

# 行业研究/专题研究

2020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)

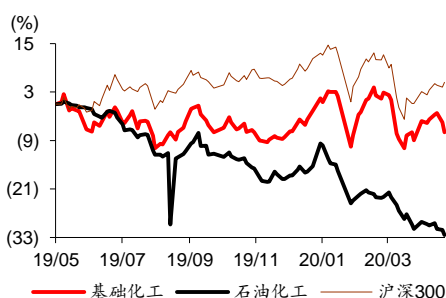
刘曦 执业证书编号: S0570515030003  
研究员 025-83387130  
liuxi@htsc.com

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

## 相关研究

- 1《石油化工/基础化工: 行业周报(第十八周)》2020.05
- 2《华鲁恒升(600426 SH,增持): 产品价格普跌, 化肥销量逆势增长》2020.04
- 3《皇马科技(603181 SH,增持): Q1 业绩微升, 疫情因素制约增长》2020.04

## 一年内行业走势图



资料来源: Wind

# 油价、疫情因素拖累, 行业景气持续下行

## 化工行业 2019 年年报及 2020 年一季报综述

### 行业盈利水平步入低谷, 龙头企业份额有望持续提升

化工行业盈利水平步入低谷, 2019 年化工板块(根据华泰化工组分类)合计实现营收 73804 亿元, 同比增 4.2%, 净利润 1583 亿元, 同比降 31.8%, 整体净利率 2.1%, 同比降 1.1pct。2020Q1 实现营收 14525 亿元, 同比下滑 16.8%, 净利润亏损 190 亿元, 2019Q1 归母净利润 523 亿元, 2020Q1 行业整体净利率为-1.3%, 同比下降 4.3pct。我们认为化工行业国内旺季需求较为平淡, 整体景气将震荡下行, 但供给端主要新增产能来自行业龙头, 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。

### 2019Q4: 偏下游子行业盈利回升, 钛白粉盈利有所改善

2019Q4 主要子行业变化趋势包括: 1、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; 2、炭黑、氟化工、有机硅、锦纶、粘胶等子行业, 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, 盈利逐步下滑; 4、塑料制品、橡胶制品、车用/建筑化学品、胶粘剂等前期盈利受到挤压的偏下游子行业, 原料价格持续下行, 盈利回升; 5、钛白粉行业 2019Q4 景气有所下滑, 但出口量显著回升, 外贸订单较好, 龙头上市公司延伸产业链, 盈利有所改善。

### 2020Q1: 新冠疫情扩散、油价大跌等因素拖累多数子行业盈利

2020Q1 主要子行业变化趋势包括: 1、由于油价持续下跌, 存在大额库存减值损失, 石油开采、炼油、油品销售及仓储净利由盈转亏; 2、由于终端需求低迷, 供给端收缩的边际影响减弱, 农药、染料行业盈利下滑; 3、PX、PTA 新产能逐步投放、国际油价大跌, 价格显著下跌, 但龙头上市公司炼化项目贡献盈利增量, 涤纶行业净利有所增长; 4、钛白粉、维生素等出口占比较高的子行业, 由于海外客户担心疫情影响从而加大采购, 行业景气有所上行; 5、橡胶制品、车用/日用/建筑化学品等偏下游子行业, 成本端受益于油价的持续下行, 但需求端受疫情拖累, 归母净利润有所下滑。

### 行业展望: 化工品需求有望探底回升, 供给端长期走向集中和一体化

化工品国内旺季需求较为平淡, 等待逆周期调节信号, 而电子化学品、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, 行业供给侧面临重构; 其中染料、农药、助剂等子行业受影响较大; 国际油价深跌之后有望企稳, 对化工品价格走势及企业盈利负面影响逐步减弱。中长期而言, 行业景气下行背景下, 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。

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)			
				2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E
600309	万华化学	45.00	增持	3.23	2.84	3.82	4.30	13.93	15.85	11.78	10.47
600346	恒力石化	14.13	买入	1.42	2.18	2.73	2.96	9.95	6.48	5.18	4.77
002597	金禾实业	20.24	增持	1.45	1.71	2.11	2.59	13.96	11.84	9.59	7.81
300699	光威复材	54.72	增持	1.01	1.35	1.62	1.83	54.18	40.53	33.78	29.90
600352	浙江龙盛	12.10	买入	1.54	1.79	1.98	2.19	7.86	6.76	6.11	5.53

资料来源: 华泰证券研究所

## 行业景气持续下行，盈利水平步入低谷

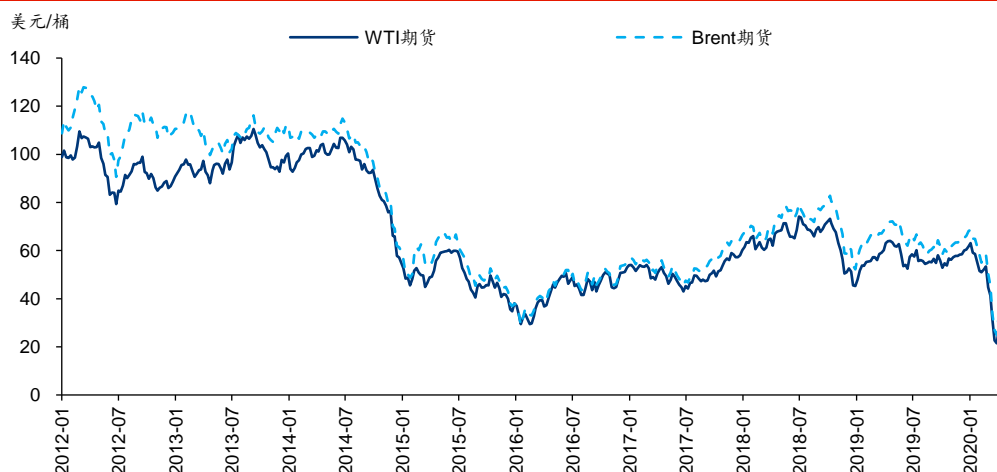
2019 年化工板块（根据华泰化工组分类）合计实现营收 73804 亿元，同比增长 4.2%，净利润 1583 亿元，同比下降 31.8%，行业整体净利率为 2.1%，同比下降 1.1pct。具体而言，326 家公司中 167 家实现归母净利润同比增长，159 家公司归母净利润同比下降。2019 年化工行业盈利水平整体下降，主要是由于国内经济下行压力较大，地产、汽车、家电、纺服等终端需求增速下行，据中汽协统计 2019 全年汽车销量同比下滑 8.2%，国家统计局数据显示纱、布产量分别同比下滑 1.8%、5.9%，同时新增产能陆续投放，导致产品价格回落，企业盈利显著下行。

