

化工行业 2018 年报及 2019 年一季报总结

业绩增速整体放缓，行业迎来新一轮供给侧改革，长期看好一体化龙头

推荐（维持）

- 行业基本面分析：行业迎来“深层次”二次供给侧改革，化工产品中长期格局重塑。**2016 年下半年以来以环保为推手的供给侧改革取得了显著成效，过去 2 年多除了化纤、石化等少数子行业，大部分化工品固定资产投资增速维持低位，企业数量每年以 5%-10% 的数量减少，带动行业格局最差的产能过剩行业迎来最大的边际改善。天嘉宜爆炸事件作为“导火索”，开启化工行业新一轮供给侧改革。本次供给侧改革以安全为最主要推手，以江苏区域为重点，行业属性上有更多安全隐患或企业生产安全问题最大的领域将首当其冲。短期影响染料、农药行业供需格局，中长期一体化龙头持续受益。
- 公司基本面分析：高基数下业绩增速放缓，行业盈利回归合理水平。**化工行业整体增速有所放缓，2019Q1/2018Q4 化工行业营业收入 4768.76/5296.8 亿元，同比+11.10%/+12.61%；净利润 283.49/103.25 亿元，同比-19.30%/-47.61%。2019Q1/2018Q4 毛利率为 17.29%/17.73%，净利率为 3.92%/4.17%。ROE 环比抬升，2019Q1/2018Q4 行业 ROE 为 2.19%/0.68%。行业整体成本管理可控，期间费用率略有上升。化工行业资产负债率提升，经营性现金流、存货水平相对平稳。资本开支维持较高水平，但新一轮供给侧改革或限制产能投放。一季度以来原油价格企稳回升，行业景气度逐步修复，上市公司业绩有望回升，化工板块估值修复机会仍存。
- 行业投资评级与投资策略：以安全为推手行业料将迎来“深层次”二次供给侧改革，中长期行业格局重塑，重点关注染料、农药、精细化工品板块和一体化龙头。把握产业主线，发掘确定性机会，精选优质成长行业迎确定性拐点、基本面优质的新材料板块龙头，重点关注 5G 材料。**

- 风险提示：油价大幅波动，原材料及产品价格大幅波动，项目进展不及预期**

重点公司盈利预测、估值及投资评级

简称	股价(元)	EPS(元)			PE(倍)			PB	评级
		2019E	2020E	2021E	2019E	2020E	2021E		
万华化学	45.23	5.33	5.97		8.49	7.58		4.2	强推
桐昆股份	16.39	1.41	1.79	2.19	11.62	9.16	7.48	1.86	强推
恒逸石化	15.51	1.34	1.66	2.13	11.57	9.34	7.28	2.48	推荐
恒力股份	17.78	1.69	2.28	2.85	10.52	7.8	6.24	3.26	强推
荣盛石化	13.21	0.56	0.93	1.27	23.59	14.2	10.4	3.97	推荐
卫星石化	18.05	1.27	1.65	2.75	14.21	10.94	6.56	2.39	推荐
扬农化工	56.23	2.98	3.63	4.39	18.87	15.49	12.81	3.77	推荐
利尔化学	15.48	1.29	1.58	1.8	12.0	9.8	8.6	2.57	推荐
华鲁恒升	15.41	1.6	1.67	1.95	9.63	9.23	7.9	2.08	推荐
鲁西化工	14.25	2.53	2.77		5.63	5.14		1.94	推荐
巨化股份	8.06	0.82	0.93		9.83	8.67		1.76	推荐
金禾实业	19.11	2.34	2.72		8.17	7.03		2.72	推荐
国瓷材料	16.42	0.84	1.06	1.3	19.55	15.49	12.63	4.92	强推
万润股份	10.95	0.56	0.68		19.55	16.1		2.24	强推
飞凯材料	16.09	0.83	1.05	1.3	19.39	15.32	12.38	3.14	推荐
坤彩科技	16.35	0.58	0.84	1.09	28.19	19.46	15.0	5.9	强推
沃特股份	24.06	0.47	0.68		51.19	35.38		4.34	强推
乐凯新材	28.69	1.06	1.64	2.17	27.07	17.49	13.22	5.69	强推

资料来源：Wind，华创证券预测

注：股价为 2019 年 04 月 30 日收盘价

华创证券研究所

证券分析师：冯自力

电话：021-20572674

邮箱：fengzili@hcyjs.com

执业编号：S0360518040002

联系人：黄振华

电话：021-20572576

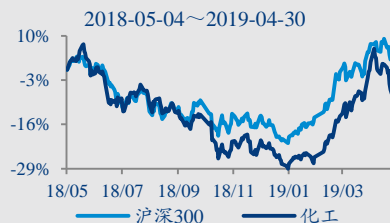
邮箱：huangzhenhua@hcyjs.com

行业基本数据

		占比%
股票家数(只)	328	9.09
总市值(亿元)	32,740.23	5.29
流通市值(亿元)	24,319.08	5.37

相对指数表现

%	1M	6M	12M
绝对表现	-7.05	17.1	-2.71
相对表现	-5.59	-1.83	-6.68



相关研究报告

《科创板化工新材料之天奈科技：碳纳米管材料产业化先行者，锂电池导电剂进入景气高成长期》
2019-04-03

《科创板化工新材料之安集科技：CMP 抛光液打破垄断，受益国内半导体产业快速发展》
2019-04-17

《化工行业 19Q1 基金持仓分析：石油化工重仓比例环比下降，资金青睐一体化行业龙头》
2019-04-24

目 录

一、行业迎来“深层次”二次供给侧改革，化工产品中长期格局重塑.....	5
（一）供给端：以安全为推手行业将迎来“深层次”二次供给侧改革.....	5
（二）需求端：下游行业增速有所放缓，化工产品需求具有一定刚性.....	7
（三）成本端：原油价格企稳回升，天然气、煤炭价格偏强运行.....	8
（四）化工产品价格回落居多，多数产品盈利同比下滑.....	9
二、高基数下业绩增速放缓，行业盈利回归合理水平.....	12
（一）营业收入增速放缓，净利润同比下滑，周期子行业表现分化.....	13
1、营业收入：整体增速有所放缓，涤纶行业增长潜力巨大.....	13
2、净利润：2018Q4 库存损失较大，2019Q1 增速逐步恢复.....	15
（二）盈利能力：毛利率水平尚可，ROE 环比改善，期间费用率略有提升.....	17
1、毛利率：行业整体水平尚可，过半子行业环比下降.....	17
2、ROE：行业整体改善，多数子行业环比上升.....	18
3、期间费用率：行业整体略有上升，七成子行业环比下降.....	19
（三）经营稳定性：行业整体资产负债率提升，经营性现金流、存货水平相对平稳.....	20
1、资产负债率：行业整体水平向上，超六成子行业环比提升.....	20
2、经营活动净现金流/营业收入：Q1 占比相对较低，多数子行业同比上升.....	21
3、存货/流动资产：整体略有上升，过半数子行业环比下降.....	22
4、应收票据及应收账款/流动资产：行业整体大幅下降，子行业环比升降各半.....	23
5、应付票据及应付账款/流动负债：整体同比下降，子行业升降各半.....	24
（四）投资支出：资本开支维持较高水平，新一轮供给侧改革或限制产能投放.....	25
1、投资活动净现金流/营业收入：整体环比下降，行业资本开支仍维持较高水平.....	25
2、在建工程/长期资产：整体大幅上升，涤纶行业提升明显.....	26
三、行业投资评级与投资策略.....	27
四、风险提示.....	28

图表目录

图表 1	化工行业固定资产投资完成额累计增速	5
图表 2	国内外化工爆炸事故频发	5
图表 3	重点化工产品产能分布情况	6
图表 4	江苏主要化工品全国产能占比	6
图表 5	各省市化工企业搬迁计划	6
图表 6	房地产开发投资完成额累计值及增速	7
图表 7	汽车产量累计值及增速	7
图表 8	服装鞋帽针织纺织品类零售额累计增速	7
图表 9	空调、彩电和家用电冰箱产量累计增速	7
图表 10	原油价格走势	8
图表 11	液化天然气 LNG 市场价	8
图表 12	中国煤炭价格指数	8
图表 13	2019Q1 化工产品价格同比涨跌统计	9
图表 14	2018Q4 化工产品价格同比涨跌统计	9
图表 15	部分化工产品价格变动情况	9
图表 16	2019Q1 化工产品价格同比涨跌统计	11
图表 17	2018Q4 化工产品价格同比涨跌统计	11
图表 18	部分化工产品价格变化情况	11
图表 19	化工子行业营业收入、净利润增速及毛利率	12
图表 20	SW 一级行业 2019Q1 营业收入情况	13
图表 21	SW 化工三级行业 2019Q1 营业收入情况	13
图表 22	SW 化工行业单季度营业收入及增速	13
图表 23	中石油及中石化单季度营业收入及增速	13
图表 24	石油化工行业单季度营业收入及增速	14
图表 25	基础化工行业单季度营业收入及增速	14
图表 26	化工子行业营业收入及增速	14
图表 27	SW 一级行业 2019Q1 净利润情况	15
图表 28	SW 化工三级行业 2019Q1 净利润情况	15
图表 29	化工行业单季度净利润及增速	15
图表 30	中石油及中石化单季度净利润及增速	15
图表 31	石油化工行业单季度净利润及增速	16
图表 32	基础化工行业单季度净利润及增速	16

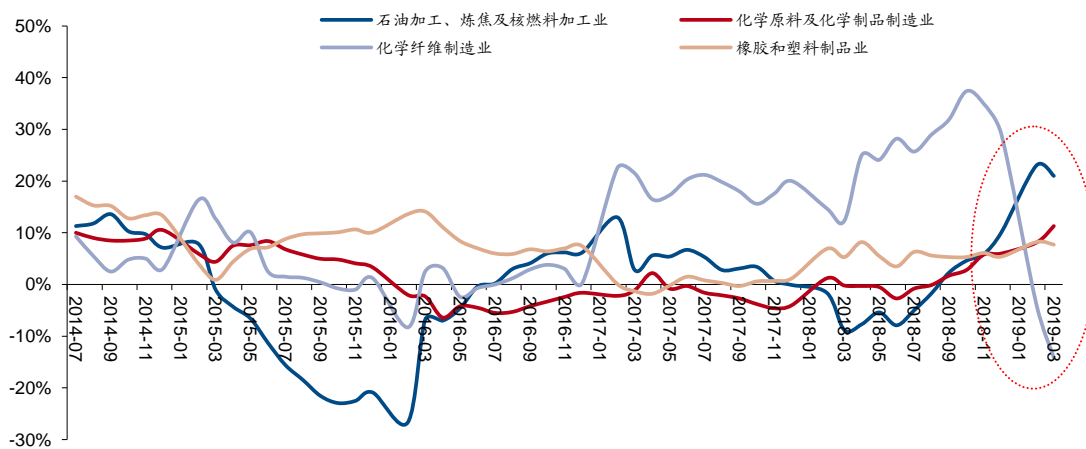
图表 33	化工子行业净利润及增速	16
图表 34	SW 化工行业单季度毛利率和净利率	17
图表 35	中石油及中石化单季度毛利率和净利率	17
图表 36	化工三级子行业销售毛利率情况（按环比变动值大小排序）	17
图表 37	化工三级子行业销售净利率情况（按环比变动值大小排序）	18
图表 38	SW 化工行业单季度 ROE	18
图表 39	中石油及中石化单季度 ROE	18
图表 40	化工三级子行业 ROE（按环比变动值大小排序）	19
图表 41	SW 化工行业单季度期间费用率	19
图表 42	中石油及中石化单季度期间费用率	19
图表 43	化工三级子行业期间费用率（按环比变动值大小排序）	20
图表 44	SW 化工行业资产负债率	20
图表 45	中石油及中石化资产负债率	20
图表 46	化工三级子行业资产负债率（按环比变动值大小排序）	21
图表 47	SW 化工行业单季度经营活动净现金流	21
图表 48	中石油及中石化单季度经营活动净现金流	21
图表 49	化工三级子行业经营活动净现金流/营业收入（按环比变动值大小排序）	22
图表 50	SW 化工行业存货/流动资产	22
图表 51	中石油及中石化存货/流动资产	22
图表 52	化工三级子行业存货/流动资产（按环比变动值大小排序）	23
图表 53	SW 化工行业应收账款及票据/流动资产	23
图表 54	中石油及中石化应收账款及票据/流动资产	23
图表 55	化工三级子行业应收账款及票据/流动资产（按环比变动值大小排序）	24
图表 56	SW 化工行业应付账款及票据/流动负债	24
图表 57	中石油及中石化应付账款及票据/流动资产	24
图表 58	化工三级子行业应付账款及票据/流动负债（按同比变动值大小排序）	25
图表 59	购建固定资产等长期资产支出及增速	25
图表 60	购建固定资产等长期资产占固定资产比重	25
图表 61	SW 化工行业单季度投资活动净现金流	26
图表 62	中石油及中石化单季度投资活动净现金流	26
图表 63	化工三级子行业投资活动净现金流/营业收入（按环比变动值大小排序）	26
图表 64	SW 化工行业在建工程	27
图表 65	中石油及中石化在建工程	27
图表 66	化工三级子行业在建工程/长期资产（按同比变动值大小排序）	27

一、行业迎来“深层次”二次供给侧改革，化工产品中长期格局重塑

(一) 供给端：以安全为推手行业将迎来“深层次”二次供给侧改革

2016 年下半年以来以环保为推手的供给侧改革取得了显著成效，过去 2 年多除了化纤、石化等少数子行业，大部分化工品固定资产投资增速维持低位，企业数量每年以 5%-10% 的数量减少，带动行业格局最差的产能过剩行业迎来最大的边际改善。细分行业来看，2019 年一季度石油加工、炼焦及核燃料加工业固定资产投资完成额累计增速 21.00%，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计增速 11.30%，化学纤维制造业固定资产投资完成额累计增速 -14.10%，橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计增速 7.70%。

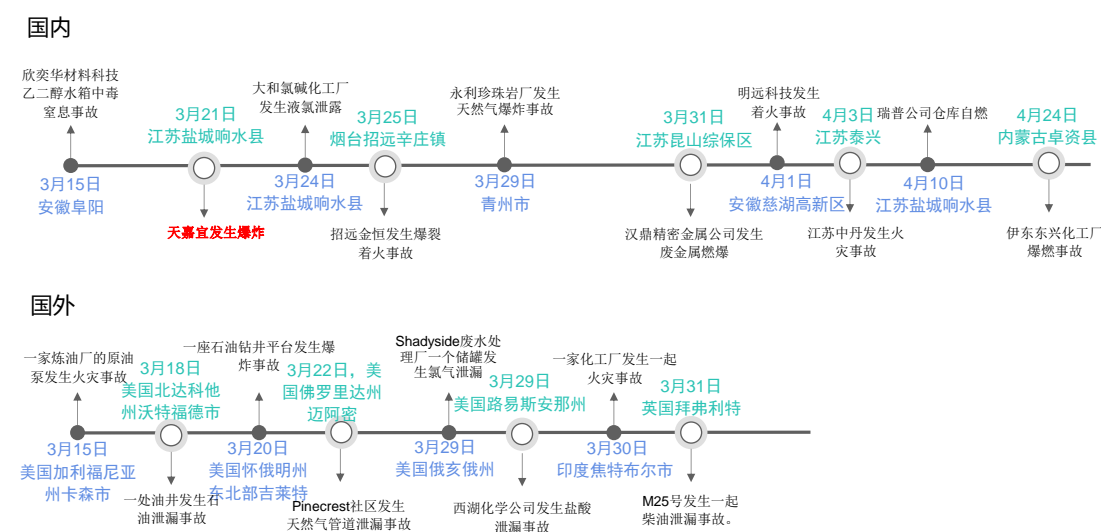
图表 1 化工行业固定资产投资完成额累计增速



资料来源: Wind, 华创证券

安全生产和环保从严是化工行业长期以来面临的两大挑战。2016 年下半年以来，国家陆续出台多项环保相关法案、规定，开展环保督查工作，环保持续高压下部分落后产能退出。2019 年 3 月 21 日，天嘉宜爆炸事件作为“导火索”，开启化工行业新一轮供给侧改革。

