

分析师: 顾敏豪

执业证书编号: S0730512100001

gumh00@ccnew.com 021-50586308

## 精选周期龙头, 布局优质成长

——基础化工行业年度策略

### 证券研究报告-行业年度策略

同步大市 (维持)

#### 盈利预测和投资评级

发布日期: 2019年11月25日

公司简称	19EPS	20EPS	20PE	评级
万华化学	3.42	3.99	11.75	买入
华鲁恒升	1.57	1.73	9.68	买入
新和成	1.14	1.5	14.44	增持
日科化学	0.43	0.8	10.30	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: 行业景气仍在寻底, 继续关注业绩确定增长的企业》 2019-11-11
- 2 《基础化工行业月报: 进入三季报披露期, 建议关注业绩确定增长的企业》 2019-10-15
- 3 《基础化工行业月报: 基建与消费刺激政策有望推动化工需求改善》 2019-09-11

联系人: 李琳琳

电话: 021-50586983

传真: 021-50587779

地址: 上海浦东新区世纪大道1600号14楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

- 受宏观经济下行以及下游需求不足等因素影响, 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, 行业景气仍在下行。三季度中信基础化工板块整体毛利率为19.86%, 同比下降2.24个百分点, 盈利能力连续八个季度下滑。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。
- 未来化工行业安全、环保监管仍将长期趋严, 行业监管进入新常态, 优质化工园区将成为稀缺资源。随着环保、安全等门槛将不断提升, 具有产业链一体化、低成本优势、高产品质量的龙头企业有望持续提升市场份额, 强者恒强的行业格局将继续持续。
- 关注周期景气提升的子行业。目前维生素行业供需格局整体保持紧平衡状态, 在生猪价格上涨以及国内扶持政策的推动下, 未来我国生猪养殖数量有望回升, 从而推动维生素等饲料添加剂的需求, 带动维生素行业景气提升。PVC助剂方面, 随着行业龙头亚星化学产能被关停, CPE行业供给预计将出现较大幅度的收缩, 行业供需格局有望重塑, 推动行业景气的提升。
- 布局优质成长股的投资机会。受益芯片国产化的浪潮, 未来电子化学品板块成长空间可观, 确定性较强, 建议关注具有国产化的电子化学品企业。5G通信技术即将迎来大规模商业化应用, 对相关材料也带来大量需求, LCP材料由于其优异的性能有望成为5G手机的主流天线材料, 相关企业有望受益。
- 维持行业“同步大市”的投资评级。投资策略上建议关注万华化学、华鲁恒升以及维生素、CPE、电子化学品以及LCP材料相关企业。

**风险提示:** 宏观经济大幅下滑; 扩产力度高于预期; 环保政策力度低于预期。



## 内容目录

<b>1. 前三季度化工行业回顾</b>	<b>4</b>
1.1. 化工行业景气持续下行，利润增速同比下滑	4
1.2. 上市公司财务分析：盈利能力总体呈下滑态势	5
1.3. 化工行业 2019 年展望	6
1.3.1. 投资增速开始向上，扩产集中于龙头企业	6
1.3.2. 下游需求仍处于下滑阶段，但最差时期已过	6
<b>2. 安全环保监管进入常态，龙头企业强者恒强</b>	<b>7</b>
2.1. 环保安全监管进入新常态	7
2.2. 退城入园迎来关键节点，园区优势将成行业重要壁垒	10
<b>3. 周期寻底，关注景气上行的子行业</b>	<b>11</b>
3.1. 饲料需求有望恢复，维生素 A 和 E 供需改善	11
3.2. 供给端收紧，CPE 行业有望景气向上	12
<b>4. 成长主线：芯片国产化与 5G 商业化带来成长动力</b>	<b>13</b>
4.1. 国产替代推动电子化学品迎来成长机遇	13
4.1.1. 我国电子化学品需求旺盛	13
4.1.2. 政府扶持与产业转移推动电子化学品加速国产化	14
4.2. 5G 迎来商业化，推升 LCP 液晶材料需求	16
<b>5. 投资策略与重点公司</b>	<b>17</b>
5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级	17
5.2. 行业投资主线	17
5.3. 重点公司	18
<b>6. 风险提示</b>	<b>18</b>



