



2019年06月09日

中性(维持)

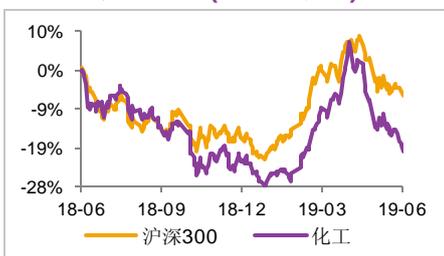
分析师：于庭泽

执业编号：S0300518070002

电话：010-66235689

邮箱：yutingze@lxsec.com

行业表现对比图(近12个月)



资料来源：聚源

相关研究

《【联讯化工】行业周报及观点-巨头整合在即，维生素E大幅反弹》2019-05-21

《【联讯化工】行业周报及观点-油价重挫，关注维生素E持续反弹》2019-05-27

《【联讯化工】行业周报及观点-油价持续受挫，维生素E继续上涨》2019-06-04

化工

【联讯化工】基础化工行业一季报总结：利润环比大幅上涨，油价下行二季度或承压

投资要点

◇ 2019年1季度基础化工行业整体情况

2019年1季度整体净利润环比大幅上涨，利润率维持较高水平。一季度是基础化工行业传统淡季，2019年一季报，整个基础化工行业上市公司实现营业收入11944亿，同比+11.99%，归母净利润418亿，同比-18.8%，环比+229%。毛利率和净利率分别为24.08%和6.97%，维持历史较高水平；行业在建工程为1922亿元，环比-31.7%；资产负债率为50.27%，处于历史平均水平；经营性现金流为52.46亿元，同比-51%。

磷肥、其他纤维、其他化学原料等板块表现突出。(1)磷肥：Q1营业收入同比+35.48%，环比-16.36%；净利润同比72.05%，环比+128.71%。(2)其他纤维：Q1营业收入同比+38.8%，环比+9.43%；净利润同比+65.62%，环比+153.14%(3)其他化学原料：Q1营业收入同比+13.8%，环比-20.61%；净利润同比49.94%，环比-29.21%。

◇ 细分领域小行业龙头业绩增速强劲

部分细分领域受益于自身良好供需格局业绩增速强劲。如纤维素醚行业龙头山东赫达(002810)，2万吨纤维素醚技改扩建项目投产后，打破产能瓶颈，产品持续放量。此外，子公司赫尔希植物胶囊销量持续增加，且利润率显著高于公司整体水平。一季度收入增速34.16%，归母净利润增速167.81%。

◇ 中美贸易摩擦加剧，油价持续回落，维持行业“中性”评级

油价持续回落。受中美贸易摩擦加剧等因素影响，五月以来国际油价持续回落。一方面受美国原油产量持续提升以及原油库存持续高位，同时中美贸易紧张局势以及OPEC增产的可能性导致海外风险资产下跌和全球投资者风险偏好降低，国际油价持续回落，布油已下跌至60美金/桶附近。油价下跌，需求疲弱，贸易摩擦加剧，且去年同期高基数，基础化工板块二季度整体承压，维持行业“中性”评级。

◇ 投资建议

当前时点，受油价下跌、需求疲弱、贸易摩擦加剧，且去年同期高基数影响，我们认为二季度板块整体仍旧承压，同比仍不乐观；建议关注自身成长确定，具备穿越周期属性的个股如山东赫达(002810)以及超跌白马龙头品种如华鲁恒升(600426)；此外维生素板块是近期表现最佳品种，受原材料价格上涨、行业整合持续推进驱动，维生素E价格具备持续反弹动力，建议关注新和成(002001)。

◇ 风险提示

原油价格波动、贸易摩擦影响、需求不达预期



目 录

一、重点关注公司基本经营情况	5
二、基础化工行业财务数据	6
(一) 营业收入和净利润：营业收入环比增长率较去年 4 季度有所下降，1 季度净利润环比增长率处于 5 年内最高水平	6
(二) 毛利率、ROE 维持高位，资产负债率创历史新低	8
1、毛利率：继续维持高水平，显露向上态势	8
2、ROE：ROE 环比大幅增长	9
3、费用率：三费率维持下降趋势，研发费率稳步提升	9
4、资产负债率：处于历史较低水平	10
5、营运资本/流动资产：自 2017 年以来由负转正，高位震荡	11
6、应收账款/流动资产：低位攀升，环比稳定，同比上升	12
7、存货/流动资产：持续下降	13
(三) 投资支出：投资活动净现金流占比上升，在建工程在非流动资产占比环比下降	14
(四) 中美贸易摩擦再度升温，油价持续下挫，维持行业“中性”评级	16
三、 主要基础化工品价格走势	17
四、重点公司一季报点评及投资建议	22
(一) 山东赫达	22
(二) 鲁西化工	23
(三) 扬农化工	24
(四) 万华化学	25
(五) 安诺其	26

图表目录

图 1 单季度营业收入环比增长率及平均值	6
图 2 1 季度营业收入同比增长率	6
图 3 子行业单季度营业收入同比变动情况	6
图 4 单季度净利润环比增长率	7
图 5 1 季度净利润同比增长率	7
图 6 子行业单季度净利润环比变动情况	7
图 7 基础化工行业单季度销售毛利率	8
图 8 基础化工行业 1 季度销售毛利率	8
图 9 基础化工子行业毛利率环比变动	8
图 10 基础化工行业单季度 ROE 变化情况	9
图 11 基础化工行业 1 季度 ROE 变化情况	9
图 12 基础化工子行业 ROE 同比变	9
图 13 基础化工行业单季度费用率	10
图 14 基础化工行业 1 季度综合费用率	10



图 15	基础化工子行业综合费用率同比变动.....	10
图 16	基础化工行业单季度资产负债率及平均值.....	10
图 17	基础化工行业 3 季度资产负债率.....	10
图 18	基础化工子行业资产负债率环比变动.....	11
图 19	基础化工行业单季度营运资本/流动资产.....	11
图 20	基础化工行业 3 季度营运资本/流动资产.....	11
图 21	基础化工子行业运资本/流动资产同比变动.....	12
图 22	基础化工行业单季度应收账款/流动资产.....	12
图 23	基础化工行业 3 季度应收账款/流动资产.....	12
图 24	基础化工子行业应收账款/流动资产同比变动.....	13
图 25	基础化工行业单季度存货/流动资产.....	13
图 26	基础化工行业 2 季度单季度存货/流动资产.....	13
图 27	基础化工子行业单季度存货/流动资产.....	14
图 28	投资活动产生的现金流量净额/营业收入.....	14
图 29	在建工程/非流动资产.....	14
图 30	子行业投资活动产生的现金流量净额/营业收入同比变动.....	15
图 31	子行业在建工程/非流动资产同比变动.....	15
图 32	布伦特原油价格走势.....	16
图 32	甲醇（华东地区）（元/吨）.....	17
图 33	尿素（华鲁恒升小颗粒）（元/吨）.....	17
图 34	醋酸（华东地区）（元/吨）.....	17
图 35	轻质纯碱（长三角）（元/吨）.....	17
图 36	环氧丙烷（元/吨）.....	17
图 37	甲基环硅氧烷（DMC）（华东）（元/吨）.....	17
图 38	PTA（华东）（元/吨）.....	18
图 39	纯 MDI（华东）（元/吨）.....	18
图 40	聚合 MDI（华东）（元/吨）.....	18
图 41	乙烯法 PVC（华东）（元/吨）.....	18
图 42	二甲醚（元/吨）.....	18
图 43	丙烯（元/吨）.....	18
图 44	硝酸铵（工业）（元/吨）.....	19
图 45	聚丙烯（元/吨）.....	19
图 46	高密度聚乙烯（元/吨）.....	19
图 47	天然橡胶（元/吨）.....	19
图 48	炭黑价格走势（元/吨）.....	19
图 49	涤纶长丝（元/吨）.....	19
图 50	粘胶短纤（元/吨）.....	20
图 51	钛白粉（金红石型 R-248）（元/吨）.....	20



图 52	烧碱（32%离子膜）（华东）（元/吨）	20
图 53	盐酸（合成酸）（元/吨）	20
图 54	聚碳酸酯（元/吨）	20
图 55	乙二醇（元/吨）	20
图 56	草甘膦（长三角）（元/吨）	21
图 57	维生素 A（元/吨）	21
图 58	维生素 E（元/吨）	21
图 59	泛酸钙 98%国产（元/吨）	21
图 60	双氧水（元/吨）	21
图 61	R22（元/吨）	21
图 62	R134a（元/吨）	22
图 64	山东赫达营业总收入变动情况	23
图 65	山东赫达归母净利润变动情况	23
图 62	鲁西化工营业总收入变动情况	24
图 63	鲁西化工归母净利润变动情况	24
图 66	扬农化工季度盈利能力比率变动情况.....	25
图 67	扬农化工季度营业收入与归母净利润变动情况.....	25
图 68	万华化学营业总收入变动情况	26
图 69	万华化学归母净利润变动情况	26
图 70	安诺其营业总收入变动情况.....	27
图 71	安诺其归母净利润变动情况.....	27



一、重点关注公司基本经营情况

股票代码	公司简称	19Q1 营收 (亿元)	同比	环比	19Q1 净利 (亿元)	同比	环比	毛利率	19EPS
600309	万华化学	159.52	-8.30%	8.53%	29.34	-44.76%	48.82%	30.52%	3.62
600426	华鲁恒升	35.43	3.03%	0.98%	6.42	-12.51%	32.40%	28.55%	2.00
002810	山东赫达	2.32	34.16%	-7.19%	0.29	154.01%	70.69%	32.45%	1.12
002001	新和成	18.36	-39.71%	-6.51%	5.12	-65.89	-5.74%	46.6%	1.22*
000930	中粮生化	46.05	3.27%	-63.74%	0.56	-52.69	-58.09%	13.76%	0.34
600160	巨化股份	37.70	-5.73%	2.40%	3.75	-12.20%	-27.14%	18.69%	0.92
600486	扬农化工	15.70	-2.50%	65.97%	3.29	14.50%	186.85%	35.75%	3.74
000830	鲁西化工	49.69	1.54%	-9.87%	3.61	-55.72%	-49.82%	21.20%	1.82
601233	桐昆股份	116.78	49.10%	8.78%	5.24	3.91%	238.77%	8.92%	1.70
600352	浙江龙盛	47.71	12.75%	5.81%	12.83	53.31%	53.21%	44.26%	1.58
600256	广汇能源	32.59	-1.58%	-9.73%	4.13	-18.48%	26.71%	32.04%	0.36
002258	利尔化学	10.18	12.48%	-18.81%	0.92	-29.56%	-51.98%	29.83%	1.28*
002601	龙鳞佰利	27.78	9.02%	14.96%	6.30	1.65%	101.88%	41.73%	1.50*
300073	当升科技	6.54	-2.55%	-18.51%	0.64	64.02%	-42.17%	16.94%	0.91*
300132	青松股份	3.31	30.57%	-29.69%	0.81	33.98%	-38.72%	38.76%	1.58
600789	鲁抗医药	9.37	6.74%	-1.97%	0.51	-47.32%	208.07%	29.54%	0.77
300261	雅本化学	4.87	-1.51%	-0.89%	0.53	23.59%	-2.75%	28.41%	0.25
300067	安诺其	3.27	-5.57%	69.54%	0.47	10.91%	265.19%	29.96%	0.39
600810	神马股份	34.79	24.42%	38.48%	2.43	51.56%	105.66%	11.43%	2.56
002643	万润股份	6.62	0.62%	-15.35%	1.07	68.95%	-25.02%	39.31%	0.58*

注：加*为 wind 一致预测

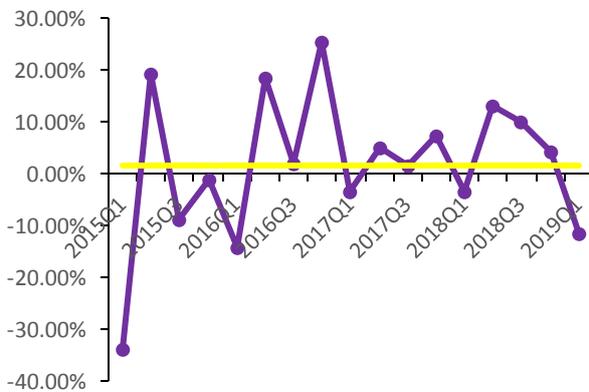


二、基础化工行业财务数据

(一) 营业收入和净利润：营业收入环比增长率较去年 4 季度有所下降，1 季度净利润环比增长率处于 5 年内最高水平

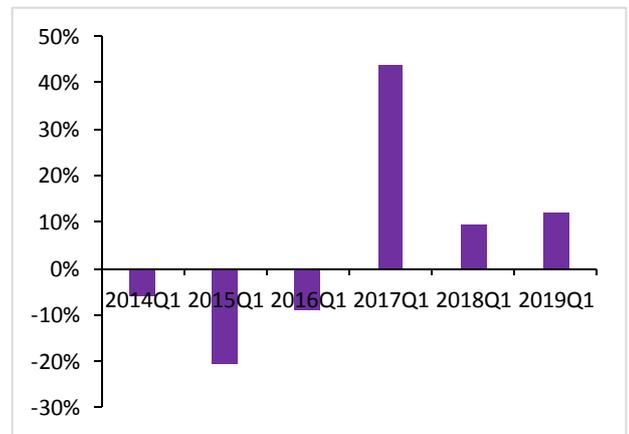
2019 年一季报，整个基础化工行业上市公司实现营业收入 11943 亿，同比+12%，较去年四季度环比-11.41%。2019 年 1 季度营业收入同比增长率在过去 5 年间 3 季度中处于较高水平，仅次于 2017 年 1 季度。一季度为化工行业周期单季，近 5 年一季度营收均低于行业平均值，因此多数基础化工子行业营业收入同比增长率有所下降，下降较多的是其他塑料制品、民爆用品，但磷肥行业同比大幅增长 35.48%。

