

# 盈利能力回落，资本开支趋缓，关注龙头和维生素 E 等细分子行业

## ——基础化工行业 2019 年中报总结

行业动态

### ◆整体营收规模增长放缓，但盈利能力仍维持较强韧性

2019 年上半年化工行业事故频发，环保和安全生产约束下供给端仍然承压，但成本端原油价格环比回落，需求端受贸易摩擦等逆全球化事件影响，下游汽车等终端消费依旧低迷，直接出口也承受较大压力，化工行业景气下行，大宗化学品价格同比大幅回落。行业合计营收 6645.0 亿元，同比下降 0.62%，实现归母净利润 488.8 亿元，同比下滑 14.0%，净利率 7.78%，仍处于 2015 年以来较高水平，显示行业经历供给侧改革之后盈利能力仍维持较强韧性。

### ◆营运能力仍保持稳定，资产负债表修复到位，资本开支力度减弱

2019 年上半年需求端的低迷带动生产企业进入累库存阶段，化工行业整体存货周转天数和应收账款周转天数同比上升，但仍远低于 15-16 年的水平，行业经营性现金流与投资性现金流基本匹配，行业营运能力在周期底部经受住了考验，行业资产端和负债端趋于稳定，50.8% 的负债率同比保持稳定。1H19 年行业资本支出达 512.5 亿元，同比增长 17.6%，但环比下滑 10.3%，其中农用化工行业自 2015 年以来第一次资本开支低于资产折旧摊销。我们认为随着上一轮补库存周期的结束，上半年化工行业单位杠杆资产的盈利能力回落明显，产能扩张已经迎来向下拐点。

### ◆关注供需格局优化的细分子行业

1) 维生素 E 重新走向寡头垄断格局：2019 年初 DSM 和能特科技签订合作框架协议，交易完成后 VE 行业将重回 DSM、BASF、浙江医药、新和成四家寡头垄断格局，新一轮超级周期有望出现。2) 萤石整合加速，氟化工继续景气上行：长期的无序开采导致了国内萤石行业优质资源减少和开采成本上升。近两年环保趋严下劣质产能退出，行业整合升级加速，供给端持续趋紧叠加需求端氢氟酸和氟化铝稳定增长，萤石和氟化工景气度有望长期上行。

◆投资建议：全国化工安全生产整治接力环保约束，供给侧改革仍在延续，需求端不确定性之下建议关注奠定竞争优势的优质白马万华化学、华鲁恒升、鲁西化工、龙鳞佰利、新安股份和中泰化学等；格局优化的细分子行业：氟化工关注金石资源和巨化股份等；成长股关注晶瑞股份、江化微、国瓷材料和万润股份等；农药关注扬农化工、长青股份、先达股份等；染料关注闰土股份等；维生素关注浙江医药和新和成等；其他关注中欣氟材等。

◆风险分析：安全生产整治力度对化工行业的影响不及预期；原油价格大幅波动的风险；宏观经济下滑和国际贸易环境风险；产业政策不及预期。

## 增持（维持）

### 分析师

赵启超（执业证书编号：S0930518050002）  
010-58452072

[zhaogc@ebsecn.com](mailto:zhaogc@ebsecn.com)

裴孝锋（执业证书编号：S0930517050001）  
021-52523535

[qiuxf@ebsecn.com](mailto:qiuxf@ebsecn.com)

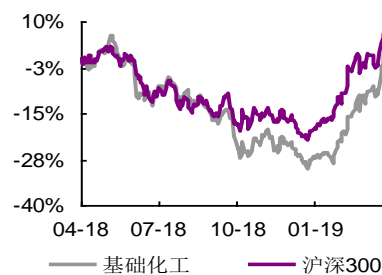
陈冠雄（执业证书编号：S0930517080003）  
021-52523810

[chenguanxiong@ebsecn.com](mailto:chenguanxiong@ebsecn.com)

肖亚平（执业证书编号：S0930519050006）  
021-52523809

[xiaoyaping@ebsecn.com](mailto:xiaoyaping@ebsecn.com)

