

行业研究/动态点评

2019年03月06日

行业评级:

石油化工 增持(维持)  
基础化工 增持(维持)

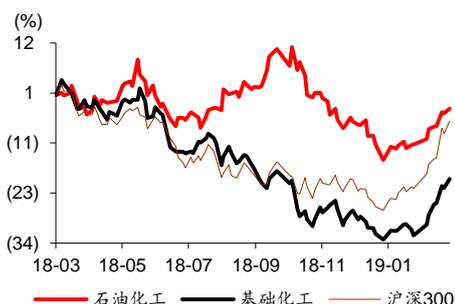
**刘曦** 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

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

相关研究

- 1《金发科技(600143,买入): 拟全资控股宁波海越, 产业协同有望增强》2019.03
- 2《石油化工/基础化工: 行业周报(第九周)》2019.03
- 3《万华化学(600309,增持): 2018 年业绩微降, MDI 有望企稳回升》2019.03

一年内行业走势图



资料来源: Wind

**减税总体利好化工行业, 高耗能企业受益电价下调**

——两会相关政策对化工行业的解读

**制造业增值税率拟下调 3pct, 一般工商业平均电价拟再降 10%**

据 3 月 5 日全国两会政府工作报告, 2019 年国务院将深化增值税改革, 将制造业等行业现行的 16% 的税率降低至 13%, 将交通运输业、建筑业等行业现行的 10% 税率降至 9%, 保持 6% 一档税率不变。另一方面, 深化电力市场改革, 清理电价附加收费, 推动一般工商业平均电价再降 10%。我们认为上述两条举措将显著利好化工企业盈利。

**增值税率下调整体利好化工企业**

增值税率下调将减少产业链整体负担, 我们预计将利好行业整体, 从即时效应来看, 我们假设: 1、制造业企业增值税进项与销项税率同处 16% 档; 2、降税后含税售价及进货价不变(上下游议价能力相同); 3、相关企业主营业务收入均来自制造业。基于我们的化工全行业分类(剔除制造业及采矿业之外的企业), 以 2017 年为例, 预计全行业减少(增值税及在此基础上的附加税) 359.7 亿元, 增加净利润 274.5 亿元。其中期间费用率较高的企业净利润弹性较大, 包括阳煤化工、时代新材、云天化、上海家化等, 主要集中于化肥、日化、涂料油漆等领域。

**减税最终影响取决于行业格局**

从实际效果而言, 减税的影响取决于企业对于上下游的议价能力。据此我们做了四种假设: A、产业链议价能力强; B、对下游议价能力强, 对上游不具备议价能力; C、对上游议价能力强, 对下游不具备议价能力; D、不具备产业链议价能力。考虑到重点化工上市企业均是各自行业内龙头, 且化工行业上游主要为石油、煤炭、矿石等基础原材料, 整体议价能力较强, 结合目前行业整体处于景气低谷, 产品盈利能力偏低, 我们预计减税对行业重点企业均会产生一定程度的净利润提升。

**电价下调主要利好高耗能企业**

我们对金属硅(13000kW·h/t)、黄磷(14700kW·h/t)、电石法 PVC(5600kW·h/t)、氨纶(5000kW·h/t)等高电耗化工品成本进行了测算, 假设企业生产用电全部来自于外购且其他成本固定, 在电价下调 10% 后, 金属硅、黄磷、烧碱、PVC(电石法)、氨纶的成本降幅分别约 7%/7%/8%/6%/1%。以 2017 年为基数, 中泰化学、兴发集团、合盛硅业、华峰氨纶、三友化工等相关行业龙头企业的净利润弹性分别约 17%/23%/13%/7%/7%。我们预计本次电价下调主要将利好高能耗企业(特别是外购电比例较高的), 其中磷化工、氯碱等化工子行业受益最为显著。

风险提示: 下游需求不达预期风险, 国际油价大幅波动风险。

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)			
				2017	2018E	2019E	2020E	2017A	2018E	2019E	2020E
600309.SH	万华化学	41.03	增持	3.55	3.38	3.82	4.30	11.56	12.14	10.74	9.54
300398.SZ	飞凯材料	18.35	增持	0.20	0.67	1.05	1.24	91.75	27.39	17.48	14.80
600426.SH	华鲁恒升	14.29	增持	0.75	1.98	2.28	2.65	19.05	7.22	6.27	5.39
601233.SH	桐昆股份	13.05	增持	0.97	1.72	2.03	2.26	13.45	7.59	6.43	5.77
600141.SH	兴发集团	11.42	增持	0.44	0.79	1.12	1.34	25.95	14.46	10.20	8.52

