

# 需求悲观预期或迎修复,底部配置时机到来



川财证券  
CHUANCAI SECURITIES

——基础化工行业 2019 年中报综述 (20190908)

## 核心观点

### ❖ 2019H1 化工板块景气度明显回落

化工板块在今年上半年经历了景气度的进一步下滑,化工品价格大幅下跌,供给端新增产能大规模投放、短期难言乐观,需求端“内忧外患”、市场预期较为悲观。2019 年上半年,基础化工行业累计实现营业总收入 6645 亿元,同比下降 0.63%; 归属母公司股东的净利润 489 亿元,同比下降 22.01%。受季节因素扰动,2019Q2 单季度行业收入与归母净利润环比均有所回升。

### ❖ 供给短期难言乐观,需求或迎复苏,化工品价格有望触底反弹

**供给端:** 增量方面,产能扩张周期之下,新增产能将在今年明年逐步落地。安全与环保压力对行业供给造成的影响正边际递减,短期边际改善因素相对有限,但长期落后产能清退的趋势不变。

**需求端:** 内需方面,在经济下行压力之下,上半年国内终端需求表现乏力;外需方面,今年中美贸易摩擦持续升级,严重影响行业出口。展望未来,在流动性逐步宽松的环境下,以及基建提速、刺激消费等政策的引导之下,四季度以基建、汽车为代表的终端市场或将迎来复苏,需求端的悲观预期有望得到修复。

**价格端:** 去年四季度以来,化工产品价格指数持续回落。PPI 角度看,化学工业、化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品制造业的 PPI 同比均高位回落。随着未来需求复苏,化工品价格的进一步下跌空间较为有限。

### ❖ 周期股看好化工核心资产、关注维生素涨价,成长股看好电子化学品

**周期股:** 在此时点,我们认为,化工核心资产的配置时机已经到来,关注估值水平较低、新增产能持续落地、产品价格触底反弹的行业领跑企业,相关标的:万华化学、华鲁恒升、扬农化工等。另一方面,维生素是化工周期板块为数不多的涨价品种,VA 受巴斯夫事故影响、供给端边际改善,VE 因帝斯曼收购能特科技、行业竞争格局得以优化,未来均具备较强的涨价动能,相关标的:新和成、浙江医药等。

**成长股:** 进口替代日趋迫切,电子化学品的投资时机已经到来。中美贸易摩擦在前,日韩贸易争端在后,未来国内市场乃至部分海外市场(韩国)对半导体材料的需求将日益强烈,电子化学品爆发期即将到来,超净高纯试剂、电子气体、CMP 材料、光刻胶、大硅片等均有有望突破。科创板顺利推出,对板块估值提升作用显著。相关标的:鼎龙股份、晶瑞股份、中欣氟材、上海新阳、江化微等。

### ❖ 风险提示:中美摩擦加剧,原材料价格大幅波动,产品价格大幅下跌

## 📄 证券研究报告

所属部门 | 行业公司部  
报告类别 | 行业深度  
所属行业 | 非金属材料/基础化工  
报告时间 | 2019/9/8

## 👤 分析师

白竣天  
证书编号: S1100518070003  
010-66495962  
baijuntian@cczq.com

## 👤 联系人

张天楠  
证书编号: S1100118060014  
021-68595116  
zhangtiannan@cczq.com

北京 西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 15 楼, 100034

上海 陆家嘴环路 1000 号恒生大厦 11 楼, 200120

深圳 福田区福华一路 6 号免税商务大厦 30 层, 518000

成都 中国(四川)自由贸易试验区成都市高新区交子大道 177 号中海国际中心 B 座 17 楼, 610041

## 正文目录

一、景气度持续回落，需求端或迎转机 .....	5
1.1 板块行情回顾 .....	5
1.2 行业总体情况 .....	6
1.3 供给端：新增产能逐步落地，安全环保影响边际递减 .....	7
1.4 需求端：基建抬头或助内需回暖，中美博弈致外需清淡 .....	8
1.5 价格端：原油价格下行，化工品价格指数持续回落 .....	11
二、子行业：农化景气回落，化纤先抑后扬 .....	12
2.1 农用化工：整体利润下滑明显，环比有所改善 .....	12
2.2 合成纤维及树脂：业绩表现抢眼，利润大幅回暖 .....	14
2.3 化学原料：景气度下行，利润如期下滑 .....	17
2.4 化学制品：总体保持平稳，印染化学品延续强势 .....	19
三、投资建议 .....	21
3.1 周期股：把握需求端悲观预期的修复行情，关注维生素涨价 .....	21
3.2 成长股：电子化学品进口替代机遇来临 .....	22
风险提示 .....	23

## 图表目录

图 1:	2019 年基础化工板块涨幅情况.....	5
图 2:	2019 年基础化工子板块今年以来涨跌幅情况.....	5
图 3:	年初至今化工板块个股涨幅前二十.....	6
图 4:	2019H1 营业总收入同比增速排名.....	7
图 5:	2019H1 归母净利润同比增速排名.....	7
图 6:	基础化工板块毛利率与净利率情况.....	7
图 7:	2019Q2 化工行业景气度继续下滑.....	7
图 8:	化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额大幅增长.....	8
图 9:	资产负债率保持平稳.....	8
图 10:	工业产能利用率小幅回暖.....	8
图 11:	固定资产完成额累计同比增速.....	9
图 12:	房地产新开工面积小幅提升.....	10
图 13:	汽车销量继续下滑.....	10
图 14:	纺织服装零售额增速进一步下滑.....	10
图 15:	农产品价格维持低位.....	10
图 16:	美元兑人民币破 7.....	10
图 17:	2019H1 出口贡献回升.....	10
图 18:	布油价格下行, 煤炭价格维持高位.....	11
图 19:	化工产品价格指数持续回落.....	11
图 20:	化工品 PPI 指数同比情况.....	12
图 21:	化工品 PPI 指数环比情况.....	12
图 22:	农用化工营业收入情况.....	12
图 23:	农用化工归母净利润情况.....	12
图 24:	农用化工毛利率与净利率情况.....	13
图 25:	农化各子板块营业收入情况.....	13
图 26:	农化各子板块归母净利润情况.....	14
图 27:	农化各子板块毛利率情况.....	14
图 28:	农化各子板块净利率情况.....	14
图 29:	合成纤维及树脂营业收入情况.....	15
图 30:	合成纤维及树脂归母净利润情况.....	15
图 31:	合成纤维及树脂毛利率与净利率情况.....	15
图 32:	合成纤维及树脂各子板块营业收入情况.....	16
图 33:	合成纤维及树脂各子板块归母净利润情况.....	16
图 34:	合成纤维及树脂各子板块毛利率情况.....	16
图 35:	合成纤维及树脂各子板块净利率情况.....	16
图 36:	化学原料营业收入情况.....	17
图 37:	化学原料归母净利润情况.....	17
图 38:	化学原料毛利率与净利率情况.....	17
图 39:	化学原料各子板块营业收入情况.....	18
图 40:	化学原料各子板块归母净利润情况.....	18
图 41:	化学原料各子板块毛利率情况.....	19

