

行业研究/动态点评

2019年09月01日

行业评级:

基础化工 增持(维持)
石油化工 增持(维持)

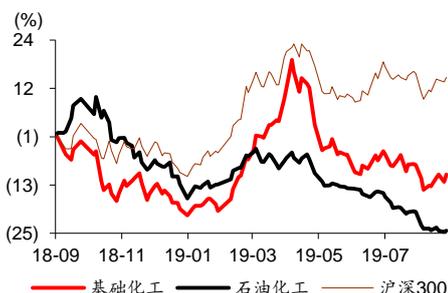
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

钱晟
联系人 qiancheng013578@htsc.com

相关研究

- 1《金禾实业(002597 SZ,增持): 中报符合预期, 食品添加剂板块表现良好》2019.08
- 2《合盛硅业(603260 SH,增持): 量价齐减拖累业绩,后续有望利润改善》2019.08
- 3《金发科技(600143 SH,买入): H1 增长45%, 原料跌价助益净利增长》2019.08

一年内行业走势图



资料来源: Wind

H1 景气延续下行, 部分子行业 Q2 盈利回升

化工行业 2019 年中报综述

19H1 行业景气延续下行, Q2 盈利水平环比回升

2019H1 化工板块实现营收 36289 亿元 (YoY +10.4%), 净利润 (扣非后, 下同) 1145 亿元 (YoY -15.0%), 行业净利率为 3.2%, 同比下降 0.9pct, 主要原因是国内经济下行压力较大, 叠加贸易摩擦反复, 化工品需求下滑。Q2 以来, 由于供给侧影响深化叠加油价走势较强, 行业盈利水平环比回升, 19Q2 化工板块实现收入 18881 亿元 (YoY +8.9%), 净利润为 650 亿元 (YoY -15.2%), 行业净利率为 3.4%, 同比下降 1.0pct, 但环比 Q1 回升 0.6pct。我们预计化工行业整体景气将震荡下行, 供给端重构将进一步强化头部企业优势, 龙头企业份额有望持续提升, 进而带动行业走向一体化和集中。

2019H1: 景气震荡下行, 偏下游子行业盈利修复

2019H1 主要子行业变化趋势包括: 1、因基础化工原料需求偏弱, 产品价格下行, 炼油、有机原料、煤化工 (主要是氮肥)、氯碱子行业盈利水平同比下降; 2、农药、炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等前期高盈利子行业, 由于产品价格高位回落, 业绩下降幅度较大; 3、受益于 PTA 价格回升且民营炼化逐步投产, 涤纶子行业净利同比增长; 4、由于供给收缩导致产品价格维持高位, 染料、助剂行业延续较好的经营情况; 5、橡胶制品、日用化学品、胶粘剂、涂料等前期盈利受到挤压的偏下游子行业, 受益于原料价格下行, 业绩显著回升。

2019Q2: 涤纶子行业净利大增, 染料、农药企业盈利分化

2019Q2 主要子行业单季度变化趋势包括: 1、炼油、有机原料、氮肥 (主要是煤化工) 等子行业, 伴随产品价格进一步下跌, 盈利延续下行趋势; 2、炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等前期高盈利子行业, 由于产品价格大幅下降, Q2 景气继续下行; 3、农药、染料等子行业盈利分化, 受停产影响的企业利润下降显著, 其他企业受益于产品价格普涨, 业绩同比提升; 4、伴随 PTA 盈利提升, 且炼化项目逐步投产, 涤纶子行业净利同比大增 91%; 5、橡胶制品、日用化学品、胶粘剂、涂料等前期盈利受到挤压的偏下游子行业, 成本压力逐步减轻, 季度业绩持续回升。

行业展望: 行业景气震荡下行, 长期走向集中和一体化

稳增长政策拉动作用有望逐步体现, 但贸易摩擦反复扰动需求预期, 电子化学品、新材料等化工品进口替代进程延续; 供给端新增产能总体可控, 且主要由龙头企业扩产, 响水“3.21”爆炸事故发生后, 化工行业供给侧面临重构, 其中染料、农药、橡胶助剂、助剂等子行业受影响较大; 国际油价中期有望保持强势, 利好化工品整体价格趋势; 中长期而言, 预计化工行业整体景气将震荡下行, 供给端重构将进一步强化头部企业优势, 龙头企业份额有望持续提升, 进而带动行业走向一体化和集中。

投资主线: 长期看好传统行业龙头及新材料企业

1、纺织相关化工子行业: 浙江龙盛、恒力石化、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化等; 2、行业龙头: 万华化学、华鲁恒升、金禾实业; 3、新材料: 国瓷材料、光威复材、飞凯材料、强力新材、利安隆。