## 图表目录

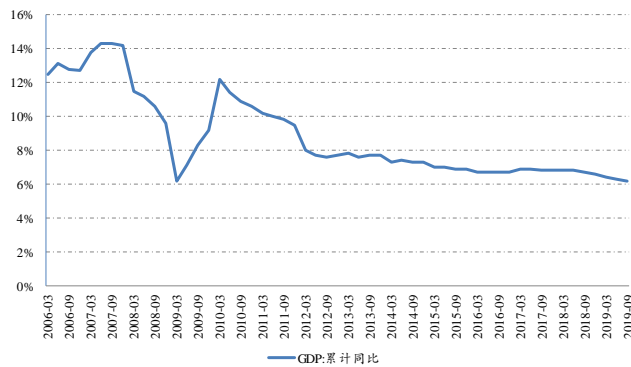
图 1: GDP 增长态势 .....	4
图 2: 工业增加值同比增速 .....	4
图 3: 化学原料及制品业收入利润增速 .....	4
图 4: 化学行业 PPI 指数 .....	4
图 5: 中信基础化工板块单季度毛利率（整体法） .....	5
图 6: 化工各子行业毛利率环比变化 .....	5
图 7: 化工各子行业净利率环比变化 .....	5
图 8: 化学原料及制品业固定资产投资增速 .....	6
图 9: 房地产新开工面积与销售面积累计增速 .....	6
图 10: 房地产投资累计增速 .....	6
图 11: 汽车产量累计增速 .....	7
图 12: 彩电、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: 生猪价格（元/千克） .....	11
图 16: 仔猪养殖利润（元/头） .....	11
图 17: 生猪存栏量环比增减（%） .....	11
图 18: 能繁母猪存栏量环比增减（%） .....	11
图 19: 维生素 A 价格走势（元/千克） .....	12
图 20: 维生素 E 价格走势（元/千克） .....	12
图 21: 我国 CPE 行业产能及产量 .....	12
图 22: CPE 行业供给格局 .....	12
图 23: PVC 需求结构 .....	13
图 24: PVC 表观需求量 .....	13
图 25: 我国电子制造业维持较快增长 .....	14
图 26: 主要电子化学品市场增速 .....	14
图 27: 我国集成电路进口情况 .....	14
图 28: 半导体材料市场构成 .....	15
图 29: 我国半导体材料市场情况 .....	15
图 30: 化工行业整体估值 .....	17
图 31: 中信一级行业估值对比 .....	17
表 1: 近年来我国出台主要环保政策与文件 .....	8
表 2: 江苏省主要化工产品占全国产能比例 .....	9
表 3: 各省化工企业退城入园政策 .....	10
表 4: 2014 年以来地方政府对集成电路产业的扶持政策 .....	15
表 5: LCP 基材与 PI 基材对比 .....	16
表 6: 化工行业 2019 年投资策略 .....	18
表 7: 重点公司估值分析表 .....	18

## 1. 前三季度化工行业回顾

### 1.1. 化工行业景气持续下行，利润增速同比下滑

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，我国宏观经济面临较大的下行压力。今年前三季度我国的 GDP 增速为 6.2%，环比下降 0.1 个百分点，增速较 2018 年前三季度下降 0.5 个百分点。从工业增加值来看，前 10 月份全国规模以上工业增加值同比增长 5.6%，增速同比下降 0.8 个百分点，环比持平。前 10 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 4.0%，增速同比持平，环比下降 0.1 个百分点。

图1：GDP增长态势



资料来源：中原证券、wind

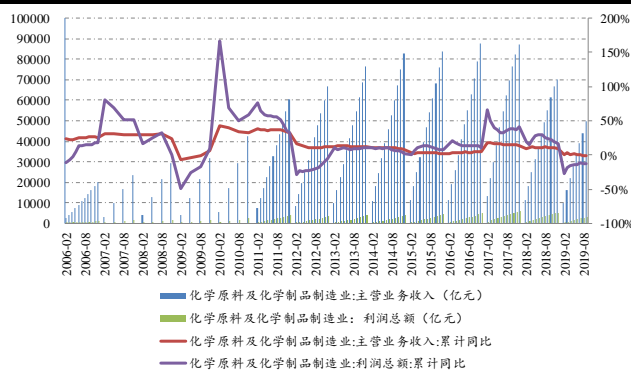
图2：工业增加值同比增速



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 1-9 月，化学原料及化学制品制造业实现营业收入 49572.4 亿元。同比下滑 0.6%，实现利润总额 3152.8 亿元，同比下滑 13%。从 PPI 指数上来看，2019 年 10 月化学原料及化学制品制造业 PPI 指数同比下降 6.2%，降幅环比扩大 0.7 个百分点，自 2019 年 1 月以来连续 10 月为负。

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

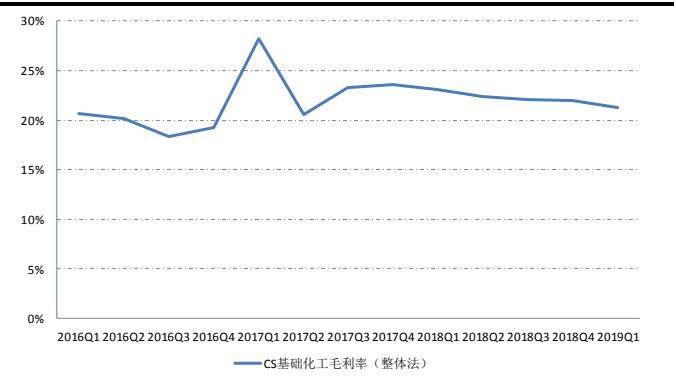


资料来源：中原证券、wind

从盈利能力来看，三季度中信基础化工板块整体毛利率为 19.86%，同比下降 2.24 个百分

点，环比下降 1.66 个百分点，盈利能力连续八个季度下滑。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）



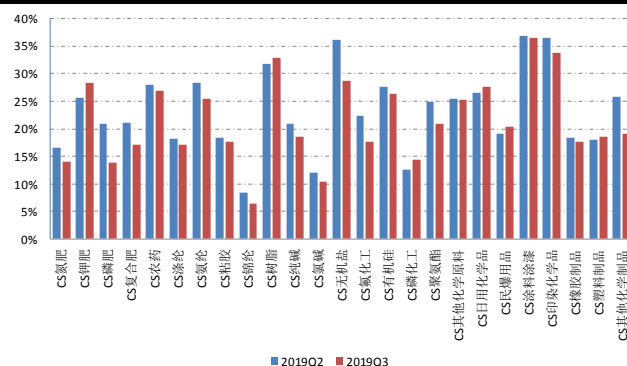
资料来源：中原证券、wind

## 1.2. 上市公司财务分析：盈利能力总体呈下滑态势

从上市公司的财务数据看，2019 年三季度以来，中信基础化工板块整体盈利能力环比有所下滑，全行业整体毛利率环比下滑 1.66 个百分点至 22.09%。分板块看，各子行业的盈利能力多数下滑。25 个中信子行业中，6 个子行业的毛利率环比有所提升，19 个子行业环比下滑。其中钾肥、磷化工、民爆用品板块的毛利率提升幅度较大，分别提升 2.80、1.85、1.23 个百分点。无机盐、磷肥、其他化学制品等行业的毛利率下滑幅度较大，分别下降 7.41、6.96 和 6.79 个百分点。