图表 2 国内外化工爆炸事故频发



资料来源: 华创证券整理

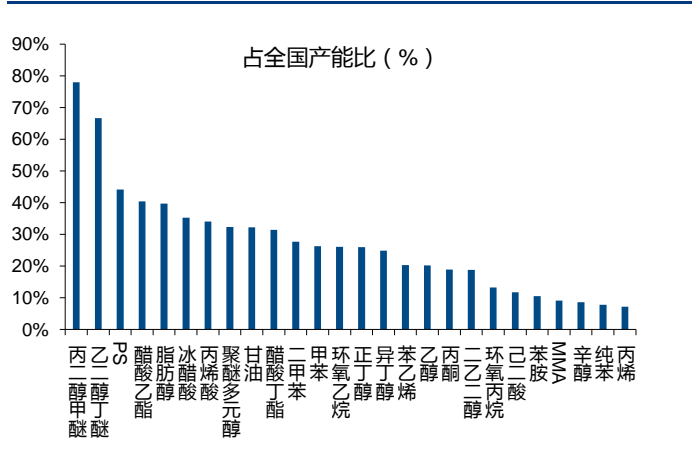
从化工产品产能分布来看，重点化工产品产能主要集中在华东地区。江苏是我国的化工大省，2017 年石化行业 4069 家规模以上企业主营业务收入占江苏省工业比重高达 13.3%；产能分布上看，江苏省占据了全国近 50% 的农药，40% 的染料和丙烯酸，20% 以上的醋酸、制冷剂和碳酸乙烯酯等，和数量众多的各类精细化工产品的产能。新一轮供给侧改革以安全为最主要推手，以江苏区域为重点，行业属性上有更多安全隐患或企业生产安全问题最大的领域（例如硝化反应）将首当其冲。

图表 3 重点化工产品产能分布情况



资料来源：华创证券整理

图表 4 江苏主要化工品全国产能占比



资料来源：卓创资讯，华创证券

多省市开启化工企业搬迁计划和整改任务。4 月初，江苏省政府发布《化工行业整治提升方案》，化工生产企业到 2020 年底全省减少 2000 家，到 2022 年数量不超过 1000 家，全省 50 个化工园区将压缩至 20 个左右。山东、浙江等省市也纷纷开展企业搬迁计划。此外，截止 4 月底，被中央环保督察组点名的吉林、浙江、山东、海南、四川、西藏、青海、新疆（含生产建设兵团）等 8 省（区）的化工产业督察整改工作也已经基本完成。

图表 5 各省市化工企业搬迁计划

省份	具体内容
河南	退城入园企业 2019 年年底前启动搬迁工作，中小型企业 2022 年年底前完成，大型和特大型企业 2025 年年底前完成
山东	山东省对化工园区重新认定，将园区从原来的 199 家缩减到“75+10”家，到达该上限后，确有必要增设的，按照“搬一建一”的原则办理。确定全省搬迁企业 37 家，涉及 11 个市、1.2 万职工，搬迁投资总额约 780 亿元。
湖北	湖北省 478 家化工企业涉及其中。2020 年底前，全省将完成关改搬转化企 345 家，占整体数量的 72%，2025 年底前完成剩余的化企 133 家。
江苏	江苏省要求到 2025 年，城镇人口密集区现有不符合安全和卫生防护距离要求的危险化学品生产企业就地改造达标或搬迁进入规范化工园区或关闭退出。
安徽	安徽省发布城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造实施方案，要求中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年年底前全部启动搬迁改造，2020 年年底前完成，涉及全省十余个市、县的 40 多家企业。
浙江	浙江省城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造工作分 3 个阶段实施，2025 年 11 月底前全部完成。
天津	到 2025 年，城镇人口密集区危险化学品生产企业就地改造达标、搬迁进入规范化工园区或关闭退出，其中中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年年底前全部启动搬迁改造，2020 年年底前完成。
广东	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年年底前全部启动搬迁改造，2020 年年底前完成；其他大型企业和特大型企业 2020 年年底前全部启动搬迁改造，2025 年前完成。
甘肃	要求中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年年底前全部启动搬迁改造，2020 年年底前完成；其他大型企业和特大型企业 2020 年年底前全部启动搬迁改造，2025 年 9 月前完成。

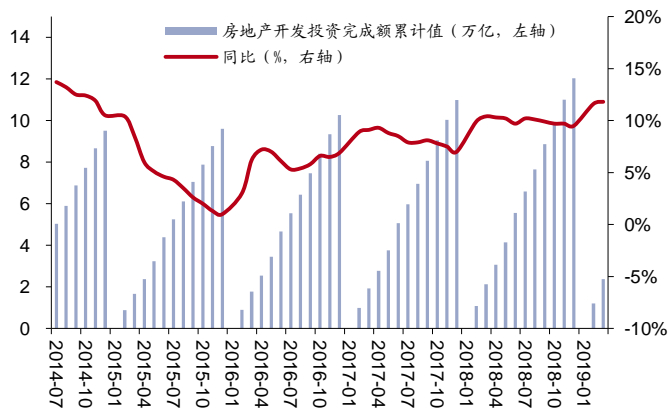
省份	具体内容
吉林	中小型企业 and 存在重大风险隐患的大型企业 2018 年底前全部启动搬迁改造, 2020 年底前完成; 其他大型企业和特大型企业 2020 年底前全部启动搬迁改造, 2025 年前完成。

资料来源: 生态环境部, 华创证券

(二) 需求端: 下游行业增速有所放缓, 化工产品需求具有一定刚性

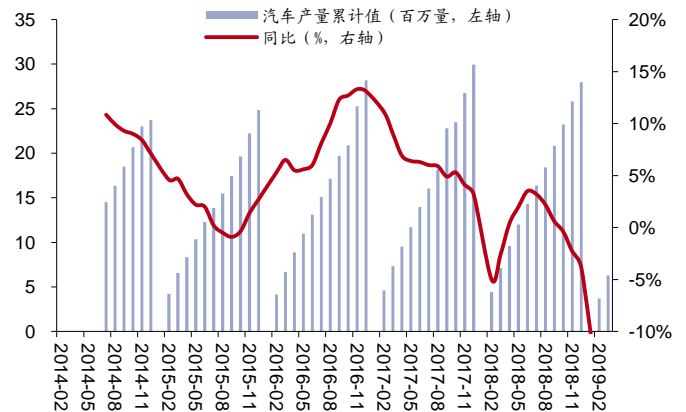
化工行业的下游涉及“衣食住行”, 主要需求来自房地产、汽车、纺织服装和家电等行业。下游行业需求增速有所放缓, 但化工行业需求相对下游行业具有一定的滞后性。2019 年一季度房地产开发投资完成额累计值 2.38 万亿元, 同比增长 11.80%; 汽车产量累计值 631 万辆, 同比下滑 10.40%; 服装鞋帽针纺织品类零售额累计同比增长 3.30%; 空调、彩电和家用电冰箱产量累计增速分别为 13.30%、5.60%、4.70%。

图表 6 房地产开发投资完成额累计值及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 7 汽车产量累计值及增速



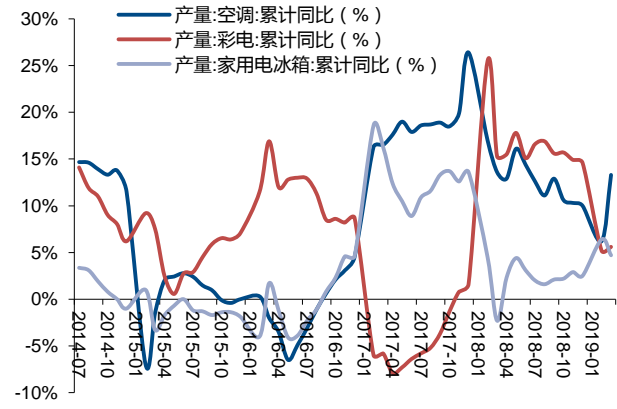
资料来源: Wind, 华创证券

图表 8 服装鞋帽针纺织品类零售额累计增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 9 空调、彩电和家用电冰箱产量累计增速

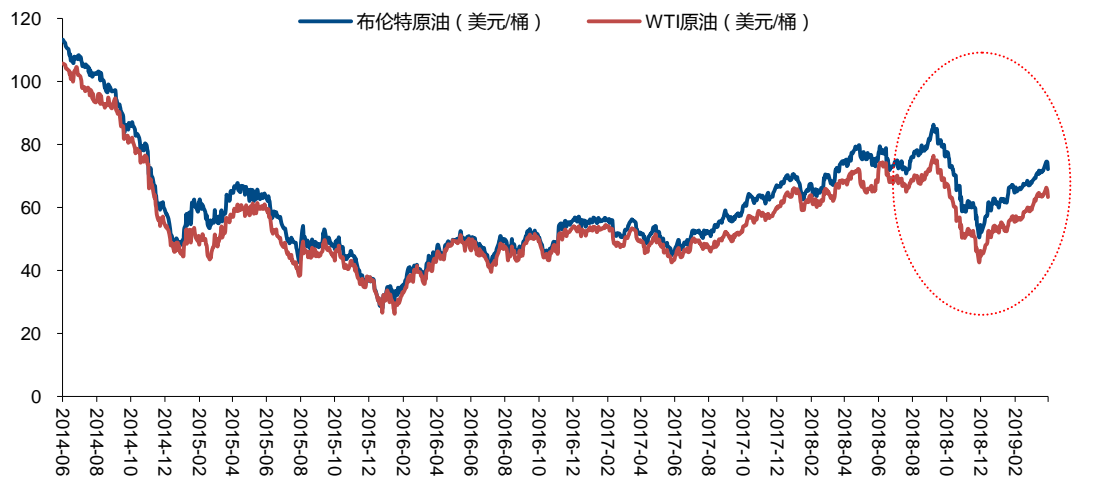


资料来源: Wind, 华创证券

(三) 成本端：原油价格企稳回升，天然气、煤炭价格偏强运行

2018 年原油价格中枢上移，四季度大幅回落，2019 年一季度以来油价企稳回升。2018 年布伦特原油均价 71.69 美元/桶，同比上涨 16.95 美元/桶。2018 年前三季度受委内瑞拉经济危机等因素影响，OPEC 减产执行率均高于 100%，美国对伊朗进行制裁加剧供给不足预期，原油价格震荡上涨；四季度美国给予若干国家和地区伊朗原油进口豁免，高油价背景下 OPEC 大幅增产，原油价格大幅回落。2019 年 OPEC 重启减产，宏观经济悲观预期改善，原油价格企稳回升，目前布伦特原油价格 72.18 美元/桶。

图表 10 原油价格走势



资料来源：Wind，华创证券

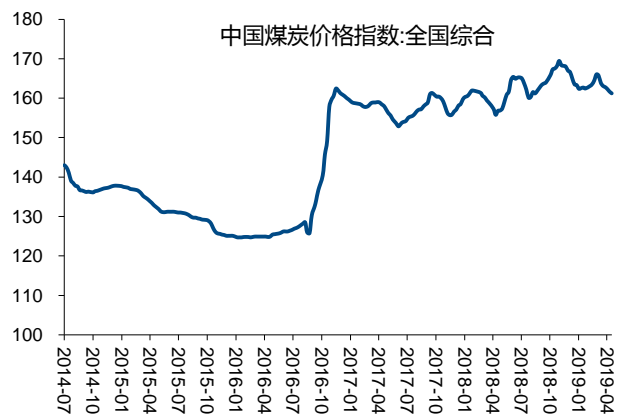
化工产品的主要上游原材料还包括天然气和煤炭。天然气方面，2018 年国内液化天然气 LNG 市场均价 4390 元/吨，同比上涨 615 元/吨；2019 年一季度 LNG 市场均价 4664 元/吨，目前市场价格约 3900 元/吨。煤炭方面，2018 年中国煤炭价格指数平均值为 162.73，同比提升 3.13；2019 年一季度中国煤炭价格指数平均值为 163.59，目前该指数为 161.22。

图表 11 液化天然气 LNG 市场价



资料来源：Wind，华创证券

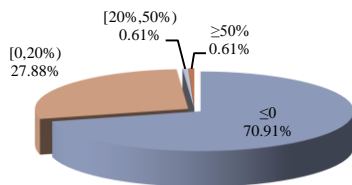
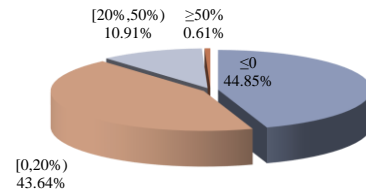
图表 12 中国煤炭价格指数



资料来源：Wind，华创证券

(四) 化工产品价格回落居多，多数产品盈利同比下滑

2018 年四季度以来油价大幅下跌，行业景气度回落，2018Q4 和 2019Q1 多数化工产品价格同比下跌。在我们跟踪的 162 个主要化工产品中，2018 年四季度 44.85% 的化工产品价格同比下滑，43.64% 的化工产品价格涨幅在 0-20%，涨幅超过 20% (含) 的化工产品占比为 11.52%。经过四季度价格回落后，多数产品价格处于低位；2019 年一季度 70.91% 的化工产品价格同比下滑，27.88% 的化工产品价格涨幅在 0-20%，涨幅超过 20% (含) 的化工产品占比为 1.22%。

图表 13 2019Q1 化工产品价格同比涨跌统计

图表 14 2018Q4 化工产品价格同比涨跌统计


资料来源：百川资讯，华创证券

资料来源：百川资讯，华创证券

具体来看，虽然四季度多数化工产品价格环比出现回落，但同比来看部分化工产品如原油、丙烯酸及酯、磷肥、PX、PTA、氟化工系列产品等四季度价格上涨；2019 年一季度磷肥、纯碱、PX、PTA、丙烯酸酯等产品价格同比上涨。环比来看，2019 年一季度仅 20 个产品环比上涨，多数化工产品环比仍下跌。

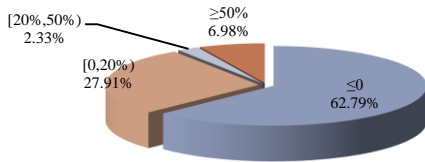
图表 15 部分化工产品价格变动情况

产品	地区	最新价格	2019Q1	2018Q4	2019Q1 同比	2018Q4 同比	2019Q1 环比
原油	WTI (美元/桶)	65.21	54.87	58.80	-12.86%	6.01%	-6.67%
原油	布伦特 (美元/桶)	74.35	63.80	68.17	-5.18%	10.61%	-6.41%
乙烯	东南亚 CFR (美元/吨)	900.00	944.22	900.87	-24.13%	-23.50%	4.81%
丙烯	FOB 韩国 (美元/吨)	865.00	908.03	978.59	-11.52%	6.42%	-7.21%
天然气	NYMEX 天然气(期货)	2.51	2.88	3.76	1.20%	29.19%	-23.48%
尿素	华鲁恒升(小颗粒) (元/吨)	1980.00	1913.11	2079.46	-1.18%	17.21%	-8.00%
氯化钾	青海盐湖 95% (元/吨)	2350.00	2407.56	2387.28	10.44%	22.45%	0.85%
磷矿石	湖北宜化 (28%) (元/吨)	500.00	500.00	496.20	11.11%	34.42%	0.77%
磷酸一铵	四川金河粉状 55% (元/吨)	2100.00	2260.00	2270.76	2.73%	8.81%	-0.47%
磷酸二铵	西南工厂 64%褐色 (元/吨)	2700.00	2700.00	2670.65	4.74%	21.39%	1.10%
复合肥	江苏瑞和牌 45%[S] (元/吨)	2400.00	2471.11	2429.35	5.25%	14.44%	1.72%
百草枯	浙江永农 42%水剂 (元/吨)	16000.00	16311.11	18445.65	-25.86%	-16.65%	-11.57%
草甘膦	浙江新安化工 (元/吨)	25000.00	25575.00	27842.39	-0.29%	-0.45%	-8.14%
烧碱	32%离子膜华东地区 (元/吨)	823.00	881.78	1033.55	-24.24%	-24.83%	-14.68%
PVC	华东电石法 (元/吨)	6908.00	6488.56	6624.35	-0.92%	2.22%	-2.05%