风险提示: 下游需求不达预期; 原油价格大幅波动; 贸易摩擦加剧风险。

重点推荐

股票代码	股票名称	收盘价 (元)	投资评级	EPS (元)				P/E (倍)			
				2018	2019E	2020E	2021E	2018	2019E	2020E	2021E
600352.SH	浙江龙盛	13.95	买入	1.26	1.99	2.21	2.36	11.07	7.01	6.31	5.91
300699.SZ	光威复材	41.09	增持	0.73	1.00	1.25	1.54	56.29	41.09	32.87	26.68
600346.SH	恒力石化	13.72	买入	0.47	1.61	2.39	2.75	29.19	8.52	5.74	4.99
600426.SH	华鲁恒升	16.72	增持	1.86	1.96	2.32	2.67	8.99	8.53	7.21	6.26
002597.SZ	金禾实业	19.33	增持	1.63	1.60	1.92	2.35	11.86	12.08	10.07	8.23

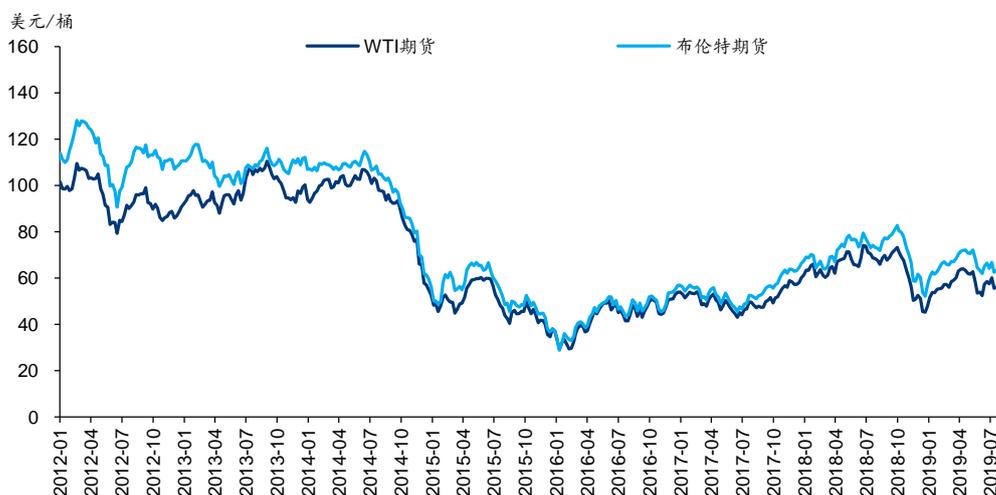
资料来源: 华泰证券研究所

行业景气持续下行，Q2 盈利水平环比回升

2019H1，化工板块（根据华泰化工组分类）合计实现营收 36289 亿元，同比增长 10.4%，净利润（扣非后，下同）1145 亿元，同比下降 15.0%，行业整体净利率为 3.2%，同比下降 0.9pct。具体而言，327 家公司中，153 家实现业绩同比增长，174 家公司业绩同比下降。化工行业 2019H1 盈利水平整体下降，主要是由于国内经济下行压力较大，地产、汽车、家电等下游增速下行，同时中美贸易摩擦反复，直接及间接影响化工品出口需求，导致产品价格整体下行，企业盈利显著回落。

2019Q2 单季度化工板块实现收入 18881 亿元，同比增长 8.9%，净利润为 650 亿元，同比下降 15.2%，行业整体净利率为 3.4%，同比下降 1.0pct，但较 Q1 环比回升 0.6pct，主要是由于：1）二季度以来，响水爆炸事故对供给端的影响持续深化（主要影响染料、农药、助剂等子行业），相关产品价格短期内上涨幅度较大；2）受 OPEC 限产、中东局势紧张等因素影响，油价整体仍维持强势，Q2 以来布油价格在 60-70 美元区间震荡，为化工品价格提供支撑。

图表1：2019 年国际油价走势相对较强



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019H1：景气震荡下行，偏下游子行业盈利修复

从各子板块 2019H1 的业绩表现来看，变化较为显著的子板块包括：

- 1) 由于基础化工原料需求偏弱，产品价格下行，炼油、有机原料、氮肥、氯碱子行业盈利水平分别同比下降 27%、12%、42%、33%；
- 2) 农药、炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等前期高盈利子行业，由于产品价格高位回落，业绩下降幅度较大，其中炭黑净利同比下降 74%、氟化工净利同比下降 35%、有机硅净利同比下降 60%；
- 3) 受益于 PTA 价格回升且民营炼化装置（主要为恒力石化）逐步投产，涤纶子行业营收同比增长 20%，净利同比增长 36%；
- 4) 由于供给收缩，产品价格维持高位，染料、助剂行业延续了较好的经营情况，其中部分助剂龙头企业凭借品类扩张及产品结构调整实现了较高的业绩增速；
- 5) 橡胶制品、车用/建筑用/日用化学品、胶粘剂、涂料等前期盈利受到挤压的偏下游子行业，伴随原料价格的下行，盈利能力得到修复，业绩显著回升，其中橡胶制品净利同比增长 35%、建筑用化学品净利同比增长 41%、胶粘剂净利同比增长 33%。