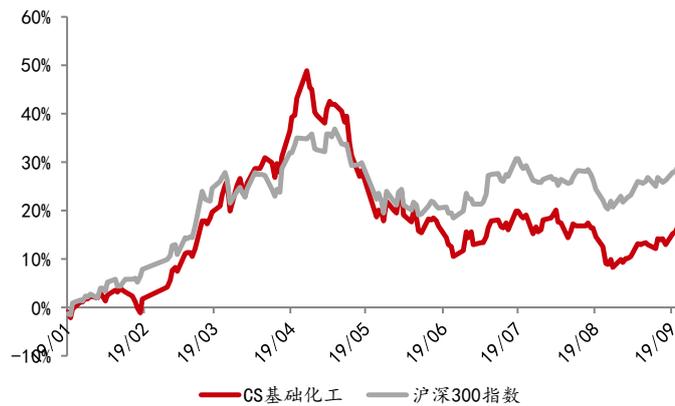
图 42:	化学原料各子板块净利率情况.....	19
图 43:	化学制品营业收入情况.....	19
图 44:	化学制品归母净利润情况.....	19
图 45:	化学制品毛利率与净利率情况.....	20
图 46:	化学制品各子板块营业收入情况.....	20
图 47:	化学制品各子板块归母净利润情况.....	21
图 48:	化学制品各子板块毛利率情况.....	21
图 49:	化学制品各子板块净利率情况.....	21

## 一、景气度持续回落，需求端或迎转机

### 1.1 板块行情回顾

截至 2019 年 9 月 5 日，CS 基础化工指数今年以来累计上涨 17.84%，跑输沪深 300 指数 12.41 个百分点，涨幅在 29 个 CS 一级行业中排名第 18 位。

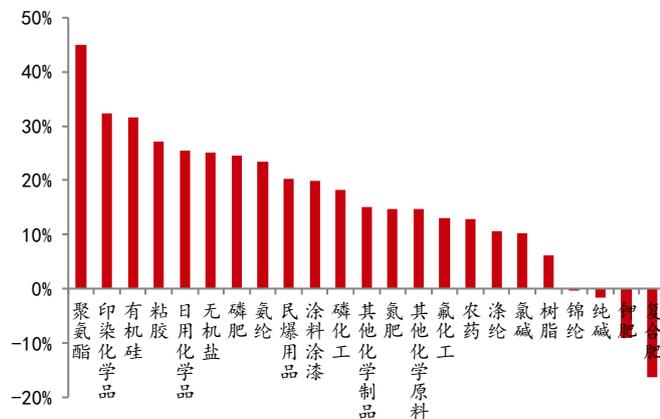
图 1：2019 年基础化工板块涨幅情况



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截至 2019 年 9 月 5 日

板块内部看，聚氨酯、印染化学品、有机硅等板块涨幅居前，今年以来累计涨幅均超过 30%。受到产能扩张周期以及下游需求不振影响，化工品涨跌分化明显。

图 2：2019 年基础化工子板块今年以来涨跌幅情况



资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截至 2019 年 9 月 5 日

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

个股方面，白马股上涨明显，题材股表现活跃。“3·21”响水爆炸事故致使江苏地区染料及农药中间体企业供应紧张，产品价格大幅上调，部分染料及农药行业的领跑企业涨幅可观，其中百傲化学年初至今涨幅高达 182%。此外，市场预期事故的后续影响将继续扩散，有望对国内化工行业的中小落后产能形成进一步冲击，利好各细分行业环保及安全达标的优质企业，行业内的白马股也因此迎来较大幅度的上涨。题材股方面，氢燃料电池、OLED 等主题投资行情火爆，板块内业务涉及制氢、OLED 材料的企业均录得较大涨幅。

图 3：年初至今化工板块个股涨幅前二十

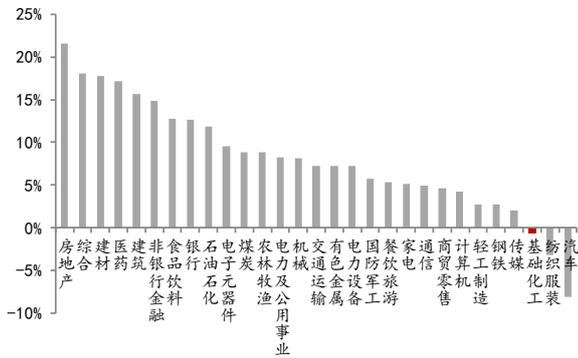
排名	公司	年初至今涨跌幅	排名	公司	年初至今涨跌幅
1	百傲化学	182.16%	11	永冠新材	81.32%
2	三棵树	153.79%	12	澄星股份	77.42%
3	双象股份	123.46%	13	万华化学	76.61%
4	华昌化工	122.18%	14	立霸股份	74.60%
5	国瓷材料	106.38%	15	国风塑业	72.89%
6	凯龙股份	100.34%	16	同益股份	69.83%
7	宏大爆破	92.02%	17	利民股份	67.20%
8	广信材料	89.33%	18	元力股份	64.54%
9	富邦股份	87.44%	19	鸿达兴业	63.46%
10	珀莱雅	85.51%	20	鼎龙股份	63.37%

资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截至 2019 年 9 月 5 日

## 1.2 行业总体情况

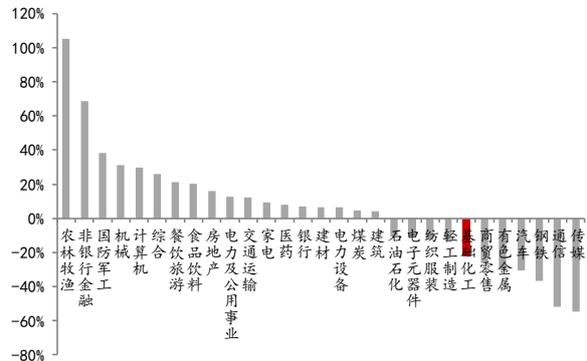
**2019H1 行业景气度同比回落，收入与利润同比下滑。**2019 年上半年，基础化工板块实现营业总收入 6645 亿元，同比下降 0.63%；实现归属母公司股东的净利润 489 亿元，同比下降 22.01%。2019H1，基础化工板块整体毛利率、净利率分别达到 21.56%和 7.78%，较去年同期分别下降 1.12 个百分点和 1.72 个百分点。在 29 个 CS 一级行业中，基础化工板块的营业总收入增速排名第 27 位，归属母公司股东的净利润增速排名第 23 位，营业收入与净利润增速排名均靠后。

图 4： 2019H1 营业总收入同比增速排名



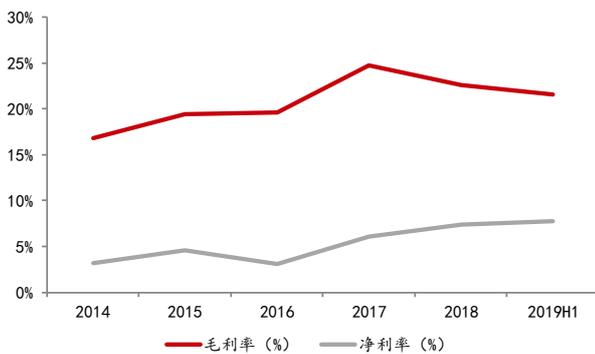
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 5： 2019H1 归母净利润同比增速排名



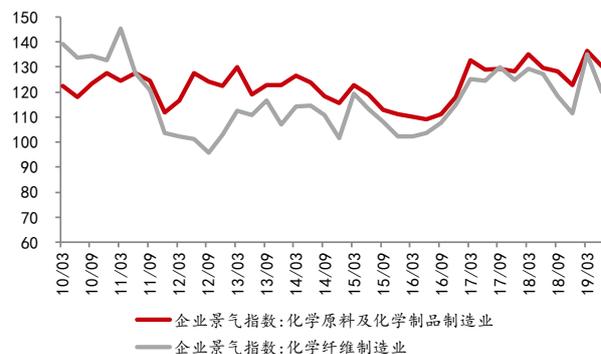
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6： 基础化工板块毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7： 2019Q2 化工行业景气度继续下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 1.3 供给端：新增产能逐步落地，安全环保影响边际递减