2019Q4 单季度化工板块实现营收 19210 亿元，同比下滑 1.4%，净利润亏损 115 亿元，2018Q4 归母净利润 164 亿元，2019Q4 行业整体净利率为-0.6%，同比下降 1.4pct，环比 2019Q3 下降 3.3pct，主要原因有：1) 下游终端需求持续低迷，2019Q4 基础化工品价格普遍下跌；2) 2019.3.21 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 2019H1 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，2019H1 景气度较高的涤纶、粘胶等产业链价格下滑，企业盈利开始收窄。

2020Q1 单季度化工板块实现营收 14525 亿元，同比下滑 16.8%，净利润亏损 190 亿元，2019Q1 归母净利润 523 亿元，2020Q1 行业整体净利率为-1.3%，同比下降 4.3pct，环比 2019Q4 下降 0.7pct。

2020 年初由于新冠疫情先后在国内以及全球范围内扩散，引发对原油需求的担忧，油价大幅下跌，截至 2020 年 5 月 1 日 WTI/Brent 期货收盘价分别为 19.78/26.44 美元/桶，较年初下跌 68.6%/61.5%。后续随着疫情冲击逐渐结束，全球各国陆续重启经济活动，同时 5 月 1 日起 OPEC+ 开始为期两个月、减产幅度 970 万桶/日的首轮减产，国际油价中长期或有望逐步走出低谷。

图表1： 2020 年初以来国际油价大幅下跌



资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2019 年：景气震荡下行，部分偏下游子行业盈利回升

从各子板块 2019 年的归母净利润表现来看，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，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 14%、67%、40%；
- 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，归母净利润下降幅度较大，其中炭黑净利同比下降 72%、氟化工净利同比下降 65%、有机硅净利同比下降 63%；
- 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 11%，净利同比增长 102%；
- 4) 由于产品价格相对高位，且下游需求有所下行，农药、染料、助剂行业盈利增速开始回落，2019 年净利增速分别为-33%、1%、7%；
- 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，其中塑料制品净利同比增长 29%、橡胶制品净利同比增长 41%、建筑用化学品净利同比增长 49%、胶粘剂净利同比增长 43%。
- 6) 由于产能释放过多，行业供给端无序竞争，锦纶、粘胶子行业盈利受挤压，净利由盈转亏。

图表2：化工子行业 2019 营业收入及净利润变化情况

子行业	2019 年营收	2018 年营收	同比	2019 年净利	2018 年净利	变动幅度或趋势
石油开采	25371	23751	7%	465	533	-13%
炼油	31289	30578	2%	603	697	-13%
油品销售及仓储	312	427	-27%	6	5	22%
有机原料	1844	1901	-3%	101	118	-14%
氮肥	801	853	-6%	24	73	-67%
钾肥	199	206	-3%	-455	-26	亏损增加
磷肥及磷化工	932	911	2%	13	10	33%
复合肥	243	272	-11%	6	10	-43%
农药	910	854	7%	49	73	-33%
涤纶	3617	3254	11%	209	104	102%
氨纶	163	66	147%	21	6	242%
粘胶	119	135	-11%	-3	3	由盈转亏
锦纶	273	245	11%	-7	13	由盈转亏
其他纤维	127	112	13%	15	9	63%
印染化学品	376	367	3%	75	74	1%
氯碱	1866	1768	6%	70	116	-40%
无机盐	226	144	57%	18	10	84%
炭黑	175	198	-12%	5	18	-72%
钛白粉	177	165	7%	31	28	9%
氟化工	262	267	-2%	14	40	-65%
有机硅	228	249	-9%	16	42	-63%
塑料制品	980	906	8%	31	24	29%
橡胶制品	389	356	9%	40	28	41%
助剂	265	225	17%	25	23	7%
聚氨酯	808	757	7%	107	121	-12%
车用化学品	65	61	8%	4	3	42%
建筑用化学品	117	119	-2%	8	6	49%
民爆	294	272	8%	16	15	7%
胶粘剂	110	101	8%	10	7	43%
日用化学品	334	322	4%	14	16	-13%
电子化学品	357	396	-10%	-21	42	由盈转亏
涂料油漆	206	179	15%	8	7	17%
其他	370	757	-51%	47	60	-23%

