

证券研究报告—动态报告/行业快评

基础化工

**基础化工行业 2018 年报和
2019Q1 季报点评**
超配

(维持评级)

2019 年 05 月 16 日

去年末资产减值超出预期，1 季度盈利能力略有恢复

证券分析师： 龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

事项：

化工行业上市公司已经全部公布 2018 年年报和 2019Q1 季报。根据我们统计，2018 年报国信化工全板块营收同比增长 14.21%，归母净利润同比增长 22.39%，其中 2018Q4 单季度营收同比 10.45%，归母净利润同比-48.71%。2019Q1 季报国信化工全板块营收同比增长 8.67%，归母净利润同比增长-21.66%。

国信化工观点：1、2018 年全板块的经营状况低于我们之前预期，主要是去年末不少上市公司进行了大幅资产减值，超出我们之前的多次预测；2、2019Q1 全行业的盈利能力略有恢复，上市公司经营稳定性并没有发生严重的下滑；3、从各个子行业经营状况来看，化纤、化肥、印染化学品、轮胎、改性塑料在 2019Q1 业绩延续了较好的表现，另外市场份额较为集中以及产品技术附加值较高的子行业在 2019Q1 也保持了较好的净利率；4、投资建议：行业景气下行并未严重影响上市公司盈利能力，优质龙头仍值得坚定持有。国内化工行业目前已经进入综合能力比拼阶段，行业内优秀企业凭借自身突出的管理能力，以及不断向上下游延伸加固自身产业链优势，盈利波动幅度较从前已经明显降低。**建议重点关注相关子行业的龙头公司**，重点关注新一轮扩产周期中的龙头企业恒力股份（打造原油炼化-烯烃-芳烃-聚酯-化纤产业链）、卫星石化（沿乙烷、丙烷产业链上下游持续布局）、万华化学（MDI、TDI 新产能投产继续扩大全球领先地位，长期布局下游新材料领域）、华鲁恒升（最具效率的煤化工平台）、龙蟒佰利（氯化法钛白粉是行业未来主流绿色工艺）。
风险提示：1、下游需求低迷超出预期，化工品 PPI 大幅下行，影响企业盈利能力；2、全球政治变化，影响原油价格以及化工品需求。

评论：

■ 化工板块 2018 全年业绩低于预期，资产减值

2019 年 1 季报和 2018 年年报已经披露完毕，我们根据最新调整的国信化工分类，对全板块化工企业的经营状况作出分析。在去年化工行业三季报的分析中，我们已经看到了行业净利润增速在 2018Q3 单季度出现明显的下滑，当时行业景气度已经随着化工品 PPI 在逐步向下，因此当时我们判断 2018Q4 全行业的毛利率和净利率会下滑。由于 2017Q4 单季度的基数较低，我们在去年 11 月份预判 2018Q4 的盈利同比不会下降明显，且全年净利润同比在 35-45% 区间中。不过行业景气度的下行趋势及幅度不断超出我们的预计，从去年 4 季度开始一直到今年 1 季度，国内工业企业的库存周期从被动涨库存过渡到目前的主动去库存，需求端的低迷使得工业企业的盈利能力迅速下滑，化工行业也难以幸免。今年 2 月份的时候，我们根据已经披露业绩预告及业绩快报的化工企业（数量占国信化工全板块的 79%）的经营数据，对全板块的业绩再次做出预测，预计 2018 年全板块归母净利润达到 1147.3 亿元，同比增长 27.65%，其中 2018Q4 单季度业绩 198.5 亿元，同比-12.29%。

事实证明我们之前对全板块全年业绩的 2 次预测都略偏乐观，从最后披露的年报数据来看，2018 年全板块归母净利润实际达到 1050.3 亿元，同比增长 22.39%，其中 2018Q4 单季度业绩 93.20 亿元，同比-48.71%。根据分析，与我们预测差距加大的主要原因是之前有公布业绩预告的企业最终业绩都落在预告区间的下限，而且没有公布业绩预告的企业在 2018Q4 单季度的业绩同比下滑幅度更为明显，远低于之前我们的预期。

根据对我们建立的全板块利润表关键数据的整理，可以明显的看到全板块的景气度在 2018 年 Q2 达到了最高点，Q3 开始出现下滑迹象，Q4 则加速下滑。受国际油价大幅下跌的影响，Q4 化工品 PPI 明显下滑，使得全板块 Q4 的营收同比下降到 10.45%，全年则维持 14.21% 的同比增长，下行趋势明显。全板块的归母净利润下滑幅度则更为明显，Q4 单季度同比-48.71%，全年则取得 22.39% 的增长。从全板块的利润表关键数据来看，我们认为 2018Q4 归母净利润的下滑主要有 2 点因素：

