹纤维、中鲈科技等	在建25万吨
	PTA	150	虹港石化	拟扩建240万吨

单位：万吨/年

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

炼化景气良好，民营炼化破局显机遇

自2016年地炼企业获得原油进口权、使用权和成品油出口权之后，近年来，多个国内涤纶-PTA领域的民营龙头企业逐步向产业链上游延伸，涉足炼化领域，浙江省以浙江石化为依托组建了浙江石油集团，专门为浙江石化配套在浙江等地销售成品油。山东炼化能源集团也于2017年10月成立，据新华网，首批8家企业注资332亿元，后续扩展到16家。目前国内主要的民营炼化项目包括恒力炼化、浙江石化、盛虹炼化、恒逸石化文莱PMB项目等。

图表47：民营大炼化企业产业链整体布局

炼化项目	主要产品	对应产能	对应上市公司	备注
2000万吨/年恒力炼化一体化	汽油	461	恒力股份持股100%	炼化工段已于2018年底投产，乙烯项目预计于2019年底投产
	柴油	161		
	煤油	371		
	PX	434		
	苯	97		
	乙烯	150		
2000万吨/年浙江石化一期	汽油	387	荣盛石化(51%)、桐昆股炼化(20%)	工程预计于2019H2投产，乙烯装置预计2019年底投产，二期续建2000万吨/年炼化一体化，SEI已签署工程设计合同
	柴油	173		
	煤油	284		
	PX	401		
	苯	67		
	乙烯	140		
800万吨/年PMB炼化项目	汽油	262	恒逸石化(70%)	项目稳步推进，公司预计2019H2投产
	柴油	174		
	煤油	117		
	PX	150		
	苯等	48		
1600万吨/年盛虹炼化一体化	汽油	240	东方盛虹持股100%	预计2021年投产，晚于以上三个项目
	柴油	200		
	煤油	150		
	PX	280		
	苯	21		
	乙烯	110		

单位：万吨/年

注：预计投产时间均来自于公司或项目公告；

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

相比传统炼化装置，民营炼化具备：1) 产业链优势，其PX产品与原有PTA-涤纶业务紧密相连，投产后将有效解决PX原料进口依存度高的问题，同时打通涤纶全产业链（乙烯亦可生产乙二醇），盈利稳定性进一步增强；2) 装置先进性优势，恒力、浙石化项目均为两个单套1000万吨常减压蒸馏装置结合而成，单套装置原油加工能力国内最大（全球最大装置为1500万吨，镇海炼化为900万吨），且加氢比例较高（恒力炼化采用全加氢流程），下游产品齐全；3) 期间费用控制、码头热电等配套设施、人才激励、地方政府支持等方面的优势，以及经营灵活性优势。相关公司包括恒力股份、恒逸石化、桐昆股份、荣盛石化、东方盛虹。

图表48：浙石化/恒力炼化项目经营效率较高

项目	浙江石化	镇海炼化	上海石化	恒力炼化一体化
炼油能力	4000万吨/年	2300万吨/年	1600万吨/年	2000万吨/年
乙烯产能	280万吨/年	120万吨/年	80万吨/年	150万吨/年
员工人数	小于4000人(预计)	约5500人	约10000人	约2000人

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

目前国内民营炼化装置建设进展良好，根据各公司公告及项目官网信息：

1、恒力炼化项目：2018年7月初配套自备热电厂、变电所和污水处理场公用工程系统等系统全面进入分步试运转时刻，10月2日炼化一体化项目首船化工煤到港，11月油罐区存储购入的130余万吨原油，配套辅助设施基本完工，12月18日常减压装置成功投料开车，12月26日炼化一体化项目正式投料开车，2019年3月24日全流程打通，顺利产出汽油、柴油、航空煤油、PX等产品，公司预计炼油段整体将于5月底满产，配套150万吨乙烯项目将在2019年底投产。

2、恒逸文莱PMB项目：2018年3月底加氢裂化反应器吊装就位，4月最后的大件设备硫磺回收联合装置就位、热电站等施工提速，7月初单点系泊工程海上输油管线铺设工作开始，10月底项目（二期）总体设计合同正式签署，11月16日石油化工项目热电部首个单元调试成功。截至2018年末，文莱项目累计投资30亿美元，建设进度达93%，目前工艺管道安装接近尾声，部分公用工程已开车运行，公司预计项目将于2019Q2投料试车，2019Q3进入商业运营。

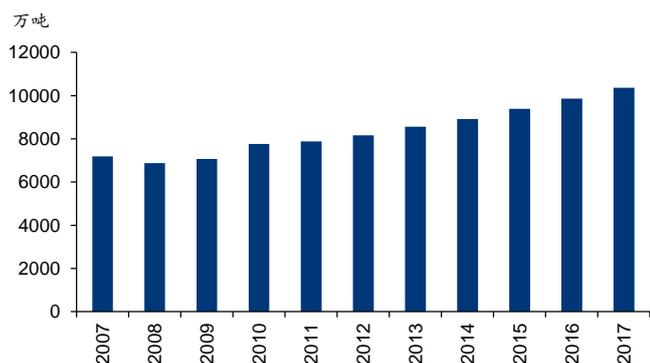
3、浙江石化项目：2018年3月底乙烯裂解模块安装就位，4月底2#1000万吨/年常减压装置减压塔吊装完成，5月初450万吨/年重油催化裂化联合装置动工，5月底350万吨/年柴油加氢裂化装置反应器吊装成功，6月中心控制室钢结构桁架完成首吊，10月31日石脑油裂解装置的核心设备全部到位，截至2019年1月15日，一期项目建设动力中心土建已经基本完成，工业废弃物处置中心桩基工程、焚烧桩基工程已全部完成，目前已处于试生产准备阶段，我们预计项目将于2019年内投产。

轻烃裂解：盈利前景良好，氢气资源价值有望提升

PDH：受益乙烯原料轻质化产业趋势，煤、油价格强势凸显其成本优势

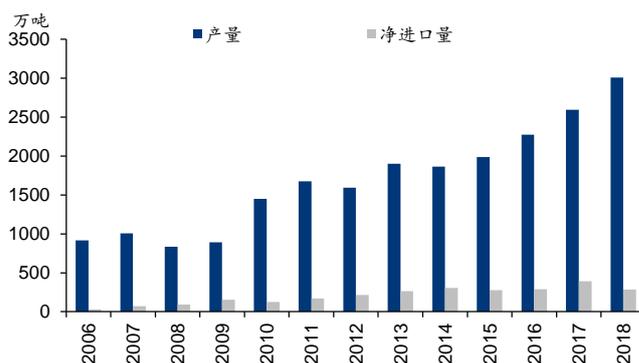
丙烯是重要的化工原料，据卓创资讯，2017年其中70%用于聚丙烯的生产，其他下游产品包括环氧丙烷、丙烯酸及酯、丙烯腈、异丙苯等。根据Nexant统计，2017年全球丙烯产量为10438万吨，同比增长5.7%，消费量为10365万吨，同比增长5.1%，预计未来消费量仍将保持3%左右的平稳增长。据百川资讯，2018年国内丙烯产量为3011万吨，同比增长15.9%，净进口量达284万吨。

图表49：全球丙烯消费量持续提升



资料来源：Nexant，华泰证券研究所

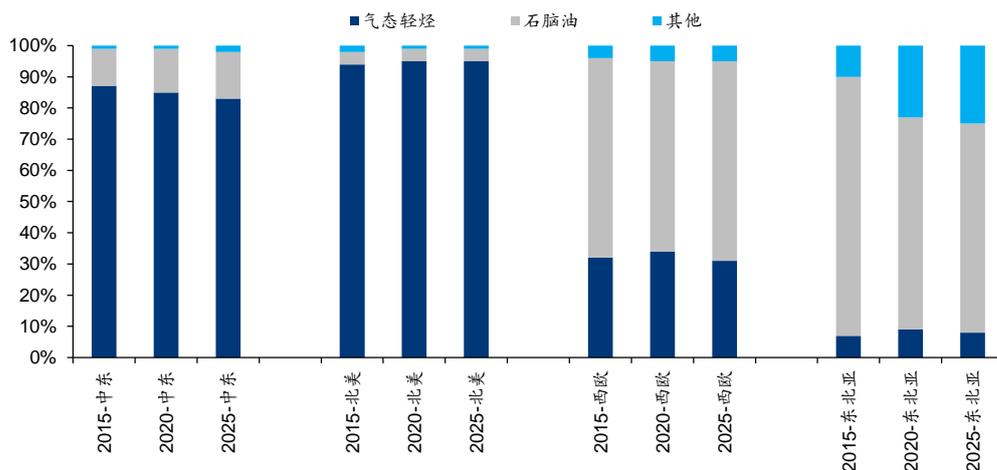
图表50：国内丙烯产量及进口量变化情况



资料来源：Wind，百川资讯，华泰证券研究所

目前全球丙烯来源主要包括炼厂重油催化裂化副产、石脑油蒸汽裂解制乙烯副产、丙烷脱氢及煤制烯烃等，美国“页岩气革命”以来，乙烷价格显著下跌，大量乙烯生产装置转而采用乙烷作为原料，而传统石脑油裂解产能占比持续下滑，根据IHS统计，2017年全球石脑油裂解乙烯产量占比已下降至43.8%，而来自气态轻烃的产量占比达48.9%。国内方面，裂解工艺乙烯产量占比由2010年的97.4%下降至2018年的78.2%，煤制烯烃(CTO)/甲醇制烯烃(MTO)占比持续提升。

图表51： 全球主要地区不同原料乙烯产能及预测



资料来源：中石化经济技术研究院，华泰证券研究所

除美国外，2013年以来，欧洲也开始从美国大量进口乙烷用于生产乙烯：根据各公司公告，2013年英力士公司从美国进口了100万吨乙烷；2014年已有四套装置改造为乙烷进料，年消耗量400万吨；2015年英力士与乙烷运输商Evergas签订15年租约，从美国“Mariner East”运输乙烷原料到欧洲；2016年初，英力士和SABIC开始从美国进口乙烷到欧洲西北部进行乙烯生产。2017年全球乙烷裂解装置主要集中于北美(约3200万吨)、中东(约2750万吨)及西欧(约1170万吨)。

图表52：近年国外新建乙烯产能以乙烷脱氢路线为主（不完全统计）

公司	国家或地区	产能	投产时间	原料路线
Equistar	美国	38.5	2014	乙烷/液化气/石脑油
Williams/SABIC	美国	25.8	2014	乙烷/丙烷
Borouge	阿联酋	150	2014	乙烷
JG Summit PC	菲律宾	32	2014	石脑油
Shell Chemical	新加坡	20	2014	石脑油/轻柴/其他重组分
Braskem-Idesa JV	墨西哥	105	2015	乙烷
陶氏化学	美国	220	2015	乙烷/液化气/石脑油
Equistar	美国	36.3	2015	乙烷/液化气/石脑油/轻柴/其他重组分
Novy Urengoy GCC	俄罗斯	41	2015	乙烷
Kavayn PC	伊朗	100	2015	乙烷
Sadara Chemical	沙特	150	2015	乙烷/液化气/石脑油
BCPL	印度	22	2015	乙烷/液化气/石脑油
GAIL	印度	45	2015	乙烷/丙烷
OPAL	印度	110	2015	乙烷/液化气/石脑油
信诚工业公司	印度	150	2016	乙烷
Uz-Kor Gas Chemical	乌兹别克斯坦	40	2016	石脑油
Ethydco	埃及	46	2016	石脑油
Oxy/Mexichem	美国	55	2017	乙烷
陶氏化学	美国	150	2017	乙烷
Chevron Phillips	美国	150	2017	乙烷
Sadara	中东	130	2017	石脑油/液化气
OPAL	印度	110	2017	石脑油/轻烃
CPCChem	美国	150	2018	乙烷
Indorama	美国	42	2018	乙烷
埃克森美孚	美国	150	2018	乙烷
伊朗 Ilam PC	伊朗	46	2018	乙烷/液化气
韩国 KPIC	韩国	31	2018	石脑油
韩国乐天	韩国	20	2018	石脑油
SASOL	美国	155	2018	乙烷
Shin-Etsu	美国	50	2019	乙烷
台塑化学	美国	125	2019	乙烷
Axiall 和韩国 Lotte	美国	100	2019	乙烷
西方化学	美国	54.4	2019	乙烷
LACC LLC	美国	100	2020	乙烷
道达尔	美国	100	2021	乙烷
壳牌	美国	160	2022	乙烷

单位：万吨

资料来源：IHS，华泰证券研究所

图表53：近年国外石脑油工艺乙烯装置持续退出

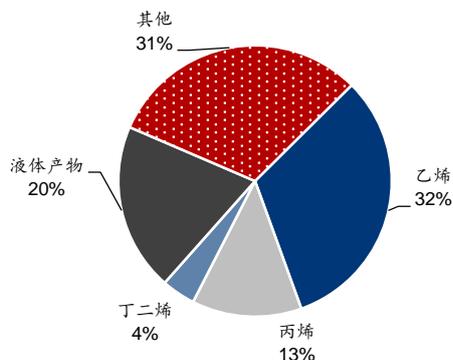
退出时间	国家或地区	公司	产能	原料路线
2014	意大利	Polimeri Europa	48.9	石脑油
	意大利	Polimeri Europa	22.1	石脑油/轻柴/其他重组分
	英国	Ineos	33	乙烷/液化气/石脑油
	日本	Mitsub.Chemical	39.2	乙烷/液化气/石脑油
2015	法国		34	石脑油
	日本	Sumitomo Chem	41.5	石脑油
2016	日本	旭化成	50	石脑油

单位：万吨

资料来源：IHS，华泰证券研究所

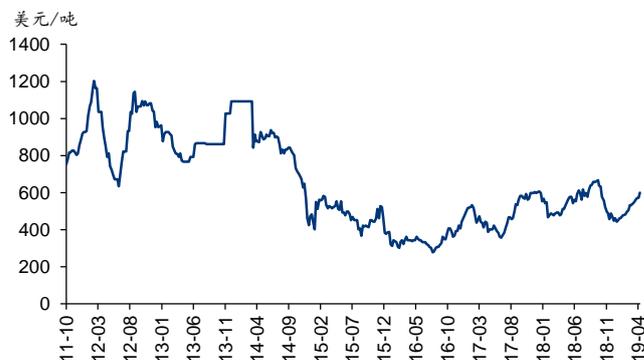
石脑油裂解乙烯产量的减少意味着其副产丙烯数量的降低，一般而言，石脑油裂解的产物构成中乙烯产量约占 32%、丙烯约占 13%，相当于 1 吨乙烯副产约 0.4 吨丙烯，而乙烷脱氢几乎不副产丙烯，根据中国石油经济技术研究院的数据，2019-2022 年北美总计将新增 8 套乙烷裂解制乙烯项目，合计产能 775 万吨，上述产能对于传统石脑油装置的替代将导致丙烯产量减少近 300 万吨，相当于全球需求量的约 5%，此外还有 6 个裂解项目（合计产能约 620 万吨）等待最终的投资决定。

图表54：石脑油裂解产物大致分布



资料来源：《石脑油催化裂解的研究》，华泰证券研究所

图表55：丙烷（华东到岸冷冻价）价格整体低位



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

丙烯供给由于乙烯供给结构的变化出现减少，为 PDH 装置创造了非常有利的盈利前景，PDH 采用丙烷作为原料，据卓创资讯，2017 年国内丙烷超过 3/4 用于燃气领域，少部分用于化工原料，其价格走势仍然呈现显著的季节性特征，且与天然气价格高度相关。“页岩气革命”之后，丙烷价格基本呈现下行趋势，即使近两年来价格伴随油价有所上行，但仍处于相对低位。

根据 IHS 统计，2012 年全球丙烯来自非石化路线的比例仅为 10%，2014 年已上升至 15%，预计将在 2019 年达到约 37%。国内方面，2018 年采用 PDH 及煤制烯烃路线的丙烯产能分别占 24%、15%，非石化路线的丙烯产能占比呈逐渐提升态势。

图表56：国内PDH项目与规划进展

公司	产能	(预计) 投产时间	技术来源	配套下游	备注
天津渤化	60	2013年	Lummus	50万吨丁辛醇, 15万吨PO	
卫星石化一期	45	2014年	UOP	48万吨丙烯酸, 30万吨PP	
宁波海越	60	2014年	Lummus		
三圆石化	45	2014年	UOP	50万吨PP	
京博石化	13	2015年	UOP		混烷脱氢
东华能源-张家港一期	60	2015年	UOP	40万吨PP	
烟台万华	75	2015年	UOP	30万吨丁辛醇, 30万吨丙烯酸, 26.4万吨PO	
山东神驰	40	2015年	Lummus		混烷脱氢
河北海伟	50	2016年	Lummus	30万吨PP	
齐翔腾达	10	2016年	UOP		混烷脱氢
东华能源-宁波一期	66	2016年	UOP	40万吨PP	
东明石化	9.5	2017年			混烷脱氢
卫星石化二期	45	2018年	UOP	15万吨PP	2018年底投产
福建美得石化	66	2018年	UOP		
三圆石化	45	2018年			
广东鹏尊能源	45	2019年	UOP		
浙石化	60	2019年			利用炼厂丙烷
东华能源-宁波二期	66	2019年	UOP	PP	
东莞巨正源一期	60	2020年			17年底开工
洋浦傲立石化	30	2020年			利用海南炼化LPG, 已签约
金能科技	90	2020年	CB&I	PP	
河北海伟	50	2020年			规划
东华能源曹妃甸一期	66	2020年	UOP	PP	规划

单位：万吨

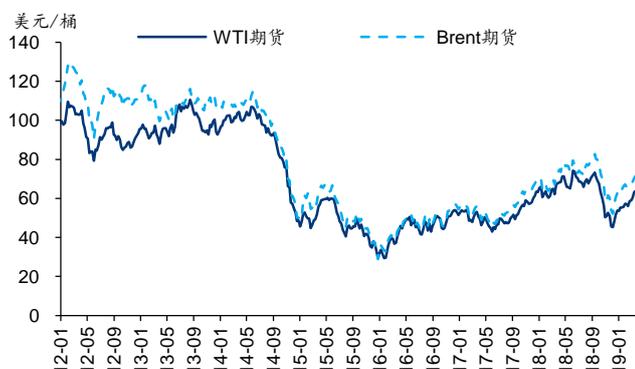
注：投产时间预测来自于相关项目公告及卓创资讯等专业资讯网站

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

国内产能自2013年以来持续投放，截至2018年底已经有15套PDH装置投产，其中包含4套混烷脱氢装置，合计产能达到827万吨，丙烯下游配套产品存在差异，如万华的PDH装置下游主要配套环氧丙烷、丙烯酸及丁辛醇，进而生产水性涂料等产品，卫星石化一期则主要配套丙烯酸装置。

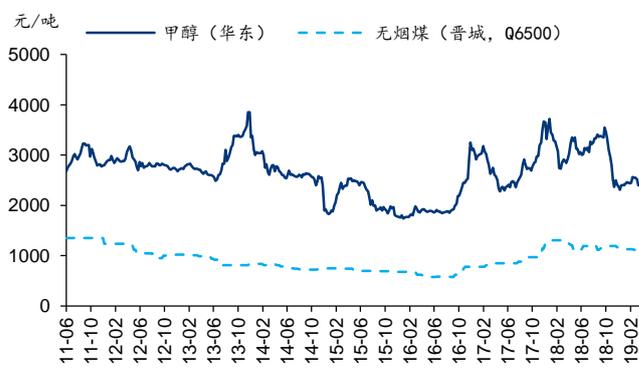
2016年以来，原油、煤炭、甲醇价格步入上涨周期，使得石脑油及煤炭路线生产丙烯的成本再度提升，据测算，原油价格在50美元附近波动时，石脑油裂解制丙烯的生产成本约为4700元/吨，PDH生产成本约为4500元/吨，结合近6年的历史数据，多数时间段PDH工艺成本与石脑油工艺相比具备成本优势。

图表57：2016年初以来国际原油价格持续回升



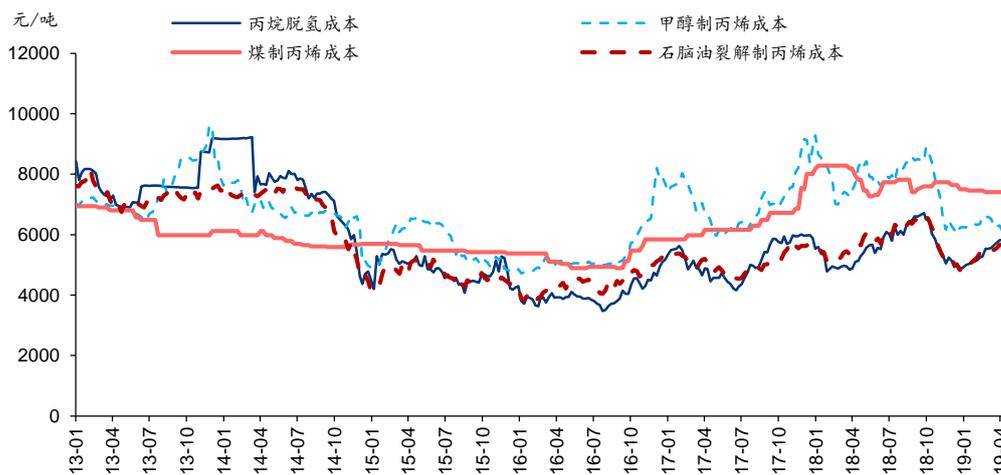
资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表58：2016年下半年以来煤炭及甲醇价格大幅上涨