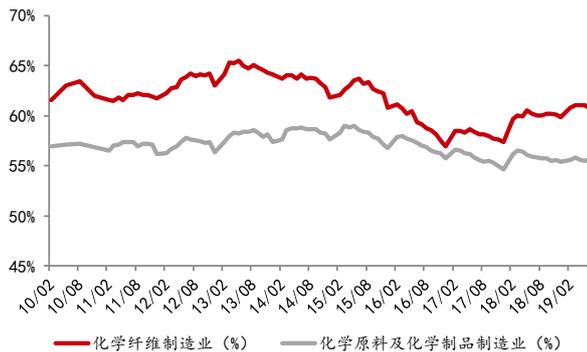
产能扩张周期之下，新增产能逐步落地。2017-2018 年，充沛的利润和现金流激发了化工企业的扩产积极性，这部分新增产能在 2019 年迎来大规模投产。今年 1-7 月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额大幅增长，累计同比增速高达 9.4%。考虑到大部分化工子行业 1-2 年的新增产能建设周期，2019-2020 年将是行业新增产能的投放大年，预计在中长期对化工品价格形成压制。

图 8： 化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额大幅增长



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 9： 资产负债率保持平稳



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 10： 工业产能利用率小幅回暖



资料来源: Wind, 川财证券研究所

安全与环保压力对行业供给造成的影响正边际递减。去年下半年开始，国内环保与安全监管呈现边际放松迹象，各地陆续出台政策禁止“一刀切”。响水“3·21”特别重大爆炸事故发生后，4月初直接关停事故园区，但后续向其他化工园区的扩散影响相对有限，出于保护地方经济的因素，实际落实进程不及预期。

#### 1.4 需求端：基建抬头或助内需回暖，中美博弈致外需清淡

上半年内需不振，下半年预计基建投资提速、汽车销量增长，或助力内需回暖。我们认为，在经济下行压力之下，终端需求的乏力在下半年仍难以大幅改善。基建投资有望逐步好转，但地产投资增速尚不确定。汽车销量在政策刺激下有

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

望迎来反转。农产品价格或将走出底部区间，为农化板块创造机遇。

1) 基建方面，今年上半年投资增速较去年同期有所下滑，1-6月固定资产投资累计完成额达到29.91万亿元，同比增长5.8%，增速较去年同期下滑0.2个百分点。本周，监管部门要求地方报送2020年重大专项债项目资金需求情况，今年将提前下达部分2020年新增地方政府专项债额度，同时专项债用于基建的比例不断提升，我们预计下半年基建投资增速有望回暖。

2) 房地产方面，总体表现平稳，新开工面积出现下滑。2019年1-7月，国内开发投资完成额和新开工面积同比增速分别为10.6%和9.5%，较去年同期分别上升了0.4个百分点和下降了4.9个百分点。地产政策持续高压，预计下半年需求保持平稳。

3) 汽车方面，销量进一步下滑。今年1-7月，国内汽车销量仅为1412.7万辆，同比下降11.40%，既去年四季度首次负增长之后，销量进一步下滑。8月，国务院办公厅印发了《关于加快发展流通促进商业消费的意见》，指出释放汽车消费潜力，实施汽车限购的地区要结合实际情况，探索推行逐步放宽或取消限购的具体措施，有条件的地方对购置新能源汽车给予积极支持。政策从更大范围、以更大力度刺激汽车消费，9月起汽车销量有望迎来反转。

4) 纺织服装方面，行业需求增速继续下滑，今年1-7月，服装鞋帽针织品类零售额同比增长3.0%，较去年同期下降了6.2个百分点。

5) 农产品方面，价格维持低位，玉米、小麦、大豆、粳稻、棉花等作物价格仍处历史底部区间。

图 11： 固定资产投资完成额累计同比增速



资料来源：Wind，川财证券研究所

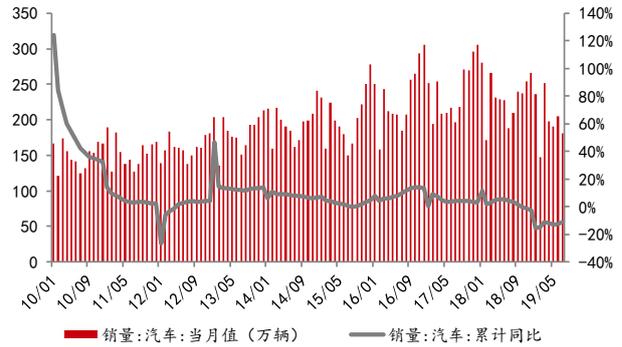
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 12: 房地产新开工面积小幅提升



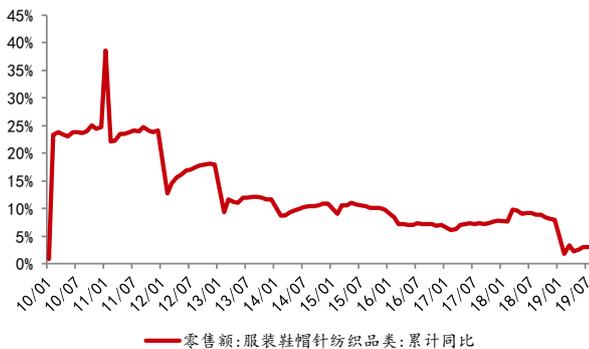
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 13: 汽车销量继续下滑



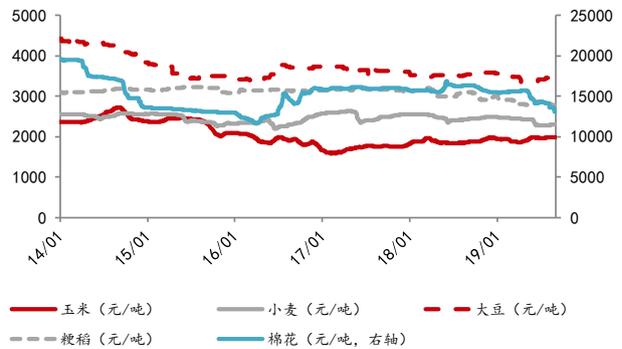
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 14: 纺织服装零售额增速进一步下滑



资料来源: Wind, 川财证券研究所

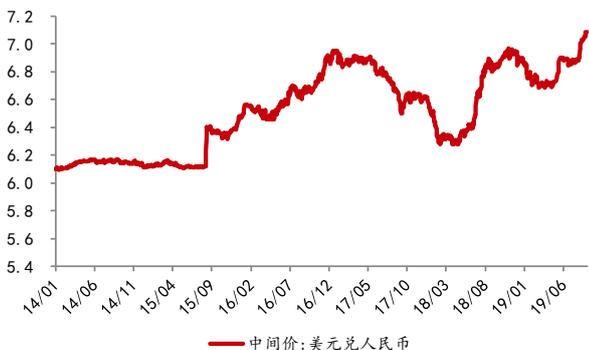
图 15: 农产品价格维持低位



资料来源: Wind, 川财证券研究所

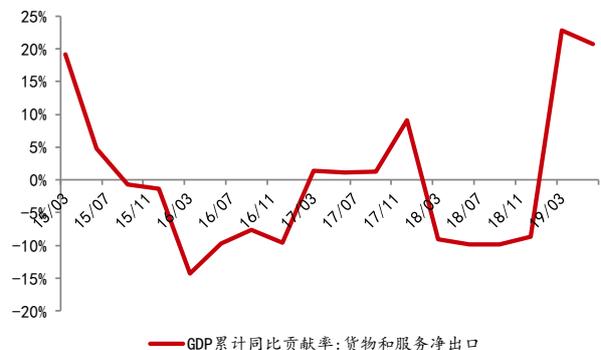
贸易摩擦加剧出口不确定性, 人民币贬值变相对冲外部风险。由于中美摩擦的不确定性和关税政策的不断加码, 去年第三季度国内化工品的“抢出口”迹象明显, 在一定程度上透支了海外需求。今年以来, 中美贸易摩擦持续升级, 当前美方对我国征收额外关税清单几乎涵盖了所有对美出口商品。我们认为, 外需受中美摩擦冲击剧烈, 对国内化工品出口产生不利影响。

