

行业景气有望延续,龙头集中度提升

最近一年行业指数走势



联系信息

虞小波

分析师

SAC 证书编号: S0160518020001

yuxb@ctsec.com

路辛之

联系人

luxz@ctsec.com

赵新裕

联系人

zhaoxy@ctsec.com

021-68592339

相关报告

- 《全球视角看中国化工,推荐高景气行业龙头公司:化工行业 2018 年下半年策略报告》 2018-06-24
- 《财通化工每周谈 20180527:环保倒逼产业升级》 2018-05-29
- 《关注环保重压下的染料提价:染料行业事件点评》 2018-05-28

投资要点:

- **盈利情况:** 18H1 化工行业高景气, 18Q1/Q2 扣非归母净利润同比增 28.8%/51.1%, 其中 Q2 环比增 17.8%。分行业看, 除维生素外重点子行业连续两个季度扣非归母净利润环比实现正增长。18Q1/Q2 环比持续改善行业: 化纤(聚酯产业链高景气)、有机硅(DMC 价差扩大)、钛白粉(全球钛白粉景气)、染料/农药(环保压力)、化肥(产品价格上行)、轮胎(橡胶价格低位)、新材料(电子化学品国产化)、聚氨酯(MDI 高景气)。此外, 龙头集中度持续提升。比如钛白粉龙头龙蟒佰利 18Q1/Q2 环比增长, 二线公司下滑; 农药龙头扬农化工等增长趋势好于其他公司。
- **经营稳定性:** 负债方面, 18H1 化工行业整体资产负债率延续下降趋势, 达 52.4%; 有息负债率触底略有反弹, 为 47.9%。子行业化纤板块资产负债率和有息负债率有较为明显的提升。营运能力方面: 18H1 化工行业存货周转率上升至 5.6, 应收账款周转率上升至 8.6, 均有明显改善。化纤是两者改善最明显的子行业。
- **资本开支:** 盈利情况显著改善, 18H1 基础化工行业资本开支同比增长 88.9%, 在建工程(+39.3%) 结束了连续两期的负增长。分行业看, 除化肥、染料和轮胎外所有子行业资本开支均超过去年同期。与过去五年相比, 有机硅(合盛等龙头扩产)、维生素(新和成蛋氨酸项目)、新材料(康得新张家港等持续产能扩张)、聚氨酯(万华工业园、乙烯)资本开支增幅比较明显, 化纤(聚酯龙头进军炼化)大幅增长。钛白粉、农药相比 17H1 有所增长, 但与前五年平均水平相差不大。我们判断 19-20 年有机硅、PX、乙烯或将进入新一轮产能增长周期。
- **投资建议:** 推荐龙头集中度持续提升的华鲁恒升(买入)、扬农化工(买入), 受益聚酯产业链景气的桐昆股份(买入)、荣盛石化(买入)、恒逸石化(买入), 恒力股份(买入)以及受益新材料国产化进程加速的飞凯材料(买入)、国瓷材料(买入)。
- **风险提示:** 宏观经济波动; 原油价格波动; 环保及安全生产风险。

表 1: 重点公司投资评级

代码	公司	总市值(亿元)	收盘价(09.05)	EPS (元)			PE			投资评级
				2017A	2018E	2019E	2017A	2018E	2019E	
600346	恒力股份	815.52	16.14	0.34	0.74	1.93	47.47	21.81	8.36	买入
000703	恒逸石化	373.63	16.19	0.70	1.14	1.60	23.13	14.20	10.12	买入
002493	荣盛石化	703.97	11.19	0.32	0.42	0.73	34.97	26.64	15.33	买入
601233	桐昆股份	317.93	17.45	1.35	1.52	2.24	12.93	11.48	7.79	买入
600426	华鲁恒升	265.09	16.36	0.75	1.96	2.28	21.81	8.35	7.18	买入
600486	扬农化工	158.48	51.14	1.86	3.37	3.78	27.49	15.18	13.53	买入
300285	国瓷材料	123.31	19.20	0.42	0.67	0.84	45.71	28.66	22.86	买入
300398	飞凯材料	78.52	18.40	0.20	0.71	0.91	92.00	25.92	20.22	买入

数据来源: WIND, 财通证券研究所

内容目录

1、 盈利能力：18H1 保持高景气度.....	4
1.1 净利润：18H1 盈利持续改善.....	4
1.2 ROE：绝大多数子行业处于景气周期.....	6
1.3 子行业具体分析.....	6
2、 经营稳定性：资产负债率呈下降趋势，存货/应收账款周转率改善.....	18
2.1 负债：化工行业资产负债率呈下降趋势.....	18
2.2 营运能力：存货周转率和应收账款周转率出现改善.....	19
3、 资本开支：高盈利下资本开支大幅增长，聚酯龙头进军炼化.....	21

图表目录

图 1：化工行业 2015Q1-2018Q2 扣非归母净利润.....	4
图 2：化工主要子行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润（单位：亿）.....	4
图 3：化工主要子行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比增速.....	5
图 4：化工主要子行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润同比增速.....	5
图 5：化工行业 2010H1-2018H1 ROE.....	6
图 6：化工主要子行业 2013H1-2018H1 ROE.....	6
图 7：维生素价格 17Q4-18Q1 大幅上涨，目前价格高位回调.....	7
图 8：纺服内需增速 2017 年下半年后复苏.....	8
图 9：纺服出口增速 2017 年下半年后复苏.....	9
图 10：2018 年聚酯产业链利润持续上升（生产一吨 POY 综合利润，含所得税）.....	9
图 11：DMC 价差中枢持续抬升（单位：元/吨）.....	10
图 12：钛白粉价格高位稳定.....	11
图 13：分散黑价格（元/公斤）.....	12
图 14：活性黑价格（元/公斤）.....	12
图 15：万华纯 MDI 出厂价.....	12
图 16：万华聚合 MDI 出厂价.....	12
图 17：中国农药价格指数.....	14
图 18：尿素价格维持高位（单位：元/吨）.....	15
图 19：18H1 复合肥价格处在高位（单位：元/吨）.....	15
图 20：磷矿石产量处于低位（单位：万吨）.....	15
图 21：18H1 磷酸一铵价格上涨（单位：元/吨）.....	15
图 22：17 年天胶价格波动剧烈，目前保持低位.....	16
图 23：化工行业 2013H1-2018H1 资产负债率.....	18
图 24：化工主要子行业 2013H1-2018H1 资产负债率.....	18
图 25：化工行业 2013H1-2018H1 有息负债率.....	18
图 26：化工主要子行业 2013H1-2018H1 有息负债率.....	19
图 27：化工行业 2013H1-2018H1 存货和应收账款周转率.....	19
图 28：化工主要子行业 2013H1-2018H1 存货周转率.....	20
图 29：化工主要子行业 2013H1-2018H1 应收账款周转率.....	20
图 30：化工行业 2013H1-2018H1 资本开支.....	21
图 31：化工行业 2013H1-2018H1 在建工程（期末余额）.....	21
图 32：化工主要子行业 2013H1-2018H1 资本开支（单位：亿）.....	22

表 1：维生素行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比增速.....	7
表 2：化纤行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比增速.....	8
表 3：有机硅行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比增速.....	9
表 4：钛白粉行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比.....	10
表 5：染料行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比.....	11

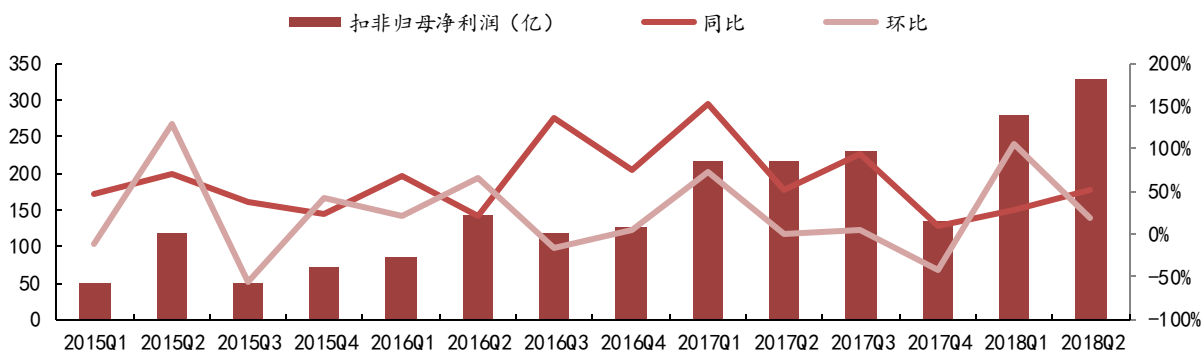
表 6: 聚氨酯行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比.....	12
表 7: 农药行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比.....	13
表 8: 化肥行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比.....	14
表 9: 轮胎行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比.....	16
表 10: 新材料行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比.....	17

