

行业研究/动态点评

2019年11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

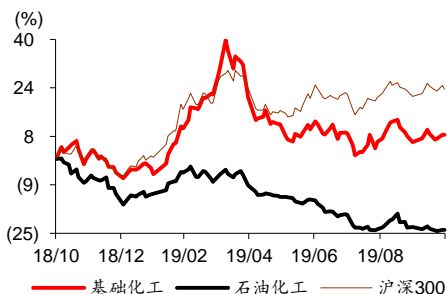
庄汀洲 执业证书编号: S0570519040002
研究员 010-56793939
zhuangtingzhou@htsc.com

钱晟 联系人 qiancheng013578@htsc.com

相关研究

- 1《金禾实业(002597 SZ,增持): 三季报符合预期, Q4有望企稳回升》2019.10
- 2《永太科技(002326 SZ,增持): 精细氟化工龙头, 步入成长新周期》2019.10
- 3《光威复材(300699 SZ,增持): 三季报符合预期, 军品业务带动业绩提升》2019.10

一年内行业走势图



资料来源: Wind

景气进一步回落, 偏下游子行业盈利持续修复

化工行业 2019 年三季报综述

行业景气持续下行, Q3 盈利水平进一步回落

2019 年前三季度, 化工板块(根据华泰化工组分类)合计实现营收 54227 亿元, 同比增长 4.5%, 净利润(扣非后, 下同)1640 亿元, 同比下降 22.1%, 行业整体净利率为 3.0%, 同比下降 1.0pct。2019Q3 化工板块实现收入 17644 亿元, 同比下滑 5.8%, 净利润为 479 亿元, 同比下降 36.0%, 行业整体净利率为 2.7%, 同比下降 1.3pct, 环比 Q2 下滑 0.7pct。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。

2019 年前三季度: 景气震荡下行, 偏下游子行业盈利修复

2019 年前三季度主要子行业变化趋势包括: 1、由于基础化工原料价格下行, 炼油、有机原料、氮肥、氯碱子行业盈利下滑显著; 2、炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等前期高盈利子行业, 由于市场需求减弱叠加新增产能冲击, 产品价格高位回落, 业绩下降幅度较大; 3、受益于 PTA 价差回升且民营炼化装置逐步投产, 涤纶子行业净利同比增长; 4、由于供给端收缩, 产品价格相对强势, 农药、染料、助剂行业整体保持了较好的经营情况; 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, 受益于原料价格的下行, 业绩显著回升。

2019Q3: 化工品价格普跌导致行业盈利水平进一步下滑

2019Q3 主要子行业变化趋势包括: 1、炼油、有机原料、氯碱、氮肥等子行业, 伴随产品价格下跌, 盈利进一步下行; 2、炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等子行业, 由于产品价格同比大幅下降, 盈利显著收窄; 3、由于需求低迷, 且供给端收缩的边际影响逐步减弱, 农药、染料价格高位回调, 企业盈利有所下滑; 4、伴随 PX、PTA 新产能陆续投放, 涤纶产业链价格下跌, 行业盈利显著下行; 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, 延续了自 2019Q1 以来的良好势头, 季度业绩持续回升。

行业展望: 景气高位震荡下行, 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, 响水事件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

建议关注: 1、民营炼化: 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、浙江龙盛、金禾实业、广信股份; 3、新材料: 国瓷材料、光威复材、永太科技、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
600346.SH	恒力石化	16.11	买入	0.47	1.61	2.39	2.75	34.28	10.01	6.74	5.86
600352.SH	浙江龙盛	13.83	买入	1.26	1.75	2.02	2.24	10.98	7.90	6.85	6.17
300699.SZ	光威复材	40.77	增持	0.73	1.06	1.39	1.62	55.85	38.46	29.33	25.17
002597.SZ	金禾实业	18.30	增持	1.63	1.52	1.92	2.35	11.23	12.04	9.53	7.79
600309.SH	万华化学	45.61	增持	3.38	3.34	4.20	4.62	13.49	13.66	10.86	9.87