图表2：化工子行业 2019H1 营业收入及净利润变化情况

子行业	2019H1 营收	2018H1 营收	同比	2019H1 净利	2018H1 净利	变动幅度或趋势
石油开采	12,060	11,200	8%	310.7	312.5	-1%
炼油	15,799	13,789	15%	322.9	442.3	-27%
油品销售及仓储	156	212	-26%	0.6	2.2	-73%
有机原料	961	842	14%	49.7	56.6	-12%
氮肥	412	407	1%	19.5	33.5	-42%
钾肥 ¹	107	90	20%	-2.9	-7.7	亏损减少
磷肥及磷化工	493	426	16%	9.7	8.9	9%
复合肥 ²	136	192	-29%	6.3	10.9	-42%
农药	462	440	5%	41.0	45.3	-9%
涤纶	1,716	1,429	20%	82.8	60.9	36%
氨纶	34	32	5%	3.1	3.4	-9%
粘胶	63	69	-9%	-0.9	0.2	由盈转亏
锦纶	130	115	13%	5.2	7.6	-32%
其他纤维	60	52	16%	6.8	3.7	86%
印染化学品	182	183	-1%	35.7	35.4	1%
氯碱	948	835	14%	44.8	66.8	-33%
无机盐	83	69	20%	7.3	6.2	17%
炭黑	88	94	-7%	2.2	8.3	-74%
钛白粉	84	85	0%	14.9	16.1	-7%
氟化工	129	134	-4%	11.2	17.2	-35%
有机硅	118	129	-9%	8.8	22.0	-60%
塑料制品	442	430	3%	15.7	16.8	-6%
橡胶制品	258	236	9%	20.5	15.2	35%
助剂	120	98	23%	10.7	9.6	12%
聚氨酯	377	378	0%	52.8	75.2	-30%
车用化学品	29	29	1%	2.0	1.5	30%
建筑用化学品	52	52	0%	3.0	2.1	41%
民爆	130	114	13%	7.6	6.7	14%
胶粘剂	50	48	4%	4.6	3.4	33%
日用化学品	163	159	3%	6.1	4.5	36%
电子化学品 ³	151	150	1%	15.3	14.2	-7%
涂料油漆	90	79	14%	4.7	4.3	11%
其他	182	197	-7%	30.1	40.7	-26%

单位：亿元

注1：钾肥子行业业绩改善主要是由于盐湖股份化工业务亏损减少；

注2：复合肥子行业若剔除金正，2019H1 净利同比下降 19%；

注3：电子化学品子行业已剔除康得新；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019Q2：涤纶子行业净利大增，染料、农药企业盈利分化

单季度来看，2019Q2主要的变化趋势包括：

- 1) 炼油、有机原料、氯碱、煤化工（主要是氮肥）等子行业，伴随产品价格进一步下跌，盈利延续下行趋势，其中炼油净利同比下滑30%、有机原料净利同比下滑14%、氯碱净利同比下滑26%、氮肥净利同比下滑48%；
- 2) 炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等前期高盈利子行业，由于产品价格同比大幅下降，Q2景气继续下行，其中氟化工净利同比下滑56%、有机硅净利同比下滑71%、锦纶净利同比下滑58%；
- 3) 农药、染料等子行业整体景气稍有回落，相比Q1业绩增速有所下滑，但内部盈利分化，受停产限产影响的企业利润下降显著，其他企业受益于价格上涨，业绩同比提升；
- 4) 伴随PTA盈利提升，且民营炼化项目投产（主要是恒力石化），涤纶子行业景气向上，盈利明显回升，Q2净利同比大增91%（Q1同比下滑18%）；
- 5) 橡胶制品、车用/日用/建筑化学品、胶粘剂、涂料等前期盈利受到挤压的偏下游子行业，伴随原料价格的持续下行，延续Q1以来的良好增长势头，Q2业绩继续快速增长，其中橡胶制品净利同比增长43%、车用化学品净利同比增长76%、日用化学品净利同比增长47%。

图表3：化工子行业2019Q2营业收入及净利润情况

子行业	2019Q2 营收	2018Q2 营收	同比	2019Q2 净利	2018Q2 净利	同比
石油开采	6,102	5,719	7%	169.2	183.0	-8%
炼油	8,235	7,189	15%	168.9	241.1	-30%
油品销售及仓储	80	102	-21%	0.4	1.1	-61%
有机原料	527	491	7%	24.0	28.0	-14%
氮肥	208	214	-3%	10.9	20.9	-48%
钾肥 ¹	62	60	3%	-0.9	-5.6	亏损减小
磷肥及磷化工	256	236	9%	5.6	5.1	10%
复合肥 ²	66	101	-35%	2.9	4.9	-40%
农药	250	239	5%	21.1	24.2	-13%
涤纶	965	815	18%	57.4	30.1	91%
氨纶	16	18	-12%	1.7	2.0	-13%
粘胶	30	36	-18%	-0.6	0.3	转为亏损
锦纶	65	66	-2%	2.3	5.4	-58%
其他纤维	35	32	9%	4.7	2.6	81%
印染化学品	89	98	-10%	19.2	20.3	-5%
氯碱	487	467	4%	26.6	36.1	-26%
无机盐	40	36	11%	3.9	3.6	9%
炭黑	45	50	-10%	1.7	4.3	-59%
钛白粉	40	43	-6%	7.4	8.9	-17%
氟化工	67	70	-5%	6.4	14.4	-56%
有机硅	60	76	-20%	3.8	13.1	-71%
塑料制品	234	233	1%	9.1	9.8	-8%
橡胶制品	166	154	8%	14.0	9.8	43%
助剂	64	54	18%	6.1	6.6	-7%
聚氨酯	186	206	-9%	27.3	37.9	-28%
车用化学品	14	16	-10%	1.0	0.6	76%
建筑用化学品	29	33	-10%	1.9	1.4	34%
民爆	78	68	15%	7.1	5.7	25%
胶粘剂	29	28	5%	2.7	2.2	21%
日用化学品	85	79	7%	2.8	1.9	47%
电子化学品 ³	74	73	1%	7.4	8.8	-16%
涂料油漆	53	47	13%	3.8	3.1	25%
其他	142	157	-9%	24.8	33.7	-27%