1、盈利能力：18H1 保持高景气度

1.1 净利润：18H1 盈利持续改善

化工行业经过 2017 年的高景气后，18H1 盈利继续保持较高水平。化工行业上半年保持高景气度，18Q1、18Q2 扣非归母净利润分别同比增长 28.77%、51.10%。环比来看，18Q2 增长 17.78%，如果不考虑*ST 天化、*ST 宜化和盐湖股份计提的巨额亏损，化工行业的环比盈利改善从 16Q4 起持续至今。

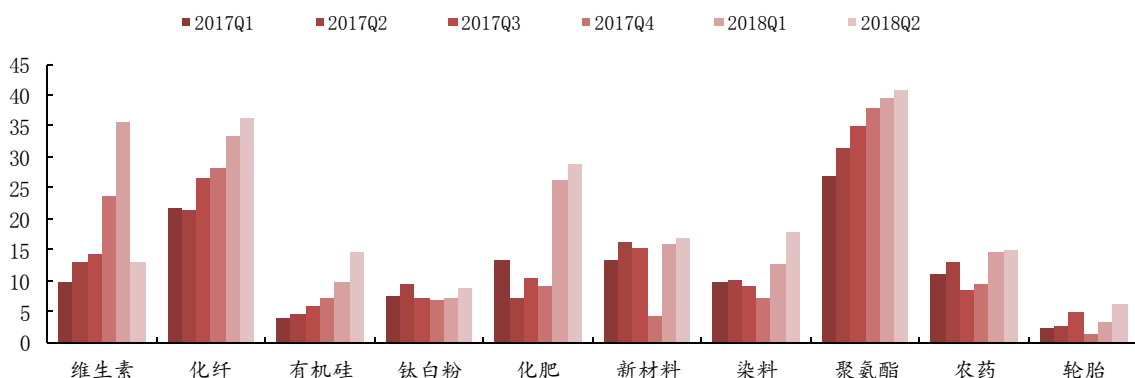
图1：化工行业2015Q1-2018Q2扣非归母净利润



数据来源：wind，财通证券研究所

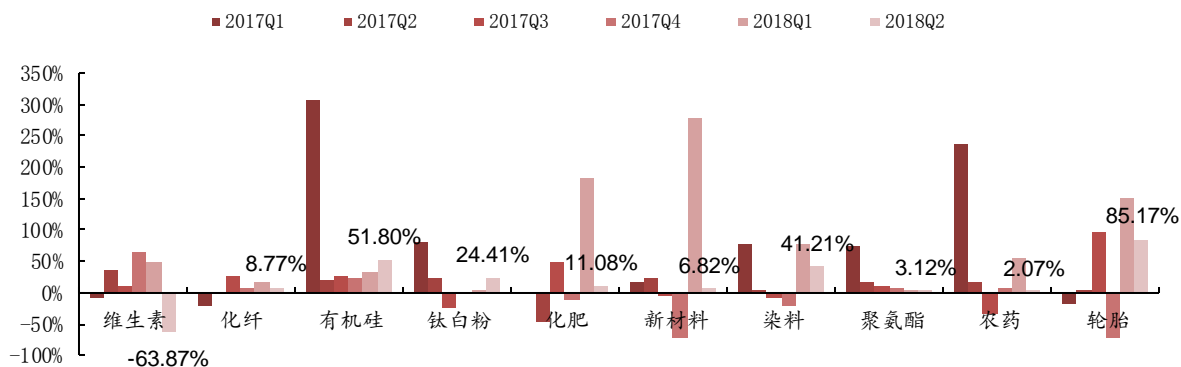
我们重点关注的子行业中，除维生素波动较大外，其他子行业均实现了连续两个季度的净利润环比增长，其中化纤、有机硅、化肥、聚氨酯、农药盈利持续多季度环比增长。同比角度，除维生素(-1.61%)和钛白粉(-4.90%)外，其他子行业 18Q1、18Q2 扣非归母净利润均同比增长，其中化纤、有机硅、化肥、聚氨酯、轮胎增速较快。

图2：化工主要子行业2017Q1-2018Q2扣非归母净利润（单位：亿）



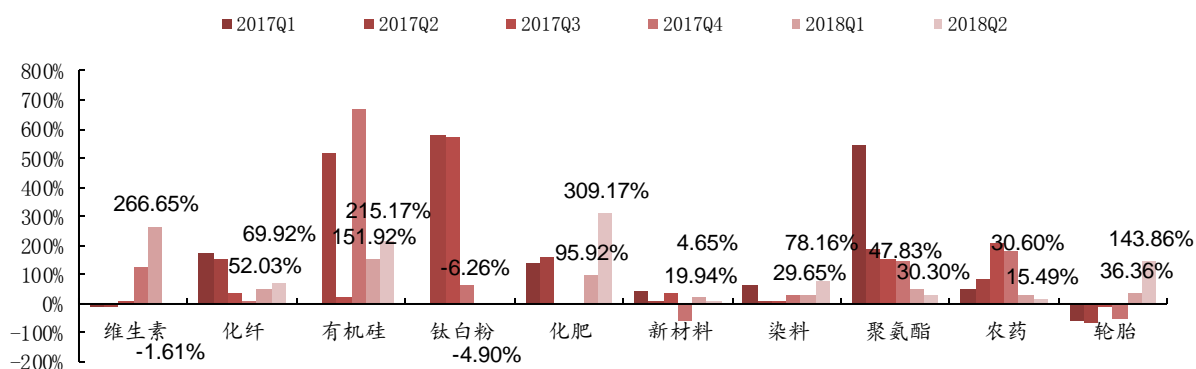
数据来源：wind，财通证券研究所

图3：化工主要子行业2017Q1-2018Q2扣非归母净利润环比增速



数据来源：wind，财通证券研究所

图4：化工主要子行业2017Q1-2018Q2扣非归母净利润同比增速

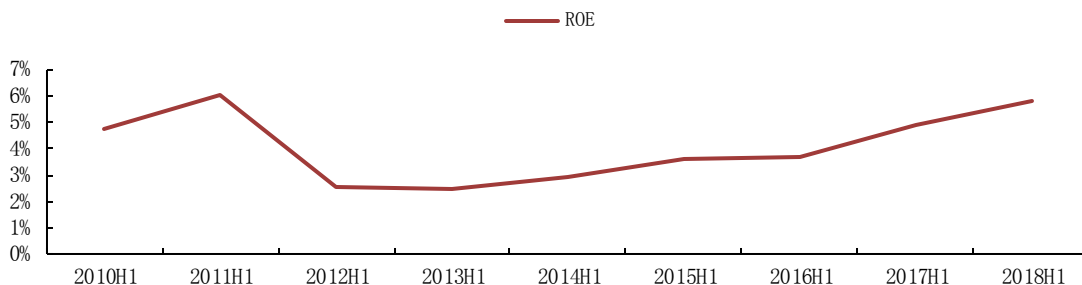


数据来源：wind，财通证券研究所

1.2 ROE：绝大多数子行业处于景气周期

伴随盈利的提高，2018H1 化工行业 ROE 达到近 6 年最高的 5.80%。

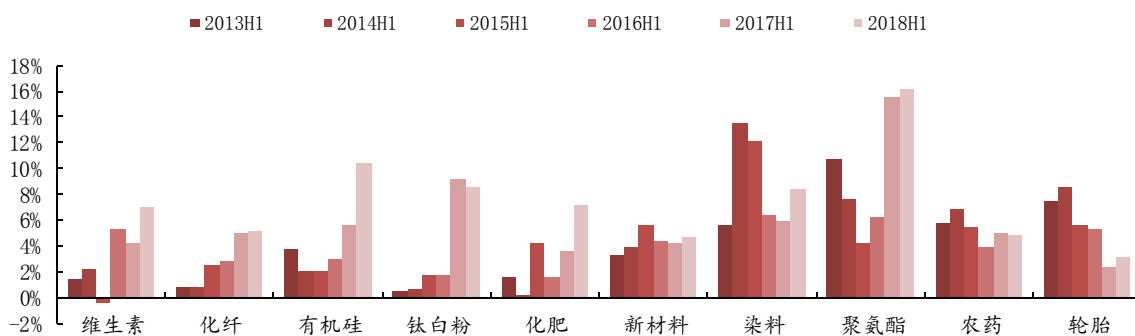
图5：化工行业2010H1-2018H1 ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