资料来源: 华泰证券研究所

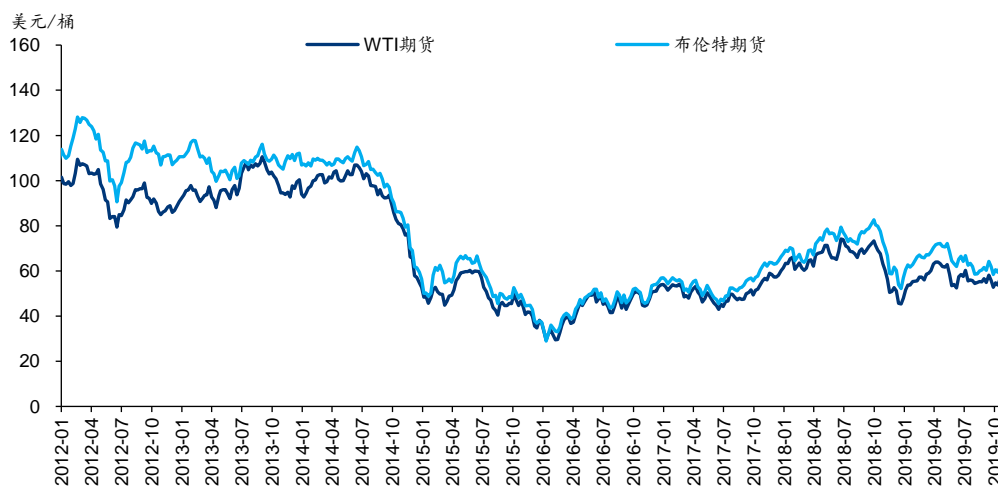
行业景气持续下行，Q3 盈利水平进一步回落

2019年前三季度，化工板块（根据华泰化工组分类）合计实现营收54227亿元，同比增长4.5%，净利润（扣非后，下同）1640亿元，同比下降22.1%，行业整体净利率为3.0%，同比下降1.0pct。具体而言，321家公司中，158家实现业绩同比增长，163家公司业绩同比下降。化工行业2019年前三季度盈利水平整体下降，主要是由于国内经济下行压力较大，地产、汽车、家电等终端需求增速下行，同时化工品新增产能陆续投放，导致产品价格回落，企业盈利显著下行。

2019Q3单季度化工板块实现收入17644亿元，同比下滑5.8%，净利润为479亿元，同比下降36.0%，行业整体净利率为2.7%，同比下降1.3pct，且环比Q2下滑0.7pct，主要是由于：1) 终端需求持续低迷，19Q3基础化工品价格普遍下跌；2) 响水爆炸事故引发供给端强收缩，但由于其边际效应逐步减弱，染料、农药等Q2上涨幅度较大的产品价格高位回落；3) 伴随新增产能的陆续投放，19H1景气度较高的涤纶产业链产品价格下滑，企业盈利开始收窄。

此外，2019年9月沙特原油设施遇袭，加剧中东紧张局势，同时OPEC仍存较强的限产预期，19Q3油价整体维持较强走势，布油期货在60-70美元/桶区间震荡，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

2019年前三季度：景气震荡下行，偏下游子行业盈利修复

从各子板块 2019 年前三季度的业绩表现来看，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、氯碱子行业盈利下滑显著，净利润分别同比下降 30%、32%、54%、42%；
- 2) 炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等前期高盈利子行业，由于市场需求减弱叠加新增产能冲击，产品价格高位回落，业绩下降幅度较大，其中炭黑由盈转亏、氟化工净利润同比下降 46%、有机硅净利同比下降 64%；
- 3) 受益于 PTA 价差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 6%，净利同比增长 8%；
- 4) 由于供给收缩，产品价格相对强势，农药、染料、助剂行业延续了较好的经营情况，其中部分龙头企业实现了较高的业绩增速；
- 5) 塑料制品、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 34%、建筑用化学品净利同比增长 39%、胶粘剂净利同比增长 34%。