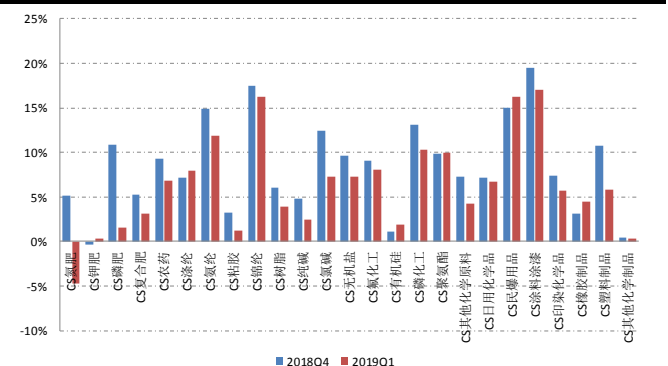
净利率方面，2019 年三季度中信基础化工板块整体净利率为 5.65%，环比下滑 2.32 个百分点。25 个子行业中，6 个子行业的净利率环比提升，19 个子行业净利率环比下滑。其中塑料制品、涂料油漆和涤纶板块净利率环比提升幅度较大，而氮肥、磷肥你、无机盐等子行业环比下滑幅度较大。

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



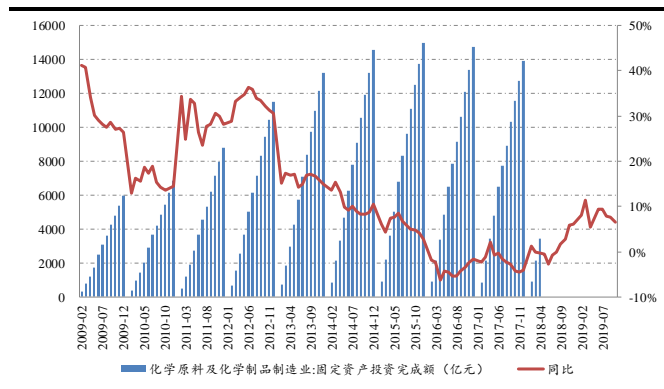
资料来源：中原证券、wind

### 1.3. 化工行业 2019 年展望

#### 1.3.1. 投资增速开始向上，扩产集中于龙头企业

2012 年以来，随着行业景气下行，化工行业固定资产投资增速不断放缓，2016 年全年投资出现负增长，并在之后的 2 年内持续处于低位。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 1-10 月，化学原料及化学制品制造业完成固定资产投资累计同比增长 6.6%，同比提升 3.8 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。随着龙头企业规模优势与竞争力的不断提升，未来行业的集中度将进一步集中于龙头企业，强者恒强成为行业的重要特征。

图8：化学原料及制品业固定资产投资增速

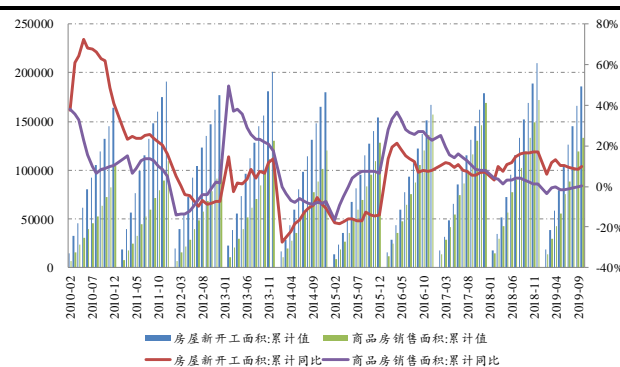


资料来源：中原证券、wind

#### 1.3.2. 下游需求仍处于下滑阶段，但最差时期已过

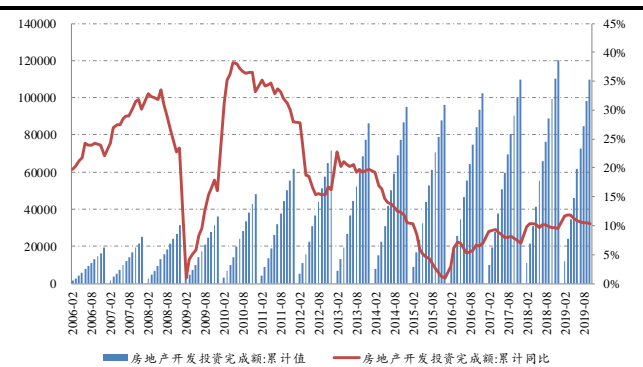
从下游需求来看，化工行业下游需求仍然较差，多数领域需求处于下滑阶段。从房地产领域的数据来看，今年 1-10 月，房地产开工和销售面积分别为 18.56 亿平方米和 13.33 亿平方米，同比增长 10.0%和 0.1%。10 月份销售面积增速实现转正，但总体仍处于较低位置。房地产固定资产投资增速方面，今年 1-10 月，房地产固定资产投资 10.96 万亿，同比增长 10.3%，同比提升 0.6 个百分点。近年来房地产投资开工增速保持在较高水平，随着 2-3 年建设周期完成之后，有望对部分房地产后周期品种需求带来拉动。

