

景气度持续下行, 关注优质成长和供给侧重塑机会

2019年06月04日

【投资要点】

- ◆ **一季度盈利能力同比下滑明显, 需求疲弱拖累化工品价格下行压力较大。**化工行业景气度自18Q3起高位回落, Q4伴随原油价格快速下跌, 大部分化工品价格中枢同比大幅下移, 盈利水平快速下滑。19Q1原油价格急跌后快速回弹、春节过后需求部分修复以及补库存等因素带动下, 多数化工品价格止跌企稳, 盈利水平环比改善。但进入Q2, 多数行业开始进入淡季需求仍较疲弱, 下游对前期价格上涨仍需消化。同时原油价格多方面作用下震荡回落, 行业景气度持续低迷, 化工品价格下行压力仍然较大。
- ◆ **行业景气度短期内仍将震荡走弱, 关注供给侧重塑机会。**目前地产销售面积增速、汽车产销增速持续下滑, 但家电、纺织等行业经过去年起的持续低迷行情, 目前已有止跌企稳趋势。内需仍较疲弱叠加贸易战影响, 景气复苏压力仍较大。供给端来看Q1在建工程规模依然扩张较快, 但仍主要集中在炼化、聚氨酯等行业龙头企业。展望下半年, 我们认为化工景气度仍将震荡走弱, 但行业集中度仍在持续提升。尤其是响水事件发生后, 行业供给侧结构优化加速值得投资者关注。
- ◆ **投资主线一: 聚焦需求快速启动的新材料板块。**传统化工周期下行背景下, 部分新材料市场仍能保持强劲增长。电子化学品领域, 国内显示面板和半导体行业增速持续高于全球增速, 带动国内电子化学品需求快速增长。同时混晶、光刻胶、OLED材料、湿电子化学品等国产化率仍然偏低, 高端领域更甚, 国产化率预期将加速提升, 拉动国产厂商市场份额快速提升, 有望通过以量补价保持稳定增长。尾气处理催化材料领域, 国六标准大范围实施在即, 倒逼尾气处理技术升级, 带动蜂窝陶瓷、分子筛、氧化铝涂层、铈锆固溶体等材料需求激增。
- ◆ **投资主线二: 关注供需格局加快重塑的农药板块。**农药行业需求相对平稳, 周期波动相对较弱。近期化工安全事件频发, 尤其是响水事件对农药和染料板块直接冲击较大。我们认为农药行业产品品种多, 企业数量多, 最为受益此轮供给格局重塑, 行业集中度将显著提升, 龙头企业前期持续的研发安全环保投入逐渐转化为企业的核心竞争力。
- ◆ **投资主线三: 严监管下园区及产业链一体化优势凸显。**主要化工大省陆续发布了化工园区管理办法, 对化工园区的认定、园区外企业的搬迁入园、关停, 新建项目的审批等各方面提出了严格要求。未来随着园区数量进一步大幅压减, 化工园区预计将“一票难求”。“园区资源”“全产业链优势”将成为化工企业核心竞争力, 产能指标、资源预计将明显向产业链一体化龙头企业集中, 强者恒强逻辑再度强化。

强于大市 (维持)

东方财富证券研究所

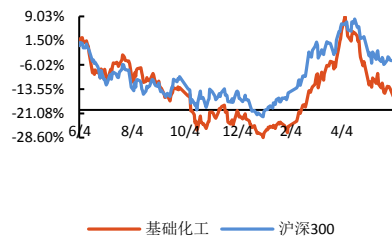
证券分析师: 何玮

证书编号: S1160517110001

联系人: 孙翠华

电话: 021-23586338

相对指数表现



相关研究

《化工园区整治提升加速, 关注中长期影响》

2019. 04. 09

《江苏省出台化工行业整治提升方案征求意见稿, 强者恒强格局再度强化》

2019. 04. 08

《爆炸事故影响持续发酵, 染料及中间体价格如期上涨》

2019. 04. 02

《基于VAR模型的原油价格波动影响传导机制研究》

2019. 03. 22

《干湿法价差持续缩小 头部公司产销率远超中小企业》

2019. 02. 14

【配置建议】

- ◆ 成长板块，看好再升科技、飞凯材料，谨慎看好万润股份，建议关注国瓷材料、晶瑞股份。
- ◆ 周期板块，谨慎看好扬农化工、利尔化学，建议关注万华化学、华鲁恒升、鲁西化工。

【风险提示】

- ◆ 安全环保监管力度下滑；
- ◆ 贸易摩擦升级；
- ◆ 下游需求超预期下滑；
- ◆ 原油价格大幅波动。

正文目录

1. 化工行业 2019 年一季度业绩回顾.....	5
1.1. 营收延续增长, 净利润同比下滑, 环比改善.....	5
1.2. 盈利能力同比下降, 环比大幅改善.....	6
2. 化工行业基本面回顾及展望.....	8
2.1. 化工行业景气度持续下行.....	8
2.1.1. 一季度主要产品价格价差复盘.....	8
2.1.2. 当前化工产品价格仍偏弱运行.....	12
2.2. 供给端集中度进一步提升, 需求端仍较疲弱.....	14
2.2.1. 供给: 在建工程维持高增长, 扩产集中在龙头企业.....	14
2.2.2. 需求: 内需预期企稳, 整体仍较疲弱, 外需不确定性加大....	15
3. 投资主线一: 聚焦需求快速启动的新材料板块.....	17
3.1. 国六标准执行在即, 关注尾气处理催化材料市场.....	17
3.1.1. 国六标准实施在即, 倒逼尾气处理技术升级.....	17
3.1.2. 重点关注标的: 国瓷材料.....	19
3.1.3. 重点关注标的: 万润股份.....	20
3.2. 关注电子化学品领域的进口替代机会.....	21
3.2.1. 半导体、面板产能加速国内转移, 国产化加速.....	21
3.2.2. 重点关注标的: 飞凯材料.....	23
3.2.3. 重点关注标的: 晶瑞股份.....	24
3.2.4. 重点关注标的: 再升科技.....	24
4. 投资主线二: 关注供需格局加快重塑的农药板块.....	25
4.1. 需求端: 农产品价格快速上涨, 利好高端农药需求.....	26
4.2. 供给端: “321 事件”加速农药行业供给格局重塑.....	26
4.3. 重点关注标的: 扬农化工.....	29
4.4. 重点关注标的: 利尔化学.....	29
5. 投资主线三: 严监管下园区及产业链一体化优势凸显.....	29
5.1. 化工园区整治力度升级, 中长期供给格局不断优化.....	30
5.2. 重点关注标的: 万华化学.....	30
5.3. 重点关注标的: 华鲁恒升.....	31
5.4. 重点关注标的: 鲁西化工.....	31
6. 盈利预测及重点推荐公司列表.....	32

图表目录

图表 1: 化工行业一季度营收延续增长.....	5
图表 2: 化工行业一季度净利润有所下滑.....	5
图表 3: 化工行业分季度营收变化.....	5
图表 4: 化工行业分季度净利润变化.....	5
图表 5: 2019 年 1 季度各子行业营收及增速.....	6
图表 6: 2019 年 1 季度各子行业归母净利润及增速.....	6
图表 7: 化工行业盈利水平高位回落.....	7
图表 8: 化工行业一季度盈利能力环比改善明显.....	7
图表 9: 2019 年 1 季度各子行业毛利率及变化.....	7
图表 10: 2019 年 1 季度各子行业净利率及变化.....	8
图表 11: 中国化工品价格指数 CCPI 走势.....	8

图表 12: 19Q1 化工产品价格同比&环比涨幅前二十	9
图表 13: 19Q1 工产品价格同比&环比跌幅前二十	9
图表 14: 19Q1 化工产品价格差同比&环比涨幅前二十	10
图表 15: 19Q1 化工产品价格差同比&环比跌幅前二十	11
图表 16: 近期价格大幅变化产品及历史价格分位 (截至 2019 年 5 月 24 日)	12
.....	13
图表 17: 近期价差大幅变化产品及历史价格分位 (截至 2019 年 5 月 24 日)	13
.....	14
图表 18: 化工行业资本支出与 ROE 变化	14
图表 19: 化工行业在建工程及增速变化	14
图表 20: 细分行业 19Q1 在建工程及增速变化	15
图表 21: 地产销售增速转负	15
图表 22: 汽车产销量增速持续为负 (%)	16
图表 23: 家电产量增速下滑明显	16
图表 24: 全国布产量及同比增速维持低位	16
图表 25: 柯桥纺织景气指数降至近五年最低	16
图表 26: 纺织品出口金额及增速	17
图表 27: 我国汽车尾气排放标准及限值 (mg/km)	18
图表 28: 尾气处理催化系统简介	18
图表 29: 催化净化技术原理 (以三元催化器为例)	19
图表 30: 催化器结构 (以三元催化器为例)	19
图表 31: 尾气处理催化材料主要生产企业	19
图表 32: 国瓷材料尾气处理产业链布局进程	20
图表 33: 全球及中国集成电路产业销售额稳步增长	21
图表 34: 晶圆制造材料成本占比	21
图表 35: 全球面板出货量及预计增速	22
图表 36: LCD 面板产能加速国内转移	22
图表 37: TFT-LCD 成本构成	22
图表 38: 电子化学品高端产品仍为海外企业垄断	22
图表 39: 电子化学品国产化替代起步	23
图表 40: 微纤维玻璃棉产能快速增长 (万吨)	25
图表 41: 全球农产品价格快速上涨 (美分/蒲式耳)	26
图表 42: 国内主要农产品价格稳步回升 (元/吨)	26
图表 43: 国内主要农产品价格稳步回升 (元/吨)	26
图表 44: 响水园区主要农药及中间体产品对应上市公司产能情况	27
图表 45: 农药价格指数维持高位	28
图表 46: 部分农药价格变化 (草甘膦、草铵膦、麦草畏、菊酯) (元/吨)	28
图表 47: 鲁西化工产业链布局	32
图表 48: 重点推荐公司列表 (对应 6 月 2 日收盘价)	32

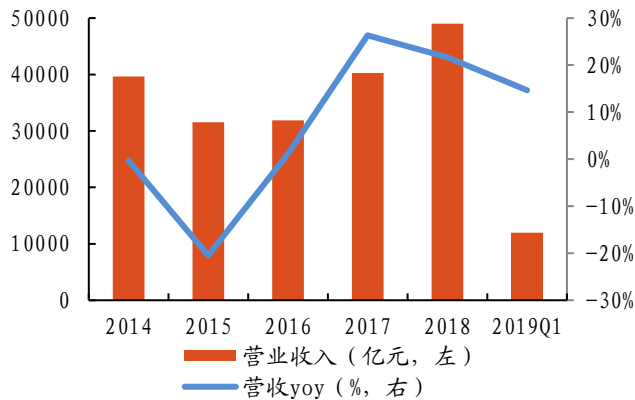
1. 化工行业 2019 年一季度业绩回顾

1.1. 营收延续增长，净利润同比下滑，环比改善

我们选取申万化工行业 329 家上市公司作为样本，进行了业绩统计与分析。

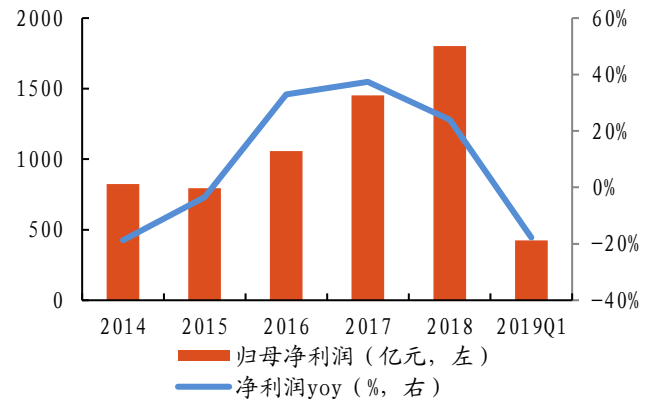
一季度化工行业营收延续增长，净利润有所下滑。一季度累计实现营业收入 11964.52 亿元，同比增长 14.66%。归母净利润 423.52 亿元，同比下滑 17.76%。化工行业景气度自 18 年 3 季度起高位回落，4 季度伴随原油价格快速下跌，大部分化工品价格跌幅较深，19 年 1 季度价格中枢同比下滑明显。导致一季度业绩同比下滑，但大部分上市公司产销规模同比仍有提升，带动营收延续增长。

图表 1: 化工行业一季度营收延续增长



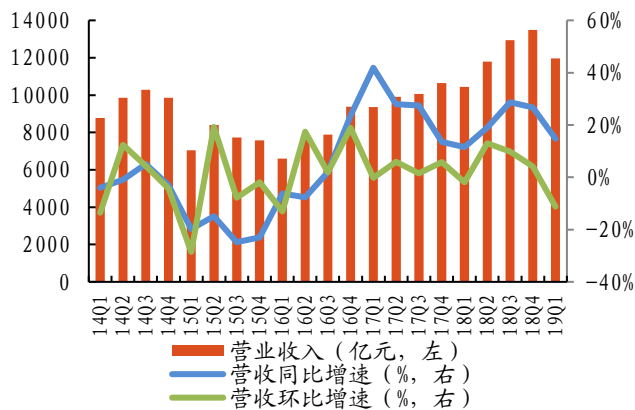
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 2: 化工行业一季度净利润有所下滑



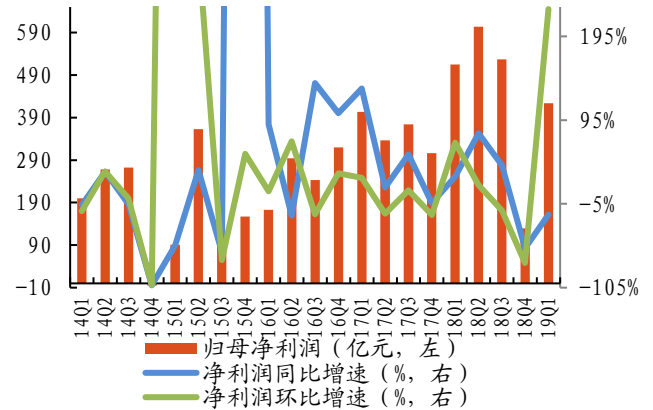
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 3: 化工行业分季度营收变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 4: 化工行业分季度净利润变化