单位：亿元

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2019Q4：偏下游子行业盈利回升，钛白粉盈利有所改善

单季度来看，2019Q4 主要的变化趋势包括：

- 1) 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，其中有机原料/氯碱净利同比分别下滑 21%/49%，氮肥行业净利由盈转亏；
- 2) 炭黑、氟化工、有机硅、锦纶、粘胶等子行业，由于产品价格同比大幅下降，盈利显著收窄，其中炭黑净利同比下滑 96%、有机硅净利同比下滑 77%，氟化工、锦纶、粘胶净利由盈转亏；
- 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，其中印染化学子行业净利同比下降 11%、农药行业亏损增加；
- 4) 塑料制品、橡胶制品、车用/建筑化学品、胶粘剂等前期盈利受到挤压的偏下游子行业，受益于原料价格持续下行，盈利有所回升，其中塑料制品亏损减少，橡胶制品净利同比增长 54%、车用化学品净利同比增长 49%、建筑用化学品净利同比增长 1323%（科隆扭亏为盈）、胶粘剂净利同比增长 54%；
- 5) 电子化学品进口替代逻辑确定性较高，2019Q4 营收同比增 58%，但多家公司计提商誉减值准备、坏账准备等，剔除康得新后，2019Q4 净利同比降 30%；
- 6) 钛白粉行业 2019Q4 景气有所下滑，但出口量显著回升，外贸订单较好，龙头上市公司延伸产业链，净利同比增长 48%。

图表3：化工子行业 2019Q4 营业收入及净利润情况

子行业	2019Q4 营收	2018Q4 营收	同比	2019Q4 净利	2018Q4 净利	同比
石油开采	7081.2	6484.7	9%	82.0	35.6	131%
炼油	7763.0	8632.5	-10%	143.2	37.7	280%
油品销售及仓储	77.0	95.4	-19%	1.1	0.8	42%
有机原料	413.3	565.3	-27%	20.6	26.0	-21%
氮肥	195.7	219.3	-11%	-3.2	14.5	由盈转亏
钾肥	32.8	61.1	-46%	-453.5	-21.4	亏损增加
磷肥及磷化工	208.7	244.2	-15%	-1.7	-4.5	亏损减少
复合肥 <sup>1</sup>	41.9	-26.6	-257%	-3.3	-4.3	亏损减少
农药	206.5	218.9	-6%	-12.1	-1.5	亏损增加
涤纶	910.4	937.2	-3%	55.9	-20.6	扭亏为盈
氨纶	111.8	16.8	567%	15.5	1.0	1426%
粘胶	28.6	31.4	-9%	-2.0	1.0	由盈转亏
锦纶	73.1	62.7	17%	-14.8	1.1	由盈转亏
其他纤维	32.1	32.0	0%	3.2	2.1	52%
印染化学品	82.5	84.7	-3%	13.4	15.1	-11%
氯碱	427.1	524.2	-19%	10.7	21.0	-49%
无机盐	104.4	39.2	166%	7.5	1.8	313%
炭黑	43.1	53.7	-20%	0.2	3.4	-96%
钛白粉	46.0	38.0	21%	6.0	4.0	48%
氟化工	69.1	66.6	4%	-4.1	7.2	由盈转亏
有机硅	55.8	55.9	0%	1.5	6.6	-77%
塑料制品	276.3	244.9	13%	-3.1	-8.6	亏损减少
橡胶制品	105.7	96.3	10%	11.0	7.1	54%
助剂	76.9	66.7	15%	6.0	4.6	30%
聚氨酯	229.0	182.7	25%	23.7	16.3	45%
车用化学品	18.8	17.2	9%	1.3	0.9	49%
建筑用化学品	33.8	31.4	8%	2.4	0.2	1323%
民爆	87.7	89.0	-1%	2.3	2.8	-18%
胶粘剂	31.8	26.9	18%	2.6	1.7	54%
日用化学品	88.9	86.0	3%	1.7	7.1	-75%
电子化学品 <sup>1</sup>	100.3	63.6	58%	-41.2	-9.0	亏损增加
涂料油漆	60.5	51.0	18%	-2.2	-1.1	亏损增加
其他	96.4	96.1	0%	14.0	15.6	-10%

单位：亿元

注 1：复合肥子行业剔除金正大，电子化学子行业剔除康得新；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 2020Q1：新冠疫情扩散、油价大跌等因素拖累盈利

单季度来看，2020Q1 主要的变化趋势包括：

- 1) 由于油价持续下跌，上游行业存在大额库存减值损失，石油开采、炼油、油品销售及仓储行业整体由盈转亏；
- 2) 有机原料、氯碱、氮肥等子行业，伴随产品价格下跌，盈利亦大幅收窄，其中有机原料/氯碱/氮肥净利同比分别下滑 66%/77%/95%；
- 3) 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%；
- 4) 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，其中印染化学产品子行业净利同比下降 17%；
- 5) 伴随 PX、PTA 新产能逐步投放，且国际油价大跌，涤纶产业链价格显著下跌，但龙头上市公司炼化项目贡献盈利增量，涤纶行业净利同比增长 59%；
- 6) 钛白粉、维生素等出口占比较高的子行业，由于海外客户担心国内疫情从而加大订单采购，一季度出口量较佳，行业景气有所上行，钛白粉行业净利同比增 43%、其他（包括维生素、碳纤维、食品添加剂等）行业净利同比增 19%；
- 7) 橡胶制品、车用/日用/建筑化学品、胶粘剂、涂料等偏下游子行业，成本端受益于国际油价的持续下行，但需求端受疫情影响拖累，归母净利润有所下滑，其中橡胶制品净利同比下滑 1%、车用化学品净利同比下滑 28%、建筑用化学品净利同比下滑 50%。