绝大多数子行业处于景气周期。维生素、化纤、有机硅、化肥、聚氨酯均处于五年最高值，染料、轮胎比 2017H1 有所恢复，钛白粉、农药相比 2017H1 略有下降但仍处于高位。

图6：化工主要子行业2013H1-2018H1 ROE



数据来源：wind，财通证券研究所

1.3 子行业具体分析

维生素：价格回落，关注行业集中度和新一轮资本开支

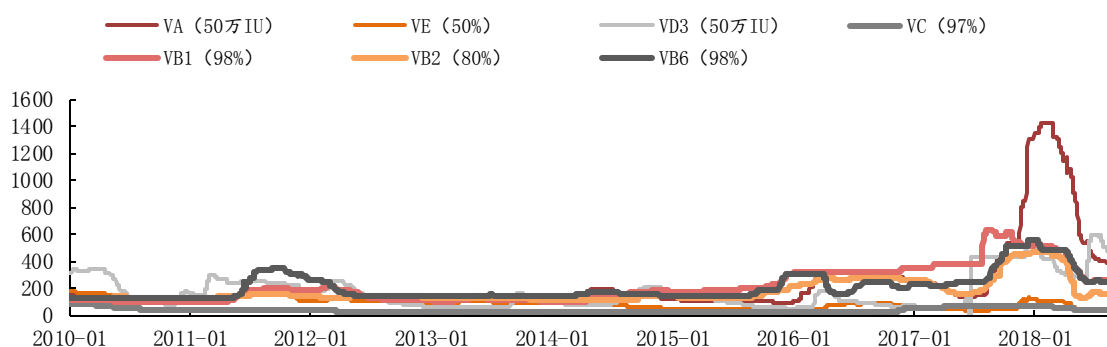
维生素价格在 2017Q4-2018Q1 迎来大涨（环保、不可抗力），2018Q2 回落（新产能投放、不可抗力结束、出口受阻），这也在相关公司业绩上体现明显。由于本轮周期后维生素行业集中度继续提高，且未来环保高压有望持续，维生素价格或将波动更加频繁。此外，本轮周期盈利后公司普遍提高资本开支拓宽品类，对于涉足新产品的公司（新和成、浙江医药等），新产品的盈利能力非常关键。

表 1：维生素行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
花园生物	11.49%	174.52%	-50.34%	-4.01%	381.05%	-78.71%
广济药业	40.16%	12.87%	3.41%	33.28%	133.01%	-65.75%
新和成	-35.39%	54.58%	-10.16%	158.60%	88.78%	-64.75%
兄弟科技	-16.85%	46.17%	4.51%	66.25%	-53.49%	-98.14%
华北制药	扭亏	690.80%	96.51%	-183.77%	扭亏	48.52%
仙琚制药	-44.45%	299.40%	-6.45%	-16.14%	-16.95%	81.95%
浙江医药	-69.86%	245.19%	-109.14%	扭亏	257.53%	-101.11%
亿帆医药	3.99%	43.07%	53.89%	6.23%	-25.09%	-35.43%
东北制药	269.23%	256.18%	42.87%	24.44%	4.37%	23.01%
金达威	-33.75%	27.08%	2.07%	180.53%	39.15%	-54.24%
安迪苏	-2.87%	-16.18%	25.35%	18.93%	-11.02%	-60.82%
冠福股份	296.07%	-34.20%	75.18%	126.63%	78.98%	-73.04%
整体	-8.15%	34.63%	9.47%	65.92%	49.94%	-63.87%

数据来源：wind，财通证券研究所

图 7：维生素价格 17Q4-18Q1 大幅上涨，目前价格高位回调



数据来源：wind，财通证券研究所

化纤：聚酯产业链表现优秀

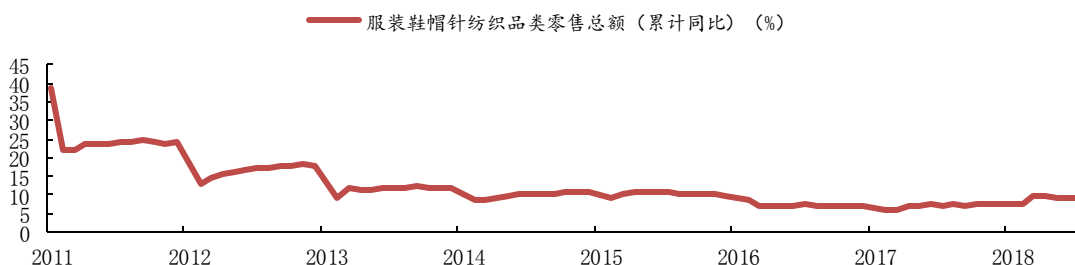
整体来看，化纤行业仍然在持续复苏，这与纺服内需和出口 2017 年下半年后均出现明显回暖密不可分。最大的化纤品种涤纶表现持续优秀，上半年长丝、PTA 维持高盈利，由于 PTA 持续去库存叠加期货资金和龙头的因素，目前 PTA 价格和利润均创下 4 年新高。粘胶主要受到产能扩张和棉价的压制，在 2019 年产能扩张结束、棉花供需缺口进一步放大的背景下利润或将回升。

表 2：化纤行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
吉林化纤	335.96%	-43.22%	29.11%	-89.89%	247.82%	701.54%
恒天海龙	扭亏	-35.71%	-76.89%	-1532.29%	续亏	扭亏
新乡化纤	124.70%	-81.37%	61.05%	-352.09%	扭亏	5139.75%
澳洋科技	31.12%	-37.56%	113.16%	-154.37%	扭亏	-950.30%
南京化纤	-47.72%	-15.44%	55.56%	-154.04%	续亏	续亏
京汉股份	-114.55%	续亏	续亏	扭亏	-112.39%	扭亏
恒逸石化	231.75%	11.90%	13.77%	-41.44%	116.52%	-48.77%
海利得	377.69%	58.87%	-10.68%	-33.85%	49.41%	22.12%
ST 尤夫	-20.94%	96.76%	23.09%	6.26%	-86.92%	-80.44%
荣盛石化	-6.51%	-7.49%	-30.39%	-30.23%	233.99%	-41.05%
恒力股份	-41.01%	-5.79%	107.05%	2.69%	56.76%	-30.19%
新凤鸣	-68.02%	29.37%	33.85%	39.74%	-54.58%	117.69%
桐昆股份	-38.54%	-10.15%	78.12%	23.18%	-20.03%	68.22%
华西股份	-74.75%	279.51%	-44.13%	44.32%	-76.54%	602.74%
江南高纤	-18.34%	-46.17%	41.07%	164.58%	-48.90%	-5.95%
美达股份	扭亏	-178.86%	扭亏	60.90%	29.84%	-59.87%
神马股份	扭亏	-105.76%	扭亏	-162.95%	扭亏	185.11%
华鼎股份	-23.21%	-199.61%	扭亏	91.65%	-24.86%	243.87%
华峰氨纶	109.64%	-5.00%	-6.51%	-16.85%	53.37%	24.59%
泰和新材	256.10%	15.47%	-79.14%	-124.36%	扭亏	81.77%
皖维高新	21.23%	53.41%	-24.30%	-213.47%	扭亏	140.38%
整体	-22.03%	-2.68%	25.41%	6.17%	17.33%	8.77%