图 1 单季度营业收入环比增长率及平均值



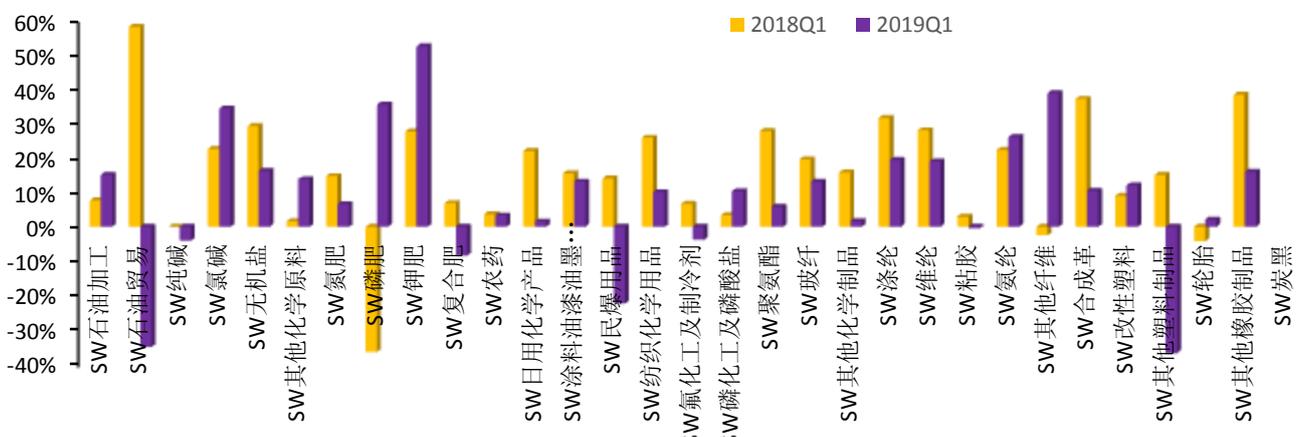
资料来源：wind，联讯证券

图 2 1 季度营业收入同比增长率



资料来源：wind，联讯证券

图 3 子行业单季度营收同比变动情况

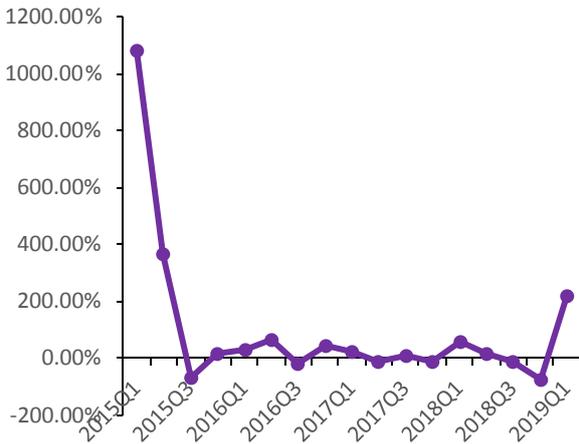




资料来源: wind、联讯证券

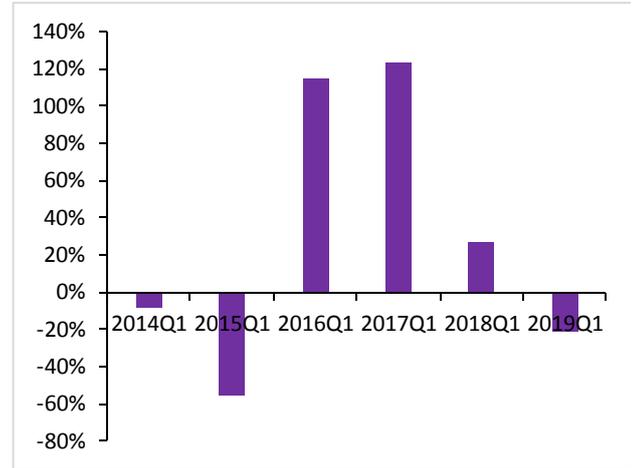
2019年1季度净利润环比+215.73%，同比-21.05%。在2018年1季度净利润环比达到高位后，季度环比持续下降，但今年1季度大幅上涨。较去年4季度，多数基础化工子行业净利润环比增长率有所提升，其中农药+759.1，维纶+688.97%，涂料油漆油墨制造+409.75%。

图 4 单季度净利润环比增长率



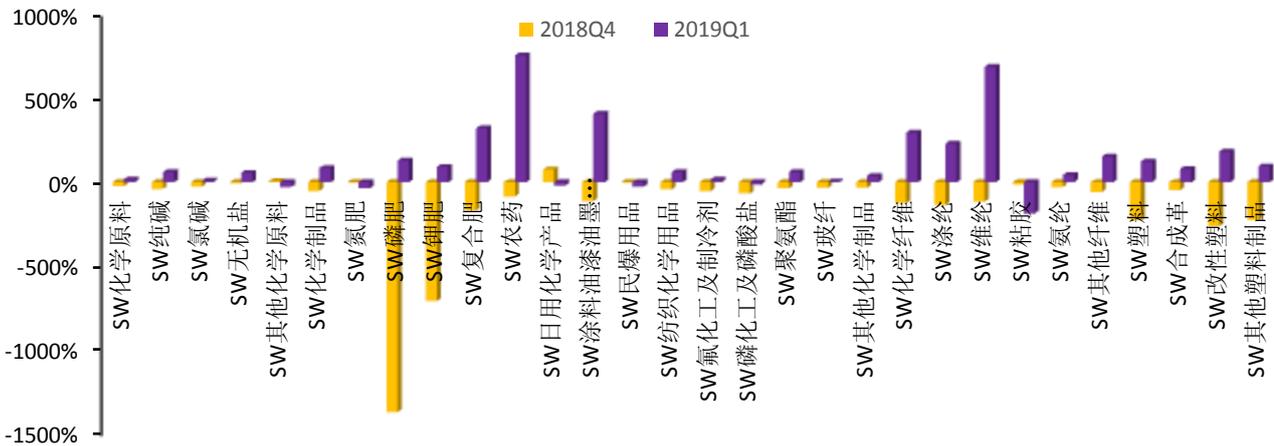
资料来源: wind、联讯证券

图 5 1 季度净利润同比增长率



资料来源: wind、联讯证券

图 6 子行业单季度净利润环比变动情况



资料来源: wind、联讯证券

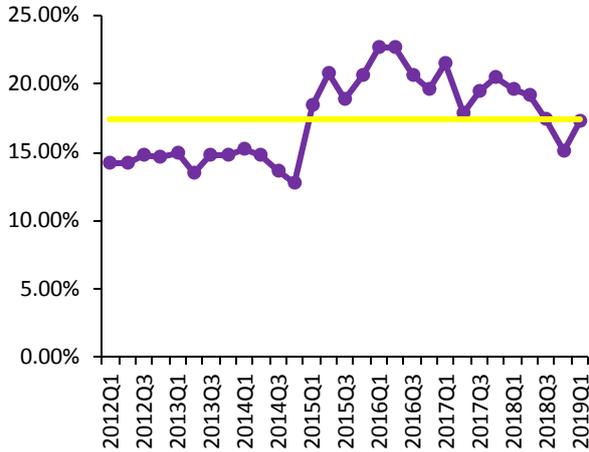


(二) 毛利率、ROE 维持高位，资产负债率创历史新低

1、毛利率：继续维持高水平，显露向上态势

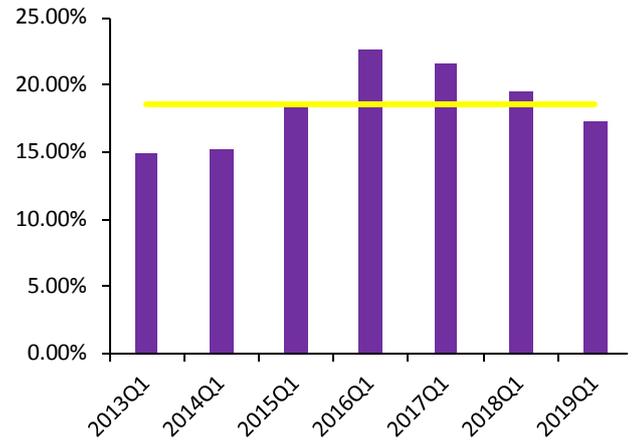
自 2015 年起，行业毛利率维持在高位。2019 年 1 季度基础化工行业毛利率 17.29%，较 2018 年 4 季度上升 2.23 个百分点，达到行业毛利率平均值水平。

图 7 基础化工行业单季度销售毛利率



资料来源：wind、联讯证券

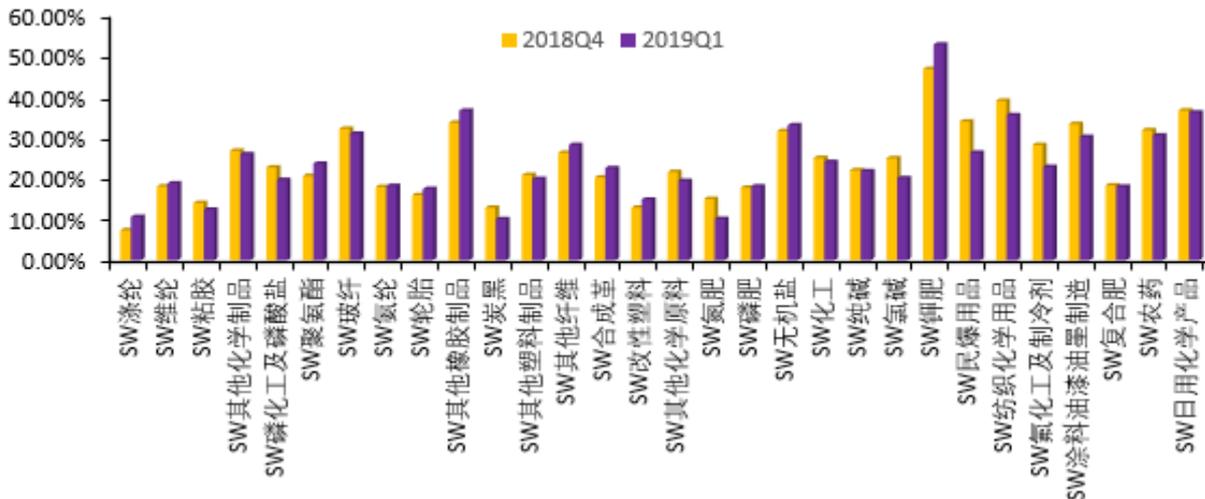
图 8 基础化工行业 1 季度销售毛利率



资料来源：wind、联讯证券

较去年 4 季度，多数子行业毛利率环比下降。2019 年 1 季度，在统计的基础化工 30 个子行业中，11 个子行业毛利率环比上升。其中，其他钾肥、涤纶、聚氨酯等行业环比提升较多；民爆用品、氟化工及制冷剂、氮肥等行业环比回落较多。

图 9 基础化工子行业毛利率环比变动



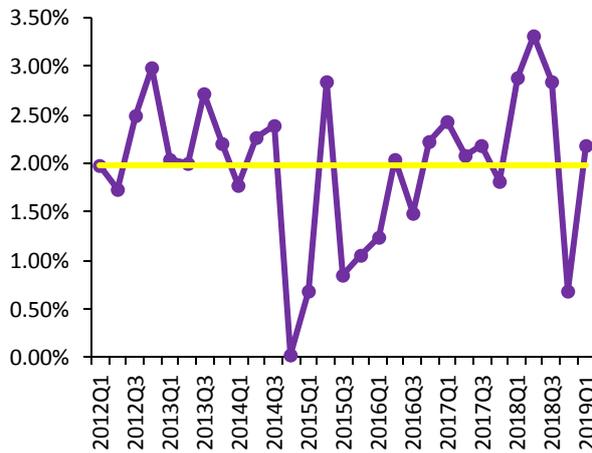
资料来源：wind、联讯证券



2、ROE： ROE 环比大幅增长

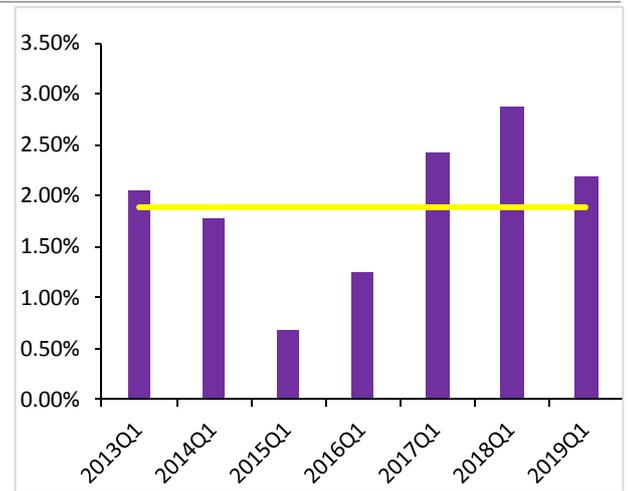
行业净资产收益率 ROE 同比略有下降，但仍处于 2013 年以来高位水平，行业自 2015 年起便处于同比上涨趋势。2019 年 1 季度基础化工行业净资产收益率 ROE 为 2.19%，较去年 4 季度环比大幅提升 1.5%，略高于平均值 0.2 个百分点。