行业与上证指数对比图



◆ 资料来源：Wind

## 目 录

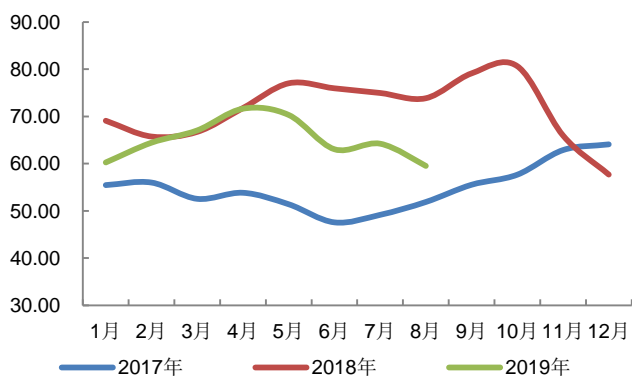
1、 受外部环境不确定性影响，化工行业整体营收规模增长放缓 .....	3
1.1、 成本端：原油价格同比下滑明显，国内煤炭市场价格同比持平 .....	3
1.2、 供给端：固定资产投资完成额趋稳，安全和环保仍是长期影响变量 .....	3
1.3、 需求端：制造业数据承压，需求仍待改善 .....	4
1.4、 行业景气下行，化工品价格承压 .....	6
1.5、 上半年行业整体营业收入增速同比放缓 .....	7
2、 盈利能力回落，但仍维持一定韧性 .....	8
2.1、 毛利率：受行业景气下行拖累，但仍显著高于 15-16 年水平 .....	8
2.2、 期间费用率：行业整体略有提升，合成纤维及树脂行业同比上升明显 .....	9
2.3、 净利润：行业整体大幅下滑，龙头公司盈利能力仍有较大韧性 .....	10
2.4、 销售净利率：行业整体继续回落，合成纤维及树脂逆势上行 .....	12
2.5、 净资产收益率：年化 ROE 同比下滑至 10.37%，仍与 1H17 持平 .....	13
3、 营运能力仍保持稳定，资本开支力度减弱，资产负债表修复到位 .....	14
3.1、 上半年存货周转天数和应收账款周转天数均同比增加 .....	14
3.2、 经营性净现金流同比大幅增长 .....	16
3.3、 资本开支环比回落 .....	16
3.4、 资产负债表修复到位 .....	19
4、 投资建议 .....	20
5、 风险分析 .....	20

## 1、受外部环境不确定性影响，化工行业整体营收规模增长放缓

### 1.1、成本端：原油价格同比下滑明显，国内煤炭市场价格同比持平

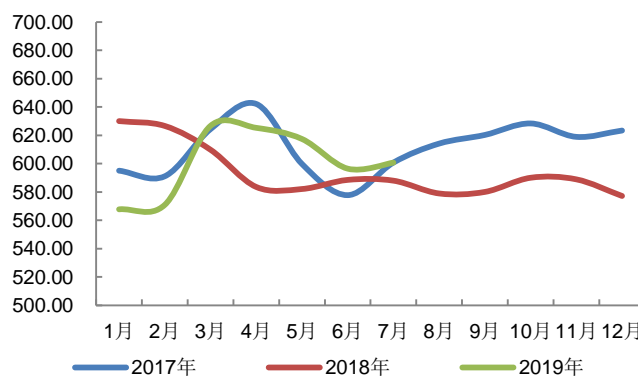
2019年上半年，国际原油背离了传统意义上的淡旺季，一季度受美伊关系紧张以及 OPEC 积极维护减产协议影响，布伦特原油价格持续走高，一季度均价 63.90 美元/桶，同比基本持平；二季度后受美国引发的全球贸易紧张影响，全球的经济增长预期承受较大压力，避险情绪升温下原油价格受到大幅冲击，季度均价 68.3 美元/桶，大大低于 2018 年同期的 74.9 美元/桶，目前布油价格约 60 美元/桶。与原油相比，国内煤炭价格同比保持稳定，2019 年上半年秦皇岛 5500 大卡动力煤均价 600.7 元/吨，与 2018 年上半年 603.4 元/吨的价格基本持平。

