

# 贸易摩擦进一步升级，化工行业受影响几何

## ——中美贸易摩擦系列报告之三

行业深度

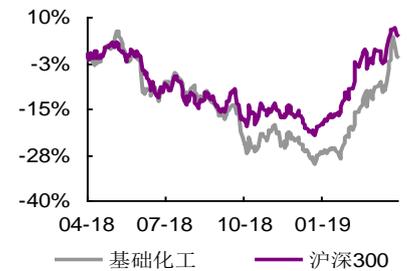
### 增持（维持）

#### 分析师

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）  
021-52523535  
[qiuxf@ebcn.com](mailto:qiuxf@ebcn.com)

赵启超（执业证书编号：S0930518050002）  
010-58452072  
[zhaogc@ebcn.com](mailto:zhaogc@ebcn.com)

行业与上证指数对比图



数据来源：WIND，光大证券研究所整理

#### 事件：

2019年5月10日美国公布对价值2000亿美元的中国商品加征25%关税清单，其中涉及中国出口美国的多种化工产品，针对了更广泛的化学品和塑料制品，而考虑到2018年8月对价值约160亿美元的中国产品加征关税清单，中国对美国出口的大部分化工品都被囊括其中。作为反制措施，5月13日中国国务院关税税则委员会发布《关于对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率的公告》，从6月1日起将对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率。

◆**除维生素等外的大部分化工品被列入加征关税清单：**中国对美化工品出口集中在有机化学品、橡胶制品、医药中间体等优势行业。我们统计了对美国出口金额较多的化工品，重卡轮胎、轿车胎、草甘膦、麦草畏等除草剂、聚合MDI、TDI、钛白粉、丁二烯、烧碱、丙烯酸和大部分丙烯酸酯、氢氟酸、醋酸、己二酸和己内酰胺等都将在原有税率基础上加征25%的关税；而吡虫啉和啉虫脒等杀虫剂、多菌灵等杀菌剂、VE、VC、VB、VA、初级形态的PPS、PVA、POM，改性ABS，酚醛树脂，PA66和PA6等基础塑料都不在此次加征关税范围之内。

◆**除聚合MDI和农药原药等，加征关税对国内化工行业直接影响有限：**根据对部分化工品在中美间进出口结构的分析，除聚合MDI、农药原药和涤纶工业丝等，此次加征关税对大部分子行业直接影响有限：尽管美国仍是部分化工品的最大出口目的国，但东南亚等新兴市场区域作为整体已取代美国成为国内化工品最大出口市场。从MDI等行业来看，新兴市场需求的边际变化对国内化工品供需格局的重要性已大大超出美国市场。而对于聚合MDI行业，龙头企业可以通过全球布局来规避加征关税影响，对于农药原药和涤纶工业丝等子行业，预计将由国内生产商和美国贸易商共同承担加征25%关税带来的成本上升。

◆**需关注下游终端产品出口下滑造成的不利影响：**相比于加征25%关税对国内化工品出口市场的直接影响，我们认为更应关注下游终端行业比如冰箱、纺织服装和塑料制品等行业，如果后期因加征关税出现出口下滑的情况，将对上游聚合MDI、氟化工及制冷剂、聚酯、黏胶短纤以及塑料原料等行业造成的需求下滑的不利影响。

◆**风险提示：**1) 贸易摩擦进一步升级的风险；2) 原油价格大幅波动的风险；3) 贸易摩擦失控导致全球经济下滑的风险；4) 国内产业政策不及预期导致供给端收缩不及预期的风险。

## 投资聚焦

### 研究背景

2019年5月10日美国公布对价值2000亿美元的中国商品加征25%关税清单，其中涉及中国出口美国的多种化工产品，作为反制措施，6月1日起中国将对已实施加征关税的600亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率。中国对美化工品出口集中在有机化学品、橡胶制品、医药中间体等优势行业。我们统计了对美国出口金额较多的化工品，重卡轮胎、轿车胎、草甘膦、麦草畏等除草剂、聚合MDI、TDI、钛白粉、丁二烯、烧碱、丙烯酸和大部分丙烯酸酯、氢氟酸、醋酸、己二酸和己内酰胺等都将在原有税率基础上加征25%的关税；而吡虫啉和啉虫脒等杀虫剂、多菌灵等杀菌剂、VE、VC、VB、VA、初级形态的PPS、PVA、POM，改性ABS，酚醛树脂，PA66和PA6等基础塑料都不在此次加征关税范围之内。

### 我们区别于市场的观点

我国作为全球最大的化工品生产国，贸易摩擦的加剧与双方关税大比例的上调，势必会对国内化工行业带来不利影响。一是生产企业面临出口成本大幅增加；二是由于出口受阻，未来国内化工品市场竞争面临加剧局面。

我们并不否认贸易摩擦升级对国内化工行业带来的不利影响，但与市场过于悲观的认知不同，我们认为加征关税的行为对国内大部分化工子行业的实质影响是有限度的：1) 近年来我国化工出口市场已完成全球化的布局，并不依赖于单一市场，东南亚等新兴市场区域作为整体已取代美国成为国内化工品最大出口市场，而对美出口占比近年持续下滑；2) 中国拥有巨大的化工品市场，且未来全球化工品的需求增长仍将主要来自于发展中国家特别是亚太地区的发展中国家，国内化工品内需空间的提升将逐渐弱化贸易摩擦的不利影响。

相比于加征关税对化工品出口市场的直接影响，我们认为更应关注下游终端行业比如冰箱、纺织服装和塑料制品等行业，如果后期因加征关税出现出口下滑的情况，将对上游聚合MDI、氟化工及制冷剂、聚酯、黏胶短纤以及塑料原料等行业造成进一步的不利影响。

## 目 录

1、 美国对 2000 亿美元中国商品加征 25%关税，涉及化工行业大部分品种.....	4
1.1、 美国对中国 2000 亿美元商品加征关税过程梳理 .....	4
1.2、 维生素、杀虫剂、杀菌剂和初级形态的工程塑料维持原有税率 .....	5
2、 贸易摩擦升级直接影响有限，但需关注下游终端出口受阻带来的间接影响.....	6
2.1、 MDI：2018 年对美出口占比 31.7%，加征关税影响已提前反应 .....	7
2.2、 钛白粉：东南亚已取代美国成为最大出口市场 .....	9
2.3、 丙烯酸及酯：对美出口占比较少，影响有限.....	10
2.4、 粘胶：直接影响有限，但需关注终端纺织服装出口下滑的间接影响 .....	10
2.5、 聚酯：贸易摩擦升级直接影响有限，间接影响巨大.....	11
2.6、 轮胎：出口美国已遭双反，摩擦升级实质影响有限.....	12
2.7、 塑料：美国原料和中国制品出口双双受阻 .....	14
2.8、 氟化工：直接影响有限，需关注下游冰箱出口下滑影响 .....	16
2.9、 农药：中国原药生产能力短期难以替代.....	16
3、 风险分析.....	17