单位：亿元

注1：钾肥子行业业绩改善主要是由于盐湖股份化工业务亏损减少；

注2：复合肥子行业若剔除金正，2019Q2净利同比下降22%；

注3：电子化学品子行业已剔除康得新；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

结合具体产品的价格走势来看(图表4),2019Q2化工品季度均价环比仍以下跌为主,其中烯烃、甲醇、醋酸、乙二醇、烧碱、纯碱等上游原料价格持续下行;粘胶、制冷剂由于终端需求疲软,价格走势偏弱;响水爆炸事故后,染料、农药(部分小品种)、中间体供给端收缩力度较大,产品价格上行显著,而大品种农药价格延续回落态势;PVC、有机硅等产品价格逐步止跌企稳。

图表4: 2019Q2 主要化工品季度均价同比及环比变化情况

品种	单位	最新价格	2019Q2	2019Q1	环比	2018Q2	同比
WTI 期货	美元/桶	55.35	59.63	55.51	7.4%	67.94	-12.2%
Brent 期货	美元/桶	59.92	68.46	64.36	6.4%	74.97	-8.7%
美国 Henry Hub 现货	美元/mmbtu	2.15	2.49	2.90	-14.1%	2.84	-12.4%
乙烯(韩国 FOB)	美元/吨	830	879	982	-10.5%	1285	-31.6%
丙烯(韩国 FOB)	美元/吨	920	871	907	-4.0%	1057	-17.6%
丁二烯(韩国 FOB)	美元/吨	1280	981	1098	-10.6%	1576	-37.8%
甲醇(华东)	元/吨	2055	2325	2464	-5.6%	3106	-25.2%
醋酸(华东)	元/吨	3550	2706	3082	-12.2%	4905	-44.8%
乙二醇(华东)	元/吨	4515	4458	5075	-12.2%	7428	-40.0%
丙烯酸(华东)	元/吨	7500	7631	8383	-9.0%	7750	-1.5%
环氧丙烷(华东)	元/吨	10400	9873	10321	-4.3%	11731	-15.8%
草甘膦(华东)	元/吨	24500	24000	24917	-3.7%	25808	-7.0%
联苯菊酯(99%, 华东)	元/吨	330000	363077	396667	-8.5%	373846	-2.9%
吡虫啉(95%, 华东)	元/吨	133000	153615	173750	-11.6%	172692	-11.0%
尿素(山东)	元/吨	1800	2005	1947	3.0%	1993	0.6%
二铵(长三角)	元/吨	2525	2694	2767	-2.6%	2756	-2.2%
氯化钾(60%粉, 青海)	元/吨	2250	2350	2397	-1.9%	2269	3.6%
硝酸铵(工业)	元/吨	2000	1980	2080	-4.8%	2154	-8.1%
磷矿石(30%, 贵州)	元/吨	370	438	500	-12.5%	400	9.4%
复合肥(45%CL, 山东)	元/吨	2100	2100	2125	-1.2%	2167	-3.1%
纯 MDI(华东)	元/吨	18500	21508	22071	-2.6%	28504	-24.5%
聚合 MDI(华东, 烟台万华)	元/吨	13000	15115	13933	8.5%	21531	-29.8%
TDI(华东)	元/吨	12900	14546	13821	5.2%	27473	-47.1%
硬泡聚醚(华东)	元/吨	8650	8560	9063	-5.5%	11323	-24.4%
DMF(华东)	元/吨	4825	4792	4850	-1.2%	5954	-19.5%
氨纶(40D, 华东)	元/吨	30000	31985	32833	-2.6%	35692	-10.4%
甲乙酮(华东)	元/吨	6625	7098	7154	-0.8%	7737	-8.3%
PVC(乙烯法, 华东)	元/吨	7013	7016	7006	0.1%	7051	-0.5%
PVC(电石法, 华东)	元/吨	6703	6825	6488	5.2%	6809	0.2%
PVC糊树脂(M31, 沈化)	元/吨	9400	8954	8167	9.6%	7554	18.5%
烧碱(32%, 华北)	元/吨	870	871	972	-10.4%	1017	-14.3%
纯碱(重质, 华东低端)	元/吨	1750	1888	2019	-6.5%	1981	-4.7%
天然橡胶(1#, 华东)	元/吨	10275	11342	11248	0.8%	10635	6.7%
丁苯橡胶(1502, 华东)	元/吨	11300	11938	12667	-5.7%	13708	-12.9%
粘胶短纤(1.5D, 38mm)	元/吨	11100	11815	13096	-9.8%	14415	-18.0%
粘胶长丝(120D 有光)	元/吨	37800	37800	37750	0.1%	37738	0.2%
PTA(华东)	元/吨	5150	6148	6456	-4.8%	5685	8.1%
PX(华东)	元/吨	6610	7770	8639	-10.1%	7475	3.9%
涤纶短纤(1.4D, 38mm)	元/吨	7250	8163	8772	-6.9%	8828	-7.5%
涤纶长丝(POY)	元/吨	7735	8213	8512	-3.5%	9093	-9.7%
炭黑(N330, 山东)	元/吨	5900	6500	6271	3.7%	7273	-10.6%
PVA(1799, 安徽皖维)	元/吨	12400	10900	10900	0.0%	13600	-19.9%
钛白粉(金红石型, 华东)	元/吨	15500	15938	16133	-1.2%	17846	-10.7%
R22(浙江)	元/吨	15500	16500	18479	-10.7%	21423	-23.0%
R134a(浙江)	元/吨	26500	28731	32229	-10.9%	31731	-9.5%
DMC(华东)	元/吨	21000	19254	18883	2.0%	33269	-42.1%
分散黑 ECT300%	元/吨	38.00	45.00	40.83	10.2%	41	10.4%
活性黑 WNN200%	元/吨	30.00	32.77	31.00	5.7%	30	10.9%