图 1：布伦特原油期货结算价月度均价（美元/桶）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 2：秦皇岛动力煤 Q5500 月度均价（元/吨）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

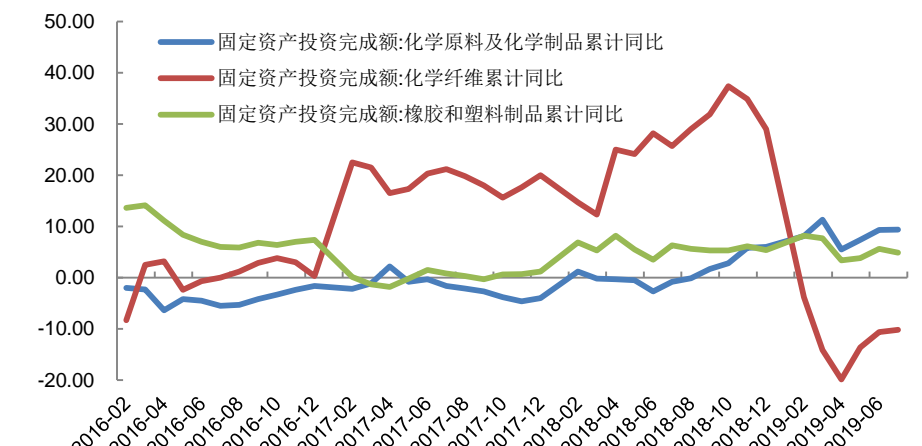
### 1.2、供给端：固定资产投资完成额趋稳，安全和环保仍是长期影响变量

2019 年初至今，江苏和山东等省份化工行业安全事故频发。3 月 21 日江苏响水县天嘉宜化工厂发生特大的爆炸事故之后，4 月 27 日江苏省委、省政府办公厅正式通知《江苏省化工产业安全环保整治提升方案》获审议通过。《方案》提出整治提升的总体目标在于深入推进供给侧结构性改革，将综合运用法治化和市场化手段，依法依规推进，建设符合产业发展规律、循环发展和产业链完善的绿色安全、现代高端化工产业。后续来看，随着环保税的推行，环保因素对化工行业供给侧改革的影响将趋于制度化和常态化，而在安全生产整治方面，虽然过去两年山东和江苏等地动作频频，退城入园和园区的重新认定工作也一直在推进之中，未来安全将与环保同样成为影响未来化工行业供给端的常态变量。

2016 年后国内化工行业剔除炼化和化纤行业之后的整体资产规模的净增长幅度相比 2010-2015 年大幅下降，且基本上全部为安全环保合规的上市公司所贡献。而从 2019 年上半年来看，化学纤维制造业固定资产投资经过

过去两年的持续增长之后开始大幅下滑，截至期末的固定资产投资完成额累计增速-10.60%，同比下滑 38.80pct；橡胶和塑料制造业累计增速 5.60%，同比上升 2.10pct；而投资规模最大的化学原料及化学制品制造业累计增速 9.30%，同比上升 12.00pct，但观察中信基础化工行业的资本开支/折旧摊销的比值开始回落，我们认为化工行业的产能投放周期开始拐点向下。

图 3：化工子行业固定资产投资完成额累计同比 (%)