图 16: 美元兑人民币破 7



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 17: 2019H1 出口贡献回升



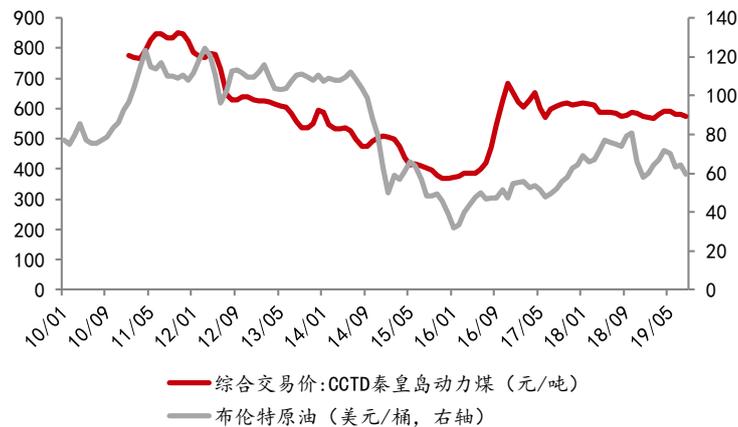
资料来源: Wind, 川财证券研究所

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

## 1.5 价格端：原油价格下行，化工品价格指数持续回落

原油价格明显下跌、煤炭价格高位盘整，在成本端的价格支撑减弱。在地缘政治以及全球经济悲观预期的影响之下，5月以来，国际原油价格出现大幅下滑，布伦特原油从75美元/桶下跌至当前的60美元/桶，累计下跌20%。今年1-8月布油均价为65美元/桶，较去年中枢价格71.5美元/桶下跌了9%。煤炭价格在3月份触底反弹，短期预计仍维持相对高位。

图 18： 布油价格下行，煤炭价格维持高位



资料来源：Wind，川财证券研究所

化工品价格涨跌不一，价格指数持续回落，化工品 PPI 止跌企稳。受供给端新增产能逐步投产影响、出口需求下滑等因素影响，国内化工品价格受到冲击，化工产品价格指数持续回落。PPI 角度看，化学工业、化学原料与化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品制造业的 PPI 同比均高位回落，但环比均止跌企稳。

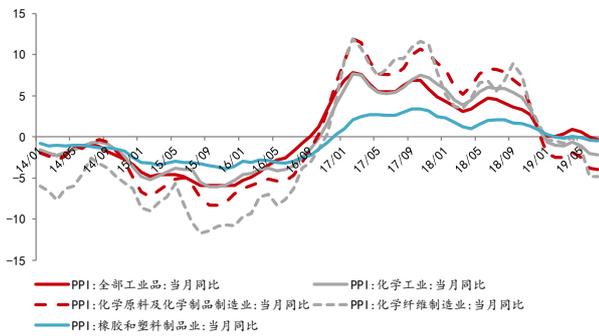
图 19： 化工产品价格指数持续回落



资料来源：Wind，川财证券研究所

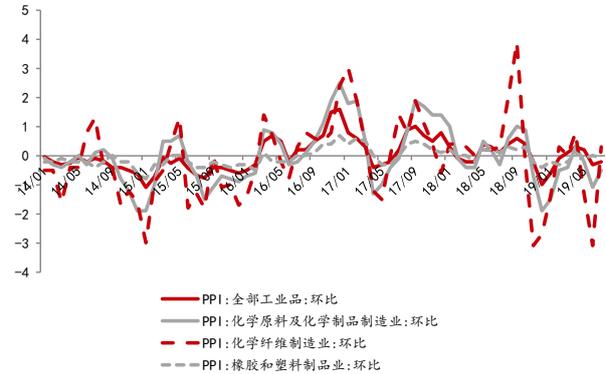
本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 20: 化工品 PPI 指数同比情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 21: 化工品 PPI 指数环比情况



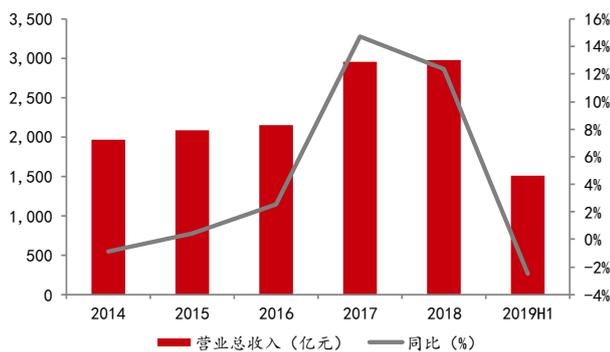
资料来源: Wind, 川财证券研究所

## 二、子行业: 农化景气回落, 化纤先抑后扬

### 2.1 农用化工: 整体利润下滑明显, 环比有所改善

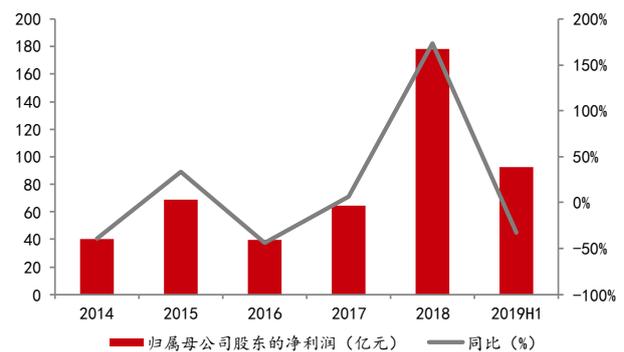
2019H1, 农化板块收入基本与去年同期持平, 净利润继续回落。2019H1, 农化板块实现营业总收入 1504.6 亿元, 同比下降 2.52%; 归属母公司股东的净利润 92.6 亿元, 同比下降 32.97%; 销售毛利率从高位回落至 22.75%, 净利率小幅下滑至 6.39%。

图 22: 农用化工营业收入情况



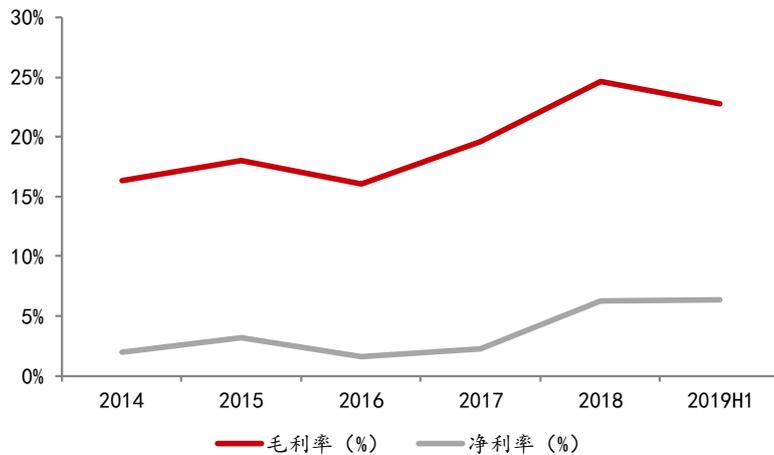
资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 23: 农用化工归母净利润情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 24： 农用化工毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

从子板块看，磷肥板块表现较好，上半年营业收入与归母净利润均实现正增长，增速分别高达 12.0%和 27.2%。氮肥板块先扬后抑，2019H1 营业收入与归母净利润的增速均由正转负。复合肥板块景气度继续下行，2019H1 营业收入同比减少 21.2%，归属母公司股东的净利润同比下降 31.4%。农药板块需求依旧平淡，营业收入规模保持高位，但受农药价格下行影响，利润增速由正转负，未来有望受益部分长江沿岸企业停产整顿影响，供给边际收缩、价格企稳。