图表2：化工子行业 2019 前三季度营业收入及净利润变化情况

子行业	2019Q1-Q3 营收	2018Q1-Q3 营收	同比	2019Q1-Q3 净利	2018Q1-Q3 净利	变动幅度或趋势
石油开采	18,293	17,269	6%	417.4	597.3	-30%
炼油	23,367	21,792	7%	439.7	628.6	-30%
油品销售及仓储	275	372	-26%	0.5	3.8	-86%
有机原料	1,396	1,304	7%	41.1	60.7	-32%
氮肥	604	634	-5%	23.2	50.0	-54%
钾肥 ¹	171	148	16%	-2.4	-21.6	亏损减少
磷肥及磷化工	642	583	10%	5.4	6.8	-21%
复合肥 ²	89	86	5%	2.9	4.1	-30%
农药	710	638	11%	55.9	58.8	-5%
涤纶	2,461	2,316	6%	127.3	117.3	8%
氨纶	87	83	5%	5.8	5.7	2%
粘胶	31	32	-4%	-0.6	0.4	由盈转亏
锦纶	140	183	-23%	6.7	11.6	-42%
其他纤维	93	79	18%	9.7	5.1	89%
印染化学品	281	270	4%	51.9	55.3	-6%
氯碱	1,275	1,317	-3%	57.1	98.0	-42%
无机盐	92	76	20%	6.4	5.6	15%
炭黑	132	144	-9%	-1.1	13.8	由盈转亏
钛白粉	131	127	3%	24.0	23.5	2%
氟化工	153	154	-1%	9.3	17.1	-46%
有机硅	172	193	-11%	12.5	34.6	-64%
塑料制品	734	685	7%	29.2	26.8	9%
橡胶制品	281	257	9%	25.0	18.6	34%
助剂	174	153	13%	14.9	14.7	1%
聚氨酯	579	574	1%	76.4	98.9	-23%
车用化学品	47	44	7%	2.8	2.0	40%
建筑用化学品	83	87	-5%	5.5	4.0	39%
民爆	206	183	12%	11.9	11.2	7%
胶粘剂	78	74	5%	6.7	5.0	34%
日用化学品	245	236	4%	8.7	7.7	13%
电子化学品 ²	234	215	9%	23.2	24.7	-6%
涂料油漆	139	121	15%	7.9	6.7	18%
其他	663	757	-12%	46.7	60.3	-23%

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：复合肥子行业已剔除金正太；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

2019Q3：化工品价格普跌导致行业盈利水平进一步下滑

单季度来看，2019Q3主要的变化趋势包括：

- 1) 炼油、有机原料、氯碱、氮肥等子行业，伴随产品价格下跌，盈利持续下行，其中炼油/有机原料/氯碱/氮肥净利同比分别下滑37%/53%/64%/78%；
- 2) 炭黑、氟化工、有机硅、聚氨酯、锦纶等子行业，由于产品价格同比大幅下降，盈利显著收窄，其中氟化工净利同比下滑62%、有机硅净利同比下滑71%；
- 3) 由于终端需求低迷，且供给端收缩的边际影响逐步减弱，农药、染料价格高位回调，产品盈利逐步下滑，其中印染化学品子行业净利同比下降17%；
- 4) 伴随PX、PTA新产能逐步投放，且下游需求偏弱，涤纶产业链价格显著下跌，行业盈利水平有所下滑；
- 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，延续了自2019Q1以来的良好势头，其中橡胶制品净利同比增长42%、车用化学品净利同比增长76%、建筑用化学品净利同比增长37%。

图表3：化工子行业2019Q3营业收入及净利润情况

子行业	2019Q3 营收	2018Q3 营收	同比	2019Q3 净利	2018Q3 净利	同比
石油开采	6,231.2	6,067.4	3%	106.7	285.1	-63%
炼油	7,673.4	8,104.4	-5%	118.5	187.9	-37%
油品销售及仓储	92.6	134.5	-31%	-0.6	0.6	由盈转亏
有机原料	455.2	479.3	-5%	9.6	20.4	-53%
氮肥	193.6	227.0	-15%	3.7	16.5	-78%
钾肥 ¹	60.9	56.2	8%	0.4	-13.9	扭亏为盈
磷肥及磷化工	241.2	230.4	-4%	2.6	5.2	-51%
复合肥 ²	31.4	31.0	1%	0.6	1.3	-57%
农药 ³	247.1	197.7	25%	14.9	13.5	11%
涤纶	744.9	887.3	-16%	44.5	56.4	-21%
氨纶	29.1	29.3	-1%	2.0	2.1	-3%
粘胶	9.3	10.0	-7%	-1.0	0.2	由盈转亏
锦纶	69.3	67.3	3%	1.6	4.0	-61%
其他纤维	34.5	28.3	22%	3.5	1.8	95%
印染化学品	107.6	94.8	14%	17.5	21.1	-17%
氯碱	309.7	464.8	-33%	10.3	28.7	-64%
无机盐	29.5	26.1	13%	1.0	1.4	-30%
炭黑	44.3	50.2	-12%	-3.3	5.4	由盈转亏
钛白粉	46.8	42.8	9%	9.1	7.4	23%
氟化工	50.8	51.3	-1%	2.2	5.8	-62%
有机硅	54.3	64.3	-16%	3.7	12.6	-71%
塑料制品	261.3	231.7	13%	11.0	8.1	36%
橡胶制品	95.7	88.8	8%	9.7	6.9	42%
助剂	60.6	56.0	8%	5.4	5.6	-3%
聚氨酯	201.9	218.5	-8%	23.6	34.3	-31%
车用化学品	15.9	14.4	11%	0.7	0.4	76%
建筑用化学品	30.8	35.3	-13%	2.5	1.8	37%
民爆	76.3	69.0	11%	4.3	4.5	-4%
胶粘剂	27.9	26.4	6%	2.1	1.6	34%
日用化学品	81.4	77.3	5%	2.5	3.2	-20%
电子化学品 ²	85.9	77.3	11%	9.2	9.9	-7%
涂料油漆	53.9	46.3	15%	3.6	2.7	33%
其他	195.4	237.3	-18%	9.6	12.2	-21%