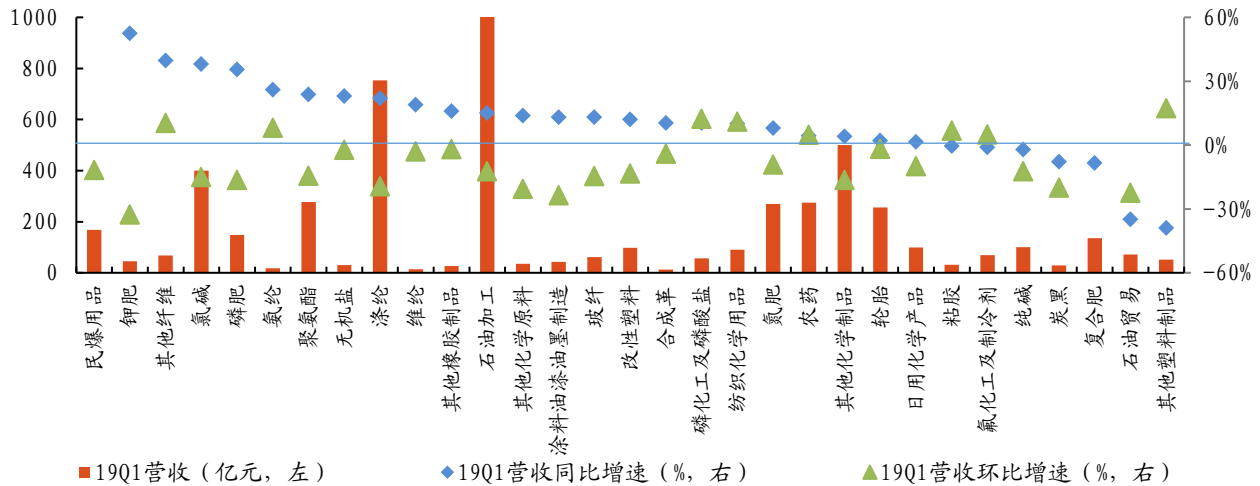


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

多数子行业一季度营收同比增长，环比下降。分行业来看，一季度虽然大部分化工品价格中枢均回落明显，但补库存需求带动下产销量仍大幅改善，带动一季度营收同比提高。其中，民爆行业主要系样本公司淮北矿业 18 年重组，一季度营收增长 6844%，剔除该影响后民爆行业营收同比增长 13.62%。钾肥行业样本公司仅盐湖股份和藏格控股，一季度同期钾肥价格同比上涨较多，带动行业营收增长。氯碱行业营收规模扩大，主要系样本公司中泰化学贸易业务规

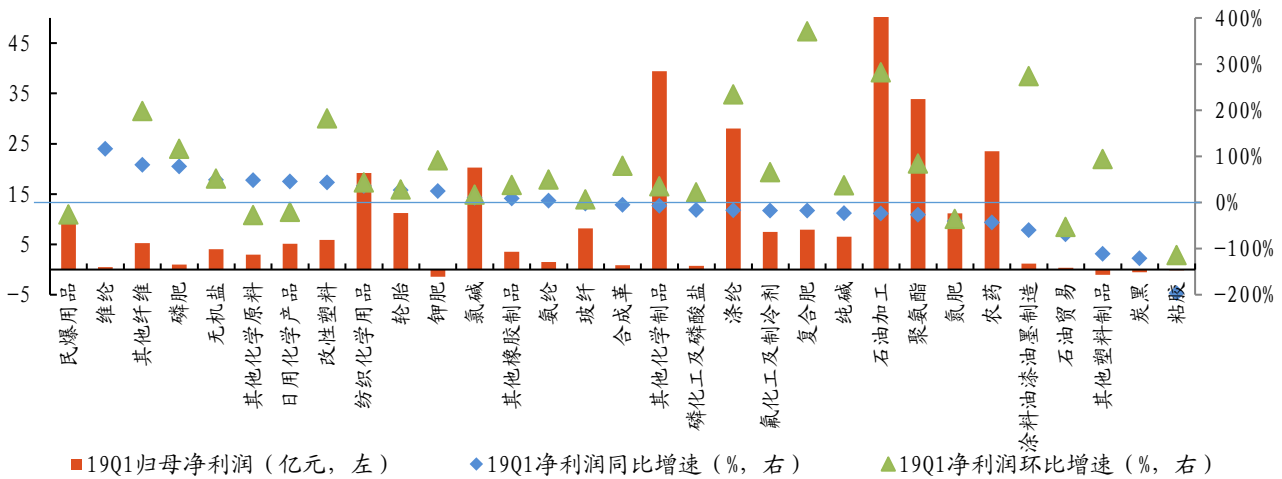
模扩大，营收大幅增长。磷肥行业营收增长主要由于样本公司云天化拓展了部分商贸业务，且一季度磷化工行业景气度仍维持高位。氨纶行业虽产品价格仍在下行探底，但产销依然保持强劲增长。聚氨酯行业样本公司营收有增有减，行业保持较高增长主要系样本公司万华化学销售规模持续增长，样本公司齐翔腾达合并范围扩大。塑料制品行业营收规模下降幅度较大，主要系样本公司*ST康德和*ST东南营收大幅下降。石油贸易行业由于原油价格一季度同比大幅下跌导致行业营收规模下降较多。环比来看，由于多数行业一季度为相对淡季，营收环比有所下降。

图表 5：2019 年 1 季度各子行业营收及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 6：2019 年 1 季度各子行业归母净利润及增速



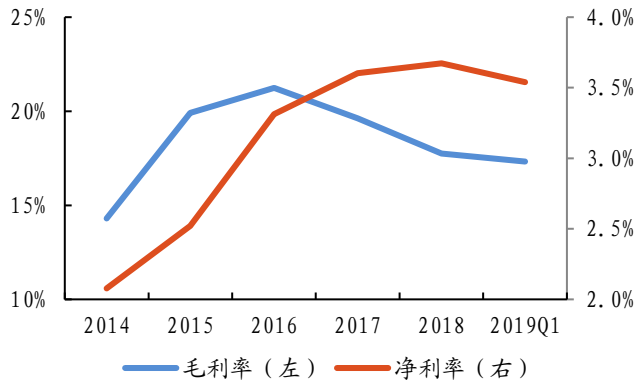
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

1.2. 盈利能力同比下降，环比大幅改善

一季度受化工品均价同比下滑影响，盈利水平同比下降，行业毛利率/净利率分别为 17.33%/3.54%，同比分别下滑 2.41pct/1.40pct。18 年 4 季度行业景气度下滑、原油等化工品价格急跌，产品价格大幅下滑叠加存货跌价损失增加，盈利能力降至 15 年以来最低点。19 年 1 季度受原油价格上行及企业补库

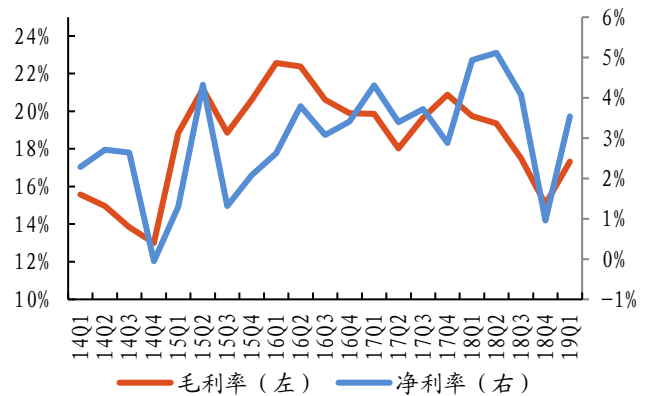
存需求带动，多数化工品价格止跌企稳，盈利能力环比改善，化工行业毛利率/净利率环比分别提升 2.27pct/2.58pct。

图表 7：化工行业盈利水平高位回落



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

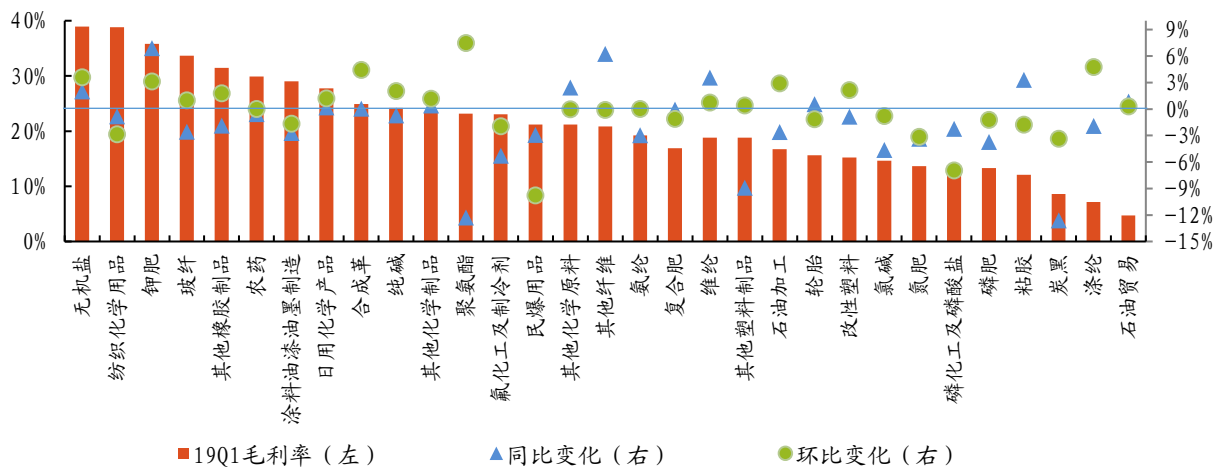
图表 8：化工行业一季度盈利能力环比改善明显



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

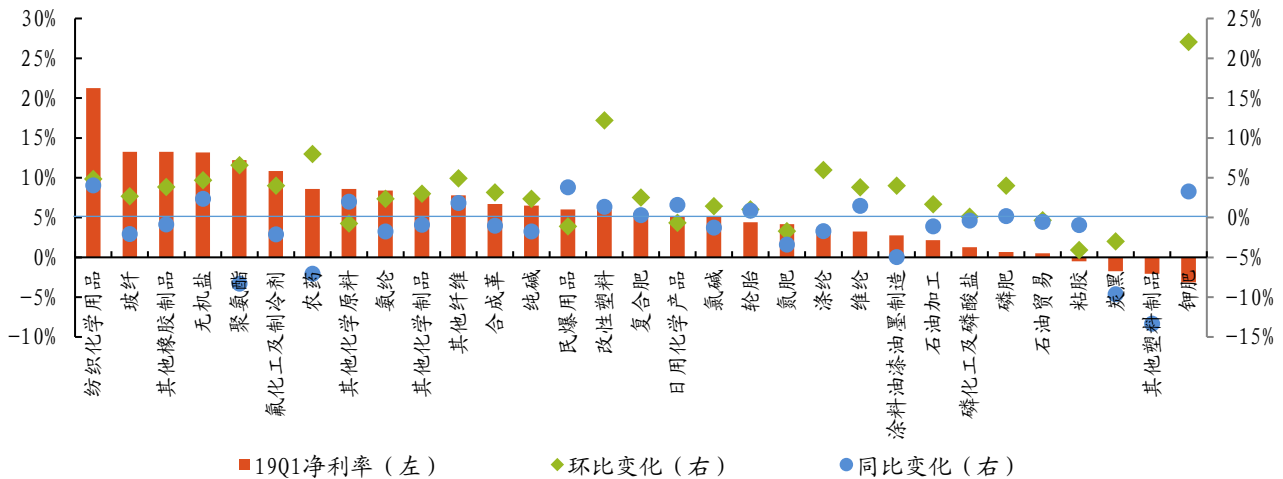
多数子行业一季度盈利能力环比改善。分行业来看，多数行业毛利率同比下降环比提升。毛利率同比提升明显的行业主要有钾肥/维纶/粘胶。同比下降较多的行业有聚氨酯、氟化工、塑料制品、炭黑。其中聚氨酯行业系 MDI、TDI 等产品价格同比大幅回落导致盈利能力下降较多，但一季度 MDI 价格触底强势反弹，企业盈利有所修复，盈利水平环比明显改善。氟化工行业景气回落明显，产品价差收窄盈利水平下降。塑料制品行业系样本公司*ST 康德亏损导致。炭黑价格高位回落价差收窄导致行业盈利水平下降明显。农药行业一季度部分品种量价齐升，盈利能力环比明显改善。涤纶行业去年四季度受产品价格价差下滑以及资产减值损失影响，企业普遍亏损，今年一季度产品价格价差企稳回升，盈利获得修复。

图表 9：2019 年 1 季度各子行业毛利率及变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 10: 2019 年 1 季度各子行业净利率及变化



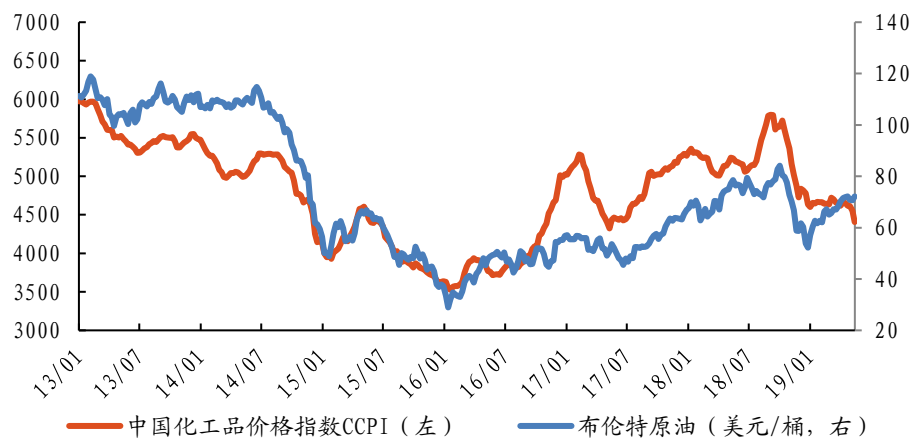
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. 化工行业基本面回顾及展望

2.1. 化工行业景气度持续下行

2019 年化工行业景气度延续了去年四季度以来的下行趋势, 截至 5 月 17 日, 中国化工产品价格指数报 4407, 同比下滑 16%。二季度化工品整体处于淡季, 内需较为疲弱, 叠加外部贸易环境的不确定性影响, 我们认为短期内行业回暖压力仍然较大。

图表 11: 中国化工品价格指数 CCPI 走势



资料来源: 卓创资讯, 东方财富证券研究所

2.1.1. 一季度主要产品价格价差复盘

复盘一季度主要产品价格, 重点跟踪的化工产品中 74%一季度均价同比下滑, 同比降幅中位值为 7.2%。84%的化工品价格环比进一步下滑, 下滑幅度中位值为 6.6%。其中, 菊酯类杀虫剂、磷矿石、染料、橡胶、纯碱、尼龙 66、HDI 等产品价格同比仍有大幅上涨。菊酯及中间体产品、磷矿石、橡胶、染料、