注:最新价格基准为2019年8月26日;

资料来源:百川资讯,卓创资讯,Bloomberg,华泰证券研究所

图表5：化工子行业季度净利率变化情况

子行业	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	盈利水平变化趋势
石油开采	2.8%	2.4%	1.0%	4.7%	3.2%	
炼油	2.1%	2.0%	0.3%	2.3%	3.4%	
油品销售及仓储	0.5%	0.2%	0.0%	0.3%	1.0%	
有机原料 ⁴	6.3%	6.6%	2.1%	4.7%	5.0%	
氮肥	5.2%	4.2%	3.0%	7.3%	9.7%	
钾肥 ¹	-1.5%	-4.3%	-4.1%	-25.4%	-9.3%	
磷肥及磷化工	2.2%	1.7%	-1.8%	2.2%	2.2%	
复合肥 ³	4.4%	3.1%	1.6%	2.2%	4.8%	
农药 ²	8.4%	9.4%	-1.7%	6.4%	10.0%	
涤纶	6.0%	3.4%	-2.7%	6.3%	3.6%	逐季上行
氨纶	11.0%	7.7%	4.0%	8.6%	11.2%	
粘胶	-1.9%	-1.0%	-1.9%	2.4%	0.9%	维持低位
锦纶	3.5%	4.4%	-0.2%	5.9%	8.2%	
其他纤维	13.3%	8.5%	3.2%	5.7%	7.7%	
印染化学品	21.6%	17.7%	13.9%	22.1%	20.5%	维持高位
氯碱	5.5%	4.0%	2.1%	6.3%	7.8%	
无机盐	9.8%	7.8%	4.7%	5.1%	10.0%	
炭黑	3.9%	1.0%	5.7%	10.8%	8.5%	高位回落
钛白粉	18.4%	17.0%	9.5%	17.3%	20.8%	
氟化工	9.6%	7.7%	15.4%	12.0%	15.2%	高位回落
有机硅	6.3%	8.6%	11.6%	20.6%	18.5%	高位回落
塑料制品	3.9%	3.2%	0.0%	3.5%	4.2%	底部回升
橡胶制品	8.4%	7.1%	7.2%	7.7%	7.9%	持续回升
助剂	9.6%	8.2%	6.4%	10.5%	12.2%	持续上行
聚氨酯	14.7%	13.4%	8.3%	11.7%	18.1%	企稳回升
车用化学品	7.0%	6.5%	5.4%	3.0%	3.6%	持续回升
建筑用化学品	6.3%	5.1%	-1.5%	5.3%	4.4%	持续回升
民爆	9.1%	1.1%	1.2%	6.5%	8.4%	
胶粘剂	9.2%	9.1%	6.3%	5.6%	6.9%	持续回升
日用化学品	3.3%	4.2%	-0.4%	4.1%	2.4%	底部回升
电子化学品 ³	10.0%	8.7%	8.0%	14.4%	14.5%	
涂料油漆	7.2%	3.2%	1.8%	5.8%	6.5%	底部回升
其他	17.4%	13.5%	16.7%	15.8%	15.8%	