- 1、需求低迷导致营收下滑明显，全板块整体毛利率受损，从 2018Q3 的 20.11% 下滑到 Q4 的 17.59%，是 2017 年以来单季度最低值；
- 2、年末资产减值损失大超预期。全板块 2018 年前三季度资产减值损失共 60.5 亿元，但是 Q4 单季度资产减值损失就达到 145.0 亿元，超过 2017 年同期水平。

表 1：国信化工整体板块简要利润表（2018 年年报及单季度数据、2019Q1 财报）（单位：亿元）

单季度数据	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2018 年报	2019Q1
营业总收入	3652.84	3933.01	4641.12	4370.03	16597.00	3969.69
--同比	12.69%	17.12%	16.56%	10.45%	14.21%	8.67%
营业收入	3652.00	3932.29	4640.49	4369.45	16594.21	3968.21
--同比	12.67%	17.12%	16.57%	10.45%	14.23%	8.66%
营业总成本	3307.78	3582.79	4263.23	4346.48	15500.27	3717.27
营业成本	2868.89	3118.36	3707.09	3600.88	13295.22	3219.52
毛利	783.10	813.93	933.40	768.57	3298.99	748.69
毛利率	21.44%	20.70%	20.11%	17.59%	19.88%	18.87%
期间费用	402.20	407.76	514.99	556.27	1881.21	455.68
期间费用率	11.01%	10.37%	11.10%	12.73%	11.34%	11.48%
-销售费用	137.00	155.16	161.35	184.60	638.11	157.51
-管理费用	189.48	191.83	268.28	291.83	941.42	213.53
-财务费用	75.71	60.77	85.36	79.83	301.67	84.64
资产减值损失	9.54	20.24	30.73	144.98	205.49	14.00
税金及附加	26.03	27.65	31.07	32.63	117.39	25.76
营业利润	407.88	413.24	435.54	131.71	1388.37	317.45
--同比	39.47%	52.76%	33.18%	-51.18%	21.45%	-22.17%
利润总额	411.10	414.70	434.79	126.04	1386.64	320.04
--同比	55.90%	48.79%	40.26%	-35.11%	21.52%	-22.15%
减-所得税	74.99	76.74	76.01	26.34	254.08	59.47
所得税率	18.24%	18.51%	17.48%	20.90%	18.32%	18.58%
净利润	336.11	337.78	358.75	99.68	1132.31	260.57
--同比	39.42%	54.34%	41.81%	-43.66%	34.40%	-16.28%
净利率	9.20%	8.59%	7.73%	2.28%	6.82%	6.57%
归母净利润	317.32	310.23	329.55	93.20	1050.30	248.60
--同比	31.74%	50.26%	34.36%	-48.71%	22.39%	-21.66%

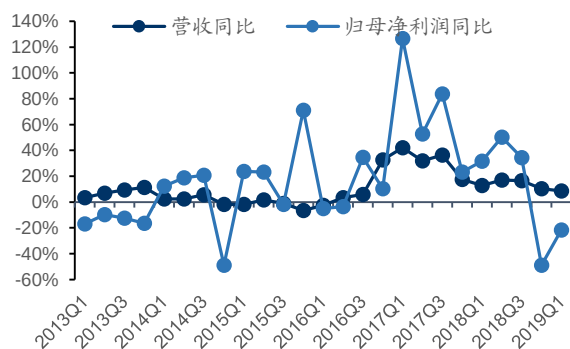
资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 2018Q4 业绩大幅下滑，2019Q1 略有恢复

全板块归母净利润同比在 2018Q4 大幅下落，2019Q1 有所恢复，并且波动幅度要远超过营业收入的同比增速。这主要是因为对于国内化工股而言，低毛利、同质化、竞争激烈仍然是行业的主要特征，需求端增速的波动会放大企业净利润增速的波动。虽然当前行业景气度向下，但是可以值得我们乐观的是，行业毛利率和净利率并没有快速回落到景气度启动之前的水平，2019Q1 全板块的毛利率和净利率仍然是 2013 年以来的较高位置。全板块的毛利率已经从 2018Q4 的 17.59% 恢复到了 2019Q1 的 18.87%，虽然离 2018Q2 的景气高点还有约 2 个百分点的差距，但是已经接近 2017Q2 的毛利率水平。这一数据，也潜在反映了当前国内化工行业的整体格局，即虽然需求低迷，但是行业供需未失衡，上市公司的盈利能力恢复和调整能力相比过去已经明显提升一个台阶，全板块的盈利中枢在继续上抬。