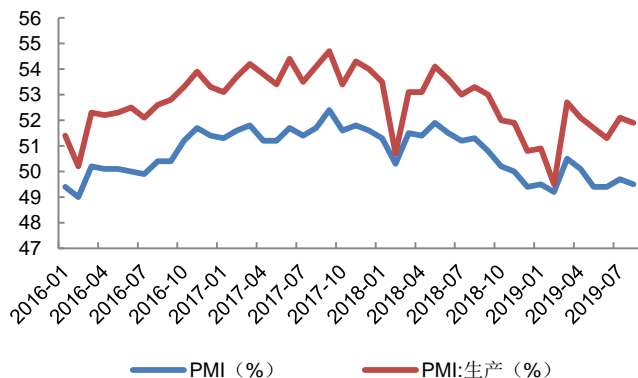


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

### 1.3、需求端：制造业数据承压，需求仍待改善

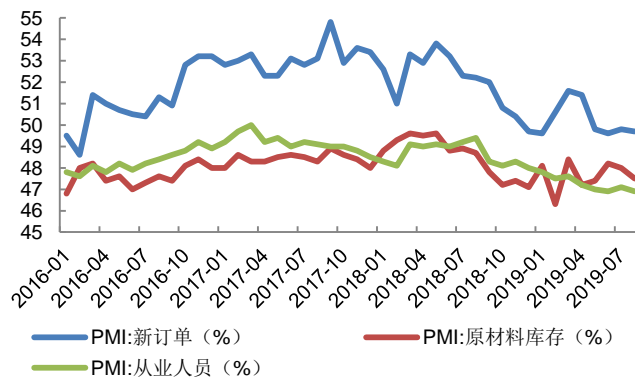
化学品与钢铁和有色金属为制造业最重要的原材料之一，下游的主要终端应用领域为建筑材料、汽车、电子材料、家用器具、农业生产材料和能源领域等。大部分化学品全球流通定价，而中国是全球最大的化学品消费市场 and 最大的化学品出口国，2019 年逆全球化事件加剧，英国脱欧和中美贸易摩擦等加剧了全球宏观经济的不确定性，而国内化工行业的需求端承受了较大的压力。尽管上半年国内受益于社融大幅增加和财政支出节奏提前等因素，经济短期阶段性企稳；但从制造业数据来看，作为中上游的化工行业仍承受较大压力，国家统计局数据显示 6 月份 PMI 为 49.4%，新订单指数为 49.6%，原材料库存指数为 48.2%，从业人员指数为 46.9%，均位于临界点之下，表明从订货量、库存消耗和用工景气度来看仍处于较低景气区间。

图 4：PMI 和生产指数



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

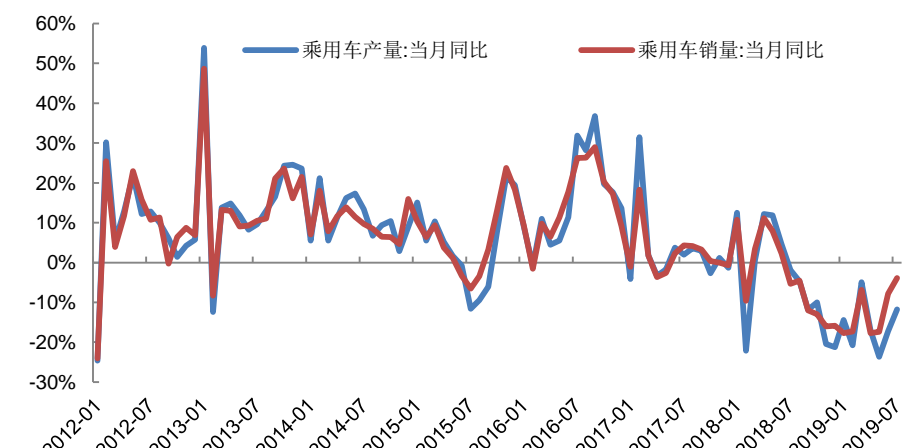
图 5：新订单、原材料库存和从业人员指数



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

而从下游终端商品零售来看化工行业的整体需求仍然偏弱。汽车方面受购置税优惠政策结束等因素影响，2019年上半年,我国汽车产销分别完成1213.2万辆和1232.3万辆,同比分别下降13.7%和12.4%,而从经销商库存系数来看,目前仍处在近几年的同期高位水平,汽车产销的下滑对上游改性塑料、聚氨酯、涂料等需求造成了一定影响。

