

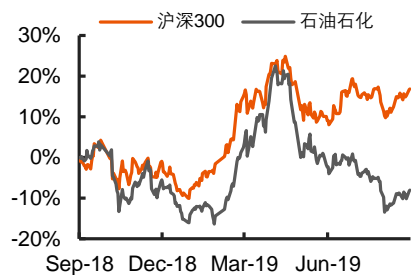
2019年化工行业中报总结

营收增长，净利下滑；板块分化，精选标的

强于大市（维持）

投资要点

行情走势图



相关研究报告

《行业专题报告*石油石化*大宗周期行业全景图——石油化工篇》
2019-08-15

《行业专题报告*石油石化*利用区位和政策优势,发展高端石油化工产业》
2019-08-05

《行业半年度策略报告*石油石化*天然气改革释放红利;成本端改善利好化工》
2019-06-28

《行业专题报告*石油石化*煤基燃料和化工品是山西产业转型的发展方向》
2019-06-04

《行业动态跟踪报告*石油石化*石油化工行业2018年报和2019一季报综述:关注上游和涤纶、烯烃行业投资机会》
2019-05-09

证券分析师

陈建文 投资咨询资格编号
S1060511020001
0755-22625476
CHENJIANWEN002@PINGAN.COM.CN

研究助理

刘永来 一般从业资格编号
S1060118060026
LIUYONGLAI647@PINGAN.COM.CN

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

- **营收增长，净利下滑：**2019年上半年行业整体营收3.79万亿，同比增加10.5%。分子行业来看，3.79万亿的总营收中，石油加工子行业占比42%，石油开采子行业占比32%。2019年上半年全行业实现归母净利润1266亿，同比下滑14.5%，其中石油加工和石油开采占据半壁江山。
- **板块分化明显：**上半年大约有三分之二的子行业实现了营收的同比增长，主要是涤纶、磷肥、钾肥、涂料油气油墨制造和聚氨酯等；三分之一的子行业营收同比下滑，主要是其他塑料制品、石油贸易、复合肥、粘胶和炭黑等。有15个子行业实现了归母净利润的正增长，包括钾肥、涤纶、磷肥、轮胎和石油贸易等；18个行业归母净利润负增长，包括粘胶、炭黑、其他塑料制品、合成革和纯碱等。
- 我们重点关注的原油、天然气、涤纶和烯烃板块中，2019年上半年油价的下跌给相关上市公司带来了负面影响，但部分上市公司通过产销量的提升取得了业绩的同比增长；天然气需求增速有所下滑但仍然保持两位数的增长，天然气市场的快速发展给了行业内相关企业很大的市场空间，我们覆盖和关注的天然气企业总体表现优异；涤纶行业虽然景气度下滑但恒力石化为代表的民营大炼化的投产给行业和相关企业带来积极的影响，恒力石化净利同比大增114%；烯烃和聚烯烃价格同比下跌，影响了上游环节的盈利，但也为下游的丙烯酸和改性塑料行业带来成本利好。
- **投资建议：**目前A股化工PE处于2010年以来的底部区间，价值严重低估。考虑到2018年下半年的油价整体高位运行，2019年下半年油价大概率同比下跌，预计今年三季报和年报的业绩（整个行业）同比将呈下跌态势。所以我们建议关注化工子行业中结构性的投资机会，尤其关注基本面良好，业绩稳健、抗风险能力较强的上市公司。具体来看，包括天然气标的新奥股份、广汇能源、蓝焰控股；涤纶板块的恒力股份、新凤鸣、荣盛石化；烯烃及衍生物板块的卫星石化和万华化学。
- **风险提示：**1)宏观经济增速回落会导致石化产品需求增长不及预期；2)油价/原材料价格的剧烈波动影响行业盈利水平；3)项目进度受产品和原料市场环境、项目融资、工程管理等多方因素影响，不排除项目进展不及预期的风险；4)石油化工装置的事故可在极短的时间内导致供需失衡，造成原料成本或者产品价格的剧烈波动；5)环保因素：近两年来日益趋严的环保政策和环保督查使得众多中小企业停产或者减产，影响了行业内相关公司的生存和盈利。

正文目录

一、	上半年行业营收增长净利下滑，板块出现分化.....	4
二、	重点关注的细分板块业绩汇总.....	9
2.1	石油开采、贸易和加工：油价同比下滑影响企业业绩.....	9
2.2	天然气开采、储运和销售：受益于国内需求高速增长和油气体制改革.....	11
2.3	聚酯化纤：涤纶承压但 PTA 同比好转，产业链利润下移.....	12
2.4	烯烃/聚烯烃生产和加工：上下游一体化企业具有竞争优势.....	13
三、	投资建议.....	14
四、	风险提示.....	15

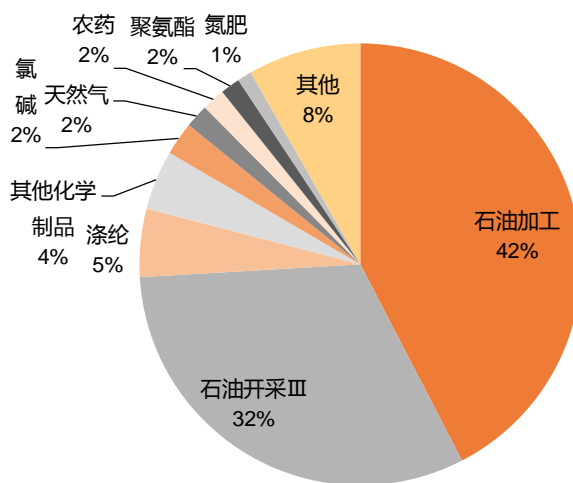
图表目录

图表 1	2019H1 化工子行业营收占比（占比 1%以上子行业）	4
图表 2	2019H1 化工其他子行业营收（左轴，万元）及其占比（右轴）	4
图表 3	2019H1 化工上市公司营收同比增速分布	5
图表 4	2019H1 化工子行业营收同比增速	5
图表 5	2019H1 化工子行业归母净利润统计	6
图表 6	2019H1 化工其他子行业归母净利润（左轴，万元）及其占比（右轴）统计	6
图表 7	2019H1 化工上市公司归母净利润统计	7
图表 8	2019H1 化工子行业归母净利润统计	7
图表 9	2019H1 各子行业上市公司盈利统计明细	8
图表 10	重点关注公司 2019H1 业绩表现	9
图表 11	2018 年以来国际原油价格（美元/桶）和跨区价差（美元/桶）	10
图表 12	石油开采、石油加工和石油贸易板块上市公司业绩（亿元）及其同比（%）	10
图表 13	中国天然气表观消费量（左轴，亿立方米）及其同比增速（右轴，%）	11
图表 14	天然气相关上市公司业绩（亿元）及其同比（%）	12
图表 15	织造开工率（右轴，%）和库存（左轴，天）	12
图表 16	PTA 毛利同比大幅好转（元/吨）	12
图表 17	涤纶板块上市公司业绩（亿元）及其同比（%）	13
图表 18	LLDPE 期货月均价格（元/吨）	13
图表 19	PP 期货月均价格（元/吨）	13
图表 20	烯烃及聚烯烃相关上市公司业绩（亿元）及其同比（%）	14
图表 21	当前化工板块估值处于历史低位	14