图表4：化工子行业 2020Q1 营业收入及净利润情况

子行业	2020Q1 营收	2019Q1 营收	同比	2020Q1 净利	2019Q1 净利	同比
石油开采	5130.2	5957.6	-14%	-158.5	106.3	由盈转亏
炼油	5826.5	7563.4	-23%	-220.9	158.1	由盈转亏
油品销售及仓储	46.3	75.8	-39%	-0.3	0.6	由盈转亏
有机原料	333.4	466.7	-29%	9.6	28.5	-66%
氮肥	160.9	203.6	-21%	0.5	10.4	-95%
钾肥	40.0	45.2	-12%	8.0	-1.4	扭亏为盈
磷肥及磷化工	203.1	236.5	-14%	3.0	5.1	-41%
复合肥	59.6	70.1	-15%	2.0	3.7	-46%
农药	229.0	224.8	2%	14.4	22.7	-37%
涤纶	849.7	751.9	13%	44.9	28.2	59%
氨纶	31.1	18.1	72%	3.3	1.5	114%
粘胶	23.9	33.5	-28%	-1.0	-0.1	亏损增加
锦纶	55.4	65.5	-15%	0.2	3.5	-93%
其他纤维	25.3	27.3	-7%	3.3	3.0	12%
印染化学产品	70.8	93.2	-24%	15.3	20.3	-25%
氯碱	361.8	431.2	-16%	5.2	22.5	-77%
无机盐	43.4	42.7	2%	3.2	4.7	-32%
炭黑	35.2	42.5	-17%	2.3	0.7	222%
钛白粉	51.8	44.0	18%	10.9	7.6	43%
氟化工	52.7	62.7	-16%	1.7	6.8	-74%
有机硅	49.0	59.5	-18%	2.8	5.7	-52%
塑料制品	186.7	211.4	-12%	5.8	9.9	-41%
橡胶制品	78.3	91.7	-15%	7.3	7.4	-1%
助剂	63.4	57.6	10%	5.8	5.3	11%
聚氨酯	173.0	190.5	-9%	14.1	29.5	-52%
车用化学品	10.7	15.0	-28%	0.8	1.1	-28%
建筑用化学品	14.4	22.9	-37%	0.7	1.3	-50%
民爆	38.5	52.2	-26%	-1.0	1.5	由盈转亏
胶粘剂	21.3	22.9	-7%	1.8	2.0	-9%
日用化学品	59.9	78.6	-24%	3.8	4.8	-21%
电子化学品	75.5	81.1	-7%	4.0	5.3	-24%
涂料油漆	25.4	36.7	-31%	-1.5	1.5	由盈转亏
其他	99.1	90.9	9%	18.2	15.3	19%

单位：亿元

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），受油价大幅下跌的冲击，2020Q1 化工品季度均价环比仍以下跌为主，叠加疫情影响，终端需求较弱且供给端新增产能逐步释放，烯烃、甲醇、醋酸、乙二醇、纯碱等上游原料价格持续下行；农药（主要是大品种）价格亦从高位回落；MDI 内需外需先后下滑，价格跌幅较大；仅有农需相关化学品由于国内春耕需求正常启动，且生产成本与油价关联性较低，复合肥、硝酸铵等化学品价格相对坚挺。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5：2020Q1 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	2020Q1	2019Q4	环比	2019Q1	同比
WTI 期货	美元/桶	19.78	21.51	61.72	-65.1%	60.14	-64.2%
Brent 期货	美元/桶	26.44	24.93	68.16	-63.4%	68.39	-63.5%
美国 Henry Hub 现货	美元/mmbtu	1.69	1.70	2.09	-18.7%	2.73	-37.7%
乙烯（韩国 FOB）	美元/吨	382	587	730	-19.6%	960	-38.9%
丙烯（韩国 FOB）	美元/吨	636	671	771	-13.0%	870	-22.9%
丁二烯（韩国 FOB）	美元/吨	315	690	920	-25.0%	940	-26.6%
甲醇（华东）	元/吨	1685	1625	2170	-25.1%	2400	-32.3%
醋酸（华东）	元/吨	2480	2300	2520	-8.7%	2940	-21.8%
乙二醇（华东）	元/吨	3460	3095	4965	-37.7%	4865	-36.4%
丙烯酸（华东）	元/吨	6100	6000	6650	-9.8%	7500	-20.0%
环氧丙烷（华东）	元/吨	8300	8000	10300	-22.3%	10150	-21.2%
草甘膦（华东）	元/吨	20500	21500	21000	2.4%	24500	-12.2%
联苯菊酯（99%，华东）	元/吨	230000	230000	280000	-17.9%	380000	-39.5%
吡虫啉（95%，华东）	元/吨	118000	125000	128000	-2.3%	160000	-21.9%
尿素（山东）	元/吨	1700	1760	1710	2.9%	2120	-17.0%
二铵（长三角）	元/吨	2260	2400	2150	11.6%	2725	-11.9%
氯化钾（60%粉，青海）	元/吨	2100	2100	2180	-3.7%	2350	-10.6%
硝酸铵（工业）	元/吨	1950	2400	2300	4.3%	2080	15.4%
磷矿石（30%，贵州）	元/吨	330	330	370	-10.8%	500	-34.0%
复合肥（45%CL，山东）	元/吨	2000	2000	2000	0.0%	2000	0.0%
纯 MDI（华东）	元/吨	13250	14650	16250	-9.8%	24000	-39.0%
聚合 MDI（华东，烟台万华）	元/吨	12000	11600	13000	-10.8%	17900	-35.2%
TDI（华东）	元/吨	9450	10150	11250	-9.8%	14750	-31.2%
硬泡聚醚（华东）	元/吨	8400	8150	9000	-9.4%	8950	-8.9%
DMF（华东）	元/吨	5040	5130	5200	-1.3%	5150	-0.4%
氨纶（40D，华东）	元/吨	29500	29000	29500	-1.7%	33000	-12.1%
甲乙酮（华东）	元/吨	5850	6350	9200	-31.0%	7625	-16.7%
PVC（乙烯法，华东）	元/吨	5600	6000	7250	-17.2%	6835	-12.2%
PVC（电石法，华东）	元/吨	5460	5500	7080	-22.3%	6545	-16.0%
PVC 糊树脂（M31，沈化）	元/吨	8900	9300	9000	3.3%	8300	12.0%
烧碱（32%，华北）	元/吨	580	530	750	-29.3%	900	-41.1%
纯碱（重质，华东低端）	元/吨	1380	1420	1650	-13.9%	1850	-23.2%
天然橡胶（1#，华东）	元/吨	9600	9500	11800	-19.5%	10825	-12.2%
丁苯橡胶（1502，华东）	元/吨	7900	8500	10800	-21.3%	11300	-24.8%
粘胶短纤（1.5D，38mm）	元/吨	8600	9150	9500	-3.7%	12200	-25.0%
粘胶长丝（120D 有光）	元/吨	36800	37000	37500	-1.3%	37800	-2.1%
PTA（华东）	元/吨	3220	3240	4870	-33.5%	6600	-50.9%
PX（华东）	元/吨	3820	4760	6755	-29.5%	8720	-45.4%
涤纶短纤（1.4D，38mm）	元/吨	5350	5625	6950	-19.1%	8730	-35.6%
涤纶长丝（DTY150D）	元/吨	6750	7200	8850	-18.6%	10600	-32.1%
炭黑（N330，山东）	元/吨	4050	4700	4900	-4.1%	6400	-26.6%
PVA（1799，安徽皖维）	元/吨	11900	12500	11800	5.9%	10900	14.7%
钛白粉（金红石型，华东）	元/吨	15000	15800	15500	1.9%	16300	-3.1%
R22（浙江）	元/吨	12750	16500	14500	13.8%	17500	-5.7%
R134a（浙江）	元/吨	21250	23500	23000	2.2%	30750	-23.6%
DMC（华东）	元/吨	7300	15000	18500	-18.9%	21000	-28.6%
活性黑 WNN200%	元/吨	24	24	23	4.3%	31	-22.6%
分散黑 ECT300%	元/吨	31	31	30	3.3%	42	-26.2%