注1：钾肥子行业净利率主要受益盐湖股份化工业务亏损影响，剔除后净利率整体稳定；

注2：农药子行业 2018Q3、2018Q4 净利率主要受辉丰股份（环保停产）、蓝丰生化（子公司资产计提减值金额较大）影响，若剔除后 2018Q3、Q4 净利率分别为 8.5%、3.8%；

注3：复合肥行业中已剔除金正，电子化学品行业剔除康得新；

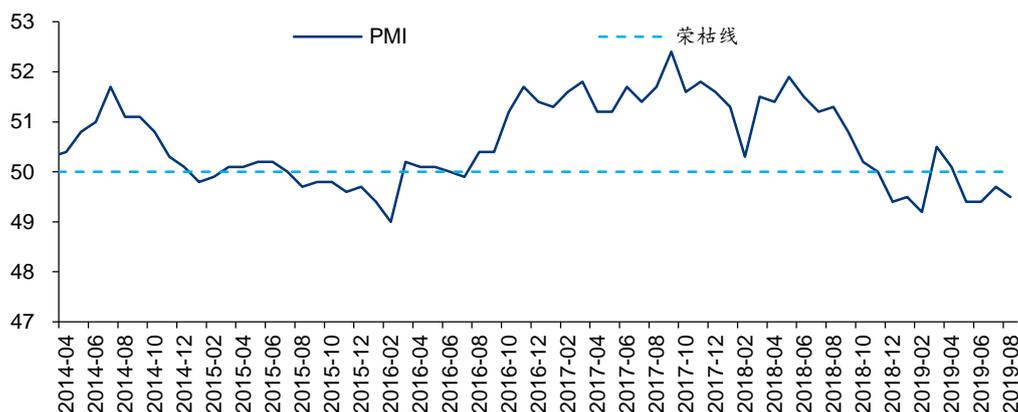
注4：有机原料 2019Q1-Q2 净利率较高主要由于 2019 年上市的宝丰能源净利率较高且营收规模较大，剔除后 19Q1、Q2 净利率分别为 3.8%、2.6%。

资料来源：Wind，华泰证券研究所

化工品需求仍受制约，供给端有望迎来重构

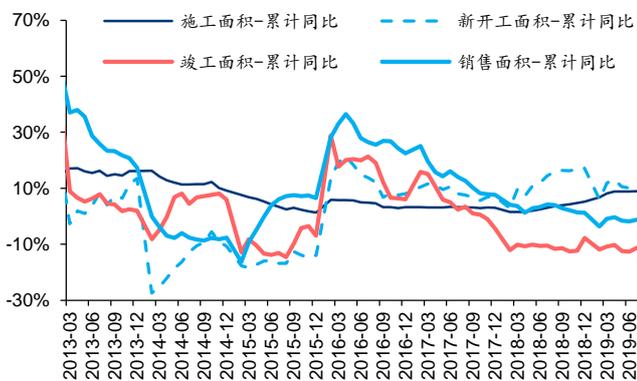
2019年以来，制造业PMI指数多数时间处于荣枯线以下，国内经济下行压力仍然较大，并制约化工品需求。分领域来看：1) 商品房销售数据进一步回落，国内地产新开工增速持续下降，2019年1-7月房屋新开工面积同比增9.5%，其中7月单月增速已回落至6.6%；2) 国内汽车需求仍然较为低迷，2019年1-7月汽车产量同比下降12.8%至1435万辆；3) 家电需求整体走低，其中2019年以来彩电/空调产量增速均显著回落；4) 纺织服装方面，2019年1-7月国内纱、布的累计产量增速分别为2.3%、-2.6%。

图表6：2019年国内制造业PMI指数整体表现偏弱



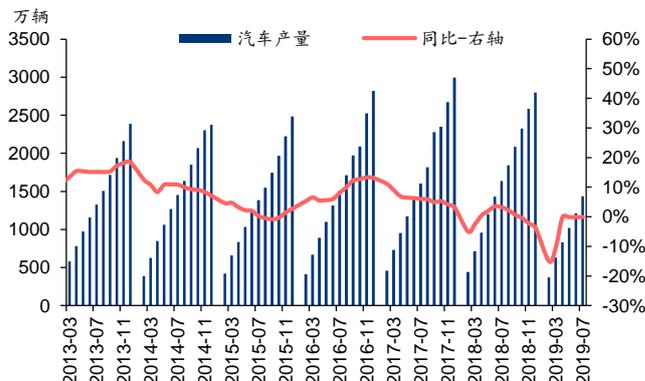
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表7：国内地产新开工增速持续下行