一、上半年行业营收增长净利下滑，板块出现分化

截至 2019 年 8 月 31 日，化工行业 366 家上市公司（定义见脚注）¹全部披露 2019 年中报。2019 年上半年行业整体营收 3.79 万亿，同比增加 10.5%。分子行业来看，3.79 万亿的总营收中，石油加工子行业占比 42%，石油开采子行业占比 32%，其余依次是涤纶（5.0%）、其他化学制品（4.4%）、氯碱（2.4%）、天然气（1.7%）、农药（1.7%）、聚氨酯（1.4%）、氮肥（1.0%），其他子行业各自的营收占行业总营收比重不足 1%。

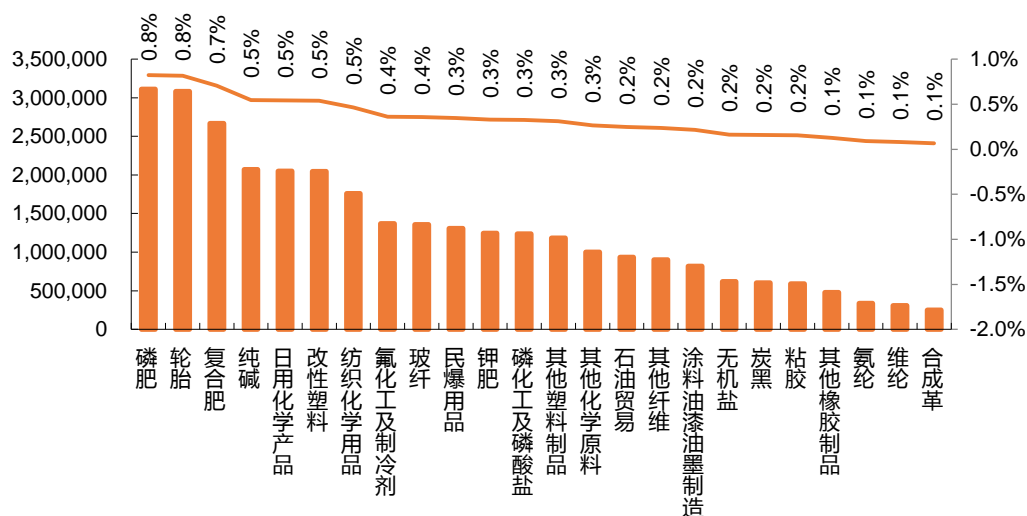
图表1 2019H1 化工子行业营收占比（占比 1%以上子行业）



资料来源：WIND，平安证券研究所

子行业营收占比 1%以下的行业有 24 个，主要是磷肥、轮胎、复合肥、纯碱、日化和改性塑料等。

图表2 2019H1 化工其他子行业营收（左轴，万元）及其占比（右轴）

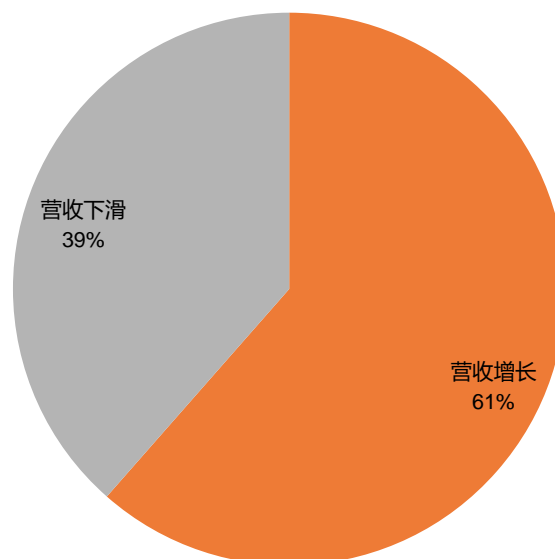


资料来源：WIND，平安证券研究所

¹ 主体为申万化工板块，另外含中国石油、新潮能源和洲际油气，以及涉足天然气中上游的燃气企业。

按照企业数量来看，2019 年上半年全行业 366 家上市公司中有 225 家实现了营收的增长，约占上市公司总数的 61%；有 141 家上市公司出现了营收的下滑，约占上市公司总数的 39%。

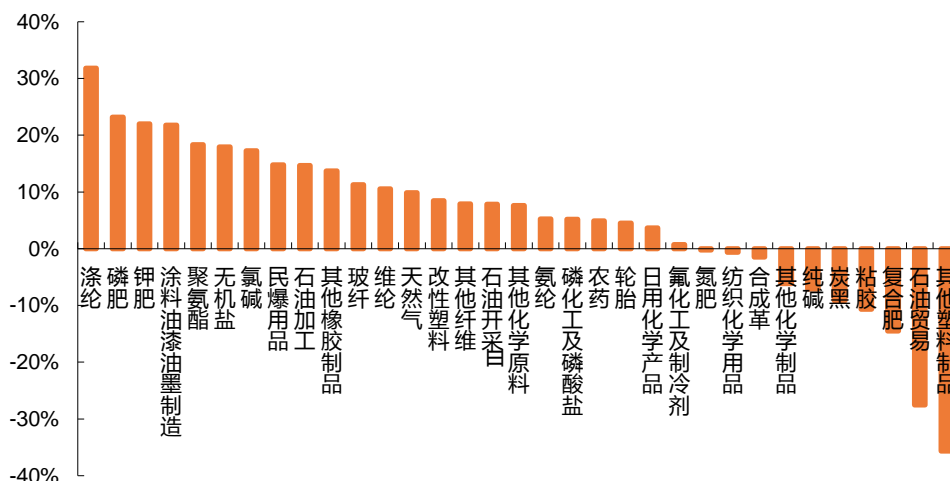
图表3 2019H1 化工上市公司营收同比增速分布



资料来源：WIND，平安证券研究所

按照子行业来看，上半年大约有三分之二的子行业实现了营收的同比增长，主要是涤纶、磷肥、钾肥、涂料油气油墨制造和聚氨酯等；三分之一的子行业营收同比下滑，主要是其他塑料制品、石油贸易、复合肥、粘胶和炭黑等。