## 1、美国对 2000 亿美元中国商品加征 25%关税，涉及化工行业大部分品种

基于美国贸易办公室在去年 7 月 10 日公布的 2000 亿美元拟加征关税清单，美国 5 月 10 日公布的价值 2000 亿美元商品加征 25%关税清单，其中涉及中国出口美国的多种化工产品，此次第三轮关税加征将打击比前两轮更广泛的化学品和塑料制品。而考虑到 2018 年 8 月 7 日美国贸易代表办公室对价值约 160 亿美元中国产品加征 25%关税的清单，美国对华加征 25%关税的商品基本上已经覆盖了中国对美国出口的化工品上下游全部产业链的品种。而作为针对美国海关与边境管理局(CBP)5 月 10 日宣布对中国 2000 多亿美元输美商品加征关税行为的反制措施，5 月 13 日中国国务院关税税则委员会发布《关于对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率的公告》，从 6 月 1 日起将对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率。

### 1.1、美国对中国 2000 亿美元商品加征关税过程梳理

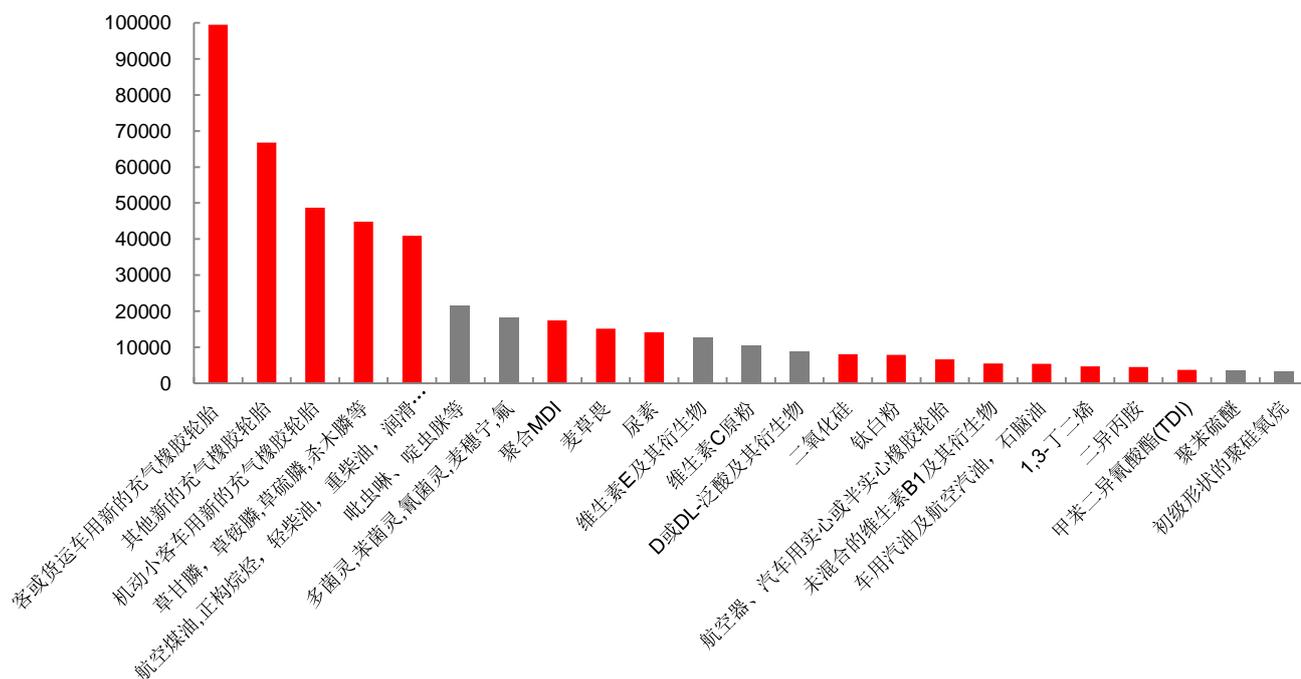
- 2018 年 7 月 11 日，美国贸易代表办公室发布了一份针对从中国进口的 2000 亿美元商品增加 10%关税的清单，8 月 2 日，美国针对此次清单中的产品，提议加征关税的税率从 10%增加至 25%。
- 2018 年 9 月 18 日，美国政府宣布实施对 2000 亿美元中国商品加征关税的措施，自 2018 年 9 月 24 日起加征关税税率为 10%，2019 年 1 月 1 日起加征关税税率将提高至 25%。
- 自 2018 年 9 月 24 日起，美国对来自中国的 2000 亿美元商品加征 10%关税。
- 2018 年 12 月 G20 峰会后，美国政府对 2000 亿美元中国商品加征关税税率仍维持在 10%。
- 2019 年 5 月 6 日凌晨，特朗普声称将在 5 月 10 日把 2000 亿美元中国对美出口商品的关税从 10%提升到 25%，并称对剩余 3250 亿美元中国输美商品也将很快加征 25%的关税。
- 5 月 9 日，美国贸易代表办公室 (USTR) 在联邦公报公布的书面文件显示，美国将于 5 月 10 日对 301 调查下价值 2000 亿美元的中国商品加征 25%的关税。
- 5 月 9 日-10 日，第十一轮中美经贸磋商在美国进行。
- 美国决定从 5 月 10 日零时 01 分开始对价值 2000 亿美元的中国输美商品加征的关税税率从 10%上调至 25%。
- 5 月 13 日，国务院关税税则委员会发布公告，决定对原产于美国的部分进口商品提高加征关税税率。自 2019 年 6 月 1 日 0 时起，将对已实施加征关税的 600 亿美元清单美国商品中的部分，提高加征关税税率，分别实施 25%、20%或 10%加征关税。