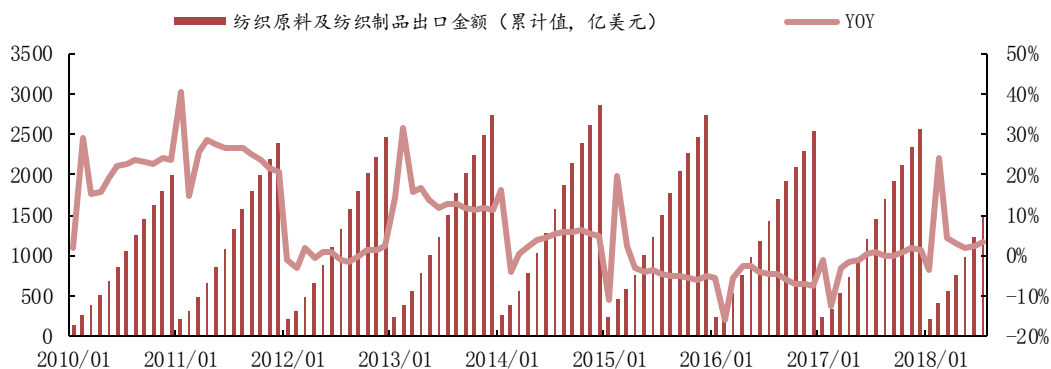
数据来源：wind，财通证券研究所

图 8：纺服内需增速 2017 年下半年后复苏



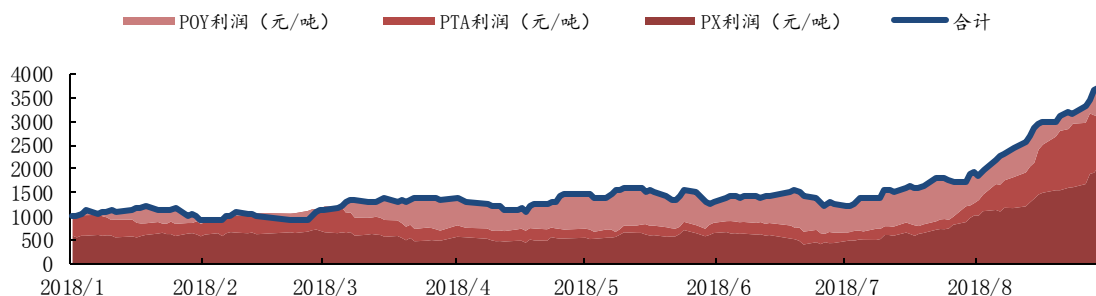
数据来源：国家统计局，财通证券研究所

图 9：纺服出口增速 2017 年下半年后复苏



数据来源：海关总署，财通证券研究所

图 10：2018 年聚酯产业链利润持续上升（生产一吨 POY 综合利润，含所得税）



数据来源：GGF, wind, 财通证券研究所

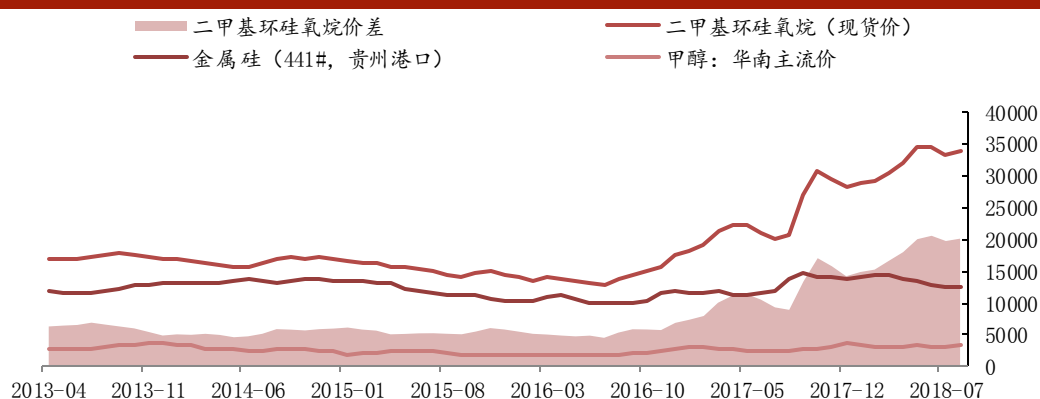
有机硅：DMC 价差持续扩大，有机硅上游龙头受益明显

供给端：近几年全球有机硅单体新增产能主要集中于国内，且受供给侧改革和环保管制影响，产能产量增长趋缓；新增产能方面，据统计，2019 年底前无新产能投放。**需求端：**国内需求增速稳定上涨；随全球经济回暖，17 年有机硅出口增幅明显（聚硅氧烷出口量+53.7%），18 年 2 月单月聚硅氧烷出口增速达 83.0%。**从价差来看：**DMC 持续景气，根据测算，2018H1 平均价差 17568 元/吨(YoY+80.1%)，其中 2018Q2 价差 19541 元/吨(QoQ+25.3%)。供需趋紧状态下，有机硅景气有望持续，其中行业上游新安股份、合盛硅业等龙头产业链条完善、具有成本优势，盈利复苏较为明显。

表 3：有机硅行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比增速

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
硅宝科技	-84.91%	296.14%	16.10%	1.99%	-115.00%	扭亏
回天新材	172.99%	-50.40%	-30.85%	7.05%	269.84%	-56.34%
合盛硅业	55.04%	-200.00%	扭亏	-46.73%	17.41%	35.32%
新安股份	扭亏	48.30%	-91.71%	693.32%	375.91%	78.26%
兴发集团	扭亏	194.62%	87.58%	-1.52%	-53.28%	175.84%
整体	305.93%	21.33%	26.11%	23.60%	33.20%	51.80%

数据来源: wind, 财通证券研究所

图 11: DMC 价差中枢持续抬升 (单位: 元/吨)


数据来源: wind, 财通证券研究所

钛白粉: 行业整体增速下滑, 龙蟠佰利优势突出

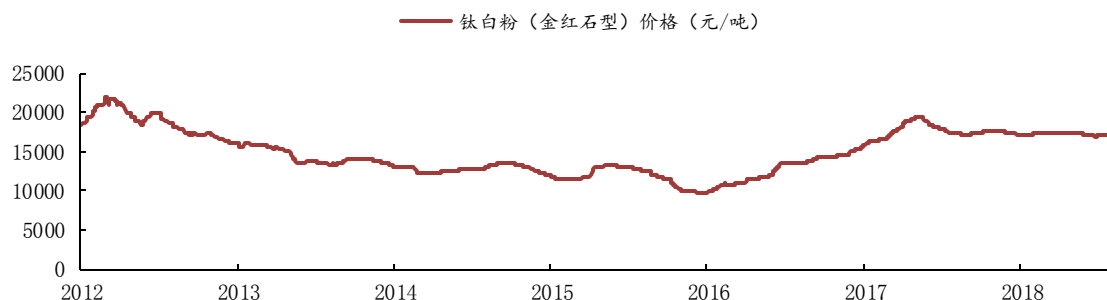
由于 2015 年全球钛白粉去库存以及房地产市场不断复苏, 过去两年钛白粉进入景气周期, 价格不断升高, 目前金红石型钛白粉价格稳定在 17000 元/吨。考虑到硫酸法环保压力以及新增产能较少, 钛白粉仍有望维持目前景气度。龙蟠佰利作为中国第一、全球第四大钛白粉供应商, 不断拓展优质钛矿资源, 产能、成本优势均十分突出。

表 4: 钛白粉行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
龙蟠佰利	70.76%	23.99%	-14.97%	-5.75%	3.45%	20.50%
安纳达	29.26%	61.38%	-14.69%	-12.57%	-24.28%	-22.12%
金浦钛业	122.90%	16.79%	-69.58%	-16.05%	101.06%	-18.13%
中核钛白	148.45%	8.16%	-50.17%	28.18%	-7.75%	89.51%
整体	79.59%	22.63%	-22.91%	-3.46%	2.70%	24.41%

数据来源: wind, 财通证券研究所

图12：钛白粉价格高位稳定



数据来源：wind，财通证券研究所

染料：上半年板块整体表现强劲，采购旺季来临 染料价格有望上行

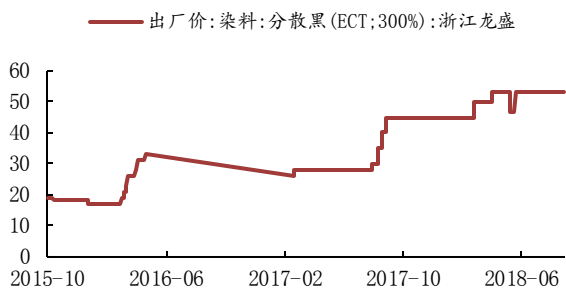
供给端：供给侧改革和环保管制背景下中小产能陆续退出；**需求端：**染料下游行业纺服需求较为刚性。供给趋紧下行业景气持续回升，18年上半年染料产品多次提价，其中（截至2018.9.4）分散黑 ECT 300% 浙江龙盛出厂价 53 元/公斤（+17.8%，较年初+17.8%），活性黑价格也维持高位。从业绩增速来看，由于本次染料涨价涉及品种多元化，18Q1、Q2 行业整体都保持了环比上升态势（亚邦 Q2 受环保影响较大）。此外，四季度是下游印染行业的传统旺季，印染企业集中提前备货或将推动染料价格继续上行。

