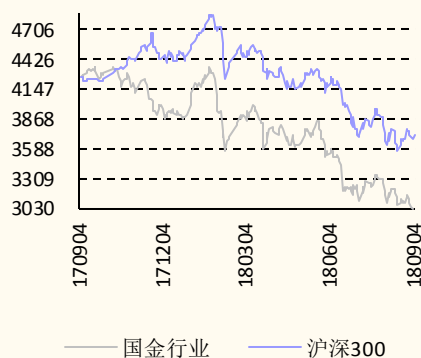


## 市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	3053.98
沪深300指数	3363.90
上证指数	2750.58
深证成指	8554.44
中小板综指	8719.60



## 相关报告

- 1.《磷产业报告系列（二）——供给驱动磷矿行业发展进入新阶段-国金...》，2018.9.4
- 2.《粘胶短纤价格上涨，PA66、涤纶长丝仍强势-《2018-09...》，2018.9.2
- 3.《PTA 持续强势，后续重点关注需求变化-《2018-08-25...》，2018.8.26
- 4.《PTA 继续走强，部分产品季节性影响显现-《2018-08-1...》，2018.8.19
- 5.《磷产业报告系列（一）——从全球视角看未来磷肥市场发展-国金大...》，2018.8.16

## 大化工行业半年报总结：行业景气持续，盈利能力强劲下半年有望延续

### 行业观点

- **营收与净利润均同比增长：**2018 年上半年 SW 化工行业整体营业收入和净利润均持续增长，营收同比增长 12.64%，净利润同比增长 46.71%。其中 2 季度行业净利润同比增长 69.74%，环比增长 15.37%。
- **ROE 改善显著，各个子行业均有所提升：**2018 年上半年化工行业的 ROE 达到 6.18%，为近五年来最佳水平，同比增加了 1.7 个百分点。从单季度 ROE 水平看，18 年 1 季度和 2 季度环比改善显著，近三年来环比趋势向好势头不变。
- **销售毛利率开始回升，净利率持续提升为 ROE 改善提供动力：**ROE 近三年的持续改善，主要贡献来自于销售净利率的不断提升。行业的整体销售净利率近年来持续提升，2018 年上半年为 5.74%，同比上升了 1.3 个百分点。其中，子行业橡胶和化学制品的净利率提升最为显著。
- **行业供给持续收缩，ROE 提升驱动因素仍在：**展望 18 年下半年，我们认为环保限产等政策，对行业供给有持续性影响，利好于化工行业龙头公司，体现在销售毛利率和净利率或将仍有提升空间。而去杠杆的大环境下，企业的资产负债率会进一步下降。综合考虑我们认为未来化工行业的 ROE 或仍会有一定的提升空间，但总体提升幅度或将有限。

### 投资建议

- 目前国内在地产投资一枝独秀、工业投资缓慢复苏，基建投资大幅下滑；消费数据也出现颓势的背景下；货币政策和财政政策转向，有望通过提升基建投资，一方面对冲贸易摩擦，将对三四季度的需求预期将有所提振。前期部分化工产品库存水平不高，供需结构良好，同时由于人民币贬值也带来了输入性的价格上涨，淡季也表现出了较强的价格趋势；PTA-聚酯产业链、C3 等产业链具有极强的代表性；当前以粘胶短纤为代表的产品也逐渐表现出旺季特征而走强，我们认为三季度在传统需求旺季的背景下，政策上的转向对于旺季的需求预期有一定支撑作用（实际情况仍需观察）。
- 我们建议从三个维度关注化工周期的机会：1.三季度业绩仍改善，短期维持强势并有催化剂的子行业：PTA—涤纶长丝（民营大炼化投产预期越来越强），PVC；2.贯穿全年的行业供需反转的子行业：PA66（神马股份）、有机硅（新安股份）；3.冬季受环保等季节性因素带来的天然气供给短缺等行业供需失衡的机会：天然气、甲醇（煤化工）等。