## 1.2、维生素、杀虫剂、杀菌剂和初级形态的工程塑料维持原有税率

中国对美化工品出口金额和电脑及电子产品、机械电气等行业相比普遍偏小，且主要集中在有机化学品、橡胶制品、医药中间体等优势行业。而从细分品种来看，对美出口金额较多的品种是乘用车或货车轮胎、草甘膦、草铵膦等农药原药、吡虫啉、啉虫脒、航煤等成品油、聚合 MDI、麦草畏、尿素、维生素、二氧化硅、钛白粉、TDI、PPS、聚硅氧烷等。这些品种中，2017 年中国出口金额在美国进口金额中占比超过 50% 的为维生素 B1、30 英寸以上的轮胎、D-泛酸、维生素原粉、聚合 MDI、草甘膦、草铵膦等农药原药和维生素 C 原粉。

我们统计了对美国出口金额较多的大部分化工品种在此次加征关税中受到影响的情况，重卡轮胎、轿车胎、草甘膦、麦草畏等除草剂、聚合 MDI、TDI、钛白粉、丁二烯、烧碱、丙烯酸和大部分丙烯酸酯、氢氟酸、醋酸、己二酸和己内酰胺等都将在原有税率基础上加征 25% 的关税；而吡虫啉和啉虫脒等杀虫剂、多菌灵等杀菌剂、VE、VC、VB、VA、初级形态的 PPS、PVA、POM，改性 ABS，酚醛树脂，PA66 和 PA6 等基础塑料都不在此次加征关税范围之内。

图 1：2017 年中国对美出口化工品种金额及此次加征 25% 关税中是否受到影响（单位：万美元）



资料来源：联合国商品贸易统计数据

注：红色商品为在原税率基础上加征 25% 关税，灰色商品保持原税率不变

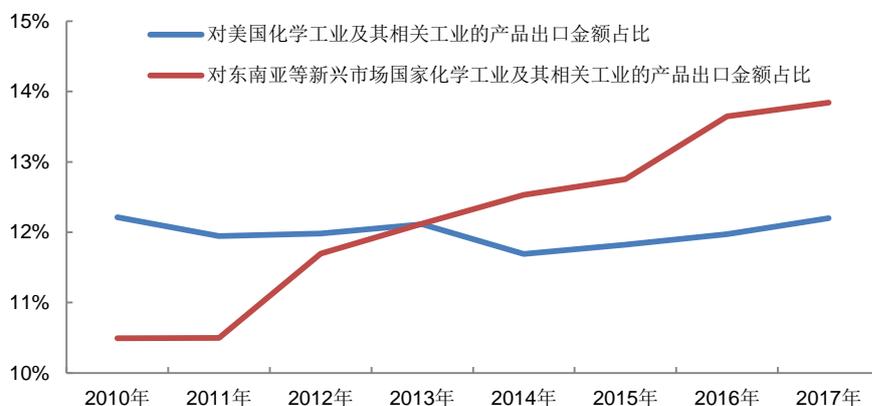
## 2、贸易摩擦升级直接影响有限，但需关注下游终端出口受阻带来的间接影响

根据我们对部分重要化工品在中美间进出口结构的分析，此次美国对2000亿中国输美产品加征25%关税，我们认为实质上对国内大部分化工子行业的直接影响有限，但需关注对下游终端行业比如冰箱、纺织服装和塑料制品等行业如果后期出现出口受阻的情况，对上游聚合MDI、氟化工及制冷剂、聚酯、黏胶短纤以及塑料原料等行业造成的需求下滑的不利影响。

### 1) 东南亚已取代美国成为国内化工品最大出口市场，除MDI和农药等部分品种外，贸易摩擦升级的直接影响有限

从出口的绝对数量来看，除聚合MDI和农药等少数品种之外，大部分化工品的对美出口量在全部出口量中占比有限。随着近年东南亚等新兴市场国家的经济快速增长，带来国内化工品对相应国家和地区的出口需求大幅增长，以及在总出口量中占比的大幅提升，尽管这些品种对美出口的绝对数量仍保持一定增长，但整体来看对美出口占比持续压缩。从单一出口目的国来看，2018年对美国出口占比靠前的聚合MDI、钛白粉、丙烯酸及其盐、粘胶和农药（北美洲）的比例分别为31.9%、6.99%、13.23%、10%和14.6%，但将东南亚等新兴市场国家作为一个整体来看待的话，其在中国化工品的出口市场中占比已经远超美国，而从MDI和钛白粉等行业的厂家反馈来看，新兴市场国家需求的边际变化对国内化工品供需格局的重要性早已大大超出美国市场的变化。

图2：对东南亚新兴市场国家的出口需求占比已大大超出美国



资料来源：WIND

注：东南亚等新兴市场国家统计口径包括越南、泰国、印尼、马来西亚和土耳其

对于聚合MDI行业，从去年10月后的出口情况来看，加征关税的影响已提前反应，而国内龙头企业，后期也可以通过欧洲装置的布局或用换货的操作方式来规避加征关税的不利影响。而对于农药原药行业，由于印度等其他国家短期还不具备承接中国原药行业转移的能力，因此预计面对贸易摩擦升级，国内原药企业将与美国制剂企业协商承担加征25%关税带来的成本上升。

## 2) 需关注下游终端出口受阻带来的间接影响

相比于加征 25% 关税对国内化工品出口市场的直接影响，我们认为更应关注下游终端行业比如冰箱、纺织服装和塑料制品等行业如果后期出现出口受阻的情况，对上游聚合 MDI、氟化工及制冷剂、聚酯、黏胶短纤以及塑料原料等行业造成的需求下滑的不利影响。

以聚合 MDI 对应的下游冰箱行业为例，2018 中国冰箱、冷柜总出口 4307.72 万台，其中出口至美国 803.60 万台，占总出口的 18.65%，因此用于生产出口到美国的冰箱所需的聚合 MDI 消费量约为 2.4-3.2 万吨，仅占 2018 年国内 260 万吨 MDI 产量的 0.92%-1.23%，尽管占比不高，但考虑到加征关税造成的直接出口下滑影响，以及冰箱出口下滑造成的间接传导影响，对国内聚合 MDI 行业需求端造成的消极影响不容忽视，此外制冷剂需求也将同样考虑上述不利影响。

图 3: (HS 编码 84810 下) 冰箱对美出口占比较高 (单位: 万台)