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：复合肥子行业剔除金正大，电子化学品子行业剔除康得新；

注3：辉丰股份因停产亏损3.1亿元，影响2018Q3农业子行业净利润基数，若剔除相关影响，2019Q3农药子行业净利润同比下降3%；

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），2019Q3化工品季度均价环比以下跌为主，其中烯烃、甲醇、烧碱、纯碱等上游原料价格持续下行；PX-PTA-聚酯产业链由于油价环比下跌，且行业内新增产能陆续投放，价格有所下滑；化肥、粘胶、制冷剂由于终端需求疲软，产品价格走势偏弱；响水爆炸事故后涨幅较大的品种（染料、农药等），由于需求偏弱且供给端逐步恢复，产品价格呈回落态势；醋酸、甲乙酮等产品由于生产厂家集中检修，价格出现阶段性反弹。综合而言，目前多数化工品已跌至近十年来较低价格分位。

图表4：2019Q3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	10年价格分位	2019Q3	2019Q2	环比	2018Q3	同比
WTI 期货	美元/桶	56.66	32%	56.17	59.63	-5.8%	68.93	-17.8%
Brent 期货	美元/桶	62.02	33%	61.86	68.46	-9.6%	75.23	-17.6%
美国 Henry Hub 现货	美元/mmbtu	2.32	14%	2.32	2.49	-6.6%	2.86	-19.0%
乙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	690	1%	817	879	-7.0%	1340	-48.5%
丙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	901	37%	913	871	4.8%	1084	-16.9%
丁二烯 (韩国 FOB)	美元/吨	1040	11%	1170	981	19.3%	1663	-37.5%
甲醇 (华东)	元/吨	2025	14%	2120	2325	-8.8%	3260	-37.9%
醋酸 (华东)	元/吨	2950	32%	3220	2706	19.0%	4409	-33.1%
乙二醇 (华东)	元/吨	4635	7%	4598	4458	3.2%	7613	-39.1%
丙烯酸 (华东)	元/吨	6900	13%	7350	7631	-3.7%	8814	-21.7%
环氧丙烷 (华东)	元/吨	9900	34%	10127	9873	2.6%	12505	-20.8%
草甘膦 (华东)	元/吨	24500	25%	24962	24000	4.0%	27591	-11.2%
联苯菊酯 (99%, 华东)	元/吨	340000	64%	344615	363077	-5.1%	410909	-17.3%
吡虫啉 (95%, 华东)	元/吨	133000	27%	135538	153615	-11.8%	180909	-26.5%
尿素 (山东)	元/吨	1680	39%	1859	2005	-7.3%	1963	-14.4%
二铵 (长三角)	元/吨	2150	1%	2513	2694	-6.7%	2720	-20.9%
氯化钾 (60%粉, 青海)	元/吨	2150	22%	2277	2350	-3.1%	2327	-7.6%
硝酸铵 (工业)	元/吨	2300	65%	2014	1980	1.7%	2055	11.9%
磷矿石 (30%, 贵州)	元/吨	370	21%	370	438	-15.5%	418	-11.5%