### 风险提示

- 去杠杆的影响下宏观经济加速下行，下半年下游需求的下滑风险；通胀超预期

蒲强

分析师 SAC 执业编号：S1130516090001  
puqiang@gjzq.com.cn

## 内容目录

一、 2018 年上半年化工行业回顾 .....	3
二、 2018 年上半年化工子行业各项指标总结 .....	7
三、 风险提示 .....	8

## 图表目录

图表 1: SW 化工行业营收 18 年上半年持续增长 .....	3
图表 2: SW 化工行业 18 年上半年净利润保持较高增速 .....	3
图表 3: SW 化工行业净利润及环比变化 .....	3
图表 4: SW 化工行业历年 2 季度净利润同比增速 .....	3
图表 5: SW 化工及子行业营收同比变动的对比 .....	4
图表 6: SW 化工及子行业净利润同比变动的对比 .....	4
图表 7: SW 化工及子行业 2018 年 Q1 和 Q2 净利润同比增速对比 .....	4
图表 8: SW 化工行业 H1 摊薄 ROE .....	5
图表 9: SW 化工行业单季度 ROE 持续改善 .....	5
图表 10: SW 化工及子行业 ROE 变化情况对比 .....	5
图表 11: SW 化工行业 H1 销售毛利率及净利率 .....	6
图表 12: 净利率持续提升为 ROE 改善提供动力 .....	6
图表 13: SW 化工及子行业销售毛利率变化情况对比 .....	6
图表 14: SW 化工及子行业净利率变化情况对比 .....	6
图表 15: SW 化工各个子行业指标改善情况对比 .....	7

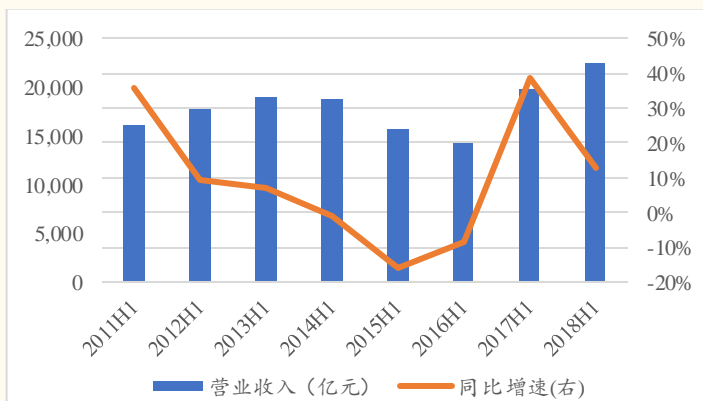
## 一、 2018 年上半年化工行业回顾

### ■ 营收与净利润均同比增长

2018 年上半年 SW 化工行业整体营业收入和净利润均持续增长，营收同比增长 12.64%，净利润同比增长 46.71%。

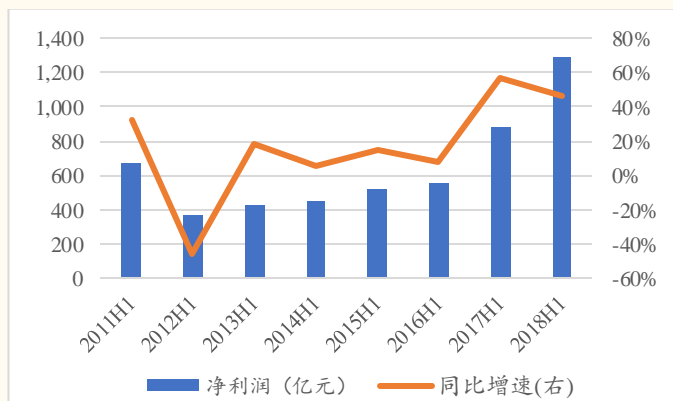
与过去的业绩同比增速相比，2018 年上半年的营收同比增速属于较高水平，与 17 年上半年相比增速有所回落。净利润同比增速仅次于 17 年上半年，自 12 年行业净利润出现负增长以来，近年来行业净利润同比增速呈现稳步提升趋势。