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1-10月，我国汽车累计产量2029.3万辆，同比下滑11.0%，跌幅有所收窄。汽车产量的下滑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1-10月我国彩电产量15595.6万台，同比下滑3%；空调产量18331.7万台，同比增长6.2%；冰箱产量7110.9万台，同比增长3.8%；洗衣机产量6341.5万台，同比增长7.6%。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，1-10月布产量147.5亿米，同比下滑2%，纱产量2431.1万吨，同比下滑0.3%。总体而言，化工行业多数的下游需求仍然乏力。

图 11：汽车产量累计增速

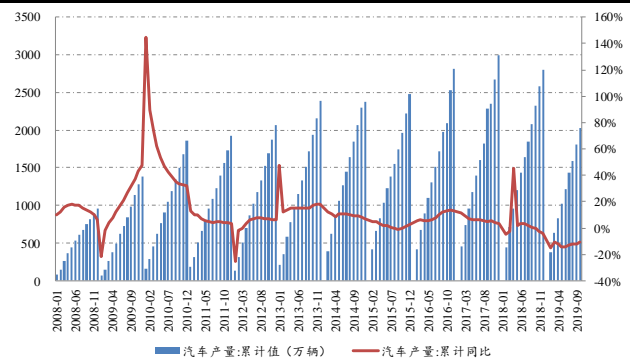
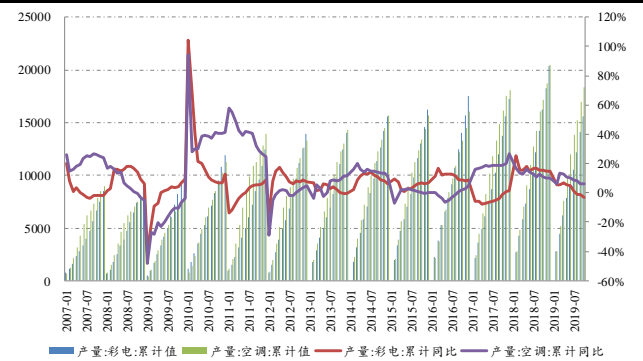


图 12：彩电、空调产量增速



资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

图 13：冰箱、洗衣机产量增速

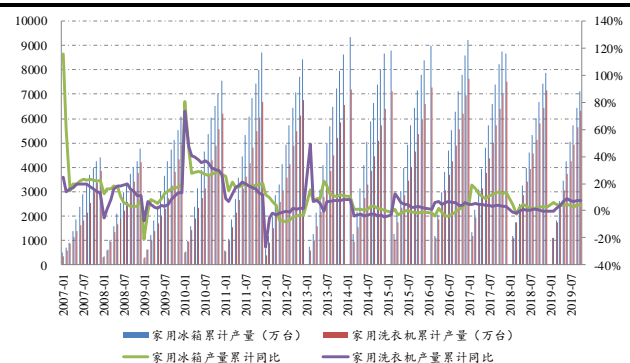
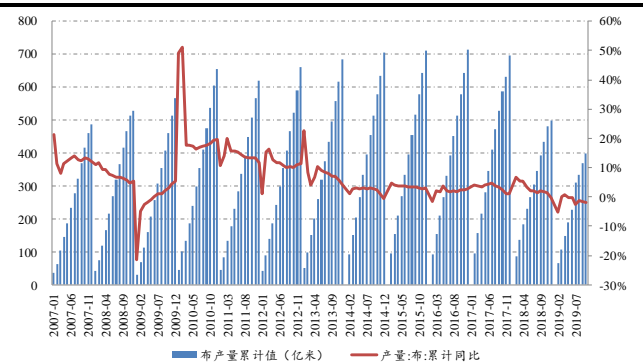


图 14：布产量累计增速



资料来源：中原证券、wind

资料来源：中原证券、wind

## 2. 安全环保监管进入常态，龙头企业强者恒强

### 2.1. 环保安全监管进入新常态

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、环境保护税等政策的出台，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规定	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。9月，江苏省下发了《关于下达2019年全省化工产业安全环保整治提升工作目标任务的通知》，明确了省内列入整治范围的4022家企业的整治计划。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。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
二乙二醇	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

未来我国化工行业安全与环保监管将不断规范化,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。



## 2.2. 退城入园迎来关键节点，园区优势将成行业重要壁垒

参考国外化工产业的发展经验，欧美等地区的化工产业经过几十年的发展，形成了上下游一体化、集聚化、规模化的发展趋势，实现了高质量的发展水平。例如美国休斯顿工业园区、比利时安特卫普港园区、德国的莱茵河畔园区以及路德维希巴斯夫园区等，都是通过集中投资、一体化经营，最大程度地共享原料供应，从而降低化工产品的生产成本，提高了企业的竞争力。同时有效的降低环保治理成本，实现安全生产和应急联动一体化，大幅优化仓储物流，实现最高的经济效益。

随着我国化工行业环保和安全监管的不断升级，近年来各地方政府也加快了化学园区的整治工作。化工园区一方面面临减量淘汰、重新认定的时代变革，另一方面也面临提质升级的历史机遇。随着化工用地审批难度的提升，未来我国化工园区也同样面临集中化的趋势，具有市场环境优势、产业链一体化、安全环保措施完善、物流运输便捷的优质化工园区的竞争力将不断提升。

近年来，各地政府陆续启动了工业企业搬迁入园的改造计划，化工企业入园将是未来的大趋势。总体来看，目前我国化工企业入园率仍然较低，如化工大省江苏、山东等均不到 50%，存在很大的提升空间。2020 年是中小化工企业退城进园的最后时间节点，随着化工企业的进一步规范化管理，未来行业集中度有望进一步提升，市场份额进一步向优势企业集中。