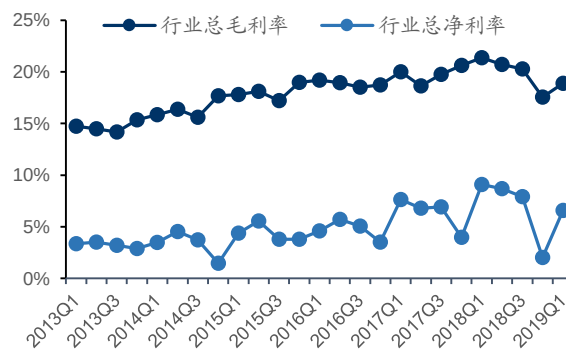
2018Q2 是国内化工行业自 2016Q1 景气度上行区间以来的最高点，全行业无论是营业收入还是净利润都已经达到了一个较高的基数，很难继续维持较高的增长速度，再考虑当前所处的库存周期位置，我们预计 2019 年全板块的营收和净利润的同比增速会维持在低位震荡，基本不会超过 2018 年的增长幅度，也不会出现大幅的负增长情况。

图 1：国信化工全行业的营收和归母净利润同比变化



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：国信化工全行业的单季度毛利率和净利率变化

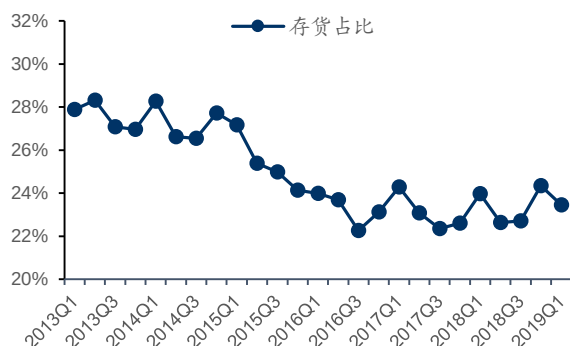


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

■ 本次行业景气度下滑，并没有严重影响上市公司的经营稳定性和盈利能力

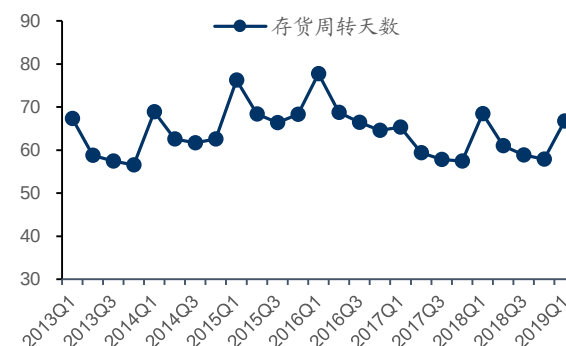
全板块化工企业的经营稳定性仍处于较好状态。2018Q4 和 2019Q1 全板块化工企业的盈利能力虽然有所恶化，但是企业整体的存货占比和存货周转天数仍处于较低状态。虽然当前化工行业处于主动去库存周期阶段，从宏观数据上看，整个工业库存水平处于去年以来的较高位置，而部分化工品的库存水平也较高，但是从上市公司的整体财报情况来看，化工行业上市公司的存货情况仍处于较低水平，并没有呈现恶化的趋势。这也说明，化工行业上市公司已经在市场竞争中占据了相对有利的位置，能够根据实际经营状况控制库存水平，经营稳定性相比过去有明显的提升。

图 3：国信基础化工全行业的存货占比变化



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：国信基础化工全行业的存货周转天数变化

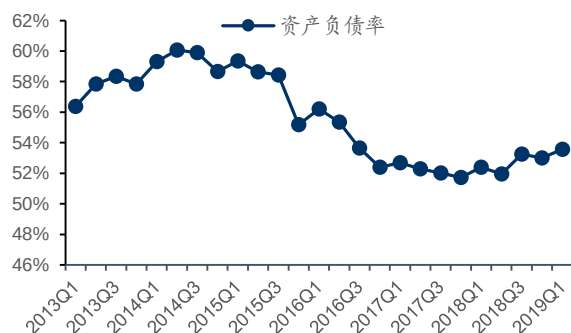


资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

2016 年以来的景气持续上行，化工行业全板块的负债率也得以降低。从 2018 年开始，行业内优秀的上市公司趁机加大资本投入扩大生产规模，特别是化纤和炼化行业有明显的大规模资产投资。这也使得今年以来全行业的资产负债率有上升的迹象，2018Q4 和 2019Q1 也延续了这种趋势。