图表 1：SW 化工行业营收 18 年上半年持续增长



来源：Wind，国金证券研究所

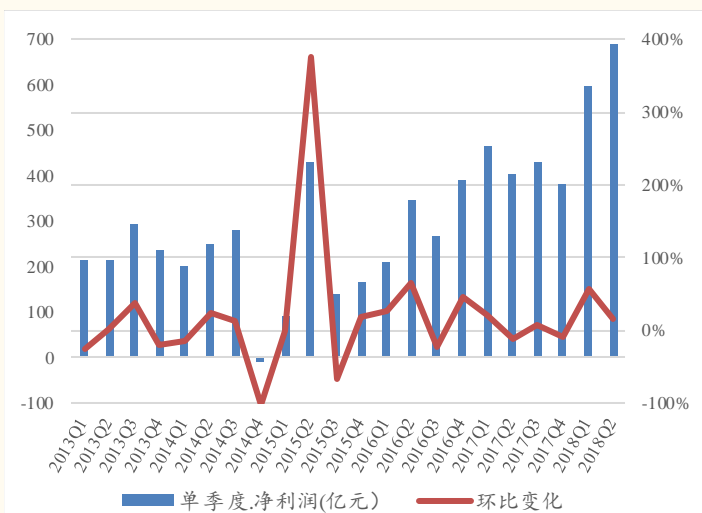
图表 2：SW 化工行业 18 年上半年净利润保持较高增速



来源：Wind，国金证券研究所

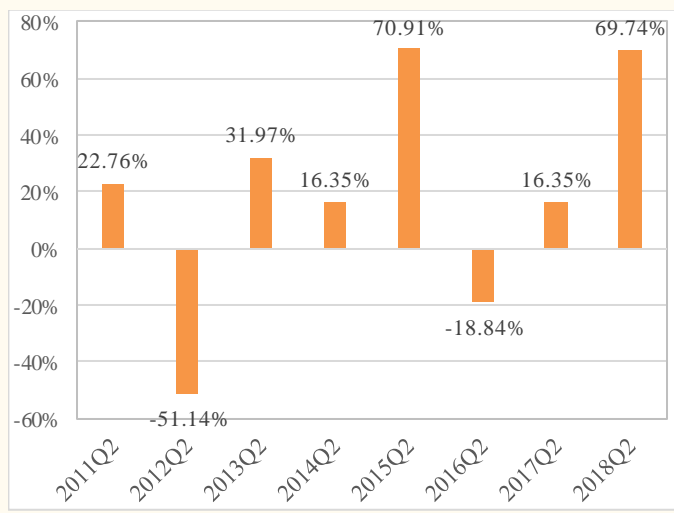
2018 年 2 季度 SW 化工行业整体净利润同比增长 69.74%，环比增长 15.37%。考虑季节性因素，与过去几年第二季度的业绩同比增速相比，2018 年 2 季度的营收同比增速属于较高水平，而净利润的同比增速，仅次于 2015 年 2 季度，近三年来 2 季度的净利润盈利增速不断提高。