注：最新价格基准为 2020 年 5 月 1 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	2020Q1	2019Q4	2019Q3	2019Q2	2019Q1	盈利水平变化趋势
石油开采	-3.09%	1.16%	1.70%	2.80%	2.40%	持续下滑
炼油	-3.79%	1.84%	1.50%	2.10%	2.00%	持续下滑
油品销售及仓储	-0.60%	1.44%	-0.60%	0.90%	0.40%	维持低位
有机原料	2.89%	4.98%	2.10%	2.60%	3.80%	
氮肥	0.34%	-1.63%	1.90%	5.20%	4.20%	
钾肥	20.07%	-1384.55%	0.70%	-1.20%	-4.20%	
磷肥及磷化工	1.47%	-0.81%	1.10%	1.20%	0.40%	
复合肥	3.32%	-7.95%	1.90%	6.30%	6.70%	持续下滑
农药	6.27%	-5.88%	6.00%	8.50%	9.30%	持续下滑
涤纶	5.29%	6.14%	6.00%	6.00%	3.40%	
氨纶	10.45%	13.87%	6.90%	8.00%	5.00%	
粘胶	-4.00%	-6.95%	-10.80%	3.30%	1.00%	维持低位
锦纶	0.45%	-20.26%	2.30%	3.50%	4.40%	
其他纤维	13.25%	9.87%	10.10%	12.80%	9.50%	
印染化学品	21.67%	16.24%	16.30%	20.70%	17.70%	
氯碱	1.43%	2.51%	3.30%	4.30%	5.50%	持续下滑
无机盐	7.45%	7.20%	3.40%	9.90%	7.70%	
炭黑	6.68%	0.35%	-7.40%	3.90%	1.00%	
钛白粉	21.05%	13.00%	19.40%	18.40%	17.00%	
氟化工	3.28%	-5.90%	4.30%	10.40%	7.80%	
有机硅	5.62%	2.75%	6.80%	6.60%	8.30%	
塑料制品	3.12%	-1.12%	4.20%	4.90%	3.60%	
橡胶制品	9.35%	10.41%	10.10%	7.50%	5.60%	逐季上行
助剂	9.20%	7.78%	8.90%	10.10%	6.90%	
聚氨酯	8.15%	10.37%	11.70%	14.70%	13.40%	
车用化学品	7.12%	6.96%	4.40%	8.50%	6.50%	
建筑用化学品	4.61%	7.16%	8.10%	6.30%	5.10%	
民爆	-2.70%	2.59%	5.60%	9.10%	1.10%	
胶粘剂	8.58%	8.29%	7.50%	9.90%	8.30%	
日用化学品	6.32%	1.96%	3.10%	3.30%	4.20%	
电子化学品	5.33%	-41.06%	10.70%	6.30%	6.00%	
涂料油漆	-5.91%	-3.69%	6.70%	7.10%	2.10%	
其他	18.41%	14.55%	4.90%	8.70%	7.10%	

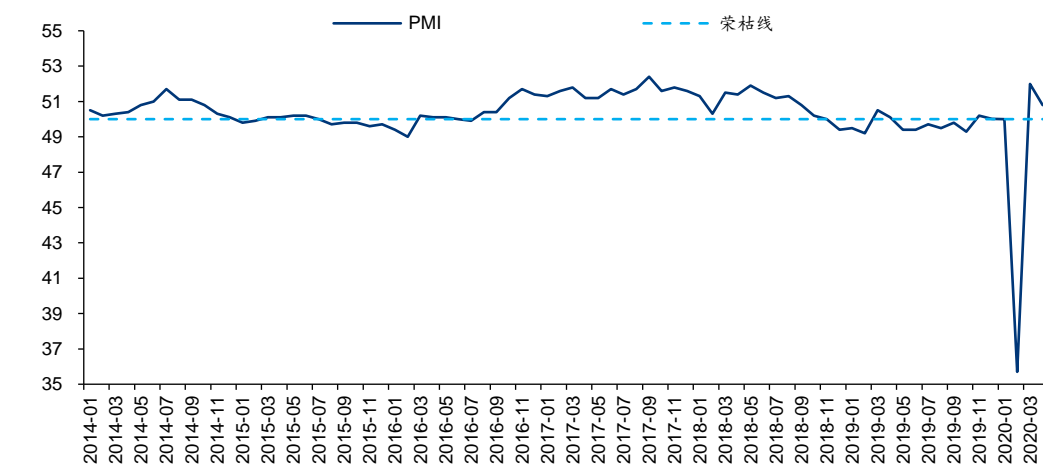
注 1：农药子行业联化科技 2019Q4 计提商誉减值，2019Q4 净利率有所影响；