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表59： PDH 工艺具备成本优势



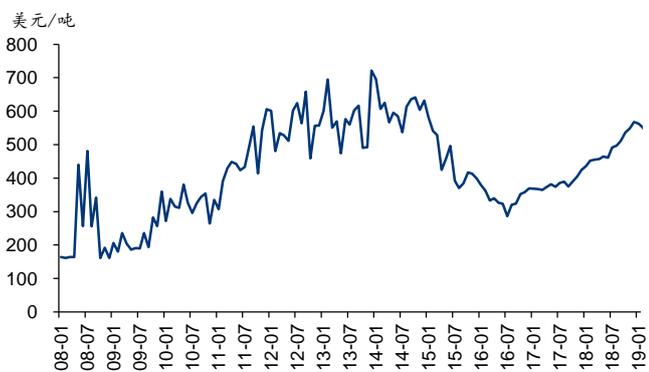
注：原料价格：丙烷（山东地区）；甲醇（华东）；煤（晋城）；石脑油（日本 CFR），均为扣除增值税后计算

注：石脑油裂解成本=日本石脑油 CFR+260 美元；丙烷脱氢成本=东北亚丙烷*1.18+1300；甲醇制丙烯成本=甲醇*2.7+700；煤制丙烯成本=（无烟煤*2+570）*2.7+700；

资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

据卓创资讯，国内煤/甲醇制烯烃截至 2018 年底陆续投产的丙烯产能约为 522 万吨，产能占比约为 15%；虽然在某些特定时间段（如供暖季，丙烷价格偏高）理论成本可能低于 PDH 工艺，但由于煤制烯烃装置集中于西北煤炭资源区，运输劣势较大，未充分考虑水资源、环保等隐性成本，产品质量存在一定差距，对 PDH 行业整体冲击可控。

图表60： 国内 LNG 进口价格底部回升



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表61： 丙烯-丙烷价差变化情况



注：价差=丙烯-1.18x 丙烷

资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

目前国内 PDH 的原料主要来自美国和中东，但自 2018 年 8 月 23 日起国内对从美国进口的丙烷加征 25% 关税以来（目前进口关税为最惠国 5%，其他国家 20%），2019 年 1 月 1 日起 90 天内暂时降低至 10% 关税，从美国进口丙烷数量大幅下跌，据海关总署数据，2018 年国内从美国进口丙烷 150.4 万吨，同比下滑 44.6%。主要企业中，万华化学、卫星石化货源来自中东，东华能源货源来自中东及美国，但其新加坡公司丙烷贸易量较大且贸易途径多样，可通过置换等方式最大程度规避相关不利影响。另一方面，美国丙烷成本增加也将提升国内其他 PDH 装置成本，进而推动 PP 等终端产品价格上涨（据百川资讯，2018 年 PDH 工艺已占国内丙烯总产能近 20%），有利于优势公司利润的扩大。

乙烷裂解：盈利丰厚，前景可期

乙烷裂解制乙烯盈利更加可观，截至 5 月 3 日，美国 MB 乙烷报价约 112 美元/吨，根据我们测算，出口费用以 100 美元/吨计，叠加海运成本（130 美元/吨），国内乙烷裂解制乙烯完全成本约 750-850 美元/吨，盈利水平较高。但原料乙烷运输、存储难度大、成本较高，长途贸易仍未成型，我们预计国内规划装置集中投产时间将在 2020 年之后，相关公司包括卫星石化等。

图表62： 2017 年海外乙烷裂解制乙烯装置情况

地区	总产能	典型企业及装置
中东	2752	Borouge (150 万吨/年)、Kavvan PC (100 万吨/年)
美国	2725	陶氏化学 (220 万吨/年)、埃克森美孚 (300 万吨/年)
西欧	1169	英力士 (58 万吨/年)、埃克森美孚 (40 万吨/年)
加拿大	505	
印度	234	OPAL (110 万吨/年)、印度 GAIL (45 万吨/年)

单位：万吨

资料来源：凯顿咨询，华泰证券研究所

图表63： 国内企业乙烷裂解制乙烯项目规划

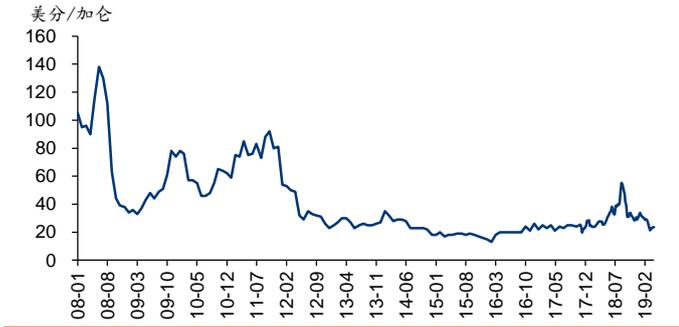
企业	项目情况及所在地	目前进展	原料来源
新疆巴州	60 万吨乙烯，新疆巴州库尔勒石油石化产业园	在建	天然气副产气
新浦化学	110 万吨轻烃项目，产品 65 万吨 PE、25 万吨 PP 等，泰兴	预计 2019 年 6 月投产	进口乙烷/丙烷
卫星石化	400 万吨烯烃项目，包括 C2/C3 等主要产品，连云港	预计 2020 年中期投产	进口乙烷
中石油	80 万吨乙烯，陕西榆林	在建	天然气副产气
南山集团	200 万吨乙烯，龙口石化产业园	已完成规划、环评等	进口乙烷
聚能重工	200 万吨乙烯，锦州	规划	进口乙烷
阳煤集团	150 万吨乙烯，青岛董家口	规划	进口乙烷
天津渤化	100 万吨乙烯，天津	规划	-
华泰盛富	60 万吨乙烷、丙烷裂解，宁波大榭	已通过环评批复	炼厂副产
广西钦州	100 万吨/年乙烷制乙烯项目，广西钦州三墩循环经济示范岛	规划	-
同益实业	100 万吨乙烯，大连	规划	进口乙烷
桐昆集团	200 万吨乙烯，大连西中岛	规划	进口乙烷

资料来源：PROCESS，华泰证券研究所

目前国内主要公司的乙烷裂解项目处于早期阶段，根据各公司公告及中化新网、生意社等媒体报道：

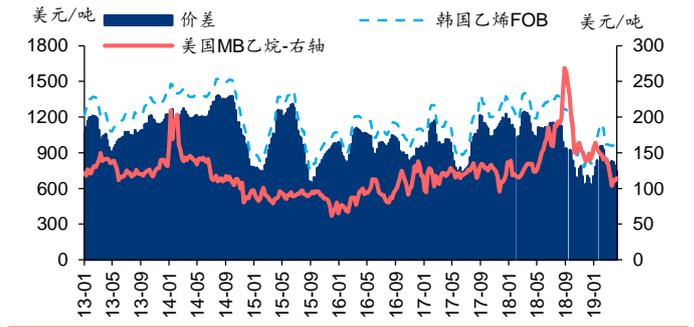
- 1) 卫星石化 400 万吨烯烃项目（一期）（含 125 万吨乙烷裂解制乙烯装置）：1、项目设计、专利技术许可、长周期设备采购等一系列协议正式签订；2、码头岸线使用已过审；3、乙烷储罐打桩完成，后续将进入土建施工；4、主装置用地将具备打桩条件，其中一期 125 万吨乙烯产能公司预计将于 2020Q3 投产；5、2019 年 3 月份向现代重工订造 6 艘乙烷船，2020 年下半年交付，每年将进口 300 万吨乙烷、贸易总额近 1000 亿元。
- 2) 中石油长庆乙烯项目（包含 100 万吨/年乙烯联合装置）：2018 年 9 月 4 日，公司公告乙烯项目获得山东省发展和改革委员会核准批复；2019 年 3 月 27 日正式获得陕西省生态环境厅项目环评批复。建设地点为榆林市榆横工业园区，公司计划 2019 年底前提前投用部分建成，2020 年底乙烯装置机械竣工，2021 年 6 月底前建成投产。
- 3) 新浦化学 C2/C3 混合裂解项目。2017 年 11 月下旬与英力士签订乙烷供应长期协议，计划 2019 年交付乙烷运输船。2018 年 1 月 12 日丙烯精馏塔安装成功，2019 年 4 月 15 日乙烯裂解气压缩机一次试车成功，公司预计将于 2019 年 6 月正式投产。

图表64：北美乙烷价格自“页岩气革命”以来持续处于低位



资料来源：Bloomberg，华泰证券研究所

图表65：乙烯-乙烷价差变化情况



资料来源：Bloomberg，百川资讯，华泰证券研究所

氢气资源价值有望提升

氢能源是一种优秀的清洁可再生能源，在自然界有着丰富的分布，来源广泛且利用过程中仅产生水而没有其他的排放和污染。根据 DOE 数据，氢气的能量密度高达 142MJ/kg（生成液态水），是汽油、天然气等其他化石能源的 3 倍以上，具备显著优势。根据《中国氢能产业基础设施发展蓝皮书》，2020/2030 年氢能产业链目标市场空间将分别达 3000/1000 亿元，国际氢能委员会预测 2050 年全球氢能产业链产值达 25000 亿美元，占能源产业约 18%。

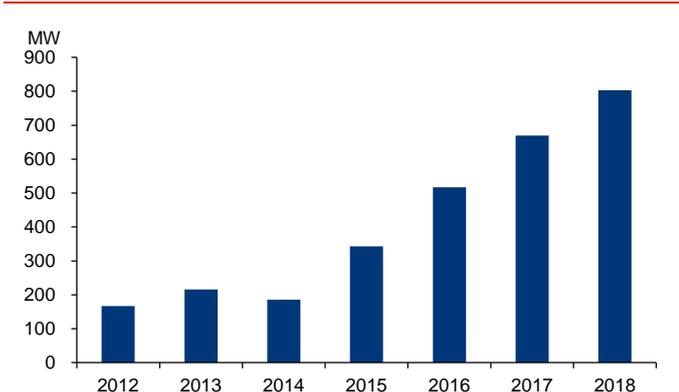
图表66：氢气能量密度远高于其他能源形式

能源物质	能量密度 (MJ/kg)
氢气	142
天然气	41.9
汽油	43.1
标准煤	20.8
锂电池	0.72
镍氢电池	0.40
干木柴	0.13

资料来源：DOE，华泰证券研究所

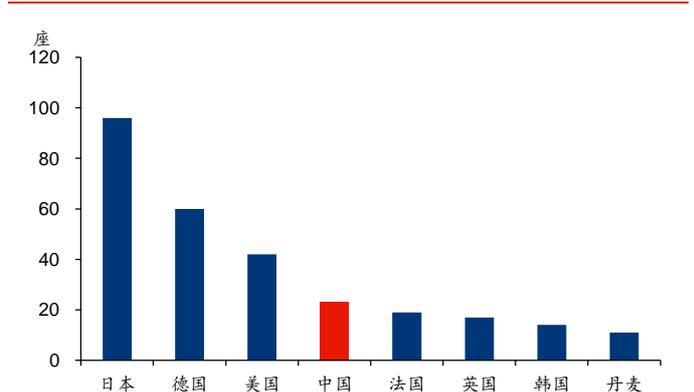
氢能可与电能实现高效的相互转换，目前其使用场景已扩展至工业、交运等多个领域，被视作最具前景的能源之一。燃料电池是氢能应用的重要手段，全球燃料电池出货量近年来整体呈现稳步提升态势，2017 年全球燃料电池出货量达 7.26 万件，对应功率规模为 669.7MW，2018 年燃料电池出货量达 803.1MW，同比增长 21.9%。目前燃料电池大部分为固定式（主要用于燃料电池发电），而车辆领域成长迅速，有望成为未来的主要应用场景。据中汽协数据，国内 2018 年实现燃料电池汽车销量 1527 辆，据《节能与新能源汽车技术路线图》规划，至 2020/2025/2030 年国内燃料电池能源汽车销售分别将达 0.5/5/100 万辆。

图表67：全球燃料电池出货量维持增长



资料来源：DOE，华泰证券研究所

图表68：2018年国内加氢站数量位列全球第4



资料来源：北极星储能网，华泰证券研究所

氢能源的发展利用目前仍处于初期阶段，成本和使用便利度是阻碍氢能产业化的两大主要因素。加氢站是氢能商业化的关键性基础设施，截至2018年底国内正在运营有加氢站数量为23座，位居全球第四，落后于日本、德国、美国等氢能发展较早的国家。

图表69：国内已投入运营的加氢站情况

序号	名称	城市	日加注量 (kg)	序号	名称	城市	日加注量 (kg)
1	北京永丰	北京	200	13	十堰加氢	十堰	500
2	上海安亭	上海	200	14	深圳大运	深圳	-
3	上海世博	上海	600	15	上海电驱	上海	800
4	常熟丰田	常熟	-	16	江西古镇广丰		
5	瑞晖佛山	佛山	360	17	张家口亿华通	张家口	
6	佛山三水	佛山	80-100	18	上海江桥	上海	750
7	大连新源	大连	-	19	云浮罗定	云浮	500
8	成都郫都区	成都	400	20	佛罗路加氢站	佛山	500
9	郑州宇通	郑州	250	21	武汉雄众	武汉	1000
10	如皋南通百应	南通	2000	22	如皋神华	南通	1000
11	云浮加氢	云浮	500	23	嘉善加氢站	嘉善	200
12	中山沙朗	中山	1000				

资料来源：EV Tank，华泰证券研究所

2018年以来，国家对氢能源的重视和支持力度不断升温，2019年3月15日，十三届全国人大二次会议审议后的《政府工作报告》（修订版）补充了“推动充电、加氢等设施建设”等内容。同时，国家发改委在《国民经济和社会发展计划草案的报告》（修订版）中也相应增加了“加强城市停车场和新能源汽车充电、加氢等设施建设”内容。氢燃料电池的氢能源的发展利用已经获得国家层面的支持。

图表70：国内对氢能源及燃料电池产业的政策支持力度不断增大

时间	政策法规	主要内容
2018	《关于调整完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	指出燃料电池补贴政策基本不变，力度不减
2019	《绿色产业指导目录（2019年版）》	入选 2019 绿色产业指导目录要求给予资、价格、金融、税收等方面政策措施。涉及加氢及储氢设施等设施制造、质子交换膜燃料电池制造、氢气安全高效储存、氢能储存与转换、氢燃料电池运行维护、氢燃料汽车、氢燃料电池汽车、氢燃料电池发电、氢掺入天然气管道等设施的建设和运营
2019	《政府工作报告》	推动充电、加氢等设施建设
2019	《关于进一步完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知》	过渡期后不再对新能源汽车给予购置补贴，转为用于支持充电（加氢）基础设施“短板”建设和配套运营服务等方面。
2019	《产业结构调整指导目录（2019年本，征求意见稿）》	鼓励发展高效制氢、运氢及高密度储氢技术开发应用及设备制造，加氢站、新能源汽车关键零部件。

资料来源：发改委，Ofweek，华泰证券研究所

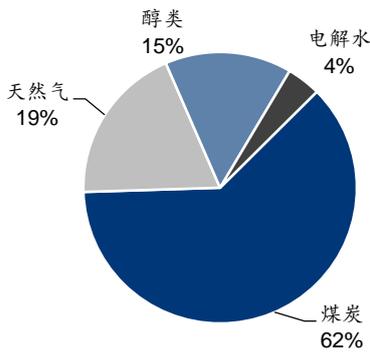
工业制氢技术主要有以煤、天然气、石油等为原料的催化重整制氢，氯碱、钢铁、焦化等工业副产氢，以及生物质、电解水等。2018年国内人工制氢气的主要来源为煤炭和天然气，占比分别为62%、19%。工业副产气制氢主要是利用氯碱工业副产气、煤化工焦炉煤气、丙烷脱氢装置副产气、乙烷脱氢装置副产气等提纯制氢。据《加氢站用化工副产氢气潜力分析》，2018年氯碱工业副产气、煤化工焦炉煤气、丙烷脱氢装置副产气、乙烷脱氢装置副产气可利用规模为83万吨、733万吨、30万吨和27万吨。目前多家相关上市公司已发布公告将借此进入氢能产业链。

图表71： 化工上市公司切入氢能产业链公告汇总

上市公司	公告时间	主要内容
卫星石化	2019-04-12	设立子公司浙江卫星氢能科技
	2019-04-28	与浙能集团签订战略合作框架协议，共同研究和推进构建氢能产业链
嘉化能源	2019-03-28	与三江化工及空气化工签署《氢能综合利用三方战略合作框架协议》，向空气化工氢能和液氢项目供应尾氢
鸿达兴业	2018-12-17	子公司内蒙古乌海化工拟在乌海市海勃湾区、海南区、乌达区共计建设8座加氢站
	2019-04-22	与雄川氢能签订了《氢能项目合作意向协议》，旨在氢能装备研发制造、氢源供应、加氢站投资建设及运营等方面展开合作
华昌化工	2019-04-22	张家港市环保局同意华昌能源建设氢燃料电池及检测设备中试生产线项目备案注册

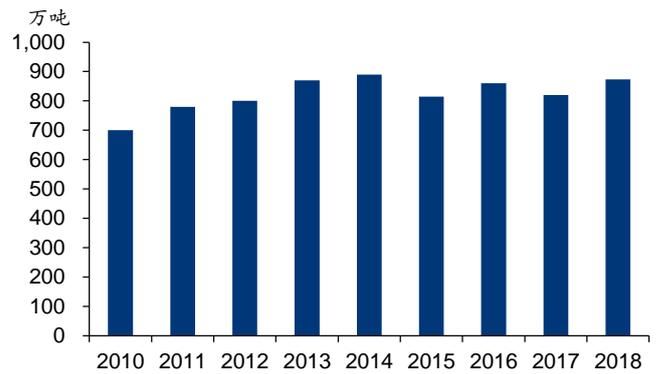
资料来源：发改委，Ofweek，华泰证券研究所

图表72： 2018年国内人工制氢主要来源



资料来源：《人工制氢及氢工业在我国能源自主中的战略地位》，华泰证券研究所

图表73： 国内工业副产氢可利用规模



资料来源：《加氢站用化工副产氢气潜力分析》，华泰证券研究所

PDH装置每吨丙烯副产0.05吨氢气，目前主要作为廉价燃料气使用，未来若氢能应用逐步成熟化，PDH副产氢气资源有望重估，并提升装置整体盈利能力。相关公司包括**卫星石化、万华化学、东华能源、金发科技**（拟收购宁波海越49%股权）等。

染料及中间体：供给强收缩，高景气有望维持

纺织需求保持较强韧性

染料主要用于纤维或其他材料的着色，根据染料的性质及应用方法，可分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等，其中分散染料和活性染料为主要品种。据卓创资讯统计，分散染料主要用于涤纶，2017年在国内染料产量占比中达到47%，活性染料多用于棉、麻、羊毛及粘胶等纤维，占比为27%，硫化染料、还原染料、酸性染料的应用领域与两类主要染料存在部分重叠，分别占比8%、5%、4%。

图表74： 主要染料品种及应用领域

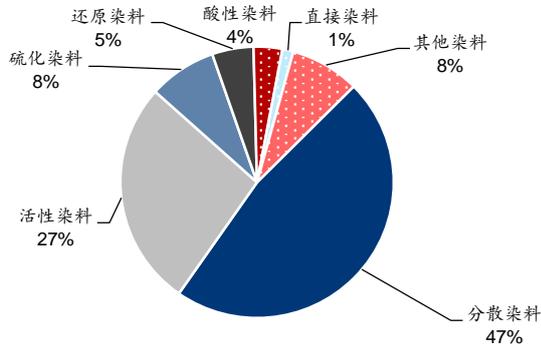
染料类别	主要应用	特性
分散染料	涤纶、醋纤、锦纶等	疏水性、分散性好，耐升华
活性染料	棉、麻、羊毛、蚕丝、粘胶等	色谱广，色泽鲜艳，适用性强
硫化染料	棉及棉维混纺织物	成本低廉，但色泽不够鲜艳
还原染料	棉、涤棉混纺织物、维纶、人造丝等	色谱较全、色泽鲜艳，但价格较高
酸性染料	羊毛、蚕丝及锦纶等	色谱齐全、色泽鲜艳、日晒度牢
直接染料	丝绸、棉、皮革、毛、麻、粘胶等	价格低廉、操作方便、但日晒、水洗色牢度差
阴离子染料	腈纶专用	强度高、色泽鲜艳、耐光牢度好
其他染料	包括冰染染料、中性染料、缩聚染料及荧光增白剂等	