图表 3：SW 化工行业净利润及环比变化



来源：Wind，国金证券研究所

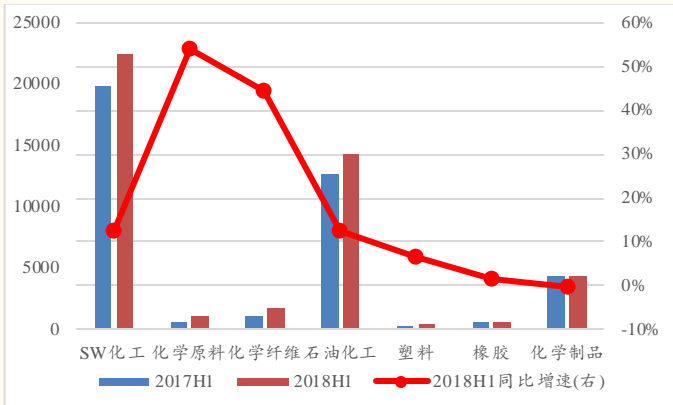
图表 4：SW 化工行业历年 2 季度净利润同比增速



来源：Wind，国金证券研究所

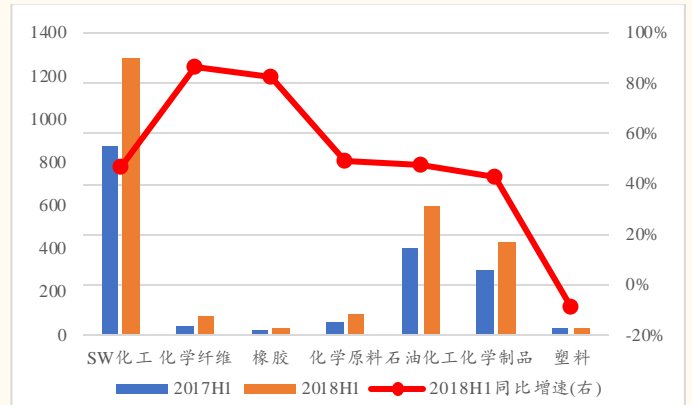
对 SW 化工的细分二级子行业进行分析，18 年上半年化学原料和化学纤维这两个子行业的营收同比远高于行业整体增速，营收体量最大的石油化工行业营收同比增速与行业整体增速持平。净利润方面，化学纤维和橡胶这两个子行业的同比增速高于行业整体增速，净利润体量最大的石油化工行业净利润同比增速略高于行业整体增速，而塑料行业出现了负增长。

图表 5: SW 化工及子行业营收同比变动的对比



来源: Wind, 国金证券研究所

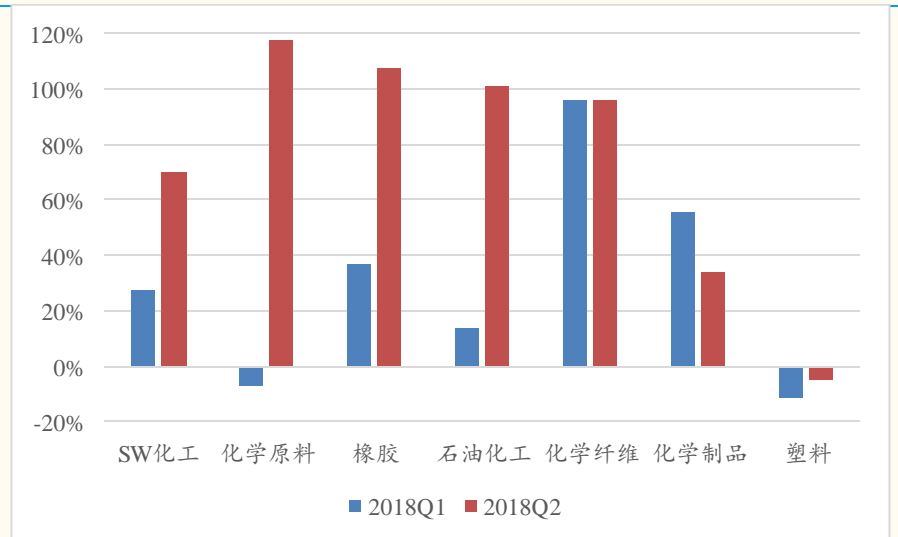
图表 6: SW 化工及子行业净利润同比变动的对比



来源: Wind, 国金证券研究所

从单季度环比来看, 2018 年 2 季度 SW 化工行业的净利润同比增速相对 1 季度有大幅度的提升, 其中化学原料行业的同比增速由负转正, 2 季度同比增速将近 120%, 而塑料行业的同比增速连续两季度均为负增长。