资料来源：Wind，华泰证券研究所

## 化工品需求有望探底回升，供给端加速向龙头企业集中

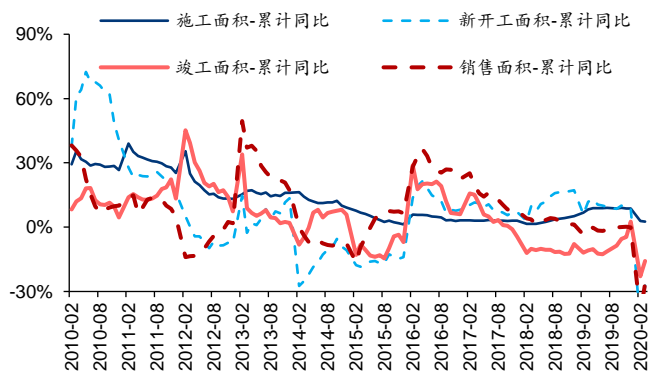
2020 年以来，由于受新冠疫情影响，2 月 PMI 指数仅 35.7，国内经济下行压力仍然较大，并制约化工品需求。分领域来看：1) 2020Q1 地产新开工、销售、竣工面积累计同比增速分别为-27.2%、-26.3%、-15.8%，整体需求下滑较大，但 3 月份单月同比已转正；2) 国内汽车需求较为低迷，2020Q1 销量 367 万辆，同比下滑 42.4%；3) 家电需求整体走低，2020Q1 空调、彩电产量分别同比下滑 27.9%、10.3%；4) 纺织服装方面，整体延续 2019 年以来的疲弱态势，2020Q1 国内纱、布的累计产量增速分别为-26.4%、-31.1%。

图表7： 国内制造业 PMI 指数整体表现偏弱



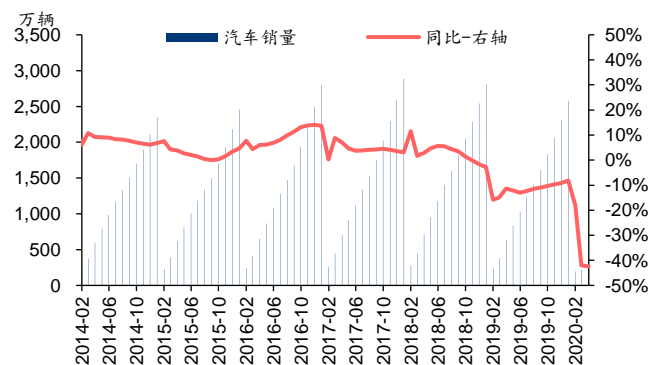
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表8： 国内地产新开工累计增速下行



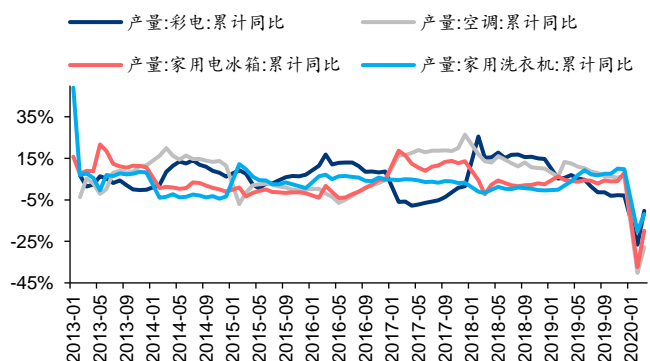
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表9： 国内汽车需求回落



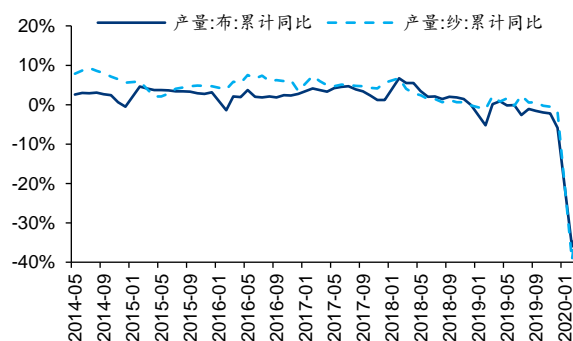
资料来源：Wind，华泰证券研究所

图表10： 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11： 纺服需求增速大幅下行



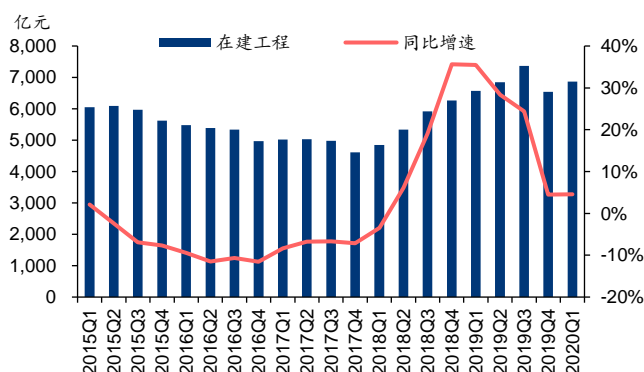
资料来源：Wind，华泰证券研究所



外需方面，由于海外疫情的持续扩散，海外各国 3-4 月的经济活动大多处于停滞状态，全球经济仍处于下行通道。但中美贸易摩擦所缓和，2020 年 1 月 16 日中美第一阶段经贸协议签订，美国将 A 清单税收下调至 7.5% 并终止对尚未实施的 B 清单征税计划，中国暂停 2019 年 12 月 15 实施的第二批加征关税计划。