资料来源: 华泰证券研究所

**图表1： 增值税率下调后不同情形下对于2017年重点化工上市企业的净利润增幅测算**

序号	名称	情形 A	情形 B	情形 C	情形 D	子行业分类
1	三棵树	15%	41%	-28%	-2%	涂料油漆
2	中国石化	15%	84%	-72%	-2%	炼化及油品销售
3	金发科技	14%	121%	-109%	-2%	塑料制品
4	安道麦A	12%	38%	-28%	-2%	农药
5	兴发集团	11%	75%	-66%	-2%	磷肥与磷化工
6	飞凯材料	11%	26%	-17%	-2%	电子化学品
7	金正大	10%	73%	-64%	-2%	复合肥
8	上海石化	8%	37%	-31%	-1%	炼化
9	新奥股份	8%	36%	-29%	-1%	有机原料
10	玲珑轮胎	8%	38%	-31%	-1%	橡胶制品
11	龙蟒佰利	8%	14%	-4%	2%	钛白粉
12	山东赫达	8%	40%	-33%	-1%	建筑用化学品
13	利民股份	7%	28%	-22%	-1%	农药
14	利安隆	7%	25%	-19%	-1%	助剂
15	长青股份	7%	28%	-22%	-1%	农药
16	巨化股份	7%	37%	-31%	-1%	氟化工
17	万润股份	6%	18%	-12%	-1%	电子化学品
18	三友化工	6%	25%	-20%	-1%	氯碱
19	中旗股份	6%	31%	-26%	-1%	农药
20	阳谷华泰	6%	23%	-18%	-1%	助剂
21	华峰氨纶	6%	31%	-26%	-1%	氨纶
22	新安股份	6%	35%	-30%	-1%	有机硅
23	皇马科技	5%	33%	-28%	-1%	助剂
24	卫星石化	5%	25%	-20%	-1%	有机原料
25	强力新材	5%	14%	-10%	-1%	电子化学品
26	浙江龙盛	5%	15%	-11%	-1%	染料
27	利尔化学	5%	20%	-16%	-1%	农药
28	扬农化工	5%	21%	-16%	-1%	农药
29	光威复材	5%	11%	-7%	-1%	其他纤维
30	鲁西化工	5%	20%	-16%	-1%	氮肥/煤化工
31	恒力股份	5%	32%	-28%	-1%	涤纶
32	国瓷材料	5%	13%	-9%	-1%	电子化学品
33	合盛硅业	4%	12%	-9%	-1%	有机硅
34	桐昆股份	4%	47%	-44%	-1%	涤纶
35	华鲁恒升	4%	24%	-21%	-1%	氮肥/煤化工
36	新凤鸣	4%	39%	-35%	-1%	涤纶
37	荣盛石化	4%	87%	-84%	-1%	涤纶
38	万华化学	4%	11%	-8%	-1%	聚氨酯
39	金禾实业	4%	12%	-9%	-1%	其他
40	恒逸石化	3%	90%	-87%	0%	涤纶

注1：A、产业链议价能力强；B、对下游议价能力强，对上游不具备议价能力；C、对上游议价能力强，对下游不具备议价能力；D、不具备产业链议价能力。

注2：假设营业成本可全部用于进项税抵扣

资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表2： 增值税率下调对于2017年制造业类化工上市企业的影响测算

序号	名称	营业收入	净利润	增值税减少额	附加税减少额	净利弹性
1	阳煤化工	20262	3.8	69.3	8.3	1541%
2	宝莫股份	410	0.4	1.5	0.2	365%
3	时代新材	11400	66.8	50.6	6.1	72%
4	南岭民爆	2624	25.6	17.9	2.1	59%
5	云天化	55971	259.3	173.1	20.8	56%
6	华谊集团	43739	450.6	86.7	10.4	47%
7	新乡化纤	4107	30.6	12.7	1.5	39%
8	科斯伍德	472	5.9	2.4	0.3	38%
9	天原集团	15286	63.3	27.3	3.3	36%
10	蓝丰生化	1851	35.4	15.0	1.8	35%
11	六国化工	4766	39.6	14.4	1.7	35%
12	德威新材	1787	20.2	7.2	0.9	34%
13	德美化工	2456	40.5	14.4	1.7	34%
14	乐通股份	532	10.6	3.7	0.4	29%
15	上海家化	6488	389.8	111.8	13.4	27%
16	科隆股份	1128	22.6	5.5	0.7	26%
17	中国石油	2015890	36788.0	11459.6	1375.2	26%
18	龙星化工	2702	49.6	13.3	1.6	25%
19	广州浪奇	11811	33.8	8.9	1.1	25%
20	久联发展	4587	99.1	24.5	2.9	24%
21	皖维高新	4706	85.3	19.8	2.4	22%
22	华昌化工	5319	59.8	14.6	1.7	20%
23	浙江众成	635	25.2	5.3	0.6	20%
24	美达股份	3559	36.8	7.7	0.9	20%
25	恒天海龙	554	7.7	1.8	0.2	19%
26	亚星化学	1950	26.6	5.8	0.7	18%
27	雅克科技	1133	34.3	6.5	0.8	18%
28	瑞丰高材	1096	30.6	5.4	0.6	17%
29	红宝丽	2171	47.6	8.4	1.0	17%
30	多氟多	3768	300.9	24.1	2.9	17%
31	宝利国际	1800	35.9	5.9	0.7	16%
32	联化科技	4107	207.5	34.1	4.1	16%
33	金路集团	1728	42.3	7.9	0.9	16%
34	三棵树	2619	176.0	28.2	3.4	15%
35	中国石化	2360193	70294.0	12472.4	1496.7	15%
36	三爱富	5243	155.5	24.1	2.9	15%
37	神马股份	10685	130.8	22.5	2.7	14%
38	金发科技	23137	551.5	83.3	10.0	14%
39	江南化工	1654	120.2	18.1	2.2	14%
40	美都能源	6482	123.2	20.8	2.5	14%

注1：单位：百万元；注2：假设营业成本可全部用于进项税抵扣；注3：假设企业含税售价与进货价不变

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 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，需在允许的范围内使用，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