表 5：染料行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比

公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
闰土股份	-28.34%	50.01%	2.17%	16.33%	8.95%	26.29%
浙江龙盛	180.61%	-3.79%	0.73%	-24.73%	109.85%	37.25%
安诺其	122.67%	-11.33%	-58.13%	13.99%	215.87%	10.58%
吉华集团	-75.19%	9.14%	-7.52%	-4.80%	21.62%	61.17%
亚邦股份	17.93%	-21.12%	-3.04%	-81.44%	357.33%	-25.65%
海翔药业	扭亏	7.13%	-73.25%	-4.79%	40.09%	420.93%
整体	15.99%	3.32%	-9.81%	-19.57%	71.51%	42.78%

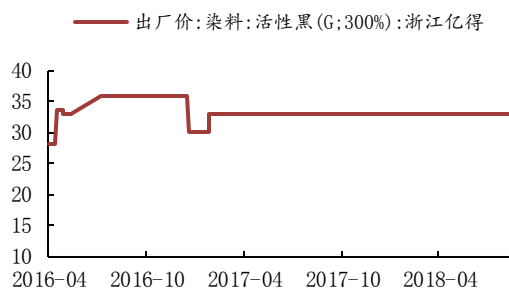
数据来源：wind，财通证券研究所

图 13：分散黑价格（元/公斤）



数据来源：wind，财通证券研究所

图 14：活性黑价格（元/公斤）



数据来源：wind，财通证券研究所

聚氨酯：MDI 高景气

由于下游房地产和汽车行业景气回暖叠加全球多套异氰酸酯装置运行异常，2017 年 MDI 高景气，万华化学净利润持续增长。2018 年 7 月中旬，陶氏位于美国 34 万吨 MDI 产能受不可抗力影响停产，全球范围 MDI 供应仍紧，预计未来三年内除万华以外新产能投产较少，全球超过 20 年以上老旧装置超过 50%，不可抗力因素出现概率较大。高壁垒、高投入使得行业保持寡头垄断格局，MDI 有望延续高盈利。

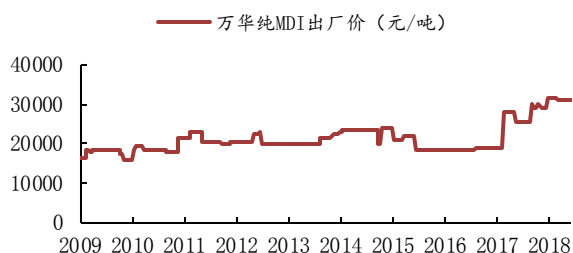
表 6：聚氨酯行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比

公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
浙江交科	66.22%	200.66%	-34.43%	328.68%	-29.55%	24.99%
沧州大化	44.00%	-46.24%	36.58%	4.01%	23.61%	-6.77%
万华化学	84.20%	21.18%	12.52%	0.31%	8.78%	1.01%
红宝丽	扭亏	15.86%	-52.77%	-382.26%	扭亏	167.84%
高盟新材	-8.89%	177.14%	152.86%	-121.01%	扭亏	-35.41%
双象股份	-61.35%	102.37%	-140.14%	续亏	扭亏	528.04%
联创互联	-27.08%	412.39%	-0.72%	38.20%	-79.22%	136.89%
总体	75.08%	17.00%	11.34%	8.62%	4.49%	3.12%

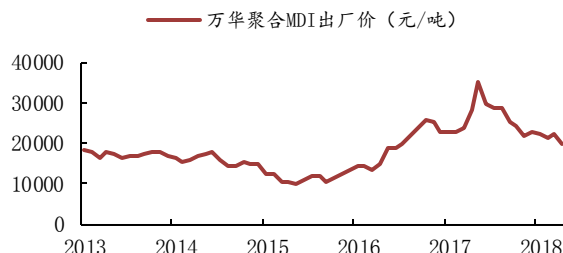
数据来源：wind，财通证券研究所

图 15：万华纯 MDI 出厂价

图 16：万华聚合 MDI 出厂价



数据来源: wind, 财通证券研究所



数据来源: wind, 财通证券研究所

农药: 通胀预期叠加环保压力, 行业景气有望延续

环保压力下 2018H1 农药行业维持高景气, 多个细分品种龙头上半年单季度业绩增速超预期。根据中国农药工业协会, 18 年 6 月农药价格指数较 1 月+3.1 pct, 其中除草剂+4.1 pct/杀虫剂+0.7 pct/杀菌剂+6.7 pct。展望下半年, 通胀预期下农产品价格有望上涨, 提振农药需求, 叠加供给端环保压力, 景气或将延续。

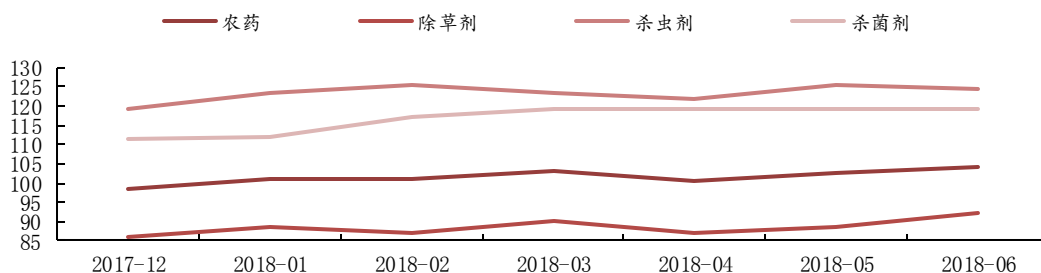
表 7: 农药行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比

公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
沙隆达 A	扭亏	86.27%	147.76%	-120.08%	扭亏	-30.43%
红太阳	295.24%	17.09%	-7.30%	-41.66%	114.03%	-27.40%
华邦健康	扭亏	20.82%	-66.10%	-62.83%	323.44%	121.39%
诺普信	扭亏	8.78%	-93.11%	668.30%	134.76%	-2.87%
联化科技	162.41%	7.46%	-94.52%	874.64%	31.88%	-90.67%
利尔化学	-5.83%	63.90%	-13.88%	104.83%	-32.47%	37.99%
长青股份	136.44%	57.47%	-43.81%	39.81%	14.81%	55.09%
辉丰股份	460.71%	-1.88%	8.33%	-25.77%	81.32%	-114.07%
蓝丰生化	33.58%	76.65%	-15.06%	-229.73%	扭亏	-104.07%
利民股份	-14.65%	-39.15%	-67.24%	43.36%	291.99%	-21.75%
国光股份	259.70%	125.31%	-59.57%	-29.32%	105.00%	76.41%
雅本化学	扭亏	38.65%	-63.39%	152.09%	66.37%	2.49%
江山股份	-20.28%	-30.65%	-24.97%	706.15%	-45.03%	21.82%
扬农化工	-10.49%	-8.45%	28.43%	14.88%	65.62%	15.70%
湖南海利	13.61%	31.48%	-88.73%	2279.70%	-68.30%	21.13%
广信股份	75.05%	19.30%	44.84%	-57.28%	107.99%	-1.53%
瀚叶股份	扭亏	-32.96%	-36.06%	-29.99%	80.58%	68.81%
钱江生化	扭亏	1551.42%	-87.37%	-89.54%	-2055.25%	续亏
总体	237.47%	15.43%	-33.11%	8.86%	55.36%	2.07%

数据来源: wind, 财通证券研究所

注: 总体增速剔除沙隆达 (对板块影响大)

图17：中国农药价格指数



数据来源：中国农药工业协会，财通证券研究所

化肥：产品价格持续上涨，通胀预期下化肥景气有望上行

尿素方面，环保限产叠加油价上行，华鲁恒升、阳煤化工等煤头尿素企业充分受益尿素景气回升；**磷肥方面**，由于湖北磷矿石开采受限及磷肥企业环保趋严，2017年下半年磷酸一铵价格开始触底回升，新洋丰 18Q1 业绩环比增长 236.28%，18Q2 业绩环比略有下滑但同比增长 25.5%。**钾肥方面**，全球钾肥联盟破裂后氯化钾价格长期处于低位，目前寡头盈利困难，已出现合并、提价的意愿，四月以来氯化钾价格显著回升；此外，18 年国内钾肥进口大合同确定在即，原油价格上涨趋势下，定价有望提升。**复合肥方面**，由于 2017 年单质肥涨价引起的成本端承压，史丹利、金正大等复合肥龙头全年业绩有所回落。随着 12 月底复合肥价格陆续上调，18Q1 龙头企业业绩环比增速明显，18Q2 继续维持较高景气。