在环保、安全等因素的约束下，未来中小企业的发展将受到制约，拥有优质园区的龙头企业季度长期竞争优势将不断提升，龙头企业强者恒强的趋势将愈发明显。从这个角度来看，万华化学、华鲁恒升等行业白马企业值得长期关注。

表3：各省化工企业退城入园政策

省份	政策主要内容
江苏	2018年开始对中小型企业 and 存在重大隐患的大型企业全部启动搬迁改造，2020年底前完成；其他大型、特大型企业2020年底全部启动搬迁改造，2025年底前完成。计划关闭退出1431家不达标企业，约占全省化工企业的三分之一。
江苏	目前已认定三批共7个化工园区，2018和2020年分别启动中小企业以及大型、特大型企业的搬迁改造，2022年化工企业入园率提升至40%；化工园区外，严禁新建、扩建化工生产项目
安徽	要求区域内中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业2018年底前全部启动搬迁改造，2020年底前完成，涉及全省十余个市、县的40多家企业。
浙江	搬迁改造工作分3个阶段实施：部署阶段(2018年1—2月)。省级有关部门和各设区市政府按照总体要求，制定具体实施方案，明确责任，细化措施，层层部署，广泛宣传发动，营造良好氛围。摸底评估阶段(2018年3—6月)。各设区市政府明确县域危险化学品产业发展定位，按照有关法律法规和标准规范，分类提出处置意见，同时对所有化工园区开展摸底评估。企业搬迁改造阶段(2018年7月—2025年11月)。省经信委、省安监局会同有关部门加强指导服务和督查推进。各设区市政府组织做好企业搬迁改造工作。
河南	2019年底，启动本地城市建成区内现有化工、焦化、炭素等重污染企业的搬迁改造工作。2022年底前，河南省城市建成区内化工等重污染企业将分类完成就地改造、退城入园、转型转产或关闭退出任务，企业绿色发展水平大幅提高，城市大气环境质量显著改善。其中，退城入园企业2019年年底前启动搬迁工作，中小型企业2022年年底前完成，大型和特大型企业2025年年底前完成。
广东	到2025年，城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离的危险化学品生产企业就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出。中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业2018年底前全部启动搬迁改造，2020年底前完成；其他大型



企业和特大型企业2020年底前全部启动搬迁改造，2025年底前完成。

湖北

湖北省发布了《关于印发湖北省沿江化工企业关改搬转任务清单的通知》，478家化工企业涉及其中。具体工作进度安排上，2020年底前，全省将完成关改搬转化企345家，占整体数量的72%，2025年底前完成剩余的化企133家。

资料来源：中原证券、互联网

### 3. 周期寻底，关注景气上行的子行业

#### 3.1. 饲料需求有望恢复，维生素 A 和 E 供需改善

受猪瘟等因素影响，今年以来猪肉价格大幅上涨，截至 10 月底，全国 22 个省市生猪平均价格为 40.98 元/千克，创历史新高。随后价格略有下跌，总体处于历史高位，养殖利润亦创历史新高。

图15：生猪价格（元/千克）



资料来源：中原证券、wind

图16：仔猪养殖利润（元/头）



资料来源：中原证券、wind

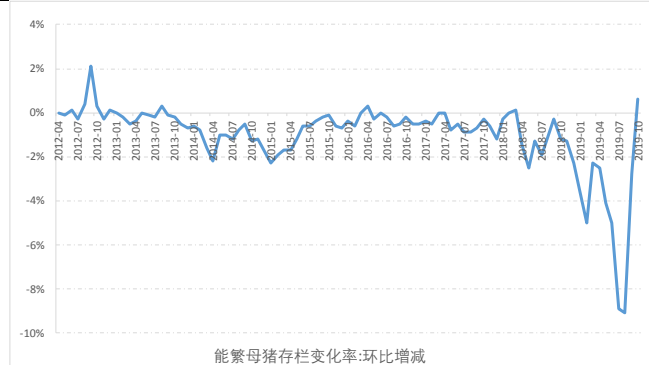
下半年以来国务院多部位纷纷出台政策支持生猪养殖，在在养猪利润大幅提升以及国家、地方扶持政策的推动下，养殖场户的生产积极性正在不断提高，我国生猪生产积极势头明显。农业农村部监测表明，目前全国生猪存栏下降幅度明显收窄，能繁母猪存栏环比止降回升。10 月份，生猪存栏环比下降 0.6%，能繁母猪存栏环比增长 0.6%。按此趋势，年底前生猪产能有望实现探底回升，市场供应有望逐步增加。根据农业部预测，明年生猪养殖及供应有望基本恢复到正常水平，从而推动饲料及饲料添加剂领域需求恢复增长。