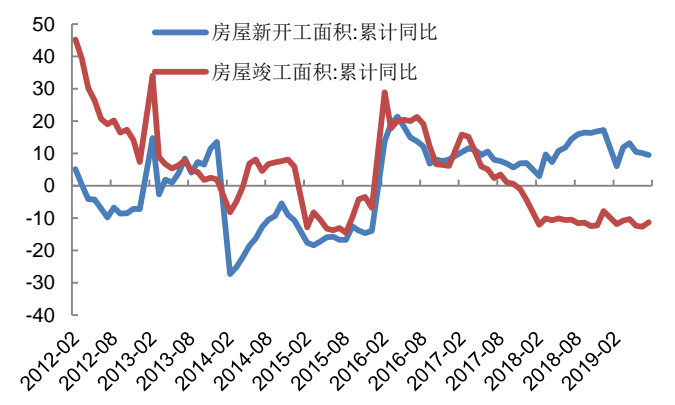
图 6: 国内汽车产量和销量同比变化 (%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

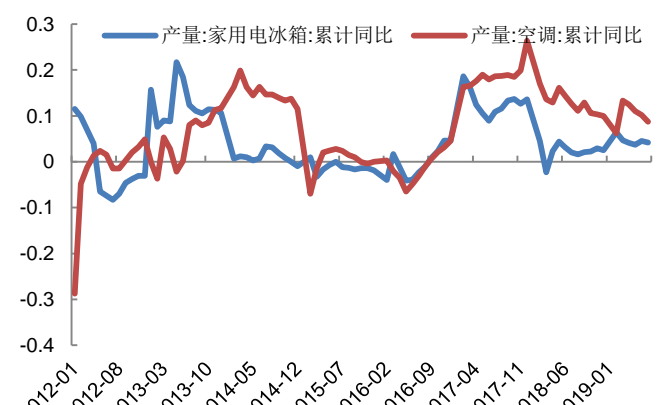
2018年下半年地产新开工持续超预期高增长,基于房地产新开工向竣工端传导的逻辑成为房地产后周期品种需求企稳回暖的重要支撑。我们观察2019年初至今尽管地产新开工面积与竣工面积的剪刀差持续收窄修复,但主要原因来自于土地成交下滑导致的新开工面积的增速下降,而从地产竣工面积来看仍维持较大幅度的负增长。随着后续资金回笼进度加快和商品房库存有望进一步消化并刺激竣工面积增速回暖,或对竣工端化工品产品产生拉动作用。从冰箱和空调的数据来看,2019年上半年冰箱产量增速基本稳定,截至6月的累计产量增速为4.5%,同比上升1.4pct,而空调产量数据下滑明显,截至6月的累计产量增速为10.2%,同比下滑4.2pct,我们期待房地产后周期逻辑的验证。

图 7: 地产新开工增速下滑, 竣工仍维持负增长 (%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 8: 冰箱和空调产量同比变化 (%)



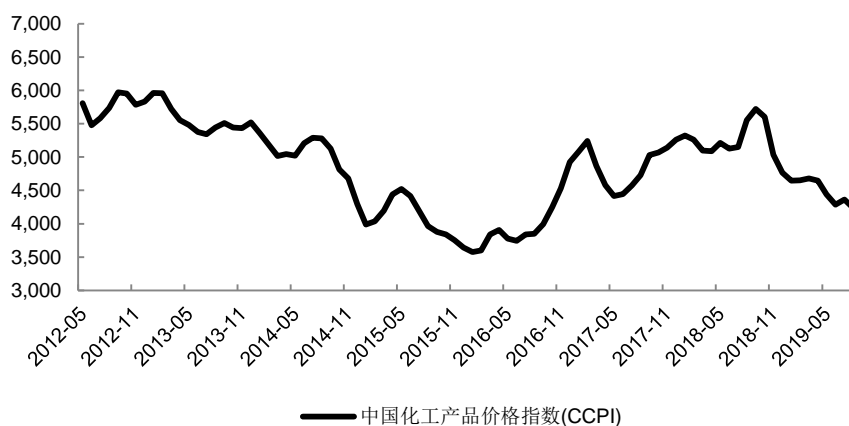
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理