表 8：化肥行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比

公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
四川美丰	扭亏	67.76%	-14.13%	-54.77%	135.99%	58.29%
鲁西化工	297.25%	28.04%	69.24%	79.73%	-10.99%	9.69%
华鲁恒升	34.34%	-26.07%	30.48%	27.12%	91.30%	28.82%
阳煤化工	扭亏	105.21%	-214.96%	续亏	扭亏	82.69%
云天化			续亏		扭亏	-193.64%
六国化工	续亏	扭亏	68.02%	343.45%	-150.20%	扭亏
鲁北化工	-63.68%	299.08%	4.94%	78.05%	-36.90%	1.14%
新洋丰	906.73%	-7.66%	-20.89%	-49.09%	236.28%	-7.32%
芭田股份	扭亏	-11.36%	88.00%	-1796.02%	续亏	扭亏
华昌化工	扭亏	-153.85%	续亏	扭亏	-99.18%	16682.41%
金正大	扭亏	-13.55%	-68.76%	-298.20%	扭亏	-42.61%
司尔特	-2.21%	-6.02%	100.68%	60.37%	-47.57%	57.52%

云图控股	扭亏	-103.58%	扭亏	275.35%	125.19%	-45.48%
史丹利	167.23%	58.12%	-69.71%	-127.72%	扭亏	36.76%
赤天化	续亏	扭亏	-813.44%	扭亏	3.24%	84.95%
川金诺	-35.46%	167.82%	-36.65%	86.05%	-75.40%	210.54%
总体	扭亏	-46.81%	47.40%	-11.67%	182.90%	11.08%

数据来源: wind, 财通证券研究所

图 18: 尿素价格维持高位 (单位: 元/吨)



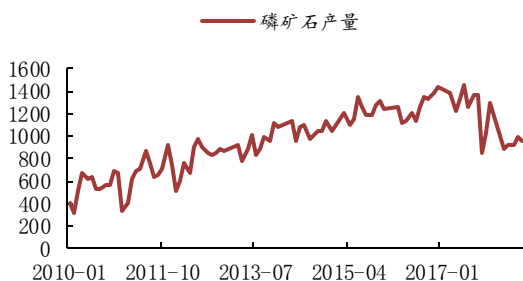
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 19: 18H1 复合肥价格处在高位 (单位: 元/吨)



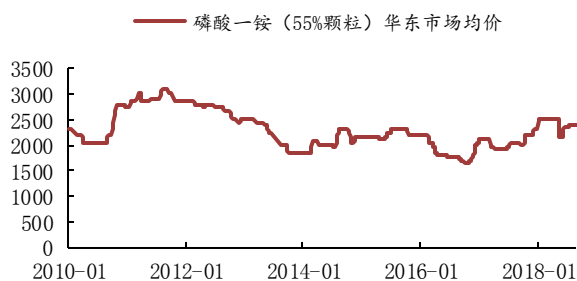
数据来源: wind, 财通证券研究所

图 20: 磷矿石产量处于低位 (单位: 万吨)



数据来源: wind, 财通证券研究所

图 21: 18H1 磷酸一铵价格上涨 (单位: 元/吨)



数据来源: wind, 财通证券研究所

轮胎: 橡胶价格维持低位, 盈利持续改善

整个 2017 年橡胶价格波动较为剧烈, 轮胎公司业绩整体表现不佳。2018H1 橡胶价格维持低位, 轮胎企业盈利能力改善明显。此外, 我国轮胎行业集中度仍然较低, 龙头在海外扩产、提升规模优势、改进产品结构方面仍有较大空间。

表 9：轮胎行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比

公司	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
黔轮胎 A			续亏		扭亏	687.98%
青岛双星	扭亏	-23.09%	-1.79%	-239.54%	扭亏	-4879.48%
赛轮金宇	-183.46%	扭亏	131.18%	-5.60%	-28.29%	74.66%
风神股份	续亏	扭亏	-9023.50%		续亏	扭亏
三角轮胎	-34.29%	-37.80%	11.11%	-4.19%	-22.09%	27.60%
通用股份	-30.33%	8.89%	44.12%	-10.67%	-26.86%	24.87%
玲珑轮胎	16.24%	-30.86%	64.68%	9.60%	-30.58%	36.40%
S 佳通	-11.06%	-137.53%	扭亏	-10.42%	8.34%	-12.15%
整体	-18.77%	3.55%	96.12%	-73.22%	150.79%	85.17%

数据来源：wind，财通证券研究所

图 22：17 年天胶价格波动剧烈，目前保持低位



数据来源：wind，财通证券研究所

新材料：仍然处于成长期，业绩分化较为显著

新材料行业中，掌握核心工艺技术且市场拓展顺利的企业业绩增长较为稳定如国瓷材料。在中美贸易摩擦逐渐升级背景下，随着政策和资金的大力扶持及推进，电子化学品国产化将成为抵御贸易摩擦的重要举措，行业景气有望继续提升。新能源相关行业中，细分领域龙头杉杉股份、当升科技和新纶科技在各自领域拥有较大的技术和规模优势，18Q2 扣非归母净利润环比增速分别为 63.67%/96.26%/154.10%。

表 10：新材料行业 2017Q1-2018Q2 扣非归母净利润环比

	2017Q1	2017Q2	2017Q3	2017Q4	2018Q1	2018Q2
中材科技	125.20%	81.91%	-4.23%	-21.62%	-23.71%	70.93%
九鼎新材			续亏		扭亏	834.29%
易成新能	-92.25%	-17326.49%		续亏	扭亏	-3315.64%
三祥新材	72.35%	27.42%	34.16%	-20.50%	56.46%	5.78%
东材科技	68.05%	36.62%	7.98%	-67.88%	-87.87%	-685.89%
国瓷材料	20.78%	62.54%	-22.15%	-28.79%	83.02%	26.20%
飞凯材料	107.98%	-41.12%	173.22%	11.45%	162.33%	12.98%
鼎龙股份	18.72%	8.16%	-11.58%	-4.41%	-29.03%	72.63%
洪汇新材	-1.24%	39.73%	-7.37%	13.91%	-20.99%	72.39%
兆新股份	-11.74%	90.44%	-25.96%	75.25%	-42.12%	10.58%
康达新材	63.86%	-39.50%	-66.24%	-366.87%	扭亏	216.33%
新纶科技	扭亏	112.76%	-0.45%	-22.16%	32.41%	154.10%
乐凯新材	2.22%	-51.16%	51.51%	56.44%	-19.25%	-46.39%
科恒股份	-6.03%	88.82%	-34.28%	-12.89%	32.16%	-94.37%
扬子新材	33.83%	-25.64%	-47.51%	86.23%	1.61%	-19.94%
先锋新材	-113.85%	扭亏	67.36%	-1575.78%		续亏
银禧科技	扭亏	53.06%	-19.73%	38.44%	-29.37%	-116.85%
天晟新材	-229.27%	扭亏	-95.87%	-11729.10%	续亏	扭亏
普利特	40.24%	-63.90%	44.45%	-49.83%	174.09%	-18.31%
王子新材	-38.70%	46.16%	8.14%	-72.39%	58.48%	81.70%
德威新材	-42.31%	-119.98%	扭亏	-141.66%	扭亏	9.14%
东方锆业	-83.36%	285.68%	-63.22%	-1633.70%	扭亏	-93.01%
天赐材料	15.95%	76.28%	-6.51%	-77.39%	-38.41%	-131.90%
当升科技	-47.42%	74.18%	9.89%	79.97%	-42.24%	96.26%
康得新	3.59%	32.43%	-17.28%	-4.45%	25.27%	11.26%
杉杉股份	4652.72%	123.93%	-32.94%	-42.87%	69.80%	63.67%
雅克科技	-10.23%	-35.01%	-45.05%	-268.80%	扭亏	2.70%
南大光电	扭亏	4402.93%	-26.77%	-75.96%	372.58%	72.16%
上海新阳	68.62%	-3.12%	31.16%	-51.34%	44.70%	-350.14%
江化微	-81.72%	19.73%	21.28%	-73.42%	40.76%	46.62%
广信材料	-37.10%	83.54%	74.04%	-42.48%	41.67%	-30.89%
晶瑞股份	-80.65%	33.74%	14.69%	54.13%	-48.12%	94.69%
强力新材	43.53%	33.82%	-21.33%	-24.84%	56.05%	16.51%
总体	18.40%	22.43%	-5.42%	-72.66%	278.86%	6.82%