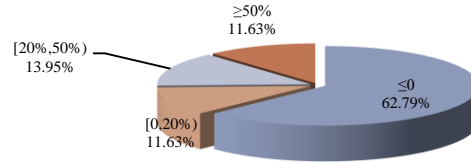
产品	地区	最新价格	2019Q1	2018Q4	2019Q1 同比	2018Q4 同比	2019Q1 环比
轻质纯碱	华东地区 (元/吨)	1900.00	1862.89	1998.64	9.29%	-9.79%	-6.79%
重质纯碱	华东地区 (元/吨)	1950.00	2084.17	2103.70	16.72%	-13.52%	-0.93%
TDI	华东 (元/吨)	16650.00	13473.33	18889.67	-64.50%	-48.93%	-28.67%
聚合 MDI	华东烟台万华 (元/吨)	18000.00	13874.44	12737.50	-42.79%	-57.11%	8.93%
纯 MDI	华东 (元/吨)	24000.00	21623.33	22329.89	-34.19%	-25.95%	-3.16%
环氧乙烷	上海石化 (元/吨)	8200.00	7973.33	9729.35	-24.53%	-4.86%	-18.05%
环氧丙烷	华东 (元/吨)	10150.00	10406.11	11652.45	-16.45%	-2.76%	-10.70%
软泡聚醚	华东散水 (元/吨)	10950.00	11168.33	12276.09	-14.60%	-2.78%	-9.02%
硬泡聚醚	华东 (元/吨)	10250.00	10432.22	11156.25	-10.88%	-3.40%	-6.49%
PX	CFR 东南亚 (美元/吨)	947.83	1072.17	1151.70	11.72%	30.51%	-6.91%
PTA	华东 (元/吨)	6660.00	6496.83	6892.39	12.88%	26.47%	-5.74%
MEG	华东 (元/吨)	4673.00	5150.90	6422.85	-33.50%	-14.37%	-19.80%
PET 切片	华东 (元/吨)	7775.00	7799.44	8615.49	-2.78%	10.49%	-9.47%
氨纶 40D	华东 (元/吨)	32500.00	32466.67	33397.83	-11.71%	-14.14%	-2.79%
己内酰胺	华东 CPL (元/吨)	14450.00	13310.00	16105.10	-18.26%	-2.90%	-17.36%
粘胶长丝	120D 华东 (元/吨)	37800.00	37745.56	37751.09	-0.14%	-0.13%	-0.01%
涤纶短丝	1.4D*38mm 华东 (元/吨)	8700.00	8858.89	9810.87	-0.93%	9.94%	-9.70%
涤纶 POY	华东 150D/48F (元/吨)	8850.00	8500.56	9498.59	-3.72%	8.25%	-10.51%
锦纶 POY	华东 (元/吨)	18150.00	17862.78	20811.41	-14.74%	-1.75%	-14.17%
PA6 切片	华东地区 (元/吨)	15450.00	15189.44	17444.84	-16.46%	-6.28%	-12.93%
PA66	华东 1300S (元/吨)	30200.00	33424.44	37711.96	14.70%	39.28%	-11.37%
萤石粉-湿粉	华东地区 (元/吨)	2800.00	2871.11	3341.30	6.21%	39.82%	-14.07%
无水氢氟酸	华东地区 (元/吨)	9750.00	11028.89	13038.86	-19.24%	10.49%	-15.42%
R22	巨化股份 (元/吨)	17200.00	18577.78	22717.39	8.26%	44.39%	-18.22%
丙烯酸	华东地区市场均价 (元/吨)	8480.00	8491.94	9351.49	9.31%	11.93%	-9.19%
丙烯酸丁酯	浙江卫星出厂价 (元/吨)	11600.00	10543.89	10944.57	2.93%	4.61%	-3.66%
PVA	国内聚乙烯醇 (元/吨)	13550.00	13780.00	13938.04	1.32%	2.76%	-1.13%
甲醇	华东地区 (元/吨)	2345.00	2460.06	2859.24	-22.57%	-8.09%	-13.96%
醋酸	华东地区 (元/吨)	2850.00	3117.56	4361.41	-31.39%	12.72%	-28.52%
钛白粉	锐钛型 NA100 南京钛白 (元/吨)	12700.00	12711.11	12903.80	-11.34%	-11.12%	-1.49%

资料来源: 百川资讯, 华创证券

2018Q4 和 2019Q1 多数化工产品盈利同比下滑。根据我们重点跟踪的 43 个化工产品价差变化情况来看, 2018Q4 及 2019Q1 均超过 60% 的化工产品价差缩窄, 2018 年四季度 27.91% 的化工产品价差同比扩大 0-20%, 9.31% 的产品价差扩大超过 20%; 2019 年一季度 11.63% 的化工产品价差同比扩大 0-20%, 25.58% 的产品价差扩大超过 20%。

图表 16 2019Q1 化工产品价差同比涨跌统计


资料来源：百川资讯，华创证券

图表 17 2018Q4 化工产品价差同比涨跌统计


资料来源：百川资讯，华创证券

具体来看，尼龙 66-己二酸价差扩大最为明显，主要原因是 PA66 价格出现较大幅度上涨；受 TDI 价格大幅回落，TDI-甲苯-硝酸价差大幅度缩窄。环比来看，2019 年一季度 17 个产品价差环比扩大，占比 38.64%。值得一提的是，PTA-PX 价差自 3 月份以来大幅扩大，目前 PTA-PX 价差超过 1500 元/吨，PTA 价差扩大主要是炼化项目逐步投产，PX 格局重塑，而 PTA 全年供需相对紧张，PX 让利部分主要转移至 PTA 环节。

图表 18 部分化工产品价差变化情况

	最新价差	2019Q1	2018Q4	2019Q1 同比	2018Q4 同比	2019Q1 环比
合成氨-无烟煤价差	1665.00	1501.00	1736.85	-37.67	323.26	-235.85
国内尿素-无烟煤价差	1030.00	963.11	1129.46	-22.89	305.33	-166.35
PVC-电石-盐酸价差	1410.00	1430.33	1153.47	112.47	226.53	276.85
轻质纯碱-原盐-动力煤价差	1380.88	1346.88	1471.49	150.88	-241.60	-124.61
PTA-PX 价差	1551.24	714.06	522.20	-162.41	-262.05	191.86
乙二醇-乙烯价差	1882.23	2221.64	3556.26	-1883.51	-362.59	-1334.61
PET-PTA-MEG 价差	458.58	460.86	504.26	22.06	-56.05	-43.40
TDI-甲苯-硝酸价差	11650.54	8573.61	13119.26	-24065.67	-18642.95	-4545.65
聚合 MDI-苯胺-甲醛价差	12863.00	8684.49	6441.62	-5619.88	-13802.91	2242.87
纯 MDI-苯胺-甲醛价差	18863.00	16433.38	16034.01	-6475.44	-4665.95	399.37
环氧乙烷-乙烯价差	3346.48	2878.98	4743.97	-1353.41	746.55	-1864.99
环氧丙烷-丙烯-液氯价差	4072.75	3818.41	4110.07	-1585.56	-905.50	-291.65
硬泡聚醚-环氧丙烷价差	3145.00	3147.94	2999.54	160.50	-161.33	148.41
氨纶-PTME-纯 MDI-DMF 价差	14806.20	15396.78	13770.95	284.74	-4029.39	1625.83
粘胶长丝-溶解浆价差	30045.00	29759.80	29309.18	449.36	-516.05	450.62
粘胶短纤-溶解浆价差	4745.00	5123.69	5926.03	-1007.87	-1108.45	-802.34
涤纶短丝-PTA-乙二醇价差	1383.58	1520.31	1699.64	162.06	12.92	-179.34
涤纶 POY-PTA-乙二醇价差	1533.58	1161.97	1387.36	-83.83	-150.23	-225.39
腈纶短纤-丙烯腈价差	3682.48	4559.59	5092.42	1876.31	2212.81	-532.83
尼龙 6-己内酰胺价差	855.50	1746.34	1178.69	11.35	-682.90	567.66

	最新价差	2019Q1	2018Q4	2019Q1 同比	2018Q4 同比	2019Q1 环比
尼龙 66-己二酸价差	25531.00	28516.68	32493.85	6989.68	11558.98	-3977.17
双酚 A-苯酚-丙酮价差	3836.75	3642.34	2394.54	542.88	-259.85	1247.79
PVA-醋酸乙烯价差	-325.00	369.56	-1286.25	284.83	-2799.24	1655.81
醋酸乙烯-电石-醋酸价差	1697.00	1565.34	1357.38	1092.76	1419.60	207.96
醋酸-甲醇价差	1583.70	1789.13	2817.42	-1039.12	628.19	-1028.30
乙烯-石脑油	-813.10	1674.28	1611.72	-1976.23	-2261.62	62.56
PP-石脑油	2620.00	4908.00	6059.89	-515.22	450.65	-1151.89
LDPE-石脑油	2120.00	4456.33	4813.70	-1369.78	-1891.74	-357.36
HDPE-石脑油	2570.00	4973.56	6107.72	-1732.44	-547.17	-1134.16

资料来源：百川资讯，华创证券

二、高基数下业绩增速放缓，行业盈利回归合理水平

化工行业整体增速有所放缓，2019Q1/2018Q4 化工行业营业收入 4768.76/5296.8 亿元，同比增长 11.10%/12.61%；净利润 283.49/103.25 亿元，同比下滑 19.30%/47.61%。行业盈利回归合理水平，2019Q1/2018Q4 毛利率为 17.29%/17.73%，净利率为 3.92%/4.17%。行业 ROE 环比抬升，期间费用率略有提升，行业经营相对稳定。

图表 19 化工子行业营业收入、净利润增速及毛利率

板块	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1
	营收同比	营收同比	营收同比	营收同比	营收同比	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率	毛利率同比	毛利率同比	毛利率同比	毛利率同比	毛利率同比	净利润同比	净利润同比	净利润同比	净利润同比	净利润同比
中国石油	9.95%	17.38%	24.76%	15.31%	8.92%	20.61%	22.29%	24.13%	20.54%	-0.01 pct	2.18 pct	2.28 pct	-0.16 pct	-0.07 pct	43.25%	113.95%	191.00%	31.73%	5.50%	
中国石化	6.71%	16.34%	33.43%	32.99%	15.51%	19.31%	19.08%	16.40%	13.92%	16.89%	-0.59 pct	0.68 pct	-3.66 pct	-7.27 pct	-2.42 pct	13.09%	99.24%	43.19%	-75.58%	-24.68%
氨纶	22.37%	47.91%	-13.56%	-17.18%	-8.49%	24.46%	24.61%	21.64%	21.03%	19.24%	5.88 pct	4.44 pct	2.97 pct	0.70 pct	-5.22 pct	58.20%	18.76%	23.65%	-43.32%	-16.31%
玻纤	19.52%	13.76%	10.49%	15.04%	13.08%	36.25%	35.43%	34.61%	34.07%	33.68%	0.49 pct	-0.34 pct	-0.24 pct	-0.39 pct	-2.57 pct	22.37%	17.94%	31.57%	-6.54%	-4.13%
纯碱	0.01%	1.39%	-3.97%	-4.19%	-4.10%	24.21%	27.17%	26.50%	25.39%	24.19%	-4.66 pct	2.33 pct	1.49 pct	0.64 pct	-0.03 pct	-26.64%	149.30%	-27.49%	65.80%	-23.96%
氮肥	-33.00%	-28.34%	25.71%	24.70%	7.99%	16.98%	17.75%	17.13%	17.03%	13.63%	4.87 pct	6.66 pct	4.82 pct	3.18 pct	-3.36 pct	162.82%	1060.08%	21.56%	439.17%	-41.17%
涤纶	82.81%	40.27%	47.30%	54.12%	22.62%	9.04%	9.42%	10.45%	8.12%	7.16%	0.87 pct	2.10 pct	2.46 pct	-0.09 pct	-1.88 pct	114.60%	69.75%	115.50%	-176.70%	-15.25%
纺织化学用品	38.52%	40.27%	-31.49%	-45.00%	-30.56%	28.69%	29.02%	42.09%	41.99%	38.80%	-1.98 pct	-0.10 pct	15.63 pct	16.72 pct	10.11 pct	40.90%	68.68%	39.85%	-10.81%	24.08%
氟化工及制冷剂	7.97%	-5.82%	-2.69%	-7.75%	-3.61%	25.69%	25.17%	24.86%	24.86%	20.87%	6.68 pct	4.30 pct	4.58 pct	4.20 pct	-4.82 pct	39.60%	95.49%	118.50%	778.46%	-20.16%
复合肥	6.88%	10.83%	19.96%	-77.01%	-8.39%	17.32%	17.13%	16.25%	18.53%	19.23%	-1.14 pct	-0.13 pct	-0.09 pct	2.06 pct	1.91 pct	5.50%	12.30%	58.30%	164.81%	-25.11%
改性塑料	15.52%	23.66%	29.75%	16.14%	15.73%	16.22%	15.46%	14.78%	14.29%	15.19%	1.23 pct	0.63 pct	-0.66 pct	-1.29 pct	-1.03 pct	31.80%	0.06%	12.21%	-335.81%	47.42%
合成革	6.44%	-1.49%	4.56%	6.64%	10.44%	24.82%	24.31%	24.06%	23.12%	24.89%	5.81 pct	5.74 pct	1.30 pct	0.53 pct	0.07 pct	124.25%	47.07%	-16.84%	-3.90%	-3.31%
钾肥	27.71%	74.07%	112.41%	65.44%	67.24%	25.02%	25.70%	34.03%	33.60%	35.81%	21.10 pct	-4.38 pct	-0.24 pct	0.08 pct	10.79 pct	-14.84%	263.49%	-247.37%	-45.98%	-33.39%
聚氨酯	-1.62%	-7.77%	2.55%	-31.25%	2.86%	31.41%	29.07%	29.19%	25.35%	23.14%	5.43 pct	4.39 pct	-0.50 pct	-0.87 pct	-8.26 pct	49.00%	23.48%	-20.24%	-65.24%	-35.53%
磷肥	101.07%	148.45%	-15.02%	50.67%	35.48%	17.01%	15.12%	14.99%	14.84%	13.30%	11.25 pct	9.27 pct	6.01 pct	3.08 pct	-3.72 pct	-31.91%	-34.78%	-93.35%	-232.14%	72.06%
磷化工及磷酸盐	8.49%	33.10%	20.38%	-0.48%	10.38%	15.65%	16.38%	17.80%	18.35%	13.41%	0.82 pct	0.37 pct	0.09 pct	0.33 pct	-2.24 pct	67.32%	69.47%	30.23%	-36.27%	-41.21%
轮胎	-4.10%	-1.45%	-5.88%	14.43%	2.08%	14.86%	14.97%	15.41%	15.68%	15.44%	2.86 pct	3.81 pct	3.89 pct	3.10 pct	0.59 pct	31.80%	294.85%	140.40%	130.65%	23.88%
氯碱	87.13%	98.21%	27.38%	28.32%	38.23%	18.93%	17.90%	17.20%	16.67%	14.62%	-5.38 pct	-2.64 pct	-2.10 pct	-1.17 pct	-4.31 pct	13.68%	123.68%	78.05%	-200.67%	10.42%
民爆用品	30.81%	29.08%	230.60%	154.68%	234.55%	23.63%	26.99%	20.50%	22.92%	21.20%	-2.28 pct	-0.44 pct	-6.59 pct	-4.64 pct	-2.43 pct	23.11%	43.91%	254.30%	267.53%	565.30%
农药	26.45%	33.02%	-24.09%	-41.78%	-31.15%	24.71%	23.98%	30.77%	30.56%	29.88%	6.49 pct	4.55 pct	8.45 pct	8.54 pct	5.17 pct	129.50%	70.56%	6.80%	-85.95%	-49.23%
其他化学原料	9.19%	25.93%	17.81%	31.51%	11.17%	19.38%	19.23%	20.36%	20.60%	21.19%	-9.00 pct	-6.54 pct	-3.32 pct	-3.23 pct	1.81 pct	-47.87%	6.73%	13.97%	19.21%	38.92%
其他塑料制品	-39.53%	-23.68%	67.16%	57.05%	51.02%	26.95%	26.02%	22.11%	22.09%	23.17%	-31.27 pct	0.72 pct	-5.17 pct	-5.49 pct	-3.78 pct	12.55%	-20.10%	29.83%	-25.45%	6.84%
其他塑料制品	-7.47%	-5.44%	14.80%	-37.05%	-40.30%	27.64%	27.07%	26.99%	26.91%	18.81%	-3.87 pct	-3.94 pct	-1.20 pct	-1.45 pct	-8.84 pct	-25.66%	-9.05%	26.06%	-482.61%	-110.12%
其他纤维	13.31%	80.26%	27.66%	12.26%	27.18%	15.03%	18.81%	18.41%	19.07%	20.34%	4.98 pct	11.23 pct	5.30 pct	6.04 pct	5.31 pct	160.13%	-3740.84%	165.52%	8.85%	50.18%
其他橡胶制品	3.68%	31.33%	45.23%	29.90%	38.53%	29.85%	31.66%	31.12%	30.73%	31.44%	-1.82 pct	-1.19 pct	1.95 pct	2.24 pct	1.59 pct	25.45%	36.61%	73.38%	0.12%	60.94%
日用化学产品	41.38%	21.35%	22.40%	12.59%	7.06%	31.56%	31.43%	28.13%	27.70%	27.73%	4.54 pct	8.21 pct	6.33 pct	2.15 pct	-3.82 pct	99.81%	320.71%	140.44%	266.49%	-20.00%
石油加工	20.90%	27.56%	17.69%	17.31%	6.88%	19.33%	19.13%	18.08%	16.88%	16.73%	-0.75 pct	-0.03 pct	-1.38 pct	-3.03 pct	-2.60 pct	14.14%	101.41%	-14.72%	-64.39%	-39.90%
石油贸易	58.15%	19.75%	52.20%	1.62%	-34.90%	3.89%	4.37%	4.10%	4.17%	4.73%	0.01 pct	1.13 pct	0.59 pct	0.40 pct	0.84 pct	187.18%	-1335.52%	-334.22%	-52.55%	-85.03%
炭黑	22.59%	17.68%	16.74%	0.47%	-7.77%	21.19%	19.93%	18.80%	16.97%	8.58%	1.26 pct	-1.57 pct	-0.96 pct	-2.41 pct	-12.61 pct	72.21%	3.07%	25.69%	-84.19%	-123.96%
涂料油漆油墨制造	26.52%	20.96%	23.85%	15.85%	19.45%	31.27%	31.63%	31.63%	31.35%	29.01%	10.64 pct	10.13 pct	8.81 pct	5.84 pct	-2.26 pct	122.01%	69.63%	66.06%	-115.57%	-54.72%
涤纶	19.24%	17.01%	22.90%	16.48%	18.94%	15.28%	16.71%	16.01%	16.54%	18.84%	-2.75 pct	0.52 pct	-1.04 pct	0.66 pct	3.57 pct	-21.83%	39.23%	33.31%	-68.85%	116.64%
无机盐	29.98%	22.84%	34.99%	52.23%	41.24%	34.96%	36.04%	37.28%	36.74%	38.96%	-0.89 pct	2.13 pct	3.89 pct	2.99 pct	4.00 pct	26.23%	122.66%	28.23%	50.93%	70.35%
粘胶	-1.41%	0.86%	-9.22%	-13.24%	-0.40%	8.77%	9.72%	11.09%	11.73%	12.09%	-4.78 pct	-2.74 pct	-1.18 pct	0.40 pct	3.31 pct	-97.62%	-45.53%	-44.29%	-117.38%	-1741.69%