## 1.4、行业景气下行，化工品价格承压

2018 年四季度以来成本端油价高位回落，下游需求转弱叠加贸易摩擦带给出口端的不利影响，化工行业景气度回落，2019 上半年多数化工产品价格同比下跌。化工在线发布的中国化工产品价格指数 CCPI 显示 19 年 1-3 月化工品价格短期企稳之后，在二季度进入新一轮的下行通道。而在我们跟踪的 149 个主要化工产品中，仅有 32 个品种同比上涨；有 115 个品种同比下跌，且有 36 个品种下跌幅度超过 20%。

图 9：中国化工产品价格指数 (CCPI)



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

表 1：2019 上半年化工品价格同比涨跌幅统计

	1H19 同比		1H19 同比		1H19 同比		1H19 同比		1H19 同比
泛酸钙	67.8%	PVC	0.3%	顺丁橡胶	-6.3%	苯酚	-14.2%	顺酐	-23.5%
H 酸	59.6%	轻质纯碱	0.2%	涤纶 POY	-6.6%	甲醛	-14.4%	甲醇	-23.5%
EDC	55.1%	染料:活性翠蓝	0.0%	布伦特原油	-7.0%	丙烯 (韩国)	-14.6%	烧碱	-24.1%
原盐	35.1%	染料:活性黑	0.0%	蛋氨酸	-7.5%	双酚 A	-14.7%	百草枯	-25.4%
染料:分散黑	31.3%	粘胶长丝	-0.1%	丁腈橡胶	-8.1%	锦纶 DTY	-14.7%	草铵膦	-26.0%
磷矿石	22.4%	尿素	-0.3%	二甲苯	-8.1%	炭黑	-14.9%	乙烯	-28.0%
烟酸:国产	20.0%	PA66	-0.7%	HF	-8.4%	国际石脑油	-15.0%	肌醇 98%	-28.1%
硫酸	15.4%	黄磷	-0.9%	辛醇	-8.7%	软泡聚醚	-15.6%	己二酸	-28.1%
氯化钾	14.8%	液化气	-1.3%	丙烷	-8.8%	吡虫啉	-15.8%	纯苯	-28.4%
萤石 (97%)	14.4%	2-氯-5-氯甲基吡啶	-1.3%	动力煤	-8.8%	锂电电解液	-15.9%	丁二烯	-28.8%
毒死蜱	14.2%	醋酸乙烯	-2.3%	莠去津	-8.9%	己内酰胺	-16.1%	醋酸酐	-29.6%
2.4D	14.1%	草甘膦	-2.5%	三氯吡啶醇钠	-9.4%	PTMEG	-16.1%	纯 MDI	-29.6%
尿素	10.7%	乙基氯化物	-2.6%	甲苯	-10.0%	环氧丙烷	-16.2%	聚合 MDI	-36.0%
PTA	10.7%	硝酸铵 (工业)	-2.6%	丙烯	-10.1%	锦纶 POY	-16.2%	MEG	-36.3%
染料:分散蓝	10.4%	电石	-2.7%	LDPE	-10.2%	HDPE	-16.3%	PC	-37.7%
百菌清	10.0%	R134a	-3.2%	PS	-10.3%	金属硅	-16.6%	DMC	-38.9%
px	8.8%	PP	-3.4%	氨纶 40D	-10.5%	二甲醚	-17.0%	醋酸	-39.0%
磷矿石	8.1%	硝酸	-3.7%	正丁醇	-10.7%	PA6	-17.7%	色氨酸国产	-40.1%
阿维菌素	7.8%	磷酸二铵	-3.9%	钛白粉	-10.9%	锦纶切片	-17.7%	氯化胆碱	-40.4%
磷酸一铵	7.3%	氯化铝	-4.1%	丁苯橡胶	-11.4%	锦纶 FDY	-18.0%	维生素 E	-42.8%
氯化钾	7.0%	煤焦油	-4.3%	纯吡啶	-11.7%	冰晶石	-18.2%	苯胺	-46.1%
重质纯碱	5.4%	麦草畏	-4.5%	硬泡聚醚	-11.8%	苏氨酸	-19.0%	维生素 C	-50.3%
磷酸二铵	5.2%	涤纶短丝	-4.6%	国际汽油	-12.2%	丁酮	-19.8%	生物素	-50.6%