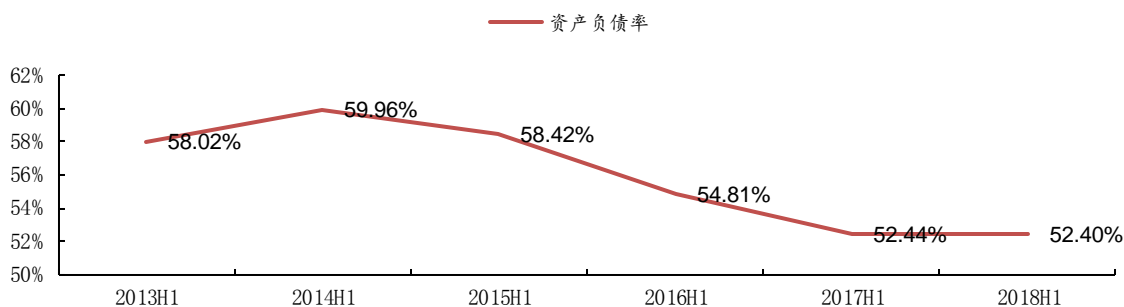
数据来源：wind, 财通证券研究所

2、经营稳定性：资产负债率呈下降趋势，存货/应收账款周转率改善

2.1 负债：化工行业资产负债率呈下降趋势

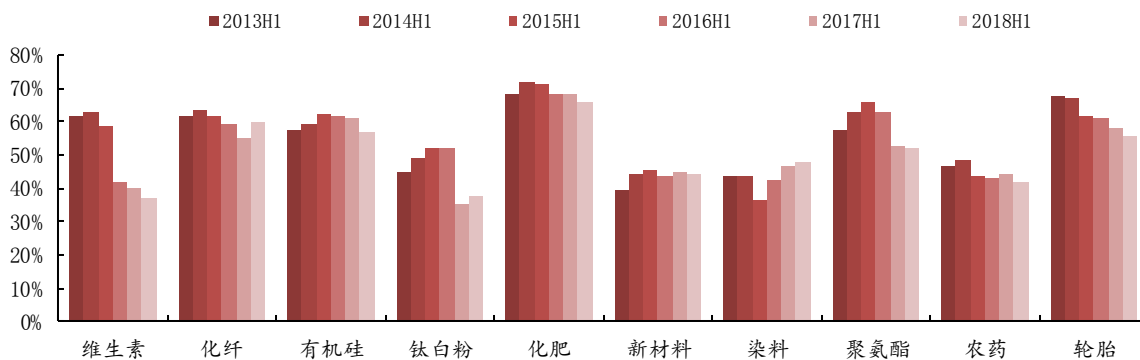
18H1 化工行业资产负债率延续下降趋势，达到 52.40%。各子行业中，化纤、钛白粉、染料同比上升，维生素、有机硅、化肥、新材料、聚氨酯、农药、轮胎同比下降。

图23：化工行业2013H1-2018H1资产负债率



数据来源：wind，财通证券研究所

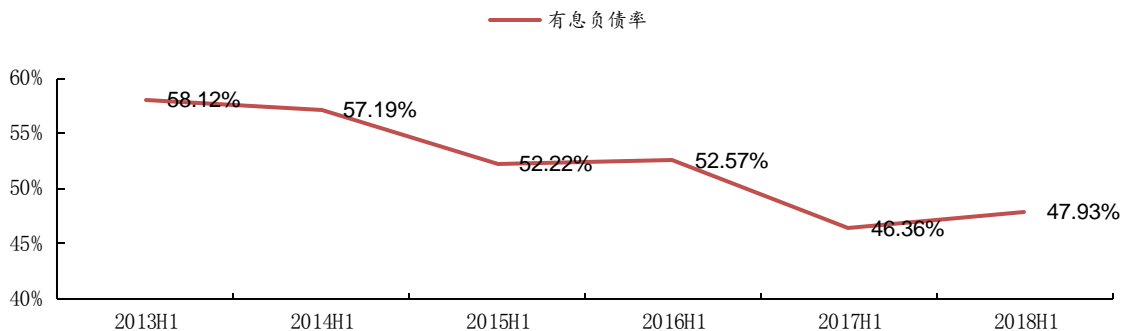
图24：化工主要子行业2013H1-2018H1资产负债率



数据来源：wind，财通证券研究所

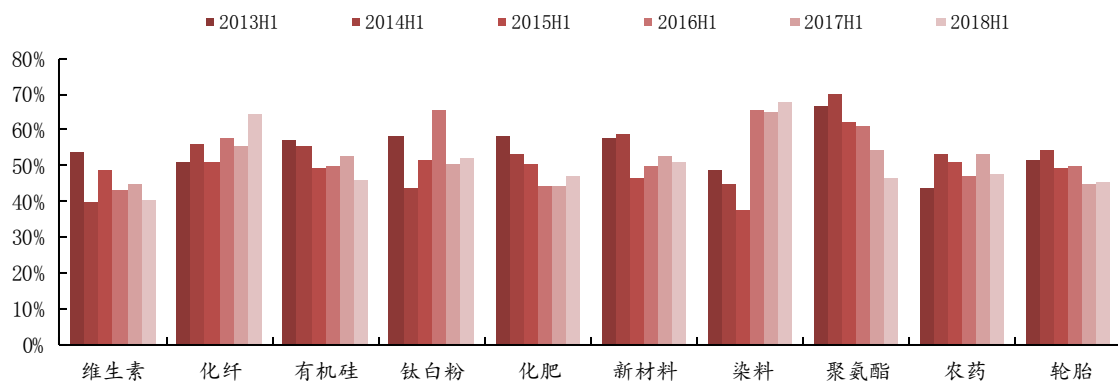
18H1 化工行业有息负债率（有息负债/总负债）为 47.9%，触底略有反弹。各子行业中，化纤、钛白粉、化肥、染料、轮胎同比上升，其他行业同比下降。

图25：化工行业2013H1-2018H1有息负债率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图26: 化工主要子行业2013H1-2018H1有息负债率

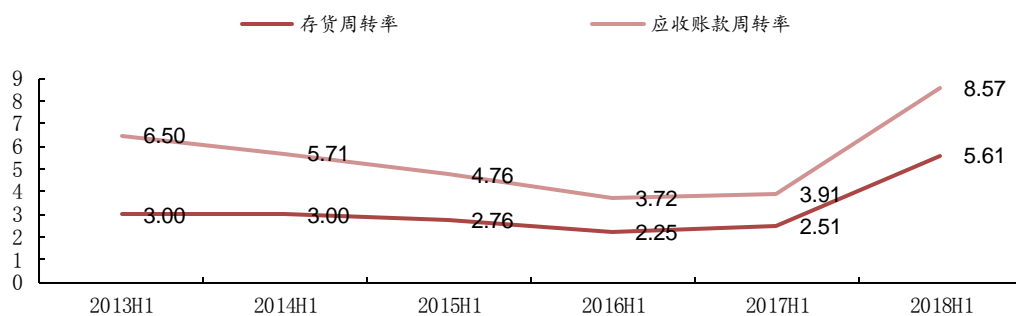


数据来源: wind, 财通证券研究所

2.2 营运能力: 存货周转率和应收账款周转率出现改善

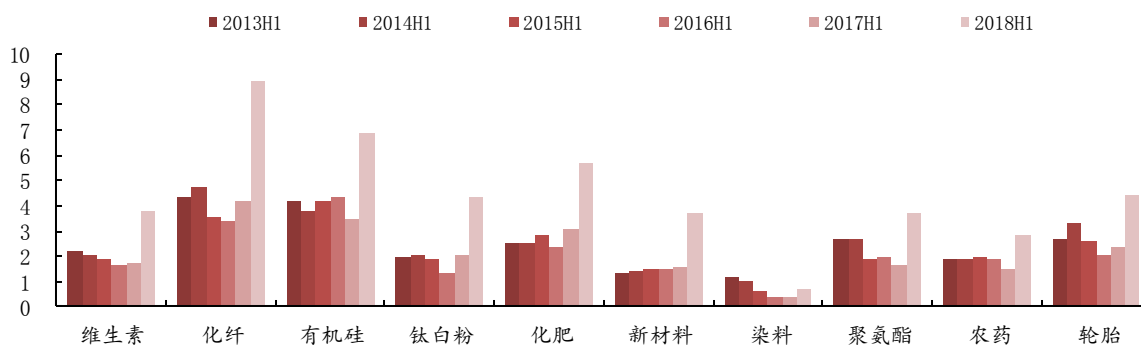
18H1 化工行业存货周转率上升至 5.61, 应收账款周转率上升至 8.57, 均出现明显改善。子行业层面, 除染料周转率增幅较小外其他子行业都有显著增加; 所有子行业应收账款周转率均同比大幅上升。化纤是两者改善最明显的子行业。