图 25： 农化各子板块营业收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
氮肥	971.7	898.8	813.7	1,194.8	1,132.8	530.9
yoy (%)	-9.5%	-7.5%	-9.7%	19.6%	13.2%	-4.6%
钾肥	104.7	108.8	103.6	117.0	211.6	107.4
yoy (%)	-9.5%	-7.5%	-9.7%	19.6%	13.2%	19.6%
磷肥	141.5	157.7	138.9	152.1	158.2	90.1
yoy (%)	29.4%	3.9%	-4.8%	12.9%	42.3%	12.0%
复合肥	289.2	367.7	369.8	387.9	359.0	184.8
yoy (%)	11.9%	24.6%	0.5%	4.9%	-7.5%	-21.2%
农药	463.7	556.1	724.3	1,104.3	1,113.1	591.4
yoy (%)	4.6%	-2.1%	30.2%	14.4%	16.2%	1.6%

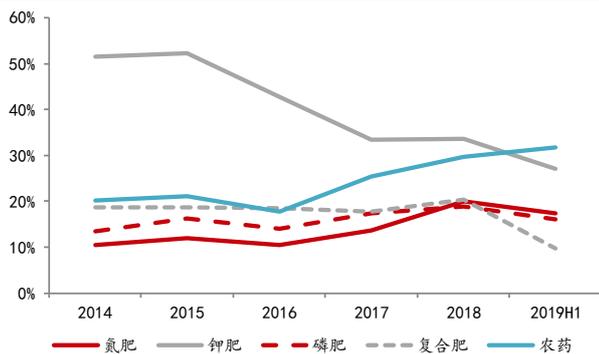
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 26： 农化各子板块归母净利润情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
氮肥	-28.7	-5.7	-25.2	-2.5	89.4	25.6
yoy (%)	-1440.0%	80.0%	-445.9%	81.4%	904.5%	-50.7%
钾肥	13.0	5.6	3.4	-41.6	-21.5	-1.9
yoy (%)	23.8%	-57.1%	-38.9%	-1318.8%	27.1%	74.6%
磷肥	3.7	9.2	5.3	8.9	3.7	8.1
yoy (%)	-18.7%	148.3%	-45.5%	69.9%	-58.3%	27.2%
复合肥	18.5	25.3	22.0	14.5	14.0	9.5
yoy (%)	25.4%	28.3%	-13.2%	-34.0%	-3.8%	-31.4%
农药	33.7	34.7	34.1	85.0	92.6	51.3
yoy (%)	-0.6%	-21.0%	-1.5%	95.1%	12.4%	-30.2%

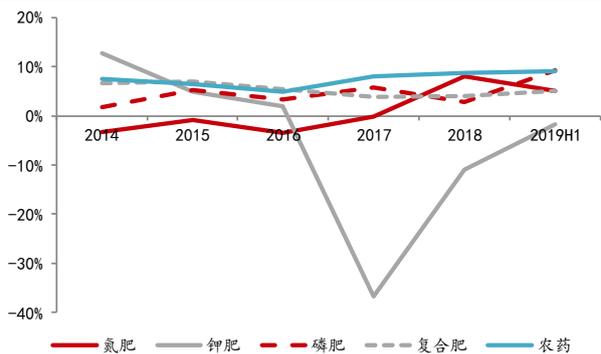
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 27： 农化各子板块毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 28： 农化各子板块净利率情况

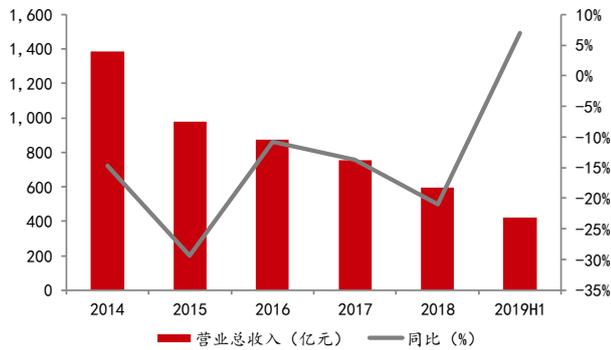


资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.2 合成纤维及树脂：业绩表现抢眼，利润大幅回暖

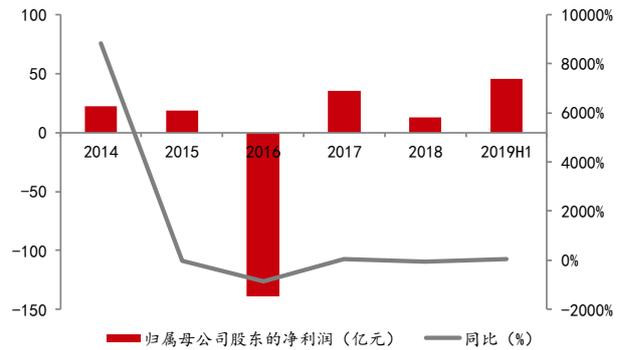
2019H1，合成纤维及树脂板块景气度较去年明显回暖，归母净利润大幅增长。2019H1，合成纤维及树脂板块实现营业总收入 420.6 亿元，同比增长 7.05%；归属母公司股东的净利润 45.4 亿元，同比大增 39.59%；销售毛利率回升至 22.05%，净利率大幅提升至 11.53%，均达到近五年新高。

图 29：合成纤维及树脂营业收入情况



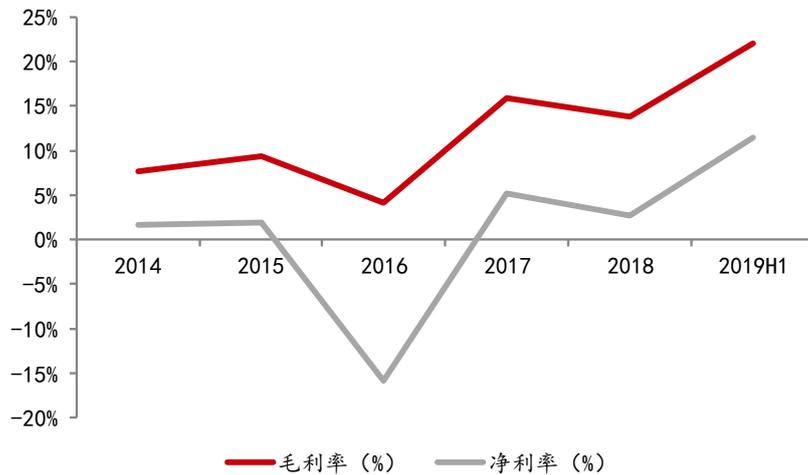
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：合成纤维及树脂归母净利润情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：合成纤维及树脂毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

子行业看，2019H1 各子板块营业收入均保持稳中有升态势。净利润角度看，2019H1 涤纶板块实现反转，归属母公司股东的净利润同比大增 63.5%，净利率提升至 9.39%，达到近五年最高水平。树脂板块表现同样抢眼，2019H1 实现归属母公司股东的净利润 30.5 亿元，同比大增 47.4%，景气度持续提升。

图 32: 合成纤维及树脂各子板块营业收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
涤纶	1,020.0	668.9	514.8	330.6	93.8	102.5
yoy (%)	-10.6%	-34.4%	-23.0%	-35.8%	-71.6%	18.6%
氨纶	25.3	15.6	12.6	24.3	54.5	25.8
yoy (%)	-22.5%	-38.2%	-19.3%	92.2%	124.8%	-4.6%
粘胶	88.7	109.8	130.7	130.2	87.5	45.8
yoy (%)	-15.7%	23.8%	19.0%	-0.4%	-32.8%	5.5%
锦纶	146.2	84.8	105.6	106.8	149.7	80.5
yoy (%)	-42.0%	-42.0%	24.6%	1.2%	40.1%	5.7%
树脂	107.5	101.6	110.8	163.1	210.9	166.0
yoy (%)	14.1%	-5.5%	9.1%	47.2%	29.3%	3.9%