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，光大证券研究所整理

而以聚酯行业为例，国内大多数聚酯产品出口到美国占比不高，基本在 5% 以下水平，加征关税的直接影响有限，但考虑到对于下游产品的冲击，造成的间接影响巨大。以工业丝为例，下游帘子布、线绳、灯箱广告布等产品出口量要高于工业丝出口量，而下游工厂本身利润空间有限，加征 25% 的税率基本断绝了出口至美国的可能性。2018 年中国出口至美国民用涤纶长丝总计不到 3 万吨，但下游纺织品服装出口如果受阻将对上游聚酯行业产生巨大的影响，如果后期另外 3000 亿中国出口产品加征 25% 关税计划落地，将包含中国对美国出口的所有纺织品服装产品，上游聚酯行业将面临较大的冲击。而实际上从 2019 年 1-4 月份的纺织品服装出口增速来看，我们看到潜在的不利因素已经开始出现。

### 2.1、MDI: 2018 年对美出口占比 31.7%，加征关税影响已提前反应

美国是国内聚合 MDI 出口的最大目的地，加征关税影响已提前反应

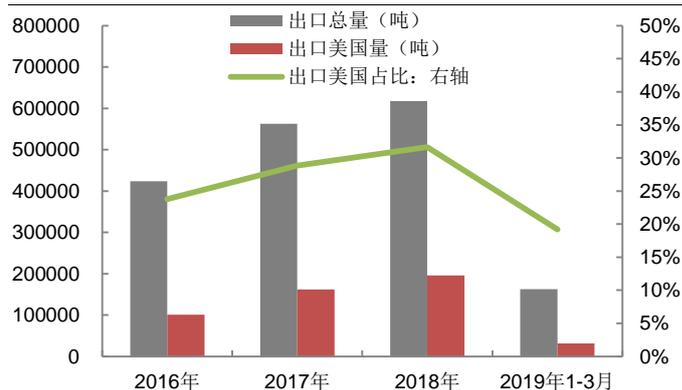
2016-2018 年国内聚合 MDI 出口总量持续增加，美国是国内聚合 MDI 行业的最大出口市场，且出口至美国的量持续提升，2018 年国内合计出口约 61.8 万吨，其中对美出口 19.6 万吨，占比约 31.7%。

图 4: 美国是中国聚合 MDI 的最大出口国



资料来源: 联合国商品贸易统计数据库, 光大证券研究所整理

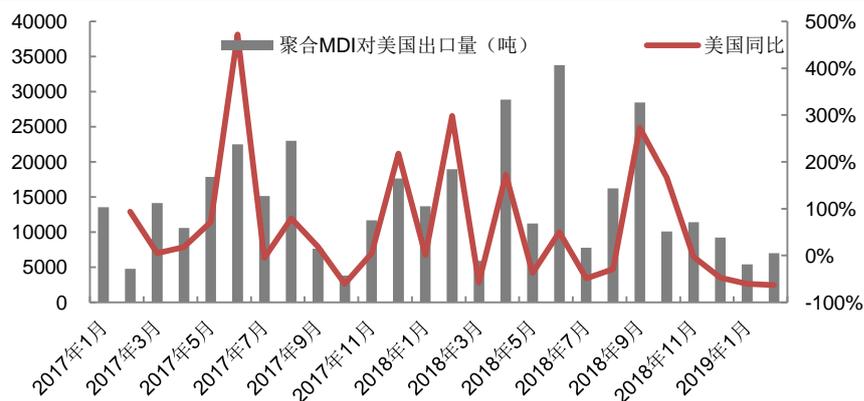
图 5: 对美聚合 MDI 出口占比约 30%



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所整理

2018年9月17日美国对包含聚合MDI在内的中国2000亿美元商品已经加收10%关税, 由于原定于2019年1月1日将关税加征至25%的水平, 因此从国内对美国的聚合MDI的月度出口数据来看, 同其他大宗出口商品提前抢出口一样, 2018年9-10月中国对美国聚合MDI出口同比大幅增长, 而2019年1季度随着“抢出口”效应消除之后, 对美出口同比大幅下滑。

图 6: 2018年10月后聚合 MDI 对美国出口大幅下滑



资料来源: 卓创资讯, 光大证券研究所整理

### 冰箱关税上调将间接影响国内聚合 MDI 需求

除关税的上调对聚合MDI出口的直接影响外, 此次上调关税税率至25%的2000亿美元商品中也包括了冰箱和冷柜等冷藏电器和设施, 预计将对国内聚合MDI市场的需求产生间接影响。冰箱中的发泡材料用量因冰箱容量的不同而不同, 生产一台冰箱所需要的聚合MDI大约在3-4kg, 2018年中国冰箱、冷柜总出口4307.72万台, 其中出口至美国803.60万台, 占总出口的18.65%, 因此用于生产出口到美国的冰箱所需的聚合MDI消费量约为2.4-3.2万吨, 仅占2018年国内260万吨MDI产量的0.92%-1.23%, 尽管从长期来看影响微弱, 但在目前国内MDI需求低迷的情况下, 有可能造成市场的短期波动。

### 龙头企业将通过全球布局消除不利影响

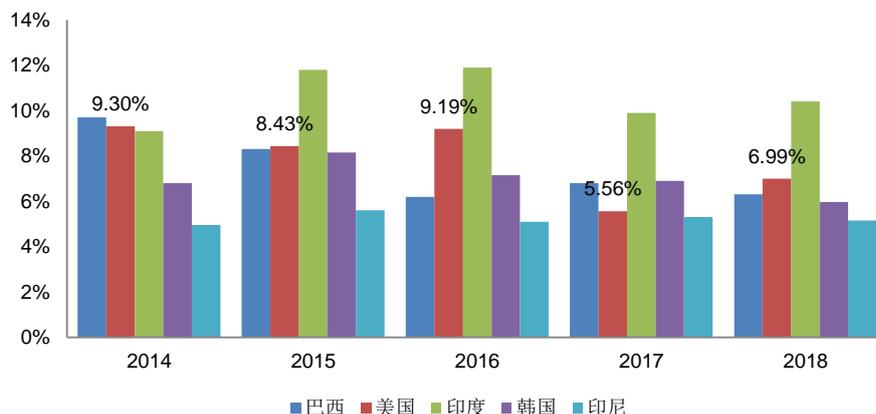
美国作为国内聚合MDI和下游冰箱冷柜的第一大出口国, 关税的上调将直接或间接削弱国内聚合MDI和下游冰箱冷柜的成本竞争优势。从近年出口

