国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2019 年 09 月 15 日

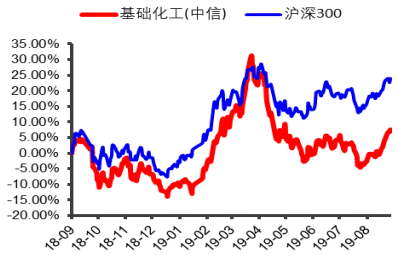
行业盈利同比下滑，聚焦优质细分冠军

化工行业

投资建议： 中性

上次建议： 中性

一年内行业相对大盘走势



投资要点：

➢ **行业收入增速放缓，19年H1盈利同比下滑**

以自建基础化工公司为样本，2019年上半年全行业实现营业收入6725.21亿元，同比增长10.59%；实现归母净利润457.12亿元，同比下滑12.75%。2019年上半年全行业盈利水平延续2018Q4弱势，同比增速出现下滑，但环比好转，一季度伴随原油价格的止跌企稳，化工品价格止跌企稳，并有效传导前期高价原料，行业整体毛利率水平得到提升，叠加期间费用率的降低，2019年Q2开工率提升，财务费用率降低，企业盈利环比出现好转。

➢ **行业资产负债率提升，龙头企业产能扩张有所加快**

截止到2019年半年度，基础化工行业资产总额19677.73亿元，负债总额10399.43亿元，行业资产负债率52.85%。从历史单季度资产负债率情况来看，基础化工样本公司资产负债率从2015年起进入下行通道。伴随着行业整体盈利好转，资金不断回笼，企业去杠杆进程持续推动，2018Q2达到2012年以来低点 50.85%，随后伴随部分龙头企业资本开支增加，整体资产负债率有小幅提升，部分行业产能扩张有所加快。

➢ **投资逻辑及重点标的推荐**

回顾2018年及2019年H1板块走势，总体经历先扬后抑过程，展望未来，面临经济周期下行、安全监管收紧，化工行业供给端的转型升级将提速，真正具备核心竞争力的优势企业将脱颖而出，在当前形势下，我们选股策略如下：（1）需求稳定增长，供给端格局持续转好的行业的优质企业。（2）注重安全、质量、环保，产业链一体化完全，受益于供给侧改革的行业龙头企业。（3）科学技术工艺领先，不断突破创新，具有核心竞争力的企业。（4）率先完成全球化布局，规避贸易摩擦的企业。重点标的如下：苏利股份（603585.SH）、扬农化工（600486.SH）、兴发集团（600141.SH）、利尔化学（002258.SZ）、新和成（002001.SZ）、安迪苏（600299.SH）、华峰氨纶(002064.SZ)、玲珑轮胎(601966.SH)、安利股份(300218.SZ)、利安隆（300596.SZ）、安道麦A（000553.SZ）、梅花生物（600873.SH）、新安股份(600596.SH)、皇马科技(603181.SH)、万华化学(600309.SH)、金禾实业(002597.SZ)等等。

➢ **风险提示**

1)、宏观经济疲软导致下游需求不振，化工品价格普遍下跌的风险。

2）、原油等大宗原料价格继续下跌的风险。

马群星 分析师

执业证书编号：S0590516080001

电话：0510-85613163

邮箱：maqx@glsc.com.cn

相关报告

1、《上半年化工整体景气下行，板块盈利分化明显》

2、《巴斯夫 VA 事故超预期，磷化工产业链开启涨价行情》

3、《维生素 A 报价上调，DMC 价格持续上涨》

《化工》

请务必阅读报告末页的重要声明

正文目录

1 基础化工板块盈利同比下滑，估值趋于合理 4
2 2019Q2 盈利环比好转，2019H1 同比仍下滑 5
3 基础化工行业资产负债率提升，龙头企业扩张加速 9
4 基础化工行业经营性现金流持续改善 11
5 重点推荐投资标的 12
6 风险提示 14

图表目录

图表 1：2018 年及 2019-H1 中信基础化工行业营收及归母净利表现 4
图表 2：2019 年初至 2019 年二季度末中信各子行业涨跌幅情况（%） 5
图表 3：全体 A 股与基础化工 PE 对比 5
图表 4：全体 A 股与基础化工 PB 对比 5
图表 5：2019-H1 基础化工行业利润表情况（百万元） 5
图表 6：基础化工季度毛利率、期间费用率及净利率 6
图表 7：基础化工行业单季度三费情况 6
图表 8：尿素行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 6
图表 9：磷肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 6
图表 10：复合肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 7
图表 11：农药行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 7
图表 12：涤纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 7
图表 13：氨纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 7
图表 14：粘胶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 7
图表 15：氯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 7
图表 16：聚氨酯行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 17：涂料油墨行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 18：民爆行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 19：印染行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 20：橡胶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 21：轮胎行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 22：炭黑行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 23：氟化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 8
图表 24：纯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 9
图表 25：磷化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 9
图表 26：日化行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 9
图表 27：改性塑料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 9
图表 28：膜材料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 9
图表 29：塑料制品行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况 9
图表 30：基础化工行业单季度资产负债率情况 9
图表 31：资产负债率较高的子行业 10
图表 32：资产负债率较低的子行业 10
图表 33：基础化工在建工程及固定资产占比情况 10
图表 34：固定资产投资完成额累计同比（%） 10
图表 35：在建工程/固定资产比例上升的子行业 11
图表 36：在建工程/固定资产比例下降的子行业 11
图表 37：存货周转率较高的子行业 11

图表 38：存货周转率较低的子行业 11
图表 39：基础化工行业 2019H1 现金流情况 11
图表 40：2019 年 H1 经营性现金流改善的子行业 12
图表 41：2019H1 年经营性现金流恶化的子行业 12
图表 42：基础化工重点推荐标的 13

1 基础化工板块盈利同比下滑，估值趋于合理

以中信行业分类为基准，2018 年及 2019H1 基础化工行业整体实现营业收入同比分别增长 10.08%、-0.62%；实现归母净利润同比分别增长 18.30%、-22.01%。

图表 1：2018 年及 2019-H1 中信基础化工行业营收及归母净利表现

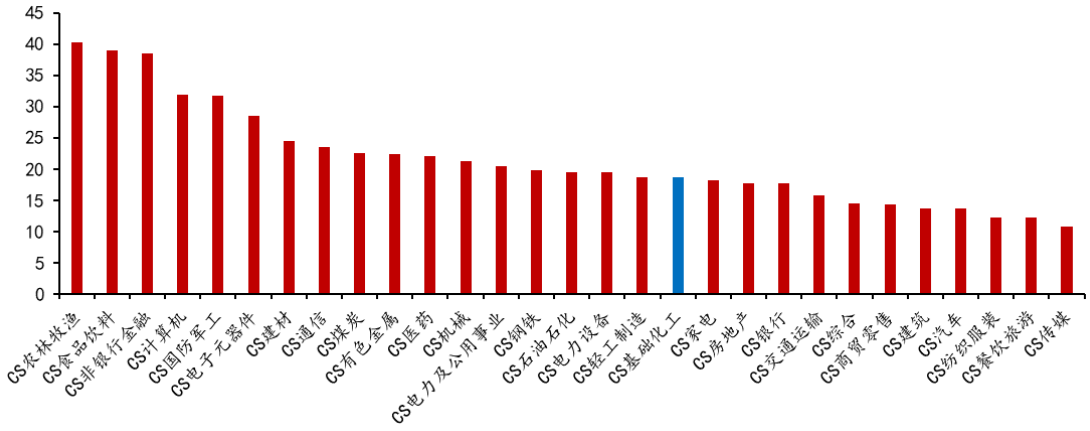
	2018 年		2019 年 H1	
	营收增长（%）	归母净利增长（%）	营收增长（%）	归母净利增长（%）
CS 农林牧渔	8.50	-59.29	8.85	105.35
CS 非银行金融	2.69	-17.61	15.00	68.73
CS 国防军工	6.92	19.67	5.74	38.08
CS 机械	15.12	-56.72	8.10	31.05
CS 计算机	14.93	-51.43	4.17	29.82
CS 综合	6.69	-112.91	18.07	26.17
CS 餐饮旅游	21.93	13.61	5.29	21.19
CS 食品饮料	13.08	24.60	12.96	20.43
CS 房地产	19.48	9.83	21.49	16.12
CS 电力及公用事业	11.41	0.06	8.23	12.81
CS 交通运输	13.48	-15.90	7.22	12.37
CS 家电	12.20	-14.14	5.28	9.22
CS 医药	19.41	-4.25	17.12	7.78
CS 银行	8.26	5.57	12.68	6.75
CS 建材	28.33	60.67	17.72	6.45
CS 电力设备	10.65	-26.54	7.20	6.39
CS 煤炭	9.51	7.64	8.87	4.71
CS 建筑	10.09	4.73	15.66	4.15
CS 石油石化	20.32	55.43	11.81	-10.85
CS 电子元器件	16.50	-30.70	9.51	-10.95
CS 纺织服装	8.89	-35.88	-3.19	-12.66
CS 轻工制造	16.14	-5.34	2.74	-13.62
CS 基础化工	10.08	18.30	-0.62	-22.01
CS 商贸零售	5.96	-2.78	4.64	-26.14
CS 有色金属	7.54	-58.16	7.19	-30.03
CS 汽车	2.22	-18.97	-8.27	-30.37
CS 钢铁	12.74	29.44	2.54	-36.92
CS 通信	9.76	-38.43	4.90	-51.88
CS 传媒	11.25	-144.18	1.89	-54.76

来源：Wind，国联证券研究所

以中信子行业分类为基准，回顾 2019 年初至 2019 年二季度末中信基础化工行业走势，指数上涨 18.65%，在 29 个板块中涨跌幅排名靠后，今年一季度以来，伴随贸易摩擦缓和预期以及国内经济出现回暖迹象，市场出现大幅度反弹，但目前仍存在对经济周期性下滑的担忧。回顾历史 PE 及 PB，以 2019 年 6 月 28 日收盘价计算，中信基础化工上市公司市盈率（历史 TTM-整体法，剔除负值）的平均市盈率为 18.44 X，相对全部 A 股平均市盈率溢价 25%，2019 年初至今化工行业整体盈利同比下滑，

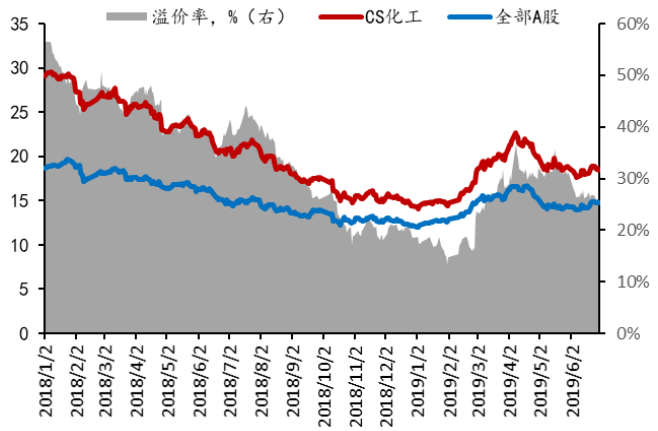
市场担忧经济周期性下滑，整体估值溢价下降；对历史估值相比，相对合理。从 PB 看，平均 PB 为 2.04X，相对全部 A 股溢价率为 28%，对历史估值相比，处于偏低位置。

图表 2：2019 年初至 2019 年二季度末中信各子行业涨跌幅情况（%）



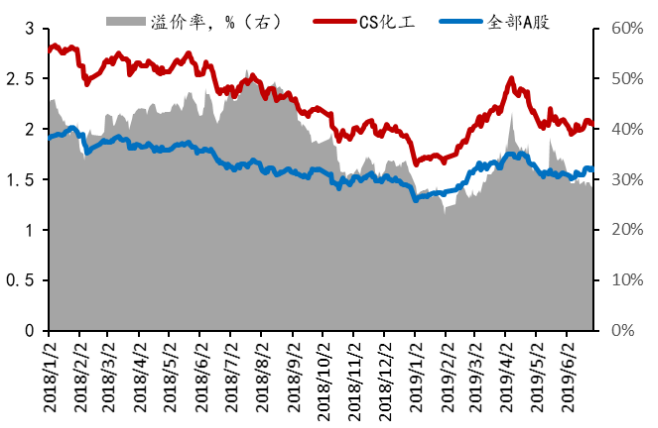
来源：Wind，国联证券研究所

图表 3：全体 A 股与基础化工 PE 对比



来源：Wind，国联证券研究所

图表 4：全体 A 股与基础化工 PB 对比



来源：Wind，国联证券研究所

2 2019Q2 盈利环比好转，2019H1 同比仍下滑

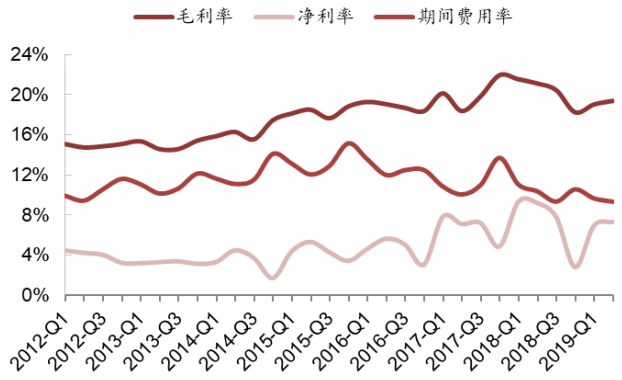
以自建基础化工公司为样本，2019 年上半年全行业实现营业收入 6725.21 亿元，同比增长 10.59%；实现归母净利润 457.12 亿元，同比下滑 12.75%。2019 年上半年全行业盈利水平延续 2018Q4 弱势，同比增速出现下滑，但环比好转。2019 年一季度全行业盈利水平延续 2018Q4 弱势，同比增速出现下滑，但环比好转。一季度伴随原油价格的止跌企稳，化工品价格止跌企稳，并有效传导前期高价原料，行业整体毛利率水平得到提升，叠加期间费用率的降低，2019 年 Q2 开工率提升，财务费用率降低，企业盈利环比出现好转。

图表 5：2019-H1 基础化工行业利润表情况（百万元）

中报数据汇总：	2012H1	2013H1	2014H1	2015H1	2016H1	2017H1	2018H1	2019H1
营业收入	274,273	332,218	360,246	358,803	376,137	517,013	608,139	672,521
yoy		*21.13%*	*8.44%*	*-0.40%*	*4.83%*	*37.45%*	*17.63%*	*10.59%*
营业成本	233,420	282,734	302,337	293,121	304,188	417,976	478,738	543,473
yoy		*21.13%*	*6.93%*	*-3.05%*	*3.78%*	*37.41%*	*14.54%*	*13.52%*
营业税金及附加	1,205	1,436	1,426	1,659	1,749	3,416	4,152	4,091
销售费用	8,429	11,883	13,733	15,653	16,806	19,640	24,474	27,497
管理费用	12,321	15,774	17,618	20,032	22,334	24,947	30,213	24,222
财务费用	5,849	7,417	9,586	9,346	8,593	9,413	10,375	12,325
资产减值损失	517	1,061	1,141	1,138	1,653	1,318	1,642	1,502
投资净收益	991	810	2,209	2,419	1,758	3,461	5,987	6,241
营业利润	13,526	12,614	16,566	20,350	23,006	44,787	68,613	57,897
利润总额	14,677	13,768	18,388	22,026	25,001	46,647	68,764	58,229
所得税	2,813	2,963	4,178	4,508	5,521	8,237	12,521	10,278
净利润	11,863	10,805	14,210	17,518	19,479	38,409	56,243	47,951
归属母公司股东的净利润	10,565	9,866	13,565	16,638	18,343	35,717	52,394	45,712
yoy		*-6.62%*	*37.49%*	*22.65%*	*10.25%*	*94.71%*	*46.69%*	*-12.75%*

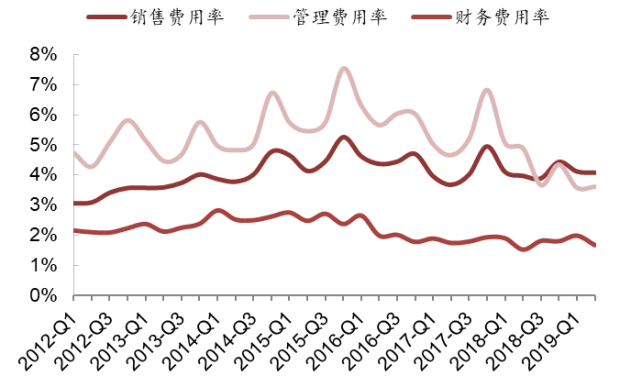
来源：Wind，国联证券研究所

图表 6：基础化工季度毛利率、期间费用率及净利率



来源：Wind，国联证券研究所

图表 7：基础化工行业单季度三费情况



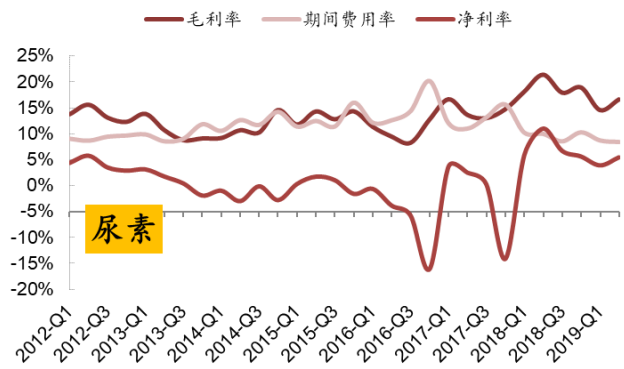
来源：Wind，国联证券研究所

➢ 多数子行业毛利率出现回落，仅农药、橡胶等保持平稳

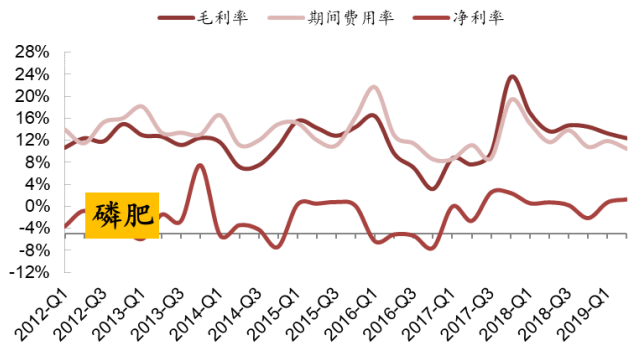
以自建基础化工企业为样本，2019 年二季度度及 2019 年一季度从各子行业经营情况来看，氮肥、涤纶、氨纶、粘胶、印染化学品、膜材料、塑料制品毛利率 Q2 环比有所改善，受响水爆炸影响，印染化学品板块行业龙头受益明显，毛利和净利都有所改善。从同比角度看，除了轮胎及橡胶制品板块，其余板块大多数下滑，农药板块毛利率较为平稳。

图表 8：尿素行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况

图表 9：磷肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况

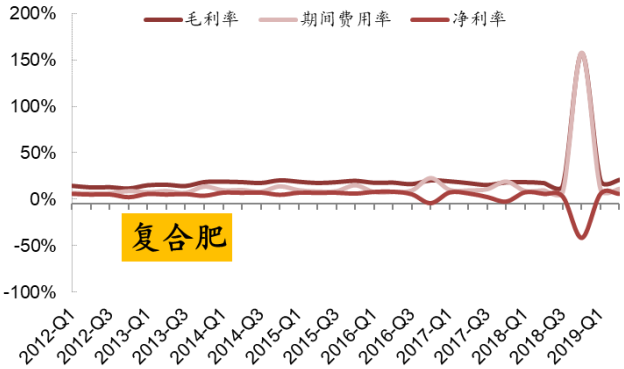


来源：Wind，国联证券研究所



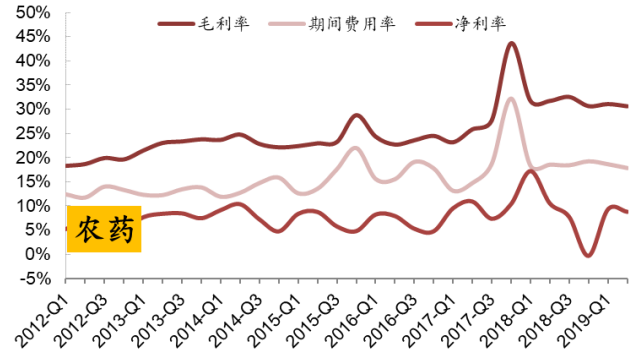
来源：Wind，国联证券研究所

图表 10：复合肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



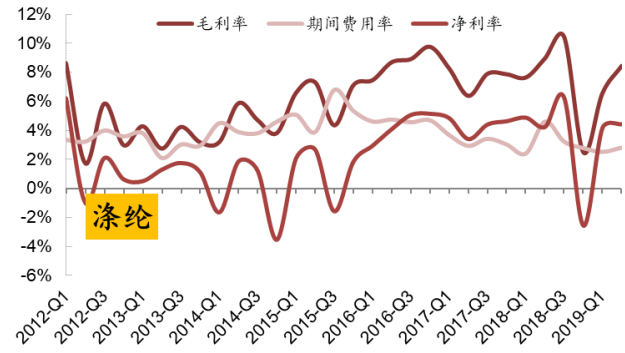
来源：Wind，国联证券研究所

图表 11：农药行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



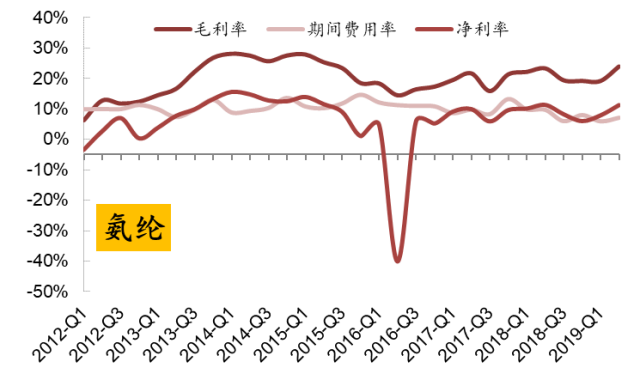
来源：Wind，国联证券研究所

图表 12：涤纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



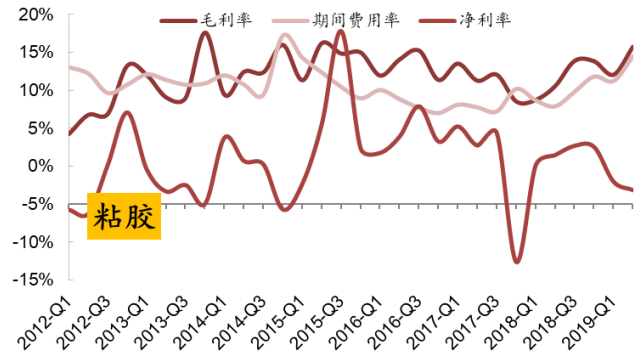
来源：Wind，国联证券研究所

图表 13：氨纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



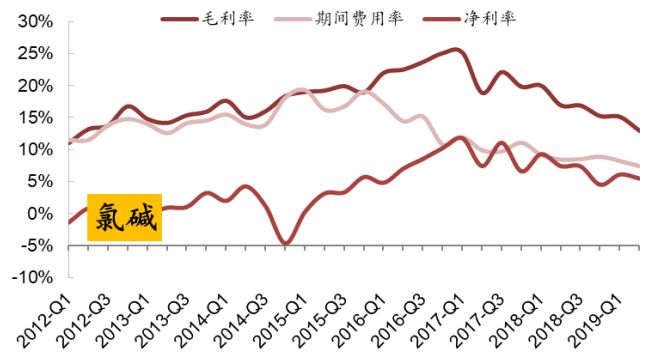
来源：Wind，国联证券研究所

图表 14：粘胶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



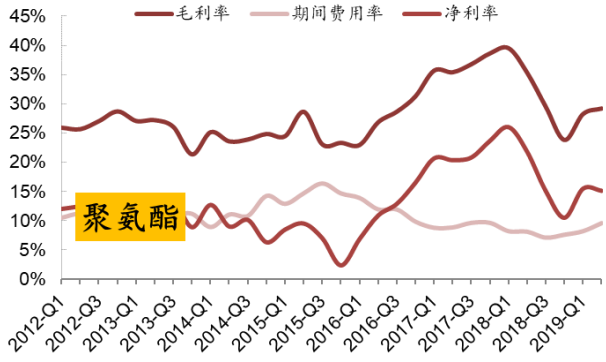
来源：Wind，国联证券研究所

图表 15：氯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



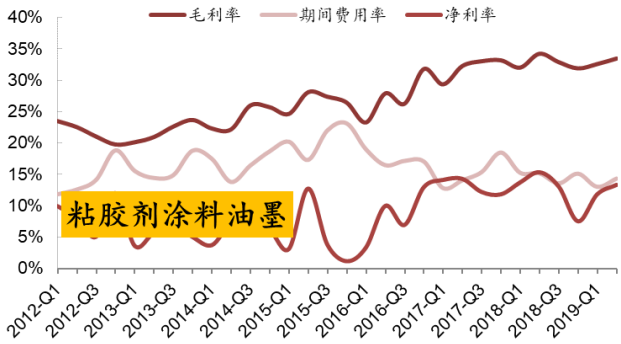
来源：Wind，国联证券研究所

图表 16：聚氨酯行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



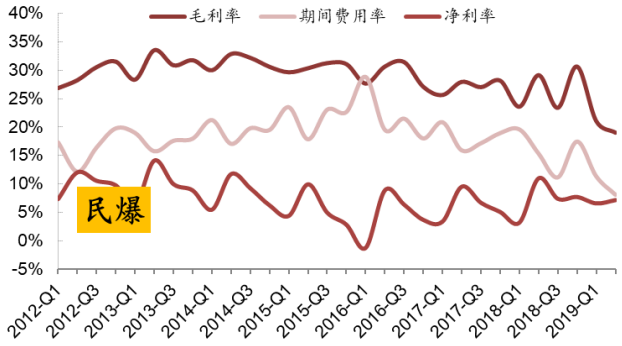
来源：Wind，国联证券研究所

图表 17：涂料油墨行业季度毛利率、期间费用率和净利率情



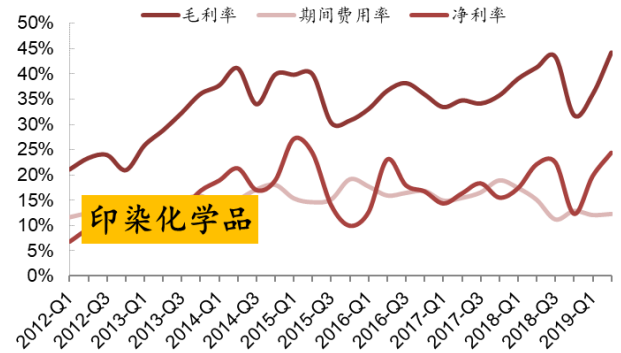
来源：Wind，国联证券研究所

图表 18：民爆行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



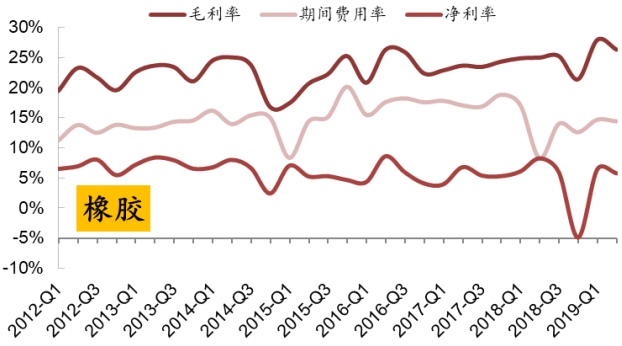
来源：Wind，国联证券研究所

图表 19：印染行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



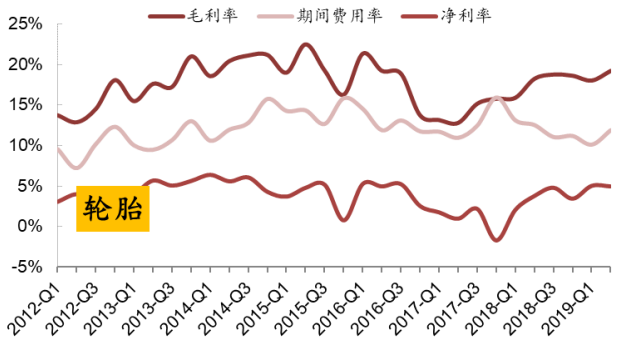
来源：Wind，国联证券研究所

图表 20：橡胶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



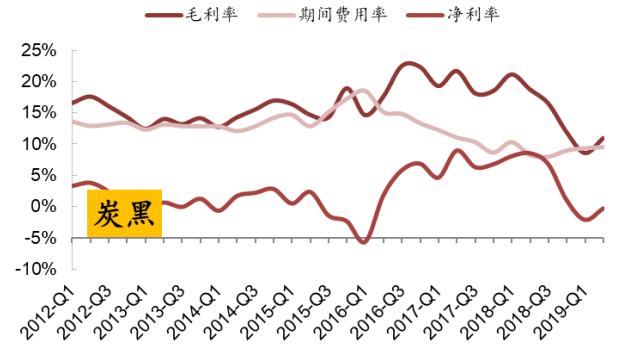
来源：Wind，国联证券研究所

图表 21：轮胎行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



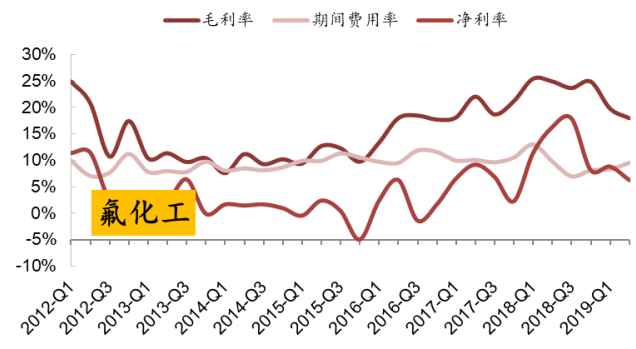
来源：Wind，国联证券研究所

图表 22：炭黑行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



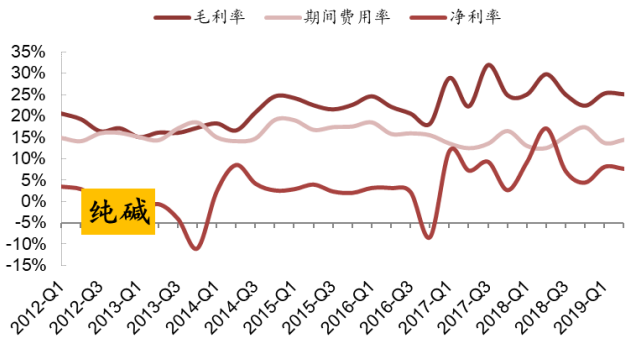
来源：Wind，国联证券研究所

图表 23：氟化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



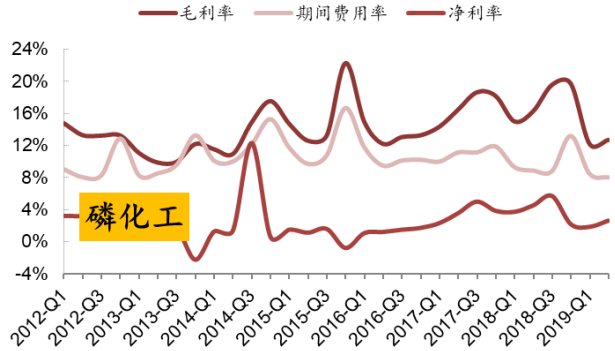
来源：Wind，国联证券研究所

图表 24：纯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



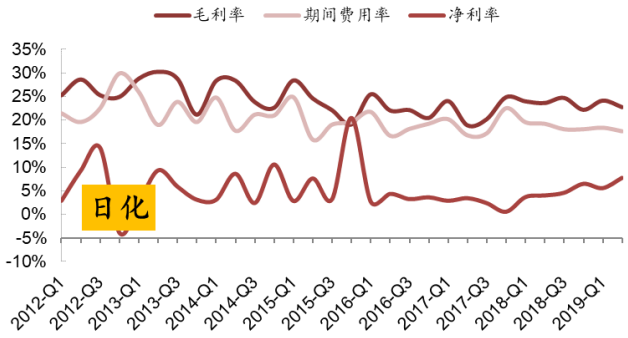
来源：Wind，国联证券研究所

图表 25：磷化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



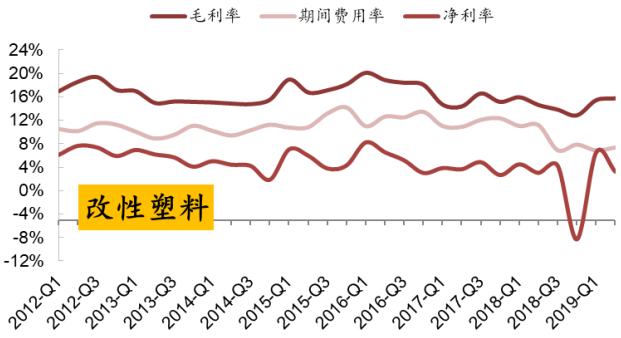
来源：Wind，国联证券研究所

图表 26：日化行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



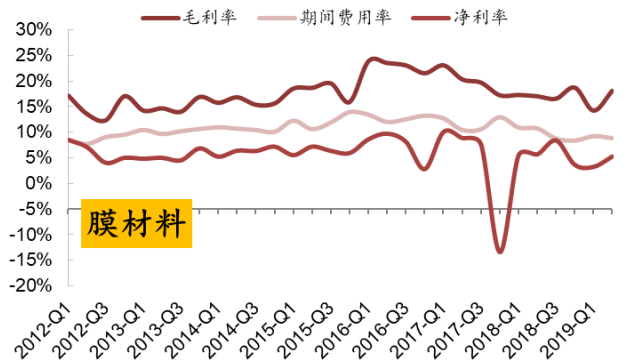
来源：Wind，国联证券研究所

图表 27：改性塑料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情



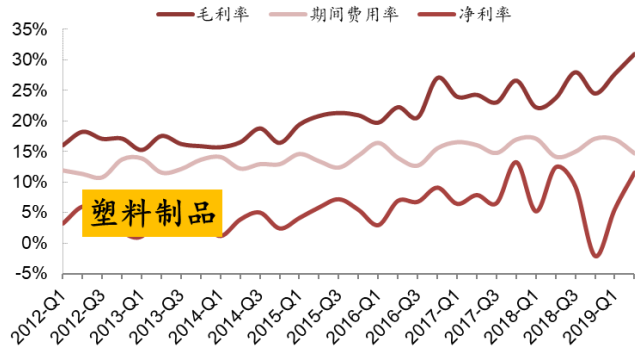
来源：Wind，国联证券研究所

图表 28：膜材料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



来源：Wind，国联证券研究所

图表 29：塑料制品行业季度毛利率、期间费用率和净利率情

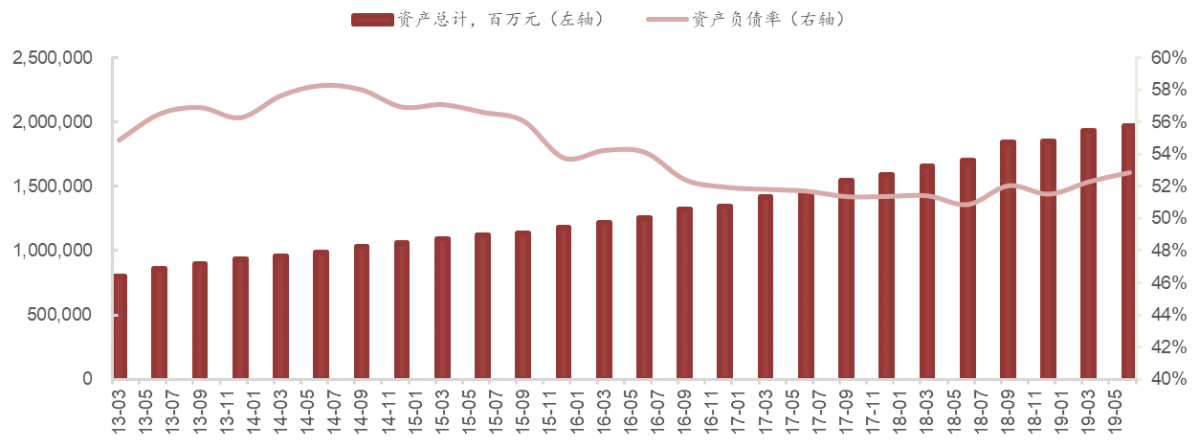


来源：Wind，国联证券研究所

3 基础化工行业资产负债率提升，龙头企业扩张加速

以自建基础化工企业为样本，截止到 2019 年半年度，基础化工行业资产总额 19677.73 亿元，负债总额 10399.43 亿元，行业资产负债率 52.85%。从历史单季度资产负债率情况来看，基础化工样本公司资产负债率从 2015 年起进入下行通道。伴随着行业整体盈利好转，资金不断回笼，企业去杠杆进程持续推动，2018Q2 达到 2012 年以来低点 50.85%，随后伴随部分龙头企业资本开支增加，整体资产负债率有小幅提升，部分行业产能扩张有所加快。

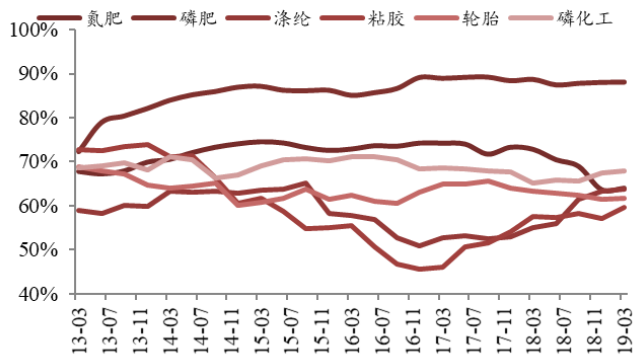
图表 30：基础化工行业单季度资产负债率情况



来源：Wind，国联证券研究所

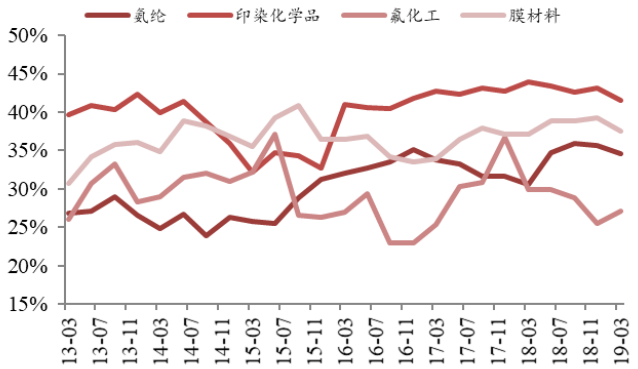
从 24 个子行业看，氨纶、氟化工、印染、膜材料等子行业的资产负债率较低。磷肥、涤纶、轮胎、磷化工等子行业资产负债率都在 60%以上，涤纶主要是在建工程投资额较大，轮胎行业长期是由于产能过剩，这些行业都面临比较大的财务压力。

图表 31：资产负债率较高的子行业



来源：Wind，国联证券研究所

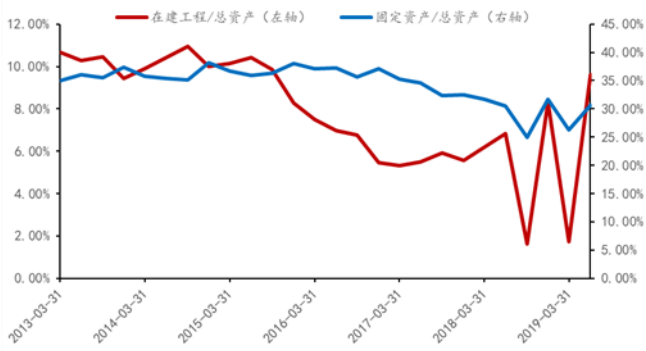
图表 32：资产负债率较低的子行业



来源：Wind，国联证券研究所

通过观察整个化工行业在建工程在总资产的比值可以发现，在建工程占比数据 2012 年起便处于下行通道，直到 2018 年占比才有所提升，这与化工行业固定资产投资完成额的变化基本一致。在建工程及固定资产投资完成额的增加意味着新增产能投放速度有所加快。

图表 33：基础化工在建工程及固定资产占比情况



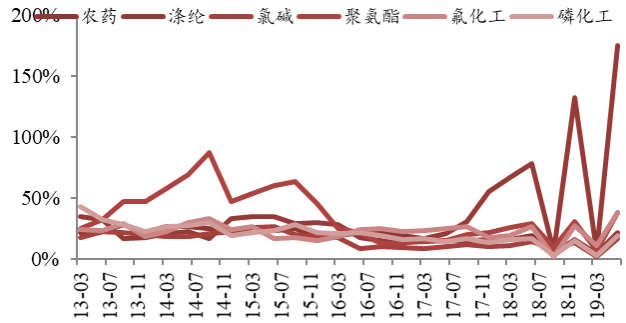
图表 34：固定资产投资完成额累计同比（%）

来源：Wind，国联证券研究所

来源：Wind，国联证券研究所

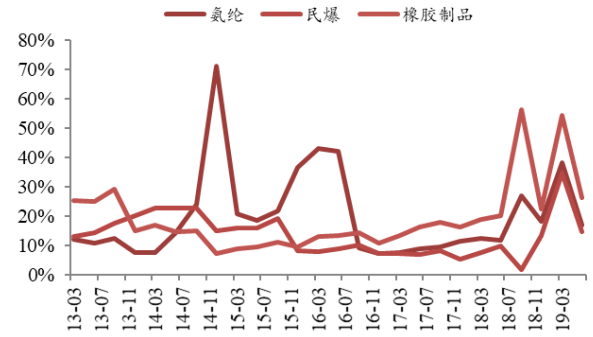
分子行业来看，各子行业分化较为明显，农药、涤纶、氯碱、聚氨酯、氟化工、磷化工等子行业的在建工程占比上升，行业龙头扩张显著，氨纶、民爆、橡胶制品等子行业的在建工程占比下降，总体上产能扩张加速。从环比角度看，多数子行业在一季度在建工程有所增加，行业整体在建工程数额环比也有所上升。

图表 35：在建工程/固定资产比例上升的子行业



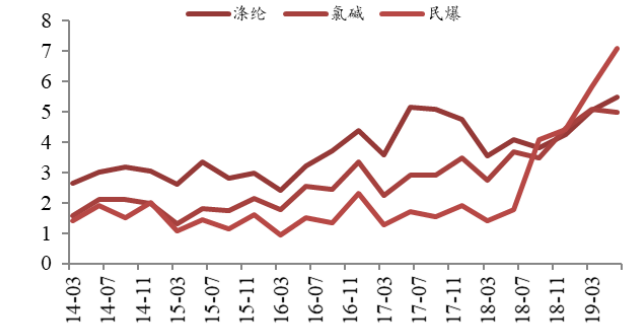
来源：Wind，国联证券研究所

图表 36：在建工程/固定资产比例下降的子行业



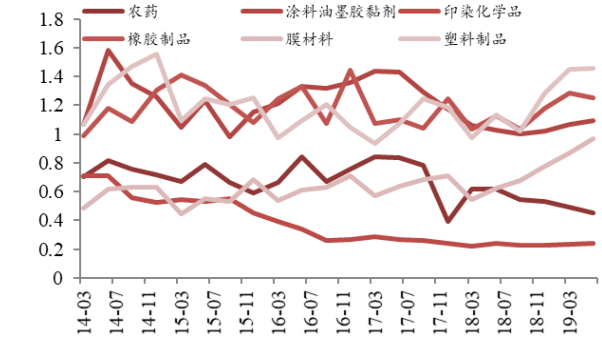
来源：Wind，国联证券研究所

图表 37：存货周转率较高的子行业



来源：Wind，国联证券研究所

图表 38：存货周转率较低的子行业



来源：Wind，国联证券研究所

4 基础化工行业经营性现金流持续改善

以自建基础化工企业为样本，2019 年 H1 化工行业经营性现金流净额实现 632.05 亿元，同比增长 59.2%，经营活动产生的现金流量金额/经营活动净收益由 2018 年 H1 的 71%回升至 132%。从构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金情况来看，2019H1 支付 770.48 亿元，同比增 34.42%，增速较 2019 年 Q1 的 42.6%有所下滑。

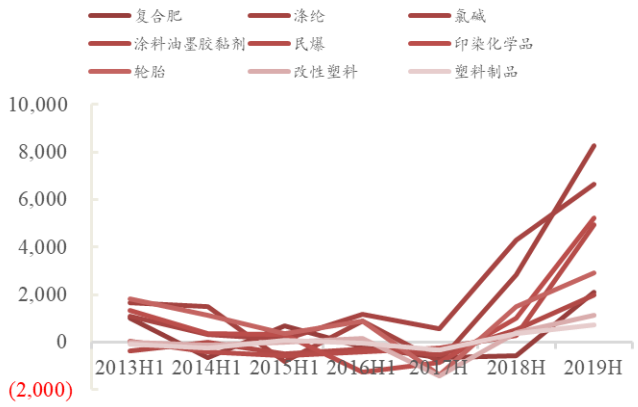
图表 39：基础化工行业 2019H1 现金流情况

现金流量表（单位：百万元）	2014-06-30	2015-06-30	2016-06-30	2017-06-30	2018-06-30	2019-06-30
销售商品、提供劳务收到的现金	348,368	355,048	375,455	491,611	587,669	658,144
购买商品、接受劳务支付的现金	271,058	275,290	288,509	399,172	459,774	501,607
支付给职工以及为职工支付的现金	22,640	26,388	28,762	33,075	40,568	47,834
经营活动产生的现金流量净额	32,315	29,609	28,476	25,551	39,704	63,205
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	37,735	29,945	31,540	35,845	57,320	77,048
净利润	14,210	17,518	19,479	38,409	56,243	47,951
经营性现金流净额/净利润	227%	169%	146%	67%	71%	132%