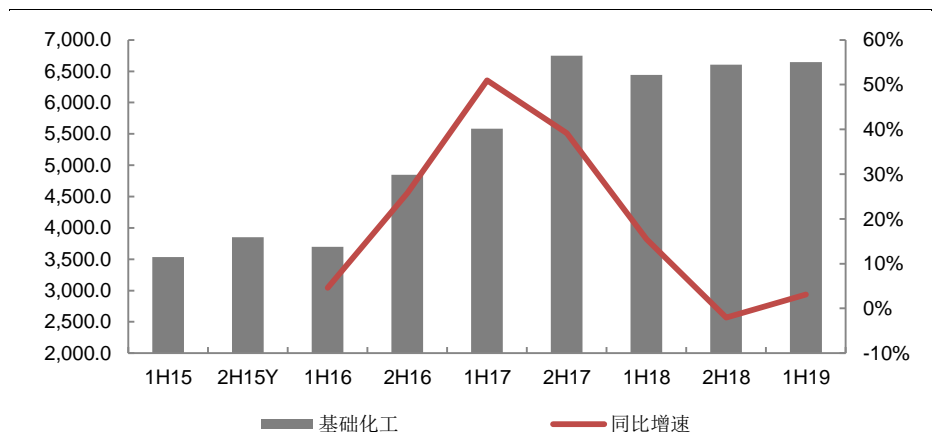
丙烯酸	3.6%	天然气	-4.7%	维生素 K3	-13.1%	环己酮	-20.0%	维生素 B12	-51.8%
合成氨	2.9%	涤纶 FDY	-4.8%	赖氨酸	-13.6%	ABS	-20.1%	维生素 B1	-56.0%
合成氨	2.9%	二氯甲烷	-4.9%	丁二烯	-13.6%	BDO	-20.4%	TDI	-57.8%
R22	1.6%	化工甘氨酸	-5.5%	粘胶短纤	-13.8%	维生素 D3	-21.2%	维生素 B6:	-59.3%
三氯乙烯	1.3%	PET 切片	-5.6%	硫磺	-13.9%	DMF	-22.4%	维生素 B2	-59.8%
天然橡胶	1.0%	国际柴油	-5.8%	丁烷	-13.9%	三聚氰胺	-22.6%	维生素 A	-64.2%
PVA	0.5%	腈纶短纤	-6.0%	丙烯腈	-14.1%	苯乙烯	-23.0%		

资料来源：WIND，Baiinfo，卓创资讯等，光大证券研究所整理

## 1.5、上半年行业整体营业收入增速同比放缓

2019 年上半年中信基础化工行业上市公司合计实现营业收入 6645.0 亿元，同比下降 0.62%；2017 和 2018 年是化工行业较为景气的两年，而基于 2018 年同期较高的基数，盈利方面 2019 年上半年基础化工行业实现营业利润 666.0 亿元，同比下滑 22.93%；期间费用率有所提升，同比上升了 1.39 个百分点至 13.0%；实现归属母公司所有者净利润为 488.8 亿元，同比下滑 14.0%；行业整体销售净利率为 7.78%，同比 2018 年上半年回落 1.72pct，但仍处于 2015 年以来较高水平。尽管目前大部分化工品的价格价差已处于历史较低水平，但整体来看，基础化工行业经历了过去三年的供给侧结构性改革之后，龙头企业产业转型升级效果显著，盈利能力在行业底部仍维持了较强的韧性。