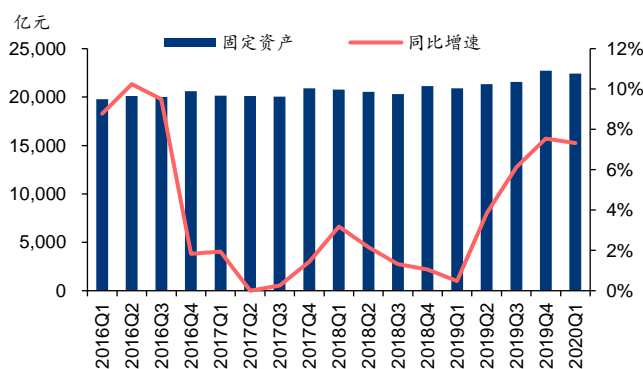
供给端角度，伴随化工行业的景气高位回落，固定资产投资增速亦逐步放缓，截至 2020 年一季度末，化工板块上市公司在建工程合计 6866 亿元，同比增长 4.5%，环比增长 4.9%。分子行业来看，增量集中在涤纶（大炼化项目）、有机原料、聚氨酯等前期盈利水平较高的子行业，且主要是龙头企业进行扩产。伴随部分项目建成转固，截至 2020 年一季度末，化工板块上市公司固定资产总额为 22421 亿元，同比增 7.3%，环比降 1.4%。

图表 12：2020Q1 化工板块上市公司在建工程增速显著回落



资料来源：Wind，华泰证券研究所

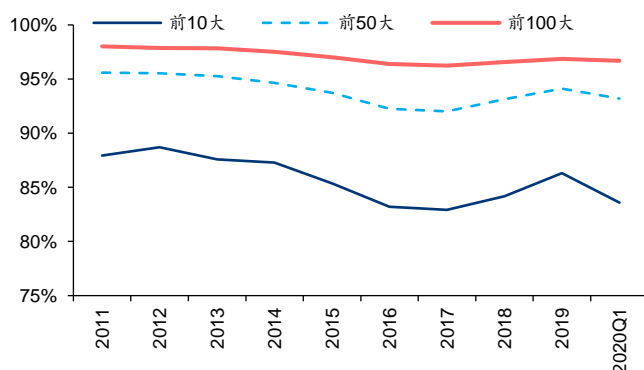
图表 13：化工板块上市公司固定资产变化情况



资料来源：Wind，华泰证券研究所

此外行业新增产能进一步向龙头企业集中，资本开支用于购建固定资产、无形资产等，最终转化为产能，可在一定程度上表征行业未来产能集中度变化情况。根据我们对 326 家化工上市公司的资本开支统计，化工行业前 10 大上市公司资本开支占行业比重近两年有所提升，由 2017 年的 82.9% 提升至 2020Q1 的 83.6%；若扣除“两桶油”进行统计，前 10 大上市公司资本开支近两年迅速提升，2016-2019 年由 30.5% 提升至 60.2%，2020Q1 占比为 62.6%，环比 2019Q4 提升 2.3pct，行业增量产能正在迅速向龙头集中。

