

静候需求复苏，掘金优质赛道

——基础化工行业年度投资策略回顾与展望



川财证券
CHUANCAI SECURITIES

核心观点

❖ 2019 年景气度持续回落，行业利润大幅下滑

受宏观经济增速放缓等因素影响，化工行业景气度延续去年下半年以来的下行趋势，化工品价格持续走低，今年前三季度化工行业净利润同比下降 26%。

❖ 2020 年期待需求复苏，部分化工品价格有望见底

供给端：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。产能扩张周期之下，新增产能将在今明两年逐步落地。化工企业“退城入园”继续推进，但安全与环保压力对行业供给造成的影响正边际递减。

需求端：内需方面，在流动性逐步宽松的环境下，以及基建投资提速、刺激汽车消费等政策的引导之下，明年以基建、汽车为代表的终端市场或将迎来复苏，需求端的悲观预期将得到修复。外需方面，中美双方已就第一阶段经贸协议文本达成一致，外贸环境有望趋于稳定，明年外需复苏可期。

成本端：受 9 月份沙特被袭击事件影响，原油被赋予地缘政治溢价，Q4 布油价格在 60 美元/桶企稳。展望明年，沙特仍有较大动力推动国际油价上行，OPEC+ 限产份额增加，若明年美国页岩油产量增速放缓明显，且全球经济好于今年，国际油价存在上涨的可能，或在成本端对化工品价格形成支撑。

❖ 周期：享受核心资产溢价，把握维生素的涨价行情

1) 核心资产：长期受益行业整合与低端产能出清，化工核心资产的逆周期布局良机到来，建议关注行业地位突出、具备规模优势、成本控制能力强、估值水平较低的化工领跑企业。相关标的：万华化学、华鲁恒升、扬农化工。

2) 维生素：供给层面，VA 和 VE 行业竞争格局持续优化。需求层面，四季度以来政策鼓励养殖户积极补栏，有望带动生猪养殖热情，催热明年维生素需求。维生素作为养殖后周期品种将充分受益，VA、VE 等产品有望在明年迎来量价齐升。相关标的：新和成、浙江医药。

❖ 成长：电子化学品进口替代机遇大，LCP 材料受益 5G 建设浪潮

1) 电子化学品：大基金二期已完成募资，募资额高达 2000 亿元，有望进一步推进半导体产业链国产化，推动龙头企业做大做强。电子化学品中，超净高纯试剂、电子气体、CMP 材料、光刻胶、大硅片等均有有望实现进口替代，空间广阔。相关标的：鼎龙股份、晶瑞股份、安集科技等。

2) LCP 材料：国产化加速，受益 5G 建设浪潮。凭借耐高温、高强度、电性能优越等特性，手机天线用 LCP 膜和连接器用 LCP 粒子有望在 5G 时代大范围应用，LCP 材料前景广阔。相关标的：金发股份、普利特、沃特股份。

❖ 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

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

证券研究报告

所属部门 | 行业公司部/能源团队
行业评级 | 增持
报告时间 | 2019/12/15

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、景气度延续下行趋势，期待需求复苏.....	4
1.1 板块行情回顾	4
1.2 行业总体情况	6
1.3 供给端：边际影响钝化，重心从环保向安全监管转移.....	7
1.4 需求端：期待基建投资提速，汽车销量有望回暖.....	10
1.5 价格端：原油价格存上涨可能，化工品价格触底反弹可期	14
二、投资建议.....	15
2.1 周期板块：享受核心资产溢价，把握维生素的涨价行情.....	16
核心资产：长期受益行业整合与低端产能出清，逆周期布局良机到来	16
维生素：竞争格局优化，养殖后周期投资机会到来	16
2.2 成长板块：电子化学品进口替代机遇大，LCP 材料空间广阔	18
电子化学品：大基金二期完成募资，电子化学品迎投资风口	18
新材料：LCP 材料国产化加速，受益 5G 建设浪潮	18
风险提示	20

图表目录

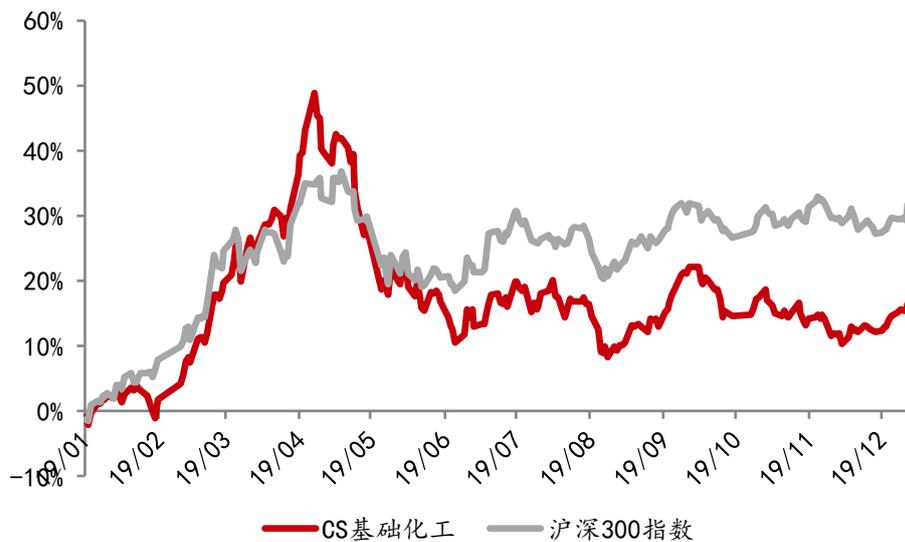
图 1:	2019 年基础化工板块涨幅情况.....	4
图 2:	年初至今基础化工板块涨幅排名第 17 位.....	4
图 3:	2019 年基础化工子板块今年以来涨跌幅情况.....	5
图 4:	年初至今化工板块个股涨幅前二十.....	6
图 5:	2019Q3 营业总收入同比增速排名.....	6
图 6:	2019Q3 归母净利润同比增速排名.....	6
图 7:	基础化工板块毛利率与净利率情况.....	7
图 8:	2019Q3 化工行业景气度继续下滑.....	7
图 9:	化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额大幅增长.....	7
图 10:	化工行业资产负债率企稳.....	8
图 11:	工业产能利用率有所回升.....	8
图 12:	2019 年江苏省化工产业安全环保整治提升目标任务汇总表.....	8
图 13:	2017-2018 年国内化工事故情况一览.....	9
图 14:	2020 年是中小化工企业退城进园的最后时间节点.....	9
图 15:	部分省份化工行业安全整治措施.....	10
图 16:	固定资产完成额累计同比增速.....	11
图 17:	房地产新开工面积小幅提升.....	11
图 18:	汽车销量继续下滑.....	12
图 19:	纺织服装零售额增速继续下滑.....	12
图 20:	农产品价格维持低位.....	13
图 21:	美元兑人民币汇率.....	13
图 22:	2019 年前三季度 GDP 出口贡献回升.....	13
图 23:	布油及煤炭价格走势.....	14
图 24:	化工产品价格指数持续走弱.....	15
图 25:	化工品 PPI 指数同比情况.....	15
图 26:	化工品 PPI 指数环比情况.....	15
图 27:	核心资产相关标的估值水平.....	16
图 28:	猪料比价走势.....	17
图 29:	猪粮比价走势.....	17
图 30:	VA 价格走势.....	17
图 31:	VE 价格处于历史底部区间.....	17
图 32:	维生素相关标的估值水平.....	17
图 33:	电子化学品相关标的估值水平.....	18
图 34:	LCP 相关标的估值水平.....	19

一、景气度延续下行趋势，期待需求复苏

1.1 板块行情回顾

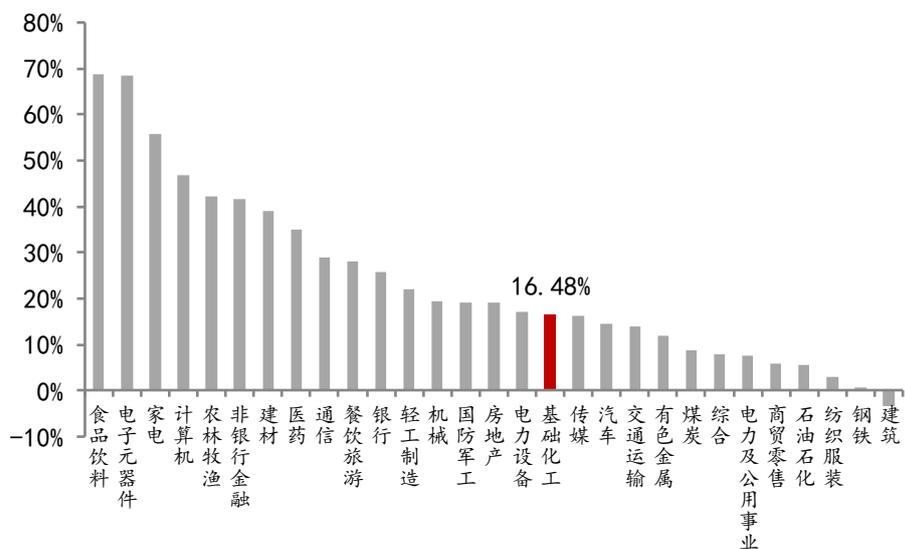
截至2019年12月13日，CS基础化工指数今年以来累计上涨16.48%，跑输沪深300指数15.33个百分点，涨幅在29个CS一级行业中排名第17位。

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12月13日

图2：年初至今基础化工板块涨幅排名第17位

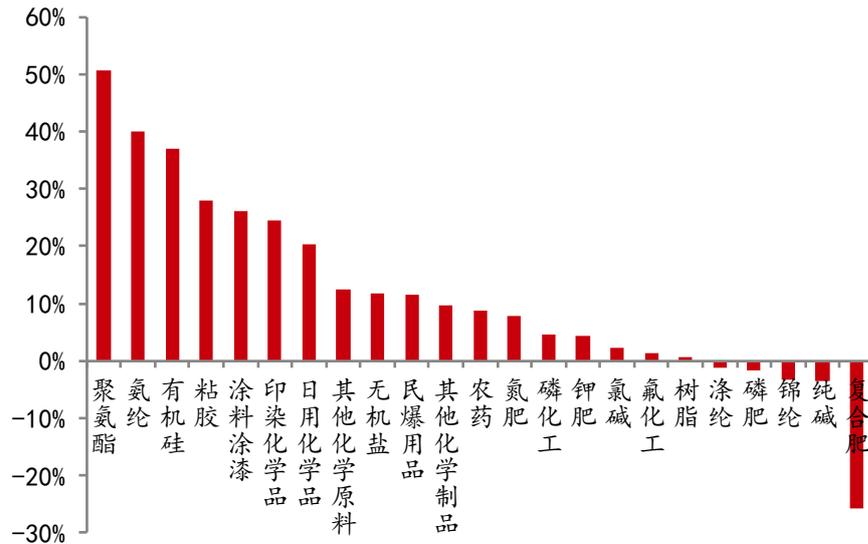


资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截至2019年12月13日

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

板块内部看，聚氨酯、氨纶、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，多数化工品价格出现大幅下跌。

图 3：2019 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 12 月 13 日

个股方面，核心白马股持续走强，题材股阶段性表现。今年上半年，“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，相关产品价格大幅上涨，部分染料及农药行业的领跑企业股价涨幅可观，其中百傲化学年初至今涨幅高达 151.68%。行业供给方面，政策的边际影响从环保端向安全监管转移，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，行业内的核心白马股也因此获得较大涨幅，其中万华化学年初至今累计上涨 95.33%。题材股方面，氢燃料电池、OLED、进口替代等主题投资均有阶段性表现，板块内业务涉及氢能、OLED 材料、高纯度氢氟酸的企业均在一定时间段内录得较大涨幅。

图 4：年初至今化工板块个股涨幅前二十

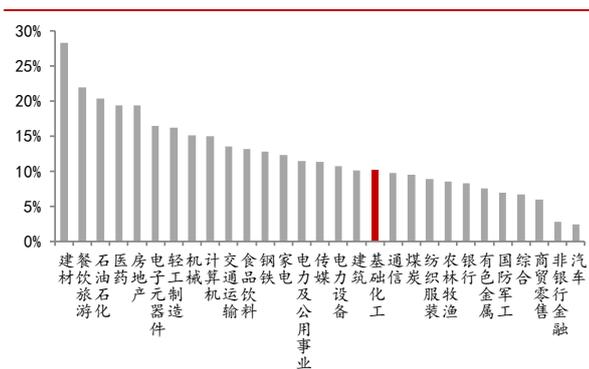
排名	公司	年初至今涨跌幅	排名	公司	年初至今涨跌幅
1	三棵树	221.81%	11	万华化学	95.33%
2	百傲化学	151.68%	12	凯龙股份	87.70%
3	双象股份	148.60%	13	科斯伍德	83.52%
4	晶瑞股份	140.94%	14	石大胜华	82.37%
5	国风塑业	127.58%	15	华昌化工	78.35%
6	国瓷材料	114.60%	16	永冠新材	75.15%
7	宏大爆破	106.81%	17	富邦股份	74.94%
8	广信材料	106.38%	18	丹化科技	74.68%
9	珀莱雅	105.55%	19	普利特	74.32%
10	震安科技	103.08%	20	广州浪奇	73.81%

资料来源：Wind，川财证券研究所；数据截至 2019 年 12 月 13 日

1.2 行业总体情况

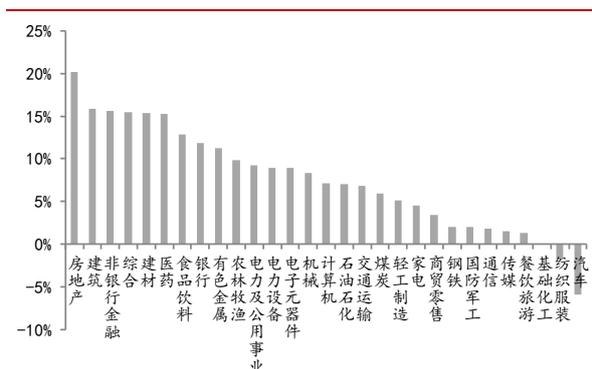
2019 前三季度行业景气度同比回落，利润同比大幅下滑。2019 年前三季度，基础化工板块实现营业总收入 10332.8 亿元，同比下降 0.01%；实现归属母公司股东的净利润 681.7 亿元，同比下降 25.69%。2019 年前三季度，基础化工板块整体毛利率、净利率分别为 22.70%和 7.91%，前者较去年同期上升 0.35 个百分点，后者较去年同期下降 0.76 个百分点。在 29 个 CS 一级行业中，基础化工板块的营业总收入增速排名第 27 位，归属母公司股东的净利润增速排名第 26 位，营业收入与净利润增速排名均靠后。

图 5：2019Q3 营业总收入同比增速排名



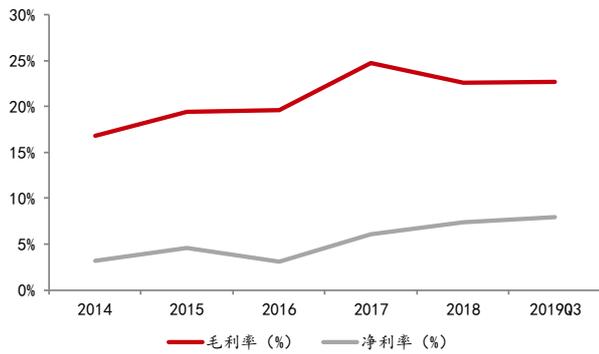
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 6：2019Q3 归母净利润同比增速排名



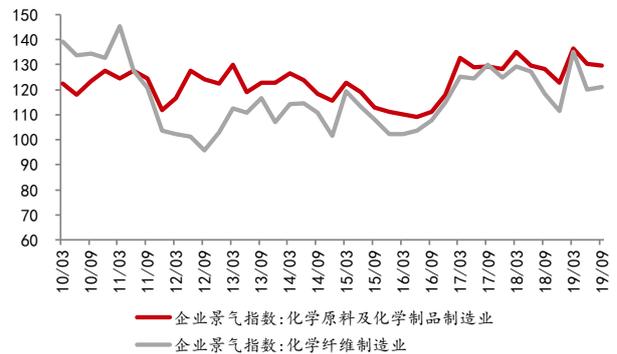
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 7：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 8：2019Q3 化工行业景气度继续下滑

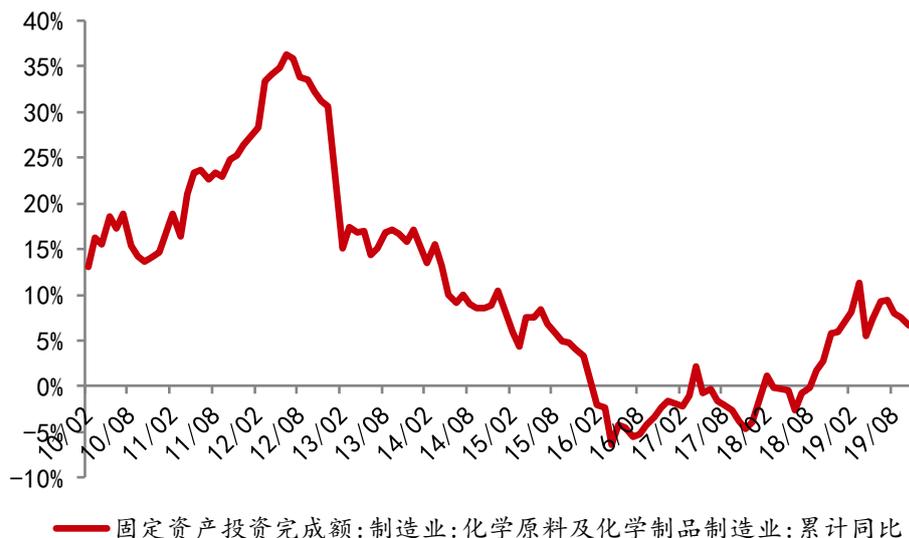


资料来源：Wind，川财证券研究所

1.3 供给端：边际影响钝化，重心从环保向安全监管转移

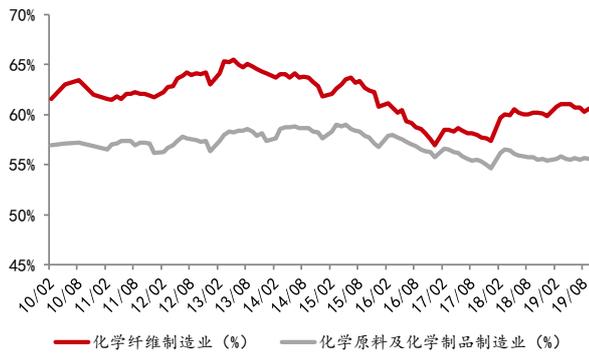
产能扩张周期之下，新增产能逐步释放。2017-2018 年，充沛的利润和现金流激发了化工企业的扩产积极性，2019 年起，这部分新增产能开始迎来大规模投产。今年 1-10 月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额大幅增长，累计同比增速高达 6.6%。考虑到大部分化工子行业 1-2 年的新增产能建设周期，2019-2020 年将是行业新增产能的投放大年，预计在中长期对化工品价格形成压制。大企业扩产、中小企业关停清退，行业竞争格局持续优化。

图 9：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



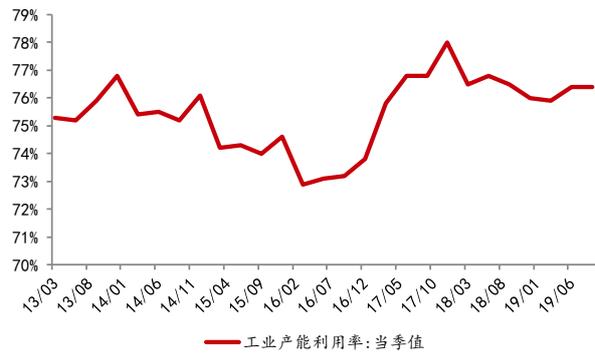
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 10： 化工行业资产负债率企稳



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 11： 工业产能利用率有所回升



资料来源：Wind，川财证券研究所

政策重心从环保向安全监管转移，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”。但从中长期角度看，2020年是“退城进园”的最后期限，化工行业的竞争格局将持续改善。响水“3·21”特别重大爆炸事故发生后，国内化工企业监管政策重心从环保向安全转移，多地下发行业整治措施。但出于保护地方经济的因素，实际落实进程略不及市场此前预期，仅江苏地区落实省内部分化工园区的关停事项。9月20日，江苏省化工产业安全环保整治提升领导小组下发一则关于下达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书，通知提出2019年全省计划关闭退出579家，计划关闭和取消化工定位的化工园区（集中区）9个。

图 12： 2019年江苏省化工产业安全环保整治提升目标任务汇总表

地区	化工生产企业数量	2019年计划完成关闭退出企业数	化工园区（集中区）总数	2019年计划关闭和取消化工定位的化工园区集中区	
				数量	名称
全省	4022	579	50	9	
南京	200	8	1		
无锡	828	80	6	1	江阴高新区化工集中区
徐州	167	32	4		
常州	412	61	3		
苏州	617	72	10	1	昆山张浦东部工业化工集中点
南通	472	93	6	2	海门市灵甸化工园区、启东市滨江精细化工园区
连云港	193	50	4		
淮安	186	35	3	1	洪泽经济开发区化工集中区
盐城	273	48	4	2	响水生态化工园区、阜宁高新技术产业开发区化工集中区
扬州	306	79	1		
镇江	103	2	3	1	镇江丹徒区高资化工园区
泰州	182	12	3		
宿迁	83	7	2	1	沐阳循环经济产业园

资料来源：化工在线，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 13： 2017-2018 年国内化工事故情况一览

事故类型	事故起数		死亡人数	
	2017	2018	2017	2018
中毒和窒息	27	32	39	39
爆炸	46	28	85	82
高处坠落	27	26	29	6
机械伤害	18	21	22	13
火灾	29	20	21	21
灼烫	17	12	11	9
物体打击	10	7	10	5
触电	5	5	5	5
车辆伤害	12	5	11	5
淹溺	4	2	4	2
坍塌	6	0	8	0
起重伤害	3	0	3	0
其他伤害	15	17	18	9

资料来源：《全国化工事故分析报告》，川财证券研究所

图 14： 2020 年是中小化工企业退城进园的最后时间节点

省份	政策	核心	主要内容
山东	《山东省贯彻落实中央环境保护督察组督察反馈意见整改方案》	认定清理化工园区	2018年6月底前完成化工生产企业“四评级一评价”，2018年9月底前基本完成园区认定并确定搬迁改造企业名单；2018年底前，启动中小型企业存在重大风险隐患的大型企业搬迁改造，2020年底前完成；2020年底前，启动大型企业和特大型企业搬迁改造，2025年底前完成。在现有入园率20%的基础上，力争到2020年达到30%，2022年达到40%。化工园区外，严禁新建、扩建化工生产项目。
江苏	《江苏省推进城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造实施方案》	持续推动化工企业入园	2018年3月底前，各设区市完成调查摸底评估，发布全省可承接迁入企业的化工园区(集中区)名单；2018年6月底前，各设区市制定上报搬迁改造行动方案；2018年12月底前中小型企业存在重大风险隐患的大型企业全部启动搬迁改造，2020年底前完成(关闭退出的2018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。
河南	《河南省城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作实施方案》	年内启动搬迁改造	到2025年，该省城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离要求的危化品企业要实现就地改造达标、搬迁进入以化工为主导的产业集聚区(化工园区)或关闭退出，企业安全或风险大幅降低。其中，中小型企业或安全存在重大风险隐患的大型企业在2018年年底前要全部启动搬迁改造，2020年年底前完成；其他大型企业和特大型企业2020年年底全部启动搬迁改造，2025年年底前完成。
湖北	《湖北省危险化学品生产企业搬迁改造实施方案》	打响长江保卫战	全省全面启动城镇人口密集区和化工园区外的所有危险化学品生产企业搬迁改造或关闭退出、转产，2025年底前完成。其中，2020年底前完成中小型企业存在重大风险隐患的大型企业的搬迁改造；2025年底前完成其他大型和特大型企业搬迁改造。
	《湖北长江经济带生态保护和绿色发展总体规划》		明确了沿江区域产业发展的禁入、限制领域，严禁在长江干流及主要支流岸线1千米范围内新建重化工及造纸行业项目，严控在长江沿岸地区新建石油化和煤化工项目。
陕西	《陕西省铁腕治霾打赢蓝天保卫战三年行动方案(2018-2020年)》	三年内禁止新建石化项目	关中核心区禁止新建、扩建燃煤发电、燃煤热电联产和燃煤集中供热项目，禁止新建、扩建和改建石油化、煤化工、水泥、焦化项目。
山西	《山西省城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造实施方案》	公示搬迁名单	2018年要全面启动对现有城镇人口密集区安全和卫生防护距离不达标的危险化学品生产企业的搬迁改造(包括就地改造达标、搬迁进入规范化工园区、关闭退出或周围居民搬迁)工作，到2020年全部完成。符合土地利用总体规划和城市总体规划、承接园区具备扩区扩容条件的，可按照相关规定和法定程序，适当扩大承接园区规模等。

资料来源：中国化工报，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 15： 部分省份化工行业安全整治措施

省份	具体措施
河北	《河北省化工行业安全生产整治攻坚行动方案》印发，将自2019年3月至2020年12月，对全省化工园区及企业安全生产进行提升改造。《方案》提出，对不符合产业政策、手续不全、安全生产条件不合格、环保不达标、风险突出且不能有效管控的化工企业，依法依规关闭、取缔。
山东	山东化工产业安全生产转型升级专项行动进入攻坚阶段，多地政府网站密集公示拟“关闭淘汰一批”化工企业名单。预计全省16市全部公布企业数可超1000家。
河南	对化工园区严格实行“四个一律”：一律停批新增化工园区（集中区）；化工园区以外一律不得批准建设化工企业；现有43家化工园区（集中区）在未进行安全容量评估、未建立专门安全监管机构前，一律不得批准新建改建扩建化工项目；凡不具备安全条件的化工项目，一律不得招商引资进入园区。
江苏	《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》印发，加大园区外企业整治、压减、转移、转型力度，安全风险高、环保管理水平差和技术水平低的企业2020年底前全部关闭退出。

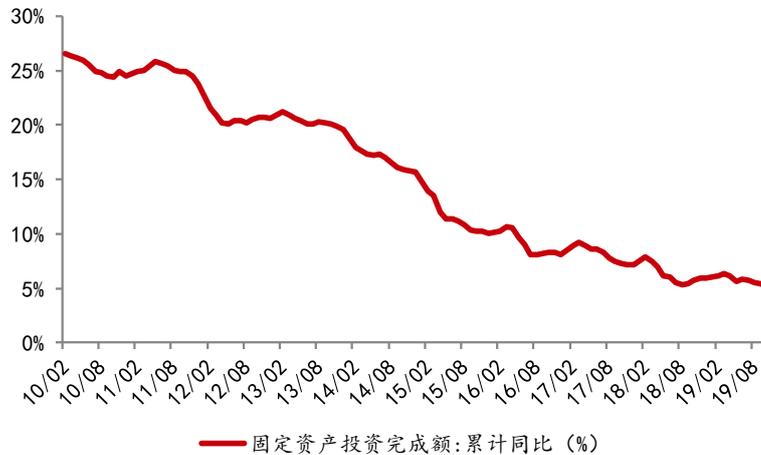
资料来源：中国产业信息网，川财证券研究所

1.4 需求端：期待基建投资提速，汽车销量有望回暖

2019 年内需不振，2020 年期待基建投资提速、汽车销量由负转正，或助力内需回暖。我们认为，在经济下行压力之下，终端需求的乏力在明年仍难以大幅改善。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望迎来反弹。农产品价格或将走出底部区间，为农化板块创造机遇。

基建方面，今年投资增速较去年同期有所下滑，1-10 月固定资产投资累计完成额达到 51.09 万亿元，同比增长 5.2%，增速较去年同期下降 0.5 个百分点。近期财政部提前下达了 2020 年部分新增专项债务限额 1 万亿元，占 2019 年当年新增专项债务限额 2.15 万亿元的 47%，控制在依法授权范围之内。同时要求各地尽快将专项债券额度按规定落实到具体项目，做好专项债券发行使用工作，早发行、早使用，确保明年初即可使用见效，确保形成实物工作量，尽早形成对经济的有效拉动。按照惯例，往年地方政府专项债一般在 5 月或 6 月才开始发行，而 2019 年专项债发行节奏明显提前。我们预计明年国内基建投资增速有望回暖，从而有效拉动内需。

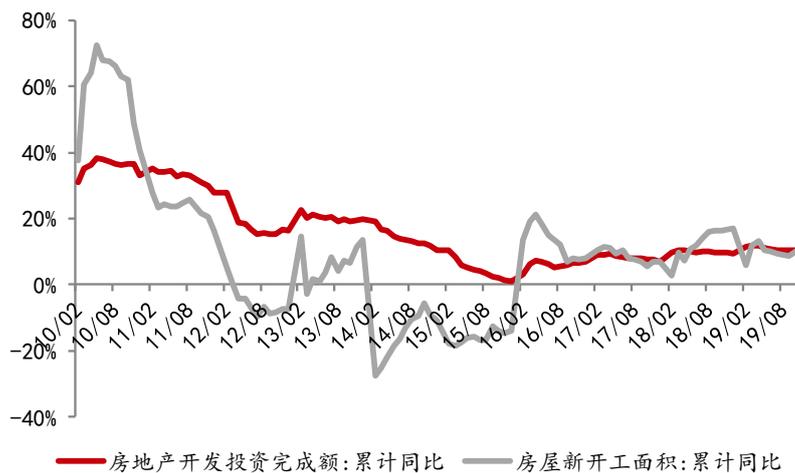
图 16: 固定资产完成额累计同比增速



资料来源: Wind, 川财证券研究所

房地产方面, 今年以来总体表现平稳, 新开工面积出现下滑。2019 年 1-10 月, 国内开发投资完成额和新开工面积同比增速分别为 10.3%和 10.0%, 较去年同期分别上升了 0.6 个百分点和下降了 6.3 个百分点。地产政策持续高压, 预计明年需求总体保持平稳。

图 17: 房地产新开工面积小幅提升

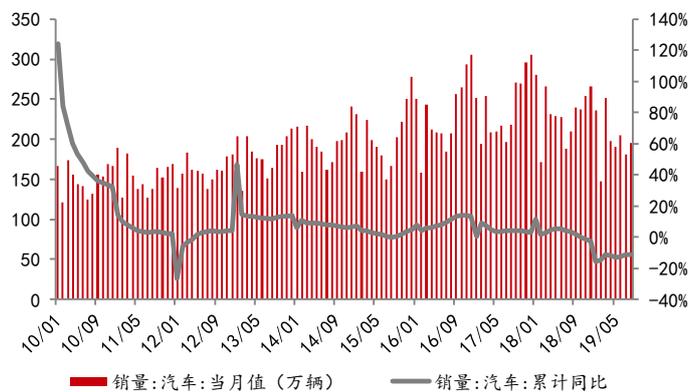


资料来源: Wind, 川财证券研究所

汽车方面, 今年以来汽车销量进一步下滑, 汽车消费刺激政策落实之后有望反转。今年 1-10 月, 国内汽车销量仅为 2063.75 万辆, 同比下降 9.7%, 继去年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

四季度首次负增长之后，销量进一步下滑；1-10月，汽车制造业利润同比下降14.7%，降幅较1-9月份收窄1.9个百分点。今年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。政策拟从更大范围、以更大力度刺激汽车消费，明年汽车销量有望回暖。

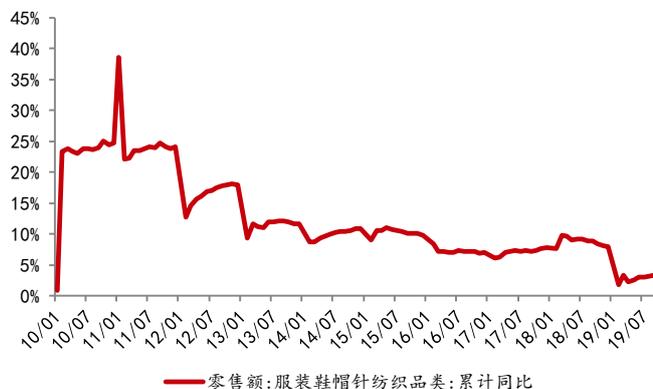
图 18：汽车销量继续下滑



资料来源：Wind，川财证券研究所

纺织服装方面，受出口乏力等因素影响，行业需求增速进一步下滑。今年1-10月，服装鞋帽针织品类零售额同比增长2.8%，较去年同期下降了5.6个百分点。具体来看，国内需求增速放缓，纺织服装消费量下滑；外贸环境不确定性大，海外客户下单积极性减弱。

图 19：纺织服装零售额增速继续下滑

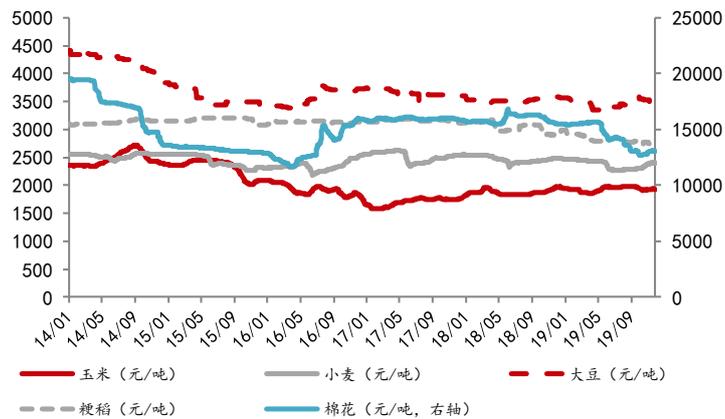


资料来源：Wind，川财证券研究所

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

农产品方面，价格仍然维持低位，玉米、小麦、大豆、粳稻、棉花等作物价格仍处历史底部区间。需求端看，国内乙醇汽油推广再次提速，向 2020 年全国普及的目标更进一步，将提升对国内玉米、高粱、水稻等粮食作物的消耗，有望带动农产品价格上行。受行业产能扩张、出口乏力等因素影响，去年四季度以来国内农化板块表现不佳，产品价格持续下行，在农产品价格企稳回升之后，农化板块或迎来转机。

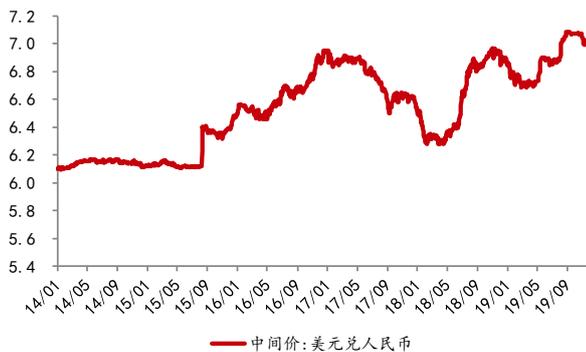
图 20：农产品价格维持低位



资料来源：Wind，川财证券研究所

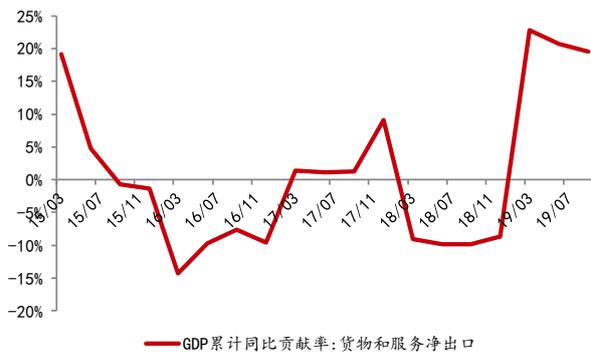
中美谈判一波三折，明年外需存复苏预期。此前中美两国贸易摩擦，直接加剧了化工品出口的不确定性。今年以来，中美贸易摩擦持续升级，美方对我国征收额外关税清单几乎涵盖了所有对美出口商品，对国内化工品出口产生不利影响。四季度以来，中美关系出现缓和迹象、中美双方已就第一阶段经贸协议文本达成一致，明年外需有望迎来复苏。

图 21：美元兑人民币汇率



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 22：2019 年前三季度 GDP 出口贡献回升



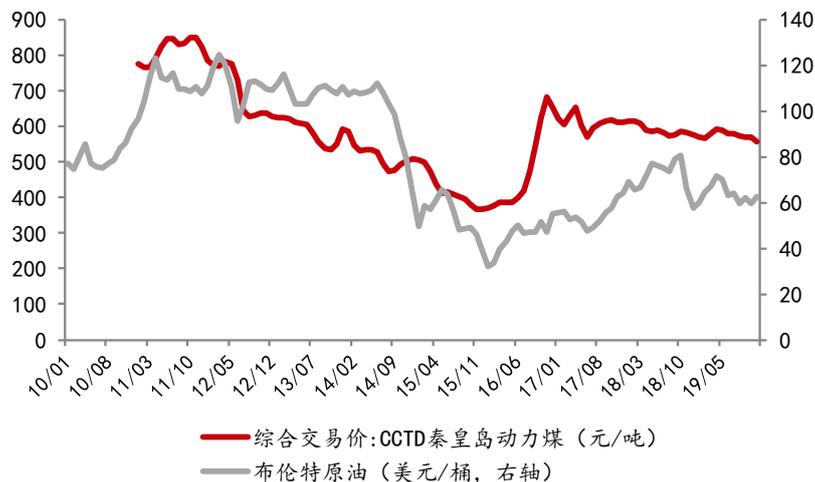
资料来源：Wind，川财证券研究所

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：原油价格存上涨可能，化工品价格触底反弹可期

国际油价存上涨动能，煤炭价格短期维持高位。在国际经济环境悲观预期下，OPEC、IEA 等主流机构纷纷下调 2019 年全球原油需求增量预测值，需求端低迷对原油价格形成压制。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 60 美元/桶，累计下跌 20%。今年 1-11 月布油均价为 64 美元/桶，较去年中枢价格 71.5 美元/桶下跌了 10.4%。受 9 月份沙特被袭击事件影响，原油被赋予地缘政治溢价，今年四季度布油价格在 60 美元/桶企稳。展望明年，国际油价存较大上涨动能。供给层面，近期 OPEC+ 在维也纳达成扩大限产份额的协议，将限产份额扩大 50 万桶/天，共计 170 万桶/天，其中欧佩克国家承担 37.2 万桶/天，非欧佩克国家承担 13.1 万桶/天。沙特阿美预计在国内 IPO 发行 1.5% 的股份，发行价格为每股 8.53 美元，总市值约为 1.7 万亿美元，没有达到市场此前预计的 2 万亿美元的期望。我们认为，限产份额的增加和沙特阿美发行价格不及预期预示着沙特仍有较大动力推动国际油价上行，若明年美国页岩油产量增速放缓，且明年全球经济好于今年，国际油价上涨的可能性较大。

图 23： 布油及煤炭价格走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

化工品价格指数持续回落。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。明年成本端在原油价格

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

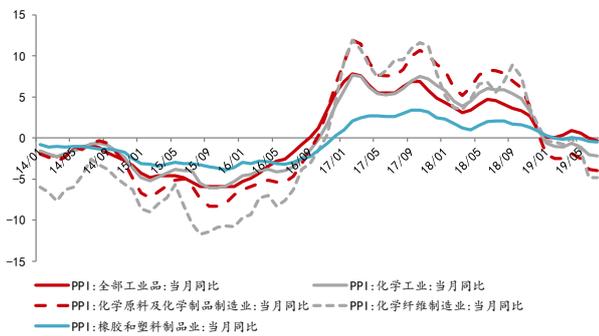
的强支撑之下，部分化工品价格或将迎来触底反弹、行业景气度有所回升。

图 24： 化工产品价格指数持续走弱



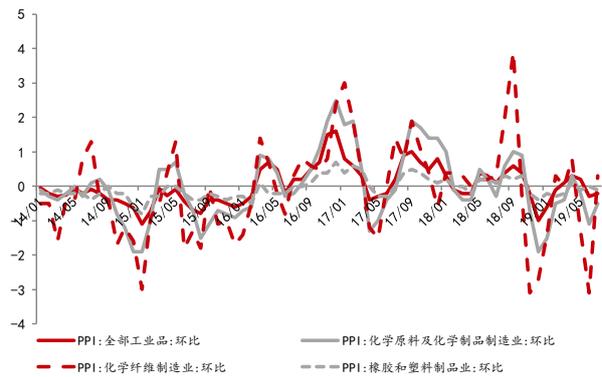
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 25： 化工品 PPI 指数同比情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 26： 化工品 PPI 指数环比情况



资料来源：Wind，川财证券研究所

二、投资建议

展望明年，在需求复苏的带动之下，化工行业景气度下行的趋势有望得以遏制。供给层面，短期政策重心从环保向安全监管转移、对供给的边际影响钝化，新增产能持续释放，供给格局难以边际改善，但长期行业竞争格局持续改善、强者恒强趋势不变。需求层面，在基建、汽车消费的回暖之下，内需或将超预期复苏；中美双方已就第一阶段贸易协议文本达成一致，明年外需复苏值得期待。价格端看，在经历一整年的产品价格下行之后，部分化工品价格有望触底，明年国际油价在沙特主导之下存较大上涨可能，或在成本端对化工品价格形成一

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

定支撑。

我们建议围绕周期和成长两个维度，对化工板块进行布局。周期股方面，我们看好板块低估值核心资产的配置机会以及养殖后周期的维生素行业的投资机会。成长股方面，我们继续看好新材料行业的进口替代机会，结合当前的地缘政治背景，建议布局市场空间广阔的电子化学品板块和受益国内 5G 建设浪潮的 LCP 材料板块。

2.1 周期板块：享受核心资产溢价，把握维生素的涨价行情

核心资产：长期受益行业整合与低端产能出清，逆周期布局良机到来

化工板块在今年经历了景气度的进一步下行，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，明年以基建、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，化工核心资产的逆周期配置时机已经到来，建议关注行业地位突出、具备规模优势、成本控制能力强、估值水平较低的化工领跑企业。

相关标的：万华化学、华鲁恒升、鲁西化工、扬农化工、龙蟒佰利等。

图 27：核心资产相关标的估值水平

日期	2019/12/13	股价	总市值	EPS			PE			
				19E	20E	21E	19E	20E	21E	
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)							
600309.SH	万华化学	52.0	1,631.1	3.41	3.99	4.79	15.2	13.0	10.9	
000830.SZ	鲁西化工	9.4	138.3	1.12	1.51	1.84	8.4	6.3	5.1	
600426.SH	华鲁恒升	16.8	273.8	1.60	1.77	1.95	10.5	9.5	8.6	
600486.SH	扬农化工	61.5	190.6	3.73	4.19	4.97	16.5	14.7	12.4	
002601.SZ	龙蟒佰利	13.0	264.2	1.31	1.63	1.97	9.9	8.0	6.6	
							平均值	12.1	10.3	8.7

资料来源：Wind，川财证券研究所；EPS 为 wind 一致预期，数据截至 2019 年 12 月 13 日

维生素：竞争格局优化，养殖后周期投资机会到来

维生素中的 VA 和 VE 有望成为明年化工周期板块中确定性较高的涨价品种。供给层面，VA 受巴斯夫事故等因素影响、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。需求层面，全球范围内 60% 的维生素用于饲料领域，去年以来国内受非洲猪瘟影响，生

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

猪存栏量持续下跌，猪价大幅上行。四季度以来，政策鼓励养户积极补栏，高猪价之下，有望带动生猪养殖热情，催热明年维生素需求。综合来看，维生素作为养殖后周期品种将充分受益，VA、VE 等产品有较大概率在明年迎来量价齐升。

相关标的：新和成、浙江医药、安迪苏等。

图 28：猪料比价走势



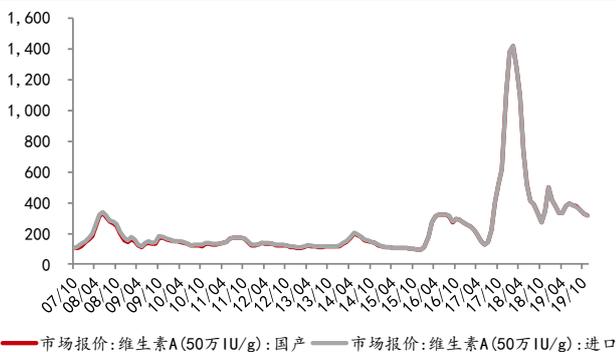
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 29：猪粮比价走势



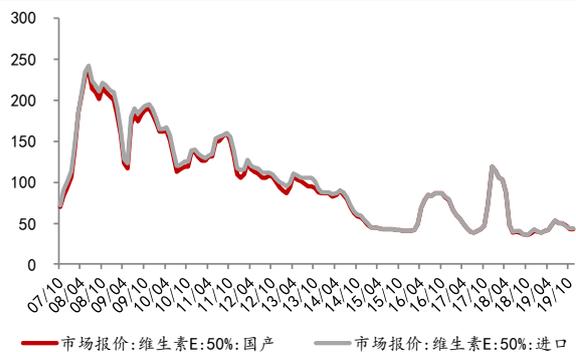
资料来源：Wind，川财证券研究所

图 30：VA 价格走势



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 31：VE 价格处于历史底部区间



资料来源：Wind，川财证券研究所

图 32：维生素相关标的估值水平

日期	2019/12/13	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E
002001.SZ	新和成	22.6	485.8	1.14	1.47	1.74	19.8	15.4	13.0
600216.SH	浙江医药	14.4	138.9	0.53	0.86	1.08	27.1	16.7	13.4
600299.SH	安迪苏	10.5	281.1	0.42	0.49	0.57	25.0	21.5	18.3
平均值							24.0	17.9	14.9

资料来源：Wind，川财证券研究所；EPS 为 wind 一致预期，数据截至 2019 年 12 月 13 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

2.2 成长板块：电子化学品进口替代机遇大，LCP 材料空间广阔

电子化学品：大基金二期完成募资，电子化学品迎投资风口

进口替代日趋迫切，我们继续看好电子化学品板块的投资机会。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。国家集成电路产业投资基金二期股份有限公司(大基金二期)已于 2019 年 10 月 22 日正式注册成立，注册资本高达 2041.5 亿，将对刻蚀机、薄膜设备、测试设备和清洗设备等领域已布局的企业保持高强度的持续支持，推动龙头企业做大做强，形成系列化、成套化装备产品，有望进一步推动半导体产业链国产化。电子化学品中，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。中美贸易谈判一波三折，日韩贸易争端愈演愈烈，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，国内电子化学品的爆发期即将到来。

相关标的：鼎龙股份、晶瑞股份、上海新阳、安集科技等。

图 33： 电子化学品相关标的估值水平

日期	2019/12/13	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E
300236.SZ	上海新阳	25.5	74.1	1.03	0.29	-	24.7	87.2	-
300054.SZ	鼎龙股份	9.0	88.0	0.26	0.33	0.41	34.3	27.2	21.7
300655.SZ	晶瑞股份	32.3	48.9	0.32	0.48	0.66	101.3	67.0	49.0
688019.SH	安集科技	126.9	67.4	0.98	1.26	1.41	129.5	100.6	89.7
平均值							72.4	70.5	53.4

资料来源：Wind，川财证券研究所；EPS 为 wind 一致预期，数据截至 2019 年 12 月 13 日

新材料：LCP 材料国产化加速，受益 5G 建设浪潮

LCP 材料是一种新型高分子材料，下游应用广泛，主要可应用于电子电器(如：电子封装材料、印刷电路板、制动器材等)、汽车工业、航空航天、国防军工等领域。过去 LCP 材料主要用作利润不高的耐高温材料，但凭借其优越的性能，手机天线用 LCP 膜和连接器用 LCP 粒子有望在 5G 时代大范围应用，LCP 市场将高速增长。当前全球 LCP 树脂材料产能约 7.6 万吨/年，集中在日本(45%)、美国(34%)和中国(21%)，过去长期依赖日美进口，现随着金发科技、普利特、沃特股份、宁波聚嘉等企业新增产能落地，国产化进程加速。在 5G 需求的带动之下，国内 LCP 材料有望迎来爆发式增长。

相关标的：金发股份、普利特、沃特股份。

图 34： LCP 相关标的估值水平

日期	2019/12/13	股价	总市值	EPS			PE		
股票代码	公司名称	(元)	(亿元)	19E	20E	21E	19E	20E	21E
600143.SH	金发股份	6.8	174.5	0.43	0.50	0.56	15.7	13.7	12.1
002324.SZ	普利特	13.2	69.6	0.28	0.38	0.50	46.7	35.1	26.3
002886.SZ	沃特股份	25.6	30.4	0.41	0.60	0.90	62.6	42.5	28.3
平均值							41.7	30.4	22.2

资料来源：Wind，川财证券研究所；EPS 为 wind 一致预期，数据截至 2019 年 12 月 13 日

风险提示

中美贸易摩擦加剧

贸易谈判可能发生反复，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，必要时应就法律、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