复合肥 (45%CL, 山东)	元/吨	2110	88%	2104	2100	0.2%	2167	-2.6%
纯 MDI (华东)	元/吨	17500	15%	18292	21508	-14.9%	28677	-39.0%
聚合 MDI (华东, 烟台万华)	元/吨	12800	10%	12923	15115	-14.5%	18959	-32.5%
TDI (华东)	元/吨	12850	4%	13231	14546	-9.0%	28636	-55.1%
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	8550	14%	8373	8560	-2.2%	11314	-24.4%
DMF (华东)	元/吨	5900	62%	4558	4792	-4.9%	5807	1.6%
氨纶 (40D, 华东)	元/吨	30000	4%	30015	31985	-6.2%	34582	-13.2%
甲乙酮 (华东)	元/吨	8700	22%	7544	7098	6.3%	7500	16.0%
PVC (乙烯法, 华东)	元/吨	7075	43%	7031	7016	0.2%	7353	-3.8%
PVC (电石法, 华东)	元/吨	6615	48%	6742	6825	-1.2%	7039	-6.0%
PVC 糊树脂 (M31, 沈化)	元/吨	9000	29%	9400	8954	5.0%	7755	16.1%
烧碱 (32%, 华北)	元/吨	940	48%	850	871	-2.4%	1011	-7.0%
纯碱 (重质, 华东低端)	元/吨	1850	53%	1790	1888	-5.2%	1800	2.8%
天然橡胶 (1#, 华东)	元/吨	11100	6%	10600	11342	-6.5%	10248	8.3%
丁苯橡胶 (1502, 华东)	元/吨	10400	7%	10642	11135	-4.4%	12991	-19.9%
粘胶短纤 (1.5D, 38mm)	元/吨	11000	2%	11235	11815	-4.9%	14607	-24.7%
粘胶长丝 (120D 有光)	元/吨	37800	24%	37800	37800	0.0%	37760	0.1%
PTA (华东)	元/吨	4945	11%	5493	6148	-10.6%	7780	-36.4%
PX (华东)	元/吨	6620	12%	6750	7770	-13.1%	8512	-22.2%
涤纶短纤 (1.4D, 38mm)	元/吨	6950	6%	7507	8163	-8.0%	10254	-32.2%
涤纶长丝 (POY)	元/吨	7130	11%	7936	8213	-3.4%	10948	-34.9%
炭黑 (N330, 山东)	元/吨	5450	42%	5812	6500	-10.6%	6950	-21.6%
PVA (1799, 安徽皖维)	元/吨	11800	24%	12138	10900	11.4%	12336	-4.3%
钛白粉 (金红石型, 华东)	元/吨	16000	43%	15392	15938	-3.4%	17000	-5.9%
R22 (浙江)	元/吨	14750	16%	15808	16500	-4.2%	21545	-31.5%
R134a (浙江)	元/吨	23250	11%	26404	28731	-8.1%	30818	-24.6%
DMC (华东)	元/吨	17000	20%	19777	19254	2.7%	33373	-49.1%
分散黑 ECT300%	元/吨	30.0	46%	38.8	45.0	-13.8%	42.0	-28.6%
活性黑 WNN200%	元/吨	23.0	27%	29.9	32.8	-8.8%	34.3	-32.9%

