

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50588666-8012

行业景气高点已过, 安全与环保监管有望重塑供给端

——基础化工行业半年度策略

证券研究报告-行业半年度策略

同步大市 (维持)
盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年06月14日

公司简称	19EPS	20EPS	19PE	评级
浙江龙盛	1.72	1.9	8.98	买入
桐昆股份	1.51	1.91	8.77	买入
扬农化工	3.47	4.07	15.27	增持

基础化工相对沪深300指数表现

相关报告

- 1 《基础化工行业月报: 油价大幅下跌, 关注需求具有保障的子行业》 2019-06-12
- 2 《基础化工行业月报: 贸易冲突导致行业不确定性加大, 关注需求稳定的子行业》 2019-05-14
- 3 《基础化工行业月报: 行业监管力度加强, 利好一体化龙头企业》 2019-04-10

联系人: 李琳琳
电话: 021-50588666-8045

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号18楼

邮编: 200122

投资要点:

- 2018年下半年以来, 受原油价格下行以及需求下滑等因素影响, 化工产品价格回落幅度较大, 行业收入、利润增速亦呈现下滑态势。一季度中信基础化工板块整体毛利率为21.21%, 环比下降0.80个百分点, 盈利能力连续五个季度下滑。2018年下半年以来, 化工行业固定资产投资增速开始出现上行, 且多为龙头企业扩产。未来行业供给面预计将逐步宽松, 集中度进一步提升。未来化工行业需求面仍存在下行压力, 难有整体性投资机会, 未来行业投资的机会以结构性机会为主。
- 我国染料行业近年来环保监管力度明显提升, 推动行业供给持续收缩。目前染料行业供给呈现寡头垄断的格局, 在未来环保政策持续收紧的态势下, 行业集中度有望持续提升。下游纺织服装领域的需求则有望保持稳定增长, 保障染料需求。受响水化工园区爆炸事故以及江苏省省化工行业安全生产整治影响, 未来染料行业供给将维持紧张态势, 推动行业景气持续提升。
- 经历了多年产能过剩的低迷期之后, 2014年开始PTA行业供需格局开始发生积极变化, 行业供需格局持续好转。PTA下游需求主要用于涤纶生产, 近年来需求保持了稳定增长方面。我国对上游PX长期以来一直依赖进口, 导致产业链下游盈利受到压制。随着我国民营炼化产业的快速发展, 未来PX产能将出现较大幅度的扩产, 从而推动产业链盈利重心的下移, 下游PTA以及涤纶领域盈利有望提升。
- 2016年以来全球及我国农药行业景气自底部开始逐步复苏。目前全球农产品价格处于底部区域, 未来价格有望底部回升, 推动农药需求的增长。在我国化工行业安全环保监管趋严的长期趋势下, 农药行业供需格局有望继续好转, 推动景气持续提升。
- 我国是全球电子产业大国, 对集成电路及上游电子化学品需求旺盛, 进口替代的空间广阔。在国家政策、资金的大力支持下, 我国集成电路及配套的电子化学品产业有望迎来大发展。国内电子化学企业有望迎来市场突破, 带来业绩的快速增长。
- 维持行业“同步大市”的投资评级。投资策略上建议关注染料、PTA、农药以及电子化学品行业。

风险提示: 宏观经济大幅下滑; 环保安全监管力度低于预期; 系统性风险。



内容目录

1. 上半年化工行业回顾	4
1.1. 化工行业景气高点已过，行业利润开始下滑	4
1.2. 一季度盈利总体上行，子行业盈利能力分化明显	5
1.3. 化工行业 2019 年下半年展望	5
1.3.1. 投资增速开始上行，龙头企业出现扩产态势	5
1.3.2. 需求存在下行压力，消费刺激政策出台	6
1.3.3. 安全环保监管升级，化工行业供给端有望迎来新一轮重整	7
2. 安全环保监管升级，染料及中间体供给将进一步收紧	9
2.1. 染料行业呈现寡头垄断格局，供给持续收缩	9
2.2. 下游纺织服装保持稳定，保障染料需求	10
2.3. 安全环保监管升级，染料行业景气有望保持高位	11
3. 受益上游扩产，PTA 盈利有望提升	13
3.1. PTA 需求有望保持稳定	13
3.2. 上游 PX 扩产有望提升 PTA 盈利	13
4. 需求复苏、环保收紧，农药行业有望迎来增长	15
4.1. 粮食价格提升有望带动农药需求复苏	15
4.2. 安全环保升级推动供给收缩，农药龙头有望受益	15
5. 芯片国产化推动电子化学品需求	16
5.1. 我国电子化学品需求旺盛	16
5.2. 政府扶持与产业转移推动电子化学品加速国产化	17
6. 投资策略与重点公司	19
6.1. 维持行业“同步大市”的投资评级	19
6.2. 行业投资主线	19
6.3. 重点公司	20
7. 风险提示	20

图表目录

图 1: GDP 增长态势	4
图 2: 工业增加值同比增速	4
图 3: 化学原料及制品业收入利润增速	4
图 4: 化学行业 PPI 指数	4
图 5: 中信基础化工板块单季度毛利率（整体法）	5
图 6: 化工各子行业毛利率环比变化	5
图 7: 化工各子行业净利率环比变化	5
图 8: 化学原料及制品业固定资产投资增速	6
图 9: 房地产新开工面积与销售面积累计增速	6
图 10: 房地产投资累计增速	6
图 11: 汽车产量累计增速	7
图 12: 彩电、空调产量增速	7
图 13: 冰箱、洗衣机产量增速	7
图 14: 布产量累计增速	7
图 15: 分散染料生产竞争格局	10



图 16: 活性染料生产竞争格局.....	10
图 17: 我国分散染料产能及开工率.....	10
图 18: 我国活性染料产能及开工率.....	10
图 19: 纺织服装业主营收入.....	11
图 20: 化纤产量累计同比.....	11
图 21: 我国涤纶长丝表观消费量.....	13
图 22: 我国涤纶长丝产能产量.....	13
图 23: 我国纺织服装零售额.....	13
图 24: 我国纺织服装出口态势.....	13
图 25: 我国 PTA 产能及产量.....	14
图 26: PX 价格走势.....	14
图 27: PTA 产品价差走势.....	14
图 28: 我国农药行业自 2017 年开始复苏.....	15
图 29: 世界粮食价格指数.....	15
图 30: 部分农产品价格开始上行.....	15
图 31: 我国农药产量下滑.....	16
图 32: 农药板块毛利率 2017 年以来大幅提升.....	16
图 33: 我国电子制造业维持较快增长.....	17
图 34: 主要电子化学品市场增速.....	17
图 35: 我国集成电路进口情况.....	17
图 36: 半导体材料市场构成.....	18
图 37: 我国半导体材料市场情况.....	18
图 38: 化工行业整体估值.....	19
图 39: 中信一级行业估值对比.....	19
表 1: 近年来我国出台主要环保政策与文件.....	7
表 2: 江苏省主要化工产品占全国产能比例.....	9
表 3: 近年来染料行业整顿及关停企业.....	11
表 4: 响水化工园区涉及化工品种及产能.....	12
表 5: 2014 年以来地方政府对集成电路产业的扶持政策.....	18
表 6: 化工行业 2019 年中期投资策略.....	20
表 7: 重点公司估值分析表.....	20



1. 上半年化工行业回顾

1.1. 化工行业景气高点已过，行业利润开始下滑

受内需增长乏力、金融去杠杆、中美贸易摩擦等多方面因素影响，2018年以来我国宏观经济面临较大的下行压力。2019年以来，宏观经济整体下行压力依然较大。今年第一季度我国的GDP增速为6.4%，增速较2018年一季度下降0.4个百分点。从工业增加值来看，前4月份全国规模以上工业增加值同比增长6.2%，增速同比下降0.7个百分点，环比下降0.3个百分点。前4月份化学原料及化学制品制造业工业增加值累计同比增长5.0%，增速同比提升1.3个百分点，环比下降0.5个百分点。