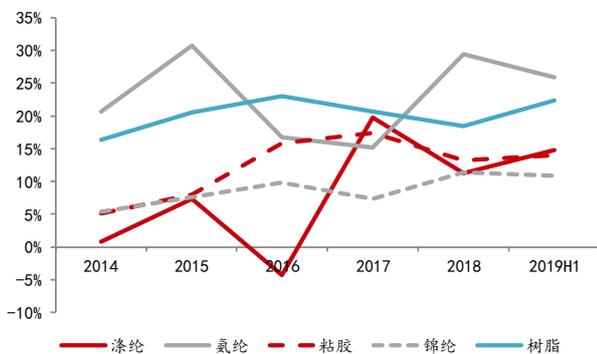
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元

图 33: 合成纤维及树脂各子板块归母净利润情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
涤纶	13.6	3.2	-152.4	21.4	-6.6	7.4
yoy (%)	1034.7%	-76.4%	-4838.2%	-114.0%	-130.8%	63.5%
氨纶	2.1	0.8	-3.5	1.3	5.3	3.3
yoy (%)	-52.4%	-62.4%	-541.5%	-137.9%	296.6%	14.4%
粘胶	-2.8	6.3	5.1	2.6	2.5	1.3
yoy (%)	64.6%	475.1%	-18.5%	-50.3%	-0.8%	180.7%
锦纶	4.6	2.3	3.9	0.7	6.9	3.0
yoy (%)	469.1%	85.0%	64.3%	-82.6%	923.3%	-25.5%
树脂	5.1	5.7	7.6	9.4	4.5	30.5
yoy (%)	52.7%	-0.5%	34.2%	23.4%	-52.3%	47.4%

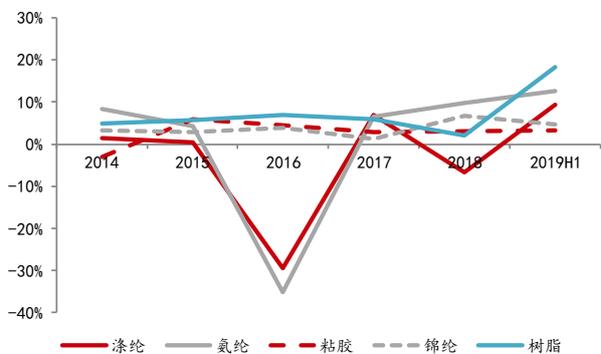
资料来源: Wind, 川财证券研究所; 单位: 亿元

图 34: 合成纤维及树脂各子板块毛利率情况



资料来源: Wind, 川财证券研究所

图 35: 合成纤维及树脂各子板块净利率情况

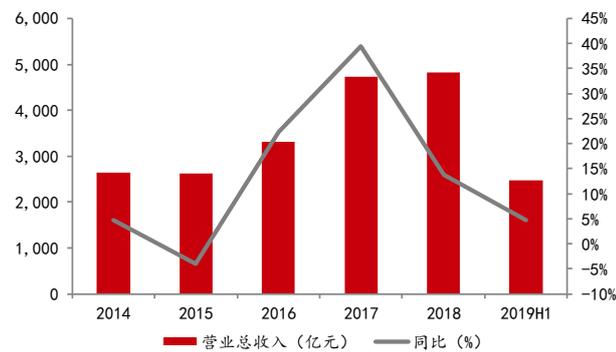


资料来源: Wind, 川财证券研究所

### 2.3 化学原料：景气度下行，利润如期下滑

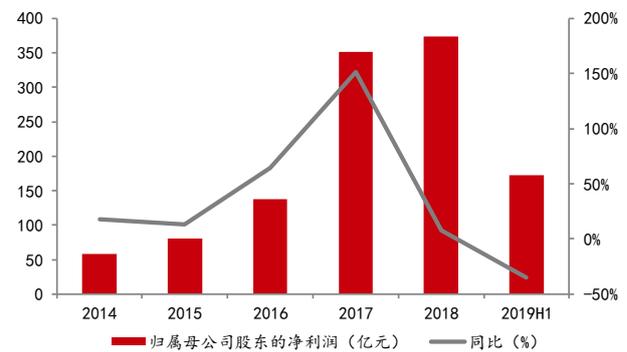
2019H1，化学原料板块景气度出现回落，归母净利润大幅下滑。2019H1，化学原料板块实现营业总收入 2471.3 亿元，同比增长 4.74%；归属母公司股东的净利润 172.0 亿元，同比下降 35.24%；销售毛利率下滑至 18.88%，净利率下滑至 7.35%，较一季度进一步下行。

图 36：化学原料营业收入情况



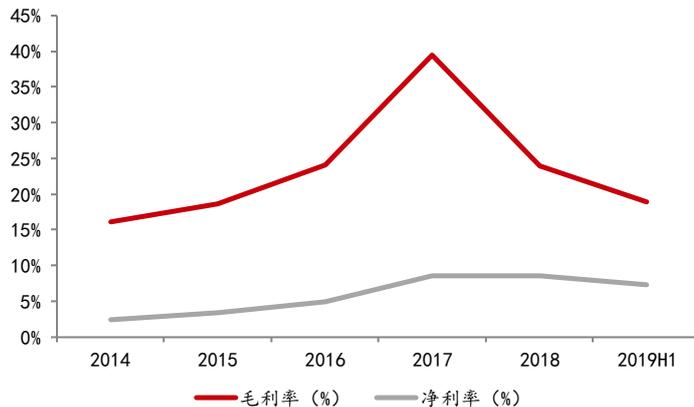
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 37：化学原料归母净利润情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 38：化学原料毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

有机硅受益二季度产品提价，利润大幅改善，上半年实现归属母公司股东的净利润 1.5 亿元，同比增长 28.9%。受益供给端边际改善，磷化工景气回升，上半年实现归属母公司股东的净利润 3.3 亿元，同比增长 8.8%。纯碱、氯碱、聚氨酯、无机盐等板块回落明显，归母净利润下降幅度均超过 20%。聚氨酯酯板块的毛利率与净利率依旧领跑，2019H1 分别达到 24.77%和 13.24%。

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

图 39： 化学原料各子板块营业收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
纯碱	255.7	255.0	283.2	340.3	352.2	170.0
yoy (%)	9.8%	1.5%	11.1%	28.2%	3.5%	-1.6%
氯碱	671.7	644.2	839.4	1,153.2	1,559.8	824.1
yoy (%)	-0.3%	-4.1%	30.3%	37.4%	35.3%	16.5%
无机盐	44.8	40.4	65.1	91.5	106.2	62.3
yoy (%)	18.7%	-11.2%	7.0%	23.9%	16.1%	3.9%
氟化工	158.4	152.8	177.1	227.8	217.0	125.8
yoy (%)	8.6%	-3.5%	15.9%	28.6%	-4.7%	-5.0%
有机硅	21.7	22.5	24.7	31.9	36.9	17.1
yoy (%)	13.5%	4.0%	9.5%	29.3%	15.7%	-8.3%
磷化工	685.5	654.8	710.1	768.1	752.7	402.5
yoy (%)	-1.2%	-4.5%	8.5%	8.2%	-2.0%	16.6%
聚氨酯	398.9	384.9	494.9	898.1	1,040.1	510.1
yoy (%)	11.0%	-0.7%	26.9%	51.0%	16.2%	-9.3%
其他化学原料	405.8	468.3	722.1	1,213.9	766.8	359.3
yoy (%)	13.1%	15.4%	54.2%	68.1%	-36.8%	-0.4%