数据来看，国内有 80% 以上的聚合 MDI 出口量来自于万华化学，而万华化学作为国内 MDI 龙头企业，通过近年烟台和宁波基地的扩能之后，合计 180 万吨的本土产能已经成为全球 MDI 行业寡头之一，此外公司通过对匈牙利 BC 的收购完成了对欧洲 MDI 市场的布局，公司可通过换货操作加大国内货源对欧洲市场的供应，同时通过 BC 出口聚合 MDI 至美国市场，虽然承担部分运费成本的上升，但可以规避美国对中国聚合 MDI 加征关税带来的不利影响。公司拟在美国建设 40 万吨/年的 MDI 一化项目已获得政府相关部门的备案，未来可避免国际贸易摩擦对美国市场占有率的不利影响。

## 2.2、钛白粉：东南亚已取代美国成为最大出口市场

中国是世界上的钛白粉出口大国，而美国是中国钛白粉的重要出口国，2014 年中国出口至美国的钛白粉为 5.14 万吨，2018 年中国出口往美国的钛白粉达 6.35 万吨，增加 23.54%。出口大幅增长的原因一方面是由于美国钛白粉产能的萎缩，部分硫酸法产能退出市场，另一方面来自美国经济的稳定增长带来的对钛白粉的需求增加。

图 7：2014-2018 年中国钛白粉主要出口国占比



资料来源：卓创资讯

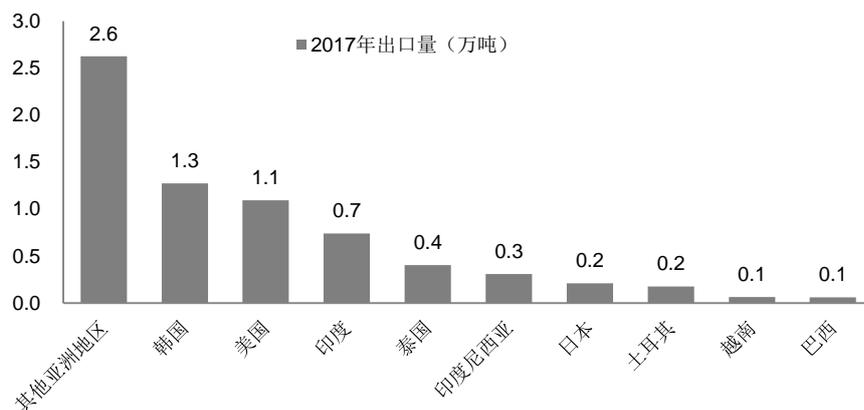
观察 2014-2018 中国钛白粉的出口量，对美国出口量除 2017 年排第四名之外，其他年份在中国出口钛白粉国家中均占第二位，2014 年占中国出口钛白粉总量的 9.30%，2018 年占中国出口钛白粉总量的 6.99%，虽然仍是中国钛白粉出口的重要目的地之一，但是占比有逐年下降的趋势，造成中国出口往美国的钛白粉占比逐年减小而数量缓慢增加的原因主要是 1) 随着印度、东南亚等新兴经济体对钛白粉的需求量不断增长，中国作为这些国家的主要钛白粉供应国，向这些国家出口的钛白粉的量也不断增加；2) 美国市场对钛白粉的质量需求较高，并以科慕等氯化法钛白粉产品的应用为主，因此出口往美国的钛白粉总量占比正不断的缩小。

中美贸易摩擦将会对中国与美国之间的钛白粉进出口造成一定影响，但随着国内钛白粉产品质量的提升和氯化法钛白粉的发展，以及其他国家从中国进口钛白粉份额的不断增大，贸易摩擦加剧影响下国内钛白粉行业面临着产品结构加速调整的压力。

## 2.3、丙烯酸及酯：对美出口占比较少，影响有限

根据美国对国内商品加征关税的产品清单，丙烯酸及其盐、丙烯酸异辛酯加征关税到 25%，其他丙烯酸酯加征关税到 20%，丙烯酸乙酯加征关税到 10%，丙烯酸丁酯加征关税继续维持 5%。从 2017 年中国对外出口丙烯酸及酯的情况来看，美国是重要的出口目的国之一，仅次于韩国。

图 8：中国丙烯酸及酯对外出口量



资料来源：联合国商品贸易统计数据库，光大证券研究所整理

表 1：中国对美国丙烯酸及酯的进出口量及占比（2018 年）

产品名称	自美国进口量(吨)	进口占比	出口至美国量(吨)	出口占比	进口总量(吨)	出口总量(吨)
丙烯酸及其盐	32.88	0.13%	15277.21	13.23%	25759.11	115485.7
丙烯酸异辛酯	4.15	0.02%	373.03	7.35%	24385.67	5074.16
丙烯酸乙酯	199.98	24.58%	140	9.86%	813.48	1419.57
丙烯酸丁酯	3.96	0.11%	11133.36	6.92%	3523.69	160904.5

资料来源：万华化学石化资讯

2017 年国内丙烯酸及盐(税号:29161100)总计出口量约为 7.28 万吨，仅占国内 200 万吨总产量的 3.64%，其中对美国出口量仅占总产量的 0.55%，因此加征关税预计影响有限。2018 年丙烯酸异辛酯和丙烯酸乙酯的对美出口量仅为 373 吨和 140 吨，加征关税影响更是极其有限。2018 年丙烯酸丁酯对美国出口量 1.11 万吨，占比 6.92%，但维持原有 5% 的关税，因此对外出口不受到影响。整体来看美国此次 2000 亿商品加征 25% 关税的行为对国内丙烯酸及酯行业出口影响有限。

## 2.4、粘胶：直接影响有限，但需关注终端纺织服装出口下滑的间接影响

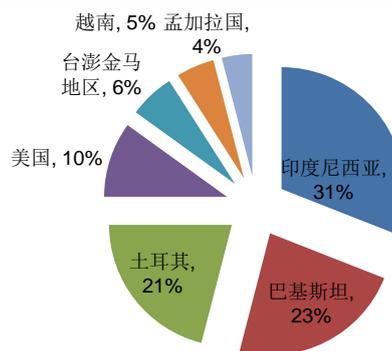
2018 年我国粘短行业再度进入扩能周期，年内累计新增及技改产能逾百万吨，卓创资讯数据显示 2018 年末粘短行业产能约 486 万吨，继续为全球首要粘短货源供应地。伴随国内粘短产品产能体量加大，其产量及出口整体均呈增量态势，2018 年我国粘短产量约 364 万吨，出口量约 37 万吨，出口量占比约 10%，因此我国粘短产品多以下游产品形式进行输出。