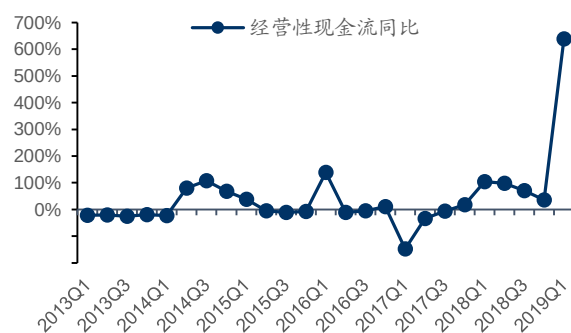
经营性现金流在 2019Q1 大幅改善，反映了在行业下游需求低迷的整体环境下，各企业都加大经营性现金回流力度。全板块的上市公司在景气下行期，并没有贸然扩大经营规模，而下游企业虽然需求增速低迷，但是经营状况并没有发生明显恶化，这也使得大多数化工企业能够顺利收回现金。

图 5：国信基础化工全行业的资产负债率变化



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

图 6：国信基础化工全行业的经营性现金流同比变化



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从 2018 年年报以及 2019Q1 季报的利润表关键数据以及全板块的经营稳定性上看，我们认为化工行业整体景气度的下降，对全板块的盈利状况确实产生了较为明显的影响。2018Q4 的营收增速和净利润增速都出现了明显的下滑，特别是净利润增速单季度同比下滑到-48.71%，也超出我们之前多次的预期。但是从 2019Q1 的财报数据来看，全板块的盈利能力并没有受到持续的破坏，已经有较为明显的恢复，毛利率和净利率环比也都有所提高，虽然离景气高点仍有距离，但仍远好于 2016 年景气度上行之前的状况。更为重要的是，我们从全板块的经营稳定性上可以看到，化工企业的存货情况、负债情况以及经营性现金流的状况仍然处于健康状态，这意味着化工行业上市公司整体上在行业景气度低迷时仍能保持较好的经营状态。

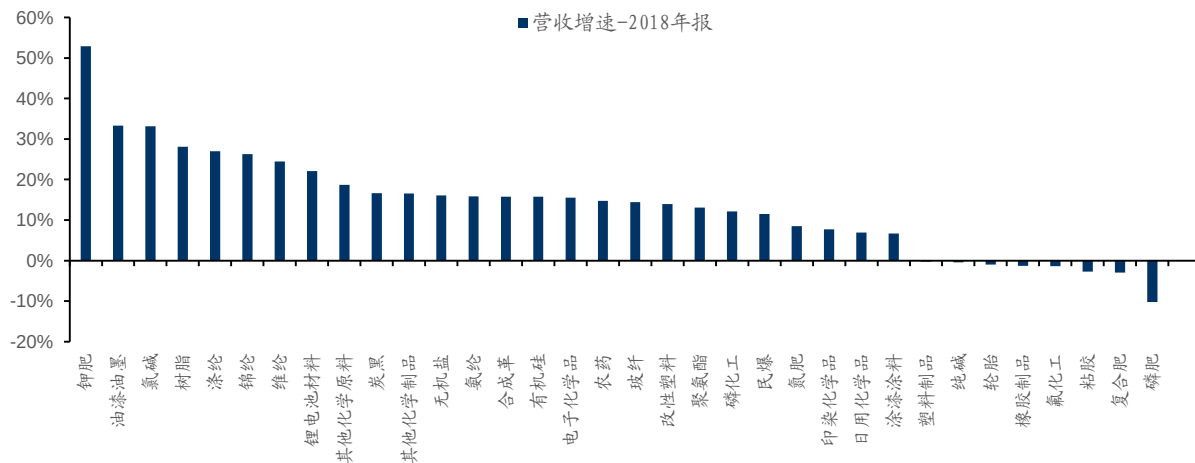
连续 2 个季度的财务数据有理由让我们相信，国内化工龙头企业的运营能力相比过去已经有明显的提高，行业景气度的波动虽然对企业的盈利能力有所影响，但是在供给侧改革以及企业自身加强管理的大背景之下，企业整体的盈利中枢在稳步提高，盈利的波动性也远小于过去。因此化工行业投资的大逻辑，过去我们常提要重视盈利周期的波动，未来我们的关注重点将转向行业内优秀龙头公司的长期成长，因为这些公司的盈利波动性将远小于过去。