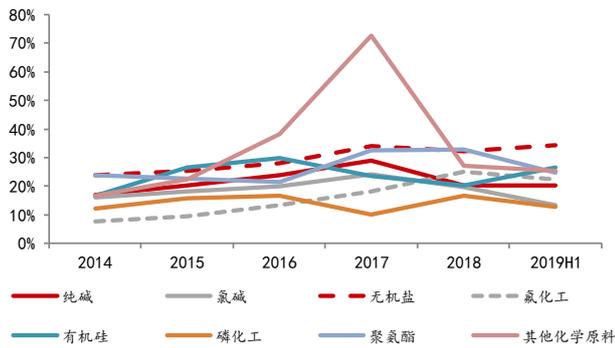
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 40： 化学原料各子板块归母净利润情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
纯碱	14.0	10.2	6.0	23.5	26.7	9.0
yoy (%)	211.2%	-32.7%	-41.0%	611.8%	13.9%	-58.0%
氯碱	12.5	23.1	61.0	84.7	92.0	40.9
yoy (%)	-9.4%	85.3%	164.6%	38.8%	8.7%	-22.9%
无机盐	-0.2	-2.1	1.7	6.3	7.5	6.1
yoy (%)	-147.4%	-935.3%	216.0%	148.6%	18.0%	9.1%
氟化工	1.7	-1.1	3.2	12.4	28.0	12.3
yoy (%)	-49.0%	-163.5%	391.8%	286.1%	122.1%	-40.3%
有机硅	2.0	1.1	2.0	1.8	2.0	1.5
yoy (%)	128.2%	-44.3%	76.6%	-8.0%	6.7%	28.9%
磷化工	-20.7	2.5	-30.8	8.4	6.2	3.3
yoy (%)	-405.6%	112.1%	-1330.7%	129.6%	-26.3%	8.8%
聚氨酯	28.1	16.2	40.5	133.3	134.6	64.9
yoy (%)	-6.0%	-43.5%	163.2%	211.0%	1.4%	-45.2%
其他化学原料	20.2	30.9	54.0	81.2	76.3	34.0
yoy (%)	39.7%	52.9%	75.1%	50.4%	-6.1%	-19.7%

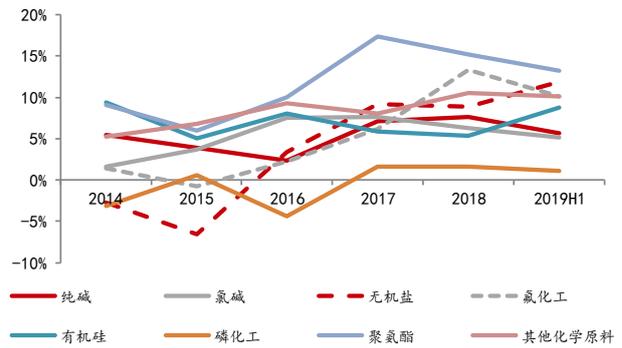
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 41： 化学原料各子板块毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 42： 化学原料各子板块净利率情况

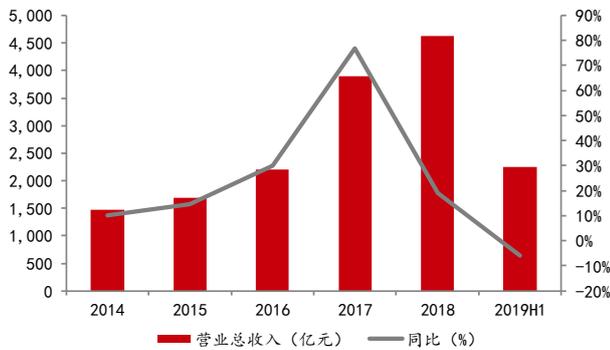


资料来源：Wind，川财证券研究所

## 2.4 化学制品：总体保持平稳，印染化学品延续强势

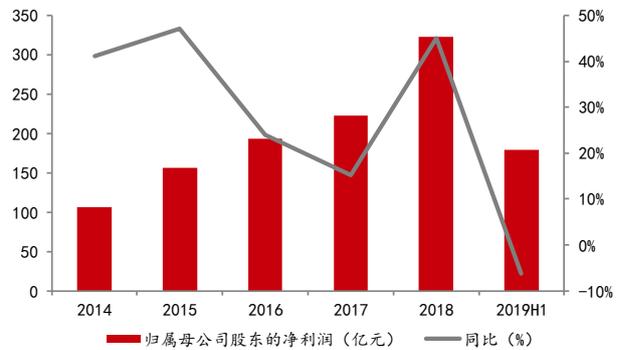
2019H1，化学制品板块景气度出现一定回落，营收、利润均小幅下滑。2019H1，化学制品板块实现营业总收入 2248.6 亿元，同比下降 5.98%；归属母公司股东的净利润 178.9 亿元，同比下降 6.17%；销售毛利率小幅下滑至 23.61%，净利率为 8.50%，总体保持平稳。

图 43： 化学制品营业收入情况



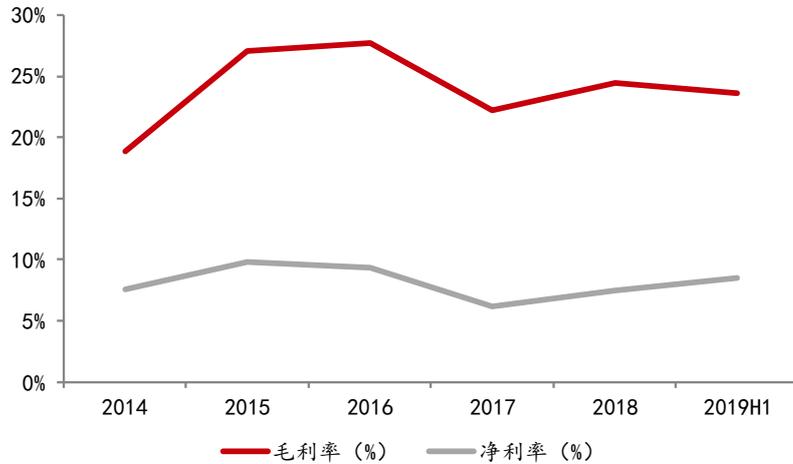
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 44： 化学制品归母净利润情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 45： 化学制品毛利率与净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

子板块方面，受益于响水爆炸事故带来的供给改善，染料产业链涨价，印染化学品板块业绩靓丽，2019H1 实现归属母公司股东的净利润 48.2 亿元，同比增长 30.1%。民爆用品在上半年同样录得正增长，归母净利润增速达到 16.0%，增速较去年回落。

图 46： 化学制品各子板块营业收入情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
日用化学品	202.9	234.7	291.2	324.2	463.5	235.8
yoy (%)	12.6%	15.7%	24.1%	11.3%	43.0%	4.4%
民爆用品	162.7	150.1	168.3	227.1	822.3	435.8
yoy (%)	8.2%	-7.7%	12.1%	34.9%	262.2%	-6.1%
涂料油漆	86.2	97.9	196.6	289.4	283.8	151.4
yoy (%)	11.5%	13.7%	100.7%	47.2%	-1.9%	8.6%
印染化学品	303.3	302.7	313.6	511.5	575.6	281.4
yoy (%)	10.3%	-0.2%	3.6%	63.1%	12.5%	-5.6%
橡胶制品	41.6	40.4	159.9	945.0	947.6	448.4
yoy (%)	6.2%	-2.7%	295.3%	491.1%	0.3%	-5.3%
塑料制品	529.0	627.5	668.6	870.6	692.2	303.9
yoy (%)	10.4%	18.6%	6.6%	30.2%	-20.5%	-11.7%
其他化学制品	149.0	239.0	404.0	724.3	848.1	391.9
yoy (%)	7.6%	60.4%	69.0%	79.3%	17.1%	-12.2%