图 9：2015-2018 年国内黏胶短纤产量及出口量



资料来源：卓创资讯

图 10：2018 年国内黏胶短纤出口量目的地占比



资料来源：卓创资讯

按照 2018 年我国粘短出口量依照产销国进行统计，印度尼西亚、巴基斯坦、土耳其继续保持领先地位，合计出口量占比约 75%，美国占比仅约 10%。对美实施加征 25% 关税商品中包含：55041090（其他粘胶纤维短纤，未梳或未经其他纺前加工）、55049000（其他人造纤维短纤，未梳或未经其他纺前加工）。由于中国对美国黏胶短纤的出口量相对有限，中美贸易摩擦实质上对国内粘短产业供需层面直接影响有限，而将从终端纺织服装出口、人民币汇率波动、进一步推动纺织产业向东南亚等地区转移，及市场心态层面对粘胶短纤市场造成一定的间接影响。

图 11：2001 年以来我国纺织品服装及全国货物出口增速比较



资料来源：WIND

## 2.5、聚酯：贸易摩擦升级直接影响有限，间接影响巨大

自从 2018 年 9 月 24 日美国对中国加征 10% 关税起，后续加征 25% 关税的预期一直存在，因此对于本次加征 25% 的惩罚性关税，国内聚酯行业已存预期并采取了提前出口等应对措施。

表 2：2017-2018 年聚酯产品出口至美国出口量及出口占比

税则号	产品	2017 年总出口量 (吨)	2017 年出口至美国量 (吨)	出口占比 (%)	2018 年总出口量 (吨)	2018 年出口至美国量 (吨)	出口占比 (%)
54022000	工业丝	460687	108834	23.62%	458241	114744	25.04%
54023310	DTY	864227	18735	2.17%	1026981	23472	2.29%
54023390	变形丝	34515	150	0.43%	37801	157	0.42%
54024600	POY	357808	1568	0.44%	378696	312	0.08%
54024700	FDY	313261	4121	1.32%	344201	6081	1.77%
54025200	其他涤纶	11503	88	0.77%	13938	99	0.71%
55032000	未梳短纤	1003074	166836	16.63%	1026637	162634	15.84%
55062000	已梳短纤	5835	58	0.99%	6406	98	1.53%
39076110	瓶片	2158474	2039	0.09%	2745256	13949	0.51%
39076910	切片	316989	1999	0.63%	427998	4987	1.17%
39206200	薄膜	375617	10746	2.86%	396087	18002	4.54%

资料来源：CCF

国内大多数聚酯产品出口到美国占比不高，基本在 5% 以下水平，出口占比最高的是涤纶工业丝，中国涤纶工业丝出口量能达到总产量的 30% 左右，而美国又是涤纶工业丝的最大出口目的地，占总出口量 1/4 左右。本次加征关税对涤纶工业丝行业冲击较大，但考虑到目前中国工业丝产能占到全球的 70% 以上，美国市场很难寻找相当体量的替代量，预计未来国内工业丝厂家将与美国进口商分担加征关税比例。

加征关税对于其他聚酯产品的直接影响有限，但考虑到对于下游产品的冲击，造成的间接影响巨大。以工业丝为例，下游帘子布、线绳、灯箱广告布等产品出口量要高于工业丝出口量，而下游工厂本身利润空间有限，加征 25% 的税率基本断绝了出口至美国的可能性。2018 年中国出口至美国民用涤纶长丝总计不到 3 万吨，但下游纺织品服装出口如果受阻将对上游聚酯行业产生巨大的影响，如果后期另外 3000 亿中国出口产品加征 25% 关税计划落地，将包含中国对美国出口的所有纺织品服装产品，上游聚酯行业将面临较大的冲击。

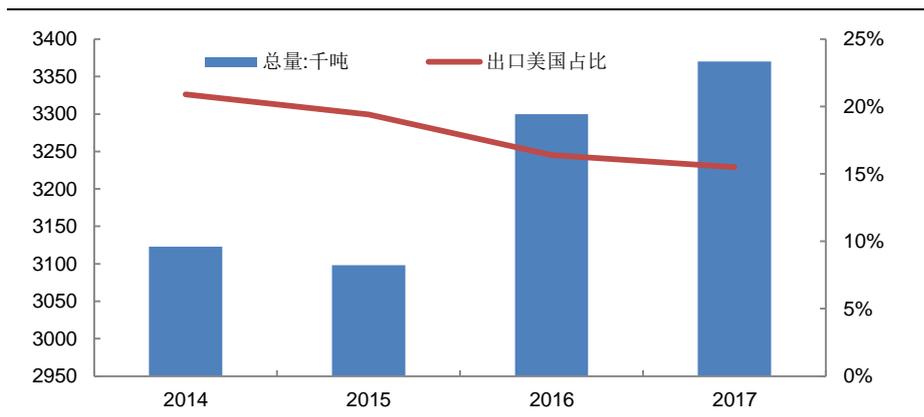
## 2.6、轮胎：出口美国已遭双反，摩擦升级实质影响有限

自 2019 年 5 月 10 日起，美国对从中国进口的 2000 亿美元清单商品加征的关税税率由 10% 提高到 25%，其中包含了 4011 项下的所有橡胶外胎。

**贸易摩擦升级或影响卡客车胎出口美国数量，但影响程度小于“双反”**

从卡车胎来看，贸易摩擦升级的影响或大于轿车胎和轻卡轮胎，但美国商务部于 2019 年 2 月 15 日发布的对华卡客车轮胎“双反”税令，部分企业的双反税率为 23.81%-66.17%，全国统一税率为 44.99%，美国海关从 2 月 15 日起已开始征收，造成出口美国的中国轮胎断崖式的下跌。因此贸易摩擦升级对中国卡客车轮胎出口影响实质有限。

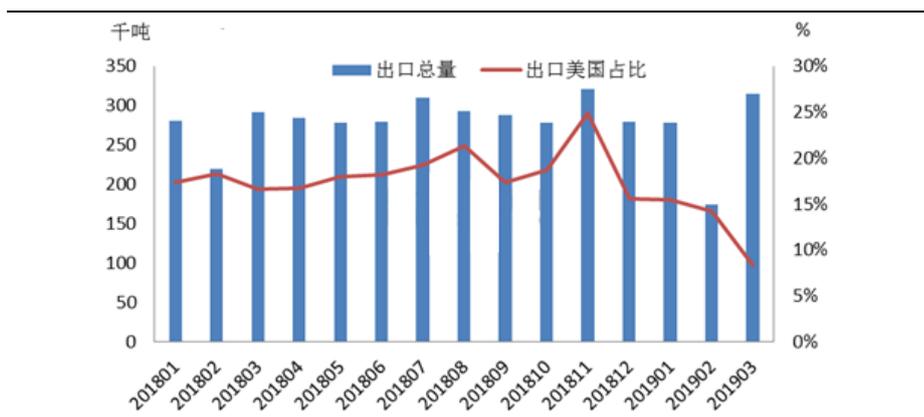
图 12: 2014-2017 年对美卡客车胎出口统计 (千吨)



资料来源: 卓创资讯

近几年随着中国卡客车轮胎的快速发展整体产量和出口总量逐步提升, 2014 年出口美国市场占比高达 20.84%。但受 2015 年美国“双反”政策影响, 自 2015 年之后出口美国占比处于逐年下滑的状态, 2017 年下滑至 15.33%。

图 13: 2018 年-2019 年 3 月卡客车胎出口统计 (千吨)



资料来源: 卓创资讯

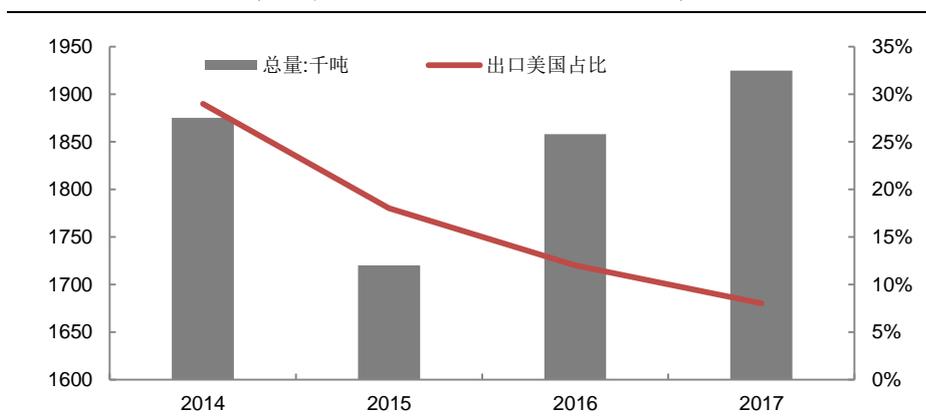
2018 年中美贸易摩擦日益加剧, 厂家对美的提前出口下 2018 年 4 季度对美出口量仍维持较高水平, 但美方于 2019 年 2 月对中国卡客车胎 (税号 40112000) 产品实行“双反”政策, 将关税提升至 45% 左右, 导致对美出口占比大幅下滑, 而由于前期的大量关税打压, 国内轮胎企业已能理性面对。

#### 轿车胎出口美国占比较低, 加征关税影响有限

近几年随着中国轿车胎产 (税号: 40111000) 产业的发展壮大, 整体产量和出口总量快速增长, 2014 年出口美国市场占比高达 29.19%。2015 年美国对国内轮胎行业推出“双反政策”: 7 月份美国国际贸易委员会投票平局裁决中国轮胎对美造成实质性损害, 随后美国商务部发布了对华乘用车及轻卡轮胎反倾销及反补贴税令, 以及修改后的倾销及补贴税率, 强制应诉企业税率为 30.61%-52.10%, 分别税率企业为 39.33%, 全国税率企业为 107.07%, 惩罚税率企业为 192.79%。受高额双反关税影响, 2015 年后中国出口美国轮胎数量持续下滑, 2017 年对美国出口量占比已经下滑至 8.17%。而 2018 年 9 月 24 日生效的征收附加关税 10% 影响之下, 2019 年一季度出

口至美国的轮胎数量已经下滑到了 3%左右，因此此次贸易摩擦升级对轿车轮胎出口市场影响有限。

图 14: 2014-2017 年轿车胎出口量及出口美国占比 (千吨)



资料来源: 卓创资讯

图 15: 2018 年 1 月-2019 年 3 月轿车胎出口美国占比 (千吨)



资料来源: 卓创资讯

轮胎行业一直是中美贸易摩擦的重点行业，目前国内轮胎行业龙头已经普遍通过在东南亚等地区建厂的方式来规避国际贸易争端的风险，目前赛轮金宇、中策、双钱、玲珑、森麒麟等已在国外投产，并借助“一带一路”政策积极开拓中东、南美、南非等市场，从而降低对美轮胎出口市场的依赖。

## 2.7、塑料：美国原料和中国制品出口双双受阻

### 美国出口聚烯烃等塑料原料受阻

塑料产品中 2018 年美国对华出口 LDPE、HDPE、LLDPE 以及 PVC 的绝对数量和金额巨大，在所有塑料原料和制品的对中国出口量中，HDPE 占比为 16.53%。LLDPE 占比为 10.35%，LDPE 占比为 11.03%，此外均聚 PP 占比为 1.58%，PVC 占比为 15.24%。

美国对中国的塑料出口主要是以原料为主，近年美国乙烷制乙烯大规模投产，下游大多配套聚乙烯生产装置，预计 2016-2021 年聚乙烯产能投产将超过 700 万吨，而中国将成为其主要出口市场之一。但中国加征关税的反制措施将使美国聚烯烃产品的成本竞争优势大大降低，中国国内聚烯烃行业原本面临的供给端的冲击压力将有所降低。以美国出口聚乙烯的情况来看，

近两年美国聚乙烯出口量不断增加，2019年1-4月，美国聚乙烯每月出口保持在60万吨以上，主要贸易流向为欧洲、亚洲和美洲地区。因为去年中国对美国LDPE和LLDPE加征了25%的关税，导致去年美国对中国聚乙烯出口在70万吨，比预期减少了大概40-50万吨。使得中东和东南亚地区工厂货源增量流向中国市场。