图1: GDP增长态势



资料来源：中原证券、wind

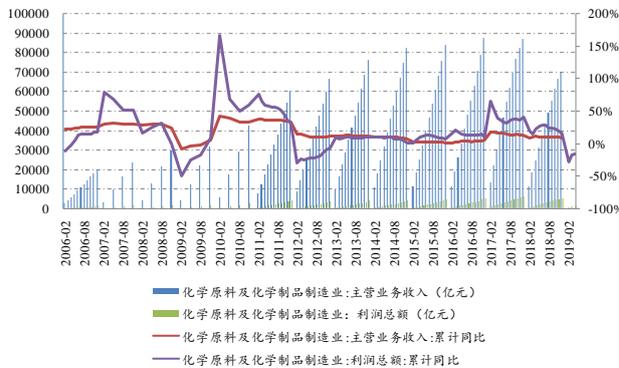
图2: 工业增加值同比增速



资料来源：中原证券、wind

2016年下半年以来，随着供给侧改革的推进，加上国际油价的反弹，化工品价格开始持续414上涨，化工行业收入、利润增速均出现回升。2018年下半年以来，受原油价格下行以及需求下滑等因素影响，化工产品价格回落幅度较大，行业收入、利润增速亦呈现下滑态势。2018年全年，化学原料及化学制品制造业共实现营业收入70147.5亿元，同比增长9.1%，实现利润总额5146.2亿元，同比增长15.9%，增速自8月份以来持续下行。2019年前4月，化学原料及化学制品制造业实现利润总额1345.1亿元，同比下滑16%。

图3: 化学原料及制品业收入利润增速



资料来源：中原证券、wind

图4: 化学行业PPI指数



资料来源：中原证券、wind

从行业盈利能力来看，一季度中信基础化工板块整体毛利率为21.21%，同比下降1.79个百分点，环比下降0.80个百分点，盈利能力连续五个季度下滑。化工行业盈利能力的下行主要



受化工产品价格下跌所致。2018年下半年以来化工产品价格出现较大幅度回落，推动了行业整体毛利率与利润的下行。

图5：中信基础化工板块单季度毛利率（整体法）



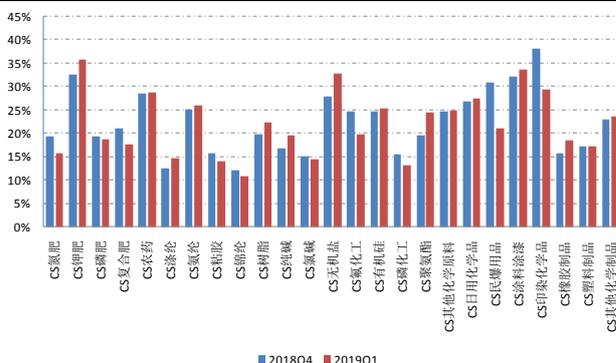
资料来源：中原证券、wind

1.2. 一季度盈利总体上行，子行业盈利能力分化明显

分板块看，受益于年初以来的化工品价格上涨，2019年一季度化工各子行业的盈利能力总体呈现上行态势，但个板块分化明显。从上市公司的财务数据来看（剔除不可比数据），25个中信子行业中，15个子行业的毛利率环比有所提升。其中聚氨酯、无机盐、钾肥、纯碱和橡胶制品行业的毛利率提升幅度较大，分别提升4.88、4.79、3.16、2.77和2.72个百分点。民爆用品、印染化学品、氟化工、复合肥和氮肥等行业的毛利率下滑幅度较大，分别下降9.75、8.76、4.95、3.59和3.56个百分点。

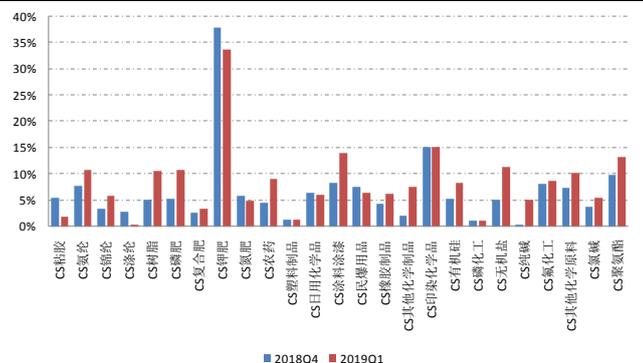
净利率方面，25个中信子行业中，17个子行业的净利率环比提升。其中无机盐、树脂、涂料油漆、其他化学制品、磷肥板块环比提升幅度较大，而复合肥、粘胶、涤纶、民爆用品等行业环比下滑幅度较大。（由于2018年4季度部分公司计提了大额资产减值准备，因此在统计时剔除了部分公司）

图6：化工各子行业毛利率环比变化



资料来源：中原证券、wind

图7：化工各子行业净利率环比变化



资料来源：中原证券、wind

1.3. 化工行业 2019 年下半年展望

1.3.1. 投资增速开始上行，龙头企业出现扩产态势

从行业固定资产投资来看，由于2011年以来行业产能持续过剩，景气度逐步下滑，2012



年以来行业固定资产投资增速不断放缓，2015年开始呈现负增长态势，推动了行业供给的改善和景气的上行。2018年下半年以来，化工行业固定资产投资增速开始出现上行。2019年1-4月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资同比增速为5.5%，同比提升5.8个百分点。随着行业固定资产投资的提升，未来行业供给面预计将逐步宽松。从上市公司在建工程来看，化工企业的固定资产投资主要为龙头企业的扩产，未来行业的集中度将进一步集中于龙头企业。

图8: 化学原料及制品业固定资产投资增速

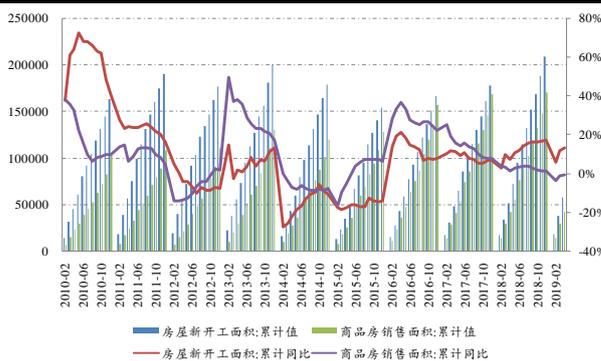


资料来源：中原证券、wind

1.3.2. 需求存在下行压力，消费刺激政策出台

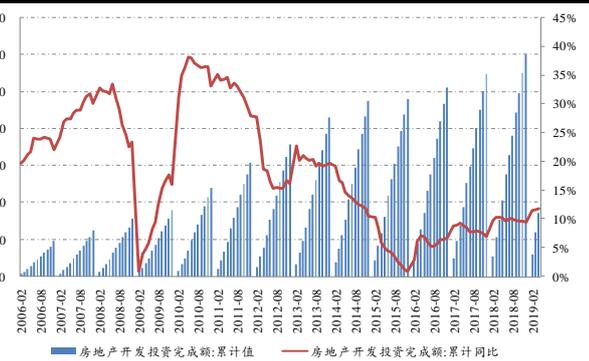
从下游需求来看，化工行业下游需求仍呈现下滑态势。从房地产领域的数据来看，今年前4月，房地产开工和销售面积分别为5.86亿平方米和4.21亿平方米，同比增长13.1%和下滑0.3%，新开工面积增速保持在较高水平，但销售面积呈现下滑态势，两数据出现明显背离。房地产固定资产投资增速方面，今年前4月，房地产固定资产投资3.42万亿元，同比增长11.9%，同比提升1.6个百分点。由于房地产销售数据的持续下行，未来房地产开工数据存在较大的下行的压力。因此未来房地产领域的需求存在一定压力。

图9: 房地产新开工面积与销售面积累计增速



资料来源：中原证券、wind

图10: 房地产投资累计增速



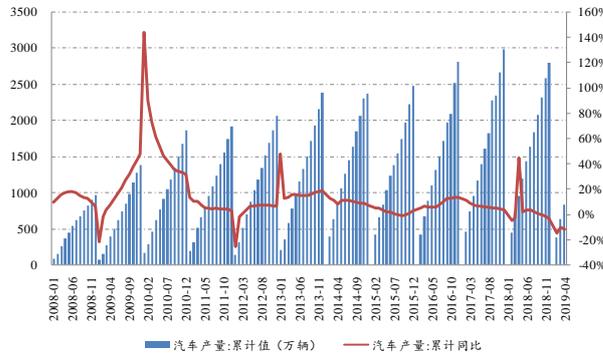
资料来源：中原证券、wind

2018年下半年以来，我国汽车行业景气快速下行，产销量大幅下滑，2019年以来仍延续了下行的态势。今年1-4月，我国汽车累计产量832.4万辆，同比下滑11.8%，预计将对汽车相关领域的化学品需求带来较大压力，如涂料、车用改性塑料等；家电方面，今年1-4月我国彩电产量6206.7万台，同比增长7%；空调产量7546.5万台，同比增长12.5%；冰箱产量2615万台，同比增长4.1%；洗衣机产量2395.9万台，同比增长3.9%。总体来看，家电需求保持