HDI 等产品价格环比进一步上涨。

图表 12: 19Q1 化工产品价格同比&环比涨幅前二十

产品	单位	19Q1 平均价格	同比变化	产品	单位	19Q1 平均价格	环比变化
HDI(国内)	元/吨	71253.85	68.27%	贲亭酸甲酯	元/吨	93846.15	24.49%
己二胺(国内)	元/吨	63800.00	65.12%	磷矿石(30%, 贵州)	元/吨	500.00	10.92%
高效氟氟氟酯	元/吨	361923.08	44.77%	聚合 MDI(华东)	元/吨	14046.15	10.20%
磷矿石(印度 CFR)	美元/吨	135.00	34.38%	乙腈(吉林石化)	元/吨	16353.85	8.03%
尼龙 66(华南)	元/吨	38000.00	34.28%	日本 LNG 现货	美 元	11.57	7.73%
日本 LNG 现货	美 元	11.57	33.61%	天然橡胶(标准胶 1#, 华东)	元/吨	11215.38	7.05%
联苯菊酯(99%, 华东)	元/吨	396923.08	33.47%	HDI(国内)	元/吨	71253.85	6.10%
磷矿石(30%, 贵州)	元/吨	500.00	30.52%	棉短绒(短丝, 山东)	元/吨	3100.00	5.77%
重交沥青(华南)	元/吨	3385.38	24.39%	亚氨基二乙腈(华东)	元/吨	13500.00	5.34%
分散黑(ECT300%, 华东)	元/公斤	41.23	23.79%	华东 MDI 综合价格	元/吨	16440.38	4.39%
氯化钾(温哥华)	美元/吨	307.92	22.38%	乙烯(韩国 FOB)	美元/吨	985.77	4.27%
乙烷(MB)	美元/加仑	0.30	20.69%	棉短绒(长丝, 河南)	元/吨	3700.00	4.23%
2, 4D(96%, 华东)	元/吨	23346.15	20.20%	磷矿石(印度 CFR)	美元/吨	135.00	3.30%
氯丁橡胶(华东)	元/吨	68000.00	19.30%	丁腈橡胶(华东)	元/吨	20453.85	2.98%
改性沥青(华南)	元/吨	4621.15	18.84%	高效氟氟氟酯	元/吨	361923.08	2.95%
三氯乙烯(华东)	元/吨	5407.69	18.45%	环氧氯丙烷(华东)	元/吨	11946.15	2.92%
PX(华东)	元/吨	8634.62	18.39%	NPG(华东)	元/吨	10323.08	2.21%
活性黑(WNN200%, 华东)	元/公斤	31.00	18.18%	分散黑(ECT300%, 华东)	元/公斤	41.23	1.90%
纯碱(重质, 华东)	元/吨	2025.00	18.05%	磷酸(华东)	元/吨	5000.00	1.77%
硫酸(98%, 华东)	元/吨	670.00	17.54%	硫酸(98%, 长三角)	元/吨	670.00	1.28%

资料来源: 百川资讯, Choice, 东方财富证券研究所

MDI、TDI、碳酸锂、制冷剂、聚碳酸酯、有机硅以及甲酸、苯胺、双氧水、乙二醇等基础化工品价格同比下跌幅度较大, 但 MDI 价格一季度环比大幅改善, 其他产品一季度则延续了下跌趋势。

图表 13: 19Q1 工产品价格同比&环比跌幅前二十

产品	单位	19Q1 平均价格	同比变化	产品	单位	19Q1 平均价格	环比变化
液氯(山东)	元/吨	-84.54	-85.34%	醋酸(华东)	元/吨	3092.31	-29.41%
TDI(华东)	元/吨	13830.77	-63.87%	TDI(华东)	元/吨	13830.77	-28.74%
甲酸(国内)	元/吨	2727.69	-59.22%	碳酸二甲酯 DMC(华东)	元/吨	6623.08	-25.13%

碳酸锂(工业级,四川)	元/吨	67307.69	-54.83%	美国 Henry Hub 现货	美 元	2.86	-24.34%
					/MMBtu		
碳酸锂(电池级,江苏)	元/吨	78384.62	-51.59%	甘氨酸(重庆)	元/吨	11161.54	-23.99%
聚合 MDI(进口外盘)	美元/吨	1464.23	-51.19%	双环戊二烯(山东)	元/吨	5296.15	-23.96%
R125(浙江)	元/吨	26269.23	-50.65%	己二胺(国内)	元/吨	63800.00	-21.70%
苯胺(华东)	元/吨	6138.46	-49.33%	三聚氰胺(四川)	元/吨	6015.38	-20.12%
双氧水(27.5%,山东)	元/吨	840.77	-43.51%	氯乙酸(河北)	元/吨	3613.46	-19.80%
美国 N.Y. Hub 现货	美 元	2.84	-42.38%	乙二醇(华东)	元/吨	5078.08	-19.29%
					/MMBtu		
R410a(浙江)	元/吨	24038.46	-41.70%	纯苯(华东)	元/吨	4755.38	-18.81%
聚合 MDI(华东)	元/吨	14046.15	-41.56%	促进剂 M(华北)	元/吨	18500.00	-18.61%
丙酮(华东)	元/吨	3558.46	-39.96%	硫磺(镇江港)	元/吨	1069.04	-18.31%
聚碳酸酯 PC(华东)	元/吨	18592.31	-38.81%	硝酸(华东)	元/吨	1576.92	-18.27%
二甲基环硅氧烷(DMC)(华东)	元/吨	18815.38	-35.80%	苯酚(华东)	元/吨	8553.85	-18.27%
己二酸(华东)	元/吨	8465.38	-35.42%	R22(浙江)	元/吨	17673.08	-18.24%
纯 MDI(华东)	元/吨	22026.92	-34.74%	二甲醚(河南)	元/吨	3422.31	-17.96%
吡啶啉酯	元/吨	192307.69	-33.77%	顺酐(华东)	元/吨	6903.85	-17.74%
乙二醇(华东)	元/吨	5078.08	-33.69%	环氧乙烷(华东)	元/吨	7992.31	-17.74%
R32(浙江)	元/吨	18557.69	-33.59%	苯胺(华东)	元/吨	6138.46	-17.65%

资料来源:百川资讯,Choice,东方财富证券研究所

价差来看,重点跟踪的产品价差中,有62%价差同比下降,60%环比进一步下降。其中,腈纶、锦纶、以及涤纶产业链价差同比提升明显,PVC、煤制尿素、纯碱盈利能力也有所提升。气头尿素、乙二醇、聚氨酯、聚碳酸酯、有机硅价差同比大幅降低。对比四季度来看,受益民营大炼化装置投产PX价格下降,PTA-聚酯-涤纶产业链价差环比提升明显。由于一季度MDI价格止跌上涨,价差修复明显。另外,PVC、锦纶、丙烯酸及酯价差环比也有所提升。但气头尿素、乙二醇、TDI、有机硅、炭黑、聚碳酸酯等产品价差仍延续了收窄趋势。

图表 14: 19Q1 化工产品价格同比&环比涨幅前二十

产品	单位	19Q1 平均价差	同比变化	产品	单位	19Q1 平均价差	环比变化
腈纶短纤-丙烯腈价差	元/吨	4575.54	84.26%	PTA-PX(华东)价差	元/吨	815.48	235.73%
尼龙6-己内酰胺价差	元/吨	11709.23	78.52%	双酚A-苯酚-丙酮价差	元/吨	3682.86	54.50%
尼龙66-己二酸价差	元/吨	33090.08	59.87%	华东聚合MDI-苯胺-甲醛价差	元/吨	815.48	34.91%
PX(华东)-石脑油价差	元/吨	4584.97	54.83%	BDO 顺酐法价差	元/吨	3682.86	33.84%
丙烯酸-丙烯价差	元/吨	2941.08	52.08%	醋酐-醋酸价差	元/吨	9072.78	31.03%
复合肥价差	元/吨	-171.81	45.27%	PET 瓶级-PTA-MEG 价差	元/吨	1790.38	28.14%
IDA 法草甘膦价差	元/吨	7458.09	38.58%	己二酸-纯苯-硝酸价差	元/吨	2334.62	25.90%

PVC 乙烯法价差	元/吨	3170.12	31.95%	乙烯-石脑油价差	美元/桶	5.19	22.35%
尿素-无烟煤价差	元/吨	815.38	28.02%	三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	元/吨	1386.92	22.29%
BDO 顺酐法价差	元/吨	1790.38	22.40%	尼龙 6-己内酰胺价差	美元/吨	467.89	21.43%
电石法醋酸乙烯价差	元/吨	2072.54	22.28%	乙烯-乙烷价差	美元/桶	8.59	14.77%
液氨-烟煤价差	元/吨	2141.12	20.10%	丙烯酸甲酯-丙烯酸价差	元/吨	969.38	14.39%
PTMEG-BDO 价差	元/吨	6288.46	18.22%	PTMEG-BDO 价差	元/吨	3567.92	12.17%
双酚 A-苯酚-丙酮价差	元/吨	3682.86	17.73%	华东 MDI-纯苯综合价差	元/吨	6688.92	11.64%
FDY-PTA-MEG 价差	元/吨	2023.26	15.69%	电石法醋酸乙烯价差	元/吨	2072.54	11.63%
三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	元/吨	980.19	14.93%	硝酸铵-液氨价差	元/吨	860.00	11.22%
纯碱-原盐-动力煤价差	元/吨	1262.82	13.55%	二铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	元/吨	645.43	10.78%
DTY-PTA-MEG 价差	元/吨	3062.11	8.28%	PVC 电石法价差	元/吨	2127.25	8.50%
异辛醇-丙烯价差	元/吨	2000.77	7.48%	FDY-PTA-MEG 价差	元/吨	2023.26	8.41%
PVC 电石法价差	元/吨	2127.25	6.82%	尿素-液氨价差	元/吨	114.62	6.58%

资料来源：百川资讯，Choice，东方财富证券研究所

图表 15：19Q1 化工产品价格价差同比&环比跌幅前二十

产品	单位	19Q1 平均价差	同比变化	产品	单位	19Q1 平均价差	环比变化
尿素-LNG 价差	元/吨	23.92	-108.25%	三聚氰胺-尿素价差	元/吨	181.54	-86.18%
二甲醚-甲醇价差	元/吨	-26.54	-92.90%	尿素-LNG 价差	元/吨	23.92	-80.48%
三聚氰胺-尿素价差	元/吨	181.54	-91.57%	乙二醇-乙烯价差	元/吨	453.37	-74.00%
苯胺-纯苯-硝酸价差	元/吨	613.83	-86.58%	环氧乙烷-乙烯价差	元/吨	2134.34	-46.03%
乙二醇-乙烯价差	元/吨	453.37	-75.31%	醋酸-甲醇价差	元/吨	1737.40	-38.24%
TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	元/吨	8639.86	-73.40%	顺酐-碳四原料气价差	元/吨	1988.77	-37.20%
炭黑-煤焦油价差	元/吨	1144.90	-58.89%	TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	元/吨	8639.86	-34.54%
聚碳酸酯 PC-双酚 A 价差	元/吨	7837.31	-58.71%	复合肥价差	元/吨	-171.81	-32.08%
DMF-甲醇-液氨价差	元/吨	658.46	-55.81%	碳酸二甲酯/丙二醇联产价差	元/吨	4566.77	-29.88%
尿素-液氨价差	元/吨	114.62	-51.40%	乙二醇-烟煤价差	元/吨	2896.75	-27.71%
DMC-金属硅-甲醇价差	元/吨	8657.58	-48.60%	炭黑-煤焦油价差	元/吨	1144.90	-23.79%
己二酸-纯苯-硝酸价差	元/吨	3384.51	-45.32%	DMC-金属硅-甲醇价差	元/吨	8657.58	-22.07%
丙烯腈-丙烯-合成氨价差	元/吨	2809.90	-44.19%	一铵-磷矿石-液氨-硫磺价差	元/吨	509.36	-20.59%
乙二醇-烟煤价差	元/吨	2896.75	-43.39%	腈纶短纤-丙烯腈价差	元/吨	4575.54	-19.17%
华东 MDI-纯苯综合价差	元/吨	13396.94	-40.88%	甲醇-烟煤价差	元/吨	1554.58	-18.10%
醋酸-甲醇价差	元/吨	1737.40	-39.62%	PX(华东)-石脑油价差	元/吨	4584.97	-16.85%

硬泡聚醚-环氧丙烷价差	元/吨	1843.08	-39.49%	TPU-纯 MDI 价差	元/吨	13276.54	-16.02%
一铵-磷矿石-液氨-硫磺 价差	元/吨	509.36	-37.54%	IDA 法草甘膦价差	元/吨	7458.09	-14.31%
华东聚合 MDI-苯胺-甲醛 价差	元/吨	9072.78	-37.40%	POY-PTA-MEG 价差	元/吨	1221.72	-13.64%
乙烯-石脑油价差	美元 / 吨	467.89	-35.19%	丙烯腈-丙烯-合成氨价差	元/吨	2809.90	-12.15%

资料来源：百川资讯，Choice，东方财富证券研究所

2.1.2. 当前化工产品价格仍偏弱运行

一季度起原油价格急跌后快速回弹、春节过后需求部分修复以及补库存等因素的带动下，多数化工品价格止跌企稳。但进入二季度，多数行业开始进入淡季、需求仍较疲弱，下游对前期产品价格上涨仍需消化。同时原油价格多方面因素作用下震荡略有回落，行业景气度持续低迷，化工品价格下行压力仍然较大。重点跟踪的化工产品中，近期价格偏强运行的仅维生素、萤石等少数产品，MDI、PTA-聚酯-长丝、丁辛醇、醋酸及醋酐、C3 产业链、尿素、烷烃类等产品价格均有明显回落。