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

染料的直接下游为印染企业，据全球纺织品资讯中心统计，2016年染料约占印染企业成本的10%-15%，尽管伴随产品价格上涨，这一比例有所上升（2019年初约20%-25%，目前已达40%-45%），但其在终端成品服装成本中占比仍不足5%。国内染料产量自2008

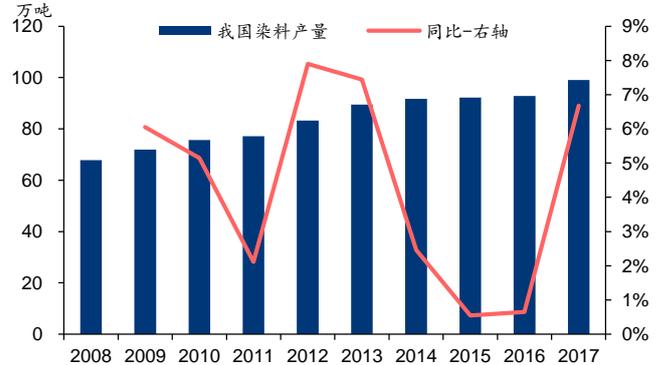
年以来持续小幅增长，CAGR（2012-2017）为 3.5%。据中国染料工业协会数据，2017 年全国染料产量为 99 万吨，同比增 6.7%，净出口 22.3 万吨，同比微降。

图表75： 2017年分散染料及活性染料产量占比接近80%



资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表76： 国内染料产量保持增长



资料来源：中国染料工业协会，华泰证券研究所

根据国家统计局数据，2018 年国内布/纱产量分别为 499 亿米/2976 万吨，同比小幅下降 0.2%/0.1%；2019 年 1-3 月国内布/纱产量分别为 106 亿米/638 万吨，同比增长 2.2%/0.1%，纺服需求仍保持较强韧性。

图表77： 国内纺织品产量增速回升



资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

图表78： 国内涤纶产量稳健增长



注：2018 年统计局统计口径变化导致产量绝对值下降

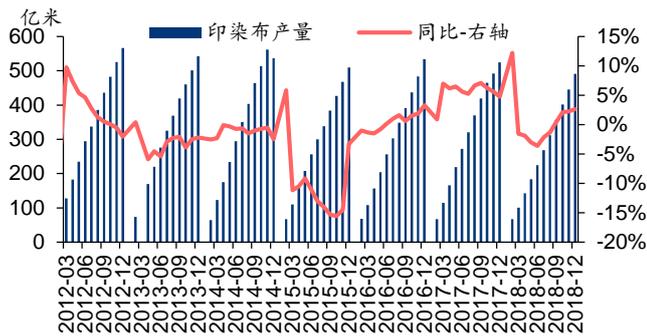
资料来源：国家统计局，华泰证券研究所

分散染料和活性染料对应的主要下游纺织品分别为涤纶和棉布，根据国家统计局数据，2018 年国内涤纶产量为 3809 万吨，同比增长 8.1%；2018 年 1-11 月棉纱产量为 1740 万吨，同比下降 3.6%。此外，涤纶长丝 2018-2019 年产能扩张幅度较大，有望刺激分散染料需求阶段性增长。

印染环节集中度提升，利好染料龙头企业

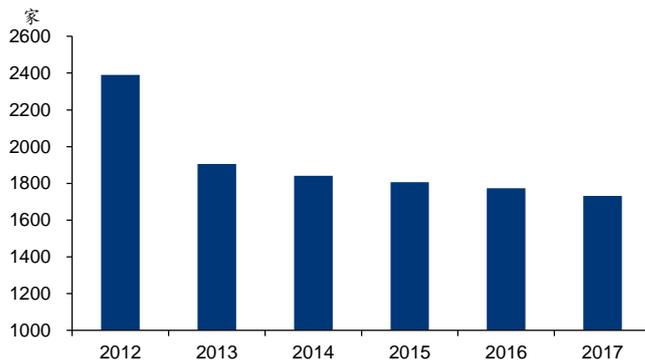
据中国纺织工业协会数据，2018 年国内印染布产量 490.7 亿米，同比增长 2.6%。自 2012 年起，由于高污染、高能耗，中小产能持续退出，印染行业集中度稳步提升。2015 年以来，以航民等公司为代表的一批印染龙头企业市场份额有所提高，上述公司的染料主要来自大品牌，且不会轻易更换供货商，因此，印染环节集中度的提升将有助于染料龙头企业市场份额的持续扩大。

图表79： 2018年国内印染布产量小幅增长



资料来源：CEIC，华泰证券研究所

图表80： 国内规模以上印染企业数量减少



资料来源：中国印染行业协会，华泰证券研究所

安全监管持续发力，染料供给端面临强收缩

据中国染料工业协会，国内染料2017年产量占世界总量的近70%，且行业集中度相对较高，其中龙头企业位于浙江省，而江苏、山东及湖北则聚集了众多中间体及小型染料企业。据卓创资讯统计，2018年国内染料总产能约138万吨，其中分散染料产能为59万吨，行业集中度CR4达71%，活性染料产能为50万吨，CR4达54%。

图表81： 国内分散染料产能主要分布于浙江、江苏及山东

企业名称	生产主体	位置	产能 (万吨)	主要产品类型
浙江龙盛	龙盛染料化工	浙江绍兴	14	偶氮类
吉华集团	吉华江东	浙江杭州	11	偶氮类
	江苏吉华	江苏盐城		
闰土股份	瑞华化工	浙江绍兴	11	偶氮类
	江苏和利瑞	江苏连云港		
浙江亿得	本部	浙江绍兴	6	
	江苏盛吉化工	江苏连云港		
江苏之江		江苏盐城	4	
杭州帝凯		浙江杭州	4	偶氮类、蒽醌类
安诺其	东营安诺其	山东东营	3	
	烟台安诺其	山东烟台	0.6	
亚邦股份	本部	江苏常州	2.2	蒽醌类
	亚邦连云港	江苏连云港		
	华尔化工	江苏连云港		
其他			3	
合计			58.8	

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

图表82： 国内活性染料产能主要分布于江苏、浙江及湖北

企业名称	生产主体	位置	产能 (万吨)
江苏锦鸡	泰兴锦云	江苏泰兴	8
湖北楚源	湖北华丽	湖北荆州	7
浙江龙盛	上海科华染料工业	浙江绍兴	7
吉华集团	吉华江东	浙江杭州	5
浙江亿得	本部	浙江绍兴	5
	江苏盛吉化工	江苏连云港	
闰土股份	瑞华化工	浙江绍兴	6
	江苏明盛化工	江苏连云港	
浙江劲光		浙江绍兴	4
安诺其	江苏安诺其	江苏盐城	1.9
海翔药业	前进化工	浙江台州	1
其他			5
合计			49.9

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

染料及其中间体的生产过程污染严重，其中分散染料的中间体主要包括间苯二胺、还原物等，活性染料的中间体主要为 H 酸、对位酯等。以 H 酸为例，其生产中产生的废母液属于高浓度、高酸度、高盐度、高色度、高毒性的“五高”有机废水，COD 高达 8-10 万，盐分高达 7%-8%，色度高达 4000 倍-6000 倍，毒性非常大，采用传统的生化和物化方法难以处理。

另一方面，间苯二胺等关键中间体合成过程中涉及硝化等危险系数较高的反应步骤，若处置不当极易引发严重安全事故。由于染料需求相对刚性，且下游成本占比相对不高，因此染料或中间体装置的突发性停产会导致产品价格大幅波动。

图表83：染料及中间体的突发性停产易导致产品价格大幅波动

发生时间	停产厂家	相关原因	涉及产品及产能	引发对应产品价格变化
2013.07	江苏明盛化工	环境污染遭举报	2 万吨/年 H 酸	H 酸最大涨幅逾 400%
2014.09	宁夏明盛染化	腾格里沙漠污染事件	2.4 万吨/年还原物	还原物单月涨幅逾 200%
2016.02	湖北楚源	环保核查致关停	4 万吨/年对位酯等	对位酯半年涨幅逾 150%， 活性黑半年涨幅达 43%
2016.06	九江之江	环保核查致关停	分散染料中间体	分散黑涨价 15%
2016.06	九江常宇	环保核查致关停	分散染料中间体	
2016.06	德兴德邦	环保核查致关停	分散染料中间体	
2017.07	浙江亿得	环保整顿	6 万吨/年分散染料、5 万吨/年活性染料	分散黑价格涨幅达 40%
2017.07	九江之江	爆炸	分散染料中间体	
2017.08	绍兴联发	中央环保督查	5000 吨/年分散染料	
2017.12	连云港聚鑫	爆炸	分散染料中间体	
2018.04	苏北多厂家	环保核查致关停	活性染料及中间体	活性黑半年涨幅逾 100%
2019.03	天嘉宜化工	爆炸	1.7 万吨/年间苯二胺	间苯二胺涨幅近 300%， 分散黑涨幅近 30%

资料来源：公司公告，中化新网，华泰证券研究所

2017 年以来，环保政策密集落地，中央及各地方政府对于环保的督查力度亦不断提升，2018 年《中华人民共和国环境保护税法》的颁布、新版企业排污证制度的实施、中央环保督察组“回头看”行动则标志着我国环保治理的制度化和常态化。2017Q2 以来，由于环保压力持续提升，部分生产企业连续遭遇停产整顿，分散染料价格持续上涨，进入 2018 年，长江流域及苏北地区化工园区整治进一步加剧染料供给端的收缩。

图表84：2017 年后国内相关环保政策情况

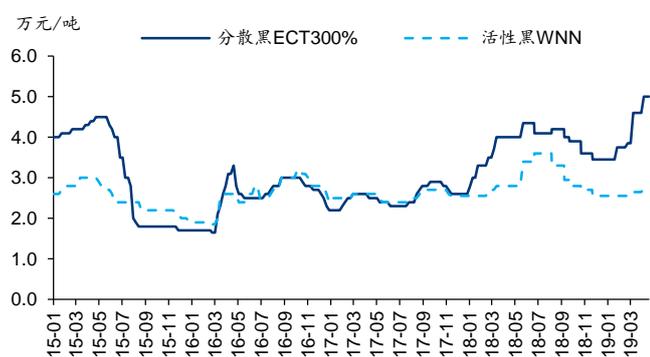
时间	政策及事件
2017.1.23	《江苏省危险化学品安全综合治理实施方案》
2017.4.24	第三批中央环境保护督查工作在七省实施
2017.6.30	《上虞区化工行业安全生产攻坚战实施方案》
2017.7.28	固定污染源排污许可分类管理名录
2017.8.7	第四批中央环境保护督查工作在八省实施
2017.8.28	京津冀及周边地区 2017-2018 年秋冬季大气污染综合治理攻坚行动巡查工作
2017.9.13	《“十三五”挥发性有机物污染防治工作方案》出台
2017.10.19	《重点流域水污染防治规划（2016-2020 年）》
2018.1.1	《中华人民共和国环境保护税法》正式实施
2018.1.10	《排污许可管理办法（试行）》
2018.4.1	环保税将迎首个征收期

资料来源：卓创资讯，华泰证券研究所

2019年3月21日，盐城市响水县陈家港化工园区内天嘉宜化工发生特大爆炸事故，事故造成78人死亡，超过600人受伤。事故所在园区拥有1.7万吨间苯二胺，超过6万吨分散染料及其中间体，超过3万吨活性染料及中间体，及蒽醌染料产能。事故发生后，盐城市政府拟关闭响水化工园区，江苏省进行化工园集中排查，苏北地区染料及中间体厂家大面积停产。叠加3月以来国内安全事故频发，国务院安委会已经启动对省级政府安全生产和消防工作的考核，浙江、山东等染料及中间体生产大省亦受到较大影响。

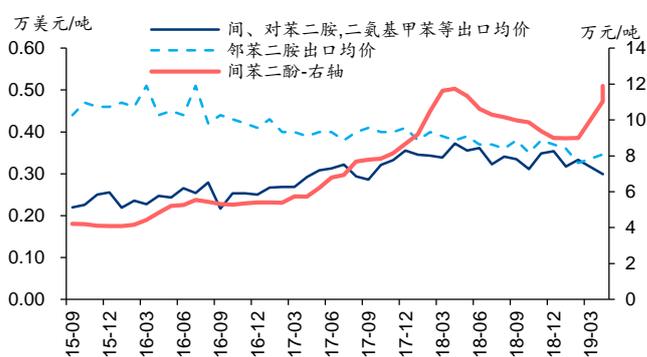
近期染料及中间体价格显著上涨，据七彩云统计，截至4月30日，间苯二胺出厂价维持15万元/吨高位，自爆炸以来涨幅达249%；间苯二酚价格为11.9万元/吨，自爆炸以来涨幅达27%，还原物/H酸/对位酯最新成交价分别为5.1/4.2/2.6万元/吨，自爆炸以来累计涨幅分别为20%/22%/9%。染料方面，分散黑ECT300%最新挂牌价为7万元/吨，较爆炸前上涨29%，4月国内实际成交价为5.0万元/吨，自爆炸以来上涨29%，活性黑WNN200%成交价为2.75万元/吨，自爆炸以来上涨8%。

图表85：染料实际成交价自2017年以来持续上行



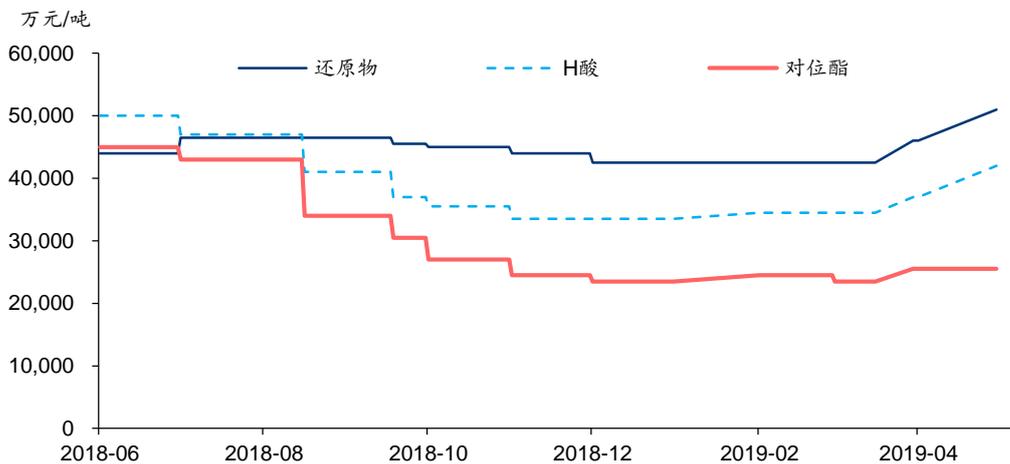
资料来源：七彩云，华泰证券研究所

图表86：间苯二胺/间苯二酚价格显著上行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表87：染料中间体价格近期显著上行



资料来源：七彩云，华泰证券研究所

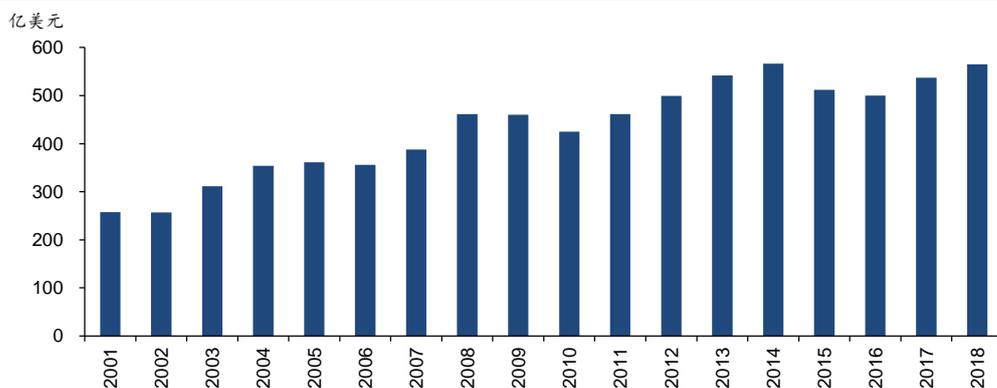
伴随安监环保压力提升，存量产能或持续受到约束，且前期停产企业的复产进度大概率进一步延后，国内染料供给面临强收缩。需要指出的是，2019年印染企业及经销商备货量较往年有所下降，若后续渠道库存持续消耗，产品价格存在进一步上行动力，龙头企业盈利弹性有望充分体现，相关企业包括浙江龙盛、闰土股份、吉华集团。

农药及中间体：需求逐步复苏，关注一体化企业

全球农药需求逐步复苏

根据 Phillips McDougall 数据，2001-2018 年，全球农药销售额总体保持了稳健增长的趋势，CAGR（2001-2018）为 4.7%。期间农药市场的变化大致遵循以五年为一轮的景气周期，之前的周期高点分别出现在 2004、2009 和 2014 年。2015-2016 年由于全球经济增长放缓，同时受疲弱的原油以及农产品价格影响，世界农药销售总额相较周期高点有所下滑。2018 年农药需求继续弱复苏，全年实现销售额 565 亿美元，同比增加 4.2%。

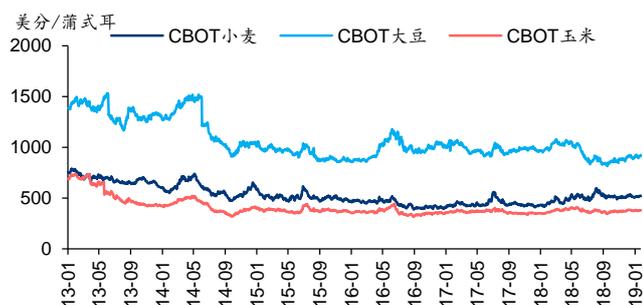
图表88： 2018 年全球作物保护农药销售额继续弱复苏



资料来源：Phillips McDougall，华泰证券研究所

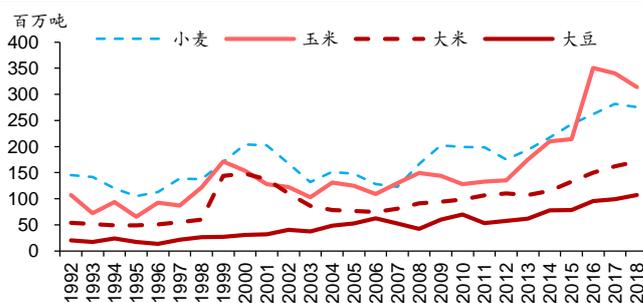
农药需求与全球农产品价格相关，国际主要农产品价格自 2012 年起进入下降通道，目前仍处于底部区域，伴随 2018 年全球主要农产品库存增速下滑（其中玉米、小麦负增长），农产品价格有所反弹，其中 CBOT 小麦/玉米 2018 年均价分别为 501/375 美分/蒲式耳，同比上涨 13%/3%。但伴随猪瘟导致饲料需求下降，截至 19 年 4 月下旬，CBOT 大豆/小麦/玉米最新价格为 891/442/364 美分/蒲式耳，年内分别下跌 3%/5%/15%。

图表89： 国际农产品价格预计 2019 年继续底部震荡



资料来源：Wind，华泰证券研究所

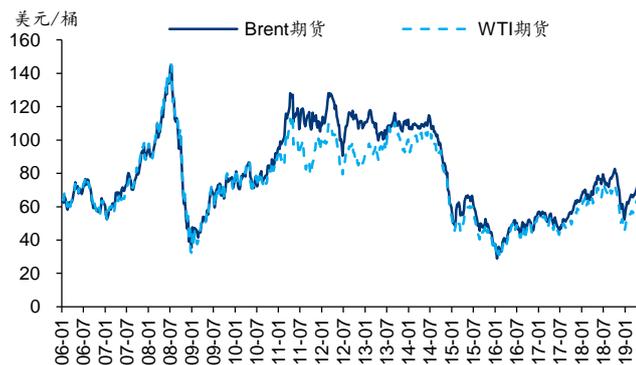
图表90： 2018 年以来主要农产品库存增速下行



资料来源：Wind，华泰证券研究所

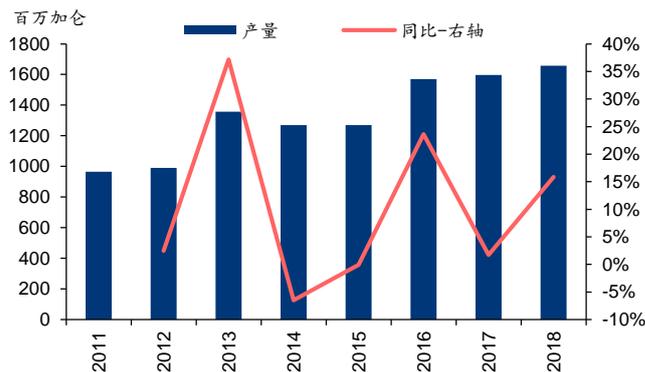
另一方面，较高油价下，由玉米等粮食作物加工制成的生物燃料具有一定的经济性，据 EIA 数据，2013 年当油价处于高位时，美国生物柴油产量增速曾接近 40%，随本轮油价上涨，2018 年美国生物柴油产量同比大幅增长 16%至 16.57 亿加仑。在 OPEC 减产影响下，国际油价 2019 年以来保持强势，截至 5 月 10 日，WTI、布伦特期货价格分别为 63.50、72.04 美元/桶，较 2018 年底回升 39.6%/38.2%。我们预计油价中期有望维持强势，对农产品价格形成支撑。