图表4 2019H1 化工子行业营收同比增速

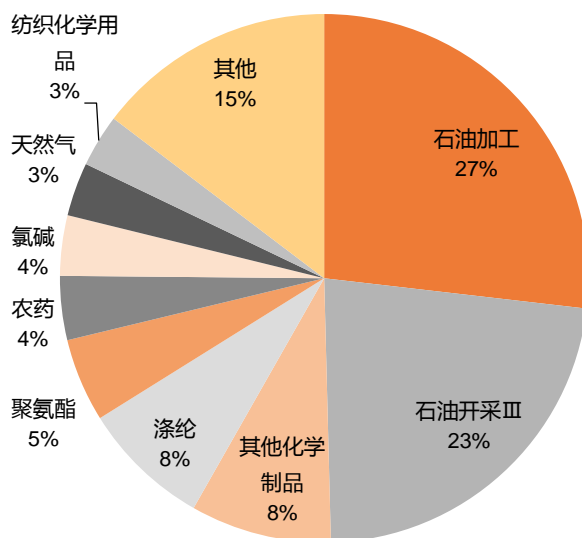


资料来源：WIND，平安证券研究所

2019 年上半年全行业实现归母净利润 1266 亿，同比下滑 14.5%，其中石油加工和石油开采占据半壁江山，其余依次是其他化学制品（企业数量较多，共计 96 家，约占全行业上市公司数量的 26%）。

涤纶、聚氨酯、农药、氯碱、天然气和纺织化学用品。值得一提的是纺织化学用品以 1.5% 的营收占比创造了 3.2% 的净利占比，原因除了纺织化学品属于精细化工品、毛利率较高之外，江苏响水事件后产品价格的暴涨也是重要原因。

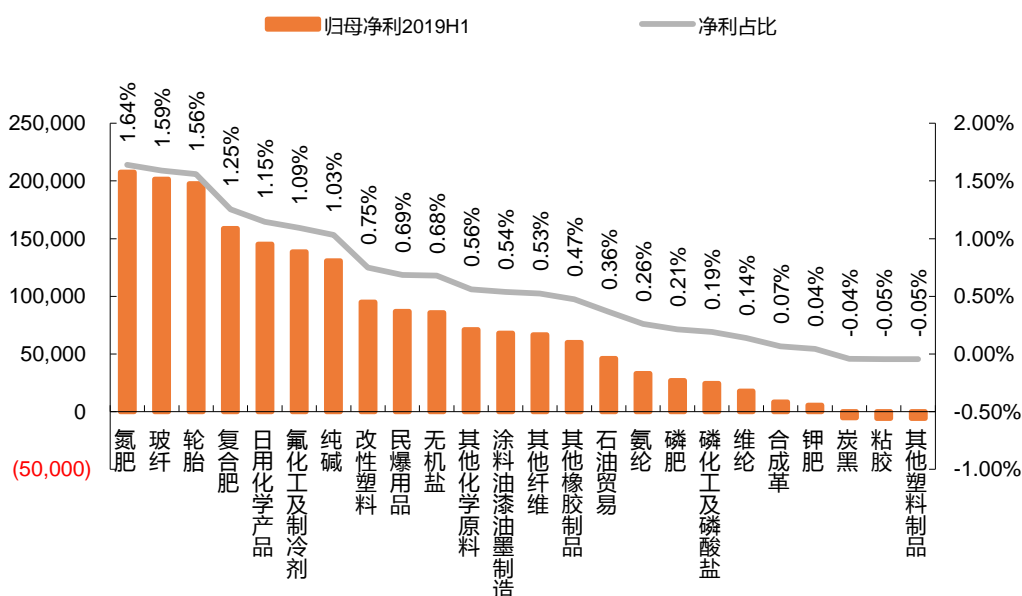
图表5 2019H1 化工子行业归母净利统计



资料来源：WIND，平安证券研究所

其他子行业各自的归母净利占行业整体归母净利的比重较小，总计约 15%，主要是氮肥、玻纤、轮胎、复合肥和日化产品等行业。

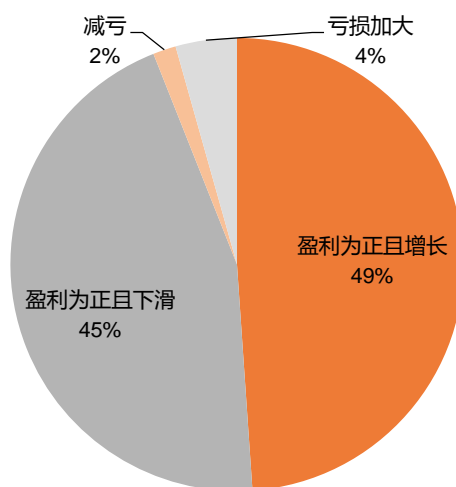
图表6 2019H1 化工其他子行业归母净利（左轴，万元）及其占比（右轴）统计



资料来源：WIND，平安证券研究所

按照企业数量统计，全行业实现盈利且盈利正增长的公司数量，179家，约占49%；盈利但盈利负增长的企业165家，约占45%；亏损但实现减亏的企业6家，约占2%；亏损并加大亏损的企业16家，约占4%。从盈亏角度看，全行业94%的企业实现了盈利，亏损面为6%；进一步看亏损企业的分布情况，其主要分布在其他化学制品、天然气、农药、氮肥、纯碱、炭黑、粘胶和塑料制品等行业。天然气板块主要因ST中天和陕天然气等业绩出现大幅下滑，其余行业多数因为产能过剩仍然严重，而市场需求增速受到汽车销售增速下滑和塑料制品出口下滑等因素影响。从增长角度看，业绩向好（盈利正增长和减亏）的企业51%，业绩变差（盈利下滑和加大亏损）的企业49%，盈利情况差强人意。

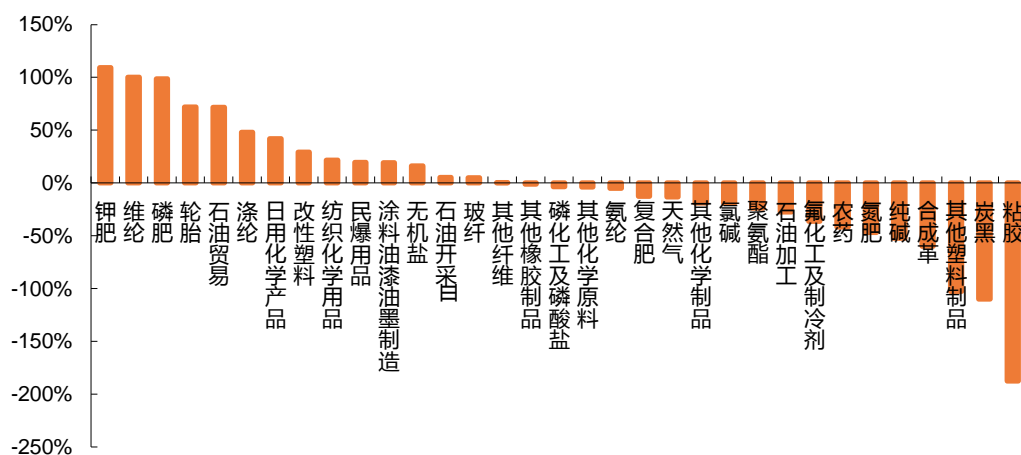
图表7 2019H1 化工上市公司归母净利统计



资料来源：WIND，平安证券研究所

分板块来看盈利情况，有15个子行业实现了归母净利的正增长，包括钾肥、维纶、磷肥、轮胎和石油贸易等；18个行业归母净利负增长，包括粘胶、炭黑、其他塑料制品、合成革和纯碱等。