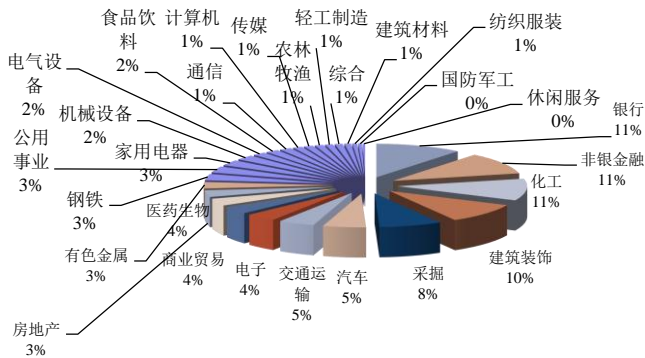
资料来源：Wind，华创证券 注：石油化工行业营收及净利润剔除中国石化

(一) 营业收入增速放缓，净利润同比下滑，周期子行业表现分化

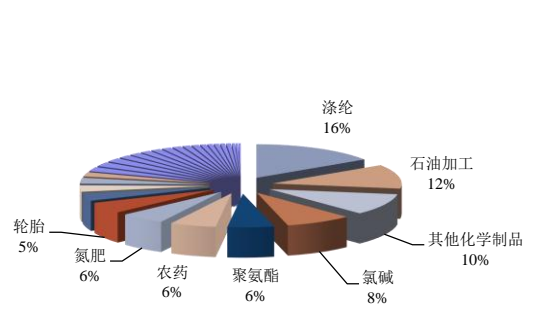
1、营业收入：整体增速有所放缓，涤纶行业增长潜力巨大

按照申万化工行业分类，SW 化工（包含中国石化，不包含中国石油）2019 年一季度营业收入 11944.55 亿元，占有 A 股上市公司的 10.52%，位居行业第三。就化工行业来看，剔除中国石化后，涤纶行业营业收入 752.87 亿元，占比 15.79%，处于三级子行业第一。

图表 20 SW 一级行业 2019Q1 营业收入情况



图表 21 SW 化工三级行业 2019Q1 营业收入情况



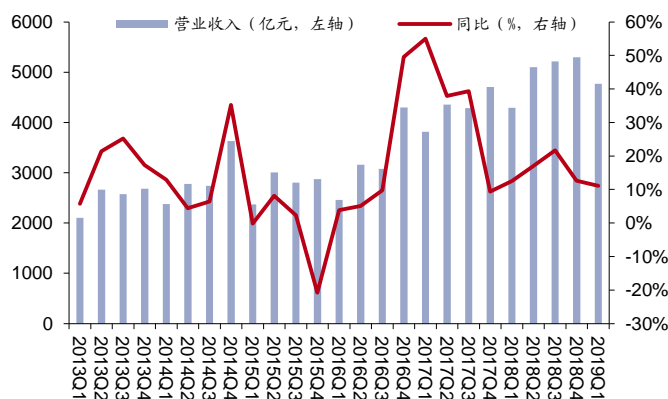
资料来源：Wind，华创证券

资料来源：Wind，华创证券

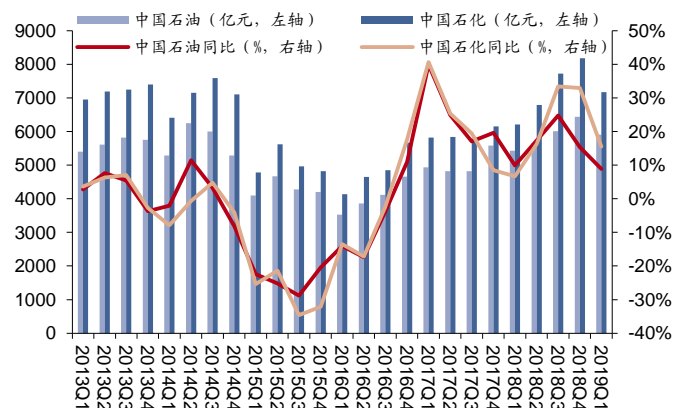
注：SW 一级行业未进行调整，SW 化工行业不包含中国石油等公司；SW 化工三级行业石油加工剔除中国石化

考虑到中国石油、中国石化营业收入远超行业内其他公司，将其进行单独分析。剔除中国石化后，2018Q4 化工行业营业收入合计 5296.84 亿元，同比增长 12.61%；2019Q1 化工行业营业收入合计 4768.76 亿元，同比增长 11.10%。2018Q4 中国石油、中国石化营业收入为 6436.55、8182.09 亿元，同比分别增长 15.31%、32.99%；2019Q1 中国石油、中国石化营业收入为 5910.41、7175.79 亿元，同比分别增长 8.92%、15.51%。

图表 22 SW 化工行业单季度营业收入及增速



图表 23 中石油及中石化单季度营业收入及增速



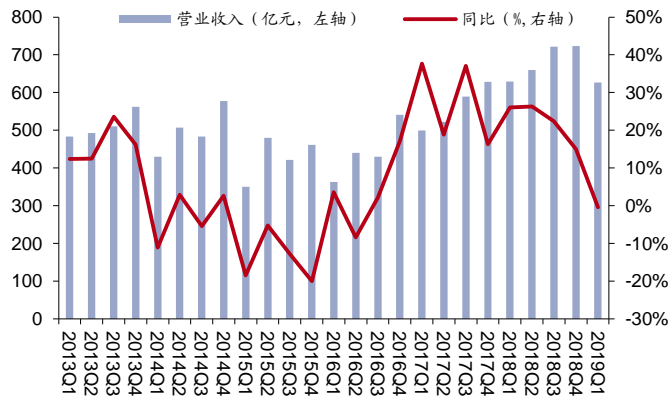
资料来源：Wind，华创证券

资料来源：Wind，华创证券

注：中国石油、中国石化营业收入远超行业内其他公司，故将其单独进行分析

将中国石化剔除后，2018Q4 石油化工行业营业收入 723.00 亿元，同比增长 15.05%；2019Q1 石油化工行业营业收入 626.61 亿元，同比下滑 0.40%。2018Q4 基础化工行业营业收入 4573.84 亿元，同比增长 12.24%；2019Q1 基础化工行业营业收入 4142.14 亿元，同比增长 13.08%。

图表 24 石油化工行业单季度营业收入及增速

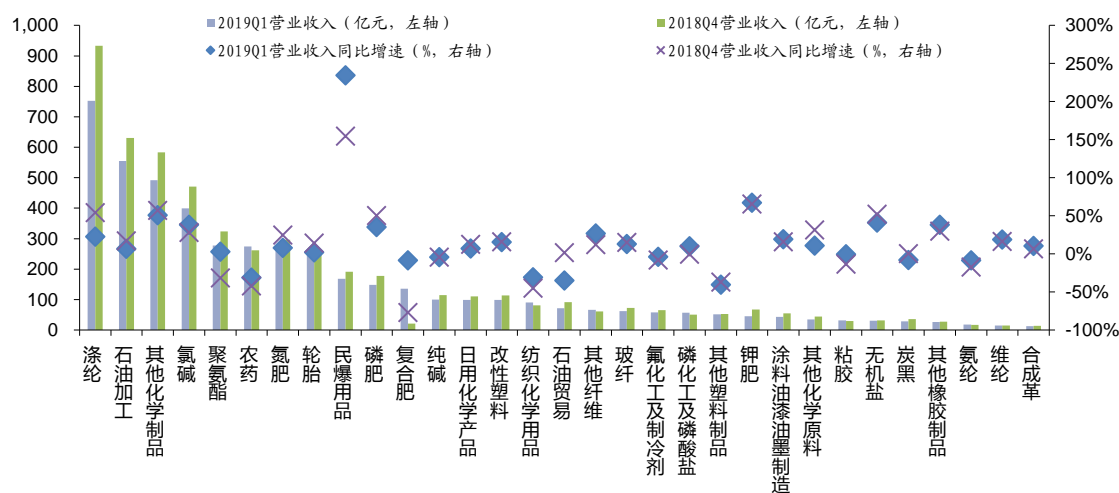


资料来源: Wind, 华创证券

注: 石油化工按 SW 石油化工剔除中国石化

细分子行业中，涤纶行业营业收入规模最大，民爆用品行业同比增幅最大。从绝对值来看，涤纶行业营业收入占比最大；2019Q1 涤纶行业营业收入 752.87 亿元，同比增长 22.62%；2018Q4 涤纶行业营业收入 933.08 亿元，同比增长 54.12%。涤纶行业营业收入增长主要原因是相关上市公司新增项目产能逐步释放，产销大幅增长；未来随着炼化项目的投产，涤纶行业营业收入规模将实现翻倍式增长。从同比增速来看，民爆用品行业增速最快；2019Q1 民爆用品行业营业收入 168.60 亿元，同比增长 234.55%，2018Q4 民爆用品行业营业收入 190.98 亿元，同比增长 154.68%。民爆行业营业收入规模大幅增长主要受益于工程量增加。

图表 26 化工子行业营业收入及增速

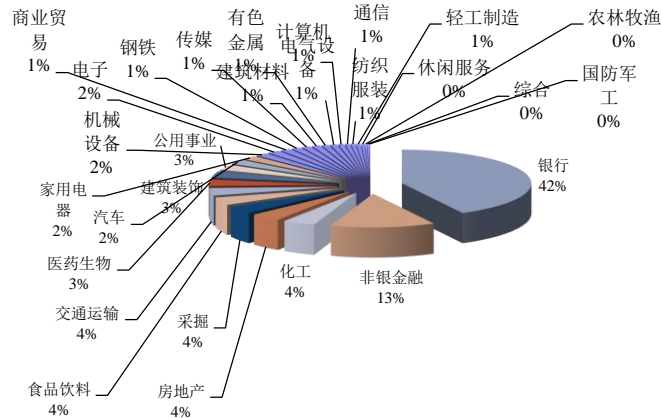


资料来源: Wind, 华创证券 注: 石油加工剔除中国石化

2、净利润：2018Q4 库存损失较大，2019Q1 增速逐步恢复

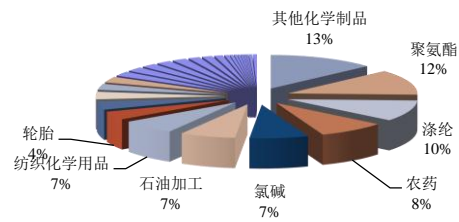
SW 化工（包含中国石化，不包含中国石油）2019 年一季度净利润 468.20 亿元，占有 A 股上市公司的 4.05%，位居行业第三。剔除中国石化后，其他化学制品净利润 37.07 亿元，占比 13.38%，处于三级子行业第一。