图表 16：近期价格大幅变化产品及历史价格分位（截至 2019 年 5 月 24 日）

产品	价格月涨跌	价格历史分位	产品	价格月涨跌	价格历史分位
丁烷	-27.17%	83.74%	盐酸	43.75%	56.25%
TDI	-23.77%	7.82%	维生素 B3	20.51%	7.08%
聚合 MDI	-23.33%	37.42%	二氯甲烷	19.83%	45.12%
丙烷	-21.67%	100.00%	维生素 E	17.65%	25.76%
LPG	-17.94%	51.72%	PVC 糊树脂	17.50%	63.16%
磷矿石	-17.00%	34.48%	维生素 B9	17.14%	61.14%
环己酮	-16.51%	2.82%	氯化铵	13.21%	32.50%
聚酯切片(瓶级)	-16.01%	45.00%	丁二烯	11.25%	58.09%
PTA	-15.40%	51.72%	乙烯(韩国 FOB)	11.24%	5.28%
己内酰胺	-14.69%	22.22%	丁二烯(韩国 FOB)	10.50%	58.09%
液氨	-14.06%	2.57%	环氧氯丙烷	9.09%	25.00%
贵亭酸甲酯	-13.64%	9.83%	丙烯腈	8.48%	18.52%
涤纶长丝(POY)	-13.29%	35.55%	维生素 B5	8.45%	9.52%
电石	-13.10%	38.24%	维生素 H	7.48%	15.92%
涤纶长丝(FDY)	-13.04%	55.17%	硝酸	6.48%	8.54%
醋酐	-12.50%	30.93%	六氟丙烯	5.77%	47.71%
聚酯切片(纤维级)	-12.13%	30.81%	苯乙烯	5.13%	85.23%
涤纶短纤	-11.72%	7.25%	天然橡胶	5.03%	21.28%
纯 MDI	-11.58%	19.56%	乙腈	5.03%	46.99%

亚氨基二乙腈	-11.11%	4.58%	噻虫嗪	4.76%	58.05%
环氧乙烷	-10.98%	12.05%	炭黑	4.76%	54.59%
醋酸	-9.89%	18.52%	丙烯(韩国 FOB)	4.71%	14.12%
正丁醇	-9.22%	16.67%	黄磷	4.43%	97.37%
异辛醇	-9.03%	25.21%	萤石粉	4.42%	44.03%
涤纶长丝(DTY)	-8.82%	59.26%	维生素 A	4.00%	65.61%

资料来源：百川资讯，Choice，东方财富证券研究所

价差方面，总体来看，化工品价差跌多涨少，盈利水平趋于下降。其中，异氰酸酯、涤纶产业链各产品近期价差回落压力较大。其他化纤产品，己内酰胺、腈纶、粘胶盈利也有所收窄，丁辛醇、醋酸、环氧烷烃、有机硅、聚碳酸酯等产品随着产品价格持续下跌盈利水平继续下降。由于上游原料价格降幅较大，产品价格维持稳定或仍有上涨，烯烃类、磷肥、尼龙 6、电石法 PVC 和 PVA、IDA 法草甘膦等价差近期有所提高。

图表 17：近期价差大幅变化产品及历史价格分位（截至 2019 年 5 月 24 日）

产品	价差月涨跌	价差历史分位	产品	价差月涨跌	价差历史分位
乙二醇-乙烯价差	-164.31%	78.25%	丙烯-丙烷价差	150.77%	6.88%
PTA-PX(华东)价差	-74.66%	22.99%	尿素-液氨价差	107.14%	19.12%
环氧乙烷-乙烯价差	-53.06%	63.49%	乙烯-石脑油价差	56.64%	36.29%
苯胺-纯苯-硝酸价差	-47.55%	33.04%	磷酸一铵价差	46.82%	12.50%
PTA-PX(CFR)价差	-38.61%	12.17%	磷酸二铵价差	36.46%	21.71%
PET 瓶级-PTA-MEG 价差	-37.68%	2.50%	硝酸铵-液氨价差	31.34%	30.44%
TDI-甲苯-硝酸-烧碱价差	-33.60%	46.90%	炭黑-煤焦油价差	29.10%	58.54%
异辛醇-丙烯价差	-31.76%	11.40%	PVC 电石法价差	28.46%	56.00%
聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	-30.44%	5.78%	丙烯腈-丙烯-合成氨价差	25.25%	18.27%
PET 有光-PTA-MEG 价差	-28.80%	48.95%	尼龙 6-己内酰胺价差	18.15%	10.65%
尿素-LNG 价差	-22.77%	34.87%	PVA-电石价差	17.27%	23.12%
复合肥价差	-20.49%	41.56%	乙烯-乙烷价差	14.94%	39.58%
PET-PTA-MEG 价差	-20.35%	97.65%	丙烯酸甲酯-丙烯酸价差	13.91%	13.18%
己内酰胺价差	-20.22%	21.13%	BDO 顺酐法价差	10.78%	51.65%
丙烯酸-丙烯价差	-19.74%	36.62%	PX(华东)-石脑油价差	10.57%	27.27%
醋酸-甲醇价差	-19.72%	17.47%	双酚 A-苯酚-丙酮价差	9.37%	12.23%
液氨-烟煤价差	-19.68%	6.63%	三聚磷酸钠-黄磷-纯碱价差	8.93%	0.00%
环氧丙烷-丙烯价差	-17.96%	36.28%	草甘膦 IDA 法价差	8.38%	46.89%
腈纶短纤-丙烯腈价差	-17.45%	14.29%	SAP-丙烯酸价差	7.34%	47.92%
醋酐-醋酸价差	-16.97%	40.55%	电石法醋酸乙烯价差	7.17%	41.81%
POY-PTA-MEG 价差	-16.41%	26.37%	碳酸二甲酯价差	5.95%	83.79%
粘胶短纤-烧碱价差	-16.16%	53.29%	TPU 价差	5.74%	34.74%

DMC-金属硅-甲醇价差	-14.71%	53.60%	苯乙烯-纯苯-乙烯价差	5.73%	80.88%
聚碳酸酯 PC-双酚 A 价差	-14.56%	40.71%	甲醇-烟煤价差	4.28%	44.43%
FDY-PTA-MEG 价差	-14.43%	42.29%	草甘膦甘氨酸法价差	3.66%	1.50%

资料来源：百川资讯，Choice，东方财富证券研究所

分析重点跟踪的产品价格价差所处的历史分位，我们发现当前 **68%的化工产品价格处在 40%历史分位以下，60%化工产品价格处于 40%历史分位以下**，化工产品整体价格和盈利水平尚处在历史水平的偏低位置。目前价格水平处于历史较高位置的主要产品有染料及中间体、菊酯及中间体、含磷化学品、萤石以及其他部分农药产品。价格处于历史较低水平的化工品有环氧乙烷、乙二醇、聚碳酸酯、TDI、氨纶、部分制冷剂、吡唑醚菌酯、麦草畏等产品。价差方面，锦纶（尼龙 6、尼龙 66）、气头尿素、丙烯酸酯、丙烯目前仍处于盈利高位，TDI、乙二醇、氨纶、醋酸、顺酐目前处于盈利低点。

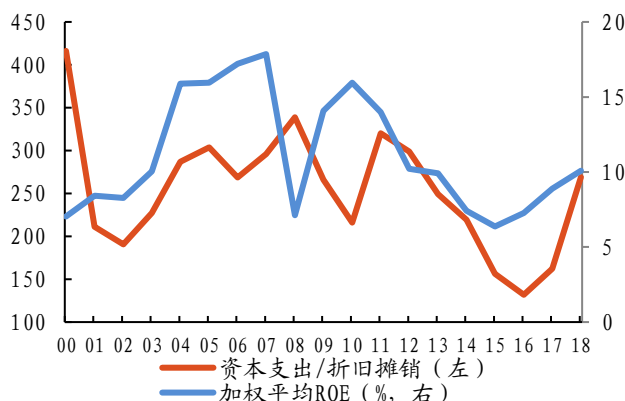
2.2. 供给端集中度进一步提升，需求端仍较疲弱

2.2.1. 供给：在建工程维持高增长，扩产集中在龙头企业

19 年一季度申万化工行业在建工程总规模为 4363 亿元，同比增长 55.74%，在建工程规模依然扩张较快，但扩张仍主要集中在龙头企业。同时，“321 爆炸事件”后，江苏、山东等多地区对化工园区和企业开展了更为严格的整治和监管，化工行业格局面临新一轮重构，龙头企业优势突出，行业集中度预计仍将持续提升。

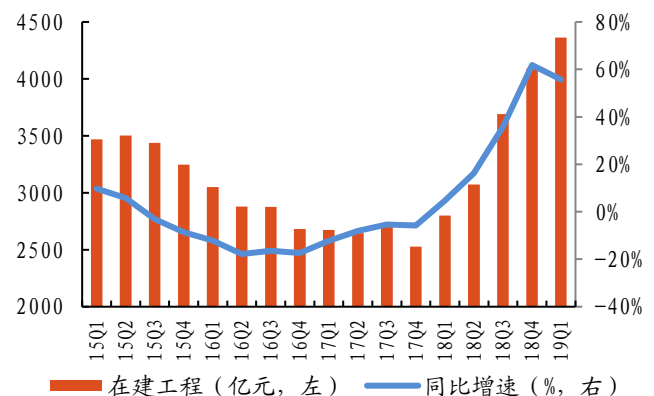
分行业来看，涤纶行业由于多个大炼化项目在建工程规模较大增长较多，聚氨酯在建工程同比增长较多主要是万华化学烟台工业园项目投资较大。另外在建工程增长较多的还有氨纶、氟化工、粘胶等行业，且环比去年四季度仍有一定增长。玻纤行业在建工程同比增速仍较高，但环比下降主要由于样本公司中国巨石在建工程转固影响。在建工程减少较多的主要有维纶、炭黑、氮肥、复合肥、钾肥等行业。氮肥在建工程大幅下降主要系样本公司华鲁恒升在建工程大幅转固影响。

图表 18：化工行业资本支出与 ROE 变化



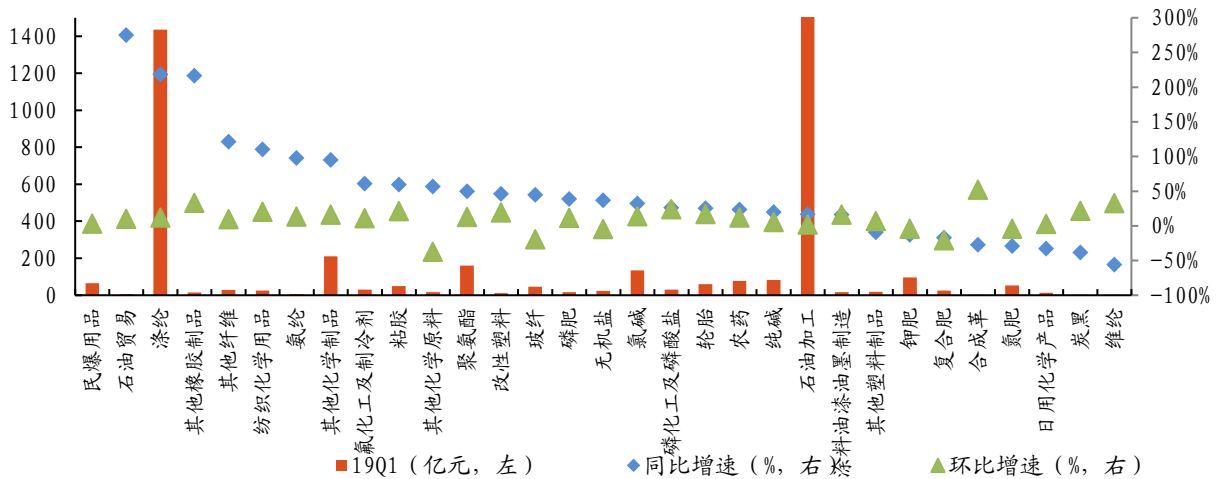
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 19：化工行业在建工程及增速变化



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 20: 细分行业 19Q1 在建工程及增速变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

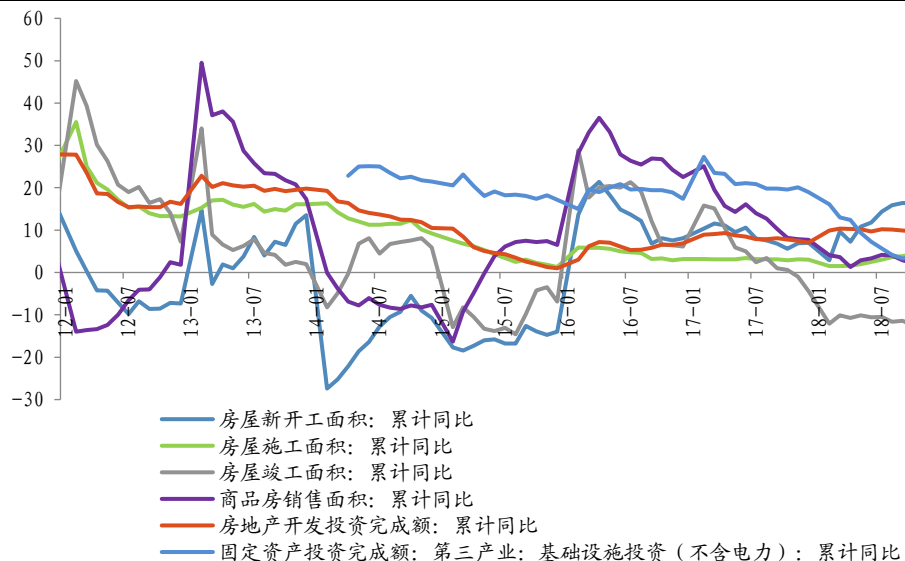
2.2.2. 需求: 内需预期企稳, 整体仍较疲弱, 外需不确定性加大

化工产品下游应用广泛, 具体来看, 地产销售面积增速、汽车产销增速持续下滑, 但家电、纺织等行业经过去年起的持续低迷行情, 目前已有止跌企稳趋势, 需求的止跌修复对于提振化工行业景气程度将有一定积极促进作用。

具体来看:

房地产: 房地产开发投资、新开工面积、施工面积仍保持较高增速, 但竣工面积累计增速已连续 16 个月为负, 19 年起销售面积增速转负, 体现出地产销售压力加大。**基建:** 去年 8 月初国家提出基建补短板政策, 基建投资累计增速稳中略升, 符合我们前期的判断, 但整体增速仍处于历史较低水平。

图表 21: 地产销售增速转负

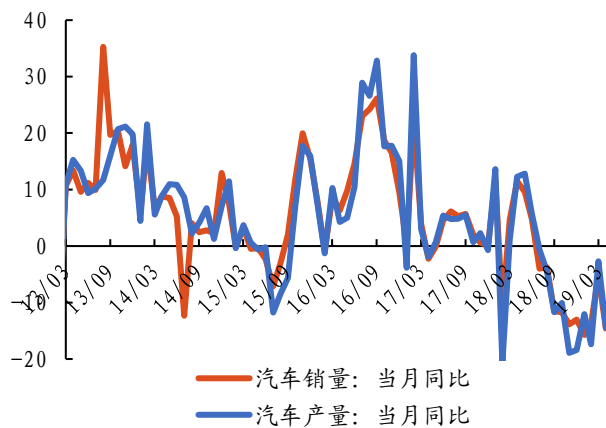


资料来源: choice, 东方财富证券研究所

汽车：18 年下半年起，汽车产销量持续负增长，四月份产销量分别下滑 14.45%/14.41%，预计短期内销售压力仍然较大。但未来随着国家促进汽车消费政策的出台，汽车产销量预计将加快见底。