图 10 基础化工行业单季度 ROE 变化情况



资料来源: wind、联讯证券

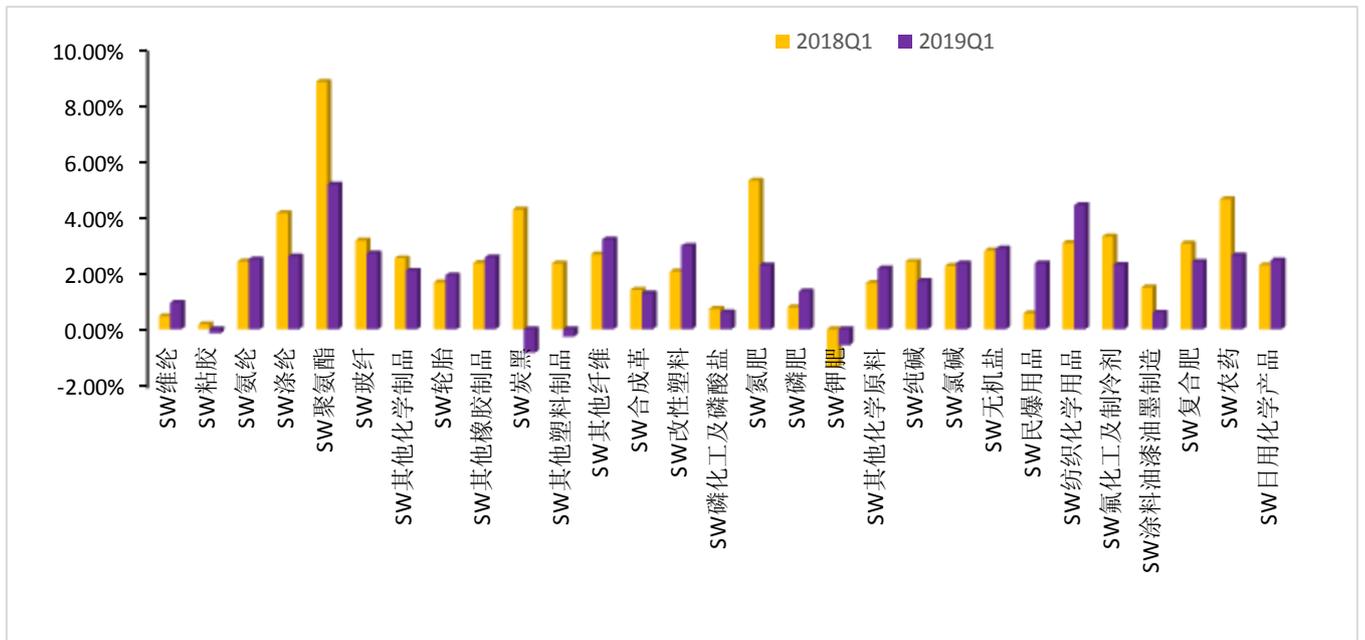
图 11 基础化工行业 1 季度 ROE 变化情况



资料来源: wind、联讯证券

半数子行业净资产收益率 ROE 同比上升。2019 年 1 季度，在统计的基础化工 29 个子行业中，14 个子行业 ROE 同比上升。其中，民爆用品、纺织化学用品、改性塑料同比提升较多；炭黑、聚氨酯、氮肥同比下降较多。

图 12 基础化工子行业 ROE 同比变



资料来源: wind、联讯证券

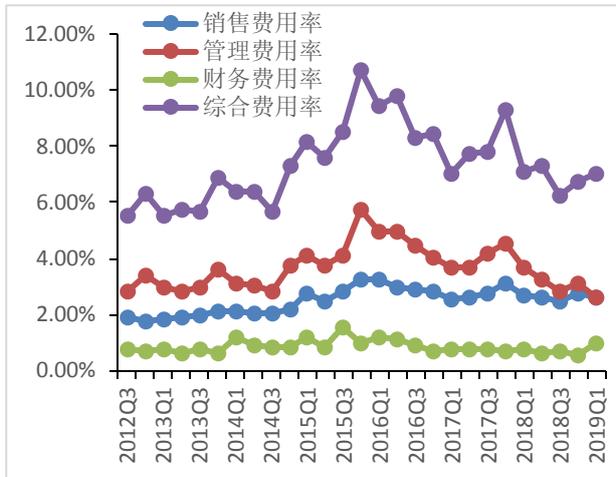
3、费用率：三费率维持下降趋势，研发费率稳步提升

近 2 个季度环比上涨，主要是研发费用逐渐提升，三费维持 2017 了年 4 季度以来



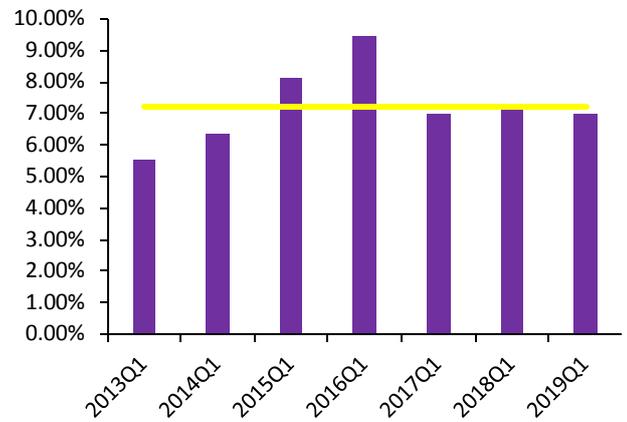
的下降趋势。2019年1季度基础化工行业整体费用率6.99%，同比下降0.1个百分点，环比上涨0.2个百分点。

图 13 基础化工行业单季度费用率



资料来源: wind、联讯证券

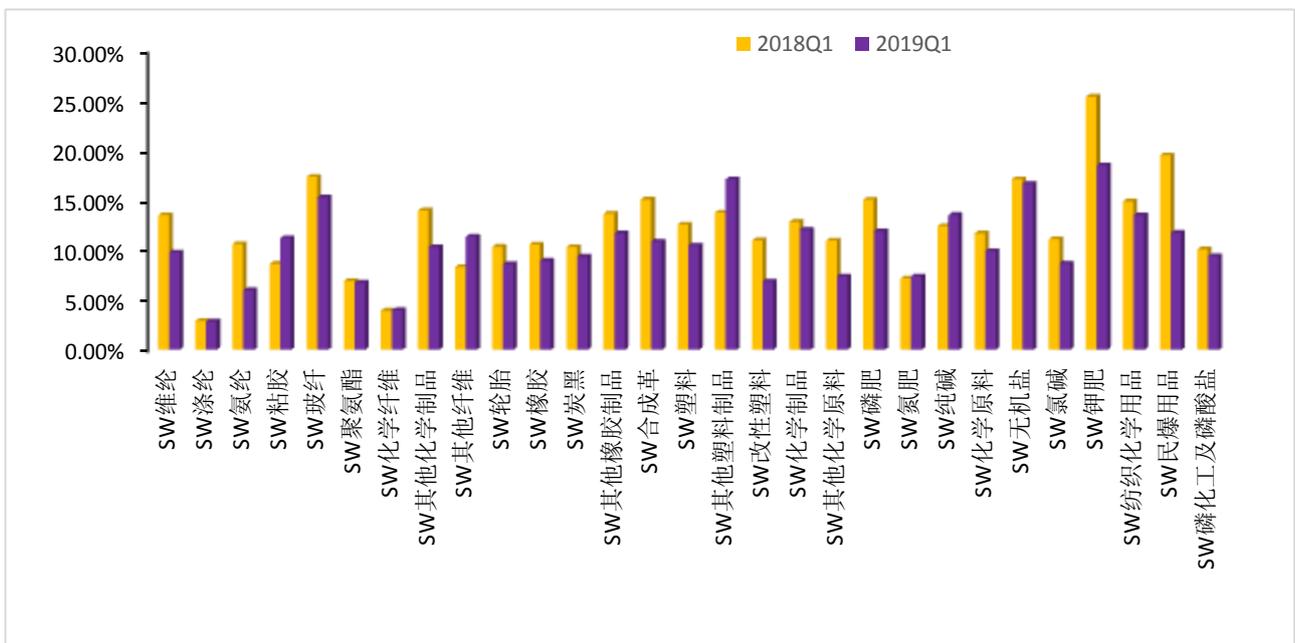
图 14 基础化工行业 1 季度综合费用率



资料来源: wind、联讯证券

大多数基础化工子行业费用率同比有所下降。2019年1季度,在统计的基础化工34个子行业中,25个子行业综合费率同比下降。其中民爆用品下降最多(-7.8%),而农药费用率上涨最为明显(+3.5)。

图 15 基础化工子行业综合费用率同比变动



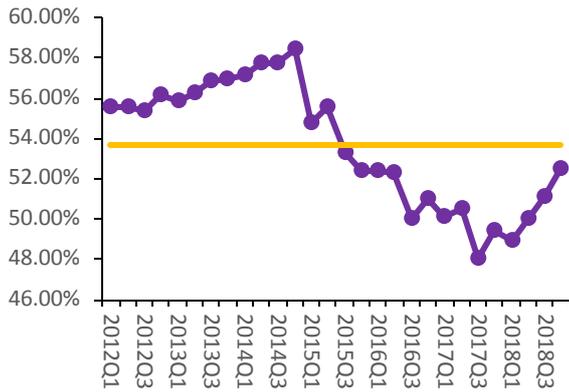
资料来源: wind、联讯证券

4、资产负债率: 处于历史较低水平

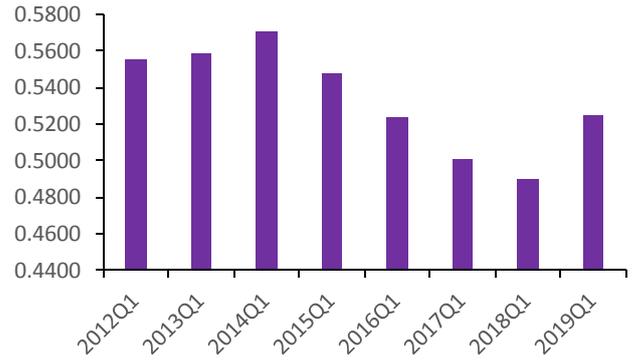
行业资产负债率有上升趋势,但基本持平。2019年1季度基础化工行业资产负债率为52.52%,环比上升2.8个百分点,同比上升7.21个百分点。当前行业资产负债率处于行业过去10年较低水平(低于平均值)。

图 16 基础化工行业单季度资产负债率及平均值

图 17 基础化工行业 3 季度资产负债率



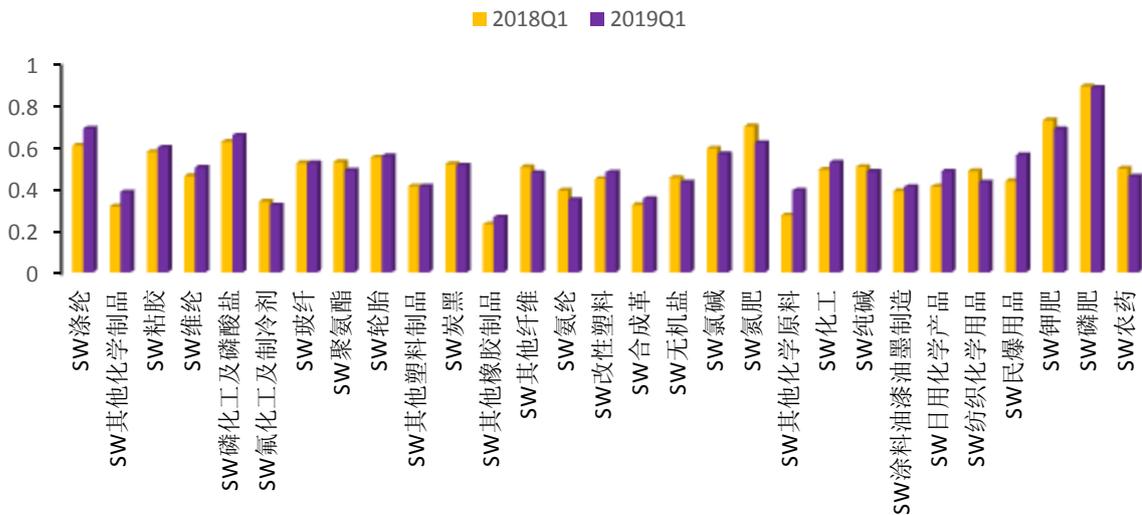
资料来源: wind、联讯证券



资料来源: wind、联讯证券

半数子行业资产负债率环比上升。2018年3季度,在统计的基础化工29个子行业中,16个子行业年资产负债率环比。其中,民爆用品、其他化学原料、涤纶环比上升较多;氮肥、纺织化学用品、氨纶等行业环比下降较多。

图 18 基础化工子行业资产负债率环比变动



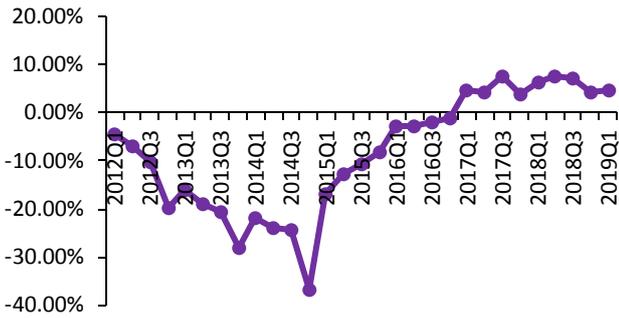
资料来源: wind、联讯证券

5、营运资本/流动资产: 自 2017 年以来由负转正, 高位震荡

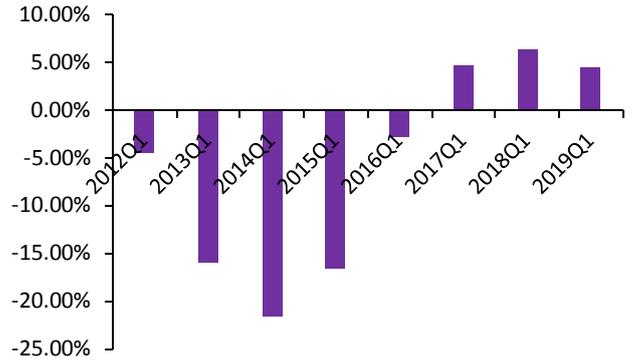
营运资本占比环比大幅提升。2018年3季度基础化工行业营运资本在流动资产中占比 4.77%, 同比下降 25.57 个百分点。当前营运资本占比位于 2013 年以来高位水平, 连续 9 个季度保持正值。

图 19 基础化工行业单季度营运资本/流动资产

图 20 基础化工行业 3 季度营运资本/流动资产



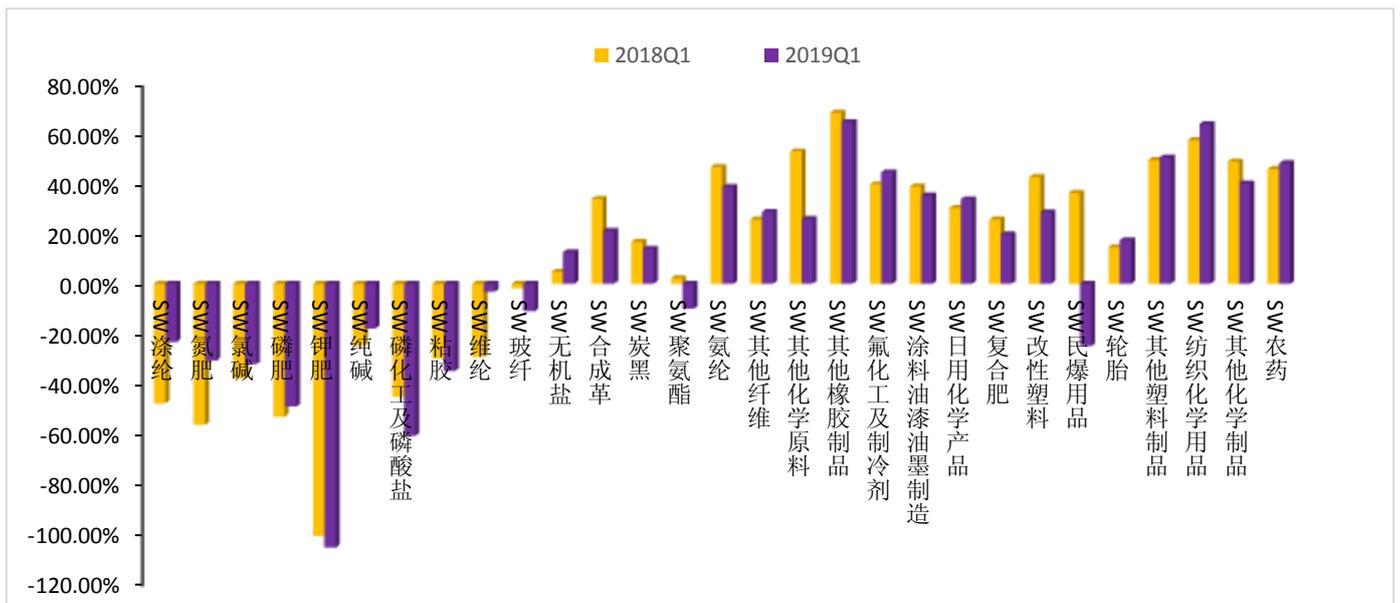
资料来源: wind、联讯证券



资料来源: wind、联讯证券

半数子行业营运资本占比同比下降。2019 年 1 季度，在统计的基础化工 29 个子行业中，15 个子行业营运资本占比同比下降。其中，民爆用品、其他化学原料、磷化工及磷酸盐、改性塑料、合成革行业环比下降较多；维纶、氮肥、涤纶等行业环比上升较多。

图 21 基础化工子行业营运资本/流动资产同比变动



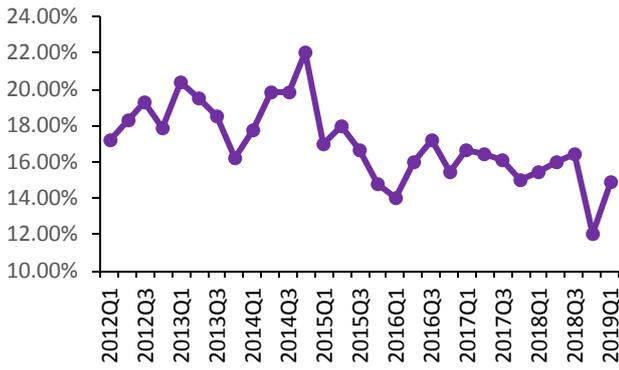
资料来源: wind、联讯证券

6、应收账款/流动资产：低位攀升，环比稳定，同比上升

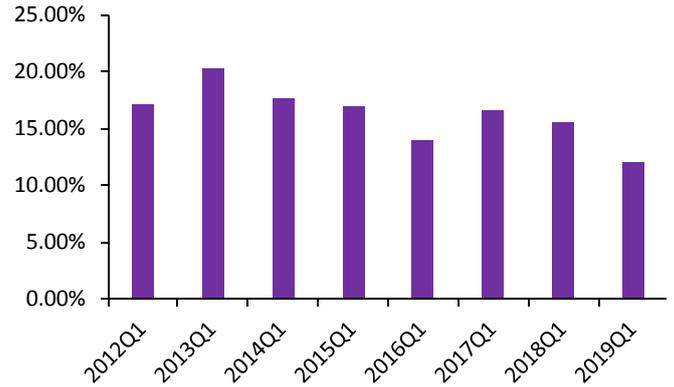
应收账款占比低位攀升，环比上升 23.51 个百分点。2019 年 1 季度基础化工行业应收账款在流动资产中占比 14.86%，同比下降 4.13 个百分点，从低位向上攀升。

图 22 基础化工行业单季度应收账款/流动资产

图 23 基础化工行业 3 季度应收账款/流动资产



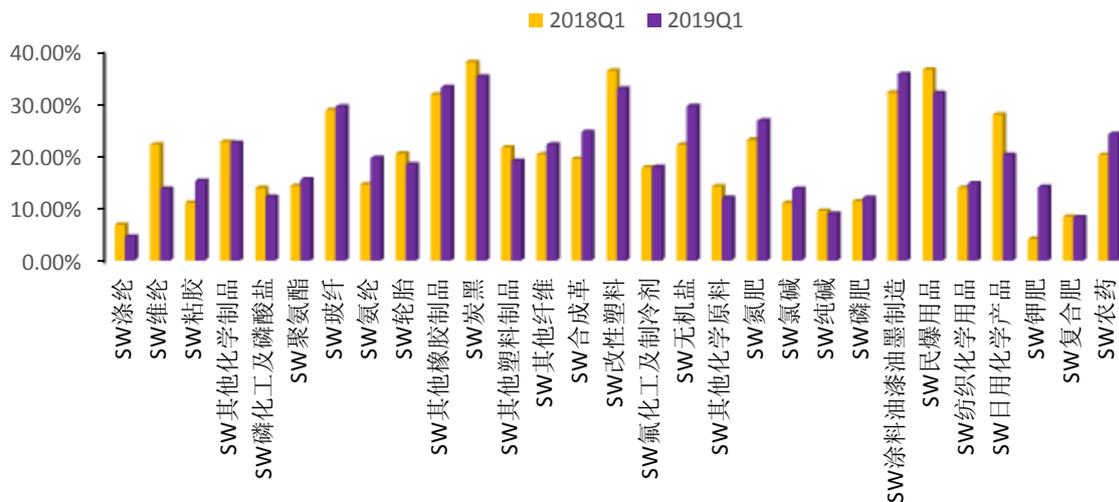
资料来源: wind、联讯证券



资料来源: wind、联讯证券

约半数子行业应收资产占比同比上升。2019年1季度,在统计的基础化工29个子行业中,16个子行业营运资本占比同比上升。其中,钾肥、无机盐、合成革、氨纶同比上升较多;维纶下降最多,为8.43%。

图 24 基础化工子行业应收账款/流动资产同比变动



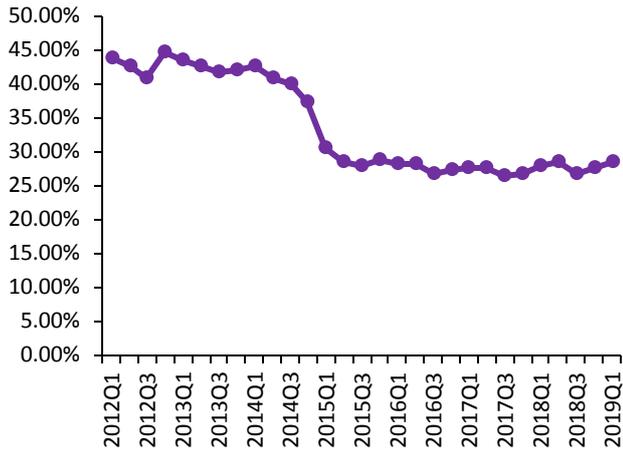
资料来源: wind、联讯证券

7、存货/流动资产: 持续下降

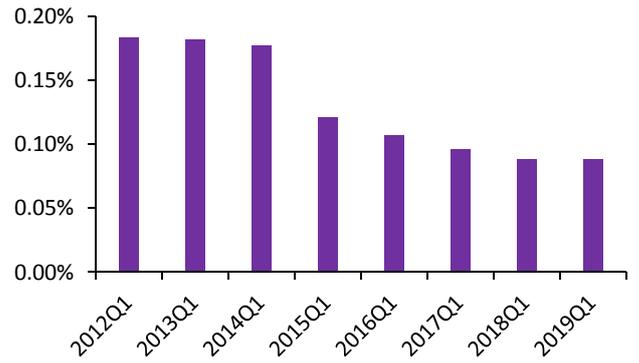
存货占比环比稍有回升,持续低位运行。2018年3季度基础化工行业存货在流动资产中占比28.59%,较2018年4季度环比上升2.99个百分点,自2013年以来持续下降。

图 25 基础化工行业单季度存货/流动资产

图 26 基础化工行业2季度单季度存货/流动资产



资料来源: wind、联讯证券



资料来源: wind、联讯证券

过半数子行业应收账款占比同比下降。2017年3季度,在统计的基础化工29个子行业中,10个子行业营运资本占比同比上升。其中,纺织化学用品、日用化学用品、农药、玻纤、涤纶同比上升较多;聚氨酯、氨纶、纯碱同比下降较多。

图 27 基础化工子行业单季度存货/流动资产



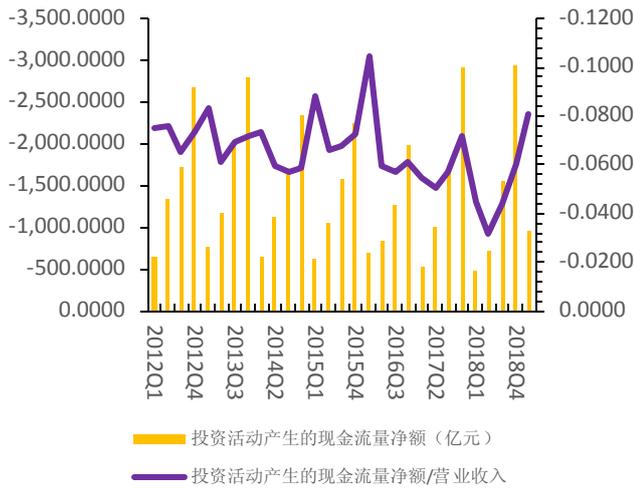
资料来源: wind、联讯证券

(三) 投资支出: 投资活动净现金流占比上升, 在建工程在非流动资产占比环比下降

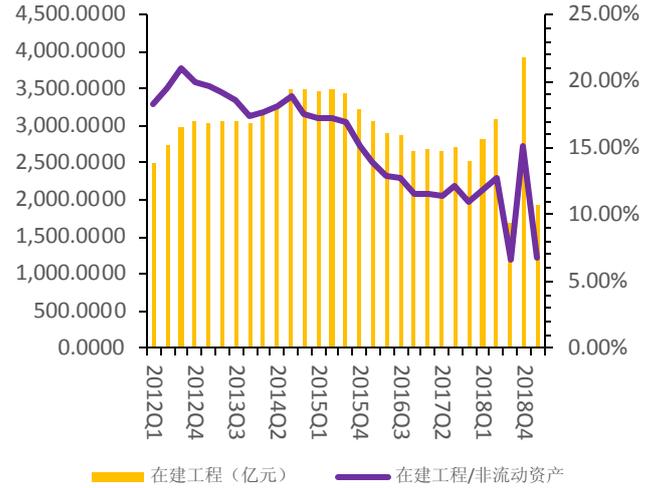
2019年1季度,基础化工行业投资活动产生的现金流量净额为-962.31亿元,在营业收入的占比8.06%,较2018年4季度有所增加。2019年1季度,行业在建工程为1922亿元,较2018年4季度,在非流动资产中占比下降。

图 28 投资活动产生的现金流量净额/营业收入

图 29 在建工程/非流动资产



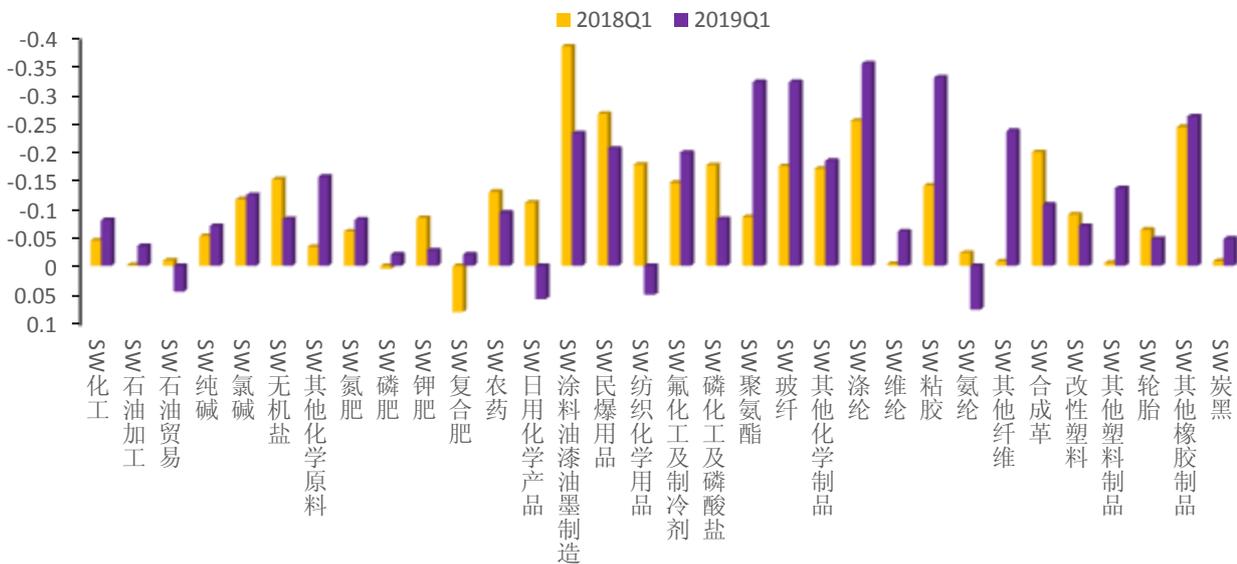
资料来源: wind, 联讯证券



资料来源: wind, 联讯证券

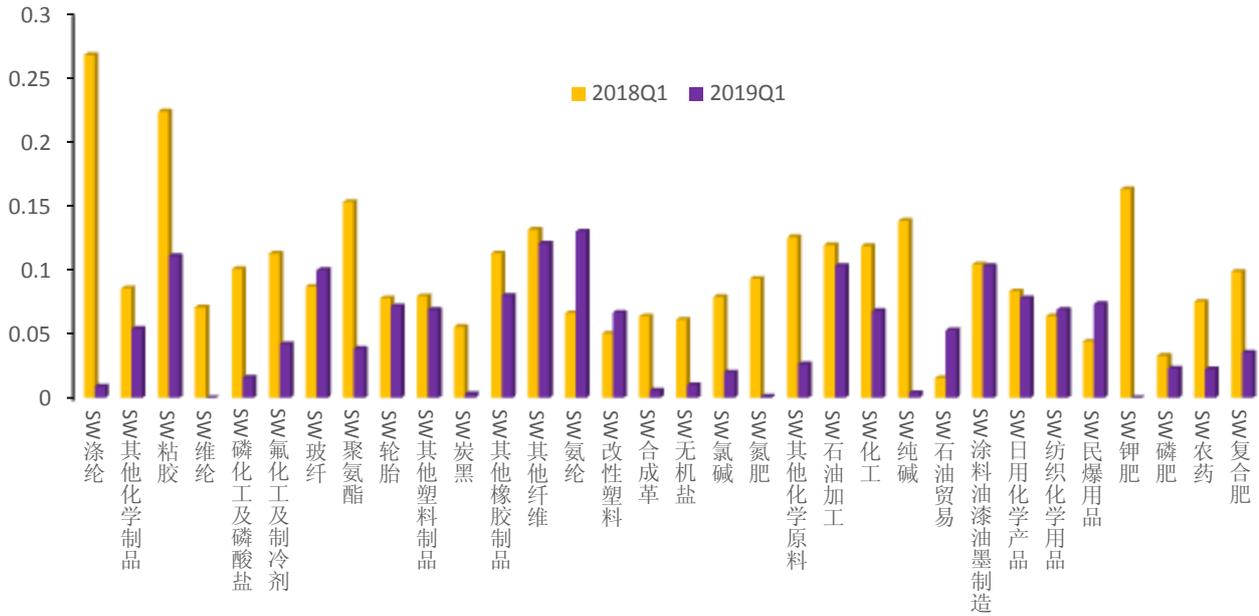
在基础化工子行业中，超半数子行业投资活动产生的现金流净额在营业收入中占比同比上升，其中聚氨酯上涨 275.89%。除了玻纤、氨纶、改性塑料、纺织化学用品、民爆用品子行业在建工程在非流动资产中占比同比上升外，其余子版块在建工程在非流动资产中占比同比全部下降，其中涤纶、钾肥、纯碱同比下降较为明显。

图 30 子行业投资活动产生的现金流量净额/营业收入同比变动



资料来源: wind、联讯证券

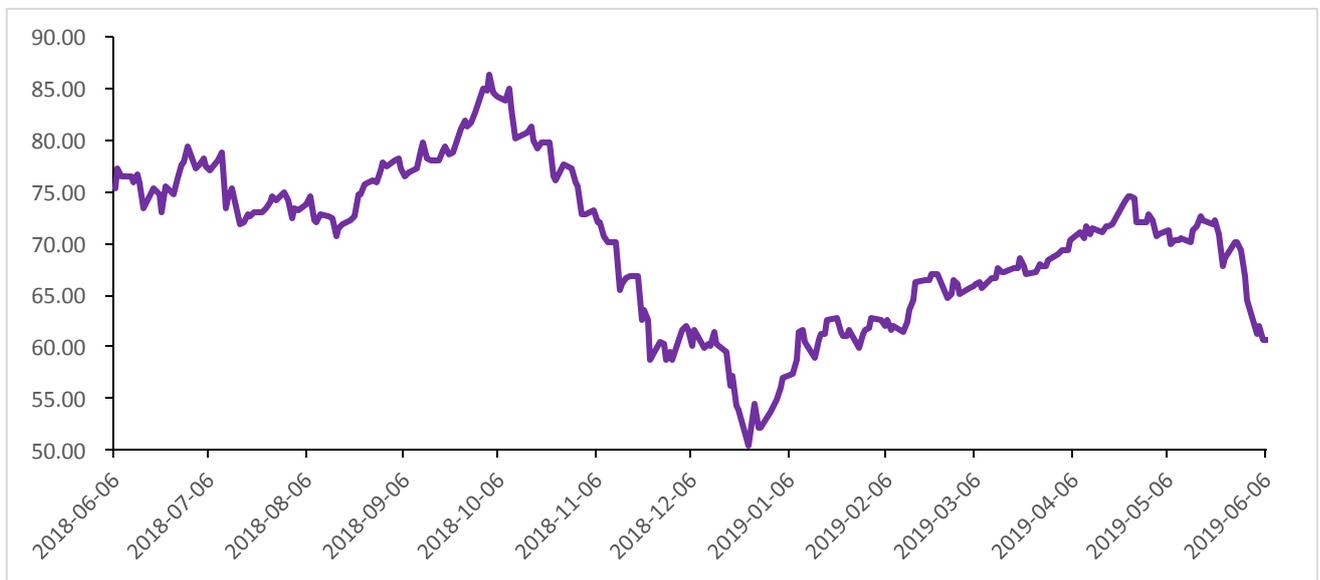
图 31 子行业在建工程/非流动资产同比变动



资料来源: wind、联讯证券

(四) 中美贸易摩擦再度升温，油价持续下挫，维持行业“中性”评级

图 32 布伦特原油价格走势



资料来源: wind、联讯证券

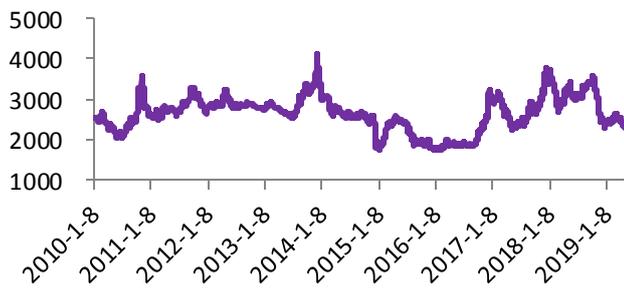
年初以来，受 opec+减产协议生效以及全球经济复苏带动，国际油价持续回升，布油突破 70 美金/桶。受此带动，化工产品价格稳步提升，如 4 月份万华纯 MDI 挂牌价达到 26200 元/吨，较年初上涨 2500 元/吨；聚合 MDI 挂牌价 18300 元/吨，较年初上涨 5500 元/吨，价差扩大 2700 元/吨。然而 5 月份，美国政府再次宣布对华 2000 亿美金出口商品加征关税，中美贸易摩擦再度升温，受此影响，国际油价掉头向下，布油跌



至 60 美金/桶，油价下跌，需求疲弱，贸易摩擦加剧，且去年同期高基数，基础化工板块二季度整体承压，**维持行业“中性”评级**。建议关注自身成长确定，具备穿越周期属性的个股如**山东赫达（002810）**以及超跌白马龙头品种如**华鲁恒升（600426）**；此外维生素板块是近期表现最佳品种，受原材料价格上涨、行业整合持续推进驱动，维生素 E 价格具备持续反弹动力，建议关注**新和成（002001）**。

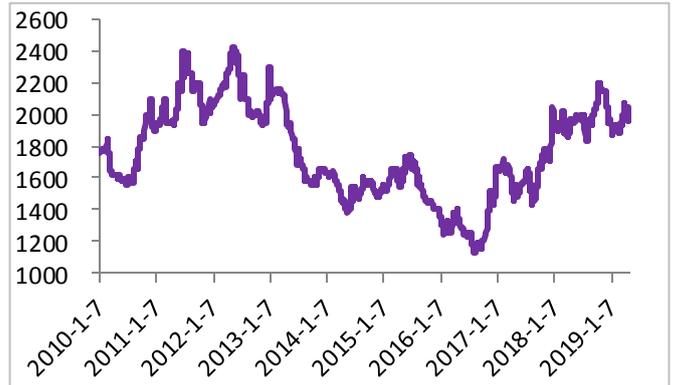
三、主要基础化工品价格走势

图 33 甲醇（华东地区）（元/吨）



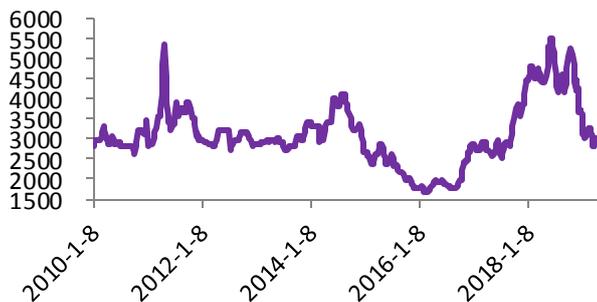
资料来源：wind、联讯证券

图 34 尿素（华鲁恒升小颗粒）（元/吨）



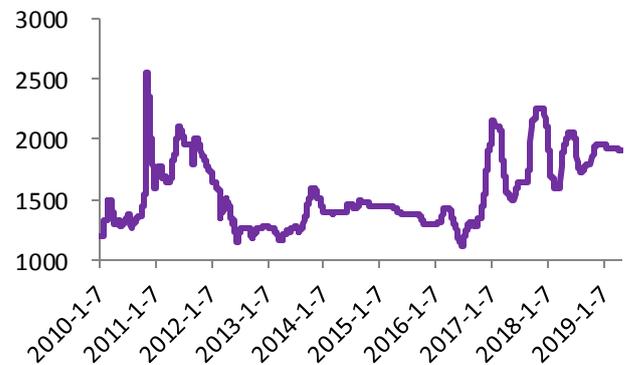
资料来源：wind、联讯证券

图 35 醋酸（华东地区）（元/吨）



资料来源：wind、联讯证券

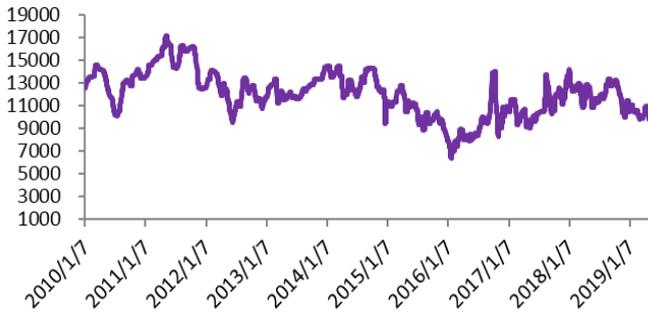
图 36 轻质纯碱（长三角）（元/吨）



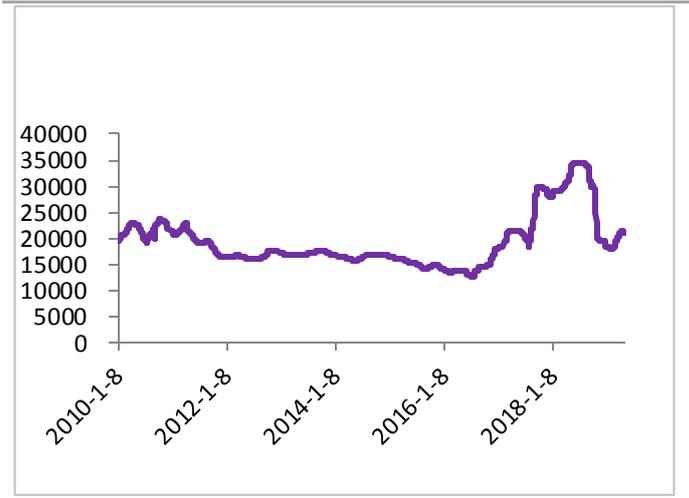
资料来源：wind、联讯证券

图 37 环氧丙烷（元/吨）

图 38 甲基环硅氧烷（DMC）（华东）（元/吨）



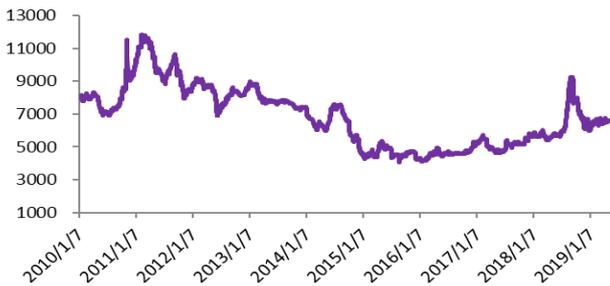
资料来源: wind、联讯证券



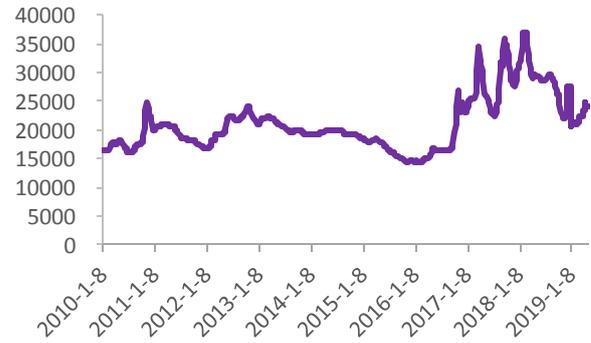
资料来源: wind、联讯证券

图 39 PTA (华东) (元/吨)

图 40 纯 MDI (华东) (元/吨)



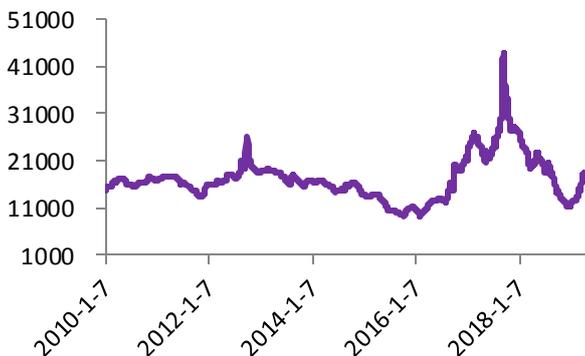
资料来源: wind、联讯证券



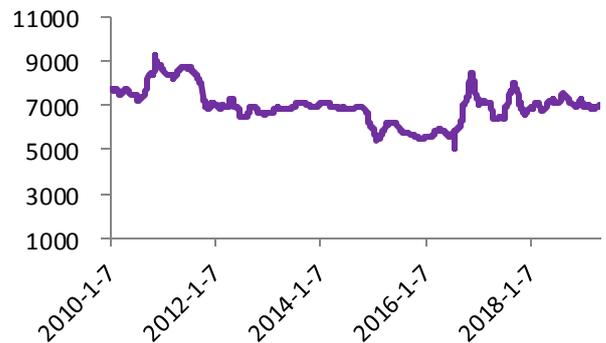
资料来源: wind、联讯证券

图 41 聚合 MDI (华东) (元/吨)

图 42 乙烯法 PVC (华东) (元/吨)



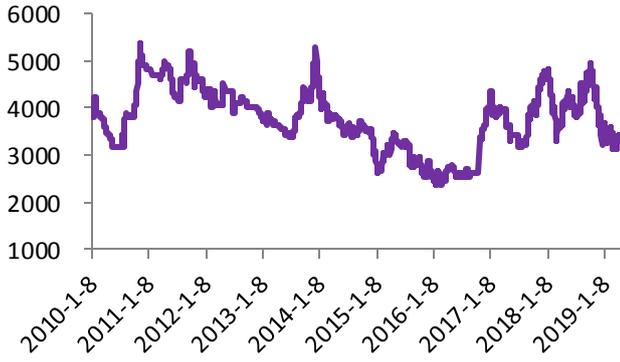
资料来源: wind、联讯证券



资料来源: wind、联讯证券

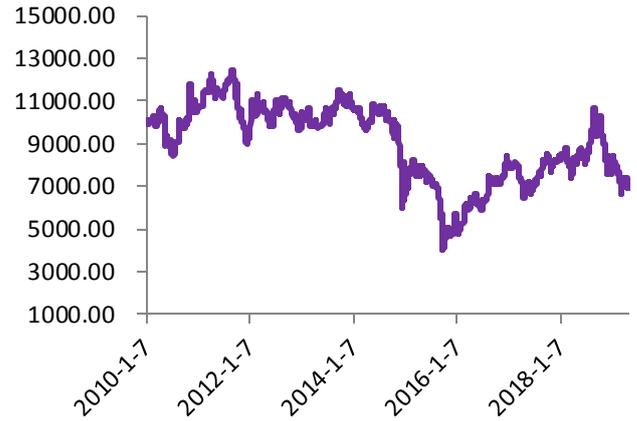
图 43 二甲醚 (元/吨)

图 44 丙烯 (元/吨)



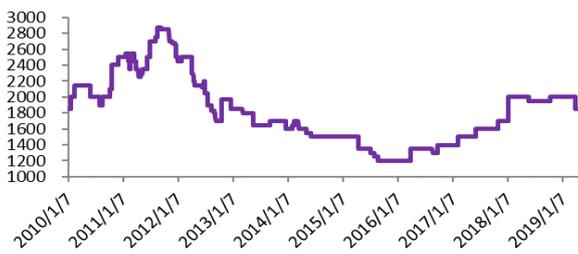
资料来源: wind、联讯证券

图 45 硝酸铵（工业）（元/吨）



资料来源: wind、联讯证券

图 46 聚丙烯（元/吨）



资料来源: wind、联讯证券

图 47 高密度聚乙烯（元/吨）



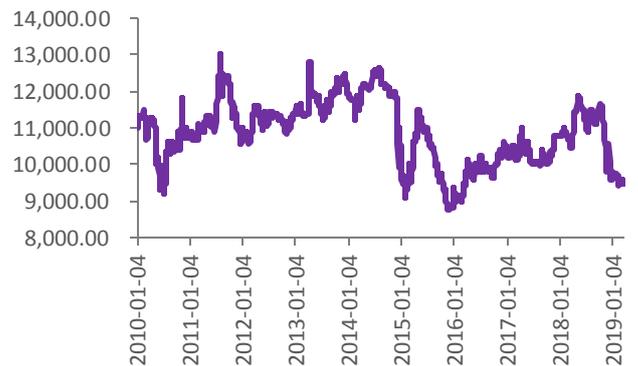
资料来源: wind、联讯证券

图 48 天然橡胶（元/吨）



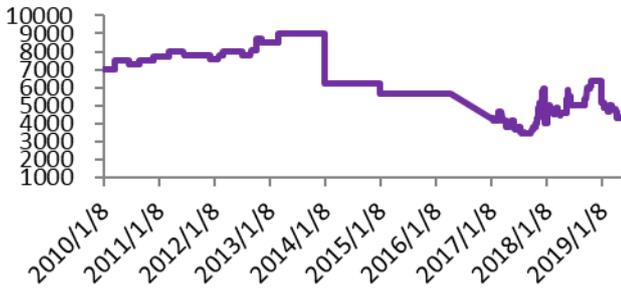
资料来源: wind、联讯证券

图 49 涤纶长丝（元/吨）



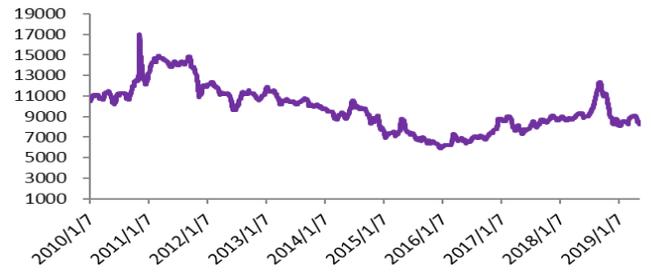
资料来源: wind、联讯证券

图 50 涤纶长丝（元/吨）



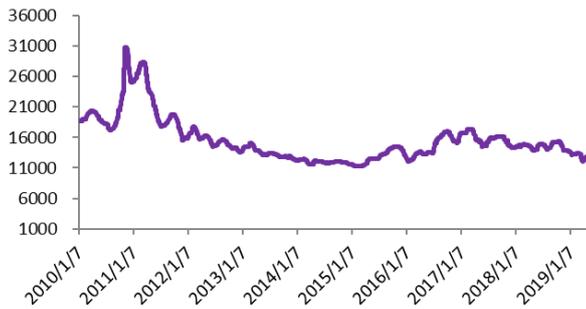
资料来源: wind、联讯证券

图 51 粘胶短纤 (元/吨)



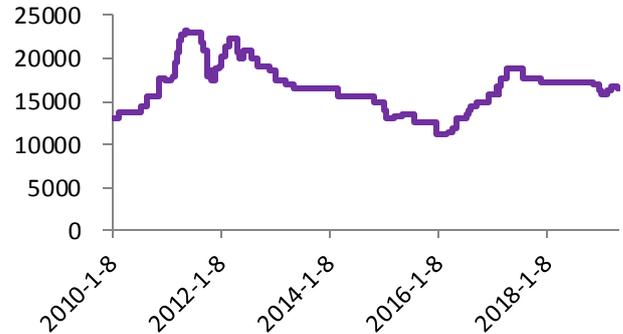
资料来源: wind、联讯证券

图 52 钛白粉 (金红石型 R-248) (元/吨)



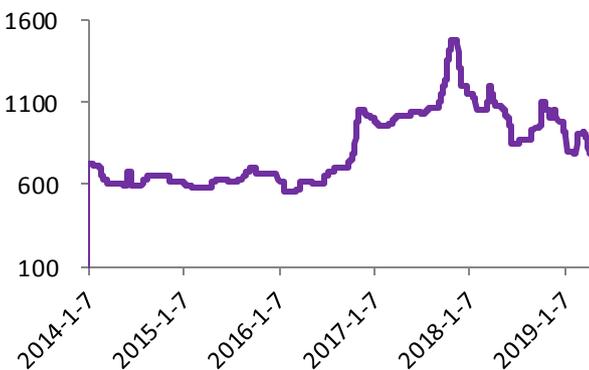
资料来源: wind、联讯证券

图 53 烧碱 (32%离子膜) (华东) (元/吨)



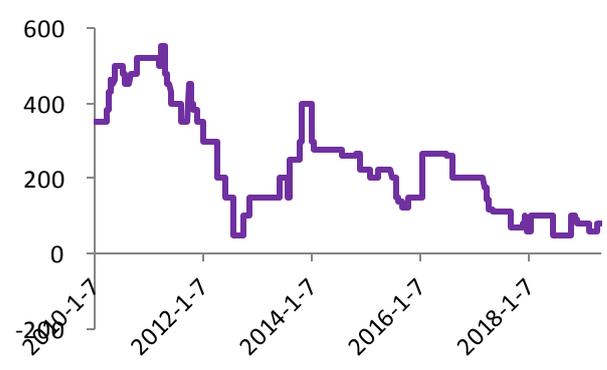
资料来源: wind、联讯证券

图 54 盐酸 (合成酸) (元/吨)



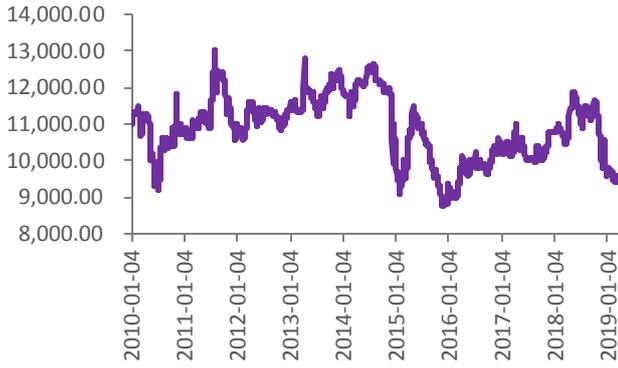
资料来源: wind、联讯证券

图 55 聚碳酸酯 (元/吨)

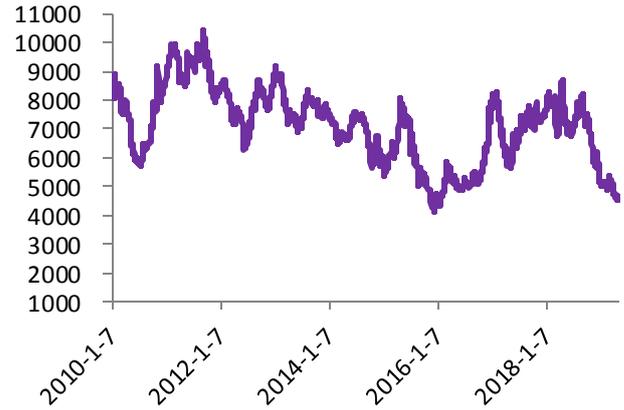


资料来源: wind、联讯证券

图 56 乙二醇 (元/吨)

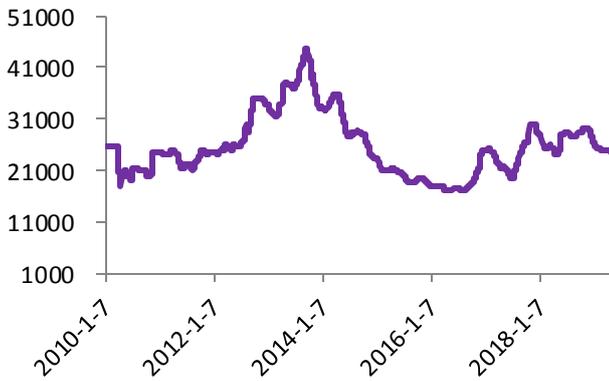


资料来源: wind、联讯证券



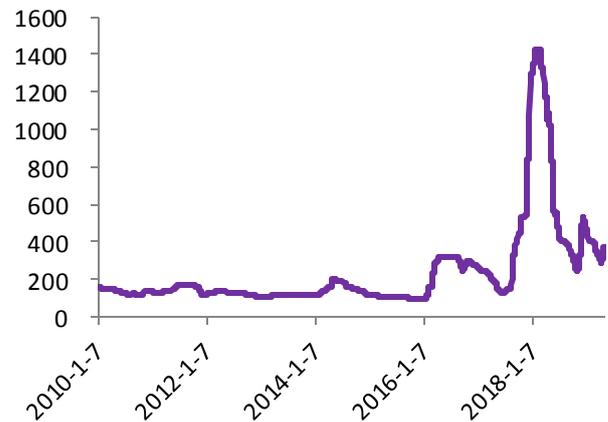
资料来源: wind、联讯证券

图 57 草甘膦（长三角）（元/吨）



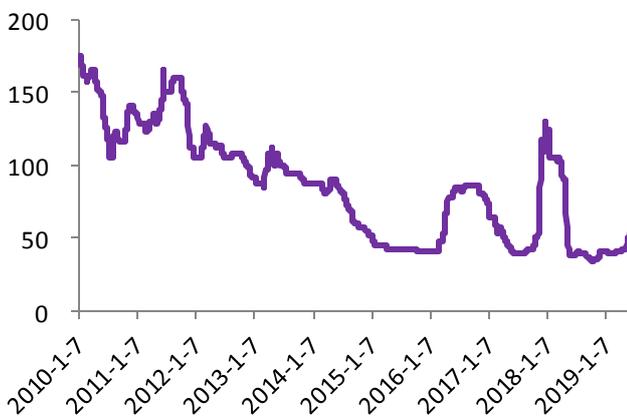
资料来源: wind、联讯证券

图 58 维生素 A（元/吨）



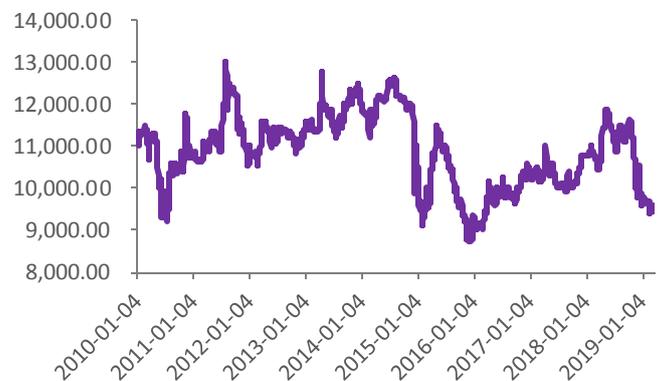
资料来源: wind、联讯证券

图 59 维生素 E（元/吨）



资料来源: wind、联讯证券

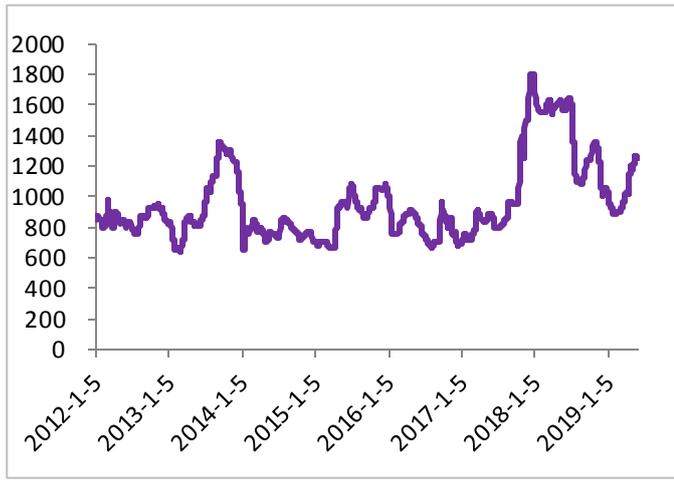
图 60 泛酸钙 98%国产（元/吨）



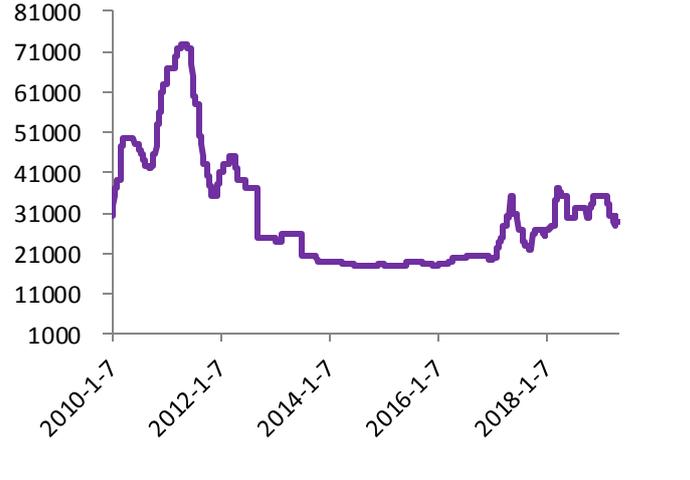
资料来源: wind、联讯证券

图 61 双氧水（元/吨）

图 62 R22（元/吨）

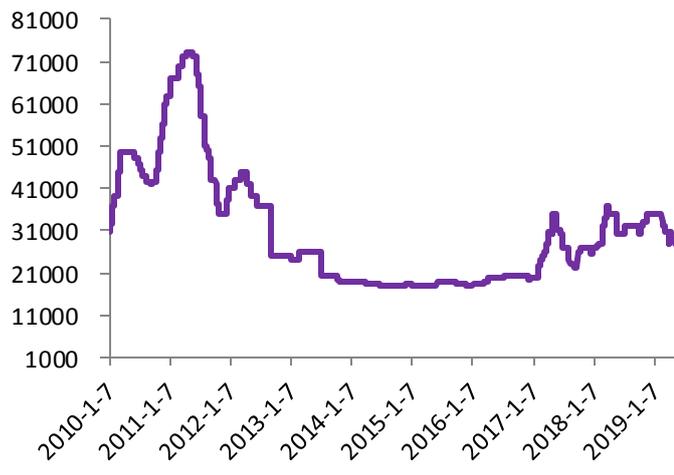


资料来源: wind、联讯证券



资料来源: wind、联讯证券

图 63 R134a (元/吨)



资料来源: wind、联讯证券

四、重点公司一季报点评及投资建议

(一) 山东赫达

公司 19Q1 实现收入 2.32 亿, 同比+34.16%; 净利润 2851 万, 同比+167.81%, eps0.25 元。

(1) 受益技改扩建完成及植物胶囊放量, 公司业绩持续释放, ROE 创历史新高

我们多次强调公司业绩持续释放主要有两方面原因, 一是去年 9 月 20000 吨纤维素醚技改扩建项目投产, 彻底打破产能瓶颈, 解决了公司由于供不应求而被迫通过贸易外购弥补产能缺口的问题, 产能得到充分释放; 二是子公司赫尔希植物胶囊



有限公司持续放量，并且盈利能力显著高于公司整体盈利水平。报告期公司收入同比+34.16%，环比-7.19%，净利润同比+167.81%，环比+71.86%。ROE(3.69%)、毛利率(32.45%)、净利率(12.60%)均创单季度历史新高，显示出公司当前强劲的发展势头以及良好的抗周期属性。

(2) 植物胶囊进入爆发期，产品价格上涨，技改扩建爬坡，利润水平有望持续大幅提升

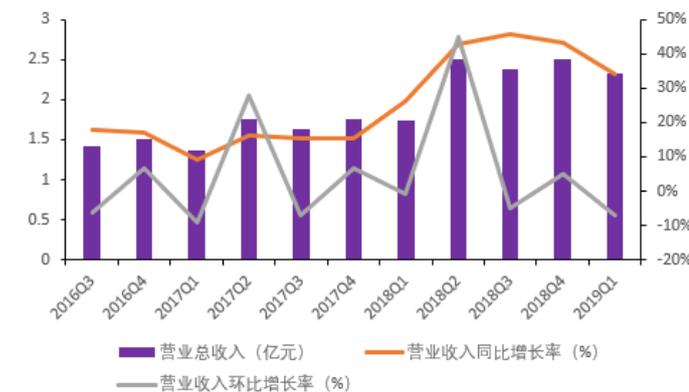
公司在植物胶囊领域的延伸布局进入爆发期。赫尔希 18 年全年销售胶囊超 30 亿粒，实现收入 7769 万，实现净利润 2106 万元，净利率达到 27.1%，显著超越公司综合水平（净利率 8.40%）。根据公司规划，今年赫尔希植物胶囊销量目标 63 亿粒，实现含税收入 1.4 亿。同时福川化工原乙酸三甲酯等产品目标实现销量 3600 吨，含税收入 1.1 亿元，考虑到植物胶囊强劲盈利能力以及原乙酸三甲酯价格不断上涨，包括纤维素醚技改扩建不断爬坡，公司业绩有望持续大幅提升。

(3) 看好公司技改扩产以及植物胶囊广阔市场空间，业绩爆发在即，维持“买入”评级

公司深耕纤维素醚行业，产品线完备，全面覆盖建材级、医药级以及食品级产品生产，并延伸拓展产业链至下游植物胶囊领域大幅提升盈利能力，看好公司新建产能完全达产以及植物胶囊广阔市场空间，公司业绩有望持续大幅释放，维持公司 19/20 年实现归母净利润 1.34/1.76 亿的盈利预测，同比增速 83.6%/32.0%，EPS1.12/1.48 元，对应 PE22.7/17.2 倍，维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动、汇率波动、需求不达预期

图 64 山东赫达营业总收入变动情况



资料来源：wind、联讯证券

图 65 山东赫达归母净利润变动情况



资料来源：wind、联讯证券

(二) 鲁西化工

公司 2019Q1 实现营业收入 49.69 亿元，同比+1.54%，环比-9.87%，实现归母净利润 3.62 亿元，同比-55.73%，环比-49.43%。

(1) 主要产品价格回落，影响公司一季度利润

报告期内，受需求不振、油价下跌以及中美贸易摩擦共同影响，己内酰胺、聚碳酸酯、有机硅等产品价格下滑，己内酰胺（华东）19Q1 均价 14963 元/吨，环比-11.92%；聚碳酸酯（帝人）19Q1 均价 19728 元/吨，环比-8.87%；DMC（华北）19Q1 均价 18784 元/吨，环比-14.56%，产品价格下跌致公司一季报业绩出现下滑。报告期毛利率 21.20%，环比-7.13pct；净利率 7.27%，环比-7.14pct。研发费用 1.56 亿，同比+395%。

(2) 有机硅、双氧水等产品价格回升，二季度业绩有望环比改善



需求回暖叠加中美贸易改善预期，有机硅经历前期低迷后价格重新开始反弹，从前期低点 18000 元/吨涨至目前的 21000 元/吨，同时双氧水受柳化停车影响价格持续上涨，从前期 800 元/吨涨至目前突破 1000 元/吨，响水事故有望进一步加剧供应紧张，公司现有双氧水产能 100 万吨，DMC 产能 8 万吨。

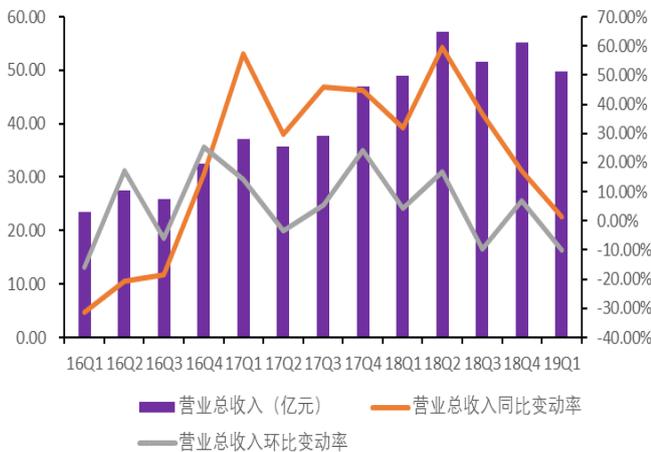
(3) 响水事件引发全国化工园区整改预期，公司具备智能一体化园区优势，有望持续受益园区管理改革红利

近年来，公司积极实施新旧动能工程，不断优化产品结构，化工新材料营收占比不断提高，产业升级成效显著。公司 20 万吨甲酸、30 万吨 MTO 和 100 万吨聚酯项目待投产，产业链布局进一步完善，成为公司未来发展新动力。

我们预计 19/20 年归母净利润为 23.6/27.6 亿元，看好公司一体化园区发展前景，维持买入评级。

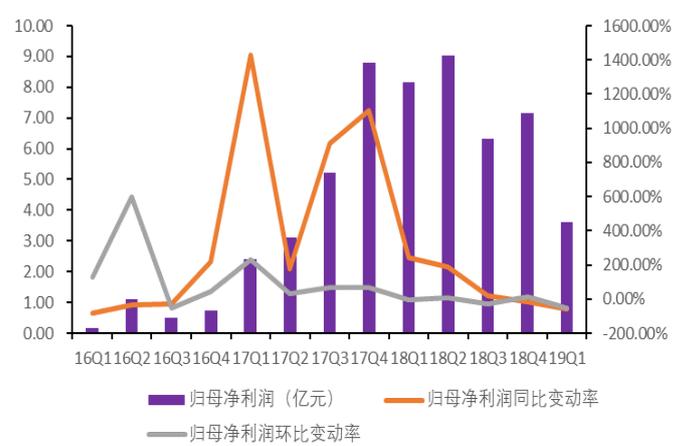
风险提示：原油价格波动、化工园区管理改革不达预期、中美贸易谈判

图 66 鲁西化工营业总收入变动情况



资料来源：wind、联讯证券

图 67 鲁西化工归母净利润变动情况



资料来源：wind、联讯证券

(三) 扬农化工

公司一季度实现营业收入 15.70 亿元，同比-2.50%，环比+65.96%，实现归母净利润 3.27 亿元，同比+19.43%，环比+198.90%。

(1) 杀虫剂除草剂经营数据环比大幅改善，净利率创历史新高，带动业绩超预期

报告期内公司杀虫剂实现收入 10.18 亿，同比+35.73%，环比+61.08%，销量 4112 吨，同比+15.99%，环比+52.24%，销售均价 24.76 万元/吨，同比+17.12%，环比+5.82%；除草剂实现收入 3.14 亿，同比-55.96%，环比+54.68%，销量 10584 吨，同比-42.53%，环比+31.76%，销售均价 2.97 万/吨，同比-23.26%，环比+17.53%。ROE6.83%（环比+4.44pct），毛利率 35.75%（环比+12.28pct），净利率 20.98%（环比+8.84pct），报告期内杀虫剂和除草剂量价齐升，经营数据大幅改善，净利率水平创历史新高，带动业绩超预期。

(2) 响水事件有望驱动农药行业格局重塑，中美贸易缓和有利改善农药行业出口

响水事件影响最大的为染料和农药行业，事件短期影响到公司产品联苯菊酯的行业格局，联苯菊酯价格存在上涨预期（目前报价 39 万元/吨，公司 800 吨产能，规划 3800 吨）；长期看，未来全国化工园区存在整改预期，江苏、山东省先后出台