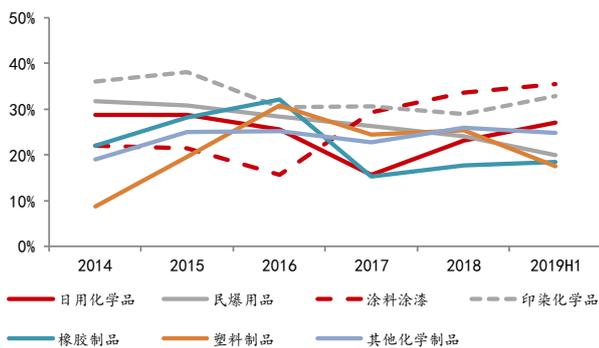
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 47： 化学制品各子板块归母净利润情况

	2014	2015	2016	2017	2018	2019H1
日用化学品	12.8	21.2	15.6	15.0	27.8	15.7
yoy (%)	40.6%	65.9%	-26.5%	-3.7%	84.9%	12.0%
民爆用品	12.7	7.9	6.9	12.2	49.6	27.9
yoy (%)	-1.8%	-37.4%	-12.5%	76.2%	305.7%	16.0%
涂料油漆	4.1	3.3	14.6	41.6	35.9	21.3
yoy (%)	9.8%	-18.5%	337.5%	185.8%	-13.7%	-3.7%
印染化学品	48.9	48.7	42.6	51.0	76.9	48.2
yoy (%)	73.0%	-0.4%	-12.7%	19.7%	50.8%	30.1%
橡胶制品	5.1	5.3	16.7	31.6	37.2	22.3
yoy (%)	7.7%	2.7%	216.9%	89.2%	17.7%	9.2%
塑料制品	16.9	51.8	65.5	-1.7	31.5	7.9
yoy (%)	36.4%	207.1%	26.4%	-102.6%	-1938.5%	-72.6%
其他化学制品	5.4	17.5	31.3	73.0	64.2	35.7
yoy (%)	40.8%	225.3%	78.8%	133.2%	-12.1%	-19.3%

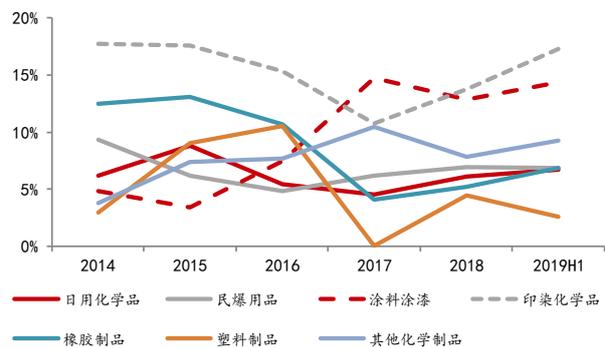
资料来源：Wind，川财证券研究所；单位：亿元

图 48： 化学制品各子板块毛利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 49： 化学制品各子板块净利率情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

### 三、投资建议

#### 3.1 周期股：把握需求端悲观预期的修复行情，关注维生素涨价

化工板块在今年上半年经历了景气度的进一步下滑，化工品价格大幅下跌，供给端新增产能大规模投放、短期难言乐观，需求端“内忧外患”、市场预期较为悲观。展望未来，在流动性逐步宽松的环境下，以及基建提速、刺激消费等政策的引导之下，四季度以基建、汽车为代表的终端市场或将迎来复苏，需求端的悲观预期有望得到修复。供给层面，短期边际改善因素相对有限，但长期落后产能清退的趋势不变。在此时点，我们认为，化工核心资产的配置时机已

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅尾页的重要声明

经到来，关注估值水平较低、新增产能持续落地、产品价格触底反弹的行业领跑企业，相关标的：万华化学、华鲁恒升、扬农化工等。另一方面，维生素是化工周期板块为数不多的涨价品种，VA 受巴斯夫事故影响、供给端边际改善，VE 因帝斯曼收购能特科技、行业竞争格局得以优化，未来均具备较强的涨价动能，相关标的：新和成、浙江医药等。

### 3.2 成长股：电子化学品进口替代机遇来临

进口替代日趋迫切，电子化学品的投资时机已经到来。半导体国产化是中国高端制造的主攻方向之一，产业具备政策引导、超大规模资金流入、高端技术人才聚集等优势。半导体电子化学品是实现下游集成电路国产化的重要支撑，超净高纯试剂、电子气体、CMP 材料、光刻胶、大硅片等相关产品有望实现进口替代，空间广阔。中美贸易摩擦在前，日韩贸易争端在后，未来国内市场乃至部分海外市场（韩国）对半导体材料的需求将日益强烈，电子化学品爆发期即将到来。相关标的：鼎龙股份、晶瑞股份、中欣氟材、上海新阳、江化微等。

## 风险提示

### 中美贸易摩擦加剧

贸易谈判进展不明，若美方继续对我国出口的商品加征关税，将严重影响我国化工产品的外销。

### 原材料价格大幅波动

大部分化工品对原材料价格波动较为敏感，原材料价格大幅波动不利于化工企业控制成本，或侵蚀利润。

### 化工品价格大幅下跌

行业新增产能预计将在今明两年集中投放，行业供过于求，或对化工品价格形成冲击。

## 分析师声明

本人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，以勤勉尽责的职业态度、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。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业公司评级

证券投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内证券的绝对收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

行业投资评级：以研究员预测的报告发布之日起6个月内行业相对市场基准指数的收益为分类标准。30%以上为买入评级；15%-30%为增持评级；-15%-15%为中性评级；-15%以下为减持评级。

## 重要声明

本报告由川财证券有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告仅供川财证券有限责任公司（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，与本公司无直接业务关系的阅读者不是本公司客户，本公司不承担适当性职责。本报告在未经本公司公开披露或者同意披露前，系本公司机密材料，如非本公司客户接收到本报告，请及时退回并删除，并予以保密。

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真实性、准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断，该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。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。对于本公司其他专业人士（包括但不限于销售人员、交易人员）根据不同假设、研究方法、即时动态信息及市场表现，发表的与本报告不一致的分析评论或交易观点，本公司没有义务向本报告所有接收者进行更新。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、结论和建议仅供投资者参考之用，并非作为购买或出售证券或其他投资标的的邀请或保证。该等观点、建议并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、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。根据本公司《产品或服务风险等级评估管理办法》，上市公司价值相关研究报告风险等级为中低风险，宏观政策分析报告、行业研究分析报告、其他报告风险等级为低风险。本公司特此提示，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，必要时可就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。本公司以往相关研究报告预测与分析的准确，也不预示与担保本报告及本公司今后相关研究报告的表现。对依据或者使用本报告及本公司其他相关研究报告所造成的一切后果，本公司及作者不承担任何法律责任。

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。投资者应当充分考虑到本公司及作者可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。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。

对于本报告可能附带的其它网站地址或超级链接，本公司不对其内容负责，链接内容不构成本报告的任何部分，仅为方便客户查阅所用，浏览这些网站可能产生的费用和风险由使用者自行承担。

本公司关于本报告的提示（包括但不限于本公司工作人员通过电话、短信、邮件、微信、微博、博客、QQ、视频网站、百度官方贴吧、论坛、BBS）仅为研究观点的简要沟通，投资者对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

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“川财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。如未经川财证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司保留追究相关责任的权利。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。

本提示在任何情况下均不能取代您的投资判断，不会降低相关产品或服务的固有风险，既不构成本公司及相关从业人员对您投资本金不受损失的任何保证，也不构成本公司及相关从业人员对您投资收益的任何保证，与金融产品或服务相关的投资风险、履约责任以及费用等将由您自行承担。

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：00000000857

本报告由川财证券有限责任公司编制 谨请参阅本页的重要声明 C0004