从我们重点关注的库存周期来看，当前化工企业处于主动去库存向被动去库存的过渡阶段，随着库存水平的进一步降低，下游需求的好转将会带动化工行业 PPI 走势出现转折性拐点，行业景气度也会有所好转。我们认为行业盈利能力会在 2018Q4 和 2019Q1 的基础上逐步修复，特别是龙头公司的盈利能力会进一步巩固加强。

■ 各子行业的表现情况

从各子行业的营收增速来看，2018 年全年营收增速较快的子行业主要是钾肥、油漆油墨、氯碱、树脂、涤纶、锦纶、维纶、锂电池材料等板块，都获得了 20% 以上的同比增长。而磷肥、复合肥、粘胶、氟化工、橡胶制品、轮胎、纯碱、塑料等行业在 2018 年则整体上出现营收下滑的情况，主要是与之相关的产品在 2018 年价格表现较为低迷。

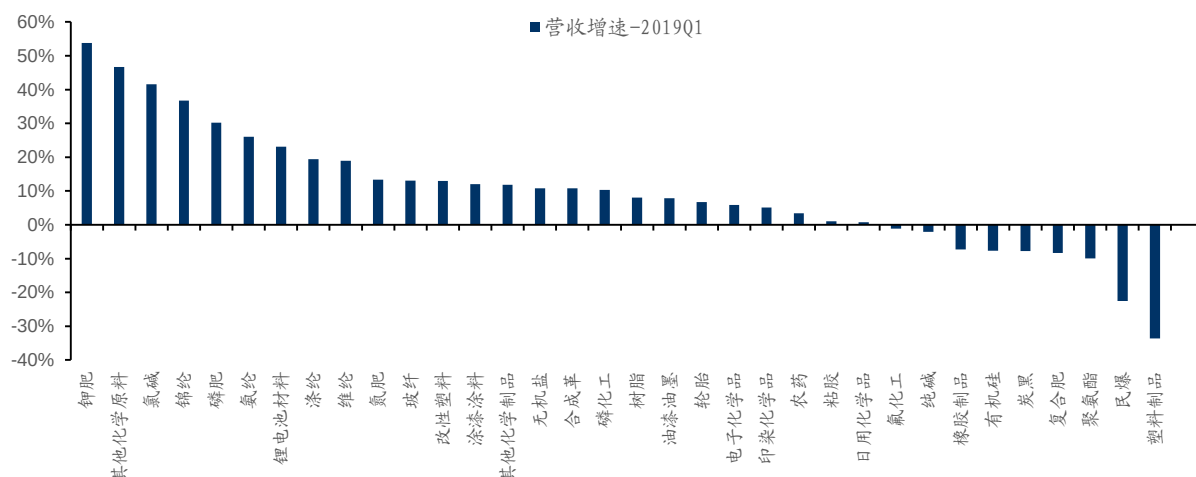
图 7：国信化工各子行业 2018 年度的营收增速排序（单位：%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

2019 年 Q1 营收增速表现比较好的子行业是钾肥、其他化学原料（大多是一些精细化工品）、氯碱、锦纶、磷肥、氨纶、锂电池材料等板块，而塑料制品、民爆、聚氨酯、复合肥、炭黑、有机硅、橡胶制品、纯碱、氟化工等板块则在 1 季度营收同比下滑。总的来看，化肥（主要是钾肥和磷肥）、氯碱、化纤等板块在 1 季度延续了去年增长的趋势或者有明显改善，而纯碱、塑料和橡胶相关的板块的营收增速在 1 季度仍表现较为低迷。