图表91: 国际油价自2016年以来处于上行通道



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表92: 2018Q1 美国生物柴油产量大增



资料来源: EIA, 华泰证券研究所

农药供需格局改善, 关注一体化企业

2017-2018年, 全球农药行业格局变化较大, 在拜耳收购孟山都、陶氏吸收合并杜邦、中化收购先正达后, 原有的“六巨头”变为“四巨头”。伴随全球农药需求回暖, 各主要企业经营情况转好, 大部分公司2018年植保业务营收及利润均有不同程度回升。

图表93: 2013年以来国际主要企业农化业务收入情况

公司	单位	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Bayer	百万欧元	14266	9577	9915	10128	9494	8819
	% (YoY)	53%	-3%	-2%	7%	8%	5%
BASF	百万欧元	6156	5696	5569	5820	5446	5227
	% (YoY)	3%	2%	-4%	7%	4%	12%
DowDupont	百万美元	14301	7516	6174	6381	7290	7137
	% (YoY)	90%	22%	-3%	-12%	2%	12%
Syngenta	百万美元	9909	9244	9571	10005	11381	10923
	% (YoY)	7%	-3%	-4%	-12%	4%	6%
FMC	百万美元	4285	2531	2275	2253	2174	2146
	% (YoY)	69%	11%	1%	4%	1%	22%

注: Dupont 于 2017 年并入 Dow, 其部分农化业务并入 FMC; Monsanto 于 2018 年并入 Bayer;

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

图表94： 2013年以来国际主要企业农化业务营业利润

公司	单位	2018	2017	2016	2015	2014	2013
Bayer	百万欧元	3138	1235	1755	2094	1806	1729
	% (YoY)	154%	-30%	-16%	16%	4%	11%
BASF	百万欧元	591	1015	1087	1321	1297	1208
	% (YoY)	-42%	-5%	-18%	2%	7%	18%
DowDupont	百万美元	2705	2611	906	1432	962	894
	% (YoY)	4%	12%	-44%	49%	8%	-3%
Syngenta	百万美元	1442	54	1647	1841	2105	2086
	% (YoY)	2015%	-97%	-11%	-13%	1%	-8%
FMC	百万美元	1305	623	486	400	364	498
	% (YoY)	109%	28%	22%	10%	-27%	-8%

注1: Dupont于2017年并入Dow, 其部分农化业务并入FMC; Monsanto于2018年并入Bayer;

注2: Dow为EBITDA;

注3: 先正达2017年EBIT主要受美国诉讼和解及一次性税收影响, 巴斯夫2018年业绩下降主要是受业务整合成本影响;

资料来源: Bloomberg, 华泰证券研究所

国内而言, 需求恢复性增长叠加环保因素导致企业开工受限影响(主要是中间体), 农药及中间体产品价格整体出现回升, 行业景气自2017年持续改善。2018Q4以来, 由于海外巨头补库存接近尾声, 农药行业景气逐渐分化, 其中渠道库存偏高的大品种价格有所回落, 而部分小品种农药景气仍处于高位。

响水“3.21”爆炸事件发生后, 国内安全监管趋严, 农药及中间体厂家停限产情况增多, 供给端收缩显著, 叠加农药销售旺季到来, 前期跌幅较大的吡虫啉、草甘膦、草铵膦等品种逐步企稳, 而受爆炸直接影响较大的硝磺草酮等产品近期价格走势较强。

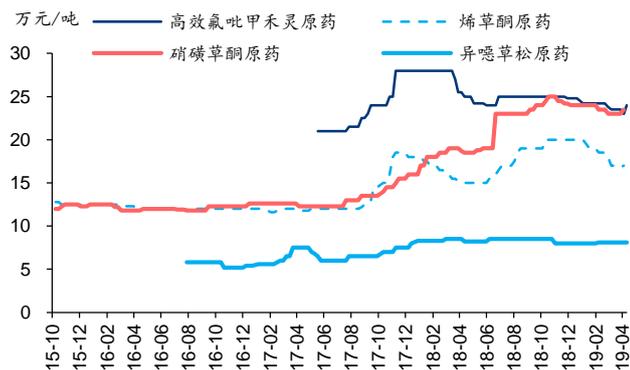
图表95: 受“321爆炸”事件影响较大的农药品种及对应上市公司

品种	影响产能(不完全统计)	全国产能	相关标的	标的产能	产能所在地
CCMP(吡虫啉中间体)	0.18	3.5	海利尔	0.25	山东青岛、潍坊
			长青股份	0.20	江苏南通
功夫菊酯	0.05	0.45	扬农化工	0.20	江苏扬州、南通
联苯菊酯	0.05	0.36	扬农化工	0.08	江苏扬州、南通
烯草酮	0.12	1.1	长青股份	0.10	江苏南通
			先达股份	0.11	山东潍坊
莠去津等三嗪类	5	-	-	-	-
硝磺草酮	0.9	1.7	利民股份	0.1	江苏徐州
异噁草松	0.15	0.68	先达股份	0.35	山东潍坊
丁醚脲	0.05	-	海利尔	0.05	山东青岛、潍坊
乙草胺	1.0	14	江山股份	1.0	江苏南通
异丙甲草胺	1.0	-	长青股份	0.3	江苏南通
邻苯氯腈、对苯氯腈	0.75	-	百傲化学	0.3	辽宁大连

单位: 万吨

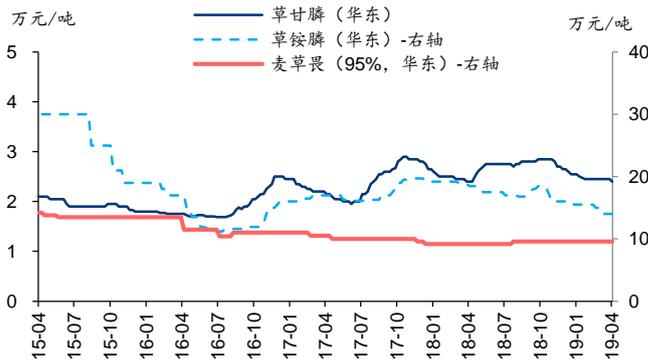
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所

图表96： 近期部分小品种农药价格走势较强



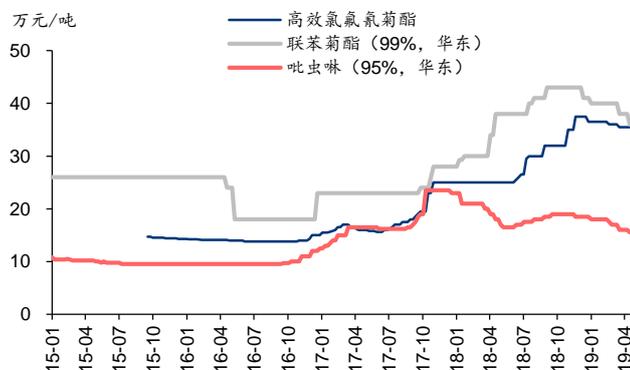
资料来源：中农立华，华泰证券研究所

图表97： 国内除草剂重点品种价格表现



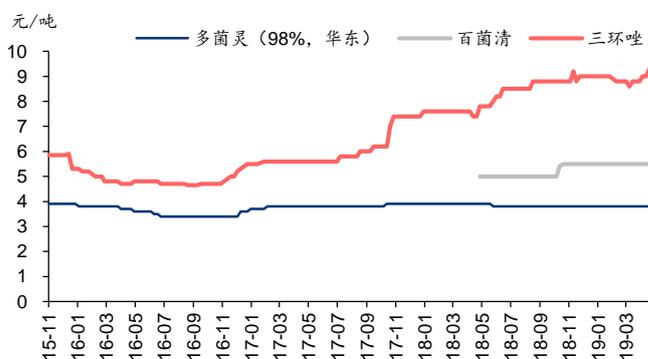
资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表98： 国内杀虫剂重点品种价格表现



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

图表99： 国内杀菌剂重点品种价格表现



资料来源：百川资讯，华泰证券研究所

我们认为国内安全监管及环保整治的展开尤其有利于产业链一体化程度较高、中间体自供的优势企业，结合新增产能的释放，其盈利有望迎来新一轮的快速增长，同时，新的转基因种子上市，以及低毒农药对百草枯等高毒性品种的替代，也将带动麦草畏、草铵膦等品种需求的快速增长，相关公司包括**扬农化工**（菊酯、麦草畏）、**长青股份**（吡虫啉、麦草畏）、**利尔化学**（草铵膦）等。

图表100: 草铵膦、麦草畏相关转基因作物推广进度

品种	作物	抗性	推广公司	批准种植国家	批准种植年份	
草铵膦	棉花	草铵膦、2,4-D	陶氏	日本、美国	2015	
				巴西	2018	
	玉米	草铵膦、鞘翅昆虫	先正达	加拿大、美国	2016	
				大豆	草铵膦、硝磺草酮	拜耳、先正达
	麦草畏	大豆	草甘膦、麦草畏	孟山都	日本	2016
					阿根廷	2017
		棉花	草铵膦、麦草畏	孟山都	阿根廷、巴西	2016
					巴西	2015
		玉米	草铵膦、麦草畏	孟山都	日本	2016
					阿根廷	2018
大豆		草甘膦、麦草畏	孟山都	美国	2015	
				巴西	2016	
棉花		草铵膦、麦草畏	孟山都	日本、美国	2015	
				哥斯达黎加	2016	
玉米	草铵膦、麦草畏	孟山都	巴西	2017		
			加拿大、美国	2016		

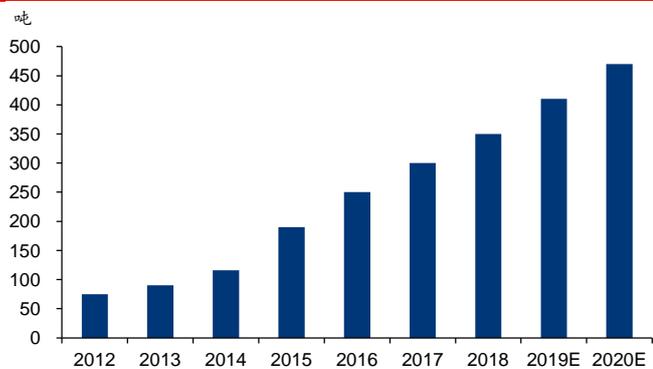
资料来源: ISAAA, 华泰证券研究所

新兴领域: 进口替代逻辑仍存, 需求端亮点涌现

液晶材料: 国产化率仍有提升空间

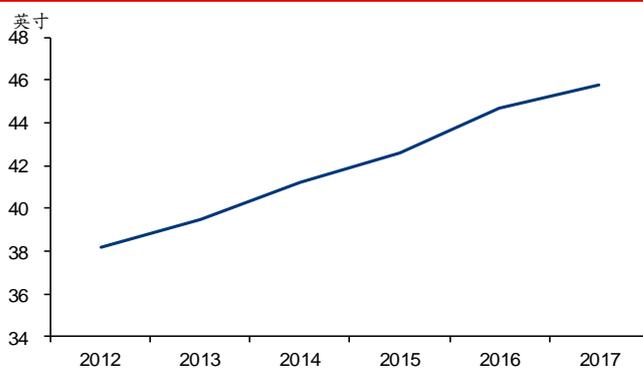
据 OFweek, 2017 年全球 TFT 型混晶年需求约 1200 吨, 其中国内 TFT 混晶材料需求约 300 吨, 受益于用户对 LCD 屏幕尺寸趋势性扩大的需求, 结合国内各大面板厂产线的投产情况及后续投资计划估算, 2018 年国内需求约 350-370 吨 (增量需求多由国内厂家满足)。2020 年需求将达到 470 吨以上, CAGR (2015-2020) 约为 20%。根据 DisplaySearch 统计, TN/STN 型混晶国内年需求在 60-70 吨, 市场相对稳定。

图表101: 国内 TFT 混晶材料需求情况



资料来源: OFweek, 华泰证券研究所

图表102: 全球 LCD 屏幕尺寸趋势性扩大



资料来源: WitsView, 华泰证券研究所

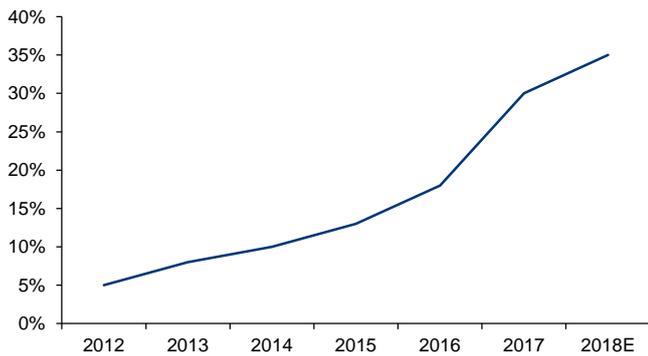
伴随国内 LCD 产线逐年增加, 京东方、华星光电等大厂新线陆续达产, 液晶面板国产化率正持续提升, 其中 2017 年国内大尺寸液晶面板占比全球出货量已达 30%, 较 2014 年提升约 15pct。从各面板厂家已披露的扩产计划来看, 高世代液晶面板的新产线未来大部分位于国内, 据各主要厂家公告及 Ofweek 网站报道, 仅 2018-2019 年就将将有 7 条产线陆续投产, 产能合计达 936 万片/年, 我们预计液晶面板产能仍将进一步向国内转移。

图表103：近两年国内将投产的高世代液晶面板生产线

名称	项目位置	投产时间	设计产能(万片/月)
京东方 10.5 代线	合肥	2018Q2	12
京东方 10.5 代线	武汉	2019Q4	12
华星光电 11 代线	深圳	2019Q1	14
中电熊猫 8.6 代线	成都	2018Q3	12
惠科 8.6 代线	滁州	2019Q1	12
惠科 8.6 代线	重庆	2019	7
富士康 10.5 代线	广州	2019	9

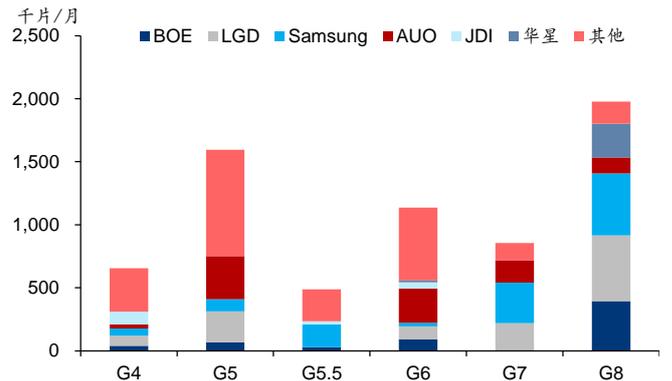
资料来源：各公司公告，华泰证券研究所

图表104：2012年以来国内液晶材料国产化率迅速提升



资料来源：公司公告，产业调研，华泰证券研究所

图表105：2018年全球主流LCD厂家G4-G8代线产能分布



资料来源：IHS，华泰证券研究所

伴随LCD产能中心向中国转移，京东方、华星光电、中电熊猫及台湾AUO已经成为全球龙头。考虑未来两年国内高世代液晶面板产线的投产及国家大基金支持下国产替代率的提升，国内厂家在液晶材料方面的市场份额有望持续提升，相关公司包括飞凯材料（和成显示）、万润股份等。

半导体材料：抢占战略高地

据SEMI统计，2018年全球半导体材料市场规模为519亿美元，同比增长10.6%，其中晶圆制造材料、封装材料销售额分别为322、197亿美元，同比增长15.9%、3.0%。分地区来看，台湾、韩国、中国为半导体材料前三大市场，2018年销售额分别为114、87.2、84.4亿美元。根据中国半导体支撑业发展报告，2018年国内晶圆制造材料、半导体封装材料市场规模分别为272、397亿元，其中晶圆制造材料（除硅片及硅基材料）中掩膜板、光刻胶等占比较大，半导体封装材料中封装基板等领域占比较大。

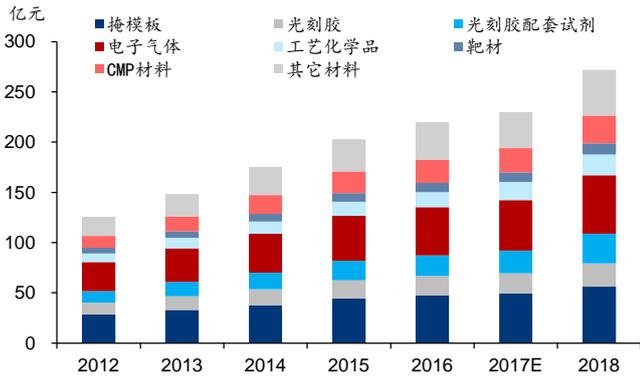
图表106：半导体领域晶圆制造环节电子化学品主要分类

应用领域	产品类别	典型品种
集成电路	光刻胶	环化橡胶型负型光刻胶、正型光刻胶、248nm光刻胶、193nm光刻胶、电子束胶等
	高纯试剂	电子级硫酸、过氧化氢、盐酸、氢氟酸、硝酸、氨水、氟化铵缓蚀溶液、异丙醇等
	特种气体	氟气、氧气、二氧化碳气体、氟化物气体等和Mo源等
	封装材料	环氧塑封料（如EL-4000、EL-6000、KH407、KH850、KH950等）、聚酰亚胺模塑料等
分立器件	电容器用化学品	铝电容用化学品、陶瓷电容用化学品（MLCC介质瓷粉、微波介质瓷粉）等

资料来源：《精细与专用化学品》，华泰证券研究所

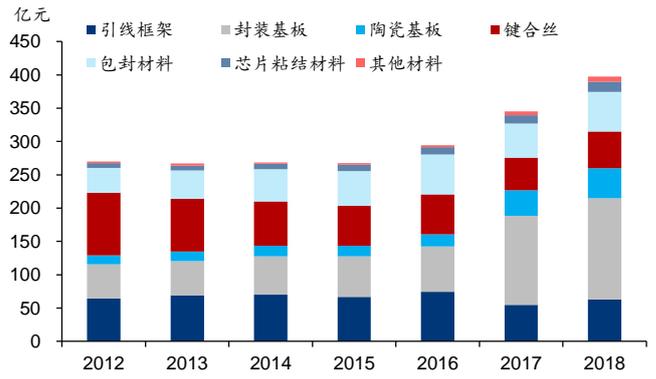
电子化学品的产品和技术伴随下游需求变化不断快速演进，客户对于上游企业的快速响应能力要求较高。另一方面，电子化学品在下游制造过程中的成本占比很低，据Prismark，2017年集成电路（IC）制造、封装的过程中，所需的电子化学品总计成本约占材料成本的20%；但对电子产品性能影响较大，一旦质量出现问题，下游客户将会产生较大损失（甚至面临整条生产线的更换），因此其对于产品价格的敏感度较低，而更关心产品质量和供应的稳定性。

图表107：国内晶圆制造材料市场规模



资料来源：中国半导体支撑业发展报告，华泰证券研究所

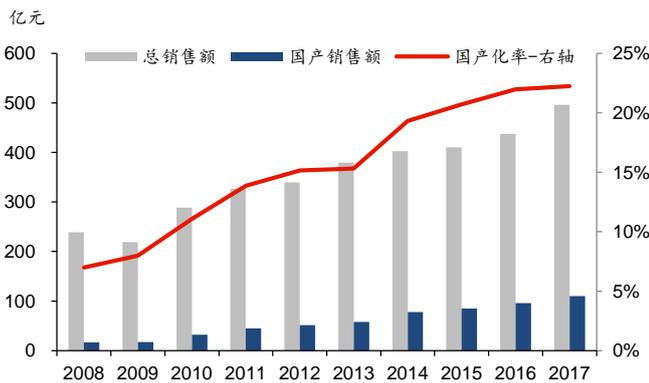
图表108：国内半导体封装材料市场规模



资料来源：中国半导体支撑业发展报告，华泰证券研究所

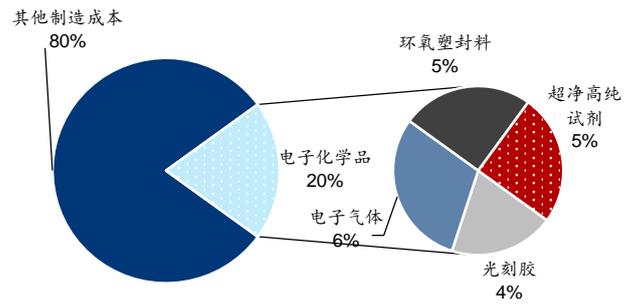
IC 电子化学品的高竞争壁垒、(下游客户) 高转换成本等特点, 使得其供应体系高度稳定, 且高端产品基本由欧美日企业垄断, 2017 年国产化率仍不超过 25%。2018 年国内集成电路产业销售额 6531 亿元, 同比增长 20.7%, 在全球占比达 21%, 但大部分需求仍依靠进口满足, 2018 年国内进口集成电路 3121 亿美元, 同比增长 20%。国内集成电路产业进口替代空间广阔, 电子化学品行业面临着非常有利的发展条件。