图表8 2019H1 化工子行业归母净利统计



备注：钾肥做了数学处理，2018年H1行业亏损5.9亿，2019H1行业盈利5489万，在此定义增长率为正。

资料来源：WIND，平安证券研究所

具体来看：钾肥行业主要受产品售价同比上升的影响，行业实现了减亏，同比减亏幅度十分理想，但行业景气度仍然低迷，4家上市公司中已有两家ST；涤纶行业唯一的标的皖维高新上半年PVA产品量价齐升并积极开拓海外市场，取得了优异的业绩表现；磷肥行业整体仍然低迷，但上市公司对外投资收益较高，弥补了主营业务的盈利下滑；轮胎行业上半年面临汽车市场景气度下降的压力，但上市公司各显身手，通过降低费用、加强零售渠道的销售和开拓海外市场等方式实现了行业整体盈利正增长；石油贸易上市公司主营业务表现不甚理想，但通过对外投资实现了利润的同比增长。

从盈利增速来看，表现最差的行业主要包括粘胶、炭黑、其他塑料制品、合成革和纯碱。粘胶行业主要受粘胶短纤价格下跌和上市公司澳洋健康控股子公司澳洋科技停产影响；炭黑行业上半年两头受压，原材料价格上涨叠加汽车行业不景气和中美贸易摩擦；塑料制品行业主要受上市公司康得新事件和低端塑料制品下游市场疲软影响；合成革行业主要受华峰超纤业绩下滑影响，另外两家上市公司均实现业绩同比增长；纯碱行业主要受到产能过剩和原材料成本等因素影响。

图表9 2019H1各子行业上市公司盈利统计明细

	企业总数	行业净利同比	盈利企业	亏损企业	亏损面	盈利且增长	盈利且下滑	减亏	亏损增大	盈利增长企业比例
石油加工	11	-27%	11	0	0%	5	6	0	0	45%
石油开采Ⅲ	3	5%	3	0	0%	2	1	0	0	67%
涤纶	13	48%	13	0	0%	7	6	0	0	54%
其他化学制品	96	-19%	89	7	7%	50	39	1	6	53%
氯碱	17	-19%	17	0	0%	7	10	0	0	41%
天然气	24	-13%	20	4	17%	10	10	1	3	46%
农药	25	-42%	24	1	4%	14	10	0	1	56%
聚氨酯	9	-24%	9	0	0%	5	4	0	0	56%
氮肥	8	-47%	6	2	25%	0	6	1	1	13%
磷肥	3	99%	3	0	0%	3	0	0	0	100%
轮胎	8	72%	8	0	0%	6	2	0	0	75%
复合肥	7	-13%	7	0	0%	5	2	0	0	71%
纯碱	6	-52%	5	1	17%	1	4	0	1	17%
日用化学产品	10	42%	10	0	0%	6	4	0	0	60%
改性塑料	9	29%	9	0	0%	6	3	0	0	67%
纺织化学用品	9	22%	9	0	0%	6	3	0	0	67%
氟化工及制冷剂	5	-36%	5	0	0%	1	4	0	0	20%
玻纤	6	5%	6	0	0%	3	3	0	0	50%
民爆用品	12	19%	12	0	0%	9	3	0	0	75%
钾肥	4	109%	3	1	25%	2	1	1	0	75%
磷化工及磷酸盐	4	-4%	4	0	0%	3	1	0	0	75%
其他塑料制品	19	-103%	18	1	5%	8	10	0	1	42%
其他化学原料	8	-4%	7	1	13%	2	5	0	1	25%
石油贸易	4	72%	4	0	0%	3	1	0	0	75%
其他纤维	4	0%	4	0	0%	2	2	0	0	50%
涂料油漆油墨制造	14	19%	13	1	7%	10	3	0	1	71%
无机盐	7	16%	7	0	0%	4	3	0	0	57%
炭黑	3	-110%	2	1	33%	0	2	0	1	0%

	企业总数	行业净利同比	盈利企业	亏损企业	亏损面	盈利且增长	盈利且下滑	减亏	亏损增大	盈利增长企业比例
粘胶	4	-188%	2	2	50%	1	1	1	1	50%
其他橡胶制品	8	-1%	8	0	0%	6	2	0	0	75%
氨纶	2	-5%	2	0	0%	0	2	0	0	0%
维纶	1	100%	1	0	0%	1	0	0	0	100%
合成革	3	-60%	3	0	0%	2	1	0	0	67%

资料来源: Wind、平安证券研究所

2018年我们重点覆盖/关注的11家上市公司中,有6家业绩同比增长,5家业绩同比下滑。石油开采龙头标的中国石油净利同比增5%,中国石化业绩同比下滑25%;天然气相关标的新奥股份和蓝焰控股同比分别增长25%和1%,广汇能源同比下滑10%;涤纶以及民营大炼化相关标的恒力股份和桐昆股份同比分别增长114%和2%,而荣盛石化和新凤鸣同比降低6%和28%。烯烃/聚烯烃标的卫星石化业绩同比增长70%,万华化学(MDI和轻烃裂解龙头)业绩同比减少19%。这些上市公司中大约一半的业绩同比增长,一半业绩同比下滑,跟化工行业整体的盈利表现基本一致。

图表10 重点关注公司2019H1业绩表现

代码	名称	最新股价	EPS				PE				净利同比
		2019/9/3	2018A	2019E	2020E	2021E	2018A	2019E	2020E	2021E	2019H1
601857.SH	中国石油	6.16	0.29	0.35	0.39	0.44	25	17	16	14	5%
600028.SH	中国石化	5.02	0.52	0.52	0.55	0.56	8	10	9	9	-25%
600256.SH	广汇能源	3.34	0.26	0.33	0.42	0.52	14	10	8	6	-10%
000968.SZ	蓝焰控股	10.14	0.70	0.78	0.91	1.06	16	13	11	10	1%
600803.SH	新奥股份	9.38	1.07	1.24	1.36	1.52	10	8	7	6	25%
600346.SH	恒力石化	14.16	0.47	1.22	1.62	1.88	16	12	9	8	114%
002493.SZ	荣盛石化	10.86	0.26	0.47	0.95	1.17	29	23	11	9	-6%
603225.SH	新凤鸣	11.54	1.19	1.34	2.08	2.55	8	9	6	5	-28%
601233.SH	桐昆股份	12.13	1.16	1.51	1.92	2.25	6	8	6	5	2%
002648.SZ	卫星石化	13.02	0.88	1.26	1.55	2.47	12	10	8	5	70%
600309.SH	万华化学	44.90	3.38	3.71	4.33	5.11	6	12	10	9	-19%

备注:采用Wind一致预测

资料来源: Wind, 平安证券研究所

二、 重点关注的细分板块业绩汇总

2019年上半年国际原油价格同比下行但国内油气生产相较上年同期有所回暖;天然气需求增速有所下滑但仍然保持两位数的增长;涤纶行业虽然景气度下滑但恒力石化为代表的民营大炼化的投产给行业和相关企业带来积极的影响;烯烃和聚烯烃价格同比下跌,影响了上游环节的盈利,但也为下游的丙烯酸和改性塑料行业带来成本利好。

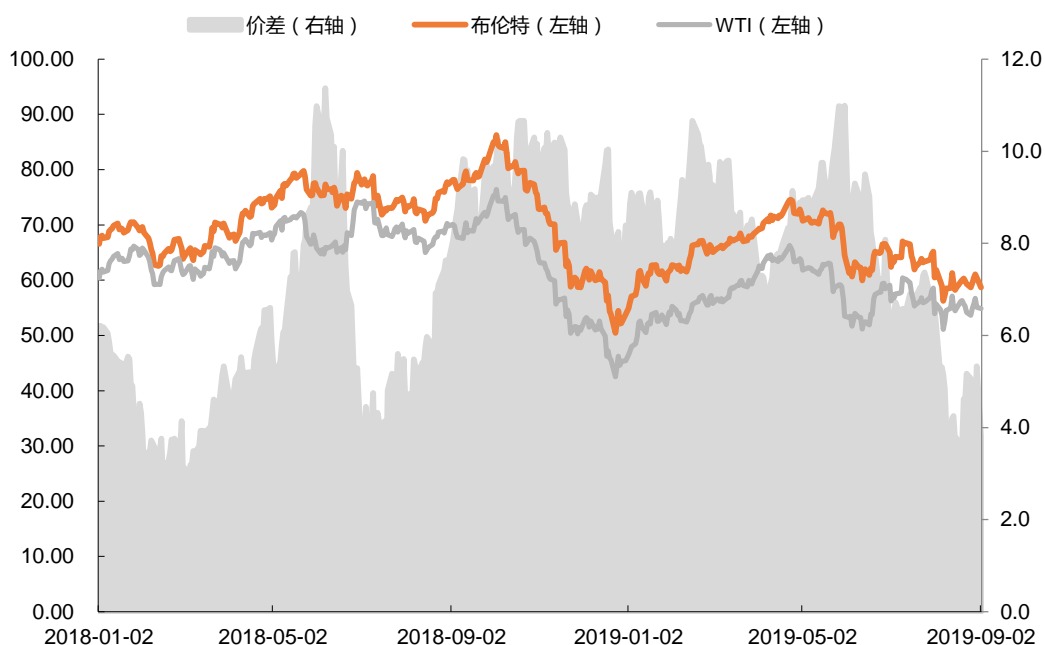
2.1 石油开采、贸易和加工: 油价同比下滑影响企业业绩

回顾一年半以来的国际油价,2018年前三季度国际油价在中东地缘政治局势趋紧、OPEC减产等因素影响下震荡上行,达到四年来的高点;但进入四季度,受特朗普政府打压、全球经济不景气、全

球股市持续低迷、页岩油增产等因素的影响下急剧下跌。全年来看，2018年的平均油价较2017年有了显著的上升。

2019年一月份以来国际原油价格开始强势反弹，2-4月份受到OPEC减产和美国页岩油增产等多种利多利空因素的影响，国际原油价格整体上涨但涨幅回落，4月底达到上半年的高点，布伦特期货一度接近75美元/桶。5月份之后，在中美贸易摩擦加剧、国际宏观经济景气度下降和美国页岩油产量持续增长的背景下，国际原油价格呈整体下行的趋势。2019年上半年国际原油均价同比下降，其中布伦特期货日均价格下降7.1%，WTI期货日均价格下降12.3%。

图表11 2018年以来国际原油价格（美元/桶）和跨区价差（美元/桶）



资料来源：WIND，平安证券研究所

油价的变动直接影响石油开采、石油加工和石油贸易的营收和盈利，整体来看，A股相关上市公司的业绩表现不甚理想，其中中国石化的勘探生产业务因为油气产销量增长而表现尚可，但权重最大的炼油板块毛利下滑11%以上，拖累了公司整体的业绩；中国石油的业绩表现与中国石化相比略有不同，虽然炼油和化工业务毛利同比下滑，但上游油气产销量的上升弥补了其他板块的亏损，上半年归母净利润略有增长。其他公司占板块权重较小，业绩出现分化，其中盈利同比增长的企业9家，同比下滑的企业7家。总体来看，油价的下跌给相关上市公司带来了负面影响，但部分上市公司通过产销量的提升取得了业绩的同比增长。

图表12 石油开采、石油加工和石油贸易板块上市公司业绩（亿元）及其同比（%）

代码	名称	子行业	营收 2019H1	营收 2018H1	营收同比	归母净利 2019H1	归母净利 2018H1	归母净利 同比	归母净利 增幅
600759.SH	洲际油气	石油开采Ⅲ	13.4	18.6	-27.7%	0.31	0.57	-46.4%	-0.26
600777.SH	新潮能源	石油开采Ⅲ	26.7	21.5	24.3%	3.71	2.41	53.7%	1.29
601857.SH	中国石油	石油开采Ⅲ	11962.6	11088.2	7.9%	284.20	270.86	4.9%	13.34
600759.SH	洲际油气	石油开采Ⅲ	13.4	18.6	-27.7%	0.31	0.57	-46.4%	-0.26

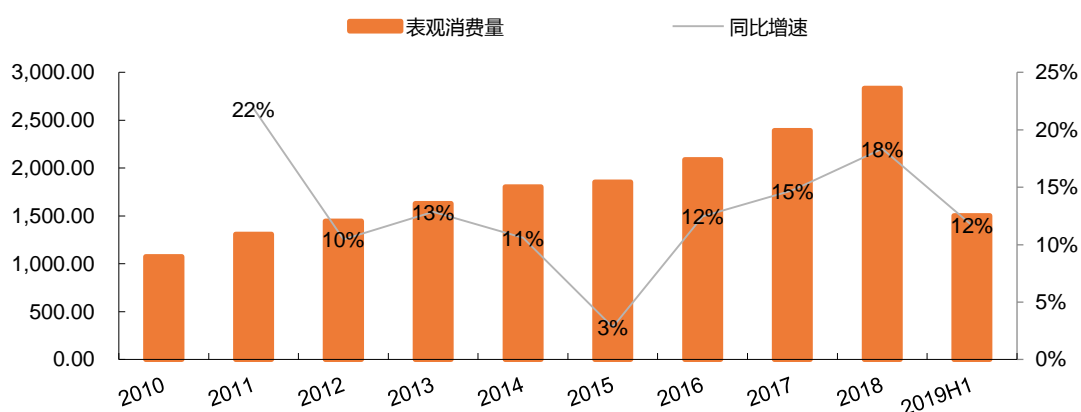
代码	名称	子行业	营收 2019H1	营收 2018H1	营收同比	归母净利 2019H1	归母净利 2018H1	归母净利 同比	归母净利 增幅
000059.SZ	华锦股份	石油加工	183.3	162.8	12.6%	5.38	7.63	-29.4%	-2.25
000637.SZ	茂化实华	石油加工	20.0	19.8	1.3%	0.84	0.23	259.3%	0.60
000698.SZ	沈阳化工	石油加工	48.8	46.9	4.2%	0.61	0.68	-10.0%	-0.07
000819.SZ	岳阳兴长	石油加工	7.8	9.7	-19.6%	0.27	0.25	6.1%	0.02
002221.SZ	东华能源	石油加工	258.2	212.3	21.6%	6.33	6.93	-8.7%	-0.60
002778.SZ	高科石化	石油加工	3.0	3.1	-2.9%	0.09	0.14	-39.7%	-0.06
300135.SZ	宝利国际	石油加工	8.6	7.2	18.9%	0.27	0.25	8.4%	0.02
600028.SH	中国石化	石油加工	14990.0	13002.5	15.3%	313.38	416.00	-24.7%	-102.62
600688.SH	上海石化	石油加工	519.9	521.9	-0.4%	11.37	35.24	-67.7%	-23.87
603798.SH	康普顿	石油加工	5.0	4.8	4.4%	0.68	0.59	14.2%	0.08
603906.SH	龙蟠科技	石油加工	8.3	6.8	21.1%	0.60	0.45	34.4%	0.15
000096.SZ	广聚能源	石油贸易	8.0	8.2	-2.7%	0.35	0.81	-56.0%	-0.45
000159.SZ	国际实业	石油贸易	1.7	3.2	-48.4%	0.11	-0.39	129.3%	0.51
000554.SZ	泰山石油	石油贸易	14.9	14.4	3.6%	0.01	0.01	36.9%	0.00
600387.SH	海越能源	石油贸易	68.7	102.8	-33.2%	4.13	2.27	82.5%	1.87

资料来源: Wind、平安证券研究所

2.2 天然气开采、储运和销售: 受益于国内需求高速增长和油气体制改革

受能源结构调整和环保等因素的影响, 过去几年中国的天然气需求呈现爆发式增长, 而国家出台的各项天然气政策更加速了这种增长; 同时天然气基础设施的日益完善为我国天然气市场的健康发展提供了储运保障。2019 上半年我国天然气表观消费量 1501.73 亿立方米, 同比增长 11.7%; 生产天然气 864 亿立方米, 同比增长 10.3%; 上半年天然气进口量为 4692 万吨, 累计增长 11.6%。

图表13 中国天然气表观消费量(左轴, 亿立方米)及其同比增速(右轴, %)



资料来源: WIND, 平安证券研究所

天然气市场的快速发展给了行业内相关企业很大的市场空间, 我们覆盖和关注的天然气企业总体表现优异, 即便盈利下滑的广汇能源和陕天然气, 其产销量也实现了同比增长, 但 LNG 价格的下跌或者管输价格的下跌拖累了这两家公司上半年的业绩。

图表14 天然气相关上市公司业绩(亿元)及其同比(%)

代码	名称	子行业	营收 2019H1	营收 2018H1	营收同比	归母净利 2019H1	归母净利 2018H1	归母净利 同比	归母净利 增幅
600803.SH	新奥股份	天然气	66.7	66.5	0.4%	8.8	7.1	25.3%	1.8
600256.SH	广汇能源	天然气	64.2	59.9	7.3%	7.8	8.7	-9.8%	-0.8
000968.SZ	蓝焰控股	天然气	9.9	10.0	-1.7%	3.3	3.3	1.3%	0.0
002267.SZ	陕天然气	天然气	51.5	42.9	20.1%	2.2	3.3	-32.0%	-1.0
603393.SH	新天然气	天然气	12.2	5.3	128.5%	1.6	1.0	52.1%	0.5
603689.SH	皖天然气	天然气	19.4	15.5	25.2%	1.2	0.9	32.1%	0.3

资料来源: Wind、平安证券研究所

2.3 聚酯化纤: 涤纶承压但 PTA 同比好转, 产业链利润下移

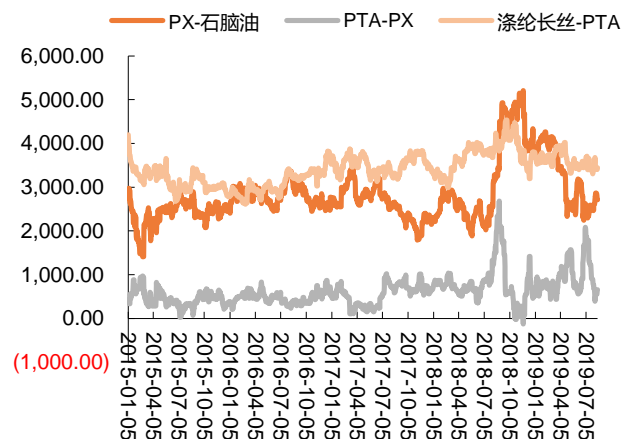
2019 年上半年涤纶行业面临的压力较大, 中美贸易摩擦使得纺织品和服装出口出现下滑, 涤纶长丝承压, 上半年下游织造的开工率呈波动下行的趋势, 坯布的库存目前已经达到 40 多天的高位。但 PTA 环节的利润有所好转, 主要是恒力石化为代表的民营大炼化的投产, 使得 PX 的供需面代替成本面成为价格变动的主要推手, PTA 原料成本压力缓解所致。

图表15 织造开工率(右轴, %)和库存(左轴, 天)



资料来源: 上市公司公告, 平安证券研究所

图表16 PTA 毛利同比大幅好转(元/吨)



资料来源: 上市公司公告, 平安证券研究所

涤纶行业 13 家上市公司中, 2019 年上半年均实现盈利, 同比来看, 7 家公司实现盈利同比增长, 6 家公司盈利同比下滑。几家龙头企业中, 恒力石化同比增长主要因为大炼化项目投产开始贡献业绩, 东方盛虹主要是因为炼化项目注入上市公司后的并表, 桐昆股份和恒逸石化 PTA 业务盈利良好, 整体业绩微增; 新凤鸣受长丝行业景气度下滑影响, 业绩同比下滑, 但下半年 PTA 装置即将投产有望为公司贡献新的盈利增长点; 荣盛石化业绩略降, 大炼化项目投产后预计业绩将有较大的增长。