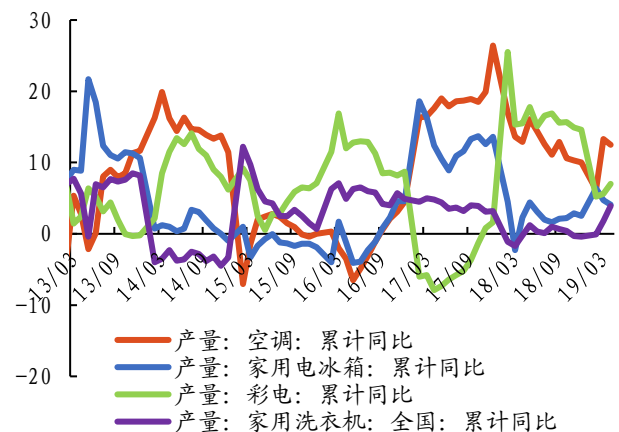
家电：电冰箱、洗衣机增速维持在较低水平，但较前期有所改善。空调、彩电产量增速较去年同期大幅下降，但增速明显企稳。预计随着地产销售趋缓，家电销售将会继续承压，但未来随着国家促进家电消费政策的出台，家电消费预计将维持稳定增长。

图表 22：汽车产销量增速持续为负（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

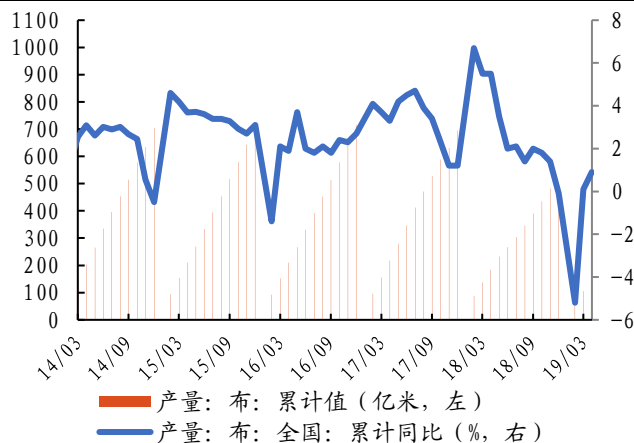
图表 23：家电产量增速下滑明显



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

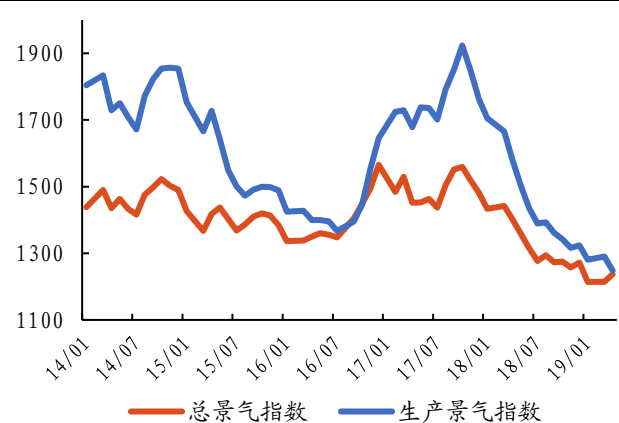
纺织服装：受宏观经济走弱影响，纺织行业景气程度持续下滑，柯桥纺织景气指数下降至近五年最低点。布匹产量下半年起持续低迷，目前已降至低位开始企稳回升。出口方面，纺织行业受贸易战影响有限，出口增速较为稳定。

图表 24：全国布产量及同比增速维持低位



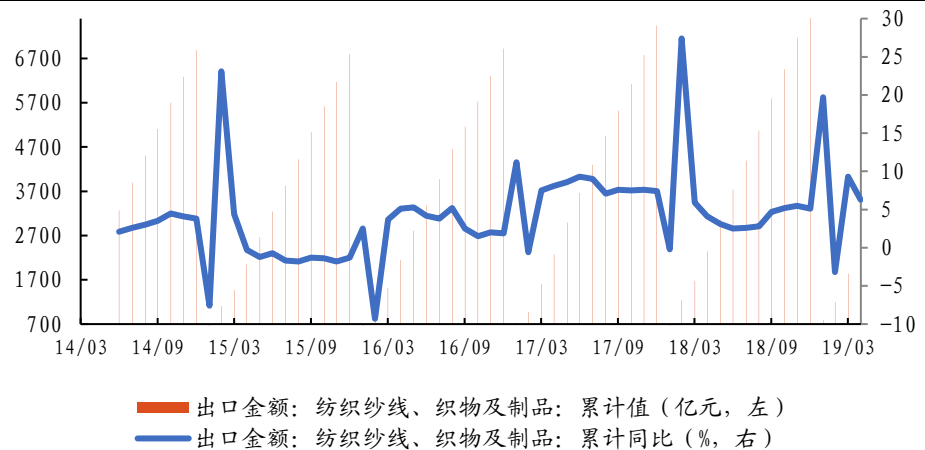
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 25：柯桥纺织景气指数降至近五年最低



资料来源：中国柯桥纺织网，东方财富证券研究所

图表 26: 纺织品出口金额及增速



资料来源: choice, 东方财富证券研究所

外需方面, 特朗普宣布从 5 月 10 日起将对 2000 亿中国商品的关税从 10% 提高到 25%, 并不排除对尚未征税的商品征收关税, 外需不确定性再度提升。18 年出口美国比例较高的化工品包括 MDI、轮胎、钛白粉、农药、有机硅、染料、玻纤等, 部分企业 18 年 4 季度起贸易战对销量的影响已开始体现, 预计今年销量压力仍将较大。中国的反制清单中涉及的化工品主要包括上游石化产品和进口依赖度较高的新材料产品, 如聚碳酸酯、尼龙产品等。

3. 投资主线一: 聚焦需求快速启动的新材料板块

投资逻辑: 在传统化工周期行业景气下行大背景下, 部分新材料领域仍能保持市场需求强劲增长, 价稳量增或以量补价带动业绩保持稳定增长。**电子化学品领域**, 国内显示面板和半导体行业增速明显高于全球增速, 带动国内电子化学品需求快速增长。同时混晶、光刻胶、OLED 材料、湿电子化学品等国产化率仍然偏低, 高端领域更甚, 当前国际局势下, 国产化率预期将加速提升, 拉动国产厂商市场份额快速提升。**催化材料领域**, 国六标准大范围实施在即, 倒逼尾气处理技术升级, 带动尾气处理催化材料需求激增, 包括蜂窝陶瓷、分子筛、氧化铝涂层、铈锆固溶体等。

3.1. 国六标准执行在即, 关注尾气处理催化材料市场

3.1.1. 国六标准实施在即, 倒逼尾气处理技术升级

轻型汽车国六标准第一阶段 2020 年 7 月起实施, 其中上海、天津、杭州、深圳、重庆、南京、河北、河南、广东、山东、山西、海南、安徽、陕西、四川这十五个省市将 7 月 1 日开始正式提前实施国家第六阶段机动车排放标准。第二阶段标准 2023 年 7 月实施, 重型柴油车国六标准 2019 年 7 月即开始实施。国六排放标准在国五基础上排放限值部分指标近乎减半, 尤其柴油车开始采用与汽油车同样标准, 排放要求大幅提高。国六标准高于欧六标准, 与美国相当, 基本上是目前世界范围内最严格的排放标准之一。

图表 27: 我国汽车尾气排放标准及限值 (mg/km)

标准	CO		THC		NO _x		PM	
	汽车	柴油车	汽车	柴油车	汽车	柴油车	汽车	柴油车
国三	2300	640	200	-	155	500	-	50
国四	1000	500	100	-	80	250	-	25
国五	1000	500	100	-	60	180	4.5	4.5
国六 a	700	700	100	100	60	60	4.5	4.5
国六 b	500	500	50	50	35	35	3	3

资料来源: 生态环境部, 东方财富证券研究所

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

从催化反应原理来看, 包括氧化催化和还原催化两类。其中氧化催化是指在富氧条件下, 使没有充分燃烧的 CO、HC、SOF (可溶性有机成分) 转化为 CO₂ 和 H₂O, 还原催化是指将 CO、HC 和 NO_x 通过催化还原成 CO₂、H₂O 和 N₂。基于反应原理的不同, 衍生出不同的催化技术, 包括 TWC (三效催化器)、DOC (催化氧化转化)、SCR (选择性催化还原)、DPF (柴油颗粒捕集)、GPF (汽油颗粒捕集)、POC (颗粒氧化催化)、ASC (氨逃逸催化)、EGR (废气再循环) 等技术装置。汽油车相对柴油车由于燃烧更充分更为清洁, 尾气处理装置一般为在排气管处加装 TWC 三效催化器。柴油车产生的 CO、HC、NO、颗粒等污染物更多, 通常需要催化氧化 (去除 CO、HC)、催化还原 (去除 NO)、颗粒捕集联合使用, 典型处理方式 为 DOC+DPF+SCR。

图表 28: 尾气处理催化系统简介

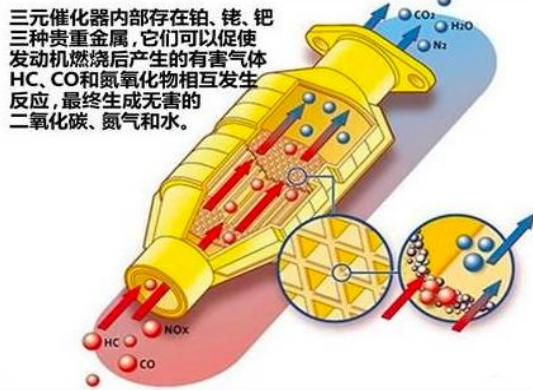
催化系统	简介	原理	处理废气类型	主要应用
TWC (三效催化器)	在铂、铑、钯等贵金属催化剂作用下, 同时发生氧化还原反应将尾气中的碳氢化合物、一氧化碳、氮氧化物转变成水、二氧化碳和氮气。	催化氧化、还原	碳氢化合物、一氧化碳、氮氧化物	汽油车
GPF (汽油颗粒捕集)	安装在汽车排放系统中的陶瓷过滤器, 可以在微粒排放物质进入大气之前将其捕捉。	颗粒捕集	颗粒物	汽油车
DOC (催化氧化转化)	在贵金属催化剂作用下, 通过氧化反应将 CO、HC 和有机化合物转化成二氧化碳和水。	催化氧化	碳氢化合物、一氧化碳、	柴油车
SCR (选择性催化还原)	在钒基催化剂的作用下, 喷入还原剂氨或尿素, 把尾气中的 NO _x 还原成 N ₂ 和 H ₂ O。	催化还原	氮氧化物	柴油车
DPF (柴油颗粒捕集)	安装在柴油车排放系统中的陶瓷过滤器, 可以在微粒排放物质进入大气之前将其捕捉。	颗粒捕集	颗粒物	汽油车
POC (颗粒氧化催化)	一般与 DOC 配合使用, 在 DOC 氧化作用下, NO 转变成 NO ₂ , 进入 POC 后, 在贵金属催化剂作用下 NO ₂ 分子键断裂与捕集到的颗粒物作用生成 CO ₂ 。	颗粒捕集 氧化还原	颗粒物	柴油车
ASC (氨逃逸催化)	氧化 SCR 过程中泄露的氨气, 转化成氮气	氧化催化	氨气	柴油车
EGR (废气再循环)	废气循环处理			

资料来源: CNKI, 东方财富证券研究所

尾气处理装置的核心部件为催化器, 由催化剂载体、涂层、助剂和催化剂

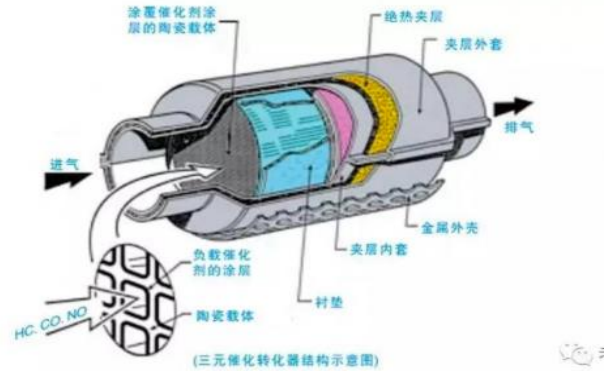
四部分组成，常用的载体主要是蜂窝陶瓷，涂层主要为氧化铝，常用助剂为铈锆固溶体，催化剂主要为贵金属、钒基 SCR 催化剂、分子筛基 SCR 催化剂等。国六标准对于一氧化碳、碳氢化合物、氮氧化物和颗粒排放限值均有更严格要求，为满足排放要求，汽油车 TWC 催化载体体积势必需要增加，同时需要加装 GPF 颗粒捕集器降低颗粒排放量。对于柴油车而言，对于氮氧化物排放要求大幅提高，目前的钒基催化 SCR 需要升级成铜基分子筛 SCR 以提高催化性能，并需要加装 ASC 来氧化泄露的氨气。尾气处理系统的升级对蜂窝陶瓷、氧化铝、铈锆固溶体、沸石分子筛、贵金属等催化材料需求量大幅增长。

图表 29: 催化净化技术原理 (以三元催化器为例)



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

图表 30: 催化器结构 (以三元催化器为例)



资料来源：公开资料整理，东方财富证券研究所

目前国内催化器市场主要为国外企业掌握，主要厂家包括庄信万丰、巴斯夫、优美科等，国内企业包括威孚高科、贵研铂业等少数企业。催化材料领域，依然是国外企业占据了大部分市场份额，日本 NGK、美国康宁、比利时索尔维等龙头企业技术水平仍有一定优势，但国内材料企业国瓷材料、万润股份等发展迅速，国产化率有望快速提升。

图表 31: 尾气处理催化材料主要生产企业

材料名称	主要国外生产企业	主要国内生产企业
蜂窝陶瓷	日本 NGK、美国康宁等	国瓷材料、山东奥福、宜兴非金属、高淳陶瓷、中鼎美达等
氧化铝	美国 Zeolyst、日本东曹、德国巴斯夫、瑞士 Clariant 等	国瓷材料、中天利等
铈锆固溶体	日本 ANAN、比利时索尔维、加拿大 AMR、日本 DAIICHI 等	国瓷材料、天津海赛
沸石分子筛	美国 Zeolyst、日本东曹、德国巴斯夫、瑞士 Clariant 等	万润股份、江苏天诺
贵金属	德国巴斯夫、英国庄信万丰等	贵研铂业、威孚高科、杭州凯大等

资料来源：新材料在线，东方财富证券研究所

3.1.2. 重点关注标的：国瓷材料

外延并购，布局尾气处理全产业链。近年来公司通过收购王子制陶切入蜂窝陶瓷领域，收购博晶科技切入铈锆固溶体，收购江苏天诺切入高端分子筛领

域；加上国瓷鑫美宇的氧化铝涂层，实现了催化剂材料全产业链布局。尾气催化行业一般高端材料采购自不同的供应商，国瓷的全产业链布局使公司成为为数不多的能够提供一体化解决方案的材料企业。充分享受到政策红利，并有助于加速汽车催化材料国产化。

图表 32：国瓷材料尾气处理产业链布局进程

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

资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

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

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

3.1.3. 重点关注标的：万润股份

沸石二期产能释放在即，看好环保材料长期增长。公司现有沸石产能 3350 吨/年。沸石二期 1500 吨/年 MTO 催化反应、欧 V 标准柴油车尾气处理 VP34 沸石；1000 吨石油炼制催化剂、国 V 标准柴油车尾气处理 VB27 沸石预计将于 2019 年底建成投产。同时可转债项目 7000 吨/年沸石（4000 吨欧六及以上标准的柴油尾气排放治理 ZB 系列沸石，3000 吨烟道气脱硝、炼油催化用 MA 沸石）预计将于 2021 年陆续投产。公司产能沸石瓶颈逐步克服，同时柴油车国六标准执行以及煤制烯烃及炼化项目大量投产，将带动沸石需求快速提升。公司常年与全球尾气处理催化剂龙头庄信万丰绑定合作，沸石分子筛盈利稳定销售顺畅，新项目投产后预计将带动业绩大幅增长。

单晶有望以量补价稳定增长，OLED 材料前景广阔有望加速发展。2018-2022 年为国内 LCD 高世代线密集投产期，18 年中电熊猫两条 8.6 代线，京东方合肥 10.5 代线相继投产，预计今年上半年产能将爬坡至满产。目前在建的仍有惠科滁州 8.6 代线、华星光电深圳 t6、t7 两条 11 代线、京东方武汉 10.5 代线、富士康广州 10.5 代线，五条线满产后将带动液晶材料需求大幅增长，公司是为数不多的同时向 Merck Chisso 及 DIC 三大混晶巨头供货的企业，预计将以量补价实现稳定增长。公司自 OLED 材料发展初期即开始布局，现已有自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商放量验证，市占率有望持续提升。18 年上半年 OLED 中间体子公司九目化学引入三家战投机构，预计 OLED 业务有望加速发展，成为公司新的利润增长点。

2019 年下半年投资看点：国六标准执行加快，沸石分子筛有望放量销售。19 年为液晶面板产线投产高峰期单晶销量大幅增长。OLED 面板量产加速，OLED

材料增长加快。

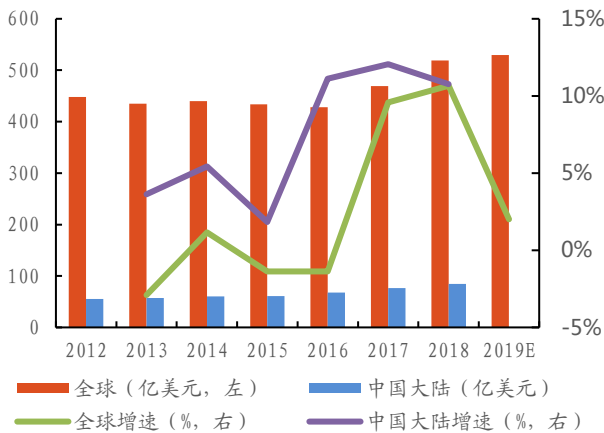
3.2. 关注电子化学品领域的进口替代机会

3.2.1. 半导体、面板产能加速国内转移，国产化加速

全球半导体市场持续稳定增长,全球半导体材料市场在 2018 年增长 10.6%,销售额达到 519 亿美元,超过 2011 年 471 亿美元的历史高位。晶圆制造材料和封装材料的销售额分别为 322 亿美元 197 亿美元,同比分别增长 15.9%和 3.0%。中国大陆实现半导体材料销售额 84.4 亿美元,排名第三位,同比增长 10.8%。近几年来大陆半导体材料增速持续高于全球增速,16 年以来一直保持了两位数增长。据我们统计,目前大陆在建及规划建设的半导体项目投资额约为 10158 亿元,未来晶圆厂大规模投产后将拉动国内半导体材料市场规模持续提升。

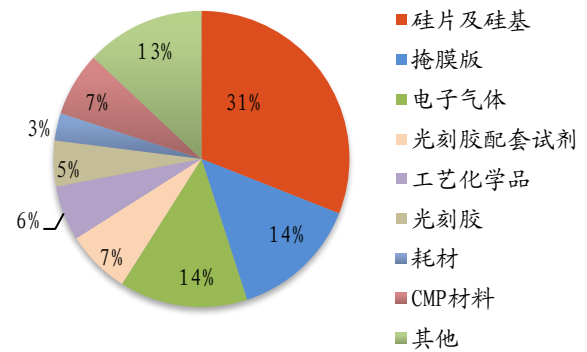
就 IC 材料组成来看,晶圆制造材料中硅片、掩膜版、光刻胶、电子特气等占比较高。IC 封装材料中,封装基板成本占比最高。

图表 33: 全球及中国集成电路产业销售额稳步增长



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

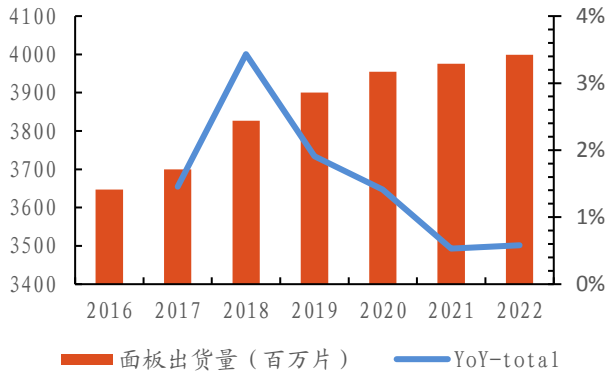
图表 34: 晶圆制造材料成本占比



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

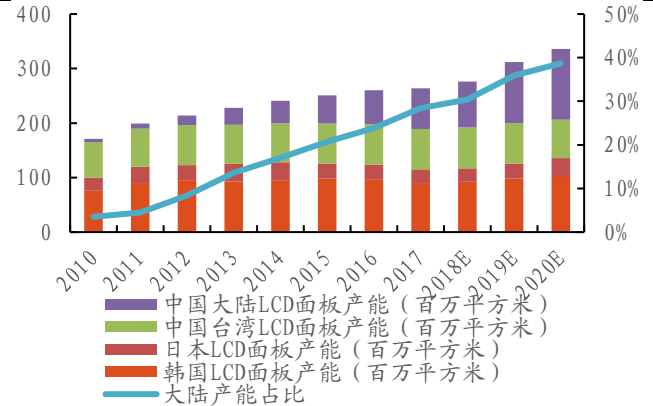
全球面板出货量稳定增长,2018 年全球面板出货量预计达到 38.27 亿片。其中,LCD 仍是目前平板显示的主流技术,OLED 在中小尺寸正在对 LCD 进行取代。全球面板产业经过 3 次转移后目前形成了中日韩三足鼎立的局面,仍有加速向中国大陆转移的趋势。18 年中电熊猫两条 8.6 代线,京东方合肥 10.5 代线相继投产,预计今年上半年产能将爬坡至满产。目前在建的 LCD 产线仍有惠科滁州 8.6 代线、华星光电深圳 t6、t7 两条 11 代线、京东方武汉 10.5 代线、富士康广州 10.5 代线。在建 OLED 产线有京东方绵阳、重庆两条线,华星光电武汉、上海和辉光电、合肥维信诺、湖南群显共计 6 条线。诸多面板产线预计将于 2021 年前集中建成,将大幅拉动电子化学品需求。

图表 35: 全球面板出货量及预计增速



资料来源: IHS Market, 东方财富证券研究所

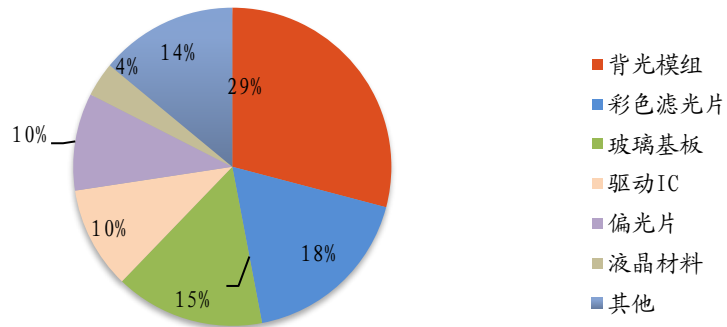
图表 36: LCD 面板产能加速国内转移



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

从面板的材料成本构成来看, LCD 面板成本占比较高的材料包括背光模组、彩色滤光片、玻璃基板、偏光片等。其中偏光片成本占比约为 9.9%, 主要组件为 PVA 膜和 TAC 膜, 液晶成本占比约为 3.5%。OLED 材料包括发光材料和基础材料, 两者占 OLED 屏幕物料成本的 30% 左右。发光材料主要包括红、绿、蓝光主体/客体材料。通用材料主要包括电子传输层 ETL、电子注入层 EIL、空穴注入层 HIL、空穴传输层 HTL、空穴阻挡层 HBL、电子阻挡层 EBL 等。

图表 37: TFT-LCD 成本构成



资料来源: SEMI, 东方财富证券研究所

下游客户对电子化学品认证流程复杂、时间较长(一般 1-2 年)。高端产品市场份额多为海外垄断, 国产化率较低。目前已有部分企业突破技术壁垒和认证壁垒, 通过下游客户认证。预计随着国内企业工艺技术的不断改进、专利布局逐渐完善, 电子化学品领域国产化替代市场空间巨大。

图表 38: 电子化学品高端产品仍为海外企业垄断

产品	海外主要生产企业
半导体光刻胶	陶氏、合成橡胶、东京应化、信越化学、富士电子材料、安智、东进等
TFT 混晶材料	德国默克、日本智索、日本油墨等
电子气体	美国气体化工、法国法液空、德国林德、日本日酸、美国普莱克斯

湿电子化学品	巴斯夫、东友化学、三菱化学、东京应化、森田化学、台湾联仕等
大硅片	日本信越、日本 Sumco、德国 Siltronic、美国 SunEdison、韩国 LG Siltron、台湾 Global Wafer
OLED 发光材料	红光 (UDC、陶氏、住友、日本东丽、默克、LG 化学)、绿光 (UDC、陶氏、住友、日本东丽、默克、日本出光兴产、三星 SDI 等)、蓝光 (出光兴产、保土谷化学、陶氏、JNC 等)
OLED 注入层及传输层材料	德山金属、LG 化学、三星 SDI、日本东丽、保土谷化学、出光兴产、陶氏化学、默克等

资料来源：东方财富证券研究所

图表 39：电子化学品国产化替代起步

产品	国内主要生产企业
半导体光刻胶	科华微电子、晶瑞股份
TFT 混晶材料	飞凯材料、诚志永华、北京八亿液晶
电子气体	巨化股份、南大光电、雅克科技、华特气体、金宏气体等
湿电子化学品	江化微、晶瑞股份、江阴润玛、上海新阳、飞凯材料等
大硅片	上海新阳、重庆超硅、浙江金瑞泓、洛阳麦克斯等
OLED 材料 (中间体、单体)	万润股份、西安瑞联、濮阳惠成、北京阿格蕾雅、吉林奥来德等

资料来源：东方财富证券研究所

3.2.2. 重点关注标的：飞凯材料

混晶有望以量补价快速增长。中电熊猫两条 8.6 代线，京东方合肥 10.5 代线预计今年上半年产能将爬坡至满产。惠科 8.6 代线、华星光电两条 11 代线、京东方武汉 10.5 代线、富士康 10.5 代线两年内将陆续投产。8 条高世代线稳定运行后带来液晶需求约 250t，较目前仍有约 70% 增长空间，预计 2019-2021 年国内混晶需求年平均增速约 20%。混晶国产化率已由 15 年不足 15% 提升至目前约 35%，预计 2-3 年内有望提升至 60-70%，到 2021 年国产液晶市场将翻倍增长，混晶销量仍有大幅提升空间。液晶面板价格自 17 年中起单边下行已跌至部分企业成本线，成本比拼将加速行业自发的竞争格局调整，预计大幅下降空间有限。液晶面板价格自 3 月份起止跌企稳，预计将适当缓解混晶降价压力，混晶厂商仍将能够通过以量补价快速扩张。

5G 商用推进加速有望带领光纤涂料市场走出阴霾。参考 4G 推进过程，19 年作为 5G 商用元年，合理推断 20-21 年应为 5G 产业主建设期，将带动基站、天线、光纤光缆等硬件需求快速增长。我们认为 20-21 年公司紫外固化涂覆材料业务有望复制 14-15 年的发展模式，预计销量仍有年均约 20% 增幅。考虑到公司近年来降价幅度较深，毛利率已回落至较低水平，预计价格继续下降空间有限。

布局 IC 先进封装材料，大陆市场份额将加速提升。子公司大瑞科技为国内封装锡球龙头，市占率约 7%，目前市场主要在台湾。宝山 158t/a IC 封装锡球项目投产后，预计将借助半导体产能大陆转移东风，加速锡球业务在大陆市场拓展。子公司长兴昆电是国内中低端 EMC 龙头，现有 EMC 产能 7200t，市占率约 7%。安庆合计 2 万 t/a 集成电路电子封装材料项目正在建设中，产能瓶颈逐步克服。随着半导体封测材料国产化加速 (目前约 30%)，以及公司产品逐步

高端化，预计市场份额仍有较大提升空间。

产品多点开花，材料综合平台逐步形成。公司研发费用率持续维持行业较高水平，新产品研发销售推进顺利。OLED 材料一季度已经开始销售，仍有 0.5t/a OLED 项目在建。5000t/a TFT 光刻胶项目预计 19 年年底投产。IC 制造封装领域，剥离液、清洗液、电镀液等多项产品稳定销售，产品品类仍在持续扩充。新产品毛利率较现有主业更高，放量销售后将大幅增厚公司利润。

2019 年下半年投资看点：19 年为国内液晶面板产能集中投产的一年，预计将带动上游材料市场大幅扩张。下游面板厂商出于成本考虑采用国内材料供应商比例提高，公司作为国内少数 TFT 混晶供应商之一，预计液晶材料销量大幅增长。