图 27 SW 一级行业 2019Q1 净利润情况



资料来源：Wind，华创证券

图 28 SW 化工三级行业 2019Q1 净利润情况

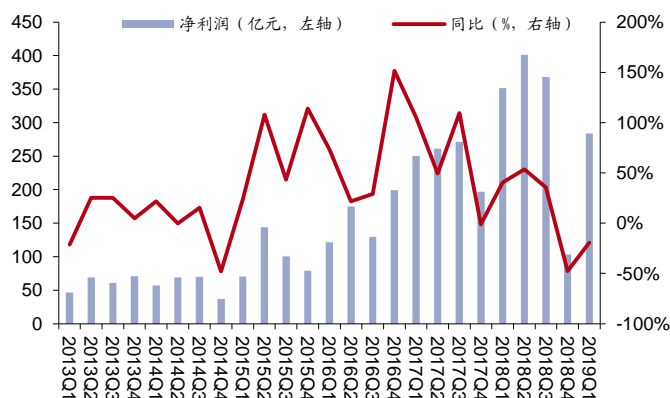


资料来源：Wind，华创证券

注：SW 一级行业未进行调整，SW 化工行业不包含中国石油等公司；SW 化工三级行业石油加工剔除中国石化

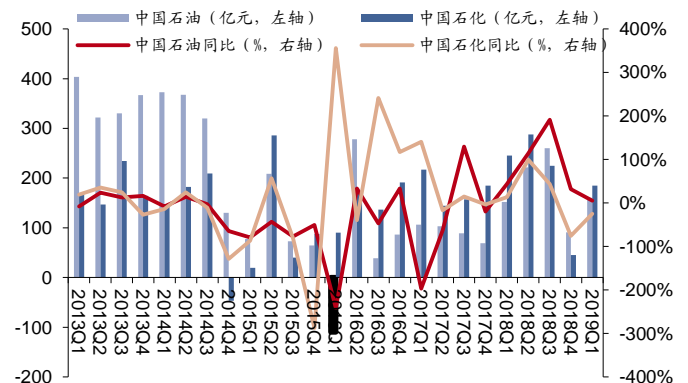
剔除中国石化后，2018Q4 化工行业净利润合计 103.25 亿元，同比下滑 47.61%；2019Q1 化工行业净利润合计 283.49 亿元，同比下滑 19.30%。2018Q4 中国石油净利润为 90.87 亿元，同比增长 31.73%，中国石化净利润 45.10 亿元，同比下滑 75.58%；2019Q1 中国石油净利润为 160.45 亿元，同比增长 5.50%，中国石化净利润 184.71 亿元，同比下滑 24.68%。

图 29 化工行业单季度净利润及增速



资料来源：Wind，华创证券

图 30 中石油及中石化单季度净利润及增速

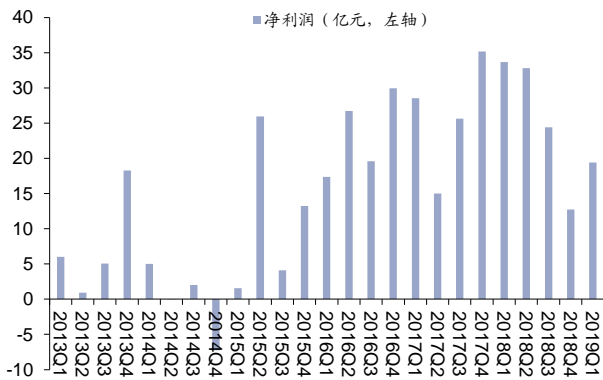


资料来源：Wind，华创证券

注：中国石油、中国石化净利润远超行业内其他公司，故将其单独进行分析

石油化工行业受油价波动显著，剔除中国石化后，2018Q4 石油化工行业净利润 12.74 亿元，同比下滑 63.79%；2019Q1 石油化工行业净利润 19.42 亿元，同比下滑 42.35%。2018Q4 基础化工行业净利润 90.52 亿元，同比下滑 44.09%；2019Q1 基础化工行业净利润 264.07 亿元，同比增长 16.85%。

图表 31 石油化工行业单季度净利润及增速

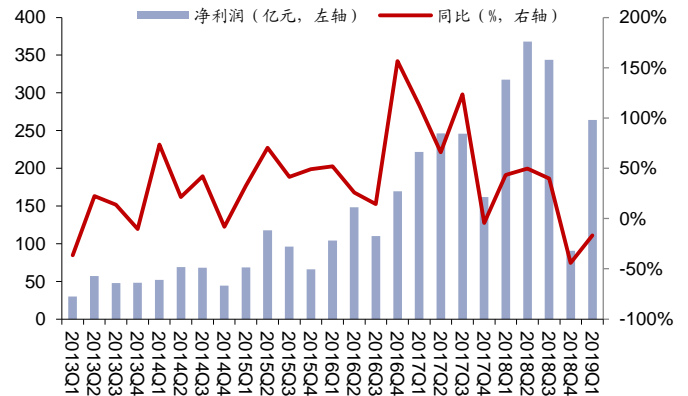


资料来源: Wind, 华创证券

注: 石油化工按 SW 石油化工剔除中国石化

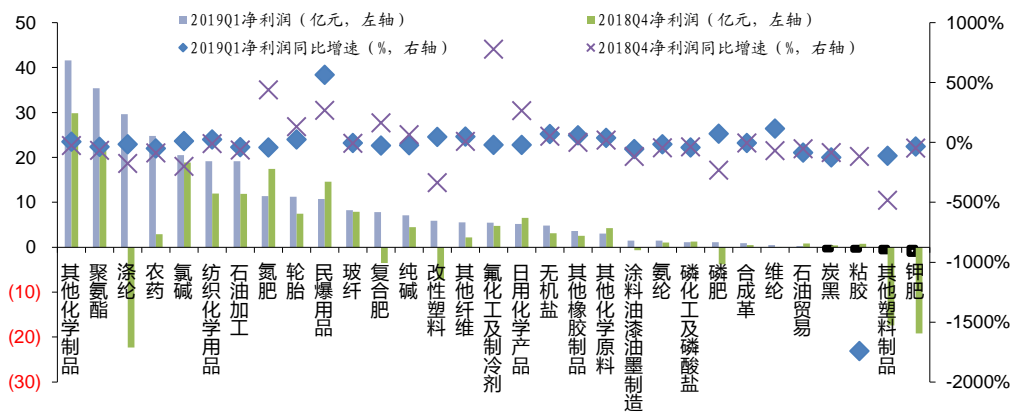
细分子行业中, 其他化学制品行业净利润规模最大, 民爆用品行业同比增幅最大。从绝对值来看, 其他化学制品行业净利润占比最大; 2019Q1 其他化学制品行业净利润 41.62 亿元, 同比增长 6.84%; 2018Q4 其他化学制品行业净利润 29.87 亿元, 同比下滑 25.45%。从同比增速来看, 民爆用品行业增速最快; 2019Q1 民爆用品行业净利润 10.77 亿元, 同比增长 565.30%, 2018Q4 民爆用品行业净利润 14.57 亿元, 同比增长 267.53%。四季度受原油价格大幅波动影响, 部分子行业库存损失明显, 例如涤纶行业 2018Q4 净利润-22.34 亿元, 行业内大多数公司均出现亏损。以桐昆股份为例, 2018Q4 净利润-3.77 亿元, 其中计提存货跌价准备 2.96 亿元。

图表 32 基础化工行业单季度净利润及增速



资料来源: Wind, 华创证券

图表 33 化工子行业净利润及增速



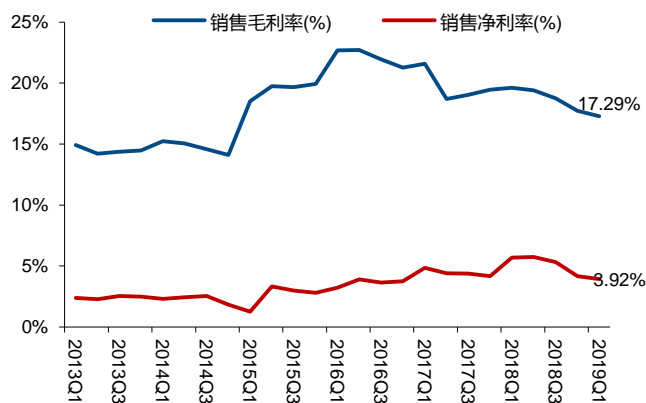
资料来源: Wind, 华创证券 注: 石油加工剔除中国石化

(二) 盈利能力: 毛利率水平尚可, ROE 环比改善, 期间费用率略有提升

1、毛利率: 行业整体水平尚可, 过半子行业环比下降

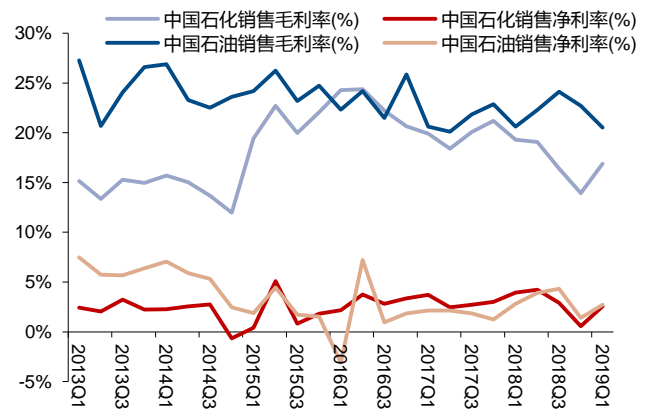
化工行业毛利率和净利率整体维持高位, 2019Q1 销售毛利率和销售净利率分别为 17.29%、3.92%, 同比-2.32、-1.76pct, 环比-0.44、-0.25pct; 2018Q4 销售毛利率和销售净利率分别为 17.73%、4.17%, 同比-1.73、+0.01pct, 环比-1.01、-1.16pct。2019Q1 中国石油、中国石化销售毛利率分别为 20.54%、16.89%, 同比-0.07、-2.42pct, 环比-2.16、+2.97pct; 销售净利率分别为 2.71%、2.57%, 同比-0.09、-1.38pct, 环比+1.30、+2.02pct。

图表 34 SW 化工行业单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华创证券 注: 整体法

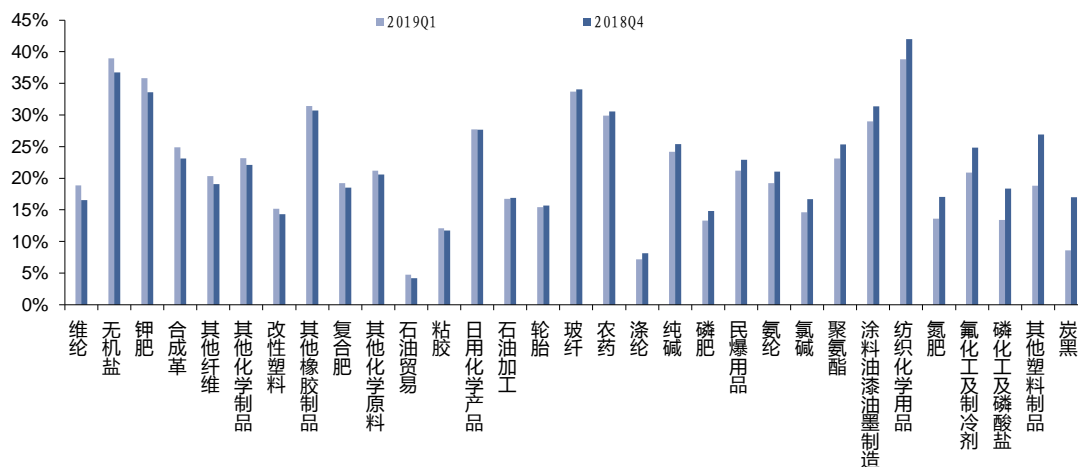
图表 35 中石油及中石化单季度毛利率和净利率



资料来源: Wind, 华创证券

子行业毛利率近 60% 环比下降, 无机盐行业毛利率水平居首位。从绝对值来看, 2019Q1 无机盐行业毛利率水平最高, 2019Q1 销售毛利率 38.96%, 环比+2.22pct。环比来看, 维纶、无机盐、钾肥、合成革、其他纤维、其他化学制品、改性塑料等行业毛利率环比提升, 其中维纶行业毛利率环比提升最为明显, 2019Q1 维纶行业毛利率 18.84%, 环比+2.31pct。氟化工及制冷剂、磷化工及磷酸盐、其他塑料制品、炭黑等行业毛利率环比下降较多, 其中炭黑行业毛利率环比下降最多, 2019Q1 炭黑行业毛利率水平 8.58%, 环比-8.39pct。

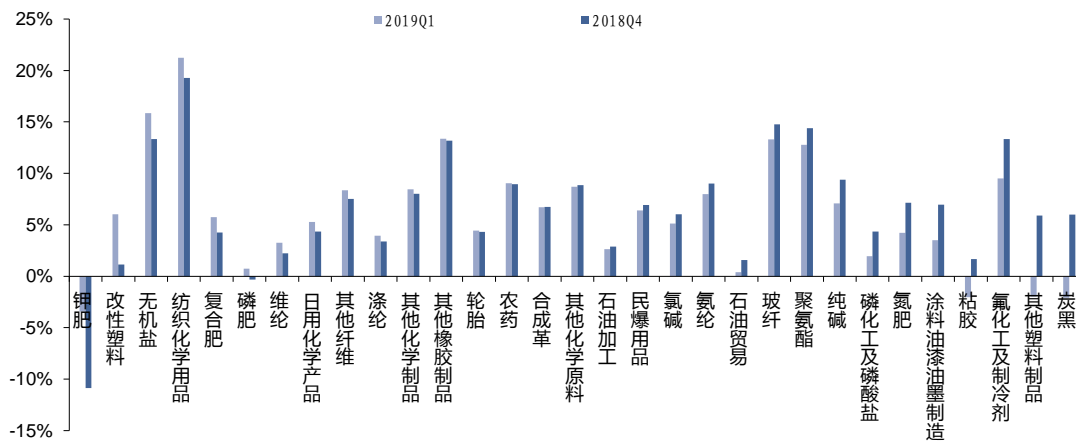
图表 36 化工三级子行业销售毛利率情况 (按环比变动值大小排序)



资料来源: Wind, 华创证券

子行业净利率超一半环比下降，2019Q1 纺织化学用品销售净利率最高。从绝对值来看，2019Q1 纺织化学用品净利率水平最高，2019Q1 销售净利率 21.23%，环比+1.97pct。环比来看，钾肥、改性塑料、无机盐、纺织化学用品、复合肥、磷肥、涤纶等行业净利率环比改善，其中钾肥行业净利率环比改善最为明显，2019Q1 钾肥行业净利率-3.44%，环比+7.43pct。聚氨酯、纯碱、氮肥、粘胶、氟化工及制冷剂、磷化工及磷酸盐、其他塑料制品、炭黑等行业净利率环比下降较多，其中炭黑行业净利率环比下降最多，2019Q1 炭黑行业毛利率水平-2.08%，环比-8.07pct。

图表 37 化工三级子行业销售净利率情况（按环比变动值大小排序）

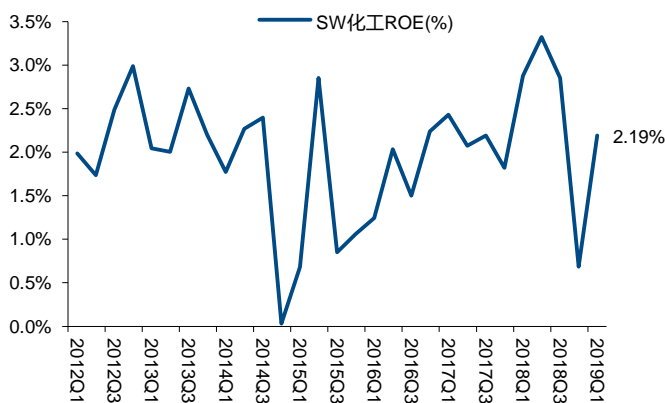


资料来源: Wind, 华创证券

2、ROE: 行业整体改善, 多数子行业环比上升

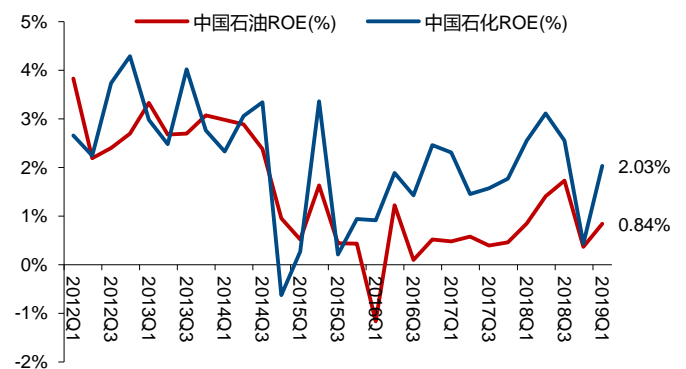
化工行业 ROE 环比改善, 2019Q1 化工行业整体 ROE 为 2.19%, 环比+1.51pct。2018Q4 行业景气度下行, 行业 ROE 水平降至 2012 年以来次低水平, 2018Q4ROE 为 0.68%。2019Q1 中国石油、中国石化 ROE 分别为 0.84%、2.03%, 同比-0.01、-0.52pct, 环比+0.47、+1.60pct; 2018Q4 中国石油、中国石化 ROE 分别为 0.37%、0.43%, 同比-0.09、-1.34pct, 环比-1.36、-2.12pct。

图表 38 SW 化工行业单季度 ROE



资料来源: Wind, 华创证券 注: 整体法

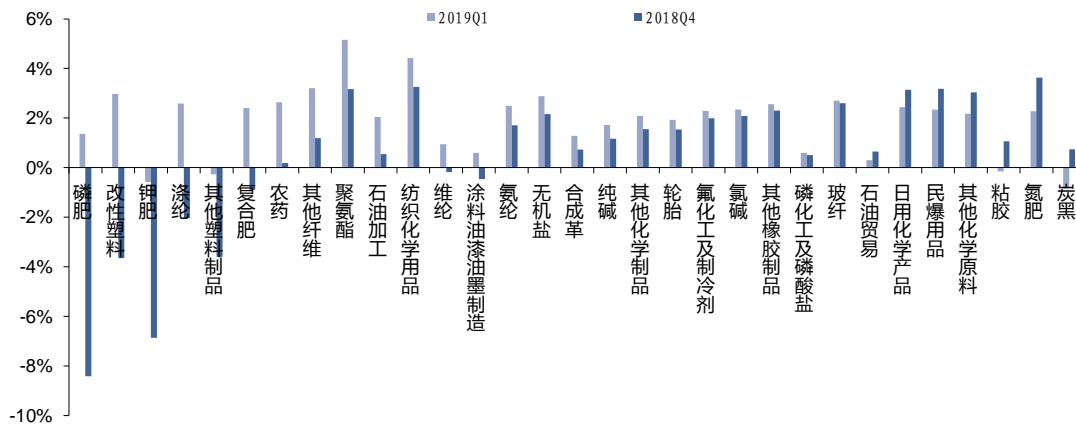
图表 39 中石油及中石化单季度 ROE



资料来源: Wind, 华创证券

子行业中聚氨酯行业 ROE 水平最高，磷肥 ROE 环比改善最为显著。从绝对值来看，2019Q1 聚氨酯行业 ROE 水平最高，为 5.15%，环比+1.99pct；炭黑、钾肥、粘胶、其他塑料制品行业 ROE 水平为负。环比来看，2019Q1 磷肥、改性塑料、钾肥、涤纶等行业 ROE 环比改善明显，其中磷肥 ROE 为 1.35%，环比+9.77pct，改善最为显著。炭黑、氮肥、粘胶、其他化学原料等行业下降幅度较大，其中炭黑行业下降幅度最大，2019Q1 炭黑行业 ROE 水平为-0.84%，环比-1.58pct。。

图表 40 化工三级子行业 ROE (按环比变动值大小排序)

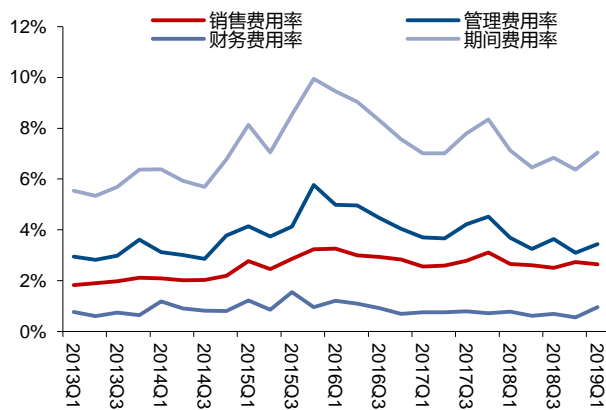


资料来源: Wind, 华创证券

3、期间费用率：行业整体略有上升，七成子行业环比下降

化工行业期间费用率略有提升，销售费用率相对稳定。考虑到 2018 年三季度会计政策发生变化，为保持计算口径的一致性，我们在计算期间费用率时将研发费用加回至管理费用。2019Q1 期间费用率 7.04%，同比-0.09pct，环比+0.67pct。销售/管理/财务费用率分别为 2.64%/3.44%/0.96%，同比变动-0.01/-0.25/+0.18pct，环比变动-0.08 /+0.34 /+0.41pct。2019Q1 中国石油、中国石化期间费用率 7.11%、4.72%，同比-0.13、-0.57pct，环比+0.32、+0.35pct。

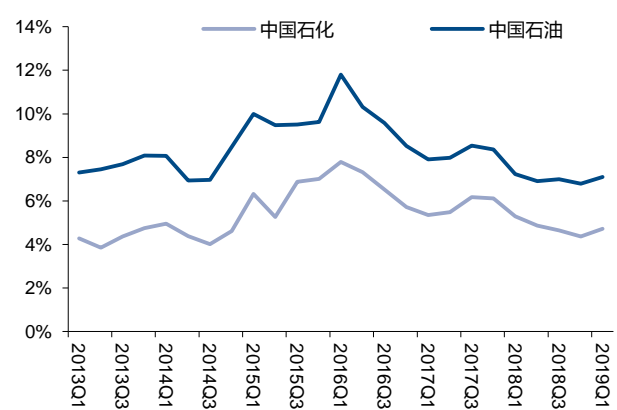
图表 41 SW 化工行业单季度期间费用率



资料来源: Wind, 华创证券

注: 2018Q3 后研发费用加回至管理费用

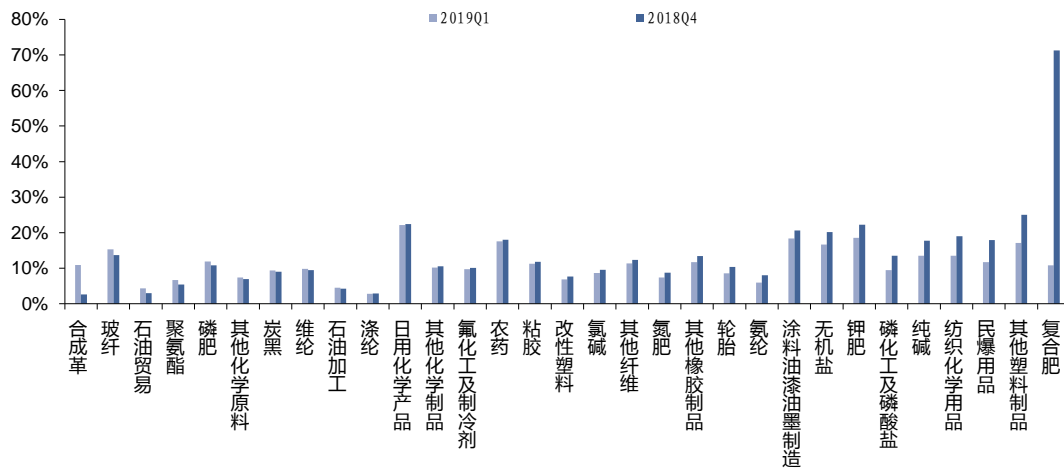
图表 42 中石油及中石化单季度期间费用率



资料来源: Wind, 华创证券

31 个三级子行业中，2019Q1 超 7 成子行业期间费用率下降。具体来看，合成革、玻纤、石油贸易、聚氨酯等行业期间费用率增加较多，纯碱、纺织化学用品、民爆用品、其他塑料制品、复合肥等行业期间费用率下降较多。合成革行业期间费用率增加最多，2019Q1 期间费用率 10.86%，环比+8.27pct。复合肥行业期间费用率波动显著，2019Q1 期间费用率为 10.76%，2018Q4 期间费用率为 71.26%。

图表 43 化工三级子行业期间费用率（按环比变动值大小排序）



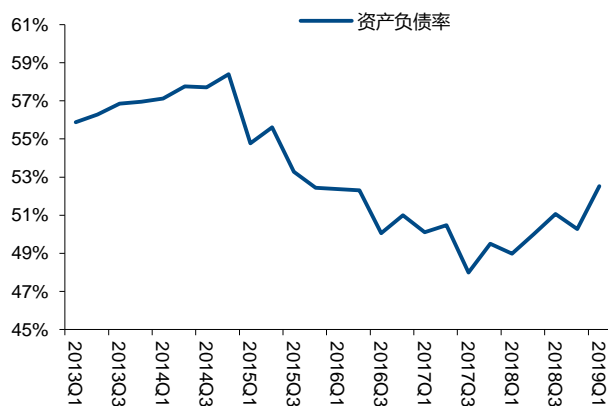
资料来源：Wind，华创证券 注：不包含研发费用

（三）经营稳定性：行业整体资产负债率提升，经营性现金流、存货水平相对平稳

1、资产负债率：行业整体水平向上，超六成子行业环比提升

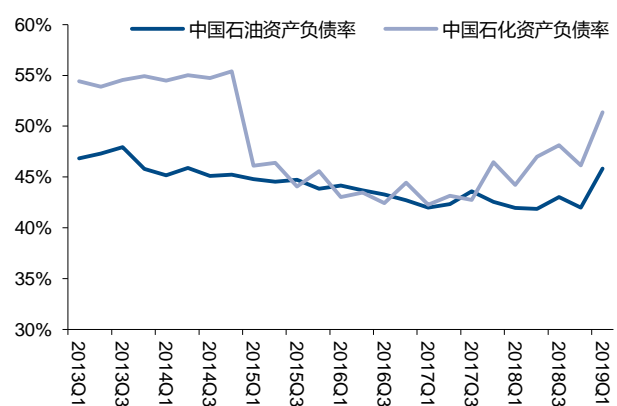
2017Q3 行业整体资产负债率下降至 48% 的低点后，行业资产负债率水平趋势向上（主要受融资环境影响及上市公司加速产能配套建设）。截止 2019 年一季度末，化工行业整体资产负债率为 52.52%，同比+3.55pct，环比+2.25pct。2019Q1 中国石油、中国石化资产负债率分别为 45.84%、51.36%，同比+3.89、+7.15pct，环比+3.84、+5.22pct。

图表 44 SW 化工行业资产负债率



资料来源：Wind，华创证券

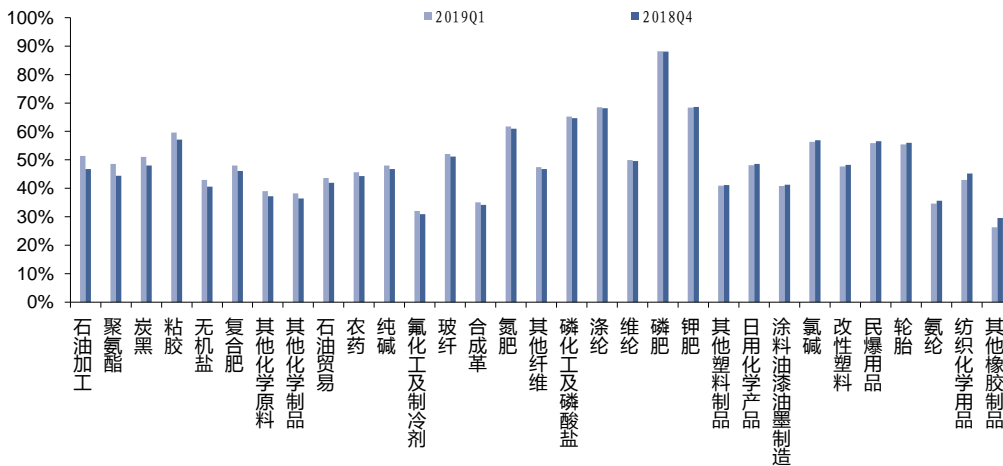
图表 45 中石油及中石化资产负债率



资料来源：Wind，华创证券

从绝对值来看，磷肥行业的资产负债率最高，2019Q1 磷肥行业资产负债率达到 88.15%，其次是涤纶（68.54%）、钾肥（68.34%）等；氨纶、氟化工及制冷剂、其他橡胶制品行业的资产负债率较低，2019Q1 分别为 34.59%、32.03%、26.26%。环比来看，2019Q1 超六成子行业环比提升；石油加工、聚氨酯、炭黑、粘胶、无机盐、复合肥等行业资产负债率上升较为明显，其中石油化工行业环比+4.57pct 至 51.35%，上升最为明显；民爆用品、轮胎、氨纶、纺织化学用品、其他橡胶制品等行业的资产负债率下降较多，其中其他橡胶制品行业资产负债率环比-3.31pct 至 26.26%，下降最为明显。

图表 46 化工三级子行业资产负债率（按环比变动值大小排序）

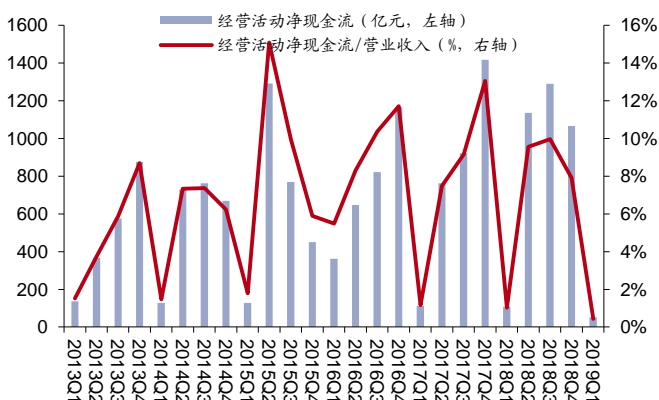


资料来源：Wind，华创证券

2、经营活动净现金流/营业收入：Q1 占比相对较低，多数子行业同比上升

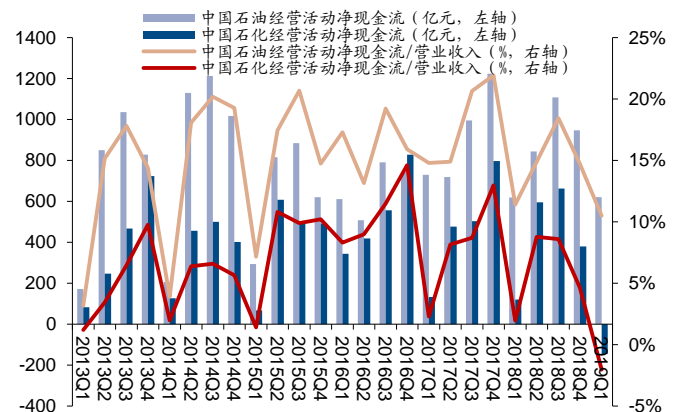
2019Q1 化工行业整体经营活动净现金流 52.47 亿元，占总营业收入的 0.44%；2018Q4 化工行业整体经营活动净现金流 1066.53 亿元，占总营业收入的 7.91%。2019Q1 中国石油经营活动净现金流 620.22 亿元，占营业收入的 10.49%；中国石化经营活动净现金流-146.09 亿元，占营业收入的-2.04%。2018Q4 中国石油经营活动净现金流 946.28 亿元，占营业收入的 14.70%；中国石化经营活动净现金流 379.49 亿元，占营业收入的 4.64%。

图表 47 SW 化工行业单季度经营活动净现金流



资料来源：Wind，华创证券

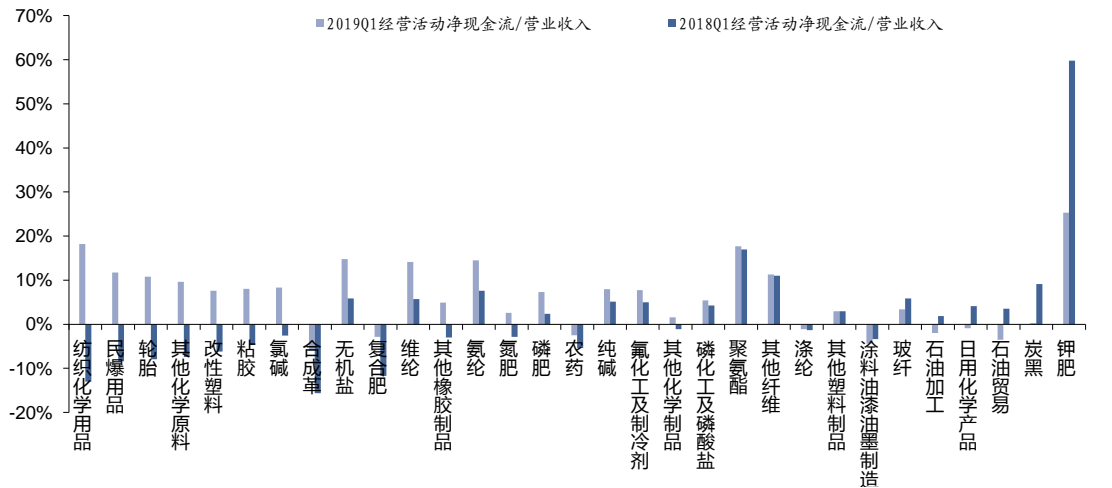
图表 48 中石油及中石化单季度经营活动净现金流



资料来源：Wind，华创证券

同比来看，31 个子行业中 24 个子行业经营活动净现金流/营业收入值变大，纺织化学用品、民爆用品、轮胎、其他化学原料、改性塑料等行业经营活动净现金流占营业收入比重同比增加明显，而钾肥、炭黑、石油贸易等行业则出现下滑。

图表 49 化工三级子行业经营活动净现金流/营业收入（按环比变动值大小排序）



资料来源：Wind，华创证券

3、存货/流动资产：整体略有上升，过半数子行业环比下降

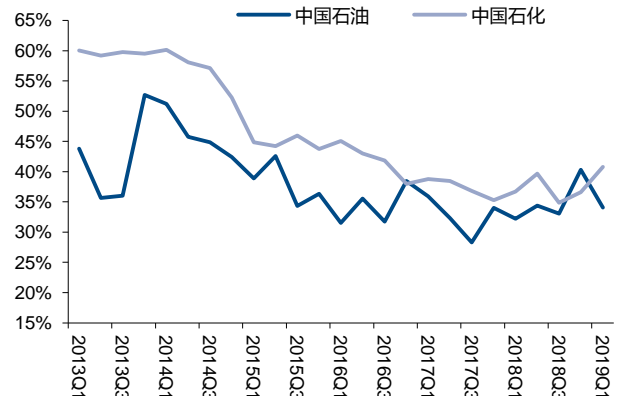
化工行业整体存货占流动资产比例环比略有上升，2019Q1 化工行业存货占流动资产比重为 28.59%，同比+0.44pct，环比+0.83pct；2018Q4 化工行业存货占流动资产比重为 27.76%，同比+0.77pct，环比+1.04pct。2019Q1 中国石油、中国石化存货占流动资产比重分别为 34.05%、40.78%，同比+1.83、+4.07pct，环比-6.26、+4.16pct；2018Q4 中国石油、中国石化存货占流动资产比重分别为 40.31%、36.63%，同比+6.28、+1.33pct，环比+7.23、+1.74pct。

图表 50 SW 化工行业存货/流动资产



资料来源：Wind，华创证券

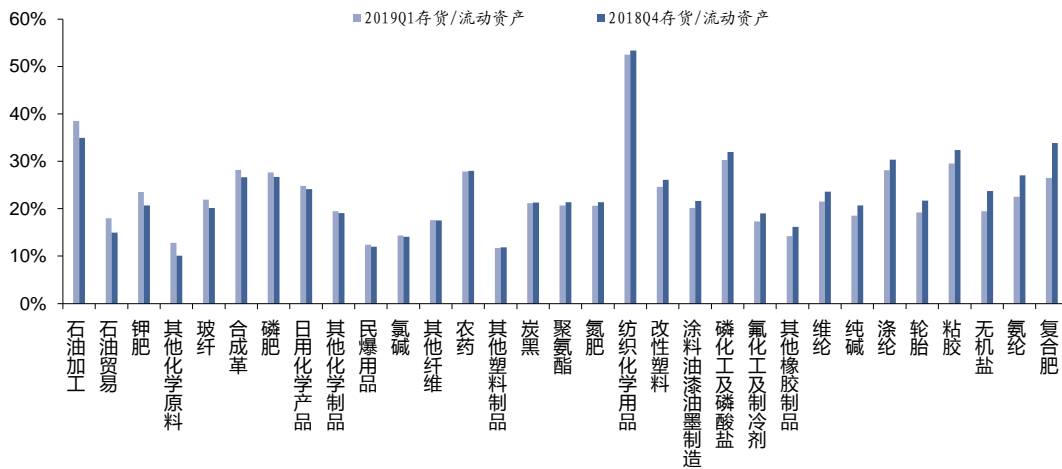
图表 51 中石油及中石化存货/流动资产



资料来源：Wind，华创证券

过半数子行业存货占流动资产比重环比下降，31 个子行业中 19 个子行业存货占比下降。2019Q1 涤纶、轮胎、粘胶、无机盐、氨纶、复合肥等行业库存水平下降明显，存货占流动资产比重下降较多；石油加工、石油贸易、钾肥、玻纤等行业存货占流动资产比重上升较多。

图表 52 化工三级子行业存货/流动资产（按环比变动值大小排序）

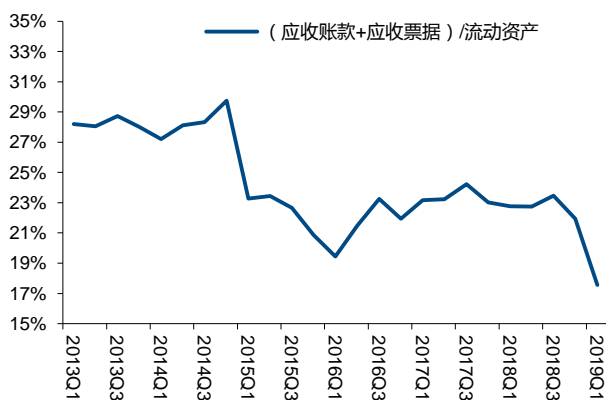


资料来源: Wind, 华创证券

4、应收票据及应收账款/流动资产：行业整体大幅下降，子行业环比升降各半

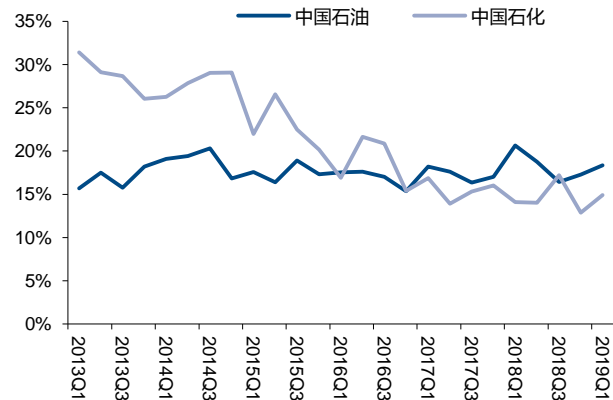
化工行业整体应收票据及应收账款占流动资产比例大幅下降，2019Q1 化工行业应收票据及应收账款占流动资产比重为 17.57%，同比-5.20pct，环比-4.37pct；2018Q4 化工行业应收票据及应收账款占流动资产比重为 21.94%，同比-1.08pct，环比-1.53pct。2019Q1 中国石油、中国石化应收票据及应收账款占流动资产比重分别为 18.35%、14.93%，同比-2.28、+0.84pct，环比+1.07、+2.06pct；2018Q4 中国石油、中国石化存货占流动资产比重分别为 17.27%、12.87%，同比+0.25、-3.14pct，环比+0.86、-4.32pct。

图表 53 SW 化工行业应收账款及票据/流动资产



资料来源: Wind, 华创证券

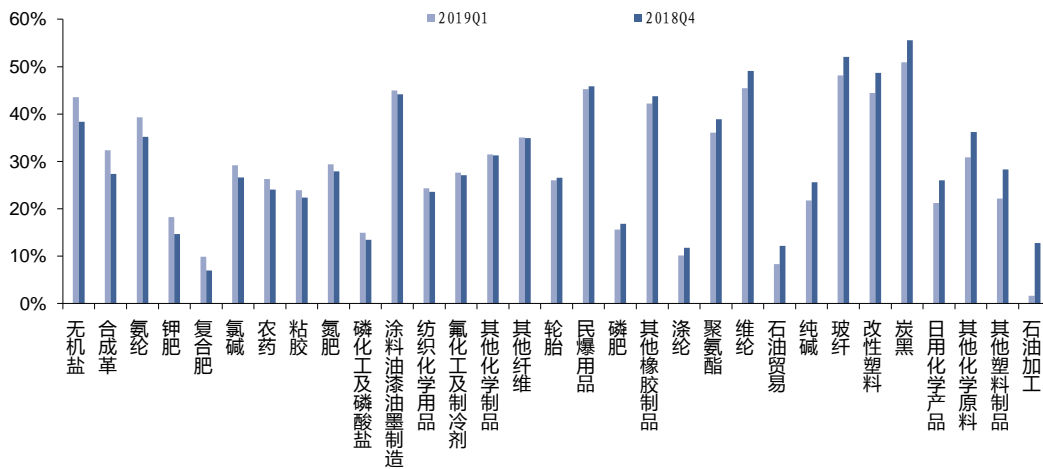
图表 54 中石油及中石化应收账款及票据/流动资产



资料来源: Wind, 华创证券

子行业应收票据及应收账款占流动资产比重环比升降各半。2019Q1 无机盐、合成革、氨纶、钾肥、复合肥、氯碱等行业应收票据及应收账款占流动资产比重上升较多；石油加工、其他塑料制品、其他化学原料、日用化学用品、炭黑等行业应收票据及应收账款占流动资产比重下降较多。

图表 55 化工三级子行业应收账款及票据/流动资产（按环比变动值大小排序）

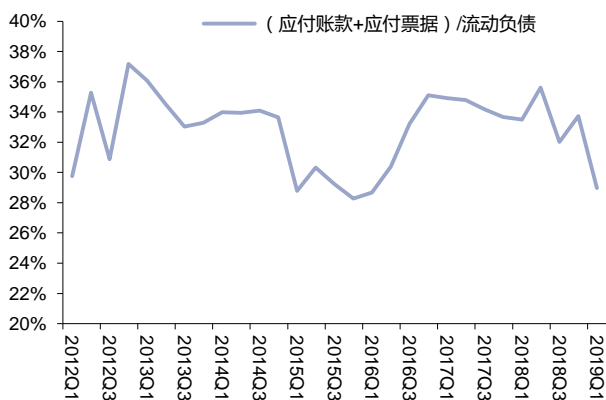


资料来源: Wind, 华创证券

5、应付票据及应付账款/流动负债：整体同比下降，子行业升降各半

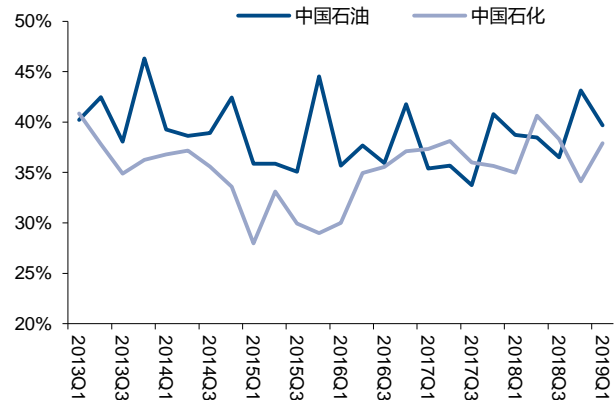
化工行业整体应付票据及应付账款占流动负债比例下降，2019Q1 化工行业应付票据及应付账款占流动负债比重为 28.98%，同比-4.51pct，环比-4.75pct；2018Q4 化工行业应付票据及应付账款占流动负债比重为 33.73%，同比+0.06pct，环比+1.71pct。2019Q1 中国石油、中国石化应付票据及应付账款占流动负债比重分别为 39.67%、37.90%，同比+0.94、+2.92pct，环比-3.48、+3.79pct；2018Q4 中国石油、中国石化存货占流动负债比重分别为 43.14%、34.11%，同比+2.36、-1.53pct，环比+6.65、-4.21pct。

图表 56 SW 化工行业应付账款及票据/流动负债



资料来源: Wind, 华创证券

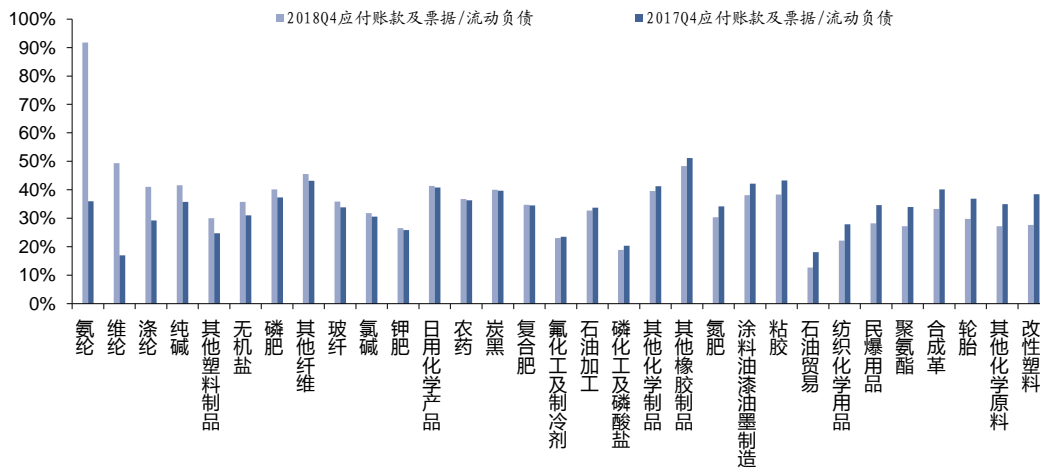
图表 57 中石油及中石化应付账款及票据/流动资产



资料来源: Wind, 华创证券

子行业应付票据及应付账款占流动负债比重同比升降各半。2018Q4 氨纶、维纶、涤纶、纯碱、其他塑料制品、无机盐等行业应付票据及应付账款占流动负债比重同比上升较多；改性塑料、其他化学原料、轮胎、合成革、聚氨酯等行业应付票据及应付账款占流动负债比重同比下降较多。

图表 58 化工三级子行业应付账款及票据/流动负债（按同比变动值大小排序）



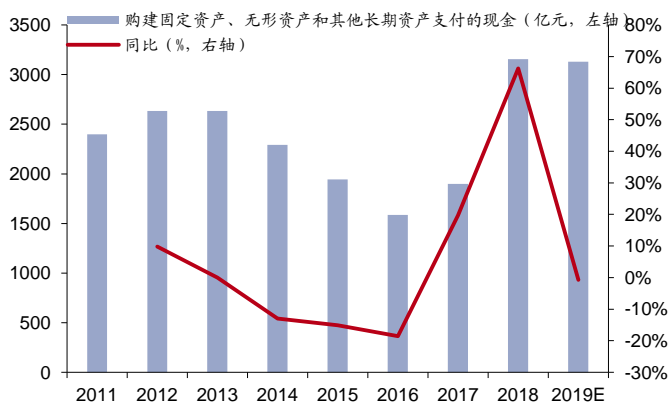
资料来源: Wind, 华创证券

（四）投资支出：资本开支维持较高水平，新一轮供给侧改革或限制产能投放

1、投资活动净现金流/营业收入：整体环比下降，行业资本开支仍维持较高水平

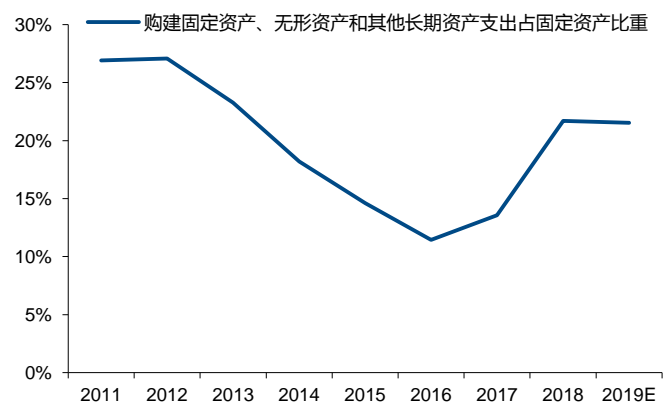
从购建固定资产等长期资产支出来看，2018 年化工行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金达到 3154.59 亿元，同比增速高达 66.20%。2019Q1 化工行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金为 782.18 亿元，年化则高达 3131.14 亿元，按照年化购建固定资产等长期资产支出计算，2019 年行业产能投放较 2018 年虽有所放缓，但绝对额规模仍是历史上较高水平。从占固定资产的比重看，2018 年行业购建固定资产、无形资产和其他长期资产支出占固定资产比重为 21.69%，新一轮供给侧改革背景下，行业产能投放或将受到限制。

图表 59 购建固定资产等长期资产支出及增速



资料来源: Wind, 华创证券 注: 2019E 按照 Q1*4

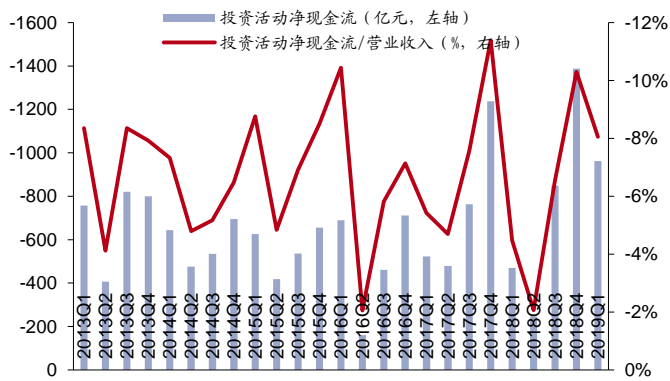
图表 60 购建固定资产等长期资产占固定资产比重



资料来源: Wind, 华创证券

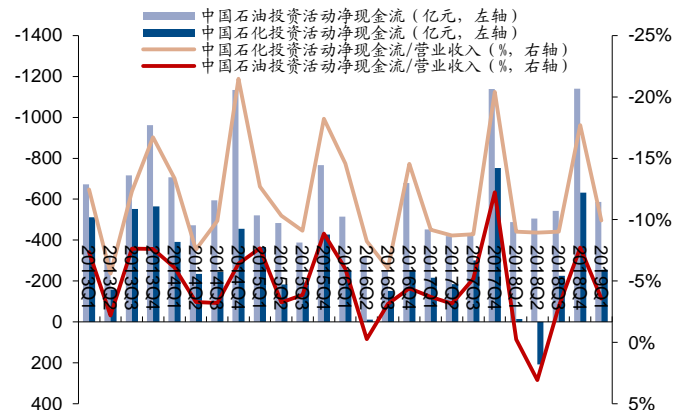
2019Q1 化工行业整体投资活动净现金流-962.32 亿元，占总营业收入的-8.06%；2018Q4 化工行业整体投资活动净现金流-1387.98 亿元，占总营业收入的-10.30%。2019Q1 中国石油投资活动净现金流-586.55 亿元，占营业收入的-9.92%；中国石化投资活动净现金流-255.82 亿元，占营业收入的-3.57%。2018Q4 中国石油投资活动净现金流-1139.88 亿元，占营业收入的-17.71%；中国石化投资活动净现金流-631.52 亿元，占营业收入的-7.72%。

图表 61 SW 化工行业单季度投资活动净现金流



资料来源: Wind, 华创证券

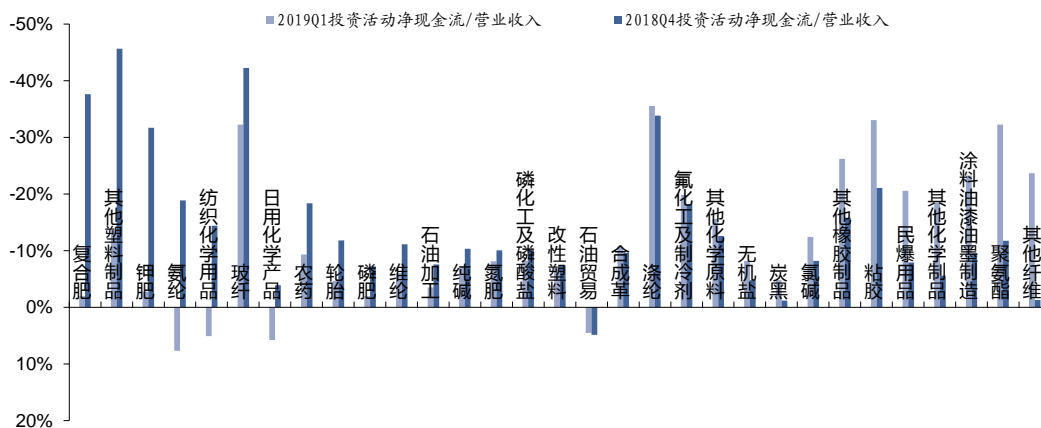
图表 62 中石油及中石化单季度投资活动净现金流



资料来源: Wind, 华创证券

同比来看, 31 个子行业中 15 个子行业投资活动净现金流/营业收入绝对值变大, 其他纤维、聚氨酯、涂料油漆油墨制造、其他化学制品、民爆用品等行业投资活动净现金流占营业收入同比的绝对值增加明显, 而复合肥、其他塑料制品、钾肥、氨纶、纺织化学用品等行业则出现下滑。

图表 63 化工三级子行业投资活动净现金流/营业收入 (按环比变动值大小排序)

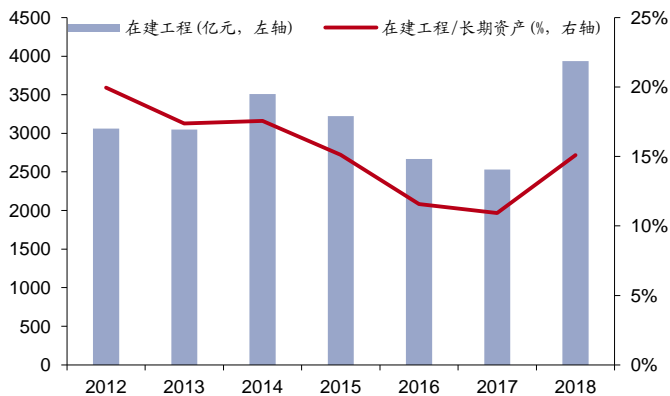


资料来源: Wind, 华创证券

2、在建工程/长期资产: 整体大幅上升, 涤纶行业提升明显

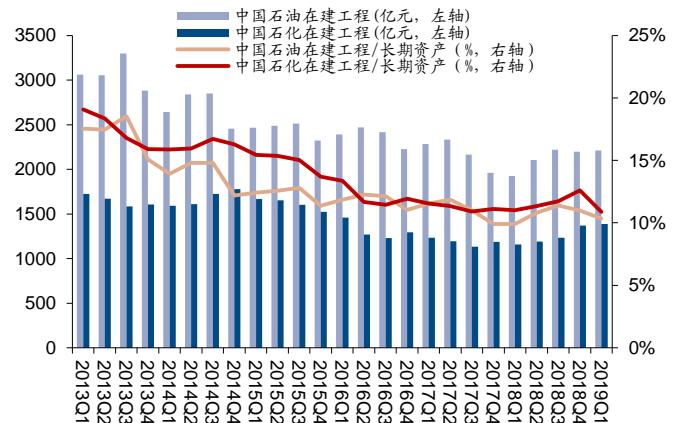
在建工程占长期资产比重大幅提升。2018 年化工行业在建工程合计 3935.71 亿元, 较 2017 年增加 1404.63 亿元, 增幅高达 55.5%; 2018 年化工行业在建工程占长期资产比重为 15.09%, 较 2017 年提升 4.15 个百分点。2019Q1 中国石油在建工程分别为 2211.08 亿元, 占长期资产比重为 10.35%; 中国石化在建工程分别为 1385.84 亿元, 占长期资产比重为 10.88%。

图表 64 SW 化工行业在建工程



资料来源: Wind, 华创证券

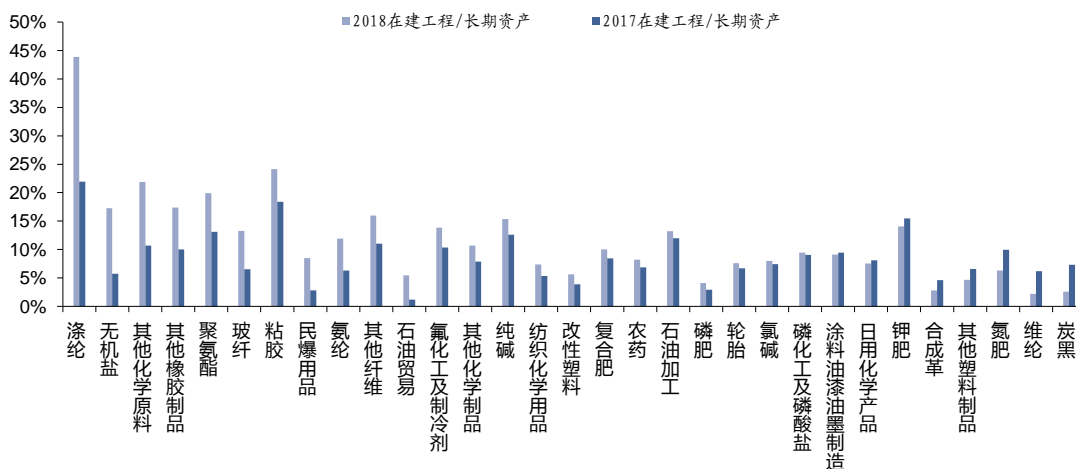
图表 65 中石油及中石化在建工程



资料来源: Wind, 华创证券

同比来看, 截止 2018 年底超七成子行业在建工程/长期资产比值提升。涤纶、无机盐、其他化学原料、其他橡胶制品等行业提升较为明显, 其中涤纶行业在建工程大幅增加, 主要是龙头企业炼化项目逐步推进。炭黑、维纶、氮肥等行业在建工程占长期资产比重下降。

图表 66 化工三级子行业在建工程/长期资产 (按同比变动值大小排序)



资料来源: Wind, 华创证券

三、行业投资评级与投资策略

维持化工行业“推荐”评级。2016 年下半年以来以环保为推手的供给侧改革取得了显著成效, 过去 2 年多除了化纤、石化等少数子行业, 大部分化工品固定资产投资增速维持低位, 企业数量每年以 5%-10% 的数量减少, 带动行业格局最差的产能过剩行业迎来最大的边际改善。本次供给侧改革以安全为最主要推手, 以江苏区域为重点, 行业属性上有更多安全隐患或企业生产安全问题最大的领域将首当其冲。以安全为推手行业将迎来“深层次”二次供给侧改革, 中长期行业格局重塑, 重点关注染料、农药、精细化工品板块和一体化龙头。把握产业主线, 发掘确定性机会, 精选优质成长行业迎确定性拐点、基本面优质的新材料板块龙头。

四、风险提示

油价大幅波动，原材料及产品价格大幅波动，项目进展不及预期。

化工组团队介绍

组长、高级分析师：冯自力

中国科学院管理科学与工程硕士，丹麦奥尔堡大学创新管理硕士（第二学位）。2015 年加入华创证券研究所。

助理研究员：黄振华

上海财经大学经济学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

助理研究员：孟瞳媚

新加坡国立大学理学硕士。2018 年加入华创证券研究所。

华创证券机构销售通讯录

地区	姓名	职务	办公电话	企业邮箱
北京机构销售部	张昱洁	北京机构销售总监	010-66500809	zhangyujie@hcyjs.com
	杜博雅	高级销售经理	010-66500827	duboya@hcyjs.com
	侯春钰	销售经理	010-63214670	houchunyu@hcyjs.com
	侯斌	销售助理	010-63214683	houbin@hcyjs.com
	过云龙	销售助理	010-63214683	guoyunlong@hcyjs.com
	刘懿	销售助理	010-66500867	liuyi@hcyjs.com
广深机构销售部	张娟	所长助理、广深机构销售总监	0755-82828570	zhangjuan@hcyjs.com
	王栋	高级销售经理	0755-88283039	wangdong@hcyjs.com
	汪丽燕	高级销售经理	0755-83715428	wangliyan@hcyjs.com
	罗颖茵	高级销售经理	0755-83479862	luoyingyin@hcyjs.com
	段佳音	销售经理	0755-82756805	duanjiayin@hcyjs.com
	朱研	销售经理	0755-83024576	zhuyan@hcyjs.com
上海机构销售部	石露	华东区域销售总监	021-20572588	shilu@hcyjs.com
	沈晓瑜	资深销售经理	021-20572589	shenxiaoyu@hcyjs.com
	杨晶	高级销售经理	021-20572582	yangjing@hcyjs.com
	张佳妮	高级销售经理	021-20572585	zhangjian@hcyjs.com
	乌天宇	高级销售经理	021-20572506	wutianyu@hcyjs.com
	潘亚琪	高级销售经理	021-20572559	panyaqi@hcyjs.com
	沈颖	销售经理	021-20572581	sheny@hcyjs.com
	汪子阳	销售经理	021-20572559	wangziyang@hcyjs.com
	柯任	销售经理	021-20572590	keren@hcyjs.com
	何逸云	销售经理	021-20572591	heyiyun@hcyjs.com
	张敏敏	销售经理	021-20572592	zhangminmin@hcyjs.com
	蒋瑜	销售助理	021-20572509	jiangyu@hcyjs.com
	施嘉玮	销售助理	021-20572548	shijiawei@hcyjs.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数 20% 以上;
推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数 10% - 20%;
中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10% - 10% 之间;
回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10% - 20% 之间。

行业投资评级说明:

推荐: 预期未来 3-6 个月内该行业指数涨幅超过基准指数 5% 以上;
中性: 预期未来 3-6 个月内该行业指数变动幅度相对基准指数 -5% - 5%;
回避: 预期未来 3-6 个月内该行业指数跌幅超过基准指数 5% 以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的分析师在此作以下声明:

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断; 分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

本报告涉及股票利尔化学(002258), 根据上市公司公告, 利尔化学独立董事代明华为本公司控股股东华创阳安董事。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告所载资料的来源被认为是可靠的, 但本公司不保证其准确性或完整性。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成本公司对具体证券买卖的出价或询价。本报告所载信息不构成对所涉及证券的个人投资建议, 也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况, 自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有, 本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司许可进行引用、刊发的, 需在允许的范围内使用, 并注明出处为“华创证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场, 请您务必对盈亏风险有清醒的认识, 认真考虑是否进行证券交易。市场有风险, 投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部	广深分部	上海分部
地址: 北京市西城区锦什坊街 26 号 恒奥中心 C 座 3A	地址: 深圳市福田区香梅路 1061 号 中投国际商务中心 A 座 19 楼	地址: 上海浦东银城中路 200 号 中银大厦 3402 室
邮编: 100033	邮编: 518034	邮编: 200120
传真: 010-66500801	传真: 0755-82027731	传真: 021-50581170
会议室: 010-66500900	会议室: 0755-82828562	会议室: 021-20572500