图表109：国产半导体材料国产化率仍处较低水平



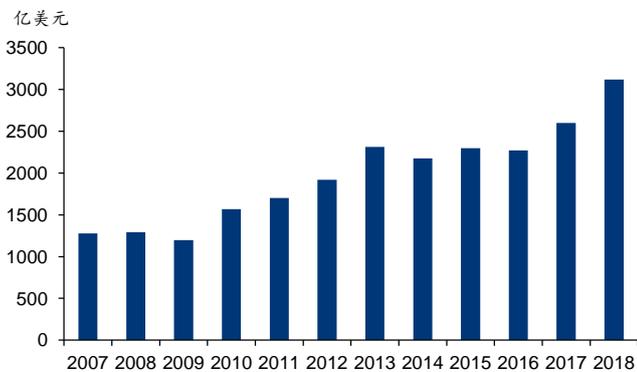
资料来源：SEMI，华泰证券研究所

图表110：2017 年集成电路成本中电子化学品占比



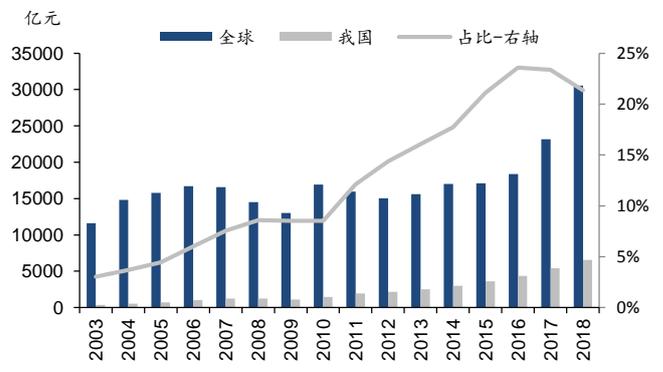
资料来源：Prismark，华泰证券研究所

图表111：2018 年中国集成电路进口金额超 3000 亿美元



资料来源：海关总署，华泰证券研究所

图表112：2018 年中国集成电路销售额在全球占比约 21%



资料来源：中国半导体行业协会，WSTS，华泰证券研究所

国内 IC 行业起步稍晚，但近几年市场份额持续提升，据相关公司公告，2017 年海外前十大的半导体巨头在华业务的营收占比大部分超过 50%。下游电子制造环节大举向国内转移，对上游材料提出了更高的配套要求。在半导体等领域的高端电子化学品方面，行业技术及认证的高壁垒下行变近 30 年，欧美日等海外龙头企业在全球市场份额均在 80% 以上，国内企业仅占据电子特气、湿电子化学品、光刻胶、晶圆封装材料等领域的低端制程市场的较少份额，后续发展空间较大。

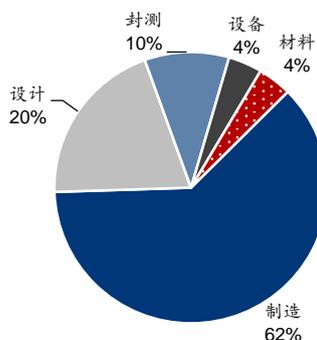
图表113： 2017 年全球高端电子化学品市场基本为欧美日企业垄断

产品名	龙头份额	龙头海外企业	国内优秀供应商
电子特种气体	94%	Air Liquide、液化空气、林德、普莱克斯、太阳日酸等	华特气体、南大光电、派瑞(中船 718 所)
光刻胶及辅助化学品	87%	罗门哈斯、JSR、东京日化、富士胶片、信越化学	北京科华、苏州瑞红、强力新材
光掩膜版	82%	美国 Photronics、日本 DNP、日本	中芯国际、路维光电
湿电子化学品	88%	巴斯夫、亚什兰、Arch、住友化学、关东化学、三菱化学、和光纯药工业	上海新阳、兴发集团、晶瑞股份、江化微
CMP 抛光材料	90% 以上	日本富士美、Cabot、陶氏化学、杜邦、Rodel、Eka、韩国 ACE	安集微电子、时代立夫、南龙化学
金属减镀材料	91%	霍尼韦尔、日本东曹、普莱克斯、日本矿业金属、优美科、Technic 等	江丰电子、有研亿金、阿石创
晶圆封装材料	80% 以上	汉高、松下、日立化工、RJR、住友化学	飞凯材料、巨化集团、创达新材

资料来源：新材料在线，中国半导体行业协会，华泰证券研究所

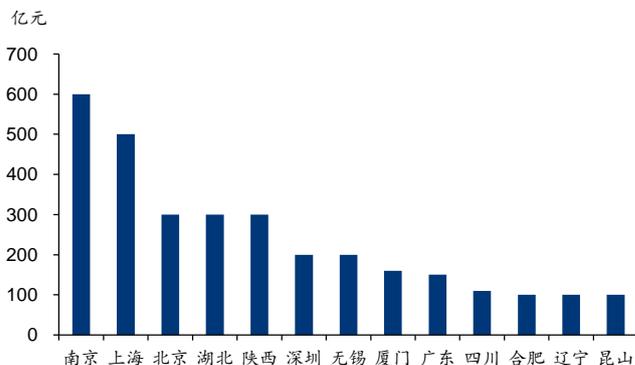
集成电路产业对于保障国家安全具有重大战略意义，也是经济增长的新兴动力引擎，为了推进该行业发展，提升国内集成电路制造装备、工艺及材料技术的自主创新能力，近年来国内相关扶持性政策密集出台。国家集成电路产业基金（IC 大基金）于 2014 年成立，据 OFweek，基金一期于 2018 年 5 月完成投资，实际募资 1387 亿元，累计投资项目约 70 个，投资范围覆盖集成电路产业上下游多个环节。截至目前，IC 大基金二期方案也已上报国务院并获批，项目计划募集资金 1500-2000 亿元，按照 1:3 比例计算（参照基金一期撬动社会资本比例并相应保守计算），其撬动的社会资本规模将达 4500-6000 亿元，加上大基金一期撬动的 5145 亿元，用于保障国内集成电路产业发展的资金总额或超万亿元。

图表114： IC 大基金一期于各领域投资比重



资料来源：OFweek，华泰证券研究所

图表115： 至 2018 年各地方集成电路基金规模



资料来源：OFweek，华泰证券研究所

《2014-2016 年新型显示产业创新发展行动计划》指出：要加速发展集成电路制造业…以工艺能力提升带动设计水平提升，以生产线建设带动关键装备和材料配套发展；2020 年之前行业规模复合增速达到 20%，国产设备材料进入国际采购体系，到 2030 年主要环节达到国际先进水平并进入国际第一梯队。

国内半导体材料的龙头企业经过多年积累，逐步形成技术突破，具备进口替代实力，在政策的强力推动下切入下游客户供应链，未来具备较大增长潜力，相关公司包括**国瓷材料**（MLCC 粉末、电子浆料等）、**飞凯材料**（光刻胶等）、**江化微**（湿电子化学品）、**强力新材**（光刻胶光引发剂、OLED 发光材料）、**晶瑞股份**（湿电子化学品）、**巨化股份**（湿电子化学品、电子特气）、**鼎龙股份**（CMP 材料）等。

电子通信材料：受益 5G 大规模建设浪潮

据中国移动等运营商计划，国内将在 2019 年启动 5G 网络实际建设，标准化的 5G 网络预计将于 2020 年大规模商用。2018-2020 年，5G 产业化将迅速推进，上下游产业链孕育成型。按照工信部披露的最新进度，国内最快于 2019 年 5 月下旬开始在部分城市发放 5G 临时牌照，并于 2020 年全面发放 5G 正式牌照。

图表116：国内 5G 网络推进时间表

时间	推进情况
2018Q1-Q3	完成 NSA 架构室内、室外测试
2018Q3-Q4	完成 SA 架构室内、外场测试
2018 年底	计划完成终端测试以及互操作测试
2019H1	发布首批 5G 预商用终端，包括数据类终端、智能手机等产品；实现 5G 试商用
2020	实现重点城市的规模商用

资料来源：中国移动，中国联通，华泰证券研究所

进入 5G 时代，低频通信有限的带宽资源已经很难满足 5G 网络实现大容量传输的需求，通信频段将进一步提升。要达到与 4G 网络同样的覆盖范围，5G 基站的密度必然会大幅增加，超密集组网也成为了 5G 的关键技术之一。据工信部统计，截至 2018 年底，国内 4G 基站数量已达 339.3 万个，中国联通预计 5G 宏基站的数量将达 4G 基站数量的 1.5 倍，而应用于热点区域及更高容量业务场景的小基站数量保守估计将是宏基站的 2 倍，其规模有望在 2020 年 5G 网络正式商用后持续扩大。

图表117：不同类型基站的相关参数

类型		单载波发射功率	覆盖能力 (m)
宏基站		12.6w 以上	200 以上
	微基站	500mW-12.6W	50-200
小基站	皮基站	100-500mW	20-50
	飞基站	100mW 以下	10-20

资料来源：中国移动通信集团设计院，华泰证券研究所

5G 网络的另一项关键技术是 Massive MIMO (大规模天线阵列)，主要通过大幅增加天线数量提高信道容量，使频谱利用率成倍提升。据移动通信研究院，目前 4G 传统基站 MIMO 一般为 2-16 天线，而 5G Massive MIMO 以阵列形式排列，可达到 128-256 天线。此外，一般宏基站将配有 3-6 面天线，5G 单基站天线数量将大幅增加。从用户终端来看，随着手机产品向 5G 发展，内部射频天线数量将成倍增长，同时核心处理器等芯片的功耗也将相应提升。总体而言，5G 设备将具有更高的电子元器件密度，而相关电子元器件的小型化以及性能的提升将催生对于信号抗干扰及散热方面更高的要求。

伴随国内 5G 网络建设的持续推进，电磁屏蔽材料及导热材料具有较好的发展机遇。电磁屏蔽材料主要通过阻断和吸收电磁波使设备避免被外界电磁波干扰，同时能够减少电子设备向外辐射电磁波；导热材料主要通过填充发热元件与散热元件之间的空气间隙，将热量有效地传递，从而提高散热效率。

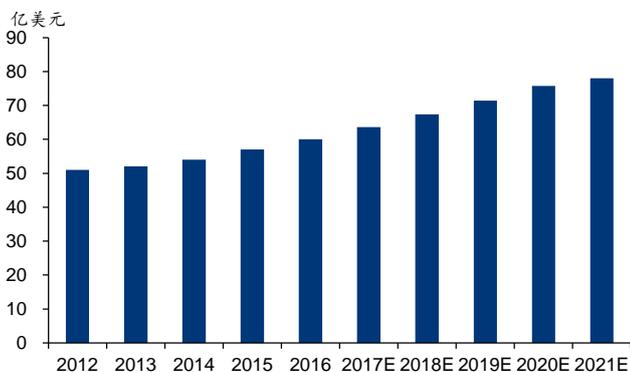
图表118: 电磁屏蔽材料与导热材料的分类及简介

类型	分类	特性	应用场景
电磁屏蔽材料	导电橡胶	玻璃镀银、铝镀银、银等导电颗粒均匀分布在硅橡胶中，通过压力使导电颗粒接触，达到良好的导电性能	解决机柜门缝电磁泄漏
	导电布	极佳的导电性和良好的电磁屏蔽效果	
	导电泡棉	可以很容易用胶粘带固定在需屏蔽器件上	解决机柜门缝电磁泄露
	导电布胶带	极好的柔韧性，适合于各种表面，并能承受高达200摄氏度的高温	
	导电屏蔽胶带	可以与任何金属面以粘接方式，完成电搭接和缝隙的电封闭	解决机柜插件元器件之间的电磁干扰
	导电涂料	导电漆采用含铜、银等复合微粒作为导电颗粒，具有良好导电性能	
导热材料	微波吸收材料		
	导热石墨	能平滑贴附在任何平面和弯曲的表面，并能依客户的需求作任何形式的切割	
	导热硅胶	极佳的导热性，良好的电绝性，较宽的使用温度，很好的使用稳定性	
	导热塑料	成型加工方便，重量轻，散热均匀	

资料来源：产业信息网，华泰证券研究所

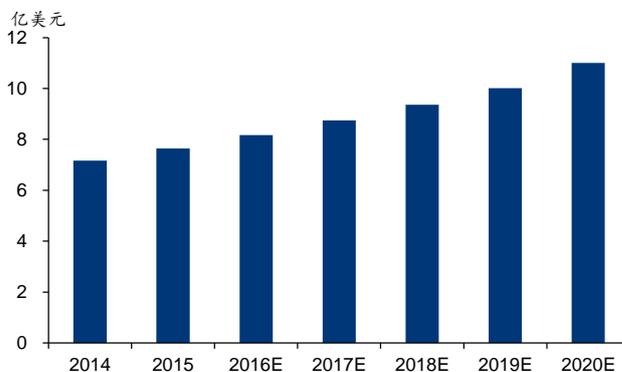
据 BCC Research 预测，全球 EMI/RFI 屏蔽材料市场规模将由 2016 年的 60 亿美元增长至 2021 年的 78 亿美元，CAGR（2017-2021）为 5.4%；全球界面导热材料市场规模将由 2015 年的 7.6 亿美元增长至 2020 年的 11 亿美元，CAGR（2016-2020）为 6.4%。由于上述预测仅基于现有设备的正常迭代，若考虑 5G 商用后带来的较大需求增量，电磁屏蔽及导热材料的实际增速有望在此基础上显著提升。此外，光纤相关产品（如光固化涂料）需求也有望稳步提升。

图表119: 全球电磁屏蔽材料需求预计将稳步增长



资料来源：BCC Research，华泰证券研究所

图表120: 全球界面导热材料市场空间预计稳步提升



资料来源：BCC Research，华泰证券研究所

国际市场上，电磁屏蔽及导热领域已经形成了比较稳定的行业格局，主要企业为莱尔德（Laird）、固美丽（Chometrics）等。国内企业起步相对较晚，但近年来发展迅速，在屏蔽和导热器件加工领域已形成了一定的产业规模优势，且在材料领域也有国内优秀企业逐步切入。伴随自身技术水平提升，下游逐步放量，国内企业有望持续扩大自身市场份额，相关公司包括飞凯材料（紫外固化光纤涂料）、中石科技（导热材料、屏蔽材料）、碳元科技（导热材料）等。

图表121: 电磁屏蔽与导热材料主要生产企业

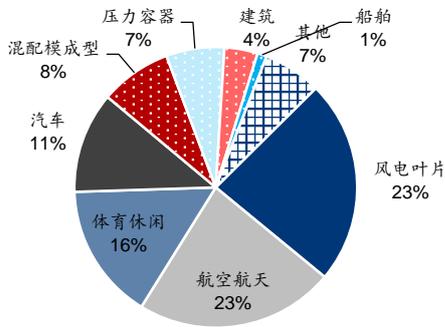
企业	国家	主要产品	2017年营业收入
Laird	美国	各类电磁屏蔽/导热材料及器件	5.78亿美元
Chometrics	美国	导电胶、导电涂料、导电塑料等；导热硅胶	
飞荣达	中国	电磁屏蔽材料及器件、导热材料及器件	10.4亿人民币
中石科技	中国	热管理材料、屏蔽材料、EMC/EMP服务	5.7亿人民币
碳元科技	中国	人工高导热石墨膜系列产品	5.0亿人民币

资料来源：相关企业公告，华泰证券研究所

碳纤维材料：应用领域广阔，国内企业发展潜力较大

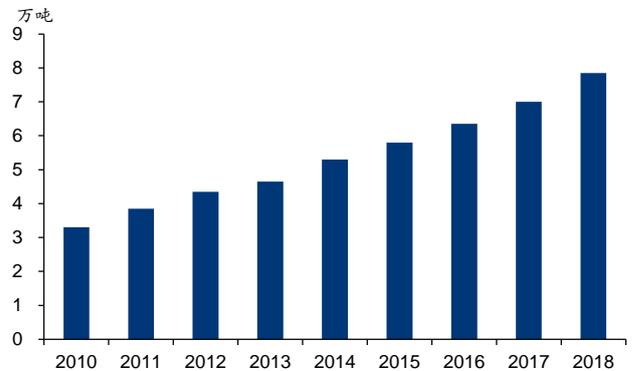
全球碳纤维的生产应用起源于20世纪60年代，日本和美国是该领域的领先者，早期工业应用主要在军工及宇航领域，2017年在风电叶片（23%）、航空航天（23%）、体育休闲（16%）、汽车（11%）及建筑、船舶等领域作为结构件制成材料广泛使用。据CCeV数据，2018年全球碳纤维需求量为7.85万吨，CAGR（2011-2018）为11.4%。

图表122: 2017年全球碳纤维需求分布



资料来源：赛奥碳纤维，华泰证券研究所

图表123: 全球碳纤维需求持续增长



资料来源：CCeV，华泰证券研究所

与传统金属材料相比，碳纤维在拉伸强度、弹性模量、比密度以及耐腐蚀性等方面都有明显的优势，据《复合材料及碳纤维复合材料应用现状》，强度上碳纤维是钢的20倍，拉伸模量上比钢强2-3倍，比重上不到钢的1/4，此外，碳纤维还有具有良好的耐腐蚀性，实践中用碳纤维复合材料替代钢或铝，减重效率可达20%-40%。

碳纤维根据原料可分为聚丙烯腈（PAN）基、沥青基和粘胶基，其中PAN基碳纤维因成品品质优异且工艺相对简单而成为碳纤维主流品种，沥青基碳纤维在宇航卫星等特定领域亦有所应用。实际应用中，拉伸强度和拉伸模量是衡量碳纤维性能的两大重要指标。300/T800/T1100等为高强度产品，主要应用于民航飞机及军用飞机的结构件，伴随其性能提升，可应用领域更加广阔；M40J/M55J/M60J等为高模量产品，主要应用于昼夜温差大的太空环境，比如卫星的结构件等。

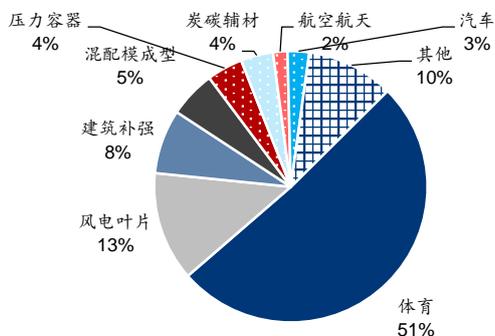
图表124: 日本东丽碳纤维指标汇总

牌号	拉伸强度 (MPa)	拉伸模量 (GPa)	应用领域
T300	3530	230	波音737等次承力结构，战斗机F14平尾等部位
T700G	4900	240	大量用于A350、波音787主承力结构，并在潜射导弹，
T800S	5880	294	F22、F35等战斗机方面有应用。
T1000G	6370	294	民用客机及军机多处结构件，以及导弹等领域
T1100	6600	324	
M40J	4410	377	主要应用于昼夜温差大的太空环境，包括卫星等
M55J	4120	475	
M60J	3920	588	

资料来源：公司公告，赛奥碳纤维，华泰证券研究所

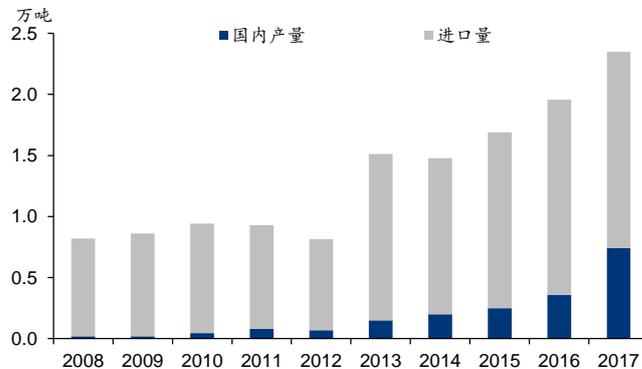
国内碳纤维市场由于供应受限（尤其是高端领域和产品），应用市场开发进展较慢，主要下游趋于低端，2017年51%需求来自于体育领域，航空航天市场仅占约2%需求。2017年国内碳纤维表观需求量约2.35万吨，同比增长20.1%，其中进口量仍占68%，国内产量0.74万吨，同比增长106%。