图表17 涤纶板块上市公司业绩（亿元）及其同比（%）

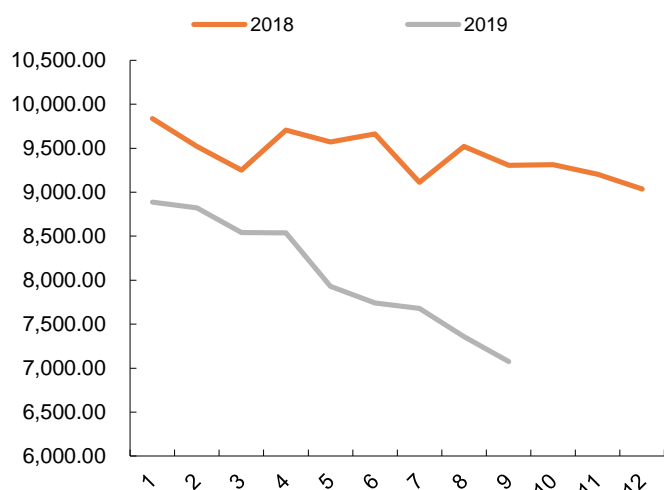
代码	名称	子行业	营收 2019H1	营收 2018H1	营收同比	归母净利 2019H1	归母净利 2018H1	归母净利 同比	归母净利 增幅
000301.SZ	东方盛虹	涤纶	122.97	4.81	2456.6%	7.96	0.70	1042.6%	7.27
000677.SZ	恒天海龙	涤纶	4.08	3.34	22.0%	0.03	0.02	31.7%	0.01
000703.SZ	恒逸石化	涤纶	417.29	397.82	4.9%	12.77	11.01	16.0%	1.76
000936.SZ	华西股份	涤纶	16.99	12.30	38.1%	3.35	0.98	241.8%	2.37
002015.SZ	协鑫能科	涤纶	50.60	2.08	2327.3%	2.68	0.01	46964.2%	2.68
002206.SZ	海利得	涤纶	19.91	17.63	12.9%	1.60	1.84	-12.8%	-0.24
002427.SZ	*ST 尤夫	涤纶	16.10	19.07	-15.6%	0.16	0.23	-32.9%	-0.08
002493.SZ	荣盛石化	涤纶	394.92	366.92	7.6%	10.46	11.14	-6.1%	-0.68
600346.SH	恒力石化	涤纶	423.33	264.52	60.0%	40.21	18.82	113.6%	21.39
600527.SH	江南高纤	涤纶	5.38	6.24	-13.8%	0.26	0.30	-13.0%	-0.04
601233.SH	桐昆股份	涤纶	246.33	186.76	31.9%	13.90	13.61	2.2%	0.29
603225.SH	新凤鸣	涤纶	163.29	144.07	13.3%	5.88	8.12	-27.6%	-2.24
603332.SH	苏州龙杰	涤纶	8.14	8.08	0.8%	0.75	0.76	-0.7%	-0.01

资料来源：Wind、平安证券研究所

2.4 烯烃/聚烯烃生产和加工：上下游一体化企业具有竞争优势

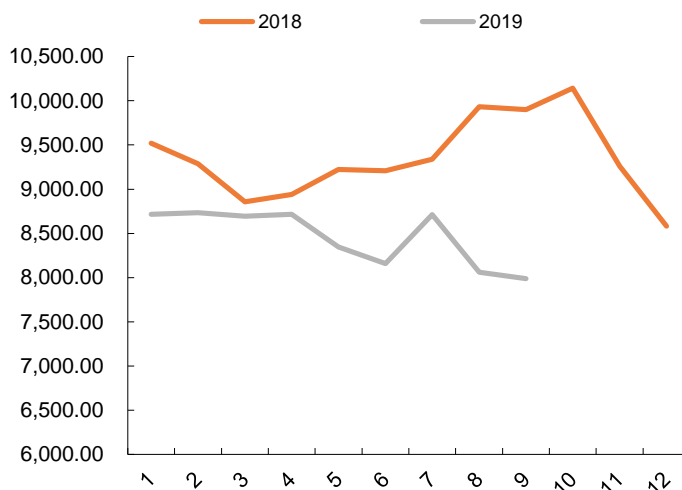
长期来看烯烃和聚烯烃的价格走势基本与国际原油价格走势保持一致，但短期来看供需和原料结构变化的影响不容忽视，2019年上半年随着国际原油价格的下跌，LLDPE和PP价格都呈现同比下跌的趋势，其中聚乙烯的下跌幅度大于聚丙烯，主要是因为全球烯烃原料轻质化，导致乙烯市场相对丙烯宽松，从而传导到聚乙烯和聚丙烯。价格的同比下跌影响了烯烃和聚烯烃企业的盈利，但是也缓解了下游产品（改性塑料、丙烯酸和丙烯酸酯）的成本压力。

图表18 LLDPE 期货月均价格（元/吨）



资料来源：上市公司公告，平安证券研究所

图表19 PP 期货月均价格（元/吨）



资料来源：上市公司公告，平安证券研究所

相关上市公司中，卫星石化的丙烷脱氢业务受丙烯和聚丙烯价格下跌影响，表现一般，但同时也降低了下游丙烯酸业务的成本，丙烯酸板块盈利大涨，业绩同比大涨 70%；碳四烯烃龙头齐翔腾达受甲乙酮和顺酐价格下跌影响，盈利出现下滑。金发科技既是改性塑料企业，又有上游丙烷脱氢业务，受益于原材料成本降低和收购海越 PDH 后的并表，盈利同比增长 45%；其余改性塑料企业，业绩大部分同比增长。长期来看，我们看好既有上游烯烃，又有下游烯烃衍生业务的上下游一体化的企业，此类企业能够抵御产品价格的波动，取得良好的盈利表现。