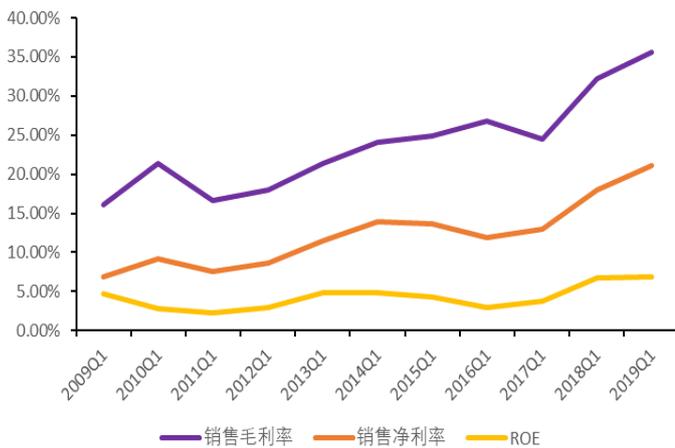
了针对省内化工园区安全生产的整治工作文件，中央环保督察也加大了对化工企业和园区的督察力度，高污染的农药行业面临新一轮供给侧出清，格局有望重塑，公司龙头地位更加稳固；此外，农业部在 15 年下发《到 2020 年农药使用量零增长行动方案》，我们认为未来农药行业的发展方向在于进一步扩大出口。截止 2018 年，我国农药净出口比例达到 53%，公司收入出口占比更是超过 65%，美国是公司草甘膦、麦草畏等产品重要出口国家，随着中美贸易关系逐步缓和，国内农药行业出口形势有望得到显著改善。

(3) 看好农药景气度提升，公司菊酯+麦草畏双龙头地位日益稳固，调高至“买入”评级

公司是国内农药行业龙头，卫生菊酯在国内的市场占有率约为 70%，麦草畏产能居全球领先地位，此外子公司优嘉公司计划投资一批重大项目，包括 3800 吨/年联苯菊酯、1000 吨/年氟啶胺、120 吨/年卫生菊酯和 200 吨/年轻派酯农药，构成新的增长点。长周期看，国内化工园区持续整改有望重塑农药行业格局，中美贸易关系缓和有望显著改善国内农药行业出口形势，行业景气度有望持续提升，预计公司 19/20 年实现净利润 11.6/13.5 亿，eps3.74/4.36，对应 PE15.8/13.6 倍，调高至“买入”评级。

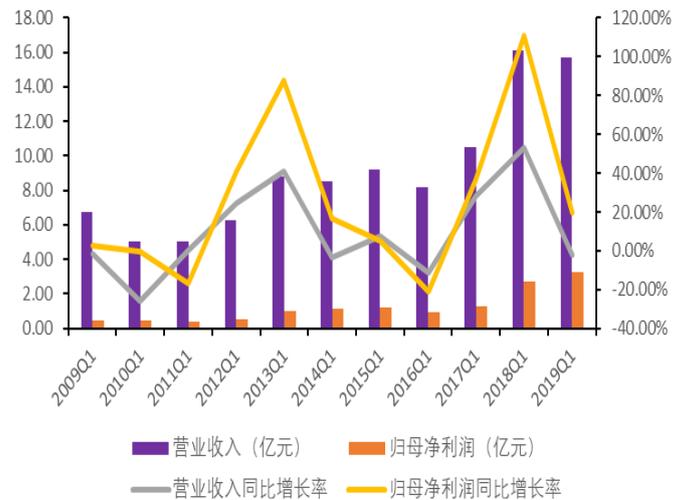
风险提示：原材料价格波动，汇率波动，中美贸易谈判不达预期、需求不达预期

图 68 扬农化工季度盈利能力比率变动情况



资料来源: wind、联讯证券

图 69 扬农化工季度营业收入与归母净利润变动情况



资料来源: wind、联讯证券

(四) 万华化学

公司 19Q1 实现收入 606.21 亿，同比+14.11%；实现归母净利润 106.1 亿，同比-4.71%，eps3.88 元。

(1) 聚氨酯产品下半年价格回落，公司整体业绩仍然稳定，周期属性逐步弱化

公司聚氨酯产品价格受油价下跌、需求乏力等因素影响，下半年尤其四季度价格出现大幅回落，纯 MDI 全年挂牌均价 29767 元/吨，同比+10.79%，聚合 MDI 挂牌均价 21358 元/吨，同比-18.4%；同期公司石化产品价格互有涨跌以涨为主，其中丙烯均价 8514 元/吨，同比+13.55%，环氧丙烷均价 12085 元/吨，同比+10.76%，丙烯酸均价 10140 元/吨，同比+3.23%，MTBE 均价 6019 元/吨，同比+13.89%。产销量方面整体保持稳定，报告期内聚氨酯系列产品销量 188.7 万吨，同比+4.71%，石化产



品销量 151.4 万吨，同比-4.64%，新材料持续放量，销量 32.2 万吨，同比+34.26%。报告期 ROE31.4%，同比-9.41pct；综合毛利率 33.83%，同比-5.87pct；净利率 21.16%，同比-3.89pct，研发费用 16.1 亿，同比+30.03%，随着公司产业链布局不断完善，抗单一品种价格波动能力逐步增强，周期属性有望逐步弱化。

(2) 国际油价回暖，聚氨酯景气度提升，业绩环比有望大幅改善

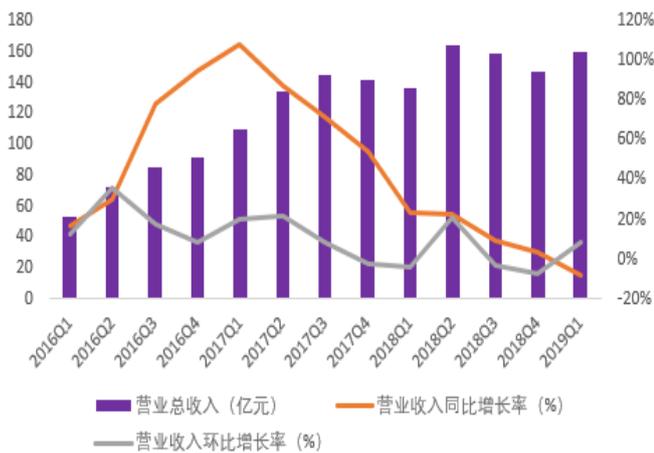
年初以来，随着 opec+减产实施，国际油价稳步回升，布油最新价格已经突破 70 美金/桶，受油价上涨驱动叠加需求回暖，4 月份纯 MDI 挂牌价达到 26200 元/吨，较年初上涨 2500 元/吨；聚合 MDI 挂牌价 18300 元/吨，较年初上涨 5500 元/吨，价差扩大 2700 元/吨；此外，TDI 最新价格 17250 元/吨，较年初上涨 1700 元/吨，价差扩大 1300 元/吨。聚氨酯景气度提升，公司业绩环比有望大幅改善。

(3) 集团资产整合完毕，龙头地位稳固一体化优势更加显著，首次覆盖给予“买入”评级

聚氨酯业务方面，通过吸收合并集团资产，万华化学合计拥有 210 万吨 MDI 产能，超越巴斯夫跃居全球第一大 MDI 生产商，美国 40 万吨 MDI 一体化项目已获备案，30 万吨 TDI 装置顺利投产，行业龙头地位更加稳固，随着油价回暖，需求复苏，聚氨酯行业景气度提升；石化业务方面，公司不断拓展烯烃产业链及高附加值产品，在目前 C3 和 C4 烯烃衍生物基础上进一步布局 C2 产业链，百万吨乙烯产业链项目正在筹建，预计于 2020 年底建成，届时有望成为烯烃及衍生物综合供应商；新材料方面，公司 13 万吨 PC 二期项目预计于年底投产，8 万吨 PMMA 已经于年初开车成功。公司一体化优势更加显著，2B 综合型化工平台已经成型，抗单一产品价格波动能力进一步提升，周期属性逐步弱化。预计 19/20 年实现净利润 113.8/127.8 亿，eps3.62/4.07，对应 PE12.9/11.5 倍，首次覆盖予以“买入”评级。

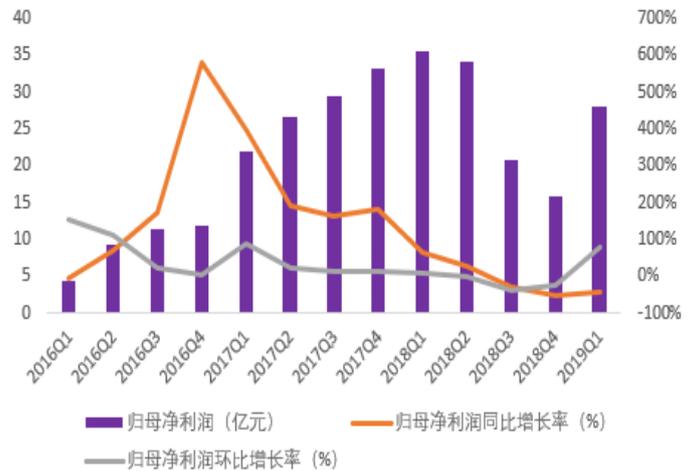
风险提示：原油价格波动，汇率波动，中美贸易谈判不达预期、需求不达预期

图 70 万华化学营业总收入变动情况



资料来源：wind、联讯证券

图 71 万华化学归母净利润变动情况



资料来源：wind、联讯证券

(五) 安诺其

公司 2019Q1 实现收入 3.27 亿，同比-5.57%；实现归母净利润 0.47 亿，同比+12.42%。

(1) 分散染料量价齐升，中间体产能释放，公司业绩环比大幅改善



报告期公司营业收入同比-5.57%，主要原因是自去年 4 月起七彩云电子商务公司不再纳入并表范围，剔除七彩云出表影响，营业收入同比+24.36%，环比+69.54%；净利润同比+12.42%，环比+291.8%，公司分散染料量价齐升，中间体产能持续释放，费用控制良好，带动公司业绩及盈利能力大幅提升。Q1ROE2.86%，环比+2.12pct；毛利率 29.96%，环比-4.79pct，净利率 14.35%，环比+7.69pct。

(2) 响水事件引发分散染料价格持续上涨，公司业绩环比有望持续大幅提升

响水事件爆发后，分散染料主要中间体间苯二胺供给大幅收缩，引发分散染料价格持续上涨，典型品种分散黑实际成交价从 40 元/公斤涨至目前的 60 元/公斤，创历史新高。公司现有分散染料产能 30000 吨，烟台一期分散染料中间体 13000 吨产能已经投产，且间苯二胺备货充足，每上涨 10 元/公斤，对应增厚利润 2 亿，业绩弹性大，有望充分受益本轮分散染料价格上涨。

(3) 持续布局大数码，培育数码生态圈，未来增长提供有力支撑

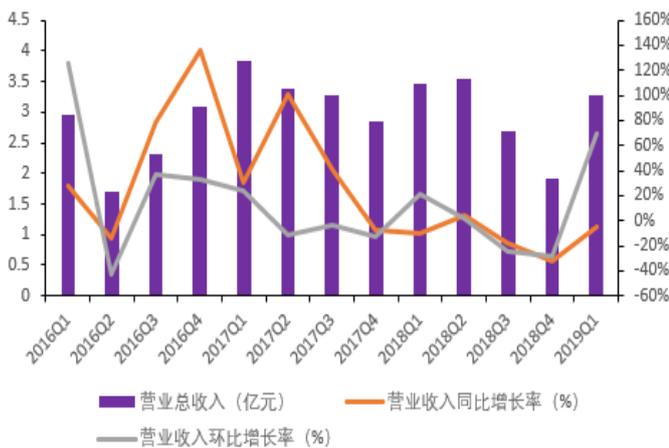
近年通过参股苏州锐发打印技术有限公司、成立上海安诺其数码科技有限公司、新设上海奇赞数码科技有限公司（主营国际市场）、上海尚乎数码科技有限公司（主营国内市场）等方式，公司初步完成涵盖数码打印喷头及其芯片、数码染料、数码墨水、B2C 数码印花终端柔性定制平台等数码产业的布局，培育数码产业生态圈。报告期内公司研发生产的活性染料墨水已经通过苏州锐发打印喷头的测试，有望实现协同发展，未来增长提供有力支撑。

(4) 染料行业格局进一步优化，大数码布局培养发展新引擎，上调评级至“买入”

染料行业近年受环保约束景气度持续提升，响水事件后进一步推高行业集中度，行业格局进一步优化，公司专注于中高端差异化染料产品的研发生产，上市至今收入复合增速超过 30%，利润增速超 20%，有望充分受益本轮染料行情，业绩弹性大。在立足做好染料主业的同时，公司继续布局大数码，培养公司发展新引擎，已经初步形成数码生态圈，未来增长提供有力支撑。预计 19/20 年净利润 2.80/2.97 亿，eps0.39/0.41，PE17.0/16.0，上调评级至“买入”。

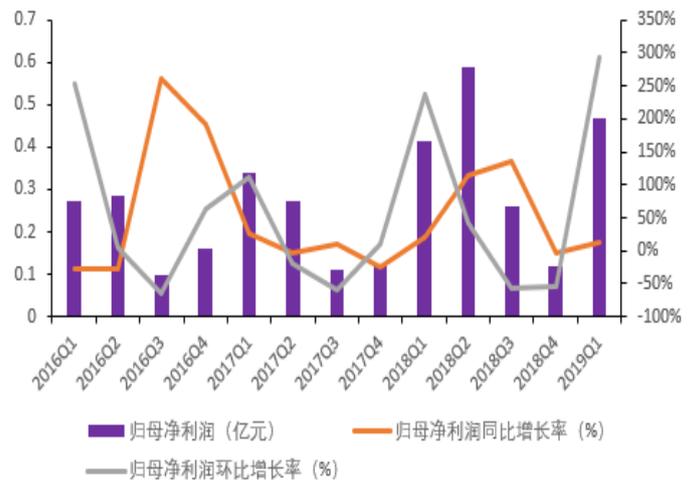
风险提示：原材料价格波动，中小产能复产，下游印染抵制涨价

图 72 安诺其营业总收入变动情况



资料来源：wind、联讯证券

图 73 安诺其归母净利润变动情况



资料来源：wind、联讯证券



分析师简介

于庭泽，清华大学本硕，2018年5月加入联讯证券，现任化工首席分析师，证书编号：S0300518070002。

研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com