### 中国塑料制品出口受阻

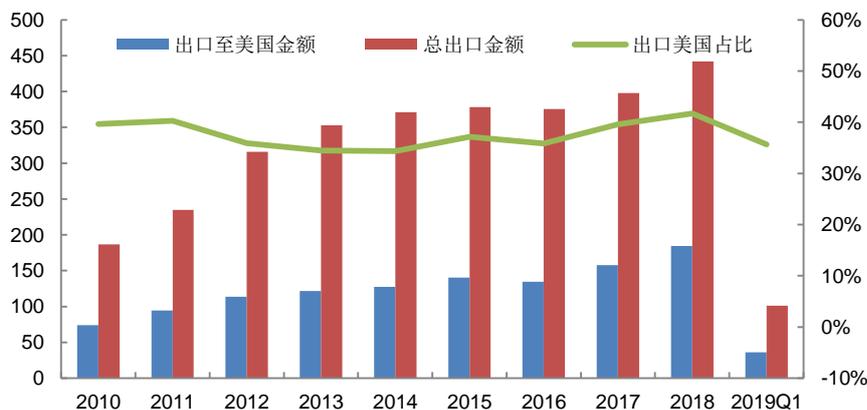
卓创数据显示在此次美国对华加征25%关税的2000亿美金货物清单中，涉及塑料制品部分是80亿美元，80亿美金部分占比国内总需求的3.5%左右，如果这部分出口降为0，则需要剩余总需求的增速达到3.6%才能维持总需求量同比持平。美国是中国塑料制品的主要出口目的地之一，占全体制品出口的30.43%。其次是欧盟、东盟、日本及其他国家。

图 16：中国塑料制品的主要出口目的国（2018年）



资料来源：万华化学石化资讯

图 17：中国塑料制品出口美国金额占比（单位：亿美元）



资料来源：卓创资讯

根据2018年从中国对美国的塑料制品出口量明细，排名靠前的分别是PVC的铺地制品、PP类的塑料制品、餐具及厨房用具、运输用包装物四类产品。以上产品占到塑料制品的59.73%。2018年1-4月中国对美国出口的塑料制品出口累计增速下滑约10%，而对欧盟和东盟的出口累计同比分别增加8%左右。长期来看中美贸易摩擦的升级将倒逼中国塑料制造业的产品结构升级和贸易结构改变。

## 2.8、氟化工：直接影响有限，需关注下游冰箱出口下滑影响

根据美国加征 25% 关税的 2000 亿商品清单，氟原料（氢氟酸、二氯甲烷、三氯甲烷等）、R22、发泡剂（R141b、R142b）包括其中，但是氢氟酸和 R22 出口到美国的量很少。氢氟酸 2018 年出口 26 万吨，到美国的只有 2000 吨；R22 出口 9.3 万吨，到美国的只有 1558 吨。

尽管整体来看加关税对制冷剂行业直接影响有限，但此次上调关税税率至 25% 的 2000 亿美元商品中也包括了冰箱和冷柜等冷藏电器和设施，预计将对国内氟化工行业的需求端产生间接影响。2018 中国冰箱、冷柜总出口 4307.72 万台，其中出口至美国 803.60 万台，占总出口的 18.65%，需关注下游冰箱出口下滑对氟化工和制冷剂行业造成的间接影响。

## 2.9、农药：中国原药生产能力短期难以替代

2017 年中国农药出口主要市场（以金额计占比）依次为：亚洲（31.2%）、南美洲（26.6%）、北美洲（14.6%）、欧洲（12.1%）、非洲（9.8%）、大洋洲（5.6%）。其中，亚洲和南美洲依然是中国农药出口最主要的区域，这两个区域的出口金额总和占全部出口金额的一半以上。2017 年中国农药进口主要来源（以金额计占比）为亚洲（59.6%），其次为欧洲（22.4%）和北美洲（12.3%）。2017 年北美洲和非洲这两个区域的出口增长最快，出口金额分别增长 35.1% 和 31.6%。2017 年中国农药出口前 10 位的目的地（以金额计）分别为美国、巴西、澳大利亚、阿根廷、印度、越南、泰国、印度尼西亚、尼日利亚、巴基斯坦。

表 3：中国农药出口主要国家（2017 年）

	出口金额（亿美元）	出口金额增长率	出口数量（万吨）	出口数量增长率
美国	9.69	35.6%	14.07	29.6%
巴西	7.47	21.7%	13.17	-0.1%
澳大利亚	3.50	-7.5%	9.58	-15.7%
阿根廷	3.21	17.2%	6.69	-4.6%
印度	3.10	34.9%	3.40	31.1%
越南	2.82	27.8%	7.49	24.6%
泰国	2.60	36.8%	9.43	8.2%
印度尼西亚	2.35	11.2%	6.58	4.2%
尼日利亚	1.90	115.0%	8.80	107.4%
巴基斯坦	1.51	23.4%	2.50	2.6%

资料来源：中国农药网

目前中国对美出口草甘膦、草铵膦、麦草畏、吡虫啉和啶虫脒等虽然在化工品输美金额中较为靠前，但是出口主要以原药为主，美国农药巨头迫于成本和环境压力，早期完成了原药产能的转移，而选择从中国等地采购原药来生产终端制剂。中国农药行业目前已经打造了较为完善的包括研发、原药生产、制剂加工体系，中短期内印度等国家尚不具备承接中国产能退出空间的能力，农药原药生产能力位于世界前列。目前全球包括印度在内的其他国家还没有形成替代中国原药生产能力，而国内行业龙头已在出口中普遍选择长协订单的方式来弱化贸易摩擦的影响。预计面对贸易摩擦升级，国内原药企业将与美国制剂企业协商承担加征 25% 关税带来的成本上升。

### 3、风险分析

#### 1) 贸易摩擦进一步升级的风险

5月13日美国贸易代表(USTR)办公室发布公告,将就约3000亿美元中国商品加征25%关税征求意见并举行公开听证会,并公布了涵盖3805种产品的征税清单。化工行业作为典型的中游行业,如果后期贸易摩擦进一步加剧,众多下游终端产品出口全面承压的话,国内化工行业需求端也将面临更大压力。

#### 2) 原油价格大幅波动的风险

国际地缘政治风险因素之下,伊朗、委内瑞拉和美国原油出口存在不确定性,此外OPEC减产力度的执行仍存在一定的变数,原油价格受消息面影响有大幅波动的风险。

#### 3) 国内和全球宏观经济下滑的风险

化工品需求受宏观经济的影响较大,宏观经济下滑将导致国内下游需求改善不及预期;而对外出口方面,来自于东南亚等新兴市场国家的需求也有可能面临下滑的风险。

#### 4) 产业政策不及预期

农化等品种受环保监管政策的影响巨大,如果环保监管政策不及预期的严格,化工行业的供给端收缩有可能不及预期。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 创建于 1996 年, 系由中国光大 (集团) 总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所 (以下简称“光大证券研究所”) 编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