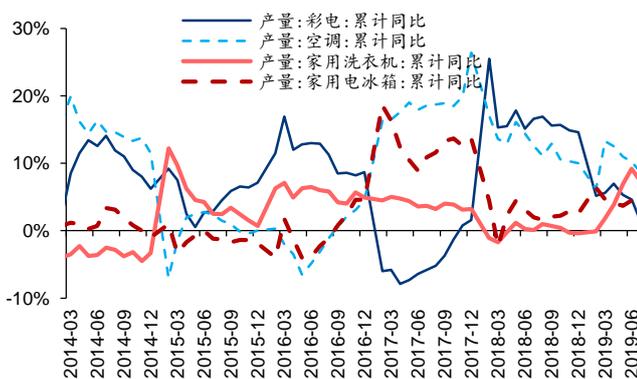
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：国内汽车需求回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：国内家电产量增速整体回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10：纺服需求韧性较强



资料来源：Wind，华泰证券研究所

外需方面，美国二季度 GDP 环比折年率初值为 2.1%，略高于预期值（1.8%），但低于前值（3.1%），呈现见顶回落特征，华泰宏观认为 2019 年美国将缓慢回落，但过程中韧性仍存。此外，欧盟 28 国二季度 GDP 同比增 1.3%，增速自 2018Q3 以来持续回落。

2019 年以来中美贸易摩擦持续反复，扰动需求预期。美国将于 2019 年 9 月 1 日起对 3000 亿美元的中国商品征收 15% 关税，同时拟对已加征 25% 关税的 2500 亿美元商品关税提高至 30%，其中直接受影响的化工品包括药品、有机化学品及日化用品等，间接影响较大的主要是化纤（纺织品）、改性塑料（电子产品）等。

图表 11：美国对我国出口商品征收关税及相关化工品情况

批次	开始征税时间	商品价值总额	税率	涉及的主要化工品	涉及化工品 2017 年出口金额
1	2018 年 7 月 6 日	340 亿美元	25%	轮胎橡胶制品（飞机轮胎、废旧轮胎）、维生素	较小
2	2018 年 8 月 23 日	160 亿美元	25%	通用塑料（PE、PP、PVC、ABS 等）、工程塑料（PC、PA 等）、聚氨酯（TPU 等）、润滑油	约 22 亿美元
3	2018 年 9 月 24 日	2000 亿美元	25%	烃类、基础化工品（硫酸、磷酸、烧碱等）、无机盐、农药及中间体、化肥、染料、助剂、聚氨酯（MDI 等）、塑料及制品、橡胶及橡胶制品	约 170 亿美元
4	2019 年 9 月 1 日	3000 亿美元	15%	药品、有机化学品及日化用品	——

注：前 3 批次商品关税自 2019 年 10 月 1 日起上调至 30%；

资料来源：USTR，华泰证券研究所

另一方面，国务院关税税则委员会决定对原产于美国的 750 亿美元商品，分两批自 2019 年 9 月 1 日、12 月 15 日起加征 10%、5% 不等关税，涉及化工品价值约 42 亿美元。其中 2017 年我国自美国进口量/国内表观消费量比例较高的产品包括乙丙橡胶（11.5%）、PTMEG（18.3%）、PBT（6.5%）、聚甲醛（6.2%）、纤维素醚（6.1%）、PC（6.0%）、尼龙 66 切片（9.6%）、液化丙烷（10.1%）等；其他进口金额较大，但占比相对不高的化工品主要包括塑料（PP、PE、PVC）、钛白粉等。

图表 12：我国对美国进口商品征收关税及相关化工品情况

批次	开始征税时间	商品价值总额	税率	涉及的主要化工品	涉及化工品 2017 年进口金额
1	2018 年 7 月 6 日	340 亿美元	25%	无	——
2	2018 年 8 月 23 日	160 亿美元	25%	液化丙烷、通用塑料（PE、PVC、工程塑料（PA、PC 等）、粘合剂、有机硅、表面活性剂等	约 20 亿美元
3	2018 年 9 月 24 日	600 亿美元	5%-25%	LNG、LPG、甲醇、尿素、钾肥、橡胶、橡胶防老剂、钛白粉、PVC、PET 等	约 117 亿美元
4	2019 年 9 月 1 日	750 亿美元	5%-10%	乙丙橡胶、PTMEG、PBT 等	约 42 亿美元

注：第 4 批部分商品自 2019 年 12 月 15 日起加征关税

资料来源：国务院，商务部，华泰证券研究所

总体而言，中美贸易摩擦主要影响 1) 轮胎、有机硅、农药、钛白粉、染料、MDI 等直接出口比例较高的化工品；2) 纺织服装、家电等行业直接产品出口，进而影响上游化纤、染料、改性塑料等化工品需求，但客观上也有利于电子化学品、新材料等化工品进口替代进程加速。

供给端角度，截至 2019 年二季度末，化工板块在建工程为 6822 亿元，同比增长 30.6%，但增速自 2018Q4 以来已有所回落，且增量集中在涤纶（大炼化项目）、有机原料、聚氨酯等前期盈利水平较高的子行业，并主要是龙头企业进行扩产，行业整体格局仍有望维持相对有序。

图表13: 化工行业在建工程增速逐步趋缓



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

另一方面, 2019年3月21日, 盐城市响水县陈家港化工园区内天嘉宜化工发生特大爆炸事故, 事故造成78人死亡, 超过600人受伤。事故发生后, 盐城市政府决定关闭响水化工园区, 周边地区多个化工园区持续处于停产状态, 截至目前复产时间仍不确定。