图表125：2017年国内碳纤维需求分布



资料来源：赛奥碳纤维，华泰证券研究所

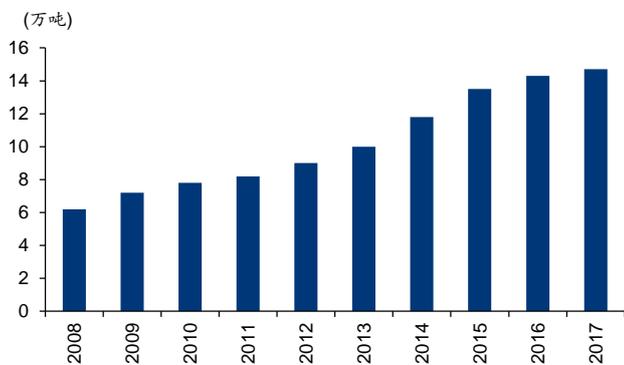
图表126：国内碳纤维表观需求持续增长



资料来源：赛奥碳纤维，华泰证券研究所

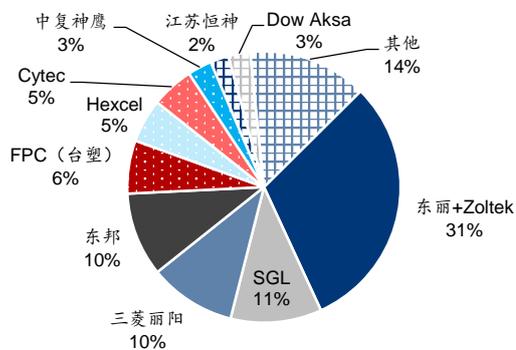
据 CCEV 数据，2008 年以来全球碳纤维理论产能稳步攀升，2017 年为 14.7 万吨，主要增量来自三菱及东邦的扩产。从产能角度而言，2017 年日本东丽和其收购的 Zoltek 占 31%，是业内龙头企业，其他主要厂商包括德国 SGL、日本三菱丽阳、日本东邦、台塑、美国 Hexcel、美国 Cytec 等，而在军工、航空等高端领域，日本、美国企业的占比则更大。

图表127：全球碳纤维理论产能持续增长



资料来源：CCEV，华泰证券研究所

图表128：2017年全球碳纤维产能分布



资料来源：CCEV，华泰证券研究所

东丽公司 2017 年具备 4.26 万吨碳纤维产能，2017 年碳纤维及复合材料相关业务实现营业收入 14.9 亿美元，营业利润 2.21 亿美元，其主要客户包括航空领域的波音、空客等。美国 HEXCEL 也是波音、空客的重要碳纤维供应商，2017 年其相关业务实现营业收入 20.0 亿美元，营业利润 3.6 亿美元。

图表129：全球碳纤维主要生产企业

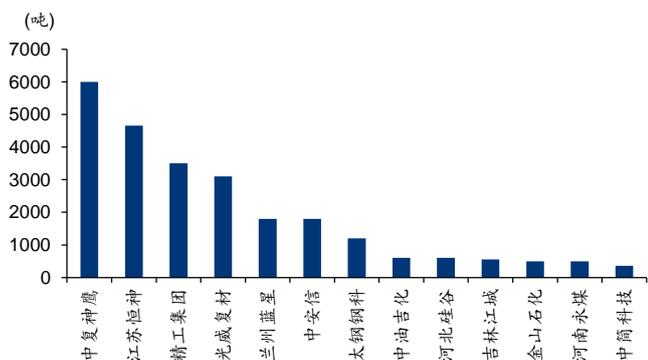
公司	2017年理论产能	2017年营收	2017年营业利润	主要客户
东丽	4.26	14.9	2.21	波音、空客、AVIO
东邦（帝人集团）	1.39	12.7	1.28	
三菱丽阳（三菱化工）	1.43	4.5		
SGL	1.50	3.8	0.26	BMW、AUDI
HEXCEL	0.72	20.0	3.60	波音、空客、VESTAS

注：营收及营业利润均对应碳纤维及复合材料相关业务；产能单位为吨；营收及利润单位为亿美元

资料来源：Bloomberg, CCEV, 华泰证券研究所

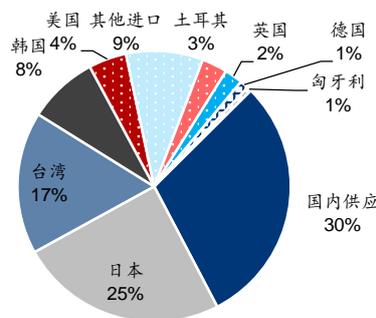
国内碳纤维产业化进程较慢，2017年合计产能2.6万吨，据赛奥碳纤维统计，2017年国内碳纤维企业产能利用率仅28%，显著低于全球平均约50%的水平（由于因产品性能及丝束大小变更导致的技术改造，部分利用“湿喷湿纺”技术面向军工的装置实际产能小于理论值），且产品在高端领域应用偏少，导致国内碳纤维企业盈利能力较差。而在相对高端的T800、T1000及M50J以上级产品方面，由于涉及航空航天等高端军用领域，国外企业仍然对国内实施封锁，国内企业未来发展潜力较大，相关公司包括光威复材等。

图表130：2017年国内碳纤维理论产能分布



资料来源：赛奥碳纤维，华泰证券研究所

图表131：2017年国内碳纤维来源分布



资料来源：赛奥碳纤维，华泰证券研究所

尾气净化材料：国六标准大限将至，材料需求提升

国内第六阶段机动车污染物排放标准（以下简称“国六”）将于2020年7月1日起在全国范围内全面实施，据各省市公告，深圳、北京、广州、杭州、天津、上海等城市及山东、河南、海南、广东、河北等省份将于2019年7月1日提前实施国六标准，其中部分省市先行针对轻型汽车实施。

图表132：国内部分省市拟提前实施“国六”标准

省份	实施时间	备注
海南省	2019年7月1日	轻型汽车
深圳市	2019年7月1日	全面实施
北京市	2019年7月1日	公交、环卫等重型柴油车
	2020年1月1日	全面实施
天津市	2019年7月1日	轻型汽车
河北省	2019年7月1日	轻型汽车
山东省	2019年7月1日	轻型汽车，7月1日起全面实施
河南省	2019年7月1日	轻型汽车
广州市	2019年7月1日	轻型汽车
广东省（不含深圳、广州）	2019年7月1日	轻型汽车
杭州市	2019年7月1日	全面实施
上海市	2019年7月1日	轻型汽车

资料来源：环保部，各省环保局，华泰证券研究所

为了更好地贴合国内国情，“国六”标准采用分布实施成两个阶段，即“国六 a”和“国六 b”：“国六 a”相当于“国六”和“国五”的过渡阶段，此阶段排放标准选取了“国五”排放要求中的最严值，自 2020 年 7 月 1 日起在全国范围内全面实施；“国六 b”是真正意义上的“国六”排放标准，限制要求相比“国五”大幅加严。参考“国五”标准施行后的实际情况（“国二”存量车被淘汰），我们预计“国六”施行后“国三”可能面临强制报废、“国四”车型也会遇到年审、限行方面的诸多难题。

图表133： 中国汽车尾气排放标准

等级	实施时间	车型	CO	THC	NOx	PM
国三	2008	轻型汽车	2300	200	150	-
		轻型柴油车	640	-	500	50
国四	2011	轻型汽车	1000	100	80	-
		轻型柴油车	500	-	250	25
国五	2017	轻型汽车	1000	100	60	4.5
		轻型柴油车	500	-	180	4.5
国六 a	2020	轻型汽车	700	100	60	4.5
		轻型柴油车	700	100	60	4.5
国六 b	2023	轻型汽车	500	50	35	3.0
		轻型柴油车	500	50	35	3.0

注：单位 mg/km

资料来源：环保局，华泰证券研究所

为应对更严格的国六排放标准，主要的几个改进领域包括：1) 包括对于汽油车的高效三元催化剂，对于柴油车的 GPF/DPF/SCR 等后处理系统优化技术；2) 包括机内净化、燃油系统等在内的发动机本体优化；3) 包括增大储炭容器等在内的发动机外围优化；4) 包括阻力等在内的整车设计优化。

图表134： 国六标准尾气处理技术的升级（国内情况）

车型	国五	国六
汽油车	三元催化转换	三元催化转换+GPF
柴油车	EGR+DOC+DPF	EGR+DOC+DPF+SCR+ASC

资料来源：中汽协，华泰证券研究所

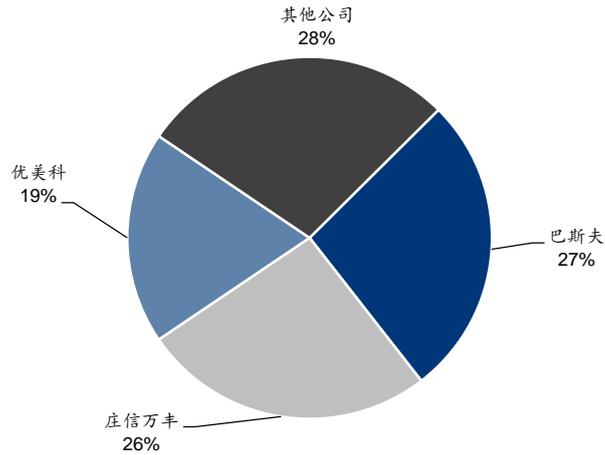
图表135： 尾气催化技术及相关材料

车型	处理技术	主要功能	主要催化剂材料	备注
汽油车	三元催化转换 (TWC)	降低 HC、CO、NOx 排放	蜂窝陶瓷、氧化铝涂层、铈锆固溶体、贵金属	铈锆固溶体为助催化剂
	汽油颗粒捕集 (GPF)	降低 PM 排放	蜂窝陶瓷、氧化铝涂层	
柴油车	选择性催化还原 (SCR)	降低 NOx 排放	蜂窝陶瓷、氧化铝涂层、钒基催化剂/铜和沸石	国六标准需用铜和沸石
	催化氧化转化 (DOC)	降低 HC、CO 排放	蜂窝陶瓷、氧化铝涂层、贵金属	
	柴油颗粒捕集 (DPF)	降低 PM 排放	蜂窝陶瓷、氧化铝涂层	
	废气再循环 (EGR)	引回废气进行处理	-	
	氨逃逸催化器 (ACS)	降低 SCR 后端泄露氨	蜂窝陶瓷、氧化铝涂层、铜和沸石	

资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

相较于“国五”标准，“国六”标准对于尾气后处理系统的改变主要来自于：1) 所有原有处理系统体积增大；2) 汽油车需加装 GPF；3) 柴油车加装 SCR 和 ASC 系统；4) 柴油车 SCR 的钒基催化剂改为铜和沸石催化剂体系（欧五标准柴油车安装 SCR，但由于成本较高，国内国五标准下一般加装 EGR）。尾气后处理系统的升级将对蜂窝陶瓷、氧化铝涂层、铈锆固溶体、贵金属及沸石分子筛产生需求拉动。

图表136： 2016年国内尾气催化器市场主要由跨国企业占据



资料来源：智研资讯，华泰证券研究所

图表137： 尾气催化材料主要厂家

材料	海外企业	国内企业
蜂窝陶瓷	日本 NGK、美国康宁等	王子制陶、奥福、宜兴非金属、高淳陶瓷、中鼎美达等
分子筛	美国 Zeolyst、日本东曹、德国巴斯夫等	烟台万润、江苏天诺等
氧化铝	南非 Sasol、比利时 Solvay、美国 PIDC 等	国瓷材料、中天利等
铈锆	日本 ANAN、比利时 Solvay 加拿大 AMR 等	天津海赛、国瓷材料等
贵金属	德国巴斯夫、英国庄信万丰等	贵研铂业、杭州凯大等

资料来源：新材料在线，华泰证券研究所

国内尾气催化器市场主要由巴斯夫、庄信万丰及优美科占据，2016年市场份额分别约27%、26%、19%。国内企业整体占有率较低。在材料领域，按照中性假设测算，市场总空间或超百亿，由于催化器客户及主机厂对材料性能及生产稳定性要求较高，行业存在认证壁垒，目前国内市场仍以海外企业居多，包括日本 NGK、美国康宁、比利时 Solvay 等老牌龙头企业，国内包括国瓷材料、烟台万润、贵研铂业等企业发展迅速。

在旧车升级改造方面，2014年以来全国不同地区对部分车况较好的国 II 标准柴油车采取的“黄改绿”措施影响较大，一般采取加装 DPF 颗粒捕集器、发动机技术升级或更换国四底盘实施，其中加装 DPF 颗粒捕集器是最常用的改造方式。假设“黄改绿”全部采用加装 DPF，根据我们测算市场空间约 10-15 亿元。相关公司包括国瓷材料（蜂窝陶瓷、氧化铝、铈锆等）、万润股份（沸石分子筛）等。

重点公司分析

浙江龙盛：全球染料龙头，有望受益于供给端强收缩

2018年业绩符合预期，2019Q1净利增63%

浙江龙盛是全球重要的染料及中间体生产企业，一体化优势显著，公司具备染料产能30万吨，中间体业务主要产品包括间苯二胺、间苯二酚等。公司2018年实现营收190.8亿元，同比增26.3%；净利润41.1亿元（扣非净利润37.0亿元），同比增66.2%（扣非后同比增102.6%），对应EPS为1.26元。2019Q1实现营收47.7亿元，同比增12.8%，净利润12.62亿元（扣非净利润9.48亿元），同比增62.5%（扣非后同比增24.0%），对应EPS为0.40元。

环保压力提升，主要产品价格上涨带动18年业绩大增

2018年，伴随苏北及长江流域环保高压，染料及中间体供给端收紧，价格涨幅较大。公司染料/中间体2018年销售均价同比分别上涨24%/44%至4.6/3.4万元/吨，销量同比变化-1.7%/12.9%至24.2/10.7万吨，对应业务营收同比分别增22%/63%至111.0/36.4亿元，带动公司业绩大增。受益于产品价格上行，公司综合毛利率同比上升8.6pct至45.4%，其中染料/中间体业务毛利率同比分别上升8.9/16.8pct至47.8%/63.0%。

染料及中间体价格上涨带动2019Q1业绩持续提升

2019Q1，由于前期因环保因素停产企业的复产进度低于预期，叠加旺季需求推动，国内染料及中间体供应偏紧，价格止跌反弹。2019Q1公司染料/中间体销售均价分别为4.87/3.87万元/吨，同比上涨11%/40%，环比18Q4上涨幅度分别为3%/8%，公司染料/中间体销量同比分别变动7%/-4%，对应营收同比增19%/34%至28.0/10.8亿元，带动业绩提升。2019Q1公司综合毛利率同比上升1.6pct至44.3%。

响水事故约束供给端，间苯二胺及分散染料价格大幅上行

伴随“3.21”响水爆炸事故影响持续发酵，叠加近期国内化工生产事故频发，江苏、浙江、山东等主产区已遭遇不同程度限产，染料、中间体供给端收缩幅度较大。据七彩云，截至4月30日，间苯二胺出厂价维持15万元/吨高位，自爆炸以来涨幅达249%；间苯二酚价格为11.9万元/吨，自爆炸以来涨幅达27%。染料方面，国内分散黑ECT300%最新报价为7万元/吨，自爆炸以来已上涨49%。公司一体化园区位于浙江省上虞市，安全标准规范，目前生产受安监影响较小，我们预计产品涨价对公司业绩的正面影响将在后续进一步体现。

维持“买入”评级

浙江龙盛是全球染料龙头企业，一体化优势显著，伴随染料及中间体供给端强收缩，公司有望充分受益于产品价格上涨和市场份额提升。我们预计公司2019-2021年净利润分别为65/72/77亿元，对应EPS 1.99/2.21/2.36元，维持“买入”评级。

光威复材：碳纤维龙头企业，业绩延续高增长

2018 年报超市场预期，2019Q1 实现净利 1.6 亿元

光威复材现有碳纤维产能 605 吨，碳纤维织物产能 60 吨，碳纤维预浸料产能 465.3 万平方米，玻璃纤维预浸料产能 800 万平方米，制品碳梁产能 288 万米，是国内技术领先的碳纤维龙头企业。公司 2018 年实现营收 13.6 亿元，同比增长 44%；归母净利润 3.77 亿元，同比增长 59%，对应 EPS 为 1.02 元。公司 2019Q1 实现营业收入 4.35 亿元，同比增 60.4%，净利润 1.58 亿元，同比增 82.9%，实现扣非后净利 1.48 亿元，同比增 192%，对应 EPS 为 0.43 元。

军品业务增长较快，退税返款及项目经费助力 2018 年业绩

2018 年公司军品业务平稳增长，碳纤维及织物板块实现营收 6.03 亿元，同比增 21%，毛利率提升 2.0pct 至 80%，碳纤维织物（以军品为主）2018 年实现销量 35.3 万平米，同比增 20%。此外，公司确认 2016 及 2017 年度对应的增值税退税 0.69 亿元，科研项目经费结转 0.42 亿元致其他收益增长 289%至 1.25 亿元。2018 年因计提应收款坏账准备及存货跌价准备（生产线因技术改造及生产工艺升级未连续生产，导致产品单位成本高于其单位可变现净值而形成的）产生 0.51 亿元资产减值损失。子公司拓展纤维实现营收 7.05 亿元（YoY 29%），净利 3.15 亿元（YoY 83%）。

碳纤维及风电板块快速增长，毛利率提升构成 19Q1 业绩增长主因

2019 年一季度，公司碳纤维板块由于军品客户跨年过渡期订单确定性和需求增长，收入同比增长 58.0%，能源新材料板块风电碳梁业务订单稳定并实现及时交付，收入同比增长 73.8%，其余包括复合材料、精密机械等业务正常稳定发展。一季度公司完成 2018 年签订的 7.42 亿元（含税，下同）军品合同剩余的 16%，同时完成 2019 年初签订的 9.27 亿元军品合同的 26.6%，合计约 3.3 亿元，占总营收约 75%。公司综合毛利率同比提升 7.4pct 至 52.1%，环比提升 9.3pct。

高等级碳纤维进入产品应用推广期，募投项目稳步推进

根据公司公告，CCF700S、T800H 产品分别在火箭及部分直升机型号上开展应用，20 吨/年高强高模碳纤维产业化项目工程进度达 80%，2000 吨/年军民融合高性能碳纤维高效制备技术产业化项目逐步推进。另一方面，公司以干喷湿纺工艺生产的 GQ4522 级（TZ700S、CCF700S）碳纤维，实现了 500 米/分钟级原丝纺丝速度的稳定运行，生产成本有望继续下降。民品风电碳梁生产线产能扩充，未来盈利能力有望持续增强。长远而言，国产大飞机项目加速推进也有助于公司业务预期提升。

维持“增持”评级

光威复材是国内碳纤维行业领军企业，在碳纤维及织物、预浸料、碳纤维制品方面全产业链布局，并具备核心生产设备研制能力。伴随国内军工及航天需求快速扩大，及风电碳梁方面的订单增长，叠加近年来良品率提升，公司业绩进入快速提升期。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.40/1.76/2.16 元，维持“增持”评级。

万华化学：MDI 价格重拾升势，多元化新项目快速推进

2018 年业绩小幅下滑，2019Q1 净利下降 46%

万华化学是全球化运营的化工新材料公司，业务涵盖 MDI、TDI、聚醚多元醇等聚氨酯产业集群，丙烯酸及酯、环氧丙烷等石化产业集群，水性 PUD、PA 乳液、TPU、ADI 系列等功能化学品及材料产业集群。公司 2018 年实现营收 606.2 亿元，同比增长 14.1%；归母净利润 106.1 亿元，同比下滑 4.7%，对应 EPS 为 3.38 元。2019Q1 实现营收 159.5 亿元，同比降 8.3%（追溯调整后，下同），实现净利 27.96 亿元（扣非后 24.16 亿元），同比降 46.0%（扣非后降 49.1%）。

MDI 景气回落影响业绩

据百川资讯，2018 年华东地区纯 MDI/聚合 MDI 均价分别为 2.80/1.92 万元/吨，同比下跌 0.4%/29%，公司聚氨酯板块销量 188.7 万吨，同比增 4.7%，其中 MDI 产量约 146 万吨，同比减少 6.3%。实现营收 309.5 亿元，同比增 3.8%，毛利率降低 5.1pct 至 50.3%。子公司宁波万华实现营收 198.5 亿元，同比下滑 2.7%，实现净利 63.5 亿元，同比下滑 9.7%。

石化板块相对平稳，新材料增长迅速

石化产品方面，2018 全年丙烯/丙烯酸/环氧丙烷华东地区均价分别为 0.85/1.20/0.84 万元/吨，同比上涨 15%/10%/0%，公司实现销量 151.5 万吨，同比降 4.6%，实现营收 189.1 亿元，同比增 23.5%，毛利率降低 2.5pct 至 10.0%。精细化学品及新材料方面，公司实现销量 32.2 万吨，同比增 34.3%，实现营收 57.0 亿元，同比增 35.9%，毛利率降低 0.2pct 至 31.3%。销售/管理/研发/财务费用率分别变动 0.2/0.1/0.4/-0.4pct 至 2.8%/1.6%/2.7%/1.3%。