3.2.3. 重点关注标的：晶瑞股份

公司 2019 年 Q1 实现营收 1.93 亿元，同比+19.01%；实现归母净利润 578.77 万元，同比-37.67%。

超净高纯试剂拳头产品业内领先。超净高纯双氧水、氨水品质达到 SEMI G5 等级，已完成华虹宏力部分厂区测试，正在排队中芯国际测试。18 年年初通过收购江苏阳恒，成功打通电子级硫酸上游，电子级硫酸引入三菱化学技术，9 万吨电子级硫酸项目建设完成后，有望快速实现技术突破放量销售。

I 线光刻胶开始稳定供货。“i 线光刻胶产品开发及产业化”02 专项课题结题并已实现量产，具备一线晶圆厂的供货能力，目前已取得中芯国际天津、扬杰科技、福顺微电子的供货订单，在上海中芯、深圳中芯等知名半导体厂进行测试。公司自 93 年起即开始研发光刻胶产品，工艺国内领先。

眉山项目进展稳定，新增产能保障长期增长。公司眉山新建年产 8.7 万吨光电显示、半导体用新材料项目。目前已取得项目用地，并取得眉山市环评批复，目前处于项目建设的前期准备过程中。项目建成后，将进一步完善区域布局和产品结构布局，将显著增厚公司业绩。

2019 年下半年投资看点：受益于 19 年面板产能和晶圆产能投放加快，湿电子化学品和光刻胶需求增长提速。i 线光刻胶订单量大幅增加，G5 双氧水已完成华虹宏力部分厂区测试销量稳定增长。上游原材料价格同比下降明显，有望增厚盈利能力。

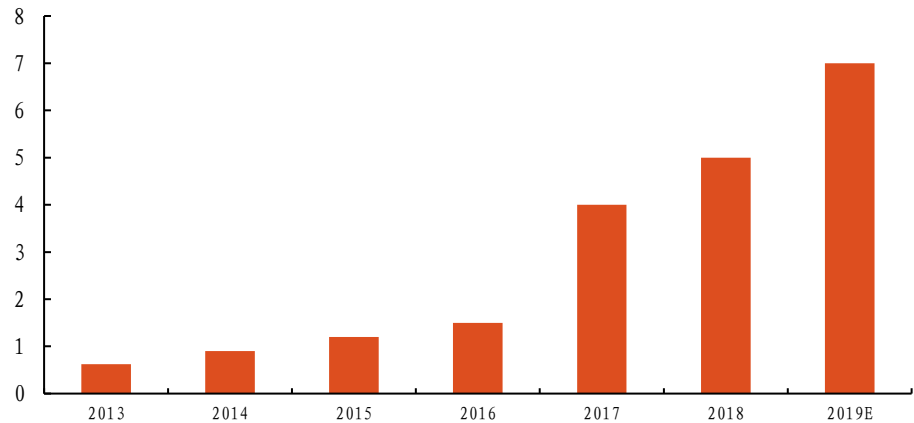
3.2.4. 重点关注标的：再升科技

公司是国内全产业链布局的微玻纤行业龙头，充分受益洁净和节能市场需求爆发。掌握核心的玻纤棉资源优势，成本优势（玻纤棉生产位于宣汉，气源稳定，气价便宜）。通过横向纵向产业链拓展，行业龙头地位夯实，通过持续扩产逐步克服产能瓶颈。**借助于国内近几年面板厂和晶圆厂建厂高峰的窗口期，过滤材料国产化进度有望加快，销量快速提升。**

产能投放顺利，业绩同比高增。扩建 2.5 万吨高性能玻璃微纤维建设项目已于 17 投产，18 年玻纤棉实际产出约 5 万吨，较 17 年增加约 2.5 万吨。新建 2.5 万吨项目基本建设完成，预计 19 年玻纤棉产出将达到 7 万吨左右。干净空气领域，18 年新型高效空气滤料扩建项目顺利投产，滤纸实际产出 6000-7000 吨，较 17 年增加 1000 多吨。年产 4.8 万台民用/商用/集体防护空气净化单元建设项目正在稳步推进，民用/商用过滤器领域有望获得突破。高

效节能领域，5000 吨/年干法芯材项目已投产，高效无机真空绝热板衍生品项目仍在建设中，预计 19 年保温材料产出将大幅提升。高比表面积电池隔膜建设项目已于年底投产，开始逐步贡献业绩。产能稳定释放带动 Q1 业绩表现靓丽。

图表 40：微纤维玻璃棉产能快速增长（万吨）



资料来源：公司公告，东方财富证券研究所

洁净和节能领域需求仍处高速增长窗口期。 干净空气领域：19-20 年国内仍有 5 条高世代产线将建成投产，新建及替换市场需求仍有较大提升空间，同时受益于材料国产化替代加速，有望通过提高在悠远净化设备中的滤纸自供比例，实现在电子厂新建厂项目上的快速拓展。高效节能领域：目前每台冰箱 VIP 板成本较聚氨酯材料约高出 20-30 元，随着干法芯材占比逐步提升，VIP 板成本仍有下降空间，渗透率的提升预计将带动行业规模快速增长。

联手 MP 公司，AGM 隔板欧美市场有望快速拓展。 MP 公司作为全球 PE 电池隔板领先的企业，在欧美市场拥有深厚的渠道资源和品牌知名度。公司此次与 MP 公司达成 AGM 隔板在欧美地区的长期排他性独家销售框架协议，MP 公司将协助公司 AGM 隔板销往欧美等主要市场，并争取达到备忘录约定的目标销售量。此次合作一方面有助于协助公司快速拓展欧美启停电池高端市场，一方面也有利于公司不断改善和提升产品品质。

2019 年下半年投资看点： 市场需求较好，产销稳定增长，业绩增长确定性较高。

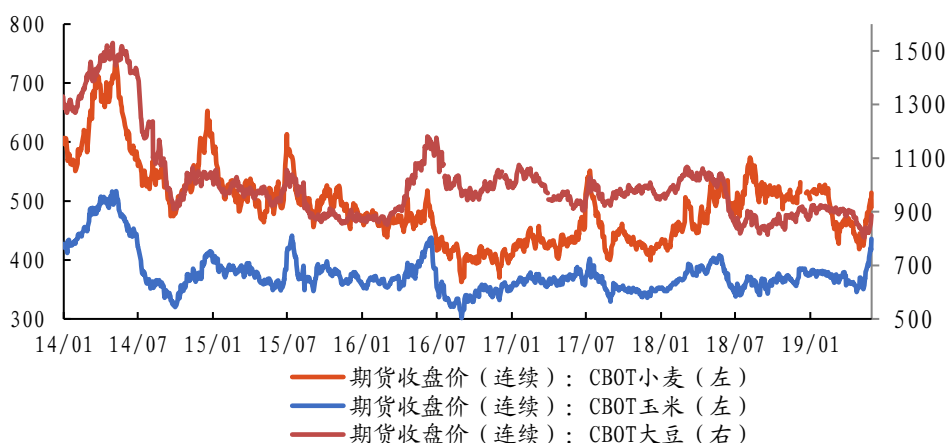
4. 投资主线二：关注供需格局加快重塑的农药板块

投资逻辑： 内外需整体仍较疲弱，短期内化工行业景气度仍难见好转。我们认为农药行业需求相对来说周期性较弱，受宏观经济的影响相对较弱。近期化工安全事件频发，对农药和染料板块的供给影响较大，农药行业产品品种较多，企业数量较多，此轮供给格局重塑将显著提升行业集中度，龙头企业优势将持续强化。

4.1. 需求端：农产品价格快速上涨，利好高端农药需求

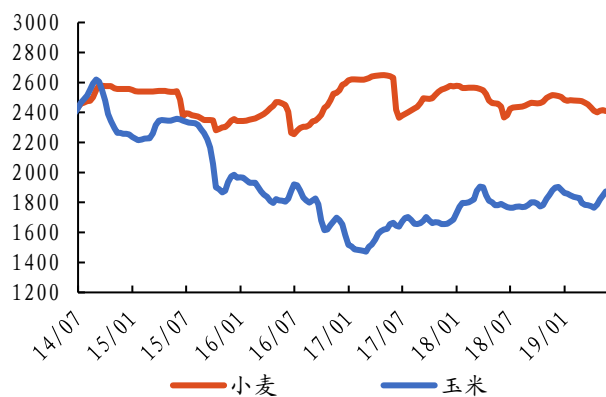
主要农产品价格自 12 年以来历经长时间持续下跌，15 年底至 17 年初，主要农产品价格陆续见底回升。二季度以来受国际贸易形势影响，主要农产品价格快速上涨，小麦/玉米/大豆期货五月份平均收盘价分别较四月份平均收盘价上涨 1.89%/6.51%/-5.5%。国内玉米、大豆价格上涨明显，截至 5 月 20 日，价格分别为 1873/4031 元/吨，同比分别上涨 5.16%/5.24%。我们认为农产品价格企稳回升有利于提高农民种植积极性，农药需求预计稳定增长。

图表 41：全球农产品价格快速上涨（美分/蒲式耳）



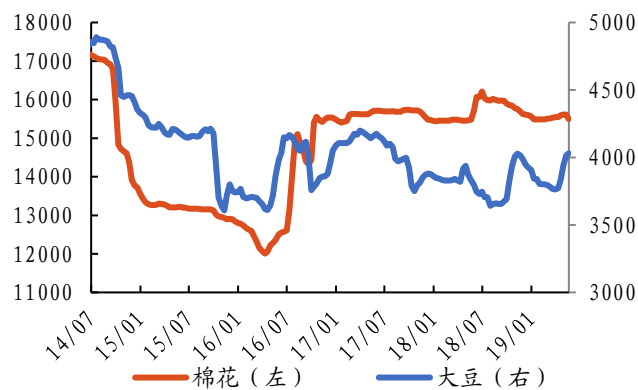
资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 42：国内主要农产品价格稳步回升（元/吨）



资料来源：choice，东方财富证券研究所

图表 43：国内主要农产品价格稳步回升（元/吨）



资料来源：choice，东方财富证券研究所

4.2. 供给端：“321 事件”加速农药行业供给格局重塑

3 月 21 日下午，江苏省盐城市响水县陈家港镇化工园区江苏天嘉宜化工有限公司苯储存罐发生严重爆炸，事故造成 78 人遇难，并波及周边 16 家企业。鉴于本次事故的严重影响，盐城市决定关闭响水化工园区，江苏省也出台政策重拳整治化工安全生产。

图表 44: 响水园区主要农药及中间体产品对应上市公司产能情况

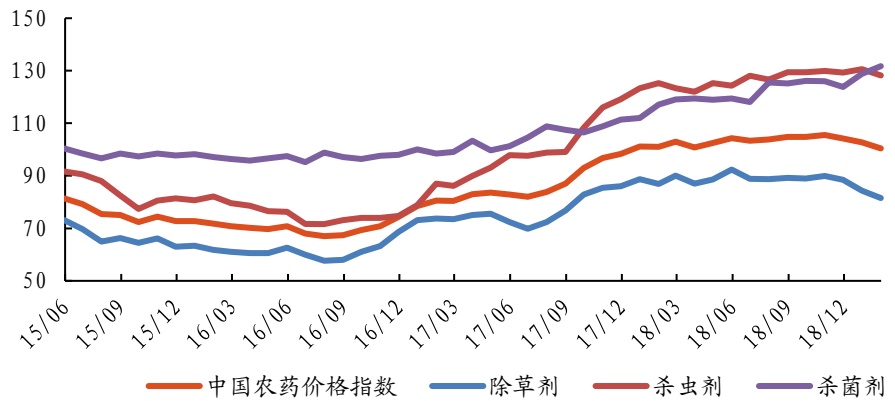
企业	核心产品	产能 (吨)	产能占比	受益公司	产能 (吨)	产能占比
江苏联化	联苯菊酯	1500	33%	扬农化工	800 (各类菊酯 8100 吨)	17%
				辉丰股份	1000	22%
江苏联化	氯苯甲腈	10000		百傲化学	3000 (四月份投产 7000 吨)	
盐城联化		7500				
响水威尔化工	CCMP	1200	6%	海利尔	2500	13%
				长青股份	3000	16%
响水威尔化工	啉虫脒	400		海利尔	1200	
响水中山生物	硝磺草酮	3000		利民股份	1000	
响水中山生物	异丙甲草胺	10000		长青股份	3000	
江苏裕廊化工	草甘膦	20000	2.8%	新安股份	80000	11%
				扬农化工	30000	4%
				广信股份	30000	4%
江苏裕廊化工	丙烯酸	200000	7.5%	卫星石化	480000	18%
				万华化学	300000	11%
				华谊集团	160000	6%
江苏裕廊化工	丙烯酸酯	100000	12.4%	万华化学	180000	14.5%
				华谊集团	300000	24.2%
盐城南方化工	烯草酮	1200	11%	先达股份	1100	10%
				辉丰股份	1000	9%
				长青股份	1000	9%
江苏绿利来股份	乙草胺	20000	20%	江山股份	10000	10%

资料来源: 公司公告, 东方财富证券研究所

2017 年江苏省农药原药产量占全国总产量比例为 33%, 江苏省作为农药大省, 事故发生后的整治行动对农药的供给格局影响力度大而深远。响水事件直接影响到的农药品种包括联苯菊酯、吡虫啉等。长期来看, 江苏省对农药新建项目提出了更为严苛的要求, 要求新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元, 禁止新/扩建农药、医药、染料中间体项目。同时要求对全省 50 个化工园区全面评价, 根据评价结果压减至 20 个左右。我们认为严格的监管政策限制了规模小安全环保不达标的小企业的产能扩张, 龙头企业在新项目批复上更具优势; 另一方面提高了存量企业的安全环保成本, 前期投入较大运行规范的龙头企业将享受高标准下的价格红利。