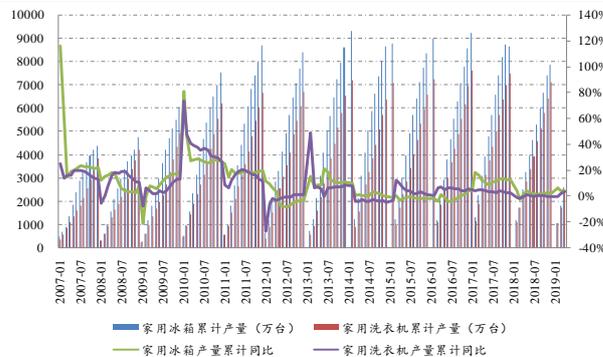
平稳增长，有望对化工品需求带来一定支撑。纺织服装方面，1-4月布产量147.5亿米，同比增长0.9%，纱产量846.6万吨，同比增长0.8%，增速保持稳定。总体而言，房地产、家电、纺织等相关领域的需求保持稳定，汽车领域需求有所下滑。

图 11：汽车产量累计增速



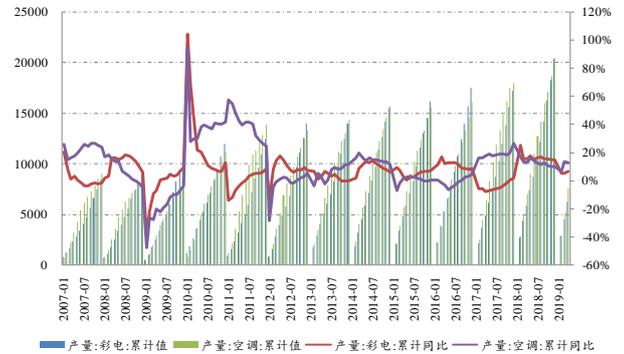
资料来源：中原证券、wind

图 13：冰箱、洗衣机产量增速



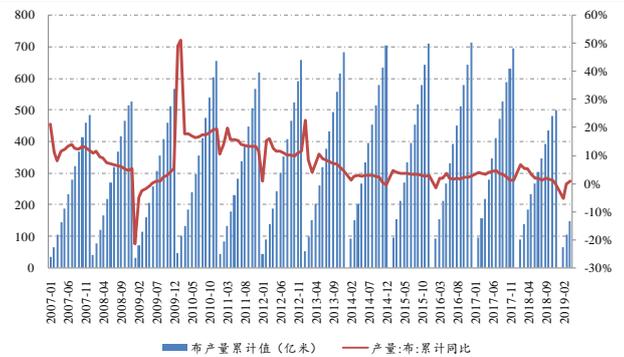
资料来源：中原证券、wind

图 12：彩电、空调产量增速



资料来源：中原证券、wind

图 14：布产量累计增速



资料来源：中原证券、wind

1.3.3. 安全环保监管升级，化工行业供给端有望迎来新一轮重整

近年来我国环保领域各类政策密集出台，从具体的防治目标、处罚措施，问责机制等各方面进行了全方位的规划。2013年以来，《大气污染防治行动计划》、《水污染防治行动计划》、《土壤污染防治行动计划》等政策陆续出台，针对各类污染物治理提出了明确的目标。2015年，被称为史上最严的新环保法开始实施，在打击环境违法犯罪方面力度空前，也取得了重要的成果。此外排污许可证、环境环保税等政策的出台，明确了企业生产运营期排污的法律依据。

表 1：近年来我国出台主要环保政策与文件

时间	政策与文件	主要内容
2013.9	大气污染防治行动计划	减少污染物排放；严控高耗能、高污染行业新增耗能、大力推行清洁生产；加快调整能源结构；强化节能环保指标约束；推行激励与约束并举的节能减排新机制；加大排污费增收力度；加大信贷支持等
2014.4	新环保法	建立公共检测预警机制，划定生态保护红线，明确政府管理。对罚款采取按日累计处罚，不设罚款上限、对违法者增加了限制人身的行政拘留措施，赋予环保监管部门查封扣押排污设施的权力；对不作为或违法的环保监管部门规定了处罚措施，提升监管部门的责任
2015.4	水污染防治行动计划	全面控制污染物排放、推动经济结构转型升级、着力节约保护水资源、强化科技支撑、充分发挥市场机制作用、严格环境执法监管、切实加强水环境管理、全力保障水生态环境安全、明确和落实各方责任、强化公众参与社会监督



2015.7	环境保护督察方案	建立环保督察工作机制，严格落实环境保护主体责任
2016.5	土壤污染防治行动计划	围绕农用地的壤环境质量标准、农用地分类管理、新农的开发要求、控制农业污染等问题，提出了更高的标准和要求
2016.8	氯碱行业污染物排放标准	实施新标准后，废水化学需氧量、五日生化需氧量、总汞和氯乙烯排放量削减77%、67%、67%和87%，废气颗粒物、氯乙烯、非甲烷总烃排放量削减51%、72%、58%
2016.9	水污染防治重点行业清洁生产技术推广方案	将在纺织、有色金属、氮肥、农药、化学原料药制造、染料颜料等11个水污染防治重点行业推广先进适用清洁生产技术，实施清洁生产技术改造
2016.10	排污许可证管理暂行办法	对于排污许可证的申请、核发、实施、监管等做了详细规定。
2016.11	十三五生产环境保护规划	提出到2020年生态环境质量总体改善的目标，并确定了打好大气、水、土壤污染防治三大战役等七项主要任务。强化源头控；深化质量管理，大力实施分区策改善大气环境质量、精准发力提升水环境质量、分类防治土壤环境污染三大行动计划；实施专项治理、全程管控
2017.4	环保保护税法	直接向环境排放应税污染物的企业事业单位和其他生产经营者为环境保护税的纳税人，应当缴纳环境保护税。征收的税额直接与企业排污量关联；环境保护税从税收杠杆入手，企业多排污就多交税；减少污染物排放就少交税；享受税收减免
2018.1	排污许可证管理办法	环境保护部依法制定并公布固定污染源排污许可分类管理名录，明确纳入排污许可管理的范围和申领时限。排污单位应当依法持有排污许可证，并按照排污许可证规定的范围排放污染物

资料来源：中原证券、政府网站

2016年以来，中央环保督察组分四批陆续进驻全国31个省市，对“散乱污”企业进行整治清理。中央环保督查组以层级高、力度大和“敢于动真碰硬”之势在全国掀起了“环保风暴”，先后问责万余人，立案处罚两万余家企业，环保部门监管力度空前加大。与此同时，各地方政府也相继进行了多个环保整治专项工作，环保执法力度大幅提升，推动全国的环保监管力度大幅提升。

2019年3月21日，江苏盐城响水化工园区发生特别重大爆炸事故，共造成78人死亡，600多人受伤。4月4日，盐城召开市委常委会会议，决定彻底关闭响水化工园区。同时江苏省政府办公厅下发了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，并于4月27日审议通过，未来江苏省化工行业的规划布局将进行进一步优化。

江苏省为我国化工产业大省，江苏省化工产业年收入超两万亿元，全国排名第二，全省有超过6000家化工企业，拥有53个化工园区。2018年中国化工园区30强名单中，江苏省有7家园区上榜，数量位居全国第一。

从化工产品品类上看，江苏省化工产业发达，产品种类丰富，多个产品的产能在全国总产能占比较大，具有重要的市场地位，包括农药、丙烯、丙烯酸、醋酸、纯苯、乙醇、甲苯、二甲苯、苯乙烯等的大宗化工产品。因而此次江苏省化工行业的大整治将对全国化工产业带来深远的影响，并进一步推动江苏省乃至全国化工行业的监管力度的提升，从而推动安全环保不达标的落后产能被淘汰出清，行业供给端有望迎来新一轮的重整。