注：最新价格基准为2019年10月25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	2019Q3	2019Q2	2019Q1	2018Q4	2018Q3	净利率变化趋势
石油开采	1.7%	2.8%	2.4%	1.0%	4.7%	
炼油	1.5%	2.1%	2.0%	0.3%	2.3%	
油品销售及仓储	-0.6%	0.9%	0.4%	0.0%	0.4%	持续下滑
有机原料	2.1%	2.6%	3.8%	2.1%	4.3%	持续下滑
氮肥	1.9%	5.2%	4.2%	3.0%	7.3%	
钾肥 ¹	0.7%	-1.2%	-4.2%	-4.1%	-24.7%	
磷肥及磷化工	1.1%	1.2%	0.4%	-1.8%	2.3%	
复合肥 ³	1.9%	6.3%	6.7%	1.6%	4.2%	
农药 ²	6.0%	8.5%	9.3%	-1.7%	6.8%	持续回落
涤纶	6.0%	6.0%	3.4%	-2.7%	6.4%	
氨纶	6.9%	8.0%	5.0%	4.0%	7.2%	
粘胶	-10.8%	3.3%	1.0%	-1.9%	2.0%	维持低位
锦纶	2.3%	3.5%	4.4%	-0.2%	5.9%	逐季下滑
其他纤维	10.1%	12.8%	9.5%	3.2%	6.4%	
印染化学品	16.3%	20.7%	17.7%	13.9%	22.3%	高位回落
氯碱	3.3%	4.3%	5.5%	2.1%	6.2%	
无机盐	3.4%	9.9%	7.7%	4.7%	5.4%	
炭黑	-7.4%	3.9%	1.0%	5.7%	10.8%	
钛白粉	19.4%	18.4%	17.0%	9.5%	17.3%	
氟化工	4.3%	10.4%	7.8%	15.4%	11.3%	高位回落
有机硅	6.8%	6.6%	8.3%	11.6%	19.6%	高位回落
塑料制品	4.2%	4.9%	3.6%	0.0%	3.5%	底部回升
橡胶制品	10.1%	7.5%	5.6%	7.2%	7.8%	逐季上行
助剂	8.9%	10.1%	6.9%	6.4%	10.0%	
聚氨酯	11.7%	14.7%	13.4%	8.3%	15.7%	
车用化学品	4.4%	8.5%	6.5%	5.4%	2.8%	持续回升
建筑用化学品	8.1%	6.3%	5.1%	-1.5%	5.1%	逐季上行
民爆	5.6%	9.1%	1.1%	1.2%	6.5%	
胶粘剂	7.5%	9.9%	8.3%	6.3%	6.1%	
日用化学品	3.1%	3.3%	4.2%	-0.4%	4.1%	
电子化学品 ³	10.7%	6.3%	6.0%	8.0%	12.8%	
涂料油漆	6.7%	7.1%	2.1%	1.8%	5.8%	底部回升
其他	4.9%	8.7%	7.1%	5.7%	5.1%	

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%；

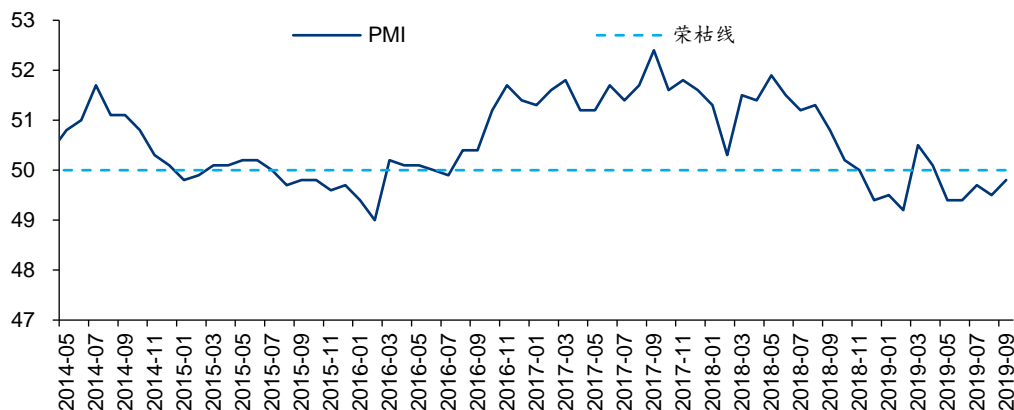
注3：复合肥行业中已剔除金正，电子化学品行业剔除康得新；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

化工品需求筑底，供给端有望迎来重构

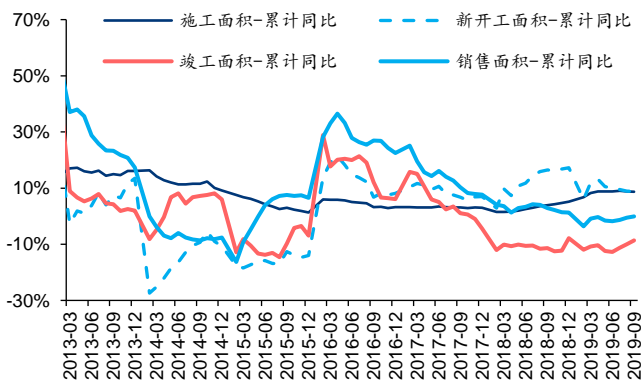
2019年以来，制造业PMI指数多数时间处于荣枯线以下，国内经济下行压力仍然较大，并制约化工品需求。分领域来看：1) 前三季度商品房销售面积及房屋新开工面积累计增速有所回落，其中商品房销售面积同比降0.1%，但Q3以来销售数据有所改善，7-9月销售面积同比均小幅增长；2) 国内汽车需求较为低迷，2019年前三季度汽车销量同比下降10.3%至1837万辆，其中7-9月单月销量分别下降4.3%、6.9%、5.1%，降幅有所收窄；3) 家电需求整体走低，2019年以来彩电/空调产量增速均显著回落；4) 纺织服装方面，2019年1-9月国内纱、布的累计产量增速分别为0.6%、-1.6%。