图表14: 化工上市公司受停产影响最新情况梳理

公司	最新公告时间	主要内容
吉华集团	6月27日	全资子公司江苏吉华自2019年4月23日起临时停产, 结合政府政策、市场环境及公司自身的实际情况, 公司经审慎研究决定自本公告日起江苏吉华继续停产。
丰山集团	6月29日	公司于2019年4月18日对原药合成车间各类安全风险隐患进行系统排查、检修升级, 截至目前, 公司已完成检修及技改升级, 现已具备复产条件, 但因园区供热公司尚未恢复供热, 公司原药合成车间尚处于停产状态。
辉丰股份	7月16日	公司于2019年4月18日对原药合成车间临时停产, 待供热公司恢复供热后公司将积极推动相关部分原药产品的复产工作。
雅本化学	6月27日	公司子公司南通雅本于2019年2月26日废水处理区域发生安全事故, 2019年6月27日, 南通雅本收到政府部门下发的恢复生产书面许可, 同意南通雅本自2019年6月27日起恢复生产。
安诺其	4月28日	自2019年3月21日江苏天嘉宜化工有限公司发生爆炸事故以来, 公司子公司江苏安诺其目前暂时处于停产状态。
联化科技	3月23日	公司子公司江苏联化与盐城联化与爆炸公司天嘉宜位于同一化工园区。经初步统计, 受爆炸冲击波影响, 2名员工死亡, 其余部分员工受伤, 子公司江苏联化和盐城联化部分房屋设备损毁, 出于保障员工安全和生产安全的考虑, 公司子公司江苏联化和盐城联化暂时处于停产状态。
雅克科技	4月8日	全资子公司响水雅克化工有限公司自2018年5月份停产以来, 至今未恢复生产, 响水雅克后续如何处理存在较大的不确定性。

资料来源: 各公司公告, 华泰证券研究所

相应地, 江苏省于4月27日发布了《江苏省化工行业整治提升方案》, 在时间、数量、类别上对化工产业做出明确规定, 尺度严格, 并对企业安全环保、产业链协同、技术水平等方面做出强调。山东省亦于4月22日公示拟“关闭淘汰一批”化工生产企业, 泰安、莱阳、威海、招远、淄博、济南、烟台等地合计近200家化工企业将被关闭淘汰。

图表15：江苏省化工行业整治提升方案主要内容梳理

方面	主要内容
压减化工企业数量	大幅压减化工企业，全省到2020年化工企业减少到2000家，2022年不超过1000家；所有安全、环保不达标的化工企业立即停产、限期整改、关闭，关闭退出D类企业；压减沿江地区、环境敏感区域、城镇人口密集区、园区外、规模以下的化工企业数量。
减少化工园区数量	从园区规模、产业层次、用地面积、规划许可、安全监管、环境治理等方面对全省50个化工园开展全面评价，根据评价结果，压减至20个左右，提高化工园区综合监管水平，对于取消化工园区定位的区域，严禁再新建化工项目。
严格化工行业准入	新建项目投资额不低于10亿元，禁止新（扩）建农药、医药、染料的中间体化工项目。
规范化工生产企业管理	强化企业主体责任、提高从业人员专业化水平、规范企业设计建设
加强化工行业监管	对化工企业违法违规行为始终保持零容忍，开展化工企业本质安全诊断、促进化工行业全面质量提升

资料来源：《江苏省化工行业整治提升方案》，华泰证券研究所

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

结合供需格局，总体而言，我们预计化工行业整体景气将震荡下行，供给端重构将进一步强化头部企业优势，龙头企业份额有望持续提升，进而带动行业走向一体化和集中，长期来看预计化工品价格中枢整体将稳中有升。

投资主线：长期看好传统行业龙头及新材料企业

- 1) 虽然外需预期反复，但产业链低库存下需求旺季将至，纺织产业链整体补库存有望开启，另一方面，涤纶企业炼化装置近期逐步投产，盈利前景趋于明朗，关注浙江龙盛（染料）、恒力石化、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化等；
- 2) 低估值细分领域龙头通过存量业务优化和新品类扩张，长期来看市场份额有望不断提升，行业需求端预期改善及供给端重构受益程度较高，建议关注万华化学（聚氨酯、石化）、华鲁恒升（尿素、煤化工）、金禾实业（甜味剂等）；
- 3) 化工新材料公司股价短期跟随市场风险偏好波动，但进口替代逻辑确定性较高，长期看好国瓷材料、光威复材、飞凯材料、强力新材、利安隆等公司。

风险提示

1、下游需求不达预期的风险；

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

2、原油价格大幅波动的风险。

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

3、贸易摩擦加剧风险

2018年以来中美贸易摩擦频发，若摩擦进一步深化，将加剧出口比例较高的化工品外需的不确定性，同时抬升进口比例较高的化工原料价格，对相关子行业盈利水平产生不利影响。

免责声明

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

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

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

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

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，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