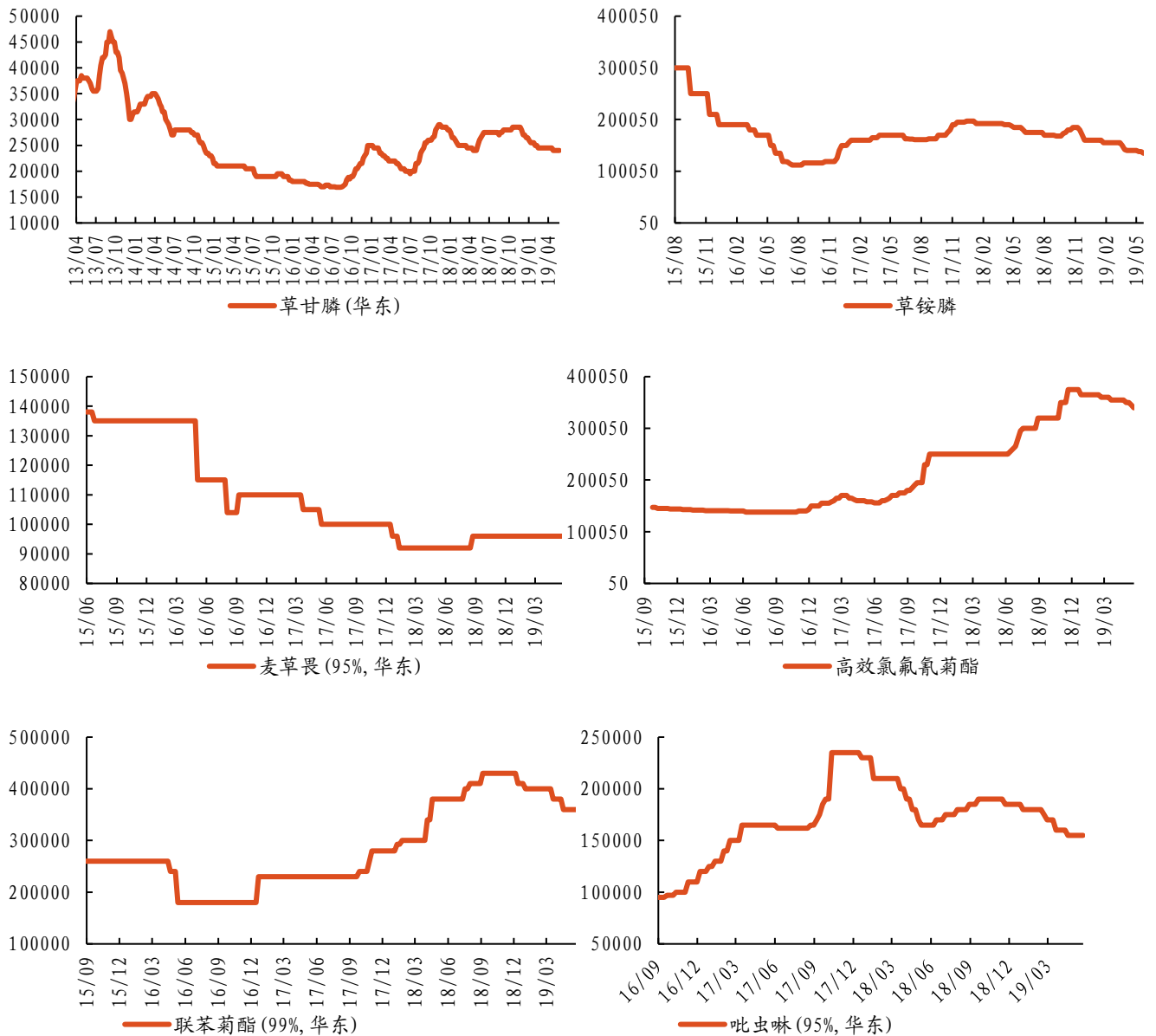
我们跟踪的部分重点农药品种中, 价格一季度略有下滑, 其中菊酯类产品目前价格仍处历史较高分位; 草甘膦、吡虫啉价格高位回落, 目前较为稳定; 麦草畏价格持续较为稳定, 草铵膦价格持续回落后预计逐步接近价格底部。我们认为当前的监管形势下, 供给的显著压紧、安环环保成本的提升对产品价格有一定支撑作用, 龙头企业仍有望凭借价稳量增实现业绩稳定增长。

图表 45: 农药价格指数维持高位



资料来源: 中国农药工业网, 东方财富证券研究所

图表 46: 部分农药价格变化 (草甘膦、草铵膦、麦草畏、菊酯) (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

4.3. 重点关注标的：扬农化工

菊酯景气有望延续，新产品吡唑醚菌酯开始贡献业绩，麦草畏预期量价维稳。受 3.21 响水爆炸事故影响，菊酯及中间体厂家再次停产（主要影响联苯菊酯）。预计化企安全环保整治力度将持续加强，公司凭借自产中间体优势，菊酯产品高景气有望维持。且公司长单占比较高，预计菊酯销售价格稳定，价格中枢有望小幅上移。优嘉二期 1000 吨吡唑醚菌酯于 18 年底投产，19 年稳定贡献业绩。受中美贸易战影响，18 年 Q4 及 19 年 Q1 麦草畏销量受影响较大，我们认为贸易战对麦草畏销量的影响已经体现较为充分，后续在抗麦草畏转基因作物稳定推广及草甘膦复配需求支撑下，预计 19 年麦草畏销量将较为稳定。

优嘉三期、四期项目稳步推进，保障长期增长。优嘉三期项目预计 19 年全面推进，19 年底有望开始逐步释放产能，完全投产后新增菊酯等杀虫剂 11475 吨，苯磺隆等除草剂 1000 吨，丙环唑等杀菌剂 3000 吨。同时计划投资 4.3 亿元建设优嘉四期项目，包括 3800 吨联苯菊酯、120 吨卫生菊酯、1000 吨氟啶胺杀菌剂等产品。项目投产后在扩充现有产能的同时，极大地丰富了公司产品体系，长期增长可期。

2019 年下半年投资看点：菊酯产品维持高景气，优嘉三期产品陆续投产。

4.4. 重点关注标的：利尔化学

广安项目陆续投产，业绩有望维持快速增长。10 月份完成可转债发行，募集资金 8.52 亿用于建设广安基地 1000 吨丙炔氟草胺、10000 吨草铵膦、1000 吨氟环唑项目。丙炔氟草胺项目已于 10 月全面投产，草铵膦项目 18 年底投入试生产，受安全事故影响投产延后。1000 吨氟环唑项目预计 19 年年中将投产。氟代吡啶类除草剂仍有大量在建产能，规模优势持续扩大。同时公司启动 15000 吨/年甲基二氯化磷、2000 吨/年含磷阻燃剂、3000 吨/年 L-草铵膦原药生产线建设，项目总投资 10 亿元，预计于 2020 年后逐步投产。产能循序扩张为公司长期业绩增长提供了保障。

草铵膦价格下滑叠加广安项目进度延后，业绩短期下滑不改成长本色。公司预计 19 年 Q1 归母净利润 5780.35-9248.55 万元，同比下滑 20%-50%。年初以来草铵膦均价 15.71 万元/吨，较 18Q1 均价下降 18.35%。同时广安基地项目投产延后尚未放量，拖累一季度业绩短期下滑。虽然目前全国草铵膦在建产能较多，但我们认为草铵膦技术、安全、环保门槛较高，实际达产产能仍有不确定性。同时草铵膦对百草枯的替代以及与草甘膦混配需求空间仍较大，产能对价格的冲击将处于合理区间。另外公司改进了草铵膦生产工艺，成本较国内主流的格式-Strecker 法大幅降低，草铵膦盈利能力仍有保障。公司以量补价的增长逻辑仍然成立。

2019 年下半年投资看点：预计下半年广安项目将逐步投产贡献业绩；草铵膦价格止跌企稳。

5. 投资主线三：严监管下园区及产业链一体化优势凸显

投资逻辑：严监管常态下，主要化工大省陆续发布了化工园区管理办法，对化工园区的认定、园区外企业的搬迁入园、关停，新建项目的审批等各方面

提出了严格要求。未来随着园区数量进一步大幅压减，化工园区预计将“一票难求”。“园区资源”“全产业链优势”将成为化工企业核心竞争力，产能指标、资源预计将明显向产业链一体化龙头企业集中，强者恒强逻辑再度强化。

5.1. 化工园区整治力度升级，中长期供给格局不断优化

为打好污染防治攻坚战，全面淘汰退出落后低端化工产能，整治化工园区和企业的环境污染等问题，全国各省市陆续发布化工园区治理政策，涉及化工园区认定、禁止新增化工园区、严格限制新建项目审批等内容。以化工大省江苏和山东为例，

江苏：江苏省作为化工大省，全省约有 50 个化工园区，分布着大小 5000 余家化工企业，以农药、医药、染料中间体企业为主。2017 年江苏省农药原药产量占全国总产量比例为 33%，染料产能占比约为 16%。19 年 4 月初，江苏省政府办公厅发布《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》。方案提出，沿江及太湖区域企业、人口密集区域危化品企业、园区外企业、规模以下企业将成为排查和整治重点，计划到 2020 年底，全省化工生产企业数量减少到 2000 家，到 2022 年减少至 1000 家以内。新增产能方面，从规划、投资、技术、质量、安全、环保、能耗、用地等方面全面提高准入门槛，要求新建化工项目原则上投资额不低于 10 亿元，禁止新/扩建农药、医药、染料中间体项目。全省不新增化学农药生产企业，园区外企业只允许在原有产品种类不增、产能规模不变、排放总量不增的前提下，进行项目升级改造。方案要求对全省 50 个化工园区全面评价，根据评价结果压减至 20 个左右。被取消化工园区定位的区域严禁新建化工项目；保留的化工园区，要依托龙头企业强化和完善产业链。

山东：山东省化工产业规模大，园区数量多，截至 2016 年底山东省拥有各类化工园区 199 个，全省化工企业约有 8000 多家，但入园率仅为 37%。2017 年山东省出台政策实施总量控制，全省化工园区、专业化工园区总量分别控制在 75 家以内、10 家以内，到达该上限后，确有必要增设的，按照“撤一建一”的原则办理。2017 年 10 月和 2018 年 1 月，山东省政府相继发布《山东省化工园区认定管理办法》和《山东省专业化工园区认定管理办法》，对园区的规划布局、公用基础设施、安全生产、环境保护、经济发展等方面进行细化打分，被称为“史上最严认定标准”！目前山东省已公布了第三批共计 65 个化工园区、7 个专业化工园区认定名单。对于没有重新认定为园区的老园区，以及不能被认定为园区的，不得新上、扩建或新增化工产能项目。对于不准进园区的企业，若企业规模大，符合国家产业政策，可认定为下一步的重点监控点，按照单体园区进行管理。未被评为重点监控点、不在园区内的企业，不得新增项目。在新的一轮评级评价工作当中，评级为差且经过整改仍然达不到要求的，将被坚决有序关停。

我们认为各地区园区整治力度坚决，尤其是响水事件发生后，地方政府对化工园区的安全化生产极为关注。化工园区预计将“一票难求”，率先入园、安全环保规范的企业优势明显。且园区内要求逐步淘汰非产业链化项目，未来产能指标、资源预计将明显向产业链一体化龙头企业集中，强者恒强逻辑再度强化。

5.2. 重点关注标的：万华化学

MDI 价格波动、贸易战影响有限，成本优势、全球产能布局打造高竞争壁

垒。受贸易战和内需疲弱影响，5、6 月份 MDI 价格承压，万华中国地区 6 月份聚合 MDI 分销市场挂牌价 14500 元/吨，比 5 月份价格下调 4500 元/吨。但我们认为 MDI 价格在年初的低位水平下，下游需求支撑比较强；且叠加 5 月底部分装置检修，后续价格大幅下跌空间有限。万华目前拥有 MDI 产能 210 万吨，未来仍有计划提升至 330 万吨，单套装置最大做到 110 万吨，单吨投资远低于竞争对手，规模化园区化保障了公司在 MDI、TDI 等产品景气下行部分企业亏损的情况下仍能保持稳定盈利。万华通过亚洲、美国、欧洲三个市场的生产基地，实现全球化布局。收购匈牙利 BC 公司，同时计划在美国建设 40 万吨 MDI 产能，全球化的产能布局将有助于公司缓解贸易形势不稳定对销售的影响。

拓展石化和精细化学品业务，综合成本优势进一步强化，业绩受单一产品波动影响减弱。一期 7 万吨/年聚碳酸酯装置已于 2018 年初投产，二期项目预计 2019 年底投产。一期 8 万吨/年 PMMA 项目于 2019 年初一次性开车成功并产出合格产品。另外，公司依托自身低成本 LPG 采购优势，投资 168 亿元建设乙烯项目，计划到 2021 年一季度建成投产。包括年产 100 万吨乙烯以及丙烯等中间产物，并深加工生产 40 万吨聚氯乙烯、15 万吨环氧乙烷、45 万吨 LLDPE、30 万吨环氧丙烷和 65 万吨苯乙烯、5 万吨丁二烯等下游产品。石化项目投产后，将与聚氨酯业务、精细化学品业务形成深度协同，园区综合加工成本进一步下降。

2019 年下半年投资看点：化工行业供给侧改革核心受益标的，MDI 价格企稳，新材料项目投产贡献业绩。

5.3. 重点关注标的：华鲁恒升

依托水煤浆气化技术，煤气化平台成本优势持续强化。公司依托核心的水煤浆气化技术，形成了涵盖化肥、醋酸、多元醇、有机胺、己二酸等多业务的“一头多线”协同发展的产业链。现有产能包括化肥 265 万吨、DMF 25 万吨、醋酸 50 万吨、丁辛醇 20 万吨、乙二醇 50 万吨。生产过程中可灵活调节不同产品开工，实现资源最优配置。公司作为行业内公认的成本控制最优企业，保障了行业低谷期间仍能保持稳定盈利。50 万吨/年乙二醇项目已于 2018 年 10 月投产，质量达到聚酯级别，目前装置稳定运行。

拟投建项目保障长期业绩增长。公司拟投资建设 30 万吨己内酰胺、20 万吨甲酸、20 万吨尼龙 6、16.66 万吨精己二酸并配套环己醇等项目。新项目将依托煤气化平台优势，产业链进一步延伸，保障未来长期增长。

2019 年下半年投资看点：化工行业供给侧改革核心受益标的，产品价格企稳，乙二醇产销同比大幅提升。

5.4. 重点关注标的：鲁西化工

园区化、产业链一体化优势逐步凸显。公司从最初合成氨氮肥企业，借助煤制合成气原料平台不断拓展产业链，目前已经发展成涵盖煤化工、盐化工、氟硅化工、新材料的综合化工集团，通过“一体化、集约化、园区化、智能化”的园区发展之路，实现从化肥转向化工、从基础化工向化工新材料的转型。园区内配套了污水处理、热电联产等配套公用工程，产业链高度协同带来的成本优势为公司长期发展打下了基础。

新项目投产顺利，有望通过以量补价保障业绩。2018 年公司己内酰胺二期、聚碳酸酯二期、合成氨、气化炉、双氧水、尼龙 6 等项目顺利投产，新

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

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

投资建议的评级标准：

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

股票评级

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

行业评级

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

免责声明：

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

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

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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

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

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

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

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