图表 7: SW 化工及子行业 2018 年 Q1 和 Q2 净利润同比增速对比

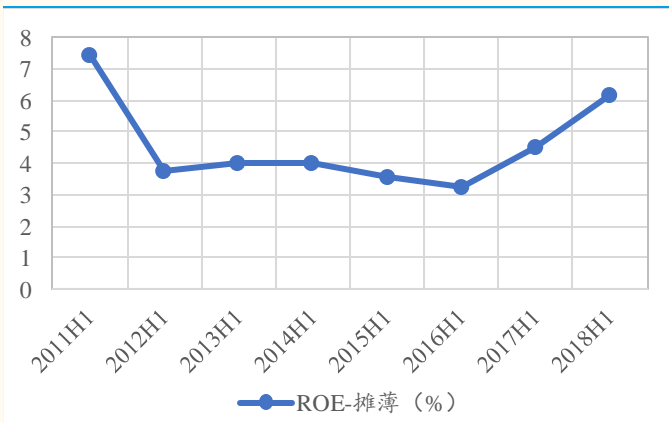


来源: Wind, 国金证券研究所

■ ROE 改善显著, 各个子行业均有所提升

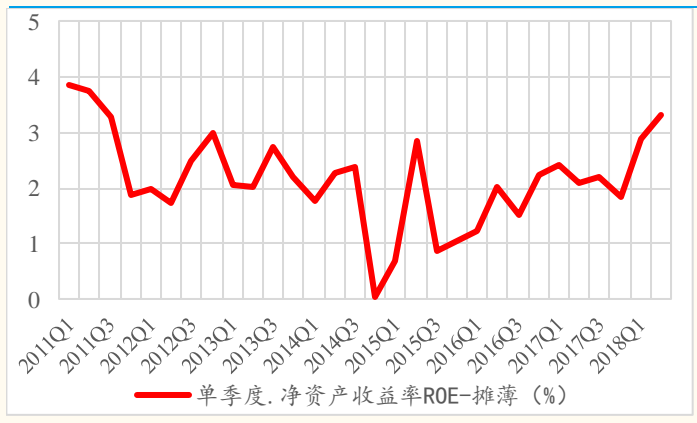
自 16 年上半年开始, 行业整体 ROE 水平得到较大幅度修复, 近三年来持续提升, 18 年上半年的 ROE 达到 6.18%, 为近五年来最佳水平, 同比增加了 1.7 个百分点。从单季度 ROE 水平看, 18 年 1 季度和 2 季度环比改善显著, 近三年来环比趋势向好势头不变。

图表 8: SW 化工行业 H1 摊薄 ROE



来源: Wind, 国金证券研究所

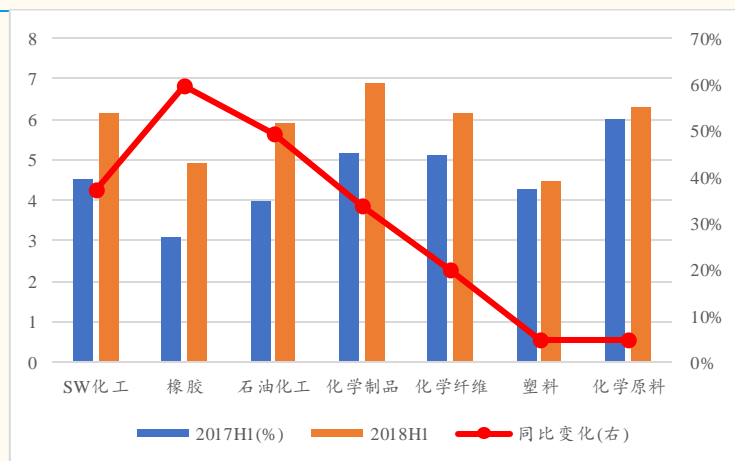
图表 9: SW 化工行业单季度 ROE 持续改善



来源: Wind, 国金证券研究所

从 ROE 的绝对值看, 2018 年上半年高于行业 ROE 整体水平的子行业包括化学制品和化学原料, 其中橡胶和塑料行业的 ROE 相对较低。从 ROE 的同比变化情况来看, 各个子行业的 ROE 均有所提升, 其中橡胶和石油化工行业的 ROE 修复幅度最为显著。