图表6: 2019年国内制造业PMI指数整体表现偏弱



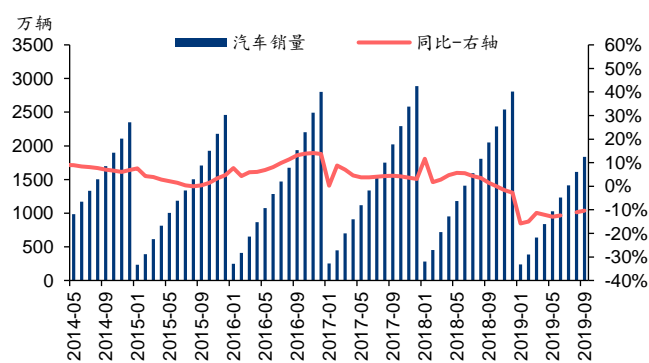
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表7: 国内地产新开工累计增速下行



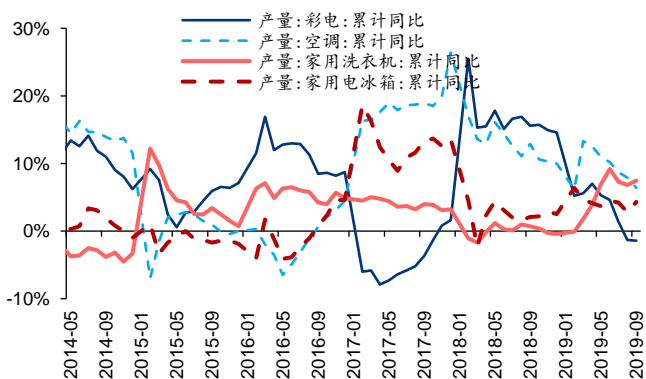
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 国内汽车需求回落



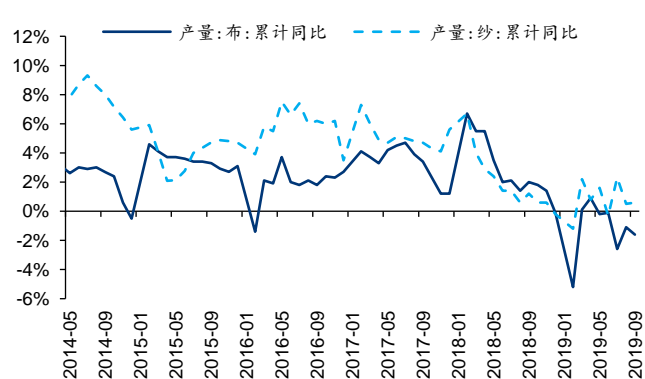
资料来源: Wind, 华泰证券研究所

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，全球经济仍处下行通道，且2019年以来中美贸易摩擦持续反复，扰动需求预期。美国于2019年9月1日起对3000亿美元的中国商品征收15%关税，并拟将已加征25%关税的2500亿美元商品关税提高至30%。作为反击，中方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。近期中美贸易谈判释放了利好信号，美方于10月12日宣布暂缓对2500亿商品上调关税，同时将对3000亿美元征税清单产品启动排除程序，若排除申请得到批准，自2019年9月1日起已经加征的关税可以追溯返还。

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。

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、农药约170亿美元及中间体、化肥、染料、助剂、聚氨酯（MDI等）、塑料及制品、橡胶及橡胶制品	——
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批次商品关税原定于2019年10月15日起上调至30%，目前暂缓执行；

资料来源：USTR，华泰证券研究所

图表12：我国对美国进口商品征收关税及相关化工品情况

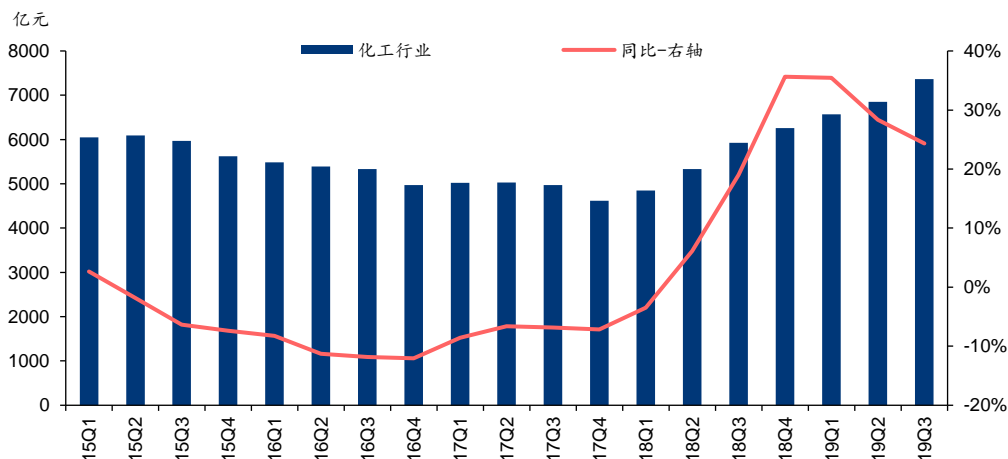
批次	开始征税时间	商品价值总额	税率	涉及的主要化工品	涉及化工品2017年进口金额
1	2018年7月6日	340亿美元	25%	无	——
2	2018年8月23日	160亿美元	25%	液化丙烷、通用塑料（PE、PVC、工程塑料（PA、PC等）、约20亿美元粘合剂、有机硅、表面活性剂等	约20亿美元
3	2018年9月24日	600亿美元	5%-25%	LNG、LPG、甲醇、尿素、钾肥、橡胶、橡胶防老剂、钛白粉、PVC、PET等	约117亿美元
4	2019年9月1日	750亿美元	5%-10%	乙丙橡胶、PTMEG、PBT等	约42亿美元

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

供给端角度，截至2019年三季度末，化工板块在建工程合计7363亿元，同比增长24.3%，除中石油、中石化外，主要在建工程增量集中在涤纶（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，且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下行



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, 盐城市政府拟关闭响水化工园区, 周边地区多个化工园区持续处于停产状态。自9月以来连云港、盐城等地相继发布了做好复产工作的通知, 据相关上市公司公告, 目前已有部分企业完成最后审核, 并于10月底开始陆续复产。

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
丰山集团	10月22日	2019年10月21日, 公司收到盐城市大丰区政府转发的《盐城市人民政府办公室关于同意江苏丰山集团股份有限公司复产的批复》的通知, 供热公司计划于2019年10月25日12时恢复供热, 公司的原药合成车间2019年10月25日开始恢复生产。
兄弟科技	9月30日	2019年9月29日, 兄弟维生素复产申请通过了港区初审、区级验收, 盐城市大丰区人民政府对兄弟维生素复产拟申请市级复核。兄弟维生素将积极与相关单位沟通, 加快完成复产相关工作, 推动兄弟维生素尽快恢复生产。
辉丰股份	10月15日	2019年4月中旬, 园区集中供热公司蒸汽管网全线安全监测、检修, 公司已复产的原药车间实施临时停产。目前, 公司正按程序向有关部门申报复产。
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。
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

但考虑到近两年来化工行业各类环保、安全事故频发, 我们预计行业监管后续仍将持续处于高压状态。国内各化工大省中, 江苏省于2019年5月发布了《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; 山东省于9月印发了《山东省化工投资项目管理规定》, 为新建、扩建、改建和技术改造等化工项目固定资产投资额设定了门槛, 并严格限制新建剧毒化学品项目; 湖北省持续实施沿江化工企业的“关改搬转”工作, 2019年仅宜昌一地已有31家化工企业关停, 3家企业搬迁入园, 2家企业自主停产。

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) 纺织产业链整体需求企稳回升，涤纶企业炼化装置近期逐步投产，盈利前景趋于明朗，关注恒力石化、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，建议关注万华化学（聚氨酯、石化）、华鲁恒升（尿素、煤化工）、浙江龙盛（染料）、金禾实业（甜味剂等）、广信股份（农药）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、永太科技、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