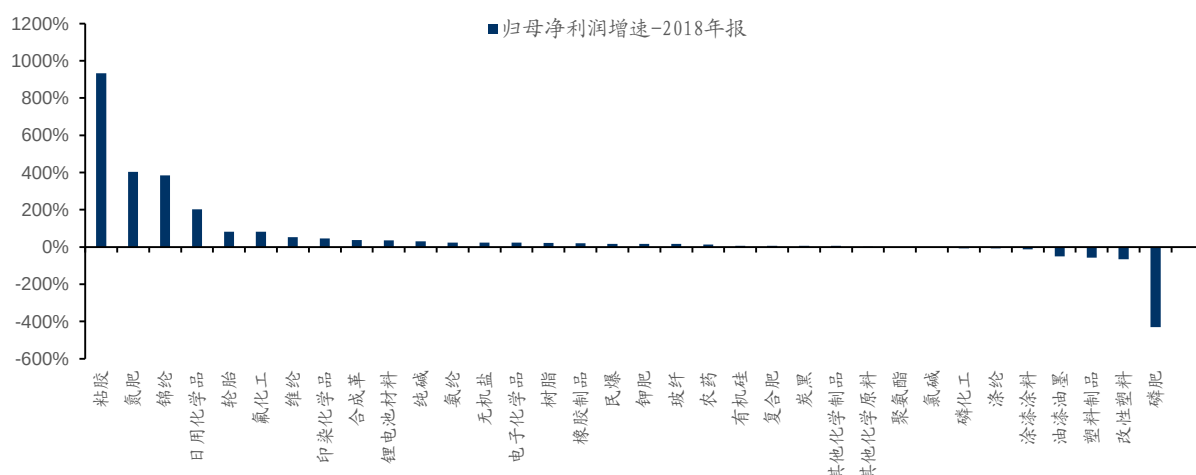
图 8：国信化工各子行业的营收增速（2019Q1）排序（单位：%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从各子行业的归母净利润增速来看，大多数子行业都取得了净利润同比增长的表现，特别是粘胶、氮肥、锦纶、日用化学品、轮胎、氟化工、未来、印染化学品、合成革、锂电池材料等板块的净利润同比增长都在 30%以上，超过行业整体水平。2018 年全年只有磷肥、改性塑料、塑料制品、油漆油墨、涂料、涤纶、磷化工、氯碱、聚氨酯等子行业的净利润同比有所下滑。

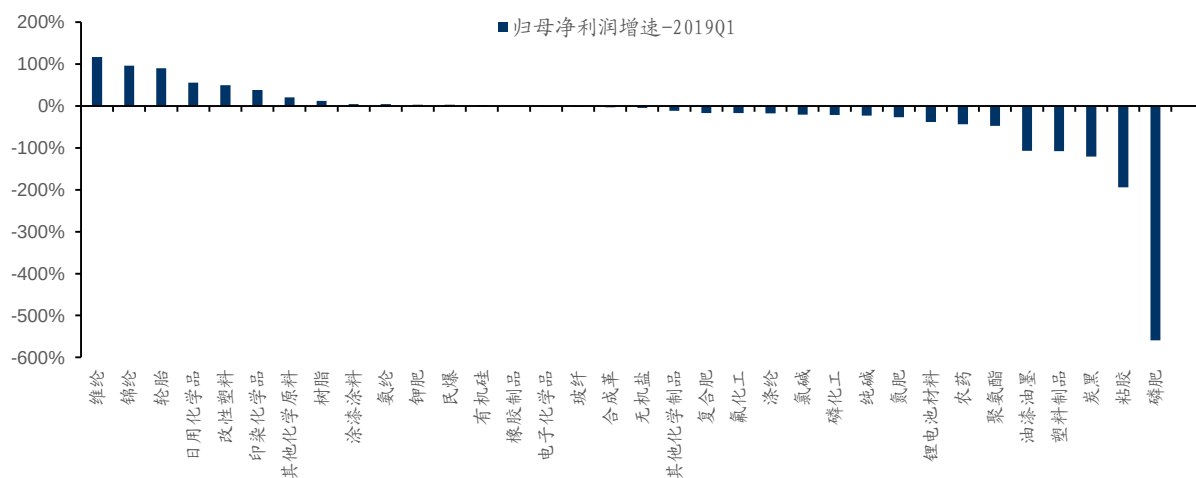
图 9：国信化工各子行业 2018 年的归母净利润增速排序（单位：%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

2019Q1 由于行业景气度整体有所下滑，大多数子行业的净利润增速都出现负增长的情况，特别是磷肥、粘胶、炭黑、塑料制品、油漆油墨等板块的业绩下滑较为明显，同比下滑幅度都超过了 100%。2019Q1 净利润增幅表现较为抢眼的子行业是维纶、锦纶、轮胎、日用化学品、改性塑料、印染化学品等。对比 2018 年全年的表现，改性塑料板块的改善幅度较为明显，同时化工产业链中偏下游的行业净利润增长的幅度相对更大。