图27: 化工行业2013H1-2018H1存货和应收账款周转率



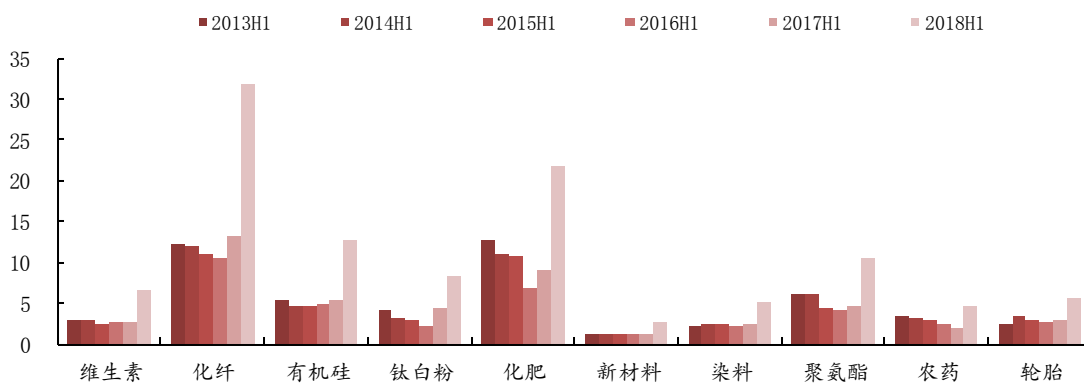
数据来源: wind, 财通证券研究所

图28: 化工主要子行业2013H1-2018H1存货周转率



数据来源: wind, 财通证券研究所

图29: 化工主要子行业2013H1-2018H1应收账款周转率

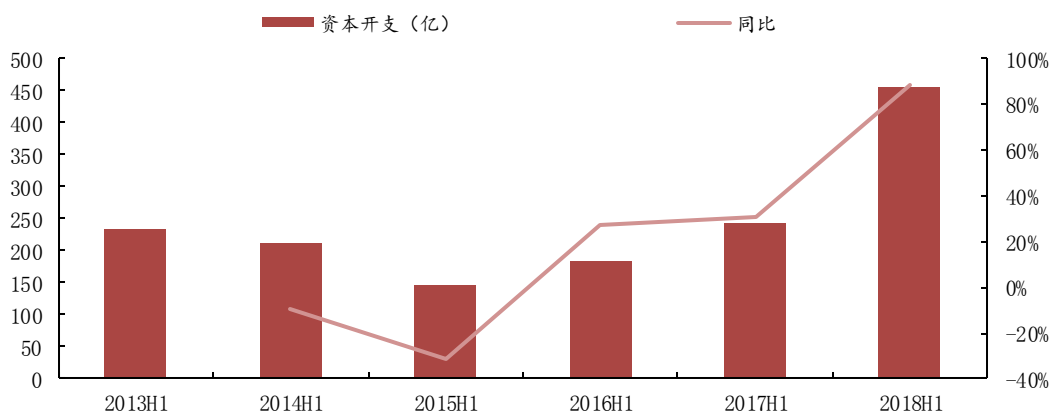


数据来源: wind, 财通证券研究所

3、资本开支：高盈利下资本开支大幅增长，聚酯龙头进军炼化

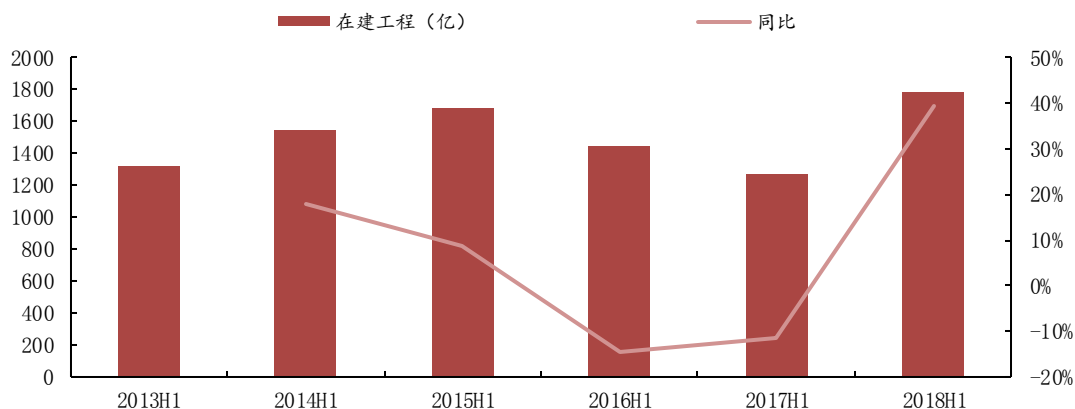
由于行业整体较为景气，盈利情况显著改善，2018H1 基础化工行业资本开支（构建固定资产、无形资产等其他长期资产支付的现金）增速大幅增长，同比涨幅 88.94%。从在建工程（期末余额）历史变化来看，2018H1 在建工程结束了连续两年的负增长，同比增长 39.33%。

图30：化工行业2013H1-2018H1资本开支



数据来源：wind，财通证券研究所

图31：化工行业2013H1-2018H1在建工程（期末余额）

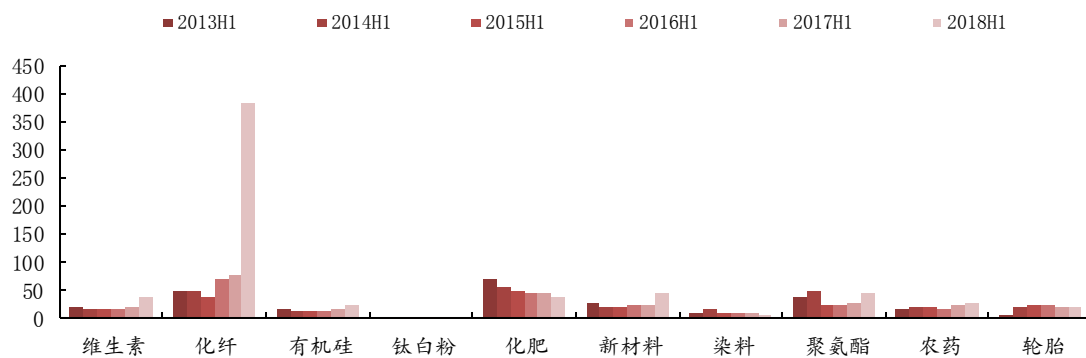


数据来源：wind，财通证券研究所

分行业看，除化肥、染料和轮胎外所有子行业资本开支均超过去年同期。与过去五年相比，有机硅、新材料、聚氨酯、维生素资本开支增幅比较明显，化纤大幅增长。有机硅增长主要因为合盛硅业等龙头企业的项目扩产；聚氨酯增长主要因万华工业园及聚氨酯产业链一体化-乙烯项目；化纤增长主要因聚酯龙头公司进军上游炼化，包括浙江石化、恒力炼化、恒逸炼化。钛白粉、农药相比 17H1 有

所增长，但与前五年平均水平相差不大。综合以上情况，我们判断 19-20 年有机硅、PX、乙烯或将进入新一轮产能增长周期。

图32：化工主要子行业2013H1-2018H1资本开支（单位：亿）



数据来源：wind，财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15% 以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5% 与 15% 之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 -5% 与 -15% 之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于 -15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5% 以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平 -5% 与 5% 之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 -5% 以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，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。