表2：江苏省主要化工产品占全国产能比例

产品名称	全国产能（万吨）	江苏产能（万吨）	江苏占比（%）
丙二醇甲醚	40.8	31.8	77.94
乙二醇甲醚	12	8	66.67
PS	363.6	160.5	44.14
醋酸乙酯	347	140	40.35
脂肪醇	65.5	26	39.69
冰醋酸	880	310	35.23
丙烯酸	356	121	33.99
聚醚多元醇	540.1	174.5	32.31
甘油	147.4	47.5	32.23
醋酸丁酯	118	37	31.36
二甲苯	2356	653	27.72
甲苯	1316	346	26.29
环氧乙烷	453.5	118	26.02
正丁醇	277.18	72	25.98
异丁醇	28.23	7	24.80
苯乙烯	921.7	187.5	20.34
乙醇	1353.6	273.6	20.21
丙酮	158.5	30	18.93
乙二醇	54.7	10.3	18.83
环氧丙烷	333	44	13.21
己二酸	256.8	30	11.68
苯胺	370.5	39	10.53
MMA	93	8.5	9.14
辛醇	237.5	20.5	8.63
纯苯	1277	99	7.75
丙烯	3640	262	7.2

资料来源：中原证券、政府网站

随着化工行业供给侧改革的持续推进与环保监管力度的不断提升，行业中落后的中小产能由于工艺水平落后，生产成本低、竞争力低等因素，难以负担不断上升的环保成本，被迫陆续退出市场。此外，规模较小的企业往往盈利能力薄弱，现金流匮乏，在信贷收紧的背景下无力进行环保投资，产能被迫出清。而龙头企业通常注重环保，环保设施完善，具备规模与资金优势，能够通过银行拿到贷款，或在资本市场上融资扩大生产规模，提升市场份额，成功实现转型。未来随着环保监管的长期趋严，行业竞争格局有望持续优化，龙头企业的竞争优势将不断显现，市场份额不断提升。

2. 安全环保监管升级，染料及中间体供给将进一步收紧

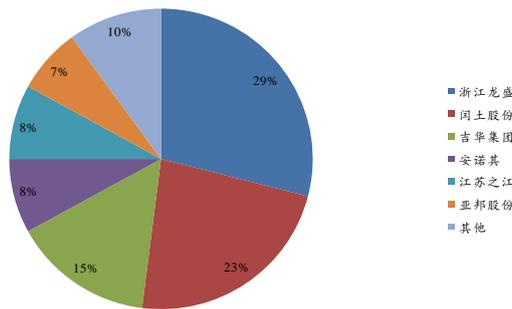
2.1. 染料行业呈现寡头垄断格局，供给持续收缩

在下游纺织行业快速发展的推动下，经过多年发展，我国已成为全球染料生产第一大国。

根据中国染料工业协会统计，在“十二五”期间，我国染料工业总产值年均增长率为 8%，产量年均增长 4.5%。2016 年我国实现染料产量 99 万吨，约占世界总产量的 70%。

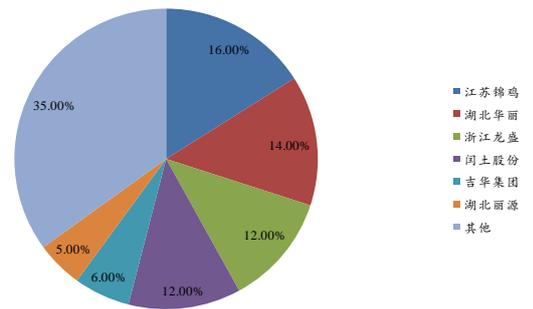
经过多年来激烈的市场竞争和淘汰，加上近年来环保监管力度提升推动中小产能持续退出，我国染料行业市场集中度不断提升。目前染料生产格局总体呈现寡头垄断的局面，产能集中在少数几家企业。2018 年我国分散染料产能集中度 CR5 近 80%，活性染料相对分散，中小企业较多，CR5 为 66%。随着环保约束的进一步提升，未来染料行业，特别是活性染料领域集中度仍有进一步提升空间。龙头企业能够凭借规模、环保和成本优势，提升行业竞争力与市场份额。

图15：分散染料生产竞争格局



资料来源：中原证券、卓创资讯

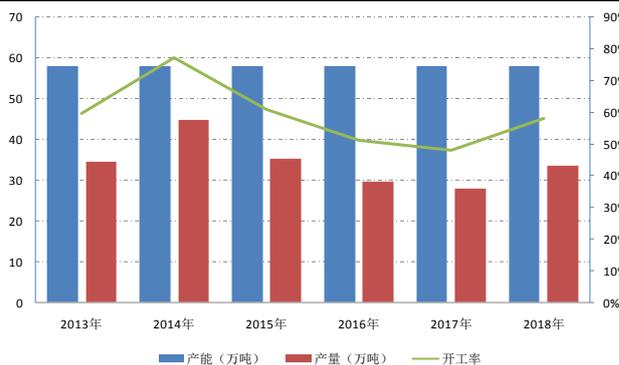
图16：活性染料生产竞争格局



资料来源：中原证券、卓创资讯

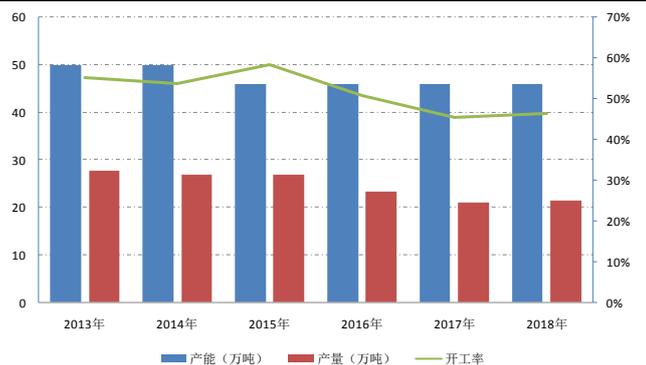
近年来随着环保标准的提升，我国染料行业供给端正在持续收缩。由于环保监管等因素，大量中小企业产能被迫停产整顿，近年来我国染料总产能停止增长，行业开工率处于低位。随着环保约束的长期持续，部分难以开工的中小产能将逐步退出市场。未来染料行业供给难有提升，加上新增产能十分有限，目前规划基本以龙头企业扩张为主，有望推动行业集中度将进一步提升。

图17：我国分散染料产能及开工率



资料来源：中原证券、卓创资讯

图18：我国活性染料产能及开工率



资料来源：中原证券、卓创资讯

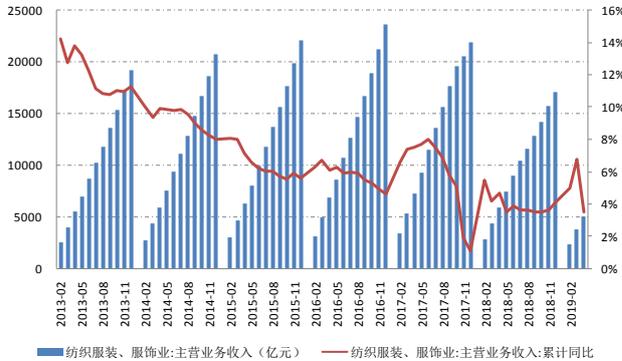
2.2. 下游纺织服装保持稳定，保障染料需求

需求层面，染料下游主要应用于纺织服装领域。作为全球最大的纺织品生产国，我国对染料的需求一直保持较高水平。2018 年，我国纺织服装业营业收入 1.71 万亿元，同比 4.1%，增速保持稳定。2019 年前 4 月，我国纺织服装业营收 4979.3 亿元，同比增长 3.5%。从化纤产量



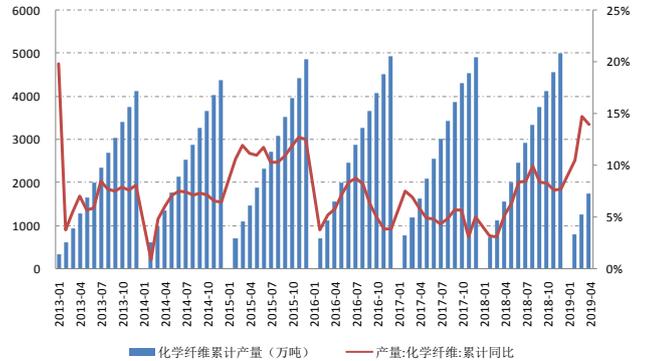
来看，2012-2018年，我国化纤产量从3811.4万吨增长至5011.1万吨，年复合增长率4.67%。今年前4月，我国化纤产量1729.9万吨，同比增长13.9%，保持了较快增长。随着下游行业的稳定增长，染料行业需求有望保持稳定。

图19：纺织服装业主营收入



资料来源：中原证券、卓创资讯

图20：化纤产量累计同比



资料来源：中原证券、卓创资讯

2.3. 安全环保监管升级，染料行业景气有望保持高位

染料生产过程中的环保压力较大，存在大量废水、废酸、有机剧毒物、有毒气体等废弃物，对人体和环境危害较大。其废弃物一般都有含盐量高、有机物种类多等特点，处理难度高，因而是环保部门重点整治、监控的对象。随着近年来环保监管力度的提升，大量排放不达标的企业被迫相继退出。2016年以来，中央环保督查组对全国先后展开四轮环保督查，各地环保整治力度进一步加大，部分未达环保标准的生产企业相继被停产限产，推动供给持续收缩。

表3：近年来染料行业整顿及关停企业

时间	关停企业
2016.2	湖北楚源因水污染物超标排放被勒令停产，涉及7万吨活性染料及中间体
2016.6	九江常宇因监测数据不真实、污水渗透及超标排放被停产整顿，并处行政拘留和相关责任人拘留
2016.6	德兴德邦因违规排放污染物，被责令整顿停产
2017.7	浙江亿德因环保不达标被强制关停
2017.8	浙江双冠染料在环保督查中被要求部分停产，达标后再复产
2017.12	连云港聚鑫因环保不达标被强制关停
2018.4	苏北环保风暴，吉华集团、闰土股份、亚邦股份等子公司被停产整顿
2019.4	盐城响水化工园区关闭，涉及多家染料及中间体产能

资料来源：中原证券、互联网

2019年3月21日，江苏盐城响水化工园区发生特别重大爆炸事故，共造成78人死亡，600多人受伤。4月4日，盐城召开市委常委会会议，决定彻底关闭响水化工园区。同时江苏省政府办公厅下发了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，并于4月27日审议通过，未来江苏省化工行业的规划布局将进行进一步优化。此次响水化工园区的关闭与江苏省化工行业整顿将对染料行业产能较大影响。响水生态化工园区关闭的企业中，染料企业十余家，涉及分散染料产能4万多吨、活性染料产能0.65万吨，分散染料中间体间苯二胺产能1.7万



吨、活性染料中间体 H 酸产能 1 万吨。响水生态化工园区的关闭，将导致相关产品的供给在短期内出现短缺，从而带动相关产品价格的上涨。

表 4：响水化工园区涉及化工品种及产能

所属行业	主要企业	主要产品及产能
染料及染料中间体	天嘉宜化工	间苯二胺 1 万吨
	江苏之江化工	2.5 万吨分散染料
	盐城虹艳化工	4200 吨分散染料、800 吨活性染料
	恒利达化工	5000 吨分散染料、2.82 万吨有机颜料
	江苏永庆化工	6500 吨活性染料
	华盛化工	5000 吨染料
	盐城海宏化工	7000 吨分散染料
	江苏联化	广灭灵 1500 吨、氟磺胺草醚 200 吨、邻氯苯甲腈 1 万吨、联苯菊酯 1500 吨
农药及农药中间体	盐城联化	领氯苯甲醚 500 吨、对氯苯甲腈 1500 吨、2,6-二氯苯腈 1000 吨
	江苏威耳化工	CCMP1200 吨、DCTF1500 吨、啶虫脒 400 吨
	盐城南方化工	氟磺胺草醚 300 吨、烯草酮 1200 吨、特丁噻草隆 1500 吨、灭草烟 500 吨等
医药中间体及原料药	响水中山生物	莠去津 3 万吨、硝磺草酮 500 吨，精异丙甲草胺 1 万吨以及吡唑醚菌酯、肟菌酯等
	盐城方正医药	阿奇霉素 200 吨、辛伐他汀 200 吨、孟鲁司特 50 吨
	华旭药业	舒巴坦酸 20 吨、他唑巴坦 6 吨、舒他西林 34 吨等
其他基础化工	响水现代化工	异丁酰胺、乙酰胺、丁酰胺、醋酸甲脒等
	江苏裕廊	丙烯酸 20 万吨、丙烯酸及酯 25 万吨、双甘磷 3 万吨
	大河氯碱	烧碱 20 万吨、液氯 17 万吨、盐酸 5 万吨
	瑞和新材料	氯化橡胶 2000 吨、涂料 5000 吨

资料来源：中原证券、响水县政府网站

我国染料生产的区域集中度同样较高，染料的产能 64%在浙江、16%在江苏，此外主要集中在湖北、山东等化工大省，近年来受环保专项整治影响较大。2018 年以来，苏北化工园区被报到存在污染物偷排现象，江苏地区环保整治力度大幅提升，导致当地多家染料企业被迫停产。加上长江沿岸环保监管升级，湖北等地化工企业受较大影响，导致染料供应大幅收缩，推动了染料价格的上涨。此次江苏省化工行业的整顿后，预计江苏省内染料行业开工将继续受到限制，前期停产的苏北染料企业复产也将大概率延后，染料行业供给将继续受限。

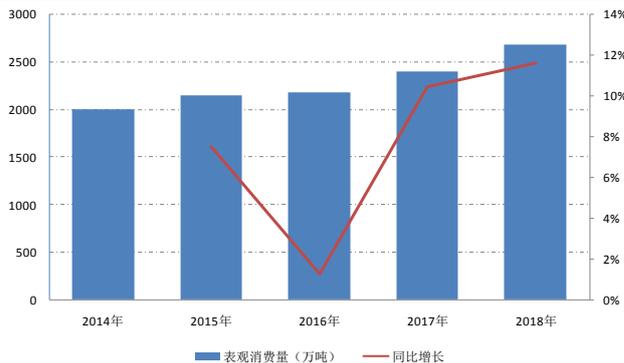
随着染料供给的收缩和需求的不断增长，未来染料行业供需紧张的态势将长期持续，推动行业景气持续提升。随着安全环保监管力度的不断加强，染料行业集中度亦有望持续提升，行业龙头企业有望受益于市场份额的提升。

3. 受益上游扩产，PTA 盈利有望提升

3.1. PTA 需求有望保持稳定

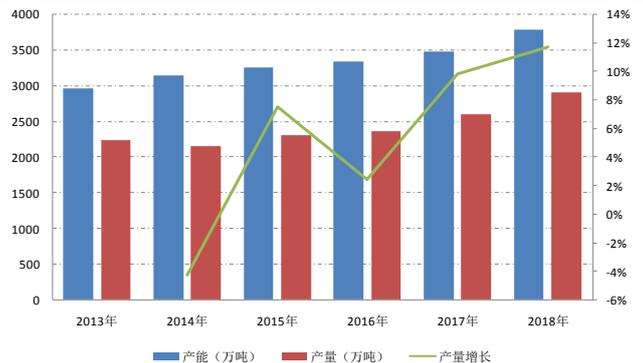
PTA 是涤纶产业链重要的中间产品，其下游主要应用于纺织服装领域。涤纶作为全球五大化纤中产量最大的化纤品种，其需求总体保持了稳定增长。根据卓创资讯数据，2014-2018 年，我国涤纶长丝表观消费量从 2000.4 万吨增长至 2684.8 万吨，年复合增长率 7.63%。2018 年我国涤纶长丝产量 2903 万吨，同比增长 11.80%，表观消费量 2684.8 万吨，同比增长 11.62%。

图21：我国涤纶长丝表观消费量



资料来源：中原证券、卓创资讯

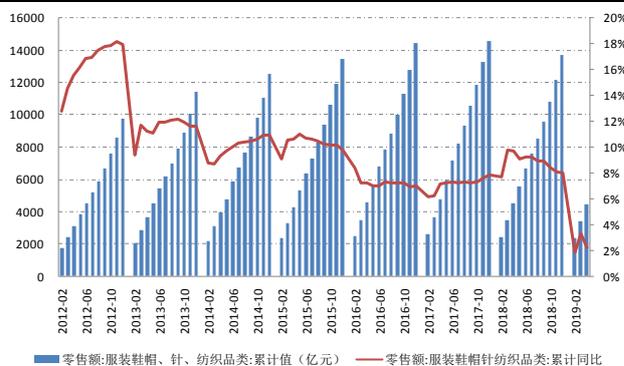
图22：我国涤纶长丝产能产量



资料来源：中原证券、卓创资讯

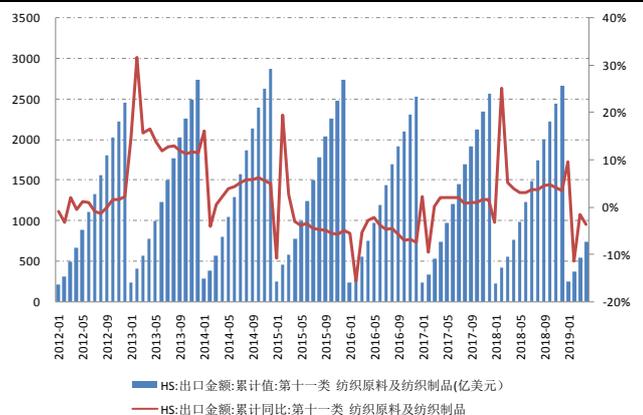
从下游纺织服装来看，我国国内纺织服装需求总体保持稳健增长，2012-2018 年，国内纺织服装零售总额从 9777.8 亿元增长至 13706.6 亿元，年复合增长率 5.79%。出口方面，随着我国经济的转型升级，近年来纺织服装出口基本维持稳定态势。2018 年全年实现出口总额 2660.4 亿美元，同比增长 3.4%。未来中美贸易冲突如果进一步升级，或将对国内纺织服装出口带来一定的负面影响。但考虑到中美贸易冲突实质上只是转移了国内纺织服装企业的需求，全球实际的服装并未受到影响。国内纺织服装向东南亚等地区的转移，会带动我国涤纶长丝或布的出口，对涤纶企业而言需求影响不大。因此总体看，未来涤纶及 PTA 需求有望保持稳定。

图23：我国纺织服装零售额



资料来源：中原证券、wind

图24：我国纺织服装出口态势



资料来源：中原证券、wind

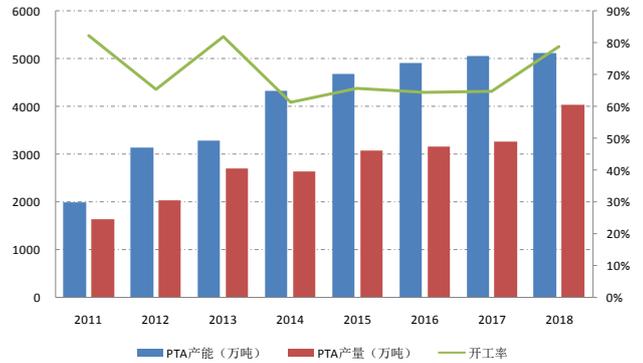
3.2. 上游PX 扩产有望提升 PTA 盈利

经历了多年产能过剩的低迷期之后，2014 年开始 PTA 行业供需格局开始发生积极变化。



一方面新增产能大幅放缓，新建项目亦多数取消或暂缓，另一方面落后，盈利能力较弱的产能开始逐步退出，如远东石化破产关停，PTA 行业供需格局正不断改善。2016-2018 年，PTA 产能仅从 4909 万吨增长至 5129 万吨，复合增长率 2.2%，其中 2018 年为零增长。与此同时，下游聚酯、涤纶产业需求则保持了较快增长。未来 PTA 行业新增产能依然有限，而下游聚酯领域则仍有较大的新建及规划产能，因此预计 PTA 行业有望保持较好的供需格局。

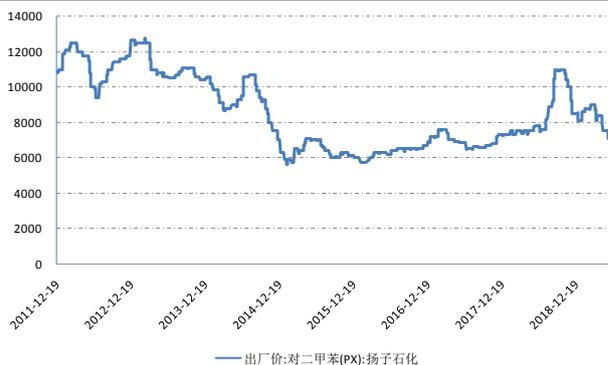
图25：我国PTA产能及产量



资料来源：中原证券、wind

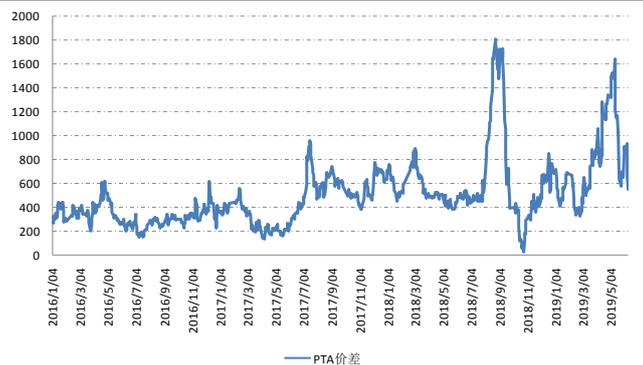
从涤纶产业链整体来看，长期以来由于我国 PTA 上游 PX 的产能不足，扩产步伐缓慢，无法满足下游涤纶产业链的发展要求，PX 长期以来严重依赖进口。导致了下游议价能力相对薄弱，PX 价格处于较高位置，压制了下游的盈利，产业链利润重心集中于 PX 环节。近年来，随着原油进口资质的放开，我国民营炼化产业迎来了大发展，多个大炼化项目陆续启动和投产。其中恒力石化 4000 万吨炼化项目一期、浙石化 4000 万吨炼化一期分别于今年 3 月和 5 月投产。这些大炼化项目多包含有 PX 产品，随着 PX 产能的扩张，PX 依赖进口的局面有望改善。今年 3 月底恒力石化一期项目投产后，PX 价格大幅下行，有利于 PTA 环节盈利的提升。

图26：PX价格走势



资料来源：中原证券、wind

图27：PTA产品价格差走势



资料来源：中原证券、wind

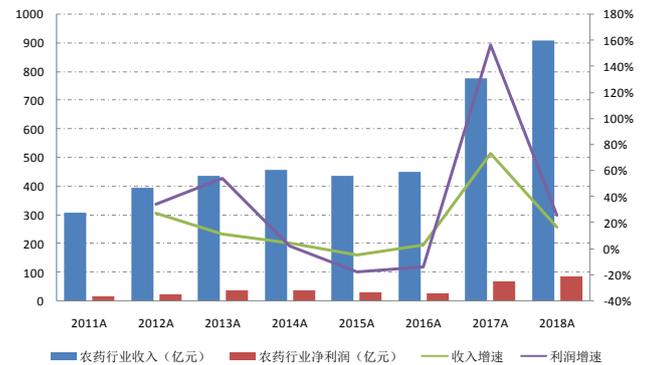
随着我们民营炼化产业的快速发展，未来我国仍有多个炼化项目陆续投产，有望推动 PX 环节盈利趋于正常化，带来涤纶长丝产业链利润的重新分配，下游的 PTA 以及涤纶环节利润有望得到提升。建议关注拥有 PTA 产能的一体化涤纶企业。

4. 需求复苏、环保收紧，农药行业有望迎来增长

4.1. 粮食价格提升有望带动农药需求复苏

2012年以来，受粮食价格下跌以及行业供给过剩等因素影响，农药行业景气度不断下滑。2014年-2016年，先正达、孟山都、杜邦等国际农药巨头收入、利润持续下滑。我国的农药上市企业也出现了收入、利润的大幅下降。2015、2016年连续两年利润大幅下滑，农药行业景气处于底部。2017-2018年，全球农药市场开始出现弱复苏，全球农药市场销售恢复增长。在全球农药市场复苏以及供给侧改革等因素影响，我国农药行业景气度自2017年开始提升。

图28：我国农药行业自2017年开始复苏



资料来源：中原证券、wind

农药的需求与粮食价格关联度较高。从全球农药历年销售额与国际粮食价格来看，粮食价格的上涨有助于农药销售额的增长。2012年以来，全球农产品价格持续下滑，底部徘徊，农药市场销售亦不断下滑。2019年以来，受北美天气异常、美联储降息预期升温等因素影响，全球农产品价格开始出现一定程度的回升，其中玉米、大豆等农产品价格上涨幅度较大。随着农产品价格的回升，全球农药市场的需求有望提升。

图29：世界粮食价格指数



资料来源：中原证券、wind

图30：部分农产品价格开始上行



资料来源：中原证券、wind

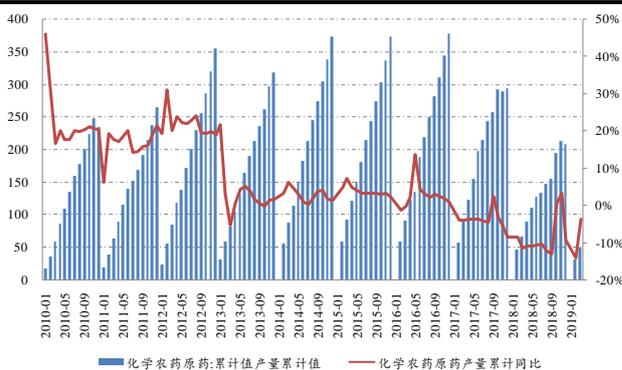
4.2. 安全环保升级推动供给收缩，农药龙头有望受益

农药行业因产污排污量较大，属于重点监业的行业。2018年以来，我国环保监管力度进一步提升，环保税、排污许可证制度等长效机制建立，有望进一步提高农药行业进入门槛，推动

供给端的收紧。随着新《农药管理条例》等机制的建立，农药行业的违法违规现象有望大幅减少，推动行业落后产能的淘汰。

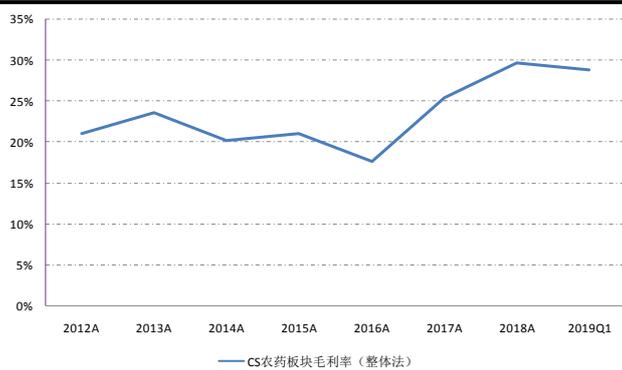
随着农药行业供给端的收紧，近年来我国农药产量持续下滑。2017年开始我国农药原药产量出现下滑。2018年我国农药原药产量208.3万吨，同比下降9.5%。2019年前4月，我国农药原药产量66.7万吨，同比继续下滑6.2%。随着农药供给端的持续收紧的，我国农药行业供需格局不断好转，推动了部分农药品种价格的上涨与行业景气的提升。受益于此，农药行业整体盈利能力自2017年以来开始大幅提升。2018年，农药行业上市公司整体的毛利率为29.6%，创历史新高。

图31：我国农药产量下滑



资料来源：中原证券、wind

图32：农药板块毛利率2017年以来大幅提升



资料来源：中原证券、wind

“3.21”响水化工园区爆炸事故对我国农药行业供给格局同样造成了深远的影响。一方面关闭的响水化工园区中有多个农药企业，另一方面江苏省是我国最主要的农药生产省份，占了全国农药产量的近一半。随着江苏省对化工产业特别是高污染的农药等行业监管力度的进一步提升，将进一步推动技术落后、环保安全措施不完善的小企业将不断被淘汰出市场，行业竞争格局有望持续好转。对于生产管理规范的龙头企业而言，有望受益与行业集中度的提升。

5. 芯片国产化推动电子化学品需求

5.1. 我国电子化学品需求旺盛

我国是全球电子大国，2009-2018年，我国电子信息制造业产值年复合增长率高达12.75%，保持了快速增长态势。2018年的产值超过15万亿元，占全球市场份额40%以上，规模位居全球第一。主要电子产品手机、微型计算机、彩电等产量均占全球一半以上。

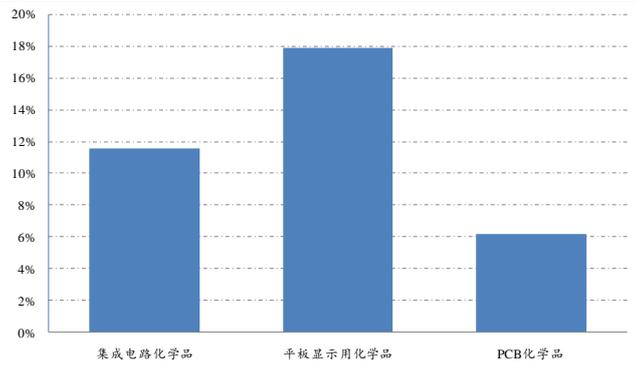
我国电子制造产业的庞大规模也带来了上游半导体材料的巨大需求，我国电子化学品材料市场亦保持了快速发展。2007-2015年我国电子化学品年复合增长率15.4%，预计2015-2020年将维持在15%左右的水平，增速超过全球增长水平，也超过电子产业增速。从具体品种看，电子化学品材料主要包括集成电路化学品、平板显示器用化学品、PCB化学品等，其中集成电路化学品和平板显示器用化学品增长较快。

图33：我国电子制造业维持较快增长



资料来源：中原证券、工信部

图34：主要电子化学品市场增速

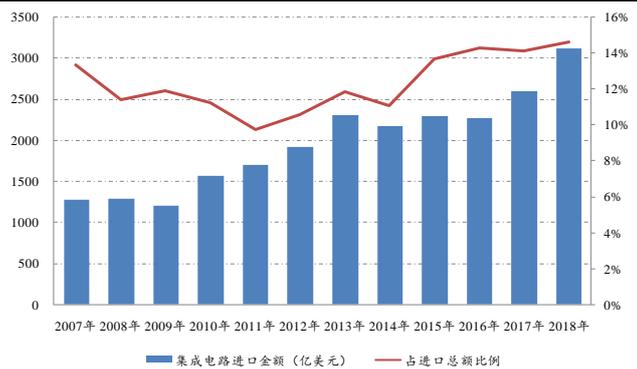


资料来源：中原证券、电子化学品行业现状及展望

5.2. 政府扶持与产业转移推动电子化学品加速国产化

与庞大的电子产业规模相比，我国集成电路产业却较为薄弱，自给率不到 20%，90% 以上的高端芯片依赖进口。近年来集成电路与石油一直是我国进口金额最大的商品。2018 年我国集成电路进口金额达 3120.6 亿美元，同比增长 19.8%，是全年最大的进口产品。

图35：我国集成电路进口情况



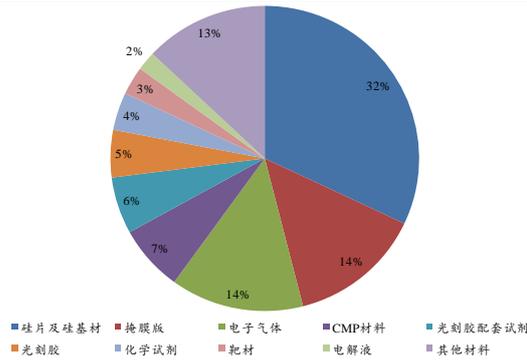
资料来源：中原证券、wind

与集成电路产业类似，我国集成电路所需的半导体材料同样依赖进口。由于集成电路材料在下游成本中占比不大，但对产品性能影响却很大，因此下游客户对产品价格敏感度不高，更看重产品的质量、稳定性，存在很高的技术壁垒。从具体品种看，集成电路材料可以分为晶圆制造材料和封装材料。主要包括硅和硅基材、光刻胶、高纯化学试剂、电子气体、靶材、抛光液、清洗液等。

2018 年我国半导体材料市场总量 84.4 亿美元，占全球市场总量的 16.3%，近年来占比持续提升。但与我国电子产业 40% 以上的市场份额相比，半导体材料的自给率较低，其中高端领域半导体材料的整体国产化率不到 10%。

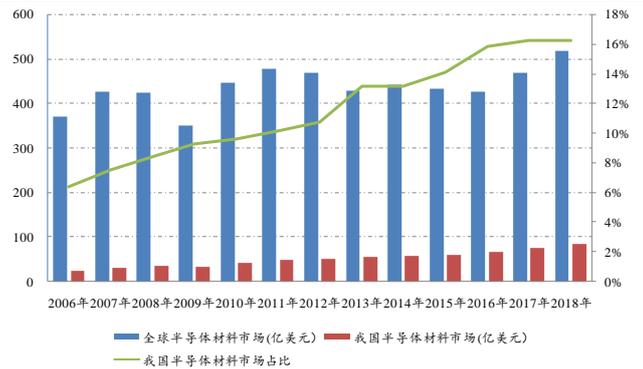
集成电路及其配套材料是电子制造产业的核心环节，附加值最高。集成电路依赖进口，严重制约了我国电子制造业的竞争力，也不利于国家的信息安全。因此提供集成电路及配套半导体材料的自给率，实现芯片国产化是未来电子产业发展的必然趋势，相关的电子化学品材料国产化空间广阔。

图36：半导体材料市场构成



资料来源：中原证券、SEMI

图37：我国半导体材料市场情况



资料来源：中原证券、SEMI

近年来，集成电路产业的发展一直是国家政策扶持的重点领域。2018年以来在中美贸易冲突的大背景下，发生了中兴、华为被断供等事件，愈发凸显了实现集成电路领域自主可控的重要性。近年来中央与地方政府关于集成电路领域的扶持政策密集出台，同时通过成立国家集成电路产业基金的方式，大力扶持集成电路产业，主要投向集成电路芯片制造业，兼顾芯片设计、封装测试、设备和材料等产业。目前IC大基金一期已完成募资，二期也在计划中，预计能够带动近万亿的社会资金。未来集成电路产业有望在政策和资金扶持下，实现国产化的快速发展。

2014年工信部正式公布了《国家集成电路产业发展推进纲要》，对集成电路产业链各个环节给出了明确的发展目标、重点任务。《纲要》明确提出了三阶段发展目标：集成电路收入方面，2015年超3500亿，对应两年复合增长率为18.1%，到2020年集成电路行业收入复合增长率将超过20%。未来我国集成电路行业增速将进一步加快。

表5：2014年以来地方政府对集成电路产业的扶持政策

地区	政策文件	主要内容
北京	北京市进一步促进软件产业和集成电路产业发展的若干政策	推动集成电路产业集聚发展，建设国家级产业基地和产业园。创新集成电路产业投融资模式。进一步鼓励集成电路设计企业与生产企业开展合作，支持高端集成电路生产性项目建设，打造集成电路工程化创新平台。
天津	天津市滨海新区加快发展集成电路设计产业的意见	新区发展集成电路设计产业，打造创新驱动、项目带动和内生增长三个发展引擎，建立体制机制、政策保障、人才集聚和产业环境四根发展支柱，实现跨入国内集成电路设计产业先进省市第一梯队的目标。
山东	山东省关于贯彻国发[2014]4号文件加快集成电路产业发展的意见	做大做强集成电路设计业和封装测试业，适时推进集成电路制造业，带动关键装备、材料制造业加速发展。到2015年，基本建立起有利于集成电路产业发展的政策环境和创新机制。
安徽	安徽省人民政府办公厅关于加快集成电路产业发展的意见	到2017年，集成电路产业总产值达300亿元以上；到2020年，总产值达600亿元以上。建成以合肥为中心、辐射皖江城市带、具有区域影响力的特色集成电路产业集聚区。
江苏	江苏省政府关于加快全省集成电路产业发展的意见	到2020年，全省集成电路产业销售收入超3000亿元，产业链主要环节达到国际先进水平，一批企业进入国际第一方阵，成为国内外知名的集成电路产业高地。

资料来源：中原证券、政府网站

在国内需求的带动以及政策的扶持下，我国集成电路领域正迎来一轮快速发展的良机。晶



圆制造领域正迎来一轮扩产潮，预计到2020年，我国12英寸晶圆产能将达100万片/月，是目前产能的3倍，晶圆总产能占全球的18%-19%。未来几年，我国集成电路制造领域预计将迎来产能的大幅增长。

在集成电路产业的带动下，半导体相关的电子化学品领域也实现了飞跃式发展，生产规模和供应能力不断提高，产品质量与国外相比差距也越来越小。相比进口产品，国产半导体化学品成本较低，此外由于临近下游生产企业，配套供应稳定，服务响应即时。凭借这些优势，我国电子化学品企业开始逐步走向市场。

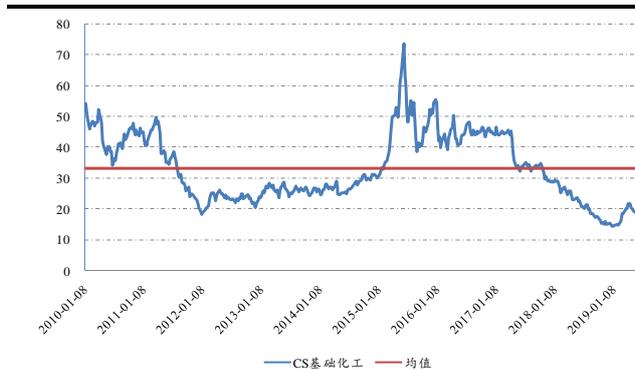
目前涉足半导体化学品的企业主要集中在光刻胶、电解液、高纯试剂、CMP抛光材料、电子特气、PCB化学品等领域。其中高端产品主要集中在集成电路领域，主要包括硅和硅基材料、光刻胶、高纯化学试剂、电子气体、靶材、抛光液、清洗液等。在政策、资金的扶持下，我国电子化学品企业有望在突破技术壁垒之后，迎来市场的快速增长。

6. 投资策略与重点公司

6.1. 维持行业“同步大市”的投资评级

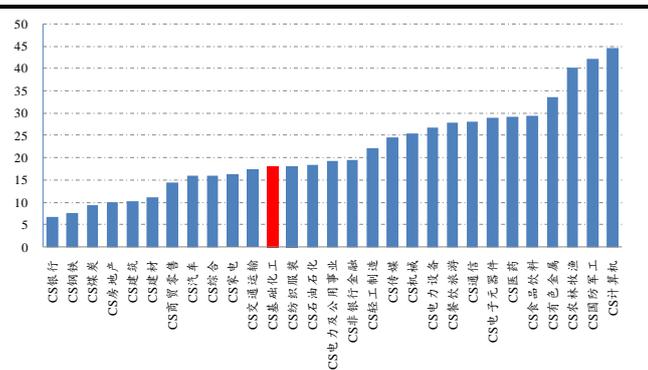
从行业估值情况来看，截止2019年6月13日，中信化工板块TTM市盈率（整体法，剔除负值）为18.37倍。2010年以来，行业估值平均水平为33.20倍，目前估值水平低于历史平均水平。与其他中信一级行业横向对比，基础化工行业估值在29个行业中位居12位，维持行业“同步大市”的投资评级。

图38：化工行业整体估值



资料来源：中原证券、wind

图39：中信一级行业估值对比



资料来源：中原证券、wind

6.2. 行业投资主线

我国经济仍处于转型的过程中，未来仍将维持中速增长的趋势，增速难有大的提升。化工作为传统的中游行业，其总体需求预计以稳定为主。由于各子行业供需结构分化，景气度差异较大，因而缺乏整体性的投资机会。预计未来化工行业投资的机会以结构性机会为主。

染料行业受此次化工行业环保安全整治影响，供给预计将受到较大冲击，行业供需格局有望进一步改善，推动景气提升。



目前全球农产品价格处于历史低位，未来农产品价格上涨有望带动农药市场需求复苏。在安全环保监管趋严的背景下，农药行业供需格局有望好转，景气持续提升。

我国纺织服务领域近年来保持稳定增长，对 PTA 及涤纶领域需求带来保障。近年来我国民营炼化产业迎来快速发展，PTA 上游 PX 供给有望大幅扩张，推动 PX 环节利润趋向合理化。上游行业竞争格局的变化有望带来 PTA 及涤纶环节领域盈利的提升。

我国是全球电子产业大国，对集成电路及上游电子化学品需求旺盛，进口替代的空间广阔。在国家政策、资金的大力支持下，我国集成电路及配套的电子化学品产业有望迎来大发展。国内电子化学企业有望迎来市场突破，带来业绩的快速增长。

表6：化工行业2019年中期投资策略

投资逻辑	相关行业
环保安全监管升级带来供需好转	染料行业
需求稳定，行业竞争格局变化带来的盈利提升	PTA行业
需求改善、供给收紧带来景气提升	农药行业
转型升级、政策扶持驱动下的国产替代	电子化学品

资料来源：中原证券

6.3. 重点公司

表7：重点公司估值分析表

公司名称	每股收益（元）			每股净资产（元）	收盘价（元）	市盈率（倍）			投资评级
	2018A	2019E	2020E			2018A	2019E	2020E	
浙江龙盛	1.26	1.72	1.90	6.61	15.45	12.26	8.98	8.13	买入
桐昆股份	1.16	1.51	1.91	8.69	13.24	11.41	8.77	6.93	买入
扬农化工	2.89	3.47	4.07	16.01	52.99	18.34	15.27	13.02	增持

资料来源：中原证券、wind（股价为2018年6月13日收盘价）

7. 风险提示

宏观经济大幅下滑；

环保安全监管力度低于预期；

系统性风险。



行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

特别声明

在合法合规的前提下，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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。