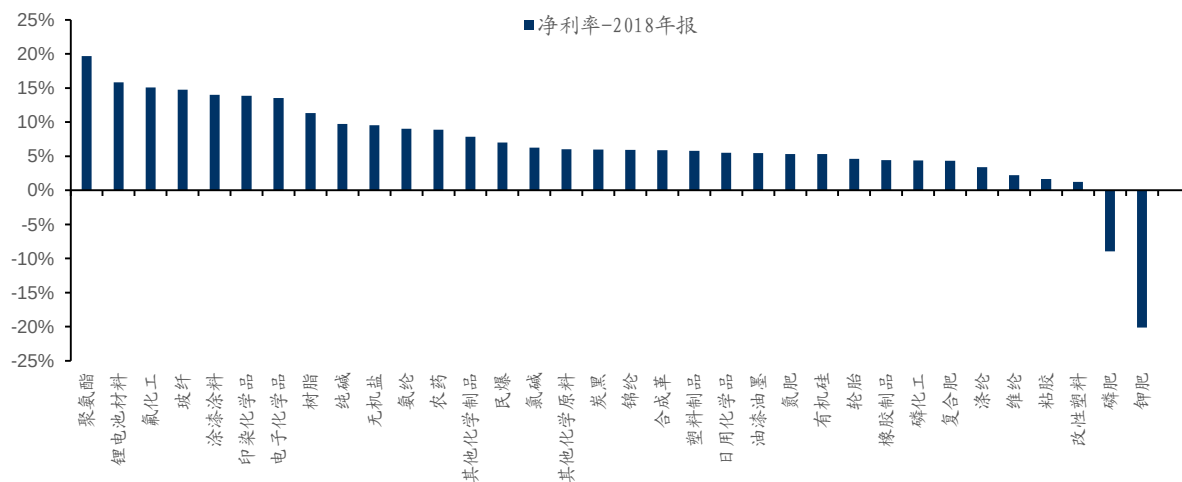
图 10：国信化工各子行业的归母净利润增速（2019Q1）排序（单位：%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

从各子行业的盈利能力来看，2018 年全年净利率水平最高的子行业是聚氨酯、锂电池材料、氟化工、玻纤、涂料、印染化学品、电子化学品、树脂等，其净利率都在 10% 以上。其中聚氨酯、玻纤和印染化学品是因为行业集中度较高，龙头企业的盈利能力较为稳定，因此整个板块的盈利能力也都表现突出，而锂电池材料、氟化工、电子化学品则是因为其产品的技术附加值较高，都属于化工领域中的高端材料，在下游产业链发展快速的阶段，能够享有较好的毛利率和净利率水平。

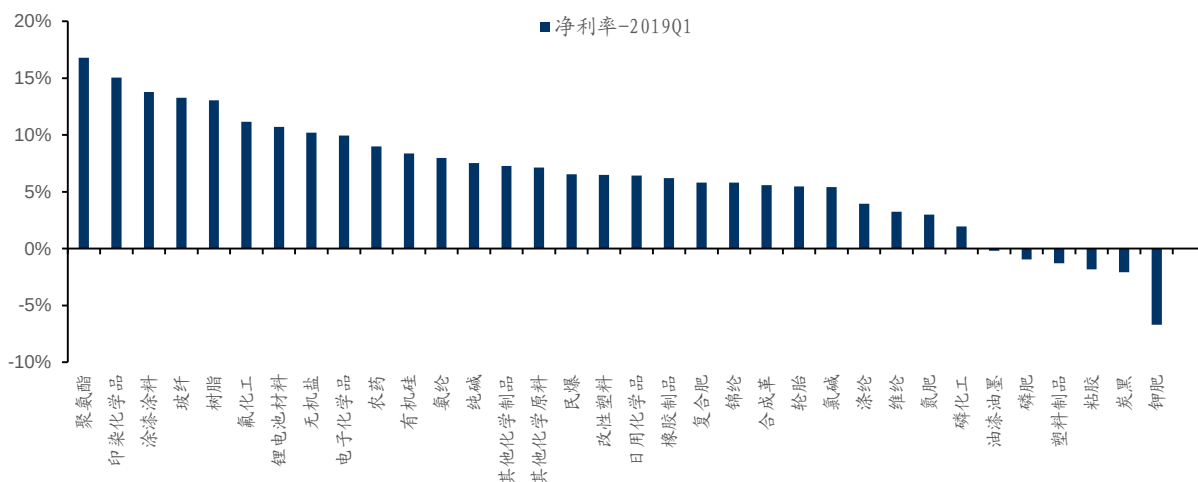
图 11：国信化工各子行业的净利率排序（单位：%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

2019Q1 净利率表现较好的子行业则是聚氨酯、印染化学品、涂料、玻纤、树脂、氟化工、锂电池材料、无机盐等，基本上与 2018 年的整体水平类似。从净利率的表现上看，行业格局集中或者本身技术附加值较高的品种都能够取得较好的盈利能力，且这种盈利能力能够得到较好的持续。