图表20 烯烃及聚烯烃相关上市公司业绩（亿元）及其同比（%）

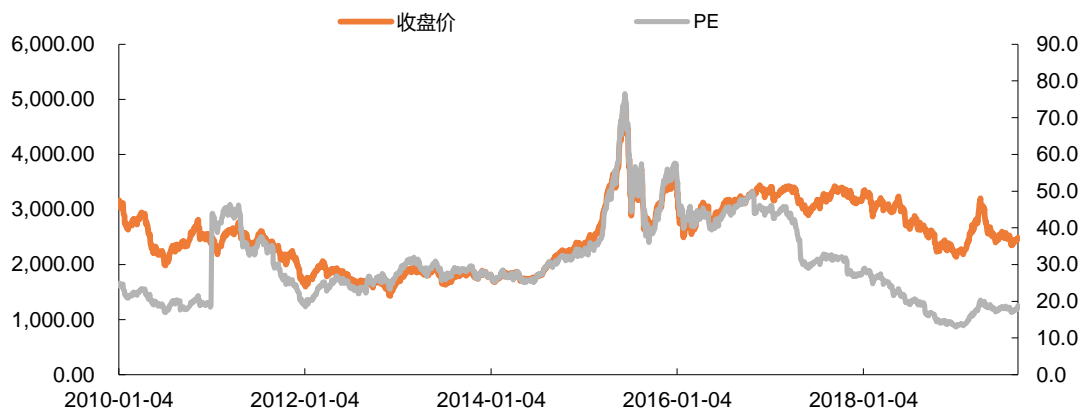
代码	名称	子行业	营收 2019H1	营收 2018H1	营收同比	归母净利 2019H1	归母净利 2018H1	归母净利 同比	归母净利 增幅
002648.SZ	卫星石化	烯烃/聚烯烃	51.60	43.59	18.4%	5.57	3.27	70.4%	2.30
002408.SZ	齐翔腾达	烯烃/聚烯烃	165.11	76.22	116.6%	3.54	5.05	-29.9%	-1.51
600143.SH	金发科技	改性塑料	123.42	119.58	3.2%	5.10	3.51	45.3%	1.59
002324.SZ	普利特	改性塑料	16.52	17.70	-6.7%	0.60	0.88	-32.1%	-0.28
002768.SZ	国恩股份	改性塑料	20.29	14.18	43.1%	1.68	1.24	35.2%	0.44
002838.SZ	道恩股份	改性塑料	12.99	5.35	142.7%	0.79	0.56	41.3%	0.23
002886.SZ	沃特股份	改性塑料	3.90	3.72	4.7%	0.17	0.18	-6.7%	-0.01
300221.SZ	银禧科技	改性塑料	7.58	12.00	-36.9%	0.62	0.41	51.8%	0.21
300538.SZ	同益股份	改性塑料	6.46	5.97	8.3%	0.16	0.16	3.6%	0.01
300644.SZ	南京聚隆	改性塑料	4.54	5.03	-9.8%	0.14	0.11	25.3%	0.03
300716.SZ	国立科技	改性塑料	8.74	5.00	74.9%	0.24	0.30	-22.2%	-0.07

资料来源：Wind、平安证券研究所

三、投资建议

化工板块的 300 多家上市公司中，2019 年上半年虽然大部分企业实现盈利，亏损面只有 6%，但同比来看，约有一半的上市公司出现业绩下滑。这也是目前 A 股化工板块价格被严重低估的原因之一。目前 A 股化工 PE 处于 2010 年以来的底部区间。

图表21 当前化工板块估值处于历史低位



资料来源：WIND，平安证券研究所

考虑到 2018 年下半年的油价整体高位运行，2019 年下半年油价大概率同比下跌，预计今年三季度和年报的业绩（整个行业）同比将呈下跌态势。所以我们建议关注化工子行业中结构性的投资机会，尤其关注基本面良好，业绩稳健、抗风险能力较强的上市公司。具体来看：

- 1) 国内天然气需求在天然气政策和煤改气工程的驱动下预计将继续高速增长，国家管道公司呼之欲出，将理顺目前的天然气储运体系。天然气领域从事生产、储运和销售的企业将迎来利好，推荐新奥股份（海外油气投资、煤制天然气），建议关注广汇能源（LNG）和蓝焰控股（非常规天然气）。
- 2) 民营大炼化代表了中国最先进的炼化技术，目前恒力石化 2000 万吨炼化一体化项目已经投产，荣盛石化一期 2000 万吨即将投产，二期 2000 万吨在建。随着民营大炼化的投产，炼化板块成为相关公司新的盈利增长点，同时行业的利润也将从上游 PX 逐渐往下游 PTA 和涤纶长丝转移。推荐恒力股份（炼油涤纶一体化）和新凤鸣（在建 PTA 的涤纶长丝龙头），建议关注荣盛石化（浙石化 4000 万吨炼化一体化项目主要投资方）。
- 3) 受油价弱势运行的影响，预计下半年烯烃价格将表现弱势，但这也减轻了烯烃下游产品的成本压力，我们看好既有上游烯烃业务又有下游烯烃衍生物业务的卫星石化和万华化学，卫星石化在建乙烷裂解制烯烃同时配套下游高附加值产品，万华化学从传统的聚氨酯企业逐渐扩张为横跨多条产业链的化工航母。推荐卫星石化，建议关注万华化学。

四、风险提示

- 1) **宏观经济波动风险：**石油石化行业是国民经济的基础行业，产品应用在汽车、建筑、电子电器、医疗卫生、日用品等各个领域，因此石化行业的需求增长跟 GDP 等宏观指标有紧密的联系，宏观经济增速回落会导致石化产品需求增长不及预期。
- 2) **油价和原材料剧烈波动风险：**石化产品的成本和价格跟油价/原材料价格关系极为紧密，油价/原材料价格的剧烈波动会导致厂家成本管理和产品定价上极为困难，影响行业盈利水平。
- 3) **项目建设进度不及预期：**油气开发储运项目、LNG 工厂、民营大炼化和乙烷裂解项目进度受产品和原料市场环境、项目融资、工程管理等多方因素影响，不排除项目进展不及预期的风险。
- 4) **装置不可抗力：**石油化工装置的稳定运行对原料和产品市场的健康运行极为重要，不可抗力因素可在极短的时间内导致供需失衡，造成原料成本或者产品价格的剧烈波动。
- 5) **环保因素：**近两年来日益趋严的环保政策和环保督查使得众多中小企业停产或者减产，影响了行业内相关公司的生存和盈利。

平安证券研究所投资评级:

股票投资评级:

- 强烈推荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 20% 以上)
- 推 荐 (预计 6 个月内, 股价表现强于沪深 300 指数 10% 至 20% 之间)
- 中 性 (预计 6 个月内, 股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10%$ 之间)
- 回 避 (预计 6 个月内, 股价表现弱于沪深 300 指数 10% 以上)

行业投资评级:

- 强于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现强于沪深 300 指数 5% 以上)
- 中 性 (预计 6 个月内, 行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5%$ 之间)
- 弱于大市 (预计 6 个月内, 行业指数表现弱于沪深 300 指数 5% 以上)

公司声明及风险提示:

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认:本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品,为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考,双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户,并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的,本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能,也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险,投资需谨慎。

免责条款:

此报告旨在发给平安证券股份有限公司(以下简称“平安证券”)的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准,不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠,但平安证券不能担保其准确性或完整性,报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价,报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任,除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断,可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问,此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2019 版权所有。保留一切权利。



平安证券
PING AN SECURITIES

平安证券研究所

电话: 4008866338

深圳

深圳市福田区益田路 5033 号平安金融
融中心 62 楼
邮编: 518033

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编: 200120
传真: (021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编: 100033