图表 10: SW 化工及子行业 ROE 变化情况对比

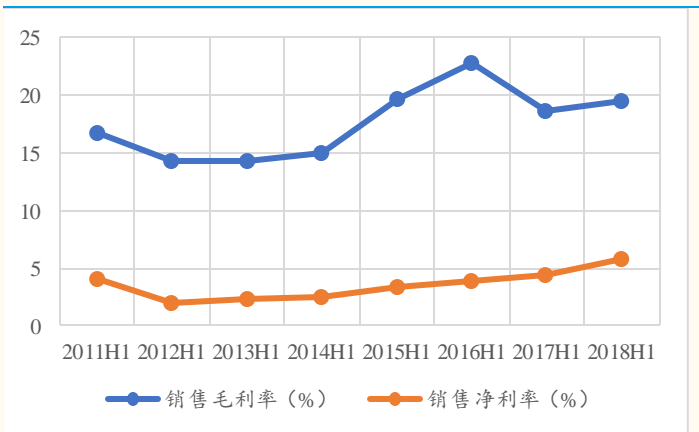


来源: Wind, 国金证券研究所

#### ■ 销售毛利率开始回升, 净利率持续提升为 ROE 改善提供动力

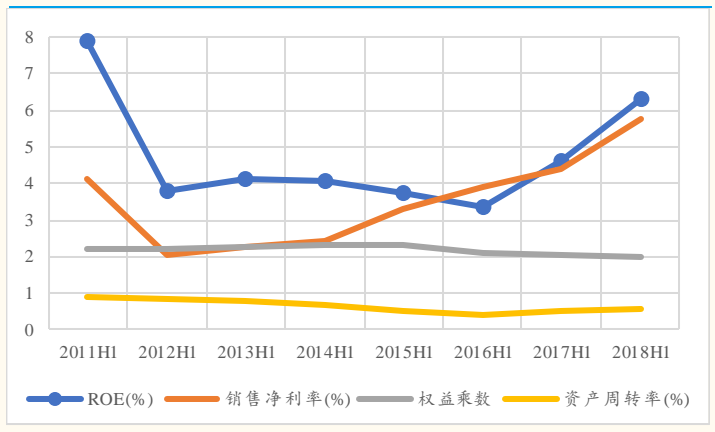
2018 年上半年, 行业的整体销售毛利率为 19.4%, 同比上升了 0.7 个百分点, 净利率近年来持续提升, 目前为 5.74%, 同比上升 1.3 个百分点。从图 8 可以看出, ROE 近三年的持续改善, 主要贡献来自于销售净利率的不断提升。而行业的资产周转率从 16 年上半年开始回升, 目前保持相对稳定上升; 权益乘数有所回落, 在去杠杆的大环境下, 预期会继续下滑。

