

行业研究/动态点评

2019年05月05日

行业评级:

基础化工 增持(维持)
石油化工 增持(维持)

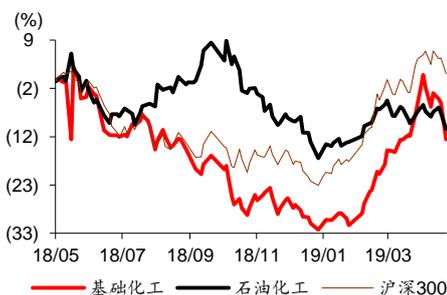
刘曦 执业证书编号: S0570515030003
研究员 025-83387130
liuxi@htsc.com

庄汀洲 010-56793939
联系人 zhuangtingzhou@htsc.com

相关研究

- 1 《恒力股份(600346,增持): 一季报符合预期, 静待大炼化项目业绩释放》2019.04
- 2 《浙江龙盛(600352,买入): Q1 增长 63%, 产品高景气有望逐步体现》2019.04
- 3 《卫星石化(002648,增持): 牵手浙能集团, 共同构建氢能产业链》2019.04

一年内行业走势图



资料来源: Wind

行业整体景气高位回落, 关注供需预期变化

化工行业 2018 年年报及 2019 年一季报综述

2018 年维持高盈利, Q4 行业整体景气下行

2018 年化工板块(华泰化工分类)实现营收 70471 亿元(YoY 26%), 净利润(扣非后, 下同)2185 亿元(YoY 46%), 净利率为 3.1%。其中 2018Q4 板块实现收入 19439 亿元(YoY 23%), 净利润为 127 亿元(YoY -55%), 行业净利率为 0.7%; 2018 年四季度, 原油价格快速下行叠加终端需求走弱, 化工品价格普跌, 行业景气高位回落。2019Q1 化工板块公司实现收入 15375 亿元(YoY 12%), 净利润 495 亿元(YoY -15%), 净利率为 2.8%。

2018 年: 油价及供给侧因素带动子行业盈利改善

分子行业来看, 2018 年石油开采、炼油、有机原料、涤纶等与油价关联度较高的子板块受益于原油价格强势, 盈利大幅增长; 有机硅、尼龙(锦纶)子行业由于海外装置关停, 产品价格上涨显著; 农药、染料、氟化工、磷肥、炭黑、助剂等子板块, 由于国内环保因素推动落后产能退出, 供给端收缩幅度较大, 龙头企业盈利改善显著; 氮肥、钾肥、复合肥子板块整体盈利同比增长; 氯碱、钛白粉、聚氨酯等前期景气处于高位的子行业, 2018 年盈利同比下滑; 塑料制品、涂料涂漆、电子化学品等偏下游的子行业受原料价格挤压, 盈利水平明显下降。

2019Q1: 化工品景气震荡下行, 偏下游子行业盈利修复

2019Q1 的主要变化趋势包括: 炼油、有机原料、氯碱等子行业, 伴随产品价格进一步下跌, 盈利延续下行趋势; 农药、炭黑、氟化工景气下滑, 其中农药子行业内部盈利水平出现分化; 染料行业延续高盈利; 聚氨酯、有机硅、涤纶子行业一季度盈利仍低于去年同期, 但环比 18Q4 明显改善; 塑料制品、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, 伴随原料价格的逐步下行, 季度业绩出现明显回升。

行业展望: 需求端预期改善, 供给端面临重构, 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, 化工品需求端预期有所改善, 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, 化工行业供给端面临重构, 其中染料、农药、橡胶助剂、助剂等子行业受影响较大; 国际油价总体保持强势, 有利于化工品整体价格趋势; 预计化工行业整体景气将震荡下行, 但需求预期有所改善, 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: 供给端重构利好头部企业, 需求预期修复带动估值回升

- 1) 供给侧收缩影响染颜料、农药及中间体、有机原料、助剂等产品: 浙江龙盛(染料)、长青股份(农药)、利安隆(助剂)、卫星石化(丙烯酸及酯);
- 2) 细分领域龙头长期受益于行业供给端重构: 万华化学(聚氨酯、石化)、华鲁恒升(尿素、煤化工)、兴发集团(磷化工);
- 3) 新材料进口替代逻辑确定性较高: 光威复材、国瓷材料、飞凯材料、强力新材等;
- 4) 民营炼化: 恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化等。

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	浙江龙盛	20.31	买入	1.26	1.99	2.21	2.36	16.12	10.21	9.19	8.61
300699	光威复材	58.02	增持	1.02	1.40	1.76	2.16	56.88	41.44	32.97	26.86
600309	万华化学	45.23	增持	3.36	3.82	4.51	4.94	13.46	11.84	10.03	9.16
600426	华鲁恒升	15.41	增持	1.86	1.96	2.32	2.67	8.28	7.86	6.64	5.77
600346	恒力股份	17.78	增持	0.66	1.69	2.47	2.84	26.94	10.52	7.20	6.26

资料来源: 华泰证券研究所

2018年维持高盈利，行业景气自Q4步入下行期

2018年，化工板块（根据华泰化工组分类）合计实现营收70471亿元，同比增长25.8%，净利润（扣非后，下同）2185亿元，同比增长45.6%，行业整体净利率为3.1%。具体而言，318家公司中，188家实现业绩同比增长，130家公司业绩同比下降。化工行业2018全年仍维持了较高的盈利水平，主要是由于：1）前三季度油价强势上涨，带动化工品价格趋势；2）自二季度以来，环保等供给端因素的影响持续深化（主要影响染料、农药、橡胶助剂等子行业）；3）化工板块上市公司作为行业优势企业，具备技术、规模、资金等多方面的优势，其盈利增速预计显著高于行业平均水平。

伴随油价于四季度快速下行，且终端需求走弱，多数化工品价格下跌，行业景气高位回落。2018Q4化工板块实现收入19439亿元，同比增长23.1%，净利润为127亿元，同比下降55.0%，行业整体净利率为0.7%。

图表1：2019年国际油价止跌反弹



资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019年以来国际原油价格止跌反弹，据百川资讯，截至4月30日，WTI期货、布伦特期货自年初以来分别上涨39.6%、38.2%至63.50、72.04美元/桶，为化工品价格提供支撑。一季度化工行业盈利环比18Q4有所回升，但景气度仍低于去年同期。2019Q1化工板块公司共实现营收17388亿元，同比增长12.1%，净利润为495亿元，同比下降14.6%，行业整体净利率为2.8%。

2018年：油价及供给侧因素带动子行业盈利改善

从各子板块全年的业绩表现来看，变化较为显著的子板块包括：

- 1) 石油开采、炼油、有机原料、涤纶等与油价关联度较高的子板块受益于原油价格强势，产品量价齐升，盈利延续大幅增长；
- 2) 有机硅、尼龙（锦纶）子行业由于海外装置关停，产品价格上涨显著，相关公司净利润增幅较大；
- 3) 农药、染料、氟化工、磷肥、炭黑、助剂等子板块，由于国内环保因素推动落后产能退出，供给端收缩幅度较大，龙头企业（主要是上市公司）盈利改善显著；
- 4) 氮肥、钾肥、复合肥子板块，在剔除异常公司后（见注1），整体盈利同比增长；
- 5) 氯碱、钛白粉、聚氨酯等前期景气处于高位的子行业，2018年盈利同比下滑，主要是受国内经济增速放缓、中美贸易战等因素引发的终端需求下行影响；
- 6) 塑料制品、涂料涂漆、电子化学品等偏下游的子行业受原料价格挤压，盈利水平下降较为明显。

图表2：化工子行业2018年全年营业收入及净利润情况

子行业	2018 营收	2017 营收	同比	2018 净利	2017 净利	变动幅度或趋势
石油开采	23751	20334	17%	660.7	274.5	141%
炼油	30578	25083	22%	659.3	541.3	22%
油品销售及仓储	427	325	31%	2.5	-0.1	扭亏为盈
有机原料	1771	1450	22%	74.3	49.7	49%
氮肥	853	720	18%	56.7	-42.5	扭亏为盈*
钾肥	212	149	42%	-24.4	-30.6	亏损减少*
磷肥及磷化工	911	911	0%	9.7	4.9	96%
复合肥*	117	105	11%	4.6	3.2	43%
农药	799	717	11%	50.8	51.8	-2%*
涤纶	3254	2280	43%	90.8	88.4	3%*
氨纶	66	57	16%	5.6	4.1	36%
粘胶	135	138	-3%	0.4	2.7	-85%
锦纶	245	198	24%	11.5	4.8	139%
其他纤维	105	85	24%	5.4	3.6	52%
印染化学品	367	321	14%	69.0	40.4	71%
氯碱	1891	1553	22%	110.9	116.3	-5%
无机盐	144	128	12%	9.8	8.9	10%
炭黑	198	163	21%	16.8	11.6	45%
钛白粉	165	165	0%	27.1	31.3	-13%
氟化工	267	275	-3%	33.5	22.8	47%
有机硅	238	158	51%	40.8	18.2	124%
塑料制品	892	814	10%	6.3	16.8	-63%
橡胶制品	356	327	9%	25.7	23.4	10%
助剂	221	186	19%	19.8	16.8	18%
聚氨酯	757	668	13%	114.1	123.3	-7%
车用化学品	61	53	14%	2.9	3.3	-13%
建筑用化学品	119	91	30%	3.7	3.6	4%
民爆	272	219	24%	12.3	10.9	13%
胶粘剂	93	76	22%	6.4	4.6	37%
日用化学品	322	310	4%	7.3	1.0	658%*
电子化学品	398	373	7%	33.9	50.5	-33%
涂料涂漆	179	178	0%	5.3	9.4	-44%
其他	163	142	15%	26.8	24.5	9%

单位：亿元

注1：氮肥子行业2017年净利主要受湖北宜化、泸天化、柳化股份亏损影响（合计亏损72.3亿元），剔除相关公司后2018年净利同比增109.1%；钾肥子行业净利主要受盐湖股份化工业务大幅亏损影响（2017、2018年分别亏损约49、41亿元），剔除后钾肥业务盈利同比增长；复合肥子行业金正大2018年财务数据异常，相应予以剔除；

注2：农药子行业中辉丰股份因停产2018年亏损4.8亿元，蓝丰生化因计提医药子公司资产减值损失，2018年亏损8.8亿元，剔除上述公司后行业2018年净利同比增34.5%；

注3：涤纶子行业中尤夫股份由于计提新能源子公司资产减值损失，2018年亏损10.7亿元，剔除后行业净利同比增18.9%；

注4：日用化学品子行业净利大增主要是由于青松股份2018年实现净利4.1亿元（YoY+279%），剔除后行业净利小幅提升；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2018Q4：油价快速下跌，多数行业盈利显著下滑

从2018Q4的单季度趋势来看，大多数化工子行业盈利显著下滑，其中：

- 1) 石油开采、炼油、涤纶、有机原料等子行业由于油价快速下行，产品价格随之下跌，叠加存货减值损失，盈利显著收窄；
- 2) 氯碱、有机硅、尼龙（锦纶）、聚氨酯、钛白粉等前期景气度较高的子行业，伴随产品价格的大幅下跌，盈利下行趋势明显；
- 3) 染料、氟化工、炭黑仍维持了较好的盈利水平，而农药行业由于海外补库存接近尾声，产品价格及企业利润有所下行；
- 4) 化肥子行业相对平稳，其中氮肥、钾肥、复合肥板块在剔除了异常公司后（见注2），净利润同比基本持平或有所上升；

图表3：化工子行业2018Q4营业收入及净利润情况

子行业	2018Q4 营收	2017Q4 营收	同比	2018Q4 净利	2017Q4 净利	变动幅度或态势
石油开采	6485	5640	15%	63.1	53.1	19%*
炼油	8633	6546	32%	29.2	117.4	-75%
油品销售及仓储	95	93	3%	0.0	-0.4	转为亏损
有机原料	528	400	32%	11.2	8.6	30%
氮肥	219	187	18%	6.7	-43.8	扭亏为盈*
钾肥	67	52	28%	-2.8	-28.4	亏损减少*
磷肥及磷化工	244	186	31%	1.1	1.7	-35%
复合肥	31	29	8%	0.5	-0.6	扭亏为盈*
农药	205	180	14%	-3.5	12.2	由盈转亏*
涤纶	937	621	51%	-25.3	25.7	由盈转亏
氨纶	17	14	19%	0.7	0.7	-6%
粘胶	31	35	-11%	-0.6	-0.8	亏损减少
锦纶	63	52	20%	-0.2	1.2	由盈转亏
其他纤维	29	24	22%	0.9	-0.2	扭亏为盈
印染化学品	85	79	7%	11.8	9.4	25%
氯碱	555	455	22%	11.5	21.7	-47%
无机盐	39	34	15%	1.8	3.1	-41%
炭黑	54	48	13%	3.1	2.1	43%
钛白粉	38	42	-10%	3.6	7.0	-48%
氟化工	100	103	-2%	15.5	11.0	41%
有机硅	54	42	26%	6.2	6.2	1%
塑料制品*	230	230	0%	0.2	1.1	-82%
橡胶制品	99	88	13%	7.2	7.0	3%
助剂	65	50	30%	3.4	3.3	2%
聚氨酯	183	180	2%	15.2	33.9	-55%
车用化学品	17	18	-4%	0.9	0.8	16%
建筑用化学品	30	28	5%	-0.4	0.7	由盈转亏
民爆	89	66	34%	1.1	2.1	-49%
胶粘剂	19	18	5%	1.2	0.6	94%
日用化学品	86	92	-7%	-0.4	-2.0	亏损减少
电子化学品*	78	70	12%	6.4	7.0	-9%
涂料油漆*	51	47	8%	0.9	2.1	-56%
其他	42	42	0%	7.1	15.4	-54%

单位：亿元

注1：石油开采子行业中，中国石油2017Q4因天然气业务亏损64.2亿元，若扣除相关影响，2018Q4净利润同比降46%；

注2：氮肥子行业2017Q4年净利主要受湖北宜化、泸天化、柳化股份亏损影响（合计亏损53.9亿元），剔除相关公司后2018年净利同比增4.8%；钾肥子行业净利主要受盐湖股份化工业务大幅亏损影响（2017Q4、2018Q4年分别亏损约33.9、8.0亿元），剔除后钾肥盈利同比基本持平；复合肥子行业金正太财务数据异常，相应予以剔除；

注3：农药子行业辉丰股份因环保因素停产18Q4亏损2.8亿元，蓝丰生化因计提医药子公司资产减值损失18Q4亏损8.3亿元，剔除后行业2018年净利同比降34%；

注4：由于计提资产减值金额较大，塑料制品行业已剔除银禧科技、时代新材；电子化学品行业已剔除康得新；涂料油漆行业已剔除兆新股份；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

2019Q1：整体景气震荡下行，偏下游子行业盈利有所修复

单季度来看，2019Q1主要的变化趋势包括：

- 1) 炼油、有机原料、氯碱等子行业，伴随产品价格进一步下跌，盈利延续下行趋势；
- 2) 农药、炭黑、氟化工等子行业景气下滑，其中农药子行业内部盈利出现分化，主营高景气农药品种的公司仍维持较好的净利润水平；
- 3) 染料行业延续高盈利，主要是由于前期停产厂家的复产进度低于预期叠加旺季需求推动；
- 4) 聚氨酯、有机硅、涤纶等子行业，产品价格逐步止跌反弹，虽一季度行业盈利仍低于去年同期，但环比18Q4已明显改善；
- 5) 塑料制品、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，伴随原料价格的逐步下行，季度业绩出现明显回升。

图表4：化工子行业2019Q1营业收入及净利润情况

子行业	2019Q1 营收	2018Q1 营收	同比	2019Q1 净利	2018Q1 净利	同比
石油开采	5,958	5,481	9%	141.5	129.5	9%
炼油	7,563	6,600	15%	154.0	201.1	-23%
油品销售及仓储	76	109	-31%	0.2	1.2	-84%
有机原料	435	351	24%	16.4	19.7	-17%
氮肥	204	192	6%	8.6	12.6	-32%
钾肥	45	30	52%	-1.9	-2.1	亏损减小
磷肥及磷化工	237	190	25%	4.1	3.8	7%
复合肥	26	23	13%	0.8	0.9	-12%
农药	212	201	5%	19.9	21.0	-6%
涤纶	752	614	22%	25.4	30.9	-18%
氨纶	18	14	26%	1.4	1.4	-3%
粘胶	33	33	1%	-0.3	-0.1	亏损扩大
锦纶	66	50	32%	2.9	2.2	29%
其他纤维	25	20	28%	2.1	0.7	199%
印染化学品	93	85	10%	16.5	14.7	13%
氯碱	461	367	25%	18.2	30.7	-41%
无机盐	43	33	30%	3.3	2.6	28%
炭黑	42	44	-4%	0.4	4.1	-89%
钛白粉	44	42	6%	7.5	7.2	4%
氟化工	63	64	-3%	2.9	5.2	-45%
有机硅	57	53	8%	4.9	9.0	-45%
塑料制品	208	197	5%	6.7	6.9	-3%
橡胶制品	92	82	12%	6.5	4.9	34%
助剂	56	44	28%	2.8	3.0	-7%
聚氨酯	190	172	11%	25.5	37.3	-32%
车用化学品	15	13	13%	1.0	1.0	3%
建筑用化学品	23	20	17%	1.2	0.8	55%
民爆	52	47	12%	0.6	1.0	-44%
胶粘剂	21	20	2%	1.9	1.2	57%
日用化学品	79	79	-1%	3.3	2.6	28%
电子化学品	82	101	-19%	6.6	6.2	6%
涂料油漆	37	32	14%	1.2	0.9	29%
其他	40	40	0%	5.4	6.9	-22%

单位：亿元

注：复合肥行业已剔除金正太，电子化学品行业剔除康得新；

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5），2019Q1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、纯碱等上游原料由于终端需求较弱且供给端新增产能逐步释放，价格持续下行；染料价格在旺季需求推动下环比上涨，而农药（主要是大品种）价格高位回落；聚氨酯（MDI、TDI）、有机硅、PTA-涤纶等产品价格逐步止跌回升。

图表5：2019Q1 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	2019Q1	2018Q4	环比	2018Q1	同比
WTI 期货	美元/桶	61.94	55.51	58.24	-4.7%	63	-11.9%
Brent 期货	美元/桶	70.85	64.36	67.37	-4.5%	67	-4.5%
美国 Henry Hub 现货	美元/mmbtu	2.57	2.88	3.77	-23.6%	2.96	-2.8%
乙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	890	982	949	3.5%	1309	-25.0%
丙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	850	907	973	-6.7%	1026	-11.6%
丁二烯 (韩国 FOB)	美元/吨	905	1098	1108	-1.0%	1340	-18.1%
甲醇 (华东)	元/吨	2280	2464	2850	-13.6%	3158	-22.0%
醋酸 (华东)	元/吨	2600	3082	4381	-29.7%	4629	-33.4%
乙二醇 (华东)	元/吨	4575	5075	6292	-19.3%	7643	-33.6%
丙烯酸 (华东)	元/吨	8100	8383	9288	-9.7%	7800	7.5%
环氧丙烷 (华东)	元/吨	9800	10321	11515	-10.4%	12342	-16.4%
草甘膦 (华东)	元/吨	24000	24917	27846	-10.5%	25500	-2.3%
联苯菊酯 (99%, 华东)	元/吨	360000	396667	425385	-6.8%	297167	33.5%
吡虫啉 (95%, 华东)	元/吨	155000	173750	187692	-7.4%	211667	-17.9%
尿素 (山东)	元/吨	2070	1947	2072	-6.1%	1942	0.3%
二铵 (长三角)	元/吨	2725	2767	2768	-0.1%	2850	-2.9%
氯化钾 (60%粉, 青海)	元/吨	2350	2397	2387	0.4%	2179	10.0%
硝酸铵 (工业)	元/吨	1950	2080	2075	0.2%	2136	-2.6%
磷矿石 (30%, 贵州)	元/吨	500	500	451	10.9%	383	30.4%
复合肥 (45%CL, 山东)	元/吨	2100	2167	2167	0.0%	1971	10.0%
纯 MDI (华东)	元/吨	24000	22071	22635	-2.5%	32563	-32.2%
聚合 MDI (华东, 烟台万华)	元/吨	17400	13933	12615	10.4%	24038	-42.0%
TDI (华东)	元/吨	17500	13821	19396	-28.7%	37725	-63.4%
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	8900	9063	10331	-12.3%	11679	-22.4%
DMF (华东)	元/吨	4975	4850	5454	-11.1%	6429	-24.6%
氨纶 (40D, 华东)	元/吨	32500	32833	33754	-2.7%	37208	-11.8%
甲乙酮 (华东)	元/吨	7625	7167	7642	-6.2%	9879	-27.5%
PVC (乙烯法, 华东)	元/吨	7070	7006	7066	-0.8%	6941	0.9%
PVC (电石法, 华东)	元/吨	6908	6488	6618	-2.0%	6548	-0.9%
PVC 糊树脂 (M31, 沈化)	元/吨	8000	8167	8077	1.1%	7483	9.1%
烧碱 (32%, 华北)	元/吨	870	972	1039	-6.5%	1004	-3.2%
纯碱 (重质, 华东低端)	元/吨	1900	2019	2056	-1.8%	1721	17.3%
天然橡胶 (1#, 华东)	元/吨	10925	11248	10477	7.4%	11708	-3.9%
丁苯橡胶 (1502, 华东)	元/吨	11300	11813	12219	-3.3%	13438	-12.1%
粘胶短纤 (1.5D, 38mm)	元/吨	12400	13096	14365	-8.8%	14613	-10.4%
粘胶长丝 (120D 有光)	元/吨	37800	37750	37746	0.0%	37800	-0.1%
PTA (华东)	元/吨	6580	6456	6812	-5.2%	5705	13.2%
PX (华东)	元/吨	7950	8639	10029	-13.9%	7292	18.5%
涤纶短纤 (1.4D, 38mm)	元/吨	8580	8772	9465	-7.3%	9057	-3.2%
涤纶长丝 (POY)	元/吨	8500	8512	9412	-9.6%	8793	-3.2%
炭黑 (N330, 山东)	元/吨	6300	6271	7173	-12.6%	7779	-19.4%
PVA (1799, 安徽皖维)	元/吨	10900	10900	10900	0.0%	13600	-19.9%
钛白粉 (金红石型, 华东)	元/吨	16200	16133	17069	-5.5%	18000	-10.4%
R22 (浙江)	元/吨	16500	18479	21308	-13.3%	28146	-34.3%
R134a (浙江)	元/吨	29500	32229	33000	-2.3%	30917	4.2%
DMC (华东)	元/吨	21300	18825	21831	-13.8%	29333	-35.8%
分散黑 ECT300%	元/吨	70000	42500	40462	5.0%	33333	27.5%
活性黑 WNN200%	元/吨	33000	31000	31462	-1.5%	26292	17.9%

注：最新价格基准为 2019 年 5 月 3 日；

资料来源：百川资讯，七彩云，Bloomberg，华泰证券研究所

图表6：化工子行业季度净利率变化情况

子行业	2019Q1	2018Q4	2018Q3	2018Q2	2018Q1	盈利水平变化趋势
石油开采	2.4%	1.0%	4.7%	3.2%	2.4%	
炼油	2.0%	0.3%	2.3%	3.4%	3.0%	
油品销售及仓储	0.2%	0.0%	0.3%	1.0%	1.1%	
有机原料	3.8%	2.1%	4.7%	5.0%	5.6%	
氮肥	4.2%	3.0%	7.3%	9.7%	6.6%	
钾肥	-4.3%	-4.1%	-25.4%	-9.3%	-7.0%	
磷肥及磷化工	1.7%	-1.8%	2.2%	2.2%	2.0%	
复合肥*	3.1%	1.6%	2.2%	4.8%	6.6%	
农药	9.4%	-1.7%	6.4%	10.0%	10.6%	
涤纶	3.4%	-2.7%	6.3%	3.6%	5.0%	
氨纶	7.7%	4.0%	8.6%	11.2%	10.0%	
粘胶	-1.0%	-1.9%	2.4%	0.9%	-0.3%	
锦纶	4.4%	-0.2%	5.9%	8.2%	4.5%	
其他纤维	8.5%	3.2%	5.7%	7.7%	3.6%	
印染化学品	17.7%	13.9%	22.1%	20.5%	18.1%	维持高位
氯碱	4.0%	2.1%	6.3%	7.8%	8.4%	
无机盐	7.8%	4.7%	5.1%	10.0%	8.0%	
炭黑	1.0%	5.7%	10.8%	8.5%	9.3%	高位回落
钛白粉	17.0%	9.5%	17.3%	20.8%	17.2%	
氟化工	7.7%	15.4%	12.0%	15.2%	5.1%	高位回落
有机硅	8.6%	11.6%	20.6%	18.5%	16.8%	高位回落
塑料制品	3.2%	0.0%	3.5%	4.2%	3.5%	底部回升
橡胶制品	7.1%	7.2%	7.7%	7.9%	6.0%	
助剂	8.2%	6.4%	10.5%	12.2%	6.9%	
聚氨酯	13.4%	8.3%	11.7%	18.1%	20.7%	企稳回升
车用化学品	6.5%	5.4%	3.0%	3.6%	7.2%	持续回升
建筑用化学品	5.1%	-1.5%	5.3%	4.4%	3.8%	
民爆	1.1%	1.2%	6.5%	8.4%	2.2%	高位回落
胶粘剂	9.1%	6.3%	5.6%	6.9%	7.1%	持续回升
日用化学品	4.2%	-0.4%	4.1%	2.4%	3.2%	
电子化学品	8.0%	8.2%	14.4%	14.5%	13.5%	
涂料油漆	3.2%	1.8%	5.8%	6.5%	3.7%	
其他	13.5%	16.7%	15.8%	15.8%	17.5%	保持稳定

注1：钾肥子行业净利率主要受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%；

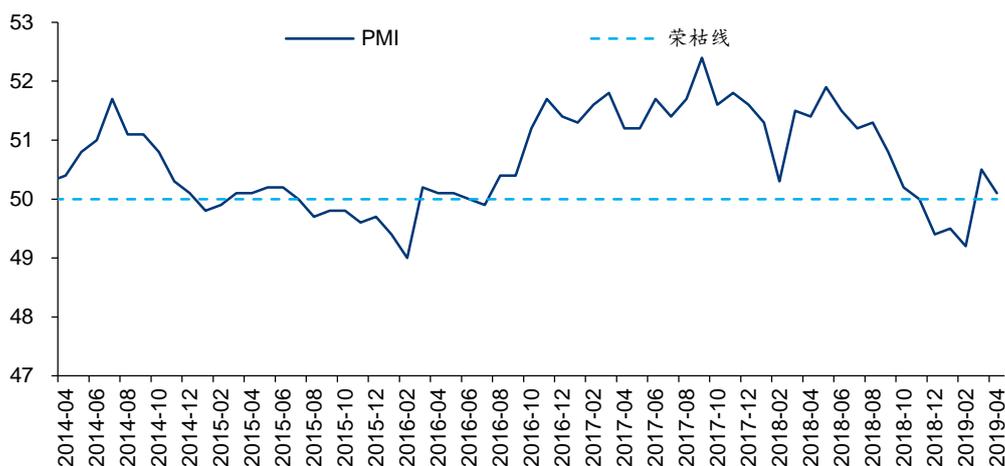
注3：复合肥行业中已剔除金正大，电子化学品行业剔除康得新；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

需求端预期改善，供给端有望迎来重构

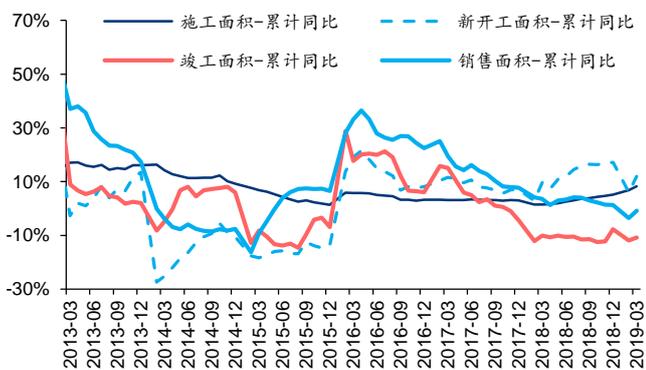
2019年3月国内制造业PMI指数自2018年11月以来首次回到荣枯线以上，国内经济韧性逐步体现，有望拉动化工品需求预期。分领域来看：1) 地产新开工数据显著改善，其中3月商品房销售增速转正带动新开工面积大幅回升，单月同比增18.1%，2019Q1国内房屋累计新开工面积、施工面积同比分别增长11.9%、8.2%；2) 一季度国内汽车产量同比下降10.4%至630.9万辆，其中3月产量为258.9万辆，同比下降4.6%，降幅已显著收窄；3) 家电行业整体需求良好，彩电、空调、洗衣机3月产量增速有不同程度回升；4) 纺织服装需求在经历了前期波动后已企稳回升，2019Q1国内纱、布的累计产量增速分别为2.2%、0.1%。

图表7：3月国内制造业PMI指数重回荣枯线以上



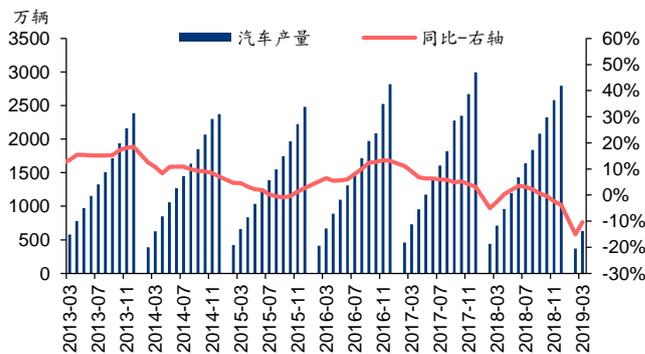
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8：国内地产新开工增速回升



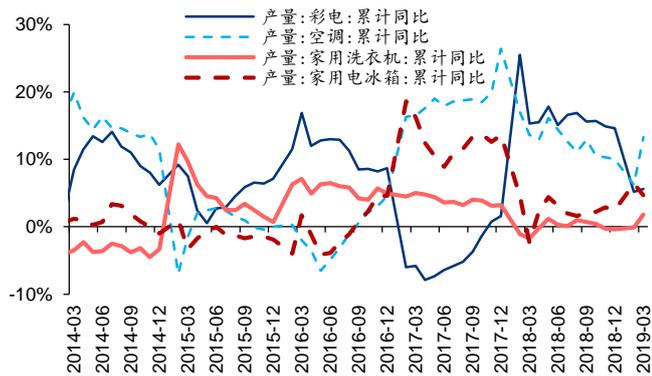
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9：国内汽车产量跌幅收窄



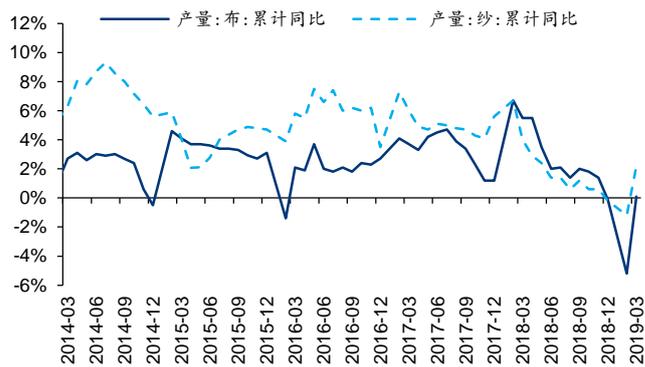
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10: 国内家电产量维持增长



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表11: 国内纺织业产量企稳回升



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

外需方面, 美国一季度 GDP 环比折年率初值为 3.2%, 超市场预期, 华泰宏观认为 2019 年美国宏观经济或将缓慢回落, 但过程中韧性仍存。另一方面, 中美新一轮贸易谈判已于 4 月 30 日重启, 若相关协定后续顺利达成, 将利好 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, 进而带动上游化纤、染料、改性塑料等化工品需求。

供给端而言, 伴随化工行业的景气高位回落, 固定投资增速亦逐步放缓, 截至 2019 年一季度末化工板块在建工程为 6415 亿元, 同比增长 37.7%, 增速较 2018Q4 小幅回落。分子行业来看, 增量集中在涤纶(大炼化项目)、有机原料、氯碱、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。

图表12: 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, 盐城市政府拟关闭响水化工园区, 江苏省进行化工园集中排查, 叠加近期国内安全事故频发, 国务院安委会已经启动对省级政府安全生产和消防工作的考核。4 月 15-17 日, 考核巡查组分别进驻新疆、陕西、重庆等省区市, 截至目前 16 个巡查组已全部进驻相关省份, 将对 31 个省级政府和新疆生产建设兵团开展全覆盖考核巡查, 围绕各地责任落实、基础建设、安全预防等重点工作。

图表13： 近期主要化工上市公司排查整治公告情况梳理

公司	公告时间	主要内容
浙江龙盛	4月25日	3月29日，绍兴市应急管理局对公司子公司浙江鸿盛进行安全专项检查，4月16日，浙江省安委会对检查出的重大事故隐患进行了挂牌督办。浙江鸿盛高度重视，第一时间制定整改方案，对各项隐患进行了积极整改。
东华能源	4月24日	公司控股子公司宁波新材料于2019年4月20日收到浙江省安委会文件，获悉涉及宁波新材料存在的相关环境安全隐患内容，董事会立即组织研究并制订了整改方案，同步组织开展整改落实，相关问题隐患计划2019年5月10日前整改完毕
吉华集团	4月24日	全资子公司江苏吉华自2019年4月23日起临时停产，停产时间预计不超过2个月，对设备工艺进行新一轮安全自查和提质改造以及对自动化升级改造验收中提出的问题进行整改完善。
丰山集团	4月18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，预计停产检修周期在20天左右，并借此停产期间，开展安全生产大检查，对部分生产线进行检修升级，进一步提高安全生产管理水平
辉丰股份	4月18日	公司于2019年4月18日对原药合成车间临时停产，预计停产时间为三周左右，公司将利用停产期间，开展安全生产大检查，进一步做好后续安全生产工作
赞宇科技	4月11日	控股子公司南通凯塔为配合地方政府各级部门的安全检查测试整改要求，并结合自身安全隐患大排查需要，于2019年4月9日起全面停产检查整改，预计停产时间在10天以上
雅本化学	4月10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，造成2人死亡、1人轻伤，南通雅本暂时停止生产
安诺其	3月23日	公司全资子公司江苏安诺其位于响水县生态化工园区内，出于保障员工安全和生产安全的考虑，公司子公司江苏安诺其暂时处于停产状态
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

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1日发布了《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》，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，我们预计最终的治理方案将兼顾提升行业安全生产水平和实际可操作性，在细则上或有调整，但大方向明确。山东省于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14： 江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）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（征求意见稿）》，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：供给端重构利好头部企业，需求预期修复带动估值回升

- 1) 响水化工园区拟彻底关闭，江苏等多省进行化工园集中排查，影响染颜料、农药、中间体、有机原料、助剂等产品，产品重叠度较高的相关公司包括浙江龙盛（染料）、长青股份（农药）、利安隆（助剂）、卫星石化（丙烯酸及酯）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）、兴发集团（磷化工）。
- 3) 化工新材料进口替代逻辑确定性较高，长期看好光威复材、国瓷材料、飞凯材料、强力新材等；
- 4) 民营炼化相关公司主业受益油价强势而下游需求相对刚性，部分在建项目将于近期逐步投产，盈利预期逐步明朗，建议关注恒力股份、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化等；

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