图17：生猪存栏量环比增减（%）



资料来源：中原证券、wind

图18：能繁母猪存栏量环比增减（%）

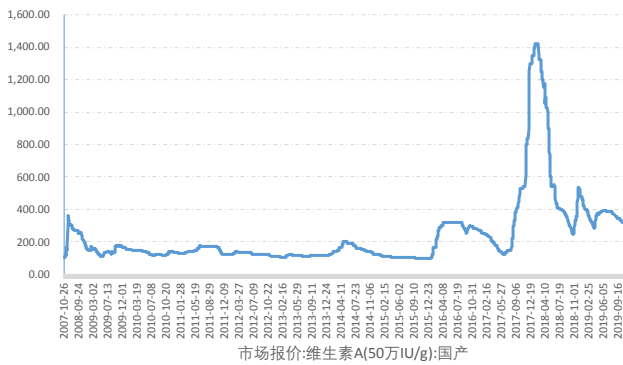


资料来源：中原证券、wind

近年来维生素 A、维生素 E 等饲料添加剂的供给端总体呈收缩态势。维生素 A 方面，全球

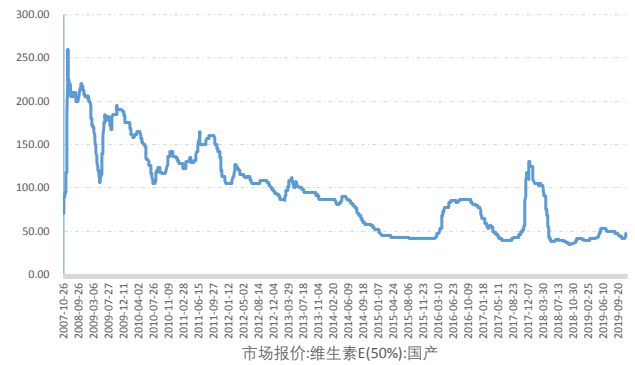
产能约 8000 吨，需求约 7000 多吨。今年 7 月巴斯夫由于装置故障停产，目前虽然逐步复产，但开工率维持在相对较低的水平。考虑到海外装置较老，开工率不稳定，预计未来供给将维持紧平衡态势。维生素 E 方面，近期朗盛间甲酚设备发生事故，其产能占全球总产能的 14%，预计将造成间甲酚供应短缺，从而对维生素 E 开工造成影响。目前全球约 40% 维生素 E 生产采用间甲酚工艺。整体来看，维生素 A 和 E 供给端均存在一定压力，有望推动价格的上涨。

图19: 维生素A价格走势(元/千克)



资料来源: 中原证券、wind

图20: 维生素E价格走势(元/千克)



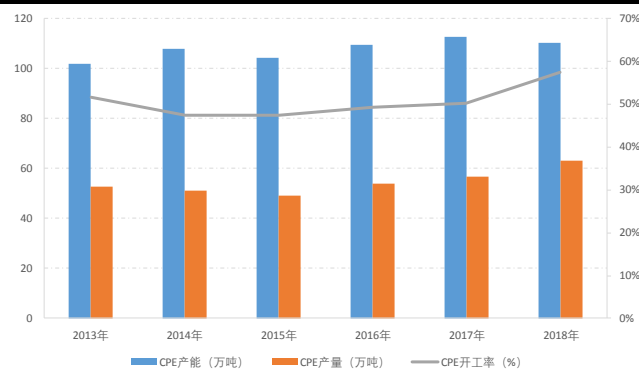
资料来源: 中原证券、wind

### 3.2. 供给端收紧，CPE 行业有望景气向上

氯化聚乙烯 (CPE) 是 PVC 加工过程中必须的改性剂。我国 CPE 生产较为分散，以小企业为主，目前总产能约 110 万吨。随着近年来环保压力增加，市场逐步集中到大中型企业，目前三大龙头为日科化学、亚星化学和杭州科利。

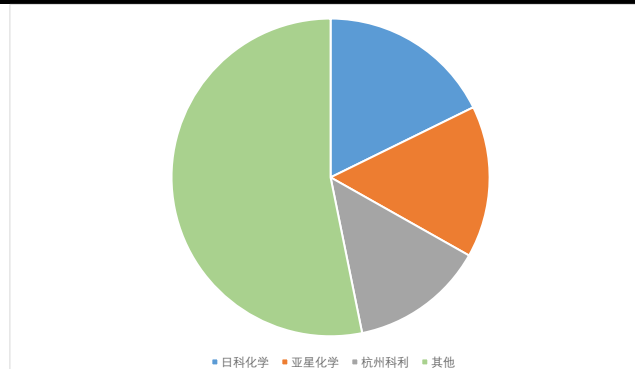
今年 9 月份，亚星化学公告，根据潍坊市政府规划，亚星化学 17 万吨产能于 10 月底关停搬迁。目前亚星化学亚星化学已全面停产，预计在较长时间内无法恢复产能。亚星化学市场占有率约为 30%，其关停将对 CPE 市场带来巨大冲击。此外杭州科利盐城工厂由于响水园区爆炸影响停产至今。CPE 行业供给预计将出现较大程度的收缩。

图21: 我国CPE行业产能及产量



资料来源: 中原证券、卓创资讯

图22: CPE行业供给格局

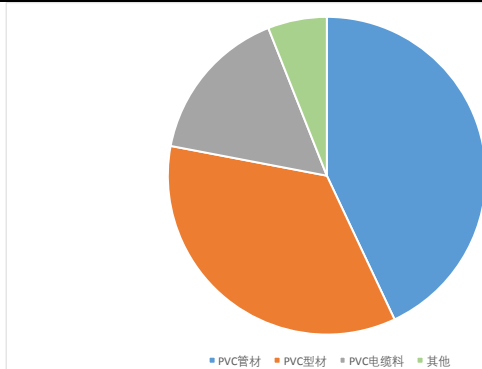


资料来源: 中原证券、卓创资讯

CPE 可以很好的改善聚氯乙烯、聚乙烯和聚丙烯的加工性能，广泛应用于家电、汽车、电缆等领域，其中 PVC 改性领域应用占比最大，因此其需求与 PVC 需求关联性较大。近年来我国 PVC 需求总体呈现稳定增长态势，其表观消费量从 2013 年的 1561 万吨增长至 1890 万吨，

近 5 年的复合增长率为 3.91%。预计未来 PVC 需求将保持 3%-5% 的增速，从而保障 CPE 的需求增长。

图23: PVC需求结构



资料来源：中原证券、wind

图24: PVC表现需求量



资料来源：中原证券、wind

随着 CPE 供给端的收缩，CPE 行业供需格局有望大幅改善，从而推动行业景气的提升。9 月份以来 CPE 价格已经开始逐步上涨。长期来看，CPE 生产过程中由于存在氯化工艺，其环保压力将持续推动行业中小企业的退出，行业集中度有望持续提升。环保措施完善的龙头企业有望受益行业景气提升带来的增长。