图表 11: SW 化工行业 H1 销售毛利率及净利率



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 12: 净利率持续提升为 ROE 改善提供动力

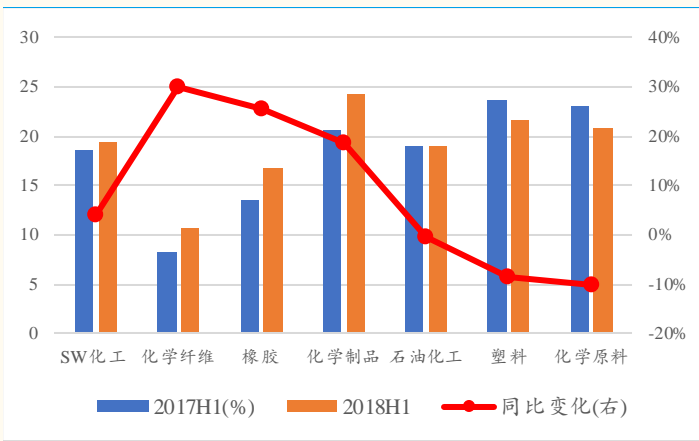


来源: Wind, 国金证券研究所

### ■ 橡胶行业毛利率和净利率提升显著

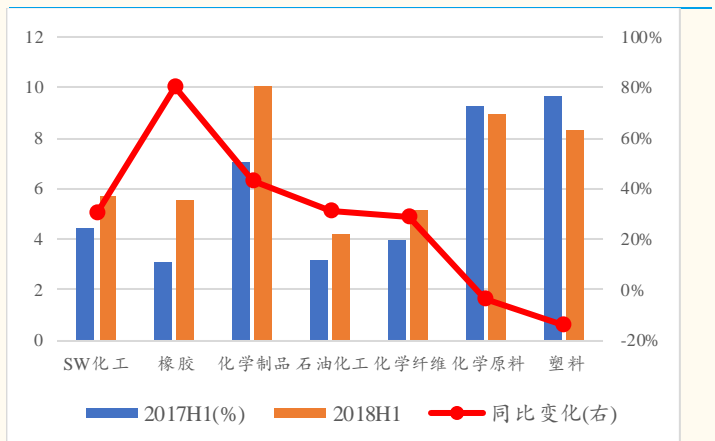
与 17 年上半年相比, 化学纤维和橡胶行业的销售毛利率提升幅度最为显著, 橡胶和化学制品的净利率同比均有超过 40% 的提升。另一方面, 化学原料和塑料这两个子行业的销售毛利率和净利率均出现了显著的下滑。

图表 13: SW 化工及子行业销售毛利率变化情况对比



来源: Wind, 国金证券研究所

图表 14: SW 化工及子行业净利率变化情况对比



来源: Wind 国金证券研究所

### ■ 行业供给持续收缩, ROE 提升驱动因素仍在

展望 18 年下半年, 我们认为环保限产等政策, 对行业供给有持续性影响, 持续利好于化工行业龙头公司, 体现在销售毛利率和净利率或将仍有提升空间, 而这也是过去 2 年行业 ROE 不断提升的主要驱动因素。而去杠杆的大环境下, 企业的资产负债率会进一步下降, 体现在权益乘数的减小。目前化工行业的资产周转率处在一个相对稳定的区间, 综合考虑我们认为未来化工行业的 ROE 或仍会有一些的提升空间, 但总体提升幅度或将有限。

## 二、 2018 年上半年化工子行业各项指标总结

### ■ 子行业各项指标改善一览

我们按照营业收入，净利润，ROE 同比，资产收益率，经营性现金流以及存货周转率这些财务指标的同比变动值，统计了 SW 化工下的所有子行业 2018 年上半年各项指标的同比改善情况，其中同比增加子行业用“+”标注，结果如下图所示。

图表 15: SW 化工各个子行业指标改善情况对比

板块	营业收入	净利润	ROE 同比	资产收益率	经营性现金流	存货周转率
<b>SW 化工</b>	+	+	+	+	+	
<b>石油化工</b>	+	+	+		+	
石油加工	+	+	+		+	
石油贸易	+	+	+	+	+	+
<b>化学原料</b>	+	+	+			+
纯碱	+	+	+	+	+	+
氯碱	+	+	+			+
无机盐	+	+	+	+	+	
其他化学原料	+			+		
<b>化学制品</b>	+	+	+	+	+	+
氮肥	+	+	+	+	+	+
磷肥		+			+	
钾肥	+		+		+	+
复合肥	+	+	+	+		+
农药	+	+	+	+	+	
日用化学产品	+	+	+		+	
涂料油漆油墨制造	+	+	+		+	
民爆用品	+	+	+			+
纺织化学用品	+	+	+		+	+
氟化工及制冷剂		+	+	+	+	
磷化工及磷酸盐	+	+	+	+	+	
聚氨酯	+	+	+	+	+	+
玻纤	+	+	+	+	+	+
其他化学制品	+	+		+	+	
<b>化学纤维</b>	+	+	+		+	
涤纶	+	+	+		+	
维纶	+	+	+		+	+
粘胶	+					
氨纶	+	+	+		+	+
其他纤维	+	+	+	+	+	
<b>塑料</b>	+	+	+	+	+	
合成革	+	+	+			+
改性塑料	+	+		+	+	+
其他塑料制品	+	+	+	+		
<b>橡胶</b>	+	+	+	+	+	
轮胎		+	+	+	+	
其他橡胶制品	+	+	+		+	+
炭黑	+	+	+	+	+	+

来源：Wind，国金证券研究所

### 三、 风险提示

- 去杠杆的影响下宏观经济加速下行，下半年下游需求的下滑风险；
- 通胀超预期。



**公司投资评级的说明：**

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**行业投资评级的说明：**

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；  
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；  
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；  
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

**特别声明:**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH