

行业增速趋于放缓，甄选龙头优势企业

化工行业

投资建议：中性

上次建议：中性

投资要点：

► 行业收入及利润增速放缓，19年Q1盈利同比下滑

2018年度全行业实现营业收入1.33万亿元，同比增19.0%，实现归母净利润865.22亿元，同比增长27.63%，收入及利润延续两位数增长，但增速有所放缓，其中2018Q4盈利出现大幅回落，主要由于化工产品价格伴随原油价格下滑出现快速回落，企业无法顺利传导前期高价原料致使盈利下滑。2019Q1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，化工品价格同步止跌企稳，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。

► 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年一季度末，基础化工行业资产总额19316.84亿元，负债总额10106.35亿元，行业资产负债率52.35%。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年一季度板块走势，总体经历先扬后抑过程，展望未来，受“321响水事件”影响，化工行业供给端将加速进入新一轮的优胜劣汰，真正具备核心竞争力的优势企业将是未来投资重点，具体投资方向如下：

(1) 环保、安全规范性到位，所在园区不受影响，保障企业持续稳定健康发展；(2) 产业链配套完整，关键原料可实现稳定供应 (3) 企业具备优质的管理、研发水平，且有持续的资本开支以确保下一轮供给侧改革中实现再扩张。重点标的如下：扬农化工(600486.SH)、苏利股份(603585.SH)、利尔化学(002258.SZ)、安道麦A(000553.SZ)、百合花(603823.SH)、兴发集团(600141.SH)、安利股份(300218.SZ)、利安隆(300596.SZ)、玲珑轮胎(601966.SH)、华峰氨纶(002064.SZ)、梅花生物(600873.SH)、巨化股份(600160.SH)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。

一年内行业相对大盘走势



吴程浩 分析师

执业证书编号：S0590518070002

电话：0510-85611779

邮箱：wuch@glsc.com.cn

相关报告

- 1、《2019年第一轮环保督查拉开帷幕，持续关注龙头优势企业》
- 2、《化工安全生产巡查，关注一季报增长的优质公司》
- 3、《化工园区全面整治，赢创上调全球蛋氨酸价格》

正文目录

1	基础化工板块持续高景气，估值趋于合理	4
2	2018 年营收及利润延续增长，但增速放缓；2019 年一季度盈利环比好转，同比仍下滑	5
3	基础化工行业资产负债率提升，在建工程扩张加速	11
4	基础化工行业经营性现金流持续改善	13
5	重点推荐投资标的	15
6	风险提示	16

图表目录

图表 1:	2018 年及 2019-Q1 中信基础化工行业营收及归母净利表现	4
图表 2:	2018 年初至 2019 年一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:	2018 年度基础化工行业利润表情况 (百万元)	6
图表 6:	2019-Q1 基础化工行业利润表情况 (百万元)	6
图表 7:	基础化工季度毛利率、期间费用率及净利率	7
图表 8:	基础化工行业单季度三费情况	7
图表 9:	尿素行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	7
图表 10:	磷肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	7
图表 11:	复合肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	8
图表 12:	农药行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	8
图表 13:	涤纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	8
图表 14:	氨纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	8
图表 15:	粘胶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	8
图表 16:	氯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	8
图表 17:	聚氨酯行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	8
图表 18:	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 19:	民爆行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	9
图表 20:	印染行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	9
图表 21:	橡胶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	9
图表 22:	轮胎行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	9
图表 23:	炭黑行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	9
图表 24:	氟化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	9
图表 25:	纯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	10
图表 26:	磷化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	10
图表 27:	日化行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	10
图表 28:	改性塑料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	10
图表 29:	膜材料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	10
图表 30:	塑料制品行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况	10
图表 31:	基础化工行业单季度资产负债率情况	11
图表 32:	资产负债率较高的子行业	11
图表 33:	资产负债率较低的子行业	11
图表 34:	基础化工在建工程及固定资产占比情况	12
图表 35:	化学原料及化学品固定资产投资完成额累计同比	12
图表 36:	在建工程/固定资产比例上升的子行业	12

图表 37: 在建工程/固定资产比例下降的子行业.....	12
图表 38: 存货周转率较高的子行业.....	13
图表 39: 存货周转率较低子行业.....	13
图表 40: 基础化工行业年度现金流情况.....	13
图表 41: 基础化工行业一季度现金流情况.....	13
图表 42: 2018 年经营性现金流改善的子行业.....	14
图表 43: 2018 年经营性现金流恶化的子行业.....	14
图表 44: 2019-Q1 经营性现金流改善的子行业.....	14
图表 45: 2019-Q1 经营性现金流恶化的子行业.....	14
图表 46: 基础化工重点推荐标的.....	15

1 基础化工板块持续高景气，估值趋于合理

以中信行业分类为基准，2018 年及 2019Q1 基础化工行业整体实现营业收入同比分别增长 10.1%、2.7%；实现归母净利润同比分别增长 18.1%、-25.1%。

图表 1：2018 年及 2019-Q1 中信基础化工行业营收及归母净利表现

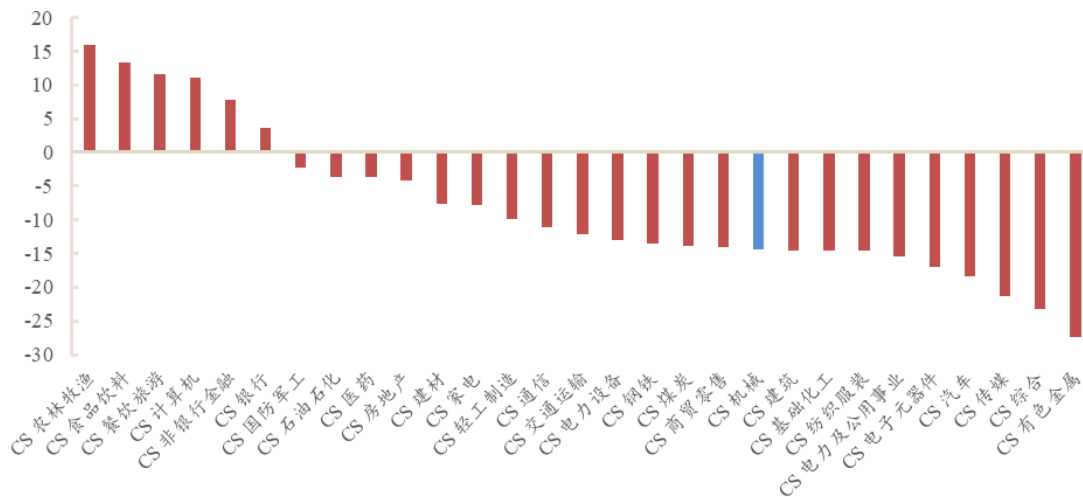
	2018 年		2019 一季度	
	营收增长 (%)	归母净利润增长 (%)	营收增长 (%)	归母净利润增长 (%)
CS 食品饮料	13.7%	25.9%	13.8%	21.9%
CS 家电	12.2%	-12.7%	5.5%	7.1%
CS 煤炭	9.5%	7.6%	8.9%	4.3%
CS 银行	8.2%	5.6%	15.9%	6.3%
CS 建筑	10.4%	6.6%	13.4%	13.8%
CS 石油石化	20.3%	59.9%	13.0%	-14.9%
CS 建材	28.4%	64.0%	20.3%	14.8%
CS 钢铁	12.7%	29.4%	4.5%	-43.1%
CS 有色金属	7.8%	-59.2%	6.2%	-36.0%
CS 汽车	1.8%	-19.2%	-7.5%	-27.2%
CS 电子元器件	17.0%	-40.3%	16.4%	-16.1%
CS 基础化工	10.1%	18.1%	2.7%	-25.1%
CS 轻工制造	15.8%	-3.7%	5.9%	-10.2%
CS 非银行金融	3.7%	-17.5%	19.4%	75.5%
CS 医药	19.4%	-7.0%	17.5%	14.2%
CS 电力及公用事业	11.5%	-5.1%	9.6%	21.2%
CS 机械	15.0%	-59.3%	15.7%	30.6%
CS 纺织服装	9.0%	-27.1%	0.3%	10.1%
CS 电力设备	10.7%	-26.1%	13.8%	19.5%
CS 通信	4.5%	-83.5%	0.7%	811.4%
CS 综合	17.0%	5.4%	29.8%	51.6%
CS 商贸零售	5.9%	-9.4%	5.2%	-5.3%
CS 农林牧渔	8.5%	-60.2%	7.8%	-71.0%
CS 国防军工	6.8%	28.4%	12.1%	77.6%
CS 交通运输	13.3%	-17.1%	8.6%	12.8%
CS 房地产	19.9%	8.9%	21.4%	16.0%
CS 餐饮旅游	22.0%	13.3%	19.4%	54.5%
CS 计算机	15.8%	-44.0%	12.0%	58.4%
CS 传媒	9.9%	-134.8%	5.0%	-23.5%

来源：Wind，国联证券研究所

以中信子行业分类为基准，回顾 2018 年至 2019 年一季度末中信基础化工行业走势，指数下跌 14.51%，在 29 个板块中涨跌幅排名靠后，受中美贸易摩擦影响，各行业板块都出现大幅度系统性回调，虽然今年一季度以来，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，但目前位置相对 2018 年初仍偏低。回顾历史 PE 及 PB，以 2019 年 3 月 31 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 24.0X，相对全部 A 股平均市盈

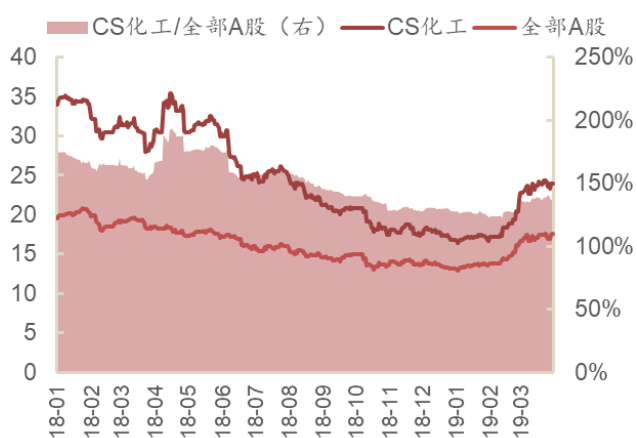
率溢价 36.88%，2018 年初至今化工行业整体盈利显著提升，外加板块系统性回调，整体估值溢价下降；对历史估值相比，相对合理。从 PB 看，平均 PB 为 2.17X，相对全部 A 股溢价率为 22.97%，对历史估值相比，处于偏低位置。

图表 2：2018 年初至 2019 年一季度末中信各子行业涨跌幅情况 (%)



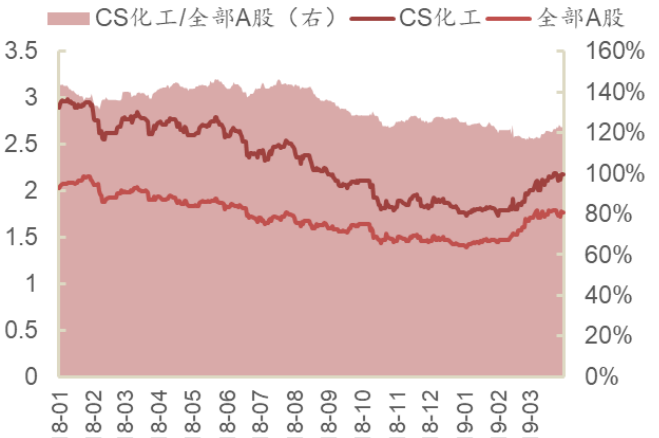
来源：Wind，国联证券研究所

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 2018 年营收及利润延续增长，但增速放缓；2019 年一季度盈利环比好转，同比仍下滑

以自建基础化工公司为样本，2018 年度全行业实现营业收入 1.33 万亿元，同比增长 19.0%，实现归母净利润 865.22 亿元，同比增长 27.63%，收入及利润延续两位数增长，但由于 17 年同期基数较高，增速有所放缓。

分时间段来看，2018 年前三季度行业利润表现较好，在需求平稳情况下，环保

督查及供给侧改革使得行业整体供给大幅收缩，供需背离带动产品价格大幅提升，致使企业盈利水平高位保持，但 2018 年四季度盈利水平有所回落，主要由于化工产品价格快速回落，企业前期采购部分高价原料而价格无法向下传导使得当期成本提升，期间费用率同比有所上升，企业盈利大幅下滑。

图表 5：2018 年度基础化工行业利润表情况（百万元）

年报数据汇总：	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
营业收入	587,229	720,548	762,650	745,094	850,525	1,116,419	1,328,531
yoy		22.70%	5.84%	-2.30%	14.15%	31.26%	19.00%
营业成本	500,465	614,983	640,058	610,256	692,877	893,959	1,060,975
yoy		22.88%	4.08%	-4.66%	13.54%	29.02%	18.68%
营业税金及附加	2,821	3,145	3,319	3,869	6,306	7,825	8,976
销售费用	18,961	26,149	30,804	33,754	37,992	45,859	53,863
管理费用	29,135	35,461	40,828	45,188	50,739	60,693	59,181
财务费用	12,654	16,380	20,068	19,533	18,259	21,501	24,424
资产减值损失	2,149	3,660	4,191	4,728	7,472	10,443	14,148
投资净收益	2,941	4,200	5,575	7,917	5,589	9,459	13,572
营业利润	23,787	24,718	28,812	35,911	43,546	90,541	113,797
利润总额	28,004	29,530	32,476	40,810	47,963	90,813	113,608
所得税	5,073	6,915	7,869	9,012	11,556	17,481	20,449
净利润	22,930	22,616	24,608	31,798	36,408	73,333	93,159
归属母公司股东的净利润	20,129	20,786	23,561	30,243	34,603	67,790	86,522
yoy		3.27%	13.35%	28.36%	14.42%	95.90%	27.63%

来源：Wind，国联证券研究所

2019 年一季度全行业实现营业收入 3268.96 亿元，同比增长 15.67%，环比下滑 9.04%；实现归母净利润 215.06 亿元，同比下滑 10.89%，环比增长 127.79%。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，企业盈利环比出现好转。

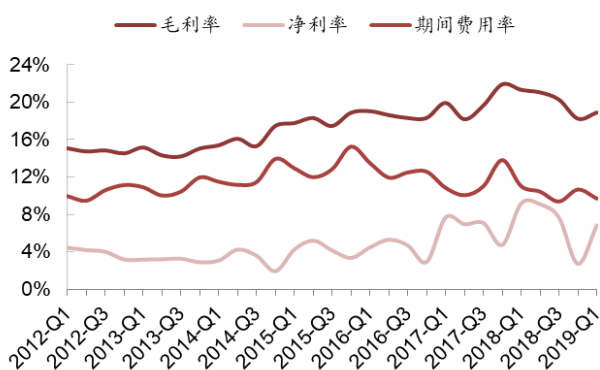
图表 6：2019-Q1 基础化工行业利润表情况（百万元）

一季报数据汇总：	2012Q1	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
营业收入	130,242	144,820	170,914	169,656	170,672	242,348	282,606	326,896
yoy		11.19%	18.02%	-0.74%	0.60%	42.00%	16.61%	15.67%
营业成本	110,611	122,872	144,607	139,513	138,180	194,061	222,352	265,115
yoy		11.08%	17.69%	-3.52%	-0.96%	40.44%	14.58%	19.23%
营业税金及附加	568	617	572	699	752	1,569	1,882	2,036
销售费用	3,983	5,029	6,449	7,694	7,725	9,445	11,439	13,319
管理费用	6,169	7,339	8,379	9,604	10,677	12,100	14,214	11,734
财务费用	2,816	3,434	4,821	4,662	4,639	4,753	5,507	6,669
资产减值损失	-51	383	381	229	354	638	606	633
投资净收益	468	277	500	1,059	678	1,350	2,434	1,625

营业利润	6,618	5,416	6,144	8,420	9,035	21,231	31,961	27,117
利润总额	7,238	5,948	7,082	9,180	9,916	22,630	32,142	27,271
所得税	1,446	1,348	1,822	1,969	2,262	4,028	6,213	4,918
净利润	5,792	4,600	5,260	7,211	7,653	18,602	25,929	22,353
归属母公司股东的净利润	5,032	4,057	5,087	6,960	7,234	17,281	24,133	21,506
yoy		-19.38%	25.38%	36.83%	3.94%	138.87%	39.65%	-10.89%

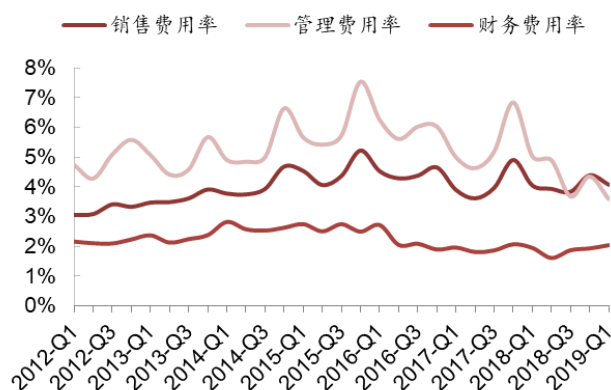
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 7: 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 8: 基础化工行业单季度三费情况

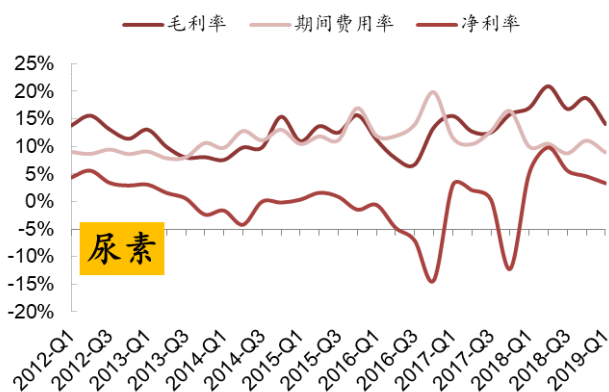


来源: Wind, 国联证券研究所

➤ 多数子行业毛利率出现回落, 仅农药、橡胶等保持平稳

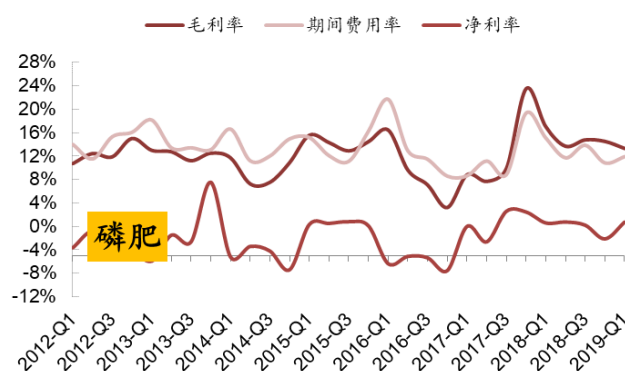
以自建基础化工企业为样本, 2018 年度及 2019 年一季度从各子行业经营情况来看, 除了农药、磷肥、氨纶、橡胶轮胎等少数行业外, 各子行业毛利率普遍下滑, 其中聚氨酯、氟化工、氯碱毛利率下跌幅度居前, 上述行业盈利能力的回落主要是产品价格跌幅大于原料价格跌幅所致。从环比角度看, 2019Q1 行业整体毛利率相比 2018Q4 企稳回升, 主要由于 2018Q4 化工品价格经历急跌, 企业前期采购的高价原料使得成本有所增加、毛利率快速下滑, 到 2019Q1 原料因素逐步消除, 毛利率及净利率出现回升。

图表 9: 尿素行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



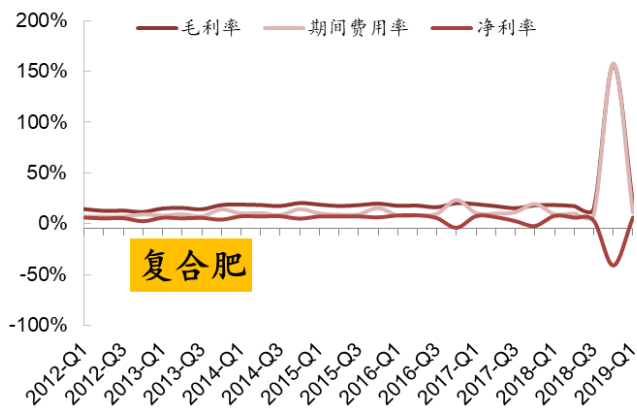
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 10: 磷肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



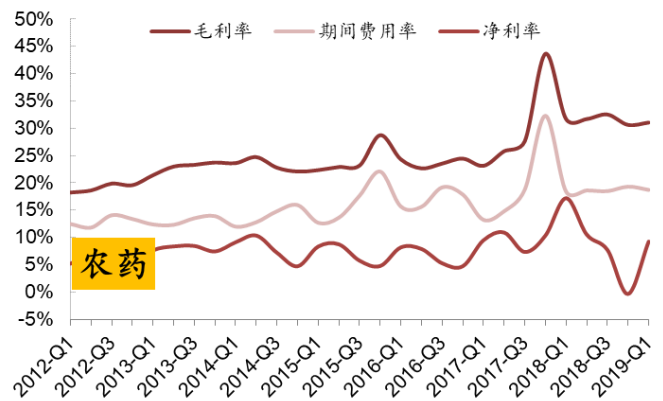
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 11: 复合肥行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



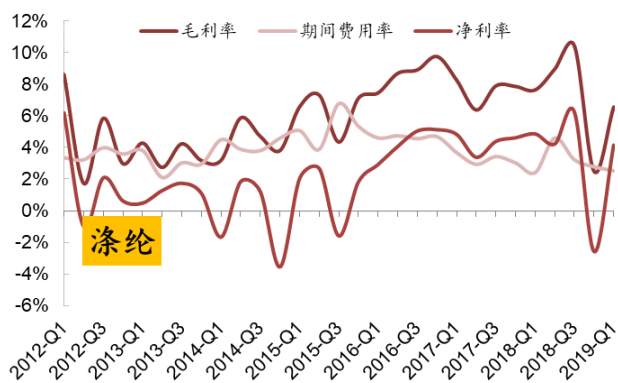
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 12: 农药行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



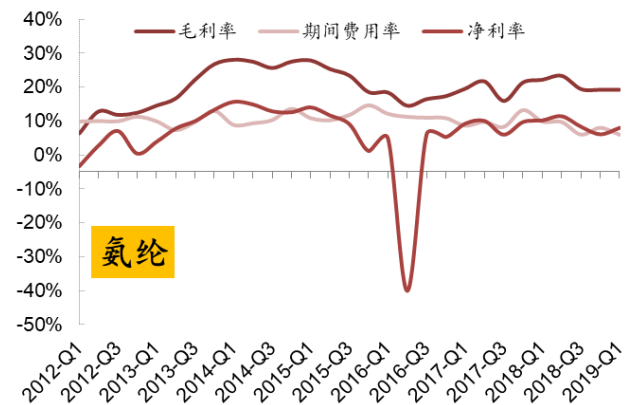
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 13: 涤纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



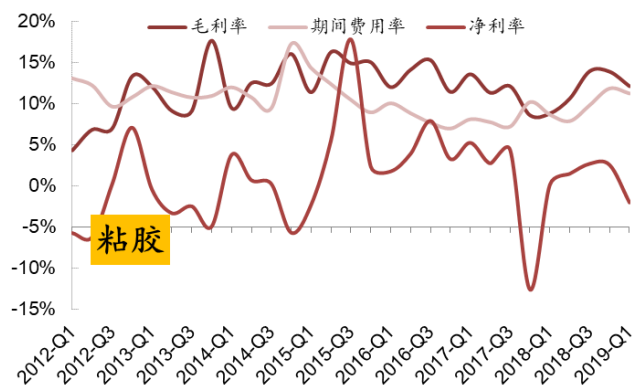
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 14: 氨纶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



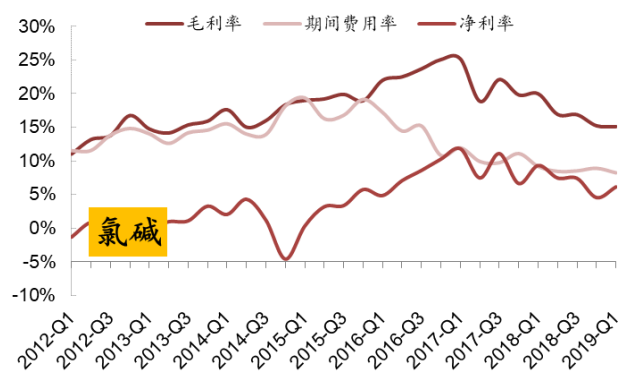
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 15: 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

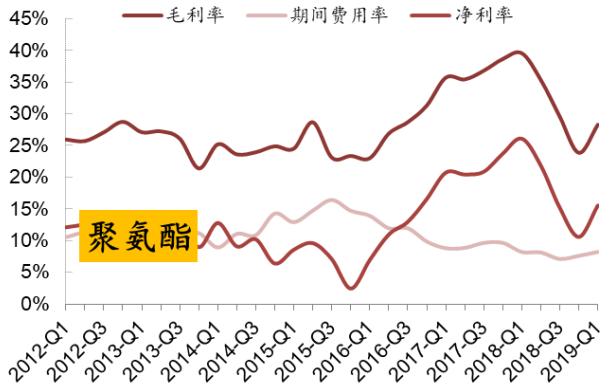
图表 16: 氯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



来源: Wind, 国联证券研究所

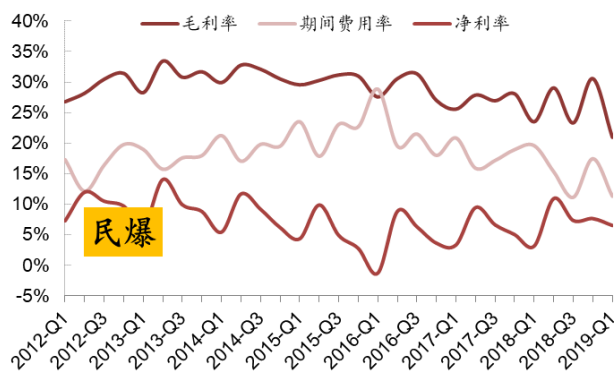
图表 17: 聚氨酯行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况

图表 18: 涂料油墨行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



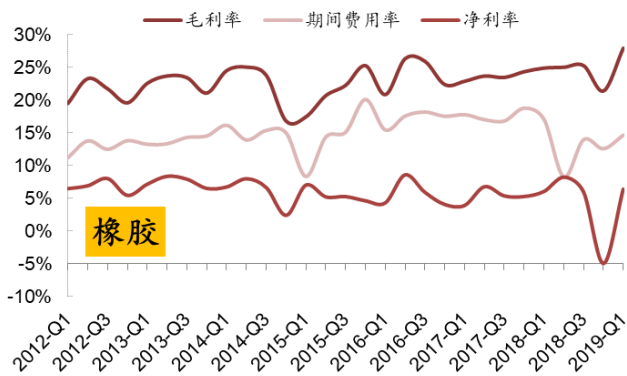
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 19: 民爆行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



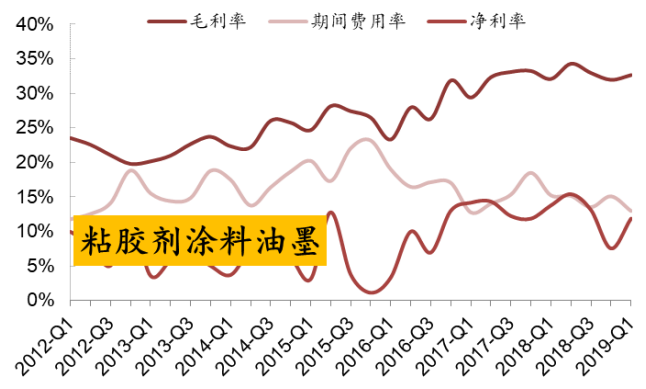
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 21: 橡胶行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



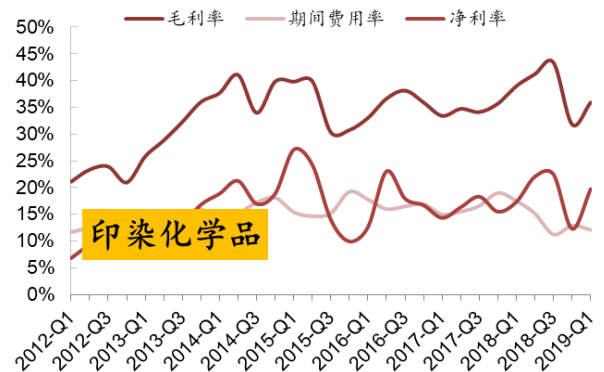
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 23: 炭黑行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



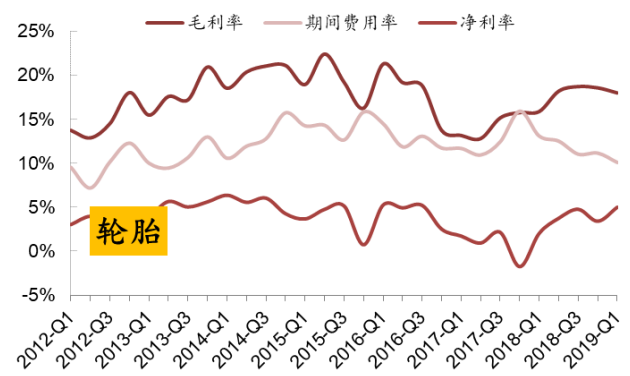
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 20: 印染行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



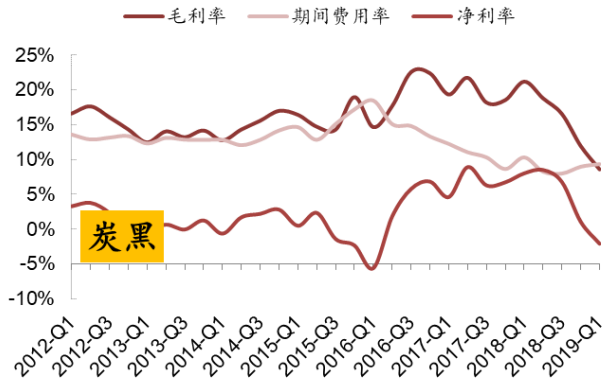
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 22: 轮胎行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



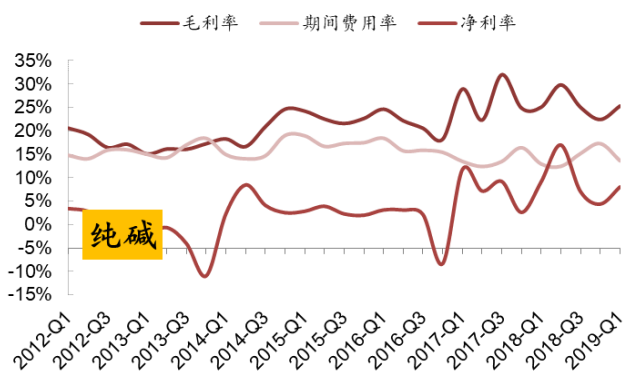
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 24: 氟化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



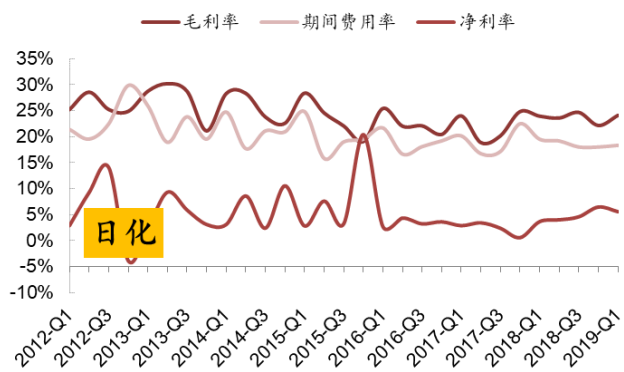
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 25: 纯碱行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



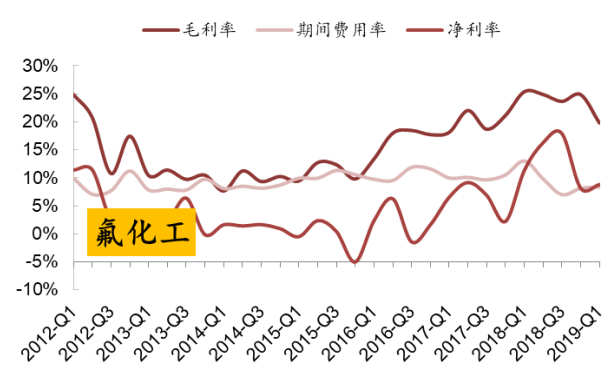
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 27: 日化行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



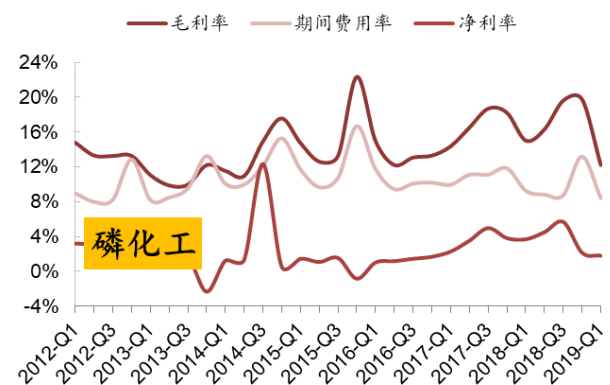
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 29: 膜材料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



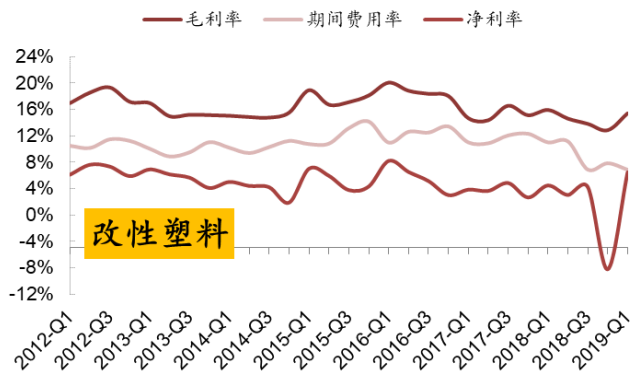
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 26: 磷化工行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



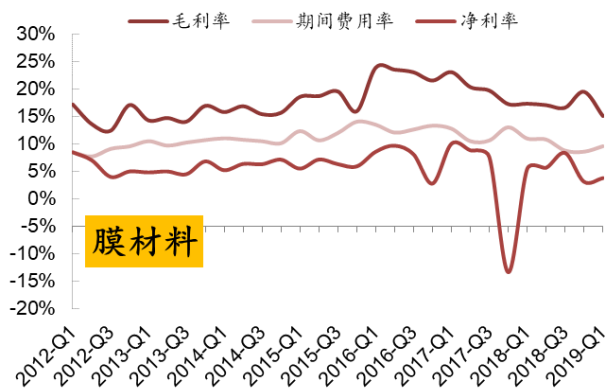
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 28: 改性塑料行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况

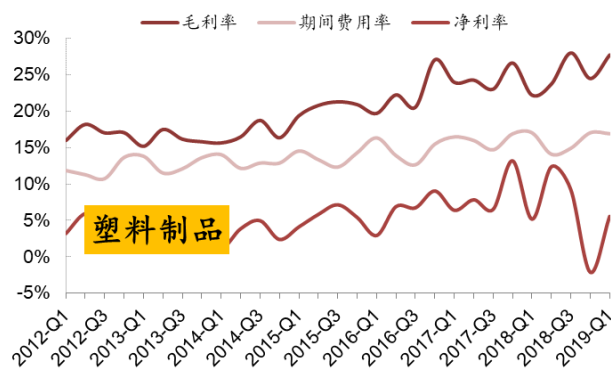


来源: Wind, 国联证券研究所

图表 30: 塑料制品行业季度毛利率、期间费用率和净利率情况



来源: Wind, 国联证券研究所

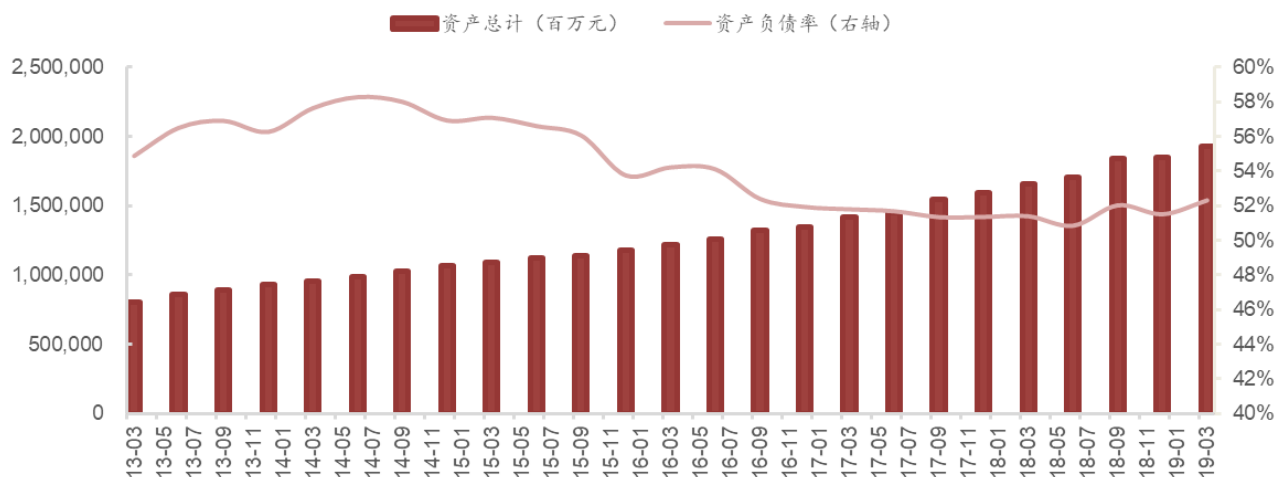


来源: Wind, 国联证券研究所

3 基础化工行业资产负债率提升, 在建工程扩张加速

以自建基础化工企业为样本, 截止到 2019 年一季度末, 基础化工行业资产总额 19316.84 亿元, 负债总额 10106.35 亿元, 行业资产负债率 52.35%。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 31: 基础化工行业单季度资产负债率情况

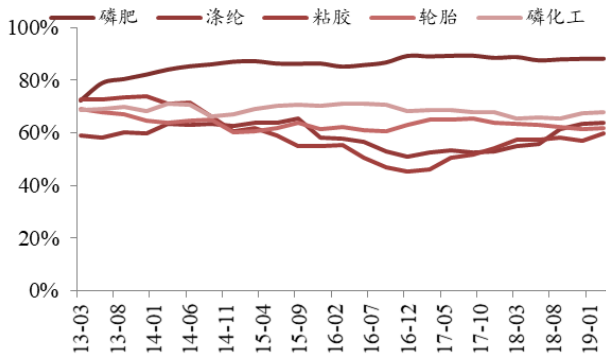


来源: Wind, 国联证券研究所

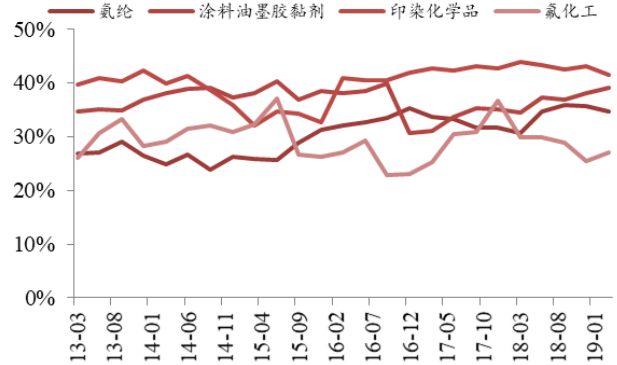
从 24 个子行业看, 氨纶、氟化工、印染、涂料油墨胶黏剂等子行业的资产负债率较低。磷肥、涤纶、轮胎、磷化工等子行业资产负债率都在 50% 以上, 这些行业都面临比较大的财务压力。

图表 32: 资产负债率较高的子行业

图表 33: 资产负债率较低子行业



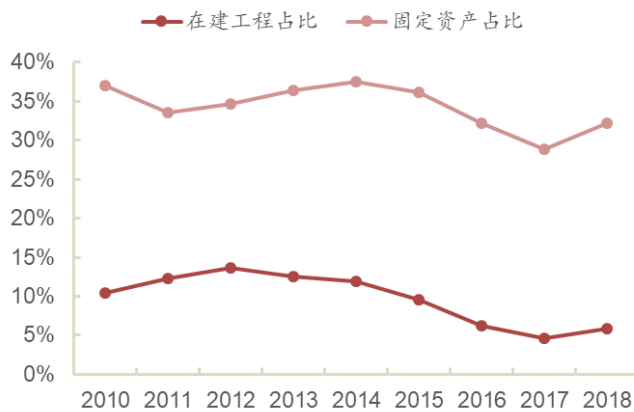
来源: Wind, 国联证券研究所



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 34: 基础化工在建工程及固定资产占比情况



来源: Wind, 国联证券研究所

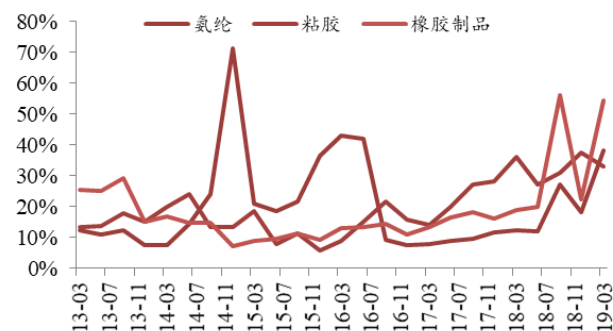
图表 35: 化学原料及化学品固定资产投资完成额累计同比



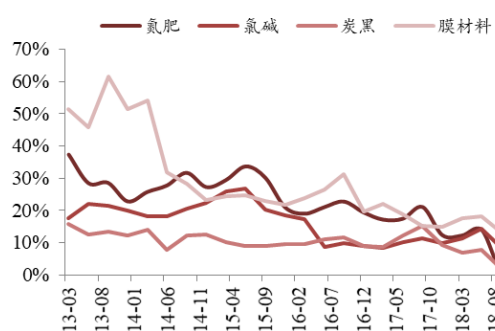
来源: Wind, 国联证券研究所

分子行业来看, 各子行业分化较为明显, 氨纶、粘胶、橡胶等子行业的在建工程占比上升, 氮肥、氯碱、炭黑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 36: 在建工程/固定资产比例上升的子行业

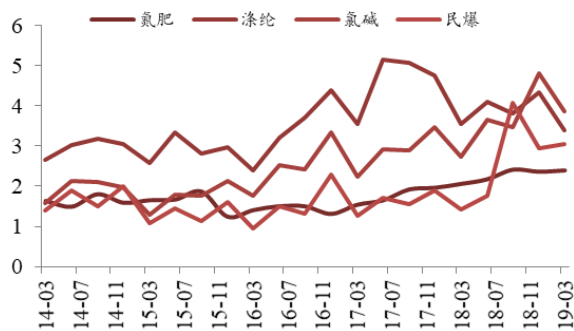


图表 37: 在建工程/固定资产比例下降的子行业



来源: Wind, 国联证券研究所

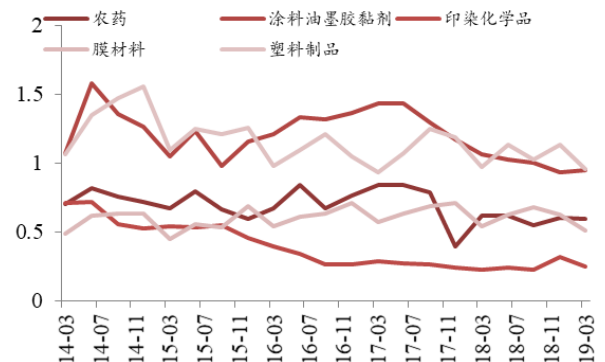
图表 38: 存货周转率较高的子行业



来源: Wind, 国联证券研究所

来源: Wind, 国联证券研究所

图表 39: 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, 2018 年化工行业经营性现金流净额实现 1329.37 亿元, 同比增长 37.0%, 单从全年的数据来看, 2018 年行业现金流有所好转, 经营活动产生的现金流量金额/经营活动净收益由 2017 年的 143% 回升至 154%。进入 2019 年, 现金流情况显著好转, 上述比值在 19Q1 即达到 106%。

此外, 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, 2018 年及 2019Q1 分别支付 1391.56 亿元、410.52 亿元, 同比分别增 45.38% 及 42.6%, 企业投资意愿明显增强。

图表 40: 基础化工行业年度现金流情况

现金流量表 (单位: 百万元)	2013-12-31	2014-12-31	2015-12-31	2016-12-31	2017-12-31	2018-12-31
销售商品、提供劳务收到的现金	678,712	744,121	716,449	829,609	1,068,851	1,306,328
购买商品、接受劳务支付的现金	552,346	567,422	542,366	638,292	820,222	996,909
支付给职工以及为职工支付的现金	41,030	48,547	54,331	58,490	70,925	88,867
经营活动产生的现金流量净额	38,944	72,060	63,646	69,044	97,037	132,937
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	79,097	77,338	69,140	61,843	95,717	139,156
净利润	20,786	23,561	30,243	34,603	67,790	86,522
经营性现金流净额/净利润	187%	306%	210%	200%	143%	154%

来源: Wind, 国联证券研究所

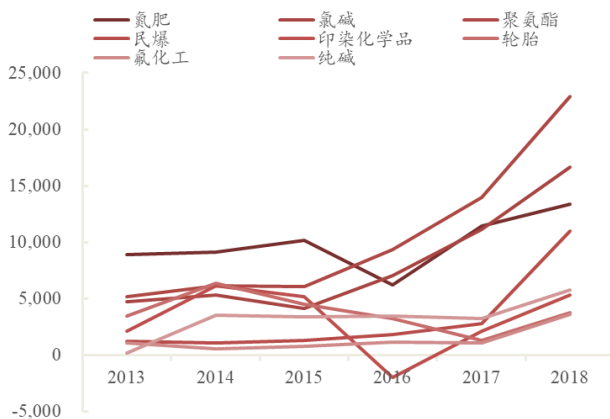
图表 41: 基础化工行业一季度现金流情况

现金流量情况 (单位: 亿元)	2013Q1	2014Q1	2015Q1	2016Q1	2017Q1	2018Q1	2019Q1
销售商品、提供劳务收到的现金	133,494	159,551	159,505	166,374	224,106	263,115	316,498
购买商品、接受劳务支付的现金	115,251	133,838	131,092	133,468	192,234	218,545	240,837
支付给职工以及为职工支付的现金	9,340	11,216	13,684	14,920	17,468	21,483	25,902
经营活动产生的现金流量净额	4,250	4,465	5,542	7,536	-1,671	-530	22,861
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	17,750	18,517	16,946	16,592	17,685	28,787	41,052
净利润	4057	5087	6960	7234	17281	24133	21506
现金流净额/净利润	105%	88%	80%	104%	-10%	-2%	106%

来源: Wind, 国联证券研究所

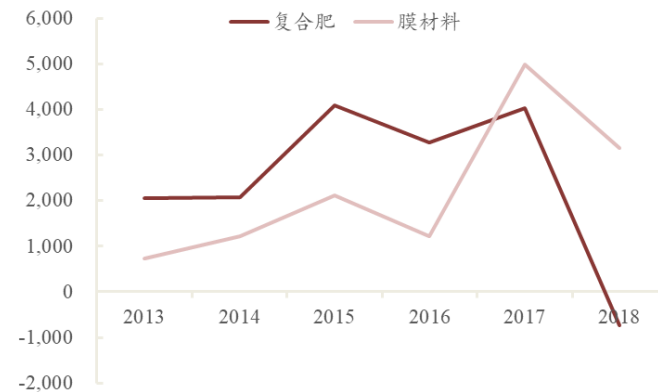
从基础化工 24 个子行业看, 2018 年度氮肥、氯碱、聚氨酯、印染、氟化工等子行业经营性现金流同比持续改善, 仅复合肥、膜材料等少数子行业经营性现金流同比有下滑, 2019Q1 也基本延续 2018 年走势, 而农药行业经营性现金流下滑主要系安全环保限制行业开工水平, 导致经营恶化。

图表 42: 2018 年经营性现金流改善的子行业



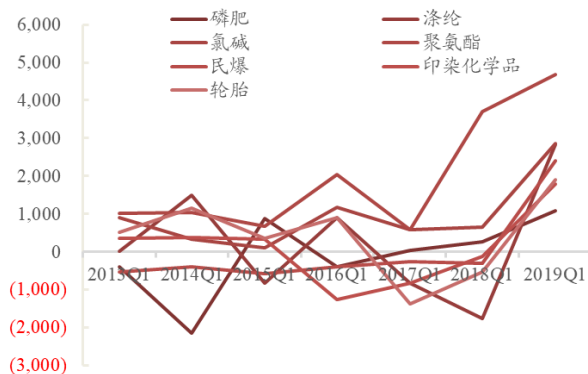
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 43: 2018 年经营性现金流恶化的子行业



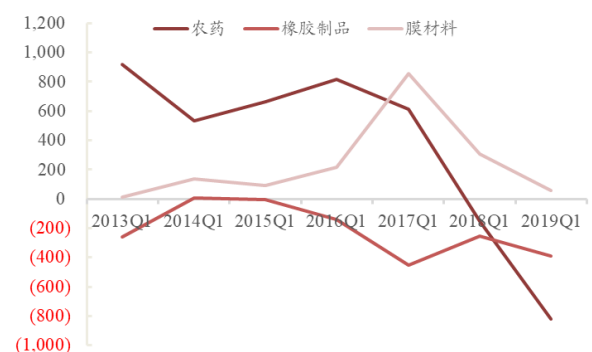
来源: Wind, 国联证券研究所

图表 44: 2019-Q1 经营性现金流改善的子行业



来源: Wind, 国联证券研究所

图表 45: 2019-Q1 经营性现金流恶化的子行业



来源: Wind, 国联证券研究所

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，受“321 响水事件”影响，化工行业供给端将加速进入新一轮的优胜劣汰。中国化工产业在经历了几轮了快速的粗放式发展后，埋下了众多安全环保隐患，从去年的灌南灌云环保整治，再到现在的响水天嘉宜事件，都已暴露出国内化工产业想要得到进一步发展所面临的种种问题，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。

而在下游需求方面，我们相对看好纺织服装、食品饮料、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；汽车销量增速下滑，与新车配套的产业相对比较谨慎，存量市场不断增长，汽车后市场需求将不断增长，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；房地产黄金 10 年已经结束，未来的增速或将下降，与之配套的产业链相对谨慎。

标的方面，建议按照以下方向进行择取：（1）环保、安全规范性到位，所在园区不受影响，保障企业持续稳定健康发展；（2）产业链配套完整，关键原料可实现稳定供应（3）企业具备优质的管理、研发水平，且有持续的资本开支以确保下一轮供给侧改革中实现再扩张。重点标的如下：扬农化工(600486.SH)、苏利股份(603585.SH)、利尔化学(002258.SZ)、安道麦 A(000553.SZ)、百合花(603823.SH)、兴发集团(600141.SH)、安利股份(300218.SZ)、利安隆(300596.SZ)、玲珑轮胎(601966.SH)、华峰氨纶(002064.SZ)、梅花生物(600873.SH)、巨化股份(600160.SH)等等。

图表 46：基础化工重点推荐标的

公司	股票代码	收盘价 (2019-5-15)	EPS			PE			评级
			2018A	2019E	2020E	2018A	2019E	2020E	
兴发集团	600141.SH	10.44	0.55	0.7	0.91	19.0	14.9	11.5	推荐
百合花	603823.SH	19.98	0.84	1.14	1.39	23.8	17.5	14.4	推荐

扬农化工	600486.SH	54.17	2.89	3.47	4.06	18.7	15.6	13.3	推荐
玲珑轮胎	601966.SH	16.87	0.98	1.2	1.45	17.2	14.1	11.6	推荐
苏利股份	603585.SH	24.65	1.73	1.96	2.28	14.2	12.6	10.8	推荐
利安隆	300596.SZ	34.06	1.07	1.46	1.94	31.8	23.3	17.6	推荐
安利股份	300218.SZ	7.34	0.11	0.32	0.51	66.7	22.9	14.4	推荐
安道麦 A	000553.SZ	10.51	0.98	0.72	0.85	10.7	14.6	12.4	推荐
梅花生物	600873.SH	5.01	0.32	0.42	0.54	15.7	11.9	9.3	推荐
华峰氨纶	002064.SZ	5.00	0.27	0.33	0.43	18.5	15.2	11.6	推荐
巨化股份	600160.SH	7.44	0.78	0.82	0.89	9.5	9.1	8.4	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、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：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所
 上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F
 电话：021-38991500
 传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	薛靖韬	0755-82560810