图 12：国信化工各子行业的净利率（单季度）排序（单位：%）



资料来源:Wind、国信证券经济研究所整理

总的来看，化纤（主要是氨纶、维纶、锦纶）、化肥（主要是钾肥和尿素）、印染化学品、轮胎、改性塑料等行业在 2019Q1 的业绩表现相对突出，净利润同比仍有较大的改善。但是从盈利能力的稳定性上看，聚氨酯、印染化学品、涂料、玻纤等市场份额较为集中的行业，以及氟化工、树脂、锂电池材料等产品技术附加值较高的行业在 2019Q1 的净利率基本与 2018 年整体水平接近，并没有出现较大的波动。

■ 投资建议：行业景气下行并未严重影响上市公司盈利能力，优质龙头仍值得坚定持有

从化工行业上市公司 2018 年报及 2019Q1 季报的整体情况来看，化工行业在 2018Q2 达到了本轮景气度的高点，2018Q3-2019Q1 处于景气下滑阶段，特别是 2018Q4 单季度全板块的整体净利润同比下滑幅度较大，超出我们之前的多次预期。2018Q4 业绩下滑的主要原因还是在于上市公司在年末进行了大幅资产减值，整个板块全年资产减值 205.5 亿元，其中 Q4 单季度就减值 145.0 亿元，对企业盈利状况产生了较大的影响。但是我们从企业整体的毛利率、存货状况、经营性现金流的情况来看，化工行业上市公司的整理盈利能力并没有发生很大的变化。特别是，2019Q1 整体毛利率恢复到 18.87%，这已经是 2017Q2 尚处于景气上行期的水平，也高于 2013 年以来的大多数阶段。

这些财务数据有理由让我们相信，国内化工龙头企业的运营能力相比过去已经有明显的提高，行业景气度的波动虽然对企业的盈利能力有所影响，但是在供给侧改革以及企业自身加强管理的大背景之下，企业整体的盈利中枢在稳步提高，盈利的波动性也远小于过去。

我们认为：1、2018 年全板块的经营状况低于我们之前预期，主要是去年末不少上市公司进行了大幅资产减值，超出我们之前的多次预测；2、2019Q1 全行业的盈利能力略有恢复，上市公司的经营稳定性并没有发生严重的下滑；3、从各个子行业经营状况来看，化纤、化肥、印染化学品、轮胎、改性塑料在 2019Q1 业绩延续了较好的表现，另外市场份额较为集中以及产品技术附加值较高的子行业在 2019Q1 也保持了较好的净利率；4、投资建议：行业景气下行并未严重影响上市公司盈利能力，优质龙头仍值得坚定持有。国内化工行业目前已经进入综合能力比拼阶段，行业内优秀企业凭借自身突出的管理能力，以及不断向上下游延伸加固自身产业链优势，盈利波动幅度较从前已经明显降低。建议重点关注相关子行业的龙头公司，我们建议重点关注新一轮扩产周期中的龙头企业恒力股份（打造原油炼化-烯烃、芳烃-聚酯-化纤产业链）、卫星石化（沿乙烷、丙烷产业链上下游持续布局）、万华化学（MDI、TDI 新产能投产继续扩大全球领先地位，长期布局下游新材料领域）、华鲁恒升（最具效率的煤化工平台）、龙蟒佰利（氯化法钛白粉是行业未来主流绿色工艺）。

■ 风险提示

1、下游需求低迷超出预期，化工品 PPI 大幅下行，影响企业盈利能力；2、全球政治变化，影响原油价格以及化工品需求。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价 2019.5.15	EPS			PE			PB
				2018	2019E	2020E	2018	2019E	2020E	2018
600309	万华化学	买入	41.02	3.88	3.94	4.69	10.6	10.4	8.7	3.1
002601	龙鳞佰利	买入	15.96	1.12	1.50	1.81	14.3	10.6	8.8	2.5
600346	恒力股份	买入	17.59	0.66	1.59	2.24	26.7	11.1	7.9	3.2
600426	华鲁恒升	买入	14.56	1.86	1.57	1.76	7.8	9.3	8.3	1.9

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

相关研究报告:

- 《行业事件点评：江苏加大化工行业整顿力度，行业或将迎来新一轮供给侧改革》——2019-04-08
- 《基础化工行业 4 月份投资策略：行业供给局部收缩，重点关注染料、农药、聚酯产业链》——2019-04-01
- 《行业事件点评：江苏响水化工园区发生安全事故，影响染料和农药的中间体供应》——2019-03-26
- 《基础化工行业年报前瞻&2 月份投资策略：库存略高，节后开工静待旺季》——2019-02-26
- 《基础化工行业 12 月份&2019 年度投资策略：效率优先，紧跟需求》——2018-12-21

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层

邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼

邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层

邮编：100032