来源：Wind，国联证券研究所

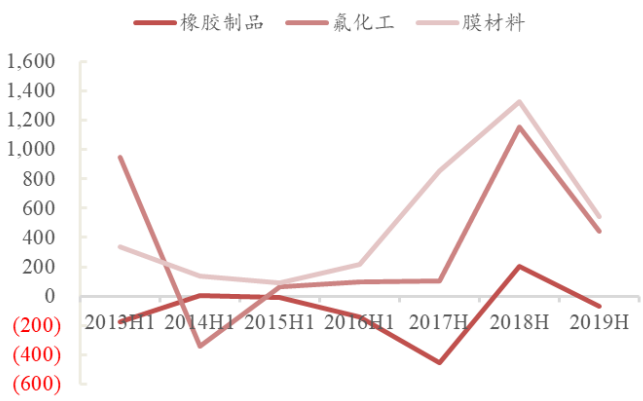
从基础化工 24 个子行业看，2019 年 H1 复合肥、涤纶、氯碱、涂料油墨胶粘剂、民爆、印染化学品、轮胎、改性塑料、塑料制品等子行业经营性现金流同比持续改善，仅橡胶制品、氟化工、膜材料等少数子行业经营性现金流同比有下滑。

图表 40：经营性现金流改善的子行业（百万）



来源：Wind，国联证券研究所

图表 41：经营性现金流恶化的子行业（百万）



来源：Wind，国联证券所究所

5 重点推荐投资标的

化工行业经历 2016 年-2018 年上半年的持续高景气后，2018Q4 伴随原油快速回落以及需求增速放缓背景下，行业景气有所下行。回顾 2018 年基础化工行业走势，在需求平稳情况下，安全环保督查及供给侧改革持续改善行业供给格局，供需背离带动产品价格大幅提升，行业盈利水平整体延续增长，但增速明显有所放缓。尤其是 2018Q4 有明显回落，主要由于化工产品价格伴随原油价格的下滑出现快速回落，企业前期采购部分高价原料而价格无法有效传导，叠加期间费用率同比有所上升，企业盈利大幅下滑。进入 2019Q1 后，伴随原油价格的止跌企稳，化工品价格止跌企稳，并有效传导前期高价原料，行业整体毛利率水平得到提升，叠加期间费用率的降低，企业盈利环比出现好转。

展望未来，面临经济周期下行、安全监管收紧，化工行业供给端的转型升级将提速。我们认为行业将有 3 个方面的主要变化：（1）在过去两年受供给侧改革影响，龙

头企业盈利大幅增长，完成了资本积累，将扩大扩宽现有核心产品的护城河壁垒，例如增强产业链一体化程度、提高份额进一步降低边际成本。(2) 经历了一轮快速的资本积累，科学技术工艺领先，不断突破创新，具有核心竞争力的企业将加大高壁垒产品的研发投入，进行进口替代，促进化工产业升级，这些企业也将晋升为全球化工行业的顶尖企业。(3) 我们认为此次响水化工园的关闭以及《江苏省化工行业整治提升方案（征求意见稿）》的推出将加速安全、环保核查在江苏的落地实施，并快速升级扩散至其他省份重点化工园区，开启新一轮的化工供给侧改革，真正倒逼化工企业实现可持续发展的转型升级。

面临着消费端通胀，生产端通缩的形势，我们看好贴近下游消费的行业，我们相对看好纺织服装、食品饮料、维生素、轮胎、环保等相关产业，这些产业需求刚性，随着人均可支配收入增长，消费升级，需求将保持稳健增长，该类产业的上游相对看好；农产品价格处于历史底部区域，未来向上概率大，与之相关的农药、化肥相对看好。

在当前形势下，我们选股策略如下：(1) 需求稳定增长，供给端格局持续转好的行业的优质企业。(2) 注重安全、质量、环保，产业链一体化完全，受益于供给侧改革的行业龙头企业。(3) 科学技术工艺领先，不断突破创新，具有核心竞争力的企业。(4) 率先完成全球化布局，规避贸易摩擦的企业。重点标的如下：苏利股份（603585.SH）、扬农化工（600486.SH）、兴发集团（600141.SH）、利尔化学（002258.SZ）、新和成（002001.SZ）、安迪苏（600299.SH）、华峰氨纶（002064.SZ）、玲珑轮胎（601966.SH）、安利股份（300218.SZ）、利安隆（300596.SZ）、安道麦 A（000553.SZ）、梅花生物（600873.SH）、新安股份（600596.SH）、皇马科技（603181.SH）、万华化学（600309.SH）、金禾实业(002597.SZ)等等。

图表 42：基础化工重点推荐标的

代码	名称	收盘价	EPS			PE			总市值	投资评级
		(2019-9-12)	2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
603585.SH	苏利股份	23.26	1.93	2.33	2.66	12.1	10.0	8.7	41.9	推荐
600486.SH	扬农化工	52.4	3.43	3.98	4.71	15.3	13.2	11.1	162.4	推荐
600141.SH	兴发集团	11.44	0.45	0.60	0.76	25.4	19.0	15.0	104.6	推荐
002258.SZ	利尔化学	12.79	0.81	1.14	1.44	15.8	11.3	8.9	67.1	推荐
002001.SZ	新和成	22.42	1.23	1.57	1.88	18.2	14.3	11.9	481.7	推荐
600299.SH	安迪苏	10.97	0.43	0.53	0.62	25.2	20.9	17.6	294.2	推荐
002064.SZ	华峰氨纶	5.25	0.32	0.43	0.50	16.3	12.3	10.5	88.0	推荐
601966.SH	玲珑轮胎	20.77	1.23	1.46	1.76	16.8	14.2	11.8	249.2	推荐
300218.SZ	安利股份	7.69	0.32	0.51	0.71	23.9	15.1	10.8	16.7	推荐
300596.SZ	利安隆	35.51	1.40	1.91	2.44	25.3	18.6	14.6	72.8	推荐
000553.SZ	安道麦 A	9.78	0.61	0.75	0.89	15.9	13.1	11.0	230.6	推荐
600873.SH	梅花生物	4.56	0.41	0.49	0.58	11.2	9.4	7.8	141.6	推荐
600596.SH	新安股份	10.54	0.92	1.09	1.31	11.5	9.6	8.1	74.3	推荐
603181.SH	皇马科技	16.18	0.94	1.20	1.52	17.3	13.4	10.7	45.3	推荐
600309.SH	万华化学	46.89	3.71	4.33	5.11	12.6	10.8	9.2	1,472.2	推荐
002597.SZ	金禾实业	20.85	1.57	1.84	2.12	13.3	11.3	9.8	116.5	推荐

来源：Wind，国联证券研究所

6 风险提示

1)、宏观经济疲软导致下游需求不振，化工品价格普遍下跌的风险。
2)、原油等大宗原料价格继续下跌的风险。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券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。

国联证券的销售人员、交易人员以及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。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、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。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/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一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-85603281

上海

国联证券股份有限公司研究所

中国（上海）自由贸易试验区世纪大道 1198 号 3704、3705、3706 单元

电话：021-61649996

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	联系电话
北京	管峰	18611960610
上海	刘莉	18217012856
深圳	薛靖韬	18617045210