5 月 MDI 挂牌价上调，多元化新项目快速推进

公司公告上调 5 月份中国地区纯 MDI/聚合 MDI 挂牌价至 2.72/1.95 万元/吨，环比 4 月份分别上升 1000/1200 元/吨。据百川资讯，目前华东地区纯 MDI/聚合 MDI 价格为 2.40/1.74 万元/吨，年初至今已上涨 14%/54%。公司新项目（TDI、PMMA/MMA 等）逐步贡献增量：2019-2021 年包括 50 万吨 MDI、100 万吨乙烯及美国 40 万吨 MDI 有望持续贡献增量。

维持“增持”评级

我们认为公司石化业务产业链持续完善，聚碳酸酯等高附加值项目也将有序进入产出期，我们预测公司 2019-2021 年净利润为 120/142/155 亿元，对应 EPS 分别为 3.82/4.51/4.94 元，维持“增持”评级。

华鲁恒升：化工品价格有望止跌回升，拟投建尼龙新材料项目

2018 年报业绩符合预期，2019Q1 净利下滑 13%

华鲁恒升是国内煤化工龙头企业，公司依托水煤浆气化工艺，打造化肥、醋酸、多元醇、有机胺、己二酸等多业务协同发展的产业链结构，现具有产能化肥 265 万吨（尿素、复合肥）、DMF 25 万吨、醋酸 50 万吨、丁辛醇 20 万吨、乙二醇 50 万吨。公司 2018 年实现营业收入 143.6 亿元，同比增 37.9%，净利润 30.2 亿元，同比增 147.1%，对应 EPS 为 1.86 元。公司 2019Q1 实现营业收入 35.4 亿元，同比增 3.0%，净利润 6.42 亿元，同比降 12.5%，对应 EPS 为 0.39 元。

化肥、化工板块景气回升，乙二醇项目投产带动 2018 年业绩改善

2018 年公司各板块景气均有所回升，化肥板块销量为 186.7 万吨，同比上升 22.5%，据百川资讯，华东地区尿素 2018 年均价 0.20 万元/吨，同比上涨 21%，公司化肥业务实现营收 29.3 亿元，同比增 48%，毛利率上升 15.1pct 至 28.0%；化工板块方面，据百川资讯，华东地区甲醇/己二酸/醋酸/辛醇 2018 年均价分别为 0.31/1.04/0.46/0.88 万元/吨，同比分别上涨 12%/3%/49%/10%，公司有机胺/己二酸及中间品/醋酸及衍生物/多元醇分别实现销量 36.9/20.0/62.3/29.4 万吨，同比分别变动 3.6%/-6.7%/-2.1%/35.0%（50 万吨乙二醇投产带动多元醇销量大增），对应实现营收 20.9/18.3/25.0/19.4 亿元，同比分别变动 9.9%/0.1%/49.0%/37.9%，毛利率变动 8.9/5.8/24.2/-0.9pct 至 38.5%/23.4%/54.5%/4.9%。

2019Q1 主营产品价格下跌拖累业绩，期间费用率有所上升

2019Q1 公司主要产品价格以下跌为主，据百川资讯，华东地区尿素/DMF/己二酸/醋酸/辛醇均价分别为 0.19/0.49/0.85/0.31/0.81 万元/吨，同比变动 0%/-25%/-35%/-33%/-4%。公司肥料/有机胺/己二酸及中间品/醋酸及衍生物/多元醇实现销量 57.5/8.6/5.9/15.2/17.4 万吨，同比分别上升 57%/1%/11%/11%/220%，对应实现营收 8.2/4.2/4.3/4.3/8.5 亿元，同比分别变动 51%/-21%/-19%/-30%/130%。公司综合毛利率同比下滑 1.6pct 至 28.5%，销售/管理/财务/研发费用率分别变动 1.0/1.7/-0.1/1.4pct 至 2.7%/2.7%/1.3%/1.8%。

近期化工品及原料价格同步下滑，尿素价格有所复苏

近期公司化工产品价格延续跌势，据百川资讯，4 月下旬华东地区 DMF/己二酸/醋酸/辛醇报价分别为 0.50/0.81/0.30/0.79 万元/吨，较 2 月下旬高点分别下跌 4%/11%/7%/3%，但考虑到纯苯（华东地区）/丙烯（华东地区）等原料价格下滑 11%/7%、烟煤（山西优混，Q5500）价格小幅上升 1%，且近期由于工业采购、农业备肥等需求复苏影响，山东地区尿素价格自 2 月低点回升 9%至 2070 元/吨，公司总体盈利有望维持理想水平。

拟投资 66 亿建设己内酰胺及尼龙新材料项目与精己二酸项目

公司拟投资 49.8 亿元建设己内酰胺及尼龙新材料项目，建设期 30 个月，建成后可年产己内酰胺 30 万吨（其中 20 万吨自用）、甲酸 20 万吨、尼龙 6 切片 20 万吨、硫铵 48 万吨等，预计年均实现利润总额 4.46 亿元；拟投资 15.7 亿元建设精己二酸品质提升项目，建设期 24 个月，建成后可年产 16.66 万吨己二酸，预计年均实现利润总额 2.96 亿元。项目属于山东新旧动能转换工程，建成后将进一步延伸公司产业链，增厚公司业绩。

维持“增持”评级

华鲁恒升具备“一头多线”柔性多联产优势，油价强势将有利于甲醇、乙二醇等煤化工产品价格维持，尿素价格复苏利好公司业绩。我们预测公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.96/2.32/2.67 元，维持“增持”评级。

恒力股份：一季报符合预期，静待大炼化项目业绩释放

2018年业绩略低于预期，2019Q1实现净利5.06亿元

恒力股份是国内聚酯-PTA行业龙头企业，公司具备660万吨PTA及2000万吨大炼化资产，权益产能位居国内首位。涤纶民用长丝产能140万吨，位居全国前五，工业长丝产能20万吨，位居全国前三。公司2018年实现营收600.7亿元，同比增26.5%，净利润33.2亿元，同比增4.0%，对应EPS为0.72元。2019Q1实现营收150.5亿元，同比增29.9%，净利润5.06亿元，同比降54.2%，环比大幅扭亏（2018Q4亏损3.30亿元），对应EPS为0.10元。

2018年聚酯板块整体高景气

2018年聚酯行业景气程度较高，公司民用长丝/工业长丝/聚酯切片/工程塑料/聚脂薄膜分别实现销量124/14/80/14/16万吨，销售均价同比分别上涨9%/15%/16%/7%/31%至1.07/1.25/0.75/1.04/1.08万元/吨，对应营收分别增14%/5%/14%/18%/14%至133.1/17.3/59.9/17.0/15.2亿元，公司聚酯业务毛利率同比提升0.3pct至18.7%。子公司角度，恒力化纤实现净利13.9亿元（YoY -16%），康辉石化实现净利3.05亿元（YoY +202%）。

2019Q1聚酯、PTA板块价差微缩

2019Q1公司PTA业务实现营收91.6亿元，同比增76%，其销量165万吨，同比增58%（贸易量增加），平均售价（不含税，下同）5540元/吨，同比上涨11.4%，PTA-PX价差710元/吨，同比缩窄24%；聚酯方面，民用长丝/工业长丝/聚酯切片/工程塑料及薄膜业务分别实现营收29.6/4.1/13/8/6/6亿元，同比增3%/11%/16%/2%，销量分别为29.1/3.7/20.3/6.9万吨，同比增2%/21%/19%/3%，平均售价10189/11155/6793/9539元/吨，同比变动0.8%/-8.8%/-2.0%/-0.9%，民用长丝与PTA/MEG平均价差为2343元/吨，同比缩窄9.3%。公司综合毛利率9.64%，同比下滑5.8pct（PTA贸易营收规模增加所致）。

PTA-PX价差扩大，涤纶长丝整体平稳

近期伴随恒力大连PX装置负荷提升，PX价格持续下跌，据百川资讯，4月底PX报价0.80万元/吨，较3月初高点下跌9%，华东地区PTA价格为0.66万元/吨，PTA-PX价差为1353元/吨，较年初分别回升9%/192%；聚酯方面，4月底华东地区涤纶长丝POY/DTY/FDY价格分别为0.87/1.02/0.98万元/吨，较年初分别上涨7%/3%/3%，整体平稳。

炼化、乙烯及PTA项目助力一体化成长

据公司公告，2000万吨炼化一体化项目已于3月20日打通全流程，公司预计于19Q2实现满负荷运行转固（一季报末在建工程498亿元），配套150万吨乙烯项目正在快速推进，公司预计2019年底之前建成投产。此外，PTA-4/5项目（各250万吨产能）分别将于19Q4/20Q2交付，助力公司一体化程度持续提升。

维持“增持”评级

恒力股份是国内聚酯-PTA行业龙头企业，我们预计PTA盈利有望逐步改善，恒力炼化投产后有望贡献丰厚盈利，乙烯工程打开长期成长空间。我们预计公司2019-2021年净利润分别为85/125/143亿元，对应EPS分别为1.69/2.47/2.84元，维持“增持”评级。

卫星石化：2019年开局良好，乙烷脱氢项目顺利推进

2018年业绩符合预期，2019H1业绩预增65%-87%

卫星石化是国内C3产业链一体化的龙头企业，目前具备丙烯（PDH）产能45万吨，丙烯酸产能48万吨，丙烯酸酯产能45万吨，SAP产能9万吨，高分子乳液产能21万吨，颜料中间体产能2.1万吨。公司2018年实现营业收入100.3亿元，同比增22.5%，净利润9.41亿元，同比降0.2%，对应EPS为0.88元。公司2019Q1实现营业收入21.1亿元，同比增20.2%，净利润2.20亿元，同比增94.1%，对应EPS为0.21元。此外公司预告2019H1实现净利5.4-6.1亿元，同比增65%-87%，主要系PDH项目二期运行良好所致。

主营产品景气有所改善，嘉兴装置18Q1停车影响全年业绩

2018年公司主导产品丙烯酸及酯景气有所提升，据百川资讯，华东地区丙烯酸/丙烯酸甲酯/丙烯酸丁酯均价为0.84/1.11/1.02万元/吨，同比变动-1%/12%/3%，该业务实现营收58.1亿元，同比增10.0%，毛利率下降1.9pct至22.5%；（聚）丙烯业务方面，华东地区PP/丙烯均价分别为1.01/0.85万元/吨，同比增11%/15%，且丙烯-丙烷均价差大幅提升20%至0.41万元/吨，该业务实现营收24.9亿元，同比增长35.4%；SAP业务方面，客户拓展带动销量提升，全年实现营收3.42亿元，同比增443%，毛利率提升18.6pct至19.4%。嘉兴基地2018Q1因蒸汽供应问题停产，影响全年业绩。

19Q1主营产品维持高景气，毛利率显著提升

2019年一季度公司主导产品丙烯酸及酯景气度较高，据百川资讯，2019Q1华东地区丙烯酸/丙烯酸甲酯/丙烯酸丁酯均价分别为0.84/1.09/0.99万元/吨，同比增8%/4%/6%，丙烯酸-丙烯均价差同比大增50%至0.29万元/吨；（聚）丙烯业务方面，2019Q1华东地区PP/丙烯均价分别为0.96/0.76万元/吨，同比降2%/7%，丙烯-丙烷均价差同比降14%至0.36万元/吨。2019Q1公司综合毛利率同比提升3.6pct至22.8%，期间费用率同比下降1.5pct至10.1%，其中销售/管理/财务费用率分别变动0.7/-1.8/-0.3pct至2.6%/6.1%/1.3%。此外公司公允价值变动收益-1179万元（去年同期485万元），主要系期末外汇远期合同估值损失增加所致。

乙烷裂解项目开拓长期成长空间

公司连云港320万吨/年轻烃裂解项目建设稳步推进，目前（1）项目设计、专利技术许可、长周期设备采购等一系列协议正式签订；（2）码头岸线使用已过审；（3）乙烷储罐打桩完成，后续将进入土建施工；（4）主装置用地将具备打桩条件，公司预计一期125万吨乙烯产能将于2020Q3投产。

维持“增持”评级

卫星石化传统业务丙烯酸及酯竞争优势突出；公司近年来持续拓展产业链，PDH业务进展及盈利情况良好，SAP等高附加值产品进口替代前景广阔；乙烷裂解等新兴业务成长空间广阔。我们预计公司2019-2021年EPS分别为1.36/1.71/2.07元，维持“增持”评级。

桐昆股份：一季报小幅增长，聚酯产业链景气企稳回升

2018 年报略低于预期，2019Q1 净利润同比增 4%

桐昆股份是我国涤纶长丝龙头企业，目前具备涤纶长丝产能 570 万吨，公司产品连续十多年来在国内市场产销量排名第一。公司 2018 年实现营业收入 416.0 亿元，同比增 26.8%，净利润 21.2 亿元，同比增 20.4%，低于市场预期，对应 EPS 为 1.16 元。公司 2019Q1 实现营收 116.8 亿元，同比增 49.1%，净利润 5.2 亿元，同比增 4.1%，扣非净利润 4.76 亿元，同比降 4.4%，对应 EPS 为 0.29 元。

涤纶长丝-PTA 量价齐升带动 18 年净利增长，油价波动影响 Q4 业绩

伴随新增产能逐步释放，2018 年公司涤纶长丝销量增长 15.1%至 450.8 万吨，其中 POY/FDY/DTY 销量分别为 303.2/78.5/64.6 万吨，同比增 10.8%/26.4%/24.2%，销售均价分别为 0.84/0.89/1.01 万元/吨，同比上涨 15.4%/9.7%/12.8%，公司涤纶长丝业务营收同比增 31.5%至 395.4 亿元。据百川资讯，报告期内华东地区 PTA 均价为 0.65 万元/吨，同比上涨 25%，PTA-PX 均价差扩大 61%至 997 元/吨，叠加 18 年初嘉兴石化二期 220 万吨 PTA 投产提升原料自给率，公司综合毛利率同比升 1.3pct 至 11.7%。由于油价大幅波动，18Q4 涤纶长丝 POY/DTY/FDY 价格环比 Q3 分别下跌 13%/9%/12%至 0.94/1.12/1.07 万元/吨，同时 PTA-PX 价差环比 Q3 下滑 89%至 242 元/吨，公司于 Q4 计提资产减值损失 3.03 亿元（主要是存货跌价损失），造成单季度亏损并拖累全年业绩。

2019Q1 涤纶长丝销量增长，PTA 景气有所回升

伴随 2018 年投放的 110 万吨涤纶长丝产能逐步释放，2019Q1 公司产品销量显著提升，其中涤纶长丝 POY/FDY/DTY 销量分别为 92.9/26.5/18.0 万吨，同比分别增 45%/88%/19%，销售均价（不含税）分别小幅下降 4.9%/3.7%/3.1%至 0.74/0.81/0.91 万元/吨，公司涤纶长丝业务营收同比增 43%至 106.3 亿元。另一方面，据百川资讯，2019Q1 华东地区 PTA 均价同比上涨 13%至 0.65 万元/吨，PTA-PX 均价差同比下滑 14%至 797 元/吨，但较 2018Q4 的 242 元/吨已显著回升。

PTA-涤纶产业链企稳回升

下游旺季来临，据百川资讯，目前华东地区 PTA 价格为 0.65 万元/吨，PTA-PX 价差为 798 元/吨，相比 18 年底低点分别回升 8%/72%，伴随聚酯产能陆续释放，而 19 年 PTA 新增供给有限，我们预计 PTA 盈利有望维持；聚酯方面，涤纶长丝 POY/DTY150D/FDY68D 价格较 18 年底已分别回升 9%/7%/5%至 0.90/1.06/1.02 万元/吨。

浙石化项目持续推进，盈利有望再上台阶

公司参股 20%的浙石化一期 2000 万吨/年炼化一体化项目进展顺利，目前已处于试生产准备阶段，公司预计项目将于 2019 年内投产，届时上游芳烃原料保障程度将进一步提升。浙石化装置流程先进，产品销售渠道顺畅，且投产时间较早，具备较好的盈利前景。

维持“增持”评级

桐昆股份是国内涤纶长丝的龙头企业，伴随聚酯产能持续投放，浙石化逐步投产，公司将实现产业链整体配套。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.65/2.08/2.46 元，维持“增持”评级。

恒逸石化：2019Q1 业绩下降 43%，炼化项目稳步推进

2018 年业绩低于预期，19Q1 净利同比降 43%

恒逸石化是国内 PTA（精对苯二甲酸）行业龙头企业，公司目前 PTA 权益产能为 620 万吨，聚酯纤维权益产能为 184 万吨，己内酰胺（CPL）权益产能为 10 万吨。公司 2018 年实现营收 849.5 亿元，同比增 28.8%，净利润 19.6 亿元，同比增 16.5%，对应 EPS 为 0.69 元。2019Q1 公司实现营收 209.8 亿元，同比增 25.9%，净利润 4.23 亿元，同比降 42.9%，对应 EPS 为 0.15 元。

聚酯板块量价齐升带动 18 年业绩增长

报告期内，嘉兴逸鹏/太仓逸枫/双兔新材料于 12 月并表，公司聚酯板块销量同比增 54%，据百川资讯，华东地区涤纶长丝 POY/FDY150D/DTY68D 18 年均价上涨 15%/12%/7%，公司聚酯业务营收同比增 79.6% 至 250.1 亿元，毛利率下降 1.0pct 至 9.1%。子公司恒逸有限/恒逸高新/恒逸聚合物/嘉兴逸鹏/太仓逸枫/双兔新材料净利为 11.9/3.6/1.0/1.1/1.3/2.2 亿元，同比分别变动 64%/-26%/-57%/38%/550%/5%。2018 年公司实现 PTA 销量 495.6 万吨，同比增 0.5%，据百川资讯，华东地区 PTA 年均价同比上涨 25% 至 0.64 万元/吨，且 PTA-PX 年均价差同比扩大 61%，公司 PTA 业务营收同比增 3.5% 至 174.9 亿元，毛利率提升 1.6pct 至 6.5%，浙江逸盛/逸盛大化/海南逸盛实现净利 6.5/8.1/4.6 亿元，同比增 89%/406%/757%。

PTA 景气显著回升，19Q1 毛利总体维持平稳

伴随油价 2019 年以来整体强势，PTA-聚酯产业链景气有所回升，据百川资讯，2019Q1 华东地区 PTA 均价同比上涨 13% 至 0.65 万元/吨，PTA-PX 均价差同比下滑 14% 至 797 元/吨，但较 2018Q4 的 242 元/吨已显著回升。聚酯方面，华东地区涤纶长丝 POY/FDY150D/DTY68D 一季度均价分别为 0.85/1.04/0.99 万元/吨，同比下滑 10%/7%/7%，由于乙二醇均价同比下跌 34% 至 0.51 万元/吨，涤纶长丝价差与 18Q1 基本持平，嘉兴逸鹏/太仓逸枫/双兔新材料于 2018 年 12 月并表，公司聚酯销量同比大增，带动营收增长。此外，华东地区己内酰胺一季度均价为 1.34 万元/吨，同比下滑 19%。

PTA-涤纶产业链企稳回升

下游旺季来临，据百川资讯，目前华东地区 PTA 价格为 0.65 万元/吨，PTA-PX 价差为 798 元/吨，相比 18 年底低点分别回升 8%/72%，伴随聚酯产能陆续释放，而 19 年 PTA 新增供给有限，我们预计 PTA 盈利有望维持；聚酯方面，涤纶长丝 POY/DTY150D/FDY68D 价格较 18 年底已分别回升 9%/7%/5% 至 0.90/1.06/1.02 万元/吨。

文莱炼化项目建设进入收尾阶段

截至 2018 年末，文莱项目累计投资 30 亿美元，建设进度达 93%，目前工艺管道安装接近尾声，部分公用工程已开车运行，公司预计项目于 19Q2 投料试车，Q3 进入商业运营，届时公司产业链一体化程度将显著提升。

维持“增持”评级

恒逸石化是国内 PTA-聚酯的龙头企业，公司业绩高弹性有望逐步体现；文莱 PMB 项目建设顺利，盈利前景良好，我们预计公司 2019-2021 年 EPS 分别为 1.20/1.76/2.18 元，维持“增持”评级。

荣盛石化：一季报低于预期，关注炼化项目建设进展

2018年业绩低于预期，2019年一季度净利下降4.8%

荣盛石化是国内PTA（精对苯二甲酸）龙头企业，公司目前具备PTA权益产能约599万吨，聚酯产能100万吨，对二甲苯（PX）产能160万吨，纯苯产能48万吨。公司实现营业收入914.2亿元，同比增长26.9%，净利润16.1亿元，同比下滑20.3%，对应EPS为0.26元。2019Q1实现营收164.6亿元，同比降9.1%（追溯调整后，下同），实现净利6.05亿元（扣非后4.63亿元），同比降4.8%（扣非后降36.6%），对应EPS为0.10元。