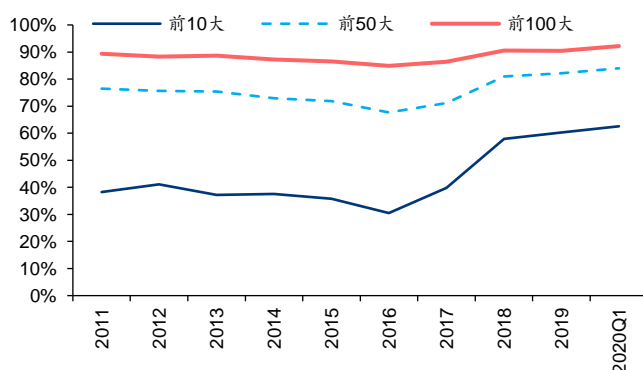
图表 14：上市化工行业公司资本开支集中度变化



注：统计范围为华泰化工分类的 326 家化工企业

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

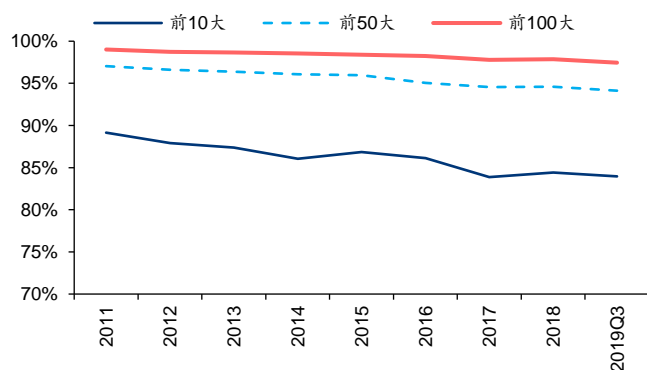
图表 15：扣除“两桶油”后上市化工行业公司资本开支集中度变化



注：统计范围为华泰化工分类的 326 家化工企业扣除中国石油、中国石化两家公司

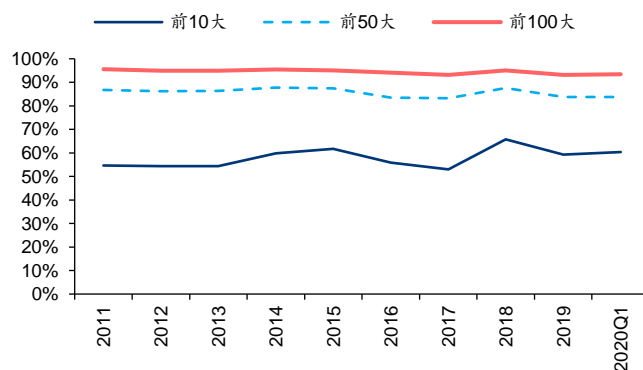
资料来源：公司公告，华泰证券研究所

对 326 家化工上市公司在建工程统计结果显示前 10 大、前 50 大、前 100 大在建工程占比在近两年几乎无变化；若扣除“两桶油”统计，结果显示截至 2020Q1 前 10 大在建工程占比达 60.4%，相比 2017 年末提升 7.4pct；前 50 大在建工程占比达 83.8%，相比 2017 年末提升 0.6pct；前 100 大在建工程占比达 93.4%，相比 2017 年末提升 0.2pct，可以发现化工上市企业未来的产能增量主要来自于头部的龙头企业，行业长期有望走向集中和一体化。

**图表16： 上市化工行业公司在建工程集中度变化**


注：统计范围为华泰化工分类的 326 家化工企业

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

**图表17： 扣除“两桶油”后上市化工行业公司在建工程集中度变化**


注：统计范围为华泰化工分类的 326 家化工企业扣除中国石油、中国石化两家公司

资料来源：公司公告，华泰证券研究所

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：

- 1) 化工新材料公司进口替代逻辑确定性较高，海外疫情发展有望进一步加速国产替代，大基金二期概念升温助力市场表现，长期看好国瓷材料、光威复材、飞凯材料等公司。
- 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）及农药行业龙头等；
- 3) 民营炼化装置逐步投产，已投产装置盈利情况良好，关注恒力石化、桐昆股份、恒逸石化、荣盛石化等；
- 4) 维生素、农药等细分子行业伴随需求企稳回升和供给端趋于有序，整体景气有望上行，相关公司包括新和成（维生素）、金禾实业（甜味剂等）、广信股份（农药）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

### 分析师声明

本人，刘曦、庄汀洲，兹证明本报告所表达的观点准确地反映了分析师对标的证券或发行人的个人意见；彼以往、现在或未来并无就其研究报告所提供的具体建议或所表达的意见直接或间接收取任何报酬。

### 一般声明

本报告由华泰证券股份有限公司（已具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格，以下简称“本公司”）制作。本报告仅供本公司客户使用。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。以往表现并不能指引未来，未来回报并不能得到保证，并存在损失本金的可能。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。

本公司研究报告以中文撰写，英文报告为翻译版本，如出现中英文版本内容差异或不一致，请以中文报告为主。英文翻译报告可能存在一定时间延迟。

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。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现，过往的业绩表现不应作为日后回报的预示。本公司不承诺也不保证任何预示的回报会得以实现，分析中所做的预测可能是基于相应的假设，任何假设的变化可能会显著影响所预测的回报。

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。本公司的销售人员、交易人员或其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到本公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。有关该方面的具体披露请参照本报告尾部。

本研究报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布的机构或人员，也并非意图发送、发布给因可得到、使用本报告的行为而使本公司及关联子公司违反或受制于当地法律或监管规则的机构或人员。

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。

### 针对美国司法管辖区的声明

#### 美国法律法规要求之一般披露

本研究报告由华泰证券股份有限公司编制，在美国由华泰证券（美国）有限公司（以下简称华泰证券（美国））向符合美国监管规定的机构投资者进行发表与分发。华泰证券（美国）有限公司是美国注册经纪商和美国金融业监管局（FINRA）的注册会员。对于其在美国分发的研究报告，华泰证券（美国）有限公司对其非美国联营公司编写的每一份研究报告内容负责。华泰证券（美国）有限公司联营公司的分析师不具有美国金融监管（FINRA）分析师的注册资格，可能不属于华泰证券（美国）有限公司的关联人员，因此可能不受 FINRA 关于分析师与标的公司沟通、公开露面和所持交易证券的限制。任何直接从华泰证券（美国）有限公司收到此报告并希望就本报告所述任何证券进行交易的人士，应通过华泰证券（美国）有限公司进行交易。

### 所有权及重大利益冲突

分析师刘曦、庄汀洲本人及相关人士并不担任本研究报告所提及的标的证券或发行人的高级人员、董事或顾问。分析师及相关人士与本研究报告所提及的标的证券或发行人并无任何相关财务利益。声明中所提及的“相关人士”包括 FINRA 定义下分析师的家庭成员。分析师根据华泰证券的整体收入和盈利能力获得薪酬，包括源自公司投资银行业务的收入。

## 重要披露信息

- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告所署日期前的 12 个月内未担任标的证券公开发行或 144A 条款发行的经办人或联席经办人。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在研究报告发布之日前 12 个月未曾向标的公司提供投资银行服务并收取报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司预计在本报告发布之日后 3 个月内将不会向标的公司收取或寻求投资银行服务报酬。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司并未实益持有标的公司某一类普通股证券的 1%或以上。此头寸基于报告前一个工作日可得的信息，适用法律禁止向我们公布信息的情况除外。在此情况下，总头寸中的适用部分反映截至最近一次发布的可得信息。
- 华泰证券股份有限公司和/或其联营公司在本报告撰写之日并未担任标的公司股票证券做市商。

## 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

## 法律实体披露

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。

华泰证券全资子公司华泰证券(美国)有限公司为美国金融业监管局(FINRA)成员，具有在美国开展经纪交易商业业务的资格，经营业务许可编号为：CRD#298809。

电话：212-763-8160

电子邮件：huatai@htsc-us.com

传真：917-725-9702

http://www.htsc-us.com

©版权所有 2020 年华泰证券股份有限公司