## 4. 成长主线：芯片国产化与 5G 商业化带来成长动力

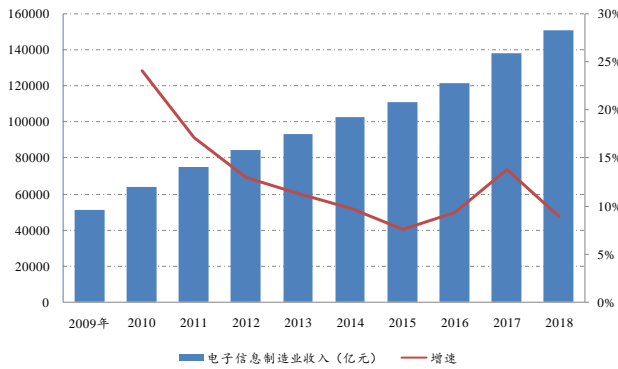
### 4.1. 国产替代推动电子化学品迎来成长机遇

#### 4.1.1. 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，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。

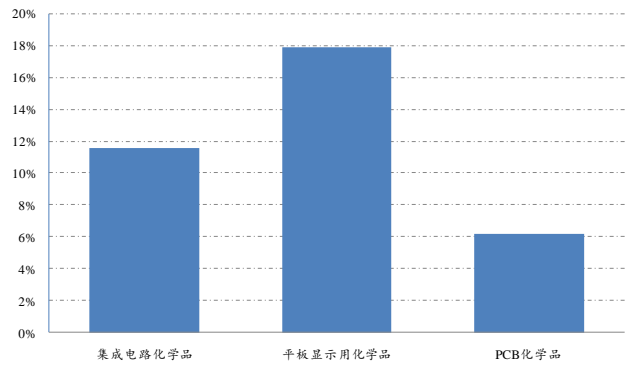
我国电子制造产业的庞大规模也带来了上游半导体材料的巨大需求，我国电子化学品材料市场亦保持了快速发展。2007-2015 年我国电子化学品年复合增长率 15.4%，预计 2015-2020 年将维持在 15% 左右的水平，增速超过全球增长水平，也超过电子产业增速。从具体品种看，电子化学品材料主要包括集成电路化学品、平板显示器用化学品、PCB 化学品等，其中集成电路化学品和平板显示器用化学品增长较快。

图25：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26：主要电子化学品市场增速

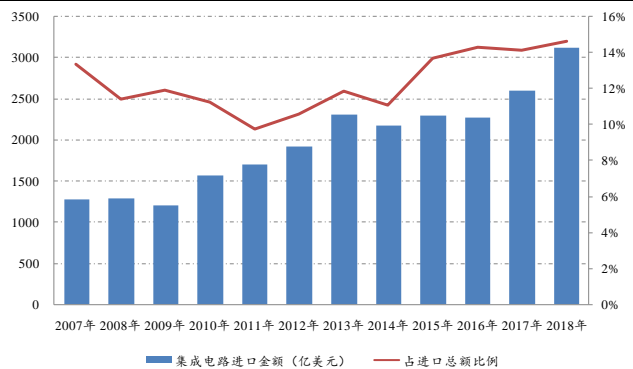


资料来源：中原证券、电子化学品行业现状及展望

#### 4.1.2. 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27：我国集成电路进口情况



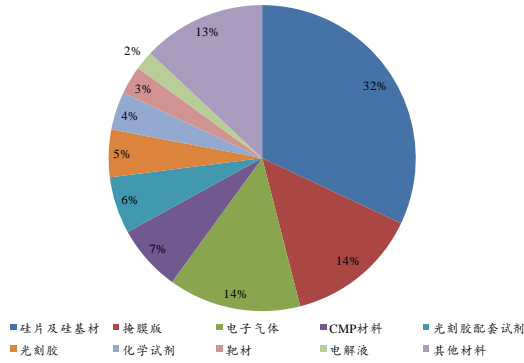
资料来源：中原证券、wind

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%。

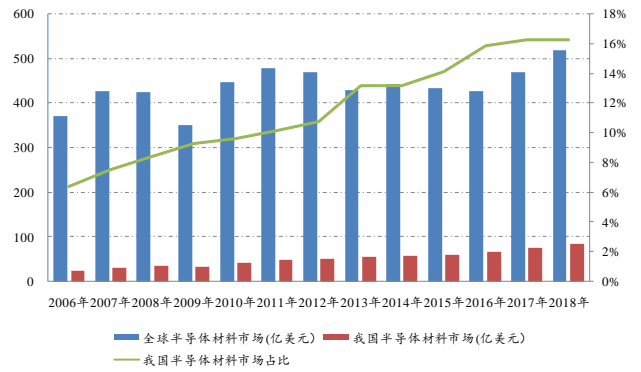
集成电路及其配套材料是电子制造产业的核心环节，附加值最高。集成电路依赖进口，严重制约了我国电子制造业的竞争力，也不利于国家的信息安全。因此提供集成电路及配套半导体材料的自给率，实现芯片国产化是未来电子产业发展的必然趋势，相关的电子化学品材料国产化空间广阔。

图28：半导体材料市场构成



资料来源：中原证券、SEMI

图29：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4：2014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、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。

#### 4.2. 5G 迎来商业化，推升 LCP 液晶材料需求

5G 是新一代的无线通信技术，具有高速度、低时延、高可靠等特点，是新一代信息技术的发展方向和数字经济的重要基础。随着 5G 技术的快速发展，5G 商业化时代即将来临。2019 年 6 月，工信部正式向中国电信、中国移动、中国联通、中国广电四家企业发放 5G 商用牌照，标志着我国正式进入 5G 商用的元年。

随着 5G 技术开始进入商业化时代，新一代的终端也将迎来大规模应用和推广。相比于 4G 技术，5G 通信技术使用的无线电频率更高，目前商用的 5G 技术主要采用 28GHZ 频率。由于电磁波频率越高，波长越短，在传播介质中的衰减也越大，因而对天线材料提出了更高需求。

目前手机中使用的主流天线采用的是 PI（聚亚酰胺）薄膜，但 PI 膜在 10GHZ 以上频率时损耗明显，难以满足 5G 终端的需求。LCP（Liquid Crystal Polymer，液晶材料）由于具有良好的电学性能、介质损耗与导体损耗更低、可塑性强等优势，有望成为未来的主流天线材料。

表5：LCP基材与PI基材对比

性能	单位	LCP材料	PI材料
拉升强度	MPa	120-200	250-400
伸长率	%	10	30-80
吸水率	%	0.04	2.9
介电常数	GHZ	2.8	3.0
介质损耗	GHZ	0.0025	0.003
Tg	°C	170	250
CTE	10 <sup>-5</sup> /°C	10-22	18-28
剥离强度	Kgf/cm	0.9	1.0

资料来源：中原证券、互联网

目前 LCP 材料已经在 iPhone X 中率先获得了应用。由于现阶段 LCP 材料供应受限，仅日本可乐丽和村田能够实现量产，价格相对较高，因此只在少数高端机型中获得了应用。随着我





国企业逐步在 LCP 材料及薄膜领域实现技术突破，未来 LCP 产业链有望不断成熟，从而实现大规模的应用。随着 5G 手机出货量的快速增长，LCP 产业链有望迎来快速发展。目前国内普利特、金发科技和沃特股份等公司在 LCP 材料方面有技术储备和产能，有望受益 LCP 行业快速增长的机遇。

## 5. 投资策略与重点公司

### 5.1. 维持行业“同步大市”的投资评级

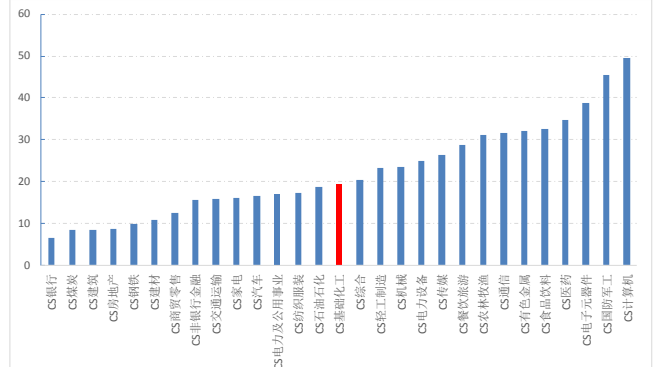
从行业估值情况来看，截止 2019 年 11 月 21 日，中信化工板块 TTM 市盈率（整体法，剔除负值）为 19.49 倍。2010 年以来，行业估值平均水平为 32.55 倍，目前估值水平低于历史平均水平。与其他中信一级行业横向对比，化工板块估计在 28 个行业中位居 10 位，估值相对较低，维持行业“同步大市”的投资评级。

图30：化工行业整体估值



资料来源：中原证券、wind

图31：中信一级行业估值对比



资料来源：中原证券、wind

### 5.2. 行业投资主线

随着化工行业安全、环保监管进入新常态，未来环保、安全等门槛将不断提升，具有产业链一体化、低成本优势、高产品质量的龙头企业有望持续提升市场份额，强者恒强的行业格局将继续持续。建议关注万华化学、华鲁恒升等优质一体化行业龙头。

寻找周期景气提升的子行业：目前维生素行业供需格局整体保持紧平衡状态，在生猪价格上涨以及国内扶持政策的推动下，未来我国生猪养殖数量有望回升，从而推动维生素等饲料添加剂的需求，带动维生素行业景气提升，建议关注维生素行业龙头新和成（002001）。随着行业龙头亚星化学的退出，CPE 行业供需格局有望重塑，景气有望逐步提升，建议关注国内 CPE 龙头企业日科化学（300214）

精选优质成长：受益芯片国产化的浪潮，未来电子化学品板块成长空间可观，确定性较强，建议关注具有国产化的电子化学品企业。5G 通信技术即将迎来大规模商业化应用，对相关材料也带来的大量需求，LCP 材料由于其优异的性能有望成为 5G 手机的主流天线材料，相关企业有望受益。



表6：化工行业2019年投资策略

投资逻辑	相关公司与行业
精选具有一体化优势的龙头企业	万华化学、华鲁恒升
寻找景气提升的子行业	维生素、CPE
进口替代与5G商业化带来的快速增长机遇	电子化学品、LCP材料

资料来源：中原证券

### 5.3. 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	
万华化学	3.38	3.42	3.99	12.85	46.87	13.87	13.70	11.75	买入
华鲁恒升	1.86	1.57	1.73	8.41	16.75	9.01	10.67	9.68	买入
新和成	1.43	1.14	1.50	7.63	21.66	15.15	19.00	14.44	增持
日科化学	0.24	0.43	0.80	3.99	8.24	34.33	19.16	10.30	增持

资料来源：中原证券、wind（股价为2019年11月22日收盘价）

## 6. 风险提示

宏观经济大幅下滑；

扩产力度高于预期；

环保政策力度低于预期。



### 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。