2018年PTA-涤纶产业链高景气

据百川资讯，2018年华东地区PTA/涤纶长丝（DTY150D）均价为0.64/1.11万元/吨，同比上涨25%/13%，且PTA-PX均价价差同比扩大61%至997元/吨。公司PTA业务实现营业收入221.4亿元，同比增15.4%，毛利率上升3.7pct至7.5%，子公司逸盛大化实现净利4.6亿元（YoY+387%）；聚酯业务实现营业收入110.3亿元，同比增15.7%，毛利率下降3.3pct至8.8%，盛元化纤实现净利1.3亿元（YoY-51%）；芳烃方面，华东地区PX/纯苯均价分别为0.83/0.64万元/吨，同比变动20%/-5%，业务营收同比增34%至190.8亿元，毛利率降0.1%至12.8%，中金石化净利9.0亿元（YoY-12%）。

19Q1产品价格涨跌互现，PX强势，纯苯大幅下跌

2019Q1公司主要产品互有涨跌，据百川资讯，2019Q1华东地区PX/PTA均价分别为0.86/0.65万元/吨，同比上涨18.5%/13.2%，PTA-PX均价价差同比缩小14.2%至797元/吨；华东地区涤纶长丝（POY）/纯苯价格均价分别为0.85/0.47万元/吨，同比下跌3.2%/29.1%。公司综合毛利率同比下降0.6pct至5.3%，销售费用率/管理及研发费用率同比上升0.5/0.6pct至1.1%/1.4%，财务费用率同比上升0.4pct至-0.1%，投资净收益同比增长88.8%至2.24亿元。

PTA-PX价差扩大，纯苯持续低迷

近期，伴随恒力PX装置负荷提升，PX（FOB韩国）价格持续下跌，4月底报价953美元/吨，较3月初高点下跌14.4%，PTA（CFR中国）报价841.5美元/吨，较3月初高点下跌3.4%，PTA-PX价差扩大至217美元/吨，较年初低点回升88%，创2018年7月以来新高。而另一方面，据百川资讯，4月下旬华东地区纯苯报价0.44万元/吨，年初以来下跌5.4%，华东地区POY报价0.90万元/吨，近期价格较高点有所回调。

浙石化项目渐行渐近，公司长期发展空间打开

公司所主导的浙石化（持股比例51%）一期2000万吨/年炼化一体化项目进展顺利，截至2019年1月15日，一期项目建设已进入收尾阶段，我们预计项目将于2019年内陆续投产，项目将保障公司上游原料配套，预期整体盈利良好。

维持“增持”评级

荣盛石化是国内PTA及PX的龙头企业，公司芳烃业务高盈利有望延续，PTA景气有望回升，浙石化项目打开成长空间。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.67/0.85/1.14元，维持“增持”评级。

国瓷材料：传统主业保持快速发展，蜂窝陶瓷有望超预期

2018年净利同比增122%，2019年开局良好

国瓷材料是国内新材料平台型公司的代表，具备电子陶瓷材料、喷墨打印用陶瓷墨水、纳米级复合氧化锆材料以及高纯超细氧化铝材料等四大业务单元。公司2018全年实现营业收入17.98亿，同比增长48%；归母净利润5.43亿元，同比增长122%；扣非归母净利润3.90亿元，同比增长95%，对应EPS为0.85元。2019Q1实现营业收入4.65亿元，同比增43.9%，净利润1.20亿元，同比增59.1%，对应EPS为0.12元。

外延并表增厚业绩，各板块销售良好

报告期内，受益于MLCC行业需求持续改善，公司粉体产销量同比增长；伴随消费电子等领域需求扩大以及公司加快电池隔膜及透明陶瓷产品的开发和生产，结构陶瓷业务亦保持快速发展。此外，爱尔创于2018年5月末并表，显著增厚公司19Q1业绩。子公司方面，王子制陶/江苏金盛一季度分别实现净利1612/445万元，同比分别增4%/21%。目前公司在手的各类产品分散订单合计约5.2亿元，同比增27%。

毛利率逐季提升，期间费用有所增加

受益于外延并购带来的业务结构改善，且原材料价格逐步趋于稳定，公司自2017Q4以来实现了毛利率的逐季提升，其中2019Q1公司综合毛利率为50.3%，同比提升8.9pct，环比提升2.6pct。报告期内，公司销售/管理费用率同比分别上升2.1/1.5pct至4.7%/11.5%，由于利息支出减少，财务费用率下降1.9pct至1.7%。

蜂窝陶瓷受益“国六”标准实施，氧化锆业务颇具看点

“国六”标准将于2020年7月1日起在全国范围内实施，汽车尾气处理系统升级在即，叠加旧车改造领域柴油车“黄改绿”及国四标准下原厂汽、柴油车尾气排放要求趋严，DPF/GPF等颗粒捕集器用蜂窝陶瓷有望放量，公司作为行业龙头受益程度较高。另一方面，伴随消费电子、齿科等方面的需求增长，氧化锆系列产品发展迅速，公司产能负荷快速提升，后续仍有新建计划，有望带动业绩持续增长。

维持“增持”评级

作为国内新材料平台型公司的代表，国瓷材料依托核心技术实现了品类的持续扩张；今年以来，MLCC粉体涨价有望提供业绩弹性，后续氧化锆下游电子、义齿等领域应用，汽车尾气处理材料将构成主要增长点。我们预测公司2019-2021年净利润分别为6.2/7.2/8.5亿元，对应EPS分别为0.65/0.75/0.88元，维持“增持”评级。

皇马科技：小品种板块量价齐升，原料跌价助益增长

2018年净利同比增33%，2019Q1业绩大超市场预期

皇马科技是国内特种表面活性剂领域龙头企业，公司贯彻“大品种调结构，功能性小品种创盈利”的方针，在有机硅新材料、涂料、印染助剂、农化助剂、水处理、润滑油等细分领域持续拓宽市场。公司2018年实现营收17.2亿元，同比增长2.2%；净利润1.97亿元，同比增33.3%，对应EPS为0.99元。2019Q1公司实现营收4.07亿元，同比增7.8%；净利润0.55亿元，同比增57.1%，超市场预期，对应EPS为0.28元。

小品种板块经营良好，毛利率提升带动业绩增长

2019Q1公司大品种板块实现销量1.53万吨，同比增0.9%，均价0.88万元/吨，同比降20.3%，对应营收1.34亿元，同比降19.7%；小品种板块实现销量1.90万吨，同比增32.9%，均价1.44万元/吨，同比降2.5%，对应营收2.73亿元，同比增29.7%。由于主要原材料环氧乙烷/环氧丙烷一季度采购均价同比下降24%/16%，公司综合毛利率同比提升3.4pct至23.0%，带动业绩增长。2019Q1公司期间费用率同比下降0.9pct至8.6%，其中财务费用率下降0.7pct至0.5%，主要是由于利息支出减少。公司一季度实现投资收益513万元(2018Q1为40万元)，主要是理财收益增加。

下游产品升级带动需求增长，公司综合竞争优势明显

公司是国内特种表面活性剂龙头企业。伴随下游涂料、有机硅、农药制剂、水处理剂、个人护理等领域产品高端化升级的趋势延续，特种非离子表面活性剂需求有望持续扩大。公司在国内竞争对手相对较少，且产品品类多，技术先进，客户丰富且质地好，具备较强综合竞争优势。由于液氯供应趋紧，近期公司主要原料环氧丙烷价格有所上行，据百川资讯，4月中旬华东地区报价为1.08万元/吨，较3月初阶段性价格低点上涨10.2%，环氧乙烷（辽阳石化）最新价格为0.82万元/吨，与3月初价格持平。

募投项目产能释放及10万吨新项目助力成长

公司7.7万吨特种聚醚、高端合成酯项目预计将于2019年12月投产，0.8万吨聚醚胺预计将于2020年3月投产，公司预计项目营收12.8亿元，净利（以15%税率计）0.94亿元。项目聚焦于涂料、有机硅新材料、润滑油及个人护理等应用领域，盈利前景良好。此外公司投资9.7亿元建设的10万吨新材料树脂及特种工业表面活性剂项目已启动，预计将于2020年12月投产。

维持“增持”评级

皇马科技是国内特种表面活性剂龙头企业，我们预测公司2019-2021年净利润分别为2.7/3.3/4.0亿元，对应EPS为1.37/1.66/1.98元，维持“增持”评级。

飞凯材料：混晶业务持续受益于国产化率提升

2018年净利同比增239%，2019Q1业绩略低于预期

飞凯材料是国内紫外光纤光缆涂料龙头企业，业务包括液晶材料及中间体，IC封装材料，湿电子化学品，紫外固化光刻胶等。公司2018年实现营收14.46亿，同比增长76%；净利2.84亿元，同比增长239%，符合预期；扣非净利润2.58亿元，同比增长249%，对应EPS为0.67元。2019Q1公司实现营收3.73亿元，同比增3.6%，净利润0.74亿元，同比增0.3%，扣非净利润0.69亿元，同比降1.1%，对应EPS为0.17元。

外延并表大幅增厚2018年业绩，光纤材料量价齐升

公司分别于2017年3月、7月、9月完成长兴昆电（60%股权）、大瑞科技（100%股权）及和成显示（100%股权）的收购并表，其中和成显示全年实现净利1.80亿元（扣非后2.02亿元），构成2018年业绩增长主因。相应地，电子化学材料（包括屏幕显示材料及半导体材料等）全年实现营收9.38亿，同比增长103%，毛利率51.1%，同比微降0.5pct。此外，报告期内公司传统主业紫外固化光纤涂料量价齐升，全年实现营收4.42亿，同比增长33%，毛利率36.5%，同比微升0.8pct，亦对业绩增长有所助益。

受贸易政策扰动，需求低迷拖累19Q1业绩

2019Q1受到国内外经济、贸易形势的变化影响，下游半导体、光纤光缆行业的发展速度趋缓，导致公司材料产品的需求趋弱。报告期内公司综合毛利率下跌1.0pct至20.3%，销售费用率下降1.1pct至5.8%，管理及研发费用率持平，财务费用率上升1.0pct至2.7%。

国内厂家面板出货量增长，混晶市场份额有望持续提升

据Sigmaintell，2019Q1全球液晶电视面板出货量同比增6.3%至7050万片，其中国内面板厂维持良好的增长势头，京东方出货量同比增17%至1462万片；华星光电出货量达940万片，伴随10.5代线产能爬坡，55英寸出货量增速较快；惠科8.6代线亦满产满销。新增产能方面，惠科绵阳8.6代线（12万片/月）、郑州11代线（12万片/月）正在建设中，将分别于2019Q3、2021年投产，华星光电深圳t7项目（11代线，8.5万片/月）于2018年11月动工，将于2021年达产。国内下游企业扩产有望进一步提升液晶面板进口比例，带动公司混晶材料市场份额持续提升。

显示材料、IC封装材料等新项目建设稳步推进

据公司公告，目前“5500t/a合成新材料项目”及“100t/a高性能光电材料提纯项目”产能稳步提升中，集成电路封装材料基地建设项目也已通过立项并开始动工，公司将根据长期战略有序推进项目建设，我们预计上述项目后续有望逐步释放业绩。

维持“增持”评级

飞凯材料是国内紫外固化材料及液晶混晶领域的龙头企业，混晶业务伴随国产化率提升发展空间广阔，光纤涂料受益于5G加速建设，有望迎来供需拐点。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.91/1.13/1.39元，维持“增持”评级。

利安隆：业绩延续高增长，市场份额持续提升

2018年净利同比增48%，2019Q1业绩略超预期

利安隆产品主要为抗氧化剂、光稳定剂以及 U-PACK 产品，总年产能 3.24 万吨，主要分布在天津汉沽、宁夏中卫、浙江常山等生产基地。2017 年公司抗老化助剂（主要是抗氧化剂和光稳定剂）全国销量占比近 10%，市场份额国内领先。公司 2018 年全年实现营收 14.9 亿元，同比增长 30.2%；净利润 1.93 亿元，同比增 47.9%，对应 EPS 为 1.07 元。2019Q1 实现营收 4.09 亿元，同比增长 26.6%；净利润 0.53 亿元（扣非净利润 0.44 亿元），同比增 49.8%（扣非同比增 27.7%），对应 EPS 为 0.30 元。

新增产能释放，销量增长带动业绩提升

2018 年，受益于“725 装置”及“715 装置”（5000 吨抗氧化剂、1500 吨光稳定剂）产能投放，公司实现产品销量 2.95 万吨，同比增 24.7%，均价 5.03 万元/吨，同比增 4.2%。抗氧化剂/光稳定剂营收同比分别增 21.0%/ 39.1% 至 7.85/6.15 亿元，其中光稳定剂毛利率提升 7.6pct 至 38.4%，由于成本压力提升，抗氧化剂毛利率下降 4.8pct 至 26.6%。公司销售/管理/财务费用率同比分别变化 -1.0/0.4/-0.2pct 至 6.0%/8.5%/1.0%。子公司方面，利安隆中卫净利同比降 5.9% 至 0.41 亿元，利安隆科技净利同比增 60.2% 至 0.20 亿元，常山科润实现净利 0.13 亿元，17 年亏损 0.09 亿元。

项目储备丰富，外延并购凯亚化工获证监会审核通过

公司项目储备丰富：在建的“724 装置”、“726 装置”及“常山科润一期项目”（5000 吨抗氧化剂、4000 吨光稳定剂）均进入建设收尾阶段，公司预计将于 2019 年下半年投产，常山科润 7000 吨高分子材料抗老化助剂项目后续工程已启动建设，珠海 12.5 万吨抗老化剂一期项目预计 2020 年初部分产能建成投产，另外公司于 2018 年 10 月公告拟在宁夏中卫建设 6.8 万吨高分子功能助剂项目。外延方面，公司收购凯亚化工已于 4 月 28 日获证监会审核无条件通过，若后续交易顺利完成，公司产品线将补足亟需的 HALS。内生外延助力下，公司产品市占率有望进一步提升，巩固行业地位。

维持“增持”评级

利安隆是国内高分子抗老化助剂龙头企业，通过扩产、并购突破产能瓶颈，未来 2-3 年内有望步入产能和市场份额快速增长期，定制化 U-PACK 产品针对行业痛点，市场前景良好。我们预计公司 2019-2021 年 EPS 为 1.42/1.90/2.30 元（暂未考虑收购凯亚化工对于股本和盈利的影响），维持“增持”评级。

金发科技：2018年净利增14%，2019Q1成本压力缓解

年报业绩低于预期，2019Q1净利润同比增21%

金发科技是国内改性塑料行业龙头企业，公司目前具有各类改性塑料产能约200万吨，产品种类齐全，市场占有率稳居国内前列。公司2018年实现营收253.2亿元，同比增9.4%，净利润6.24亿元（扣非净利润3.31亿元），同比增13.9%（扣非后同比增12.0%），对应EPS为0.23元。2019Q1实现营收59.0亿元，同比增6.5%，净利润2.25亿元，同比增21.2%。

量价齐升带动2018年业绩增长，资产减值损失拖累Q4业绩

2018年公司产成品销量149.1万吨，同比增3.3%，其中改性塑料销量134.6万吨，销售均价同比上涨6%至1.33万元/吨，但环比Q3下跌2%；完全生物降解塑料/特种工程塑料/环保高性能再生塑料销量同比分别增91%/61%/69%至2.6/0.8/10.8万吨，销售均价同比变化2%/-3%/12%，带动公司全年业绩增长。2018年公司综合毛利率为13.5%，同比微降0.1pct，因主要原料聚烯烃系树脂18Q4采购均价同比上升7%，Q4公司毛利率同比/环比分别下滑0.9pct/0.6pct至12.7%。此外公司于Q4计提资产减值损失0.60亿元（主为坏账损失），造成单季度亏损拖累全年业绩。

2018年期间费用率整体稳定

2018年公司期间费用率为11.4%，同比基本持平。其中销售费用率同比降0.4pct至2.6%，财务费用率同比升0.5pct至1.9%，主要由于利息支出及汇兑损失增加。此外，公司实现非经常性收益2.93亿元，主要为各类政府补助（3.40亿元）。

成本压力有所缓解，2019Q1业绩增长

2019年一季度，公司改性塑料/完全生物降解塑料/环保高性能再生塑料销量同比分别增长3%/48%/27%至29.3/0.95/2.91万吨，销售均价同比分别变动-6%/-1%/0%，公司营收小幅增长7%至59亿元。原料聚烯烃系树脂/聚苯乙烯树脂/工程树脂Q1采购均价同比分别下降3%/15%/25%，公司成本压力有所缓解，综合毛利率同比升0.4pct至15.0%。

国际化布局加速，新材料产品有望逐步放量

公司海外业务布局加速，印度金发普纳新基地厂房主体结构已建设完成，预计于2019H1投入使用。在建项目方面，公司预计年产1万吨半芳香聚酰胺项目、年产3000吨热致液晶聚合物项目将于2019H1陆续投产，我们预计相关产品的后续放量有望带动公司业绩持续提升。

维持“买入”评级

公司是国内改性塑料行业龙头，短期原料价格波动对公司的负面影响逐步减弱，新产品进展良好，供应链金融业务推进顺利。我们预计公司2019-2021年EPS分别为0.33/0.41/0.50元，维持“买入”评级。

图表138: 重点推荐公司

股票代码	公司简称	收盘价(元)	EPS(元)				PE				PB总市值(亿元)	推荐评级		
			2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E				
600352.SH	浙江龙盛	18.67	1.26	1.99	2.21	2.36	14.8	9.4	8.4	7.9	6.6	2.8	636	买入
300699.SZ	光威复材	54.70	1.02	1.40	1.76	2.16	53.6	39.1	31.1	25.3	8.1	6.8	205	增持
600309.SH	万华化学	40.07	3.38	3.82	4.51	4.94	11.9	10.5	8.9	8.1	13.0	3.1	1322	增持
600426.SH	华鲁恒升	14.20	1.86	1.96	2.32	2.67	7.6	7.2	6.1	5.3	7.8	1.8	235	增持
600346.SH	恒力股份	16.80	0.66	1.69	2.47	2.84	25.5	9.9	6.8	5.9	5.5	3.1	841	增持
002648.SZ	卫星石化	15.40	0.88	1.36	1.71	2.07	17.5	11.3	9.0	7.4	7.8	2.0	169	增持
601233.SH	桐昆股份	13.25	1.16	1.65	2.08	2.46	11.4	8.0	6.4	5.4	8.7	1.5	256	增持
000703.SZ	恒逸石化	13.42	0.69	1.20	1.76	2.18	19.4	11.2	7.6	6.2	7.4	1.8	395	增持
002493.SZ	荣盛石化	12.10	0.26	0.67	0.85	1.14	46.5	18.1	14.2	10.6	3.4	3.6	786	增持
300285.SZ	国瓷材料	15.80	0.56	0.65	0.75	0.88	28.2	24.3	21.1	18.0	5.2	3.0	154	增持
603181.SH	皇马科技	20.09	0.99	1.37	1.66	1.98	20.3	14.7	12.1	10.1	7.5	2.7	39	增持
300398.SZ	飞凯材料	15.64	0.67	0.91	1.13	1.39	23.3	17.2	13.8	11.3	5.2	3.0	69	增持
300596.SZ	利安隆	34.42	1.07	1.42	1.90	2.30	32.2	24.2	18.1	15.0	6.2	5.6	62	增持
600143.SH	金发科技	4.75	0.23	0.33	0.41	0.50	20.7	14.4	11.6	9.5	3.7	1.3	131	买入

注: 收盘价截至5月13日, BPS截止至2019年3月31日, 所有公司2019-2021年EPS基于华泰化工组预测;

资料来源: Wind, 华泰证券研究所

风险提示

1、下游需求不达预期的风险

化工行业下游需求涉及面较广，对于企业而言，对应下游领域需求波动将直接影响产品的市场需求，同时导致价格波动，对企业营收及利润均造成较大影响。

2、原油价格大幅波动的风险

油价波动对上游企业整体造成成本波动，一般而言，油价上涨将导致化工企业成本整体上升，但由于同样会带来部分产品价格同步上涨，将导致企业利润大幅变动；另一方面，油价涨跌趋势影响产业链整体库存，也将对阶段性需求产生影响。

3、贸易摩擦加剧风险

今年以来中美贸易摩擦频发，若摩擦进一步深化，将加剧化工品外需的不确定性，同时抬升进口比例较高的化工原料价格，对相关子行业盈利水平产生不利影响。

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为之提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：91320000704041011J。

全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2019 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一 报告发布日后的 6 个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅为基准；

一 投资建议的评级标准

买入股价超越基准 20% 以上

增持股价超越基准 5%-20%

中性股价相对基准波动在 -5%~5% 之间

减持股价弱于基准 5%-20%

卖出股价弱于基准 20% 以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路 228 号华泰证券广场 1 号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区益田路 5999 号基金大厦 10 楼/邮政编码：518017

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同 28 号太平洋保险大厦 A 座 18 层
 邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路 18 号保利广场 E 栋 23 楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com