图 10：中信基础化工营业收入（亿元）及同比增速

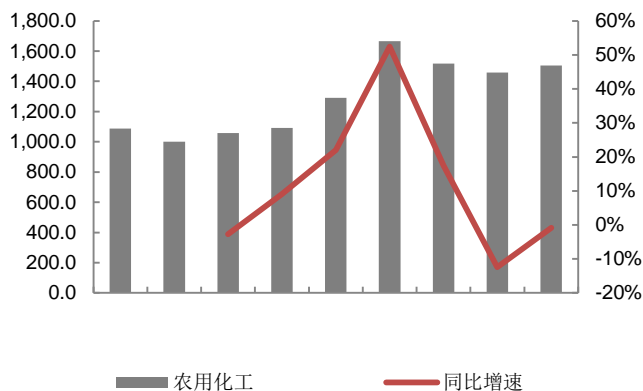


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

**分行业来看，农用化工：**受益于单质肥和农药价格景气维持，2019 年上半年农用化工营收基本维持稳定，合计实现营业收入 1504.6 亿元，同比仅下降 2.52%；但受单质肥和中间体等原料成本上涨影响，行业实现营业利润 145.8 亿元，同比下滑 35.96%，其中合计归母净利 92.5 亿元，同比下滑 31.8%。行业整体销售净利率为 6.39%，同比 2018 年上半年回落 3.03pct。**合成纤维与树脂：**合计实现营业收入 420.6 亿元，同比增长 7.05%，实现营业利润 54.9 亿元，同比增长 32.57%，实现归属母公司所有者净利润为 45.5 亿元，同比增长 12.2%。行业整体销售净利率为 11.53%，同比 2018 年上半年上升 5.30pct。**化学原料：**合计实现营业收入 2471.3 亿元，同比增长 4.74%，实现营业利润 241.55 亿元，同比下滑 35.37%，实现归属母公司所有者净利润为 172.0 亿元，同比下滑 22.0%。行业整体销售净利率为 7.35%，

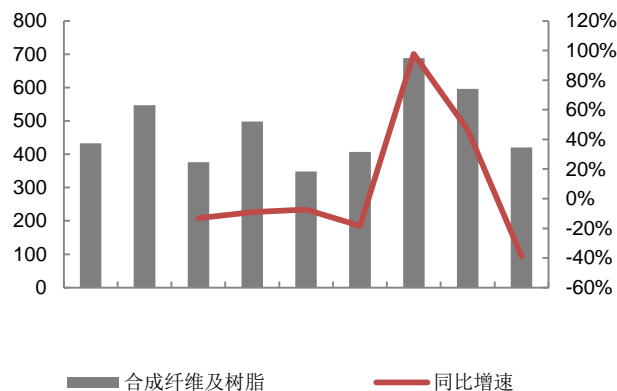
同比 2018 年上半年回落 3.54pct。化学制品：合计实现营业收入 2248.6 亿元，同比下降 5.96%，实现营业利润 223.75 亿元，同比下滑 5.25%，实现归属母公司所有者净利润为 178.9 亿元，同比增长 4.4%。行业整体销售净利率为 8.50%，同比 2018 年上半年回落 0.66pct。

图 11: 农用化工营业收入(亿元)及同比增速(%)



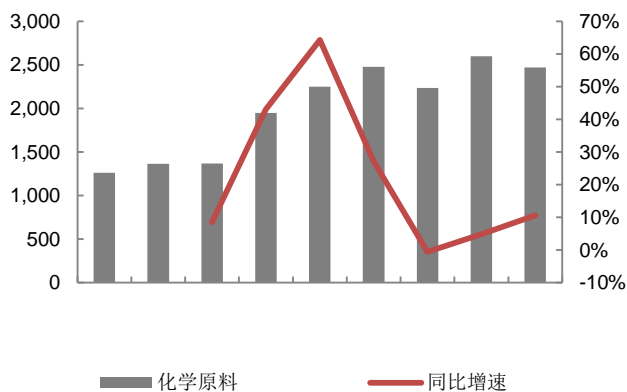
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 12: 合成纤维及树脂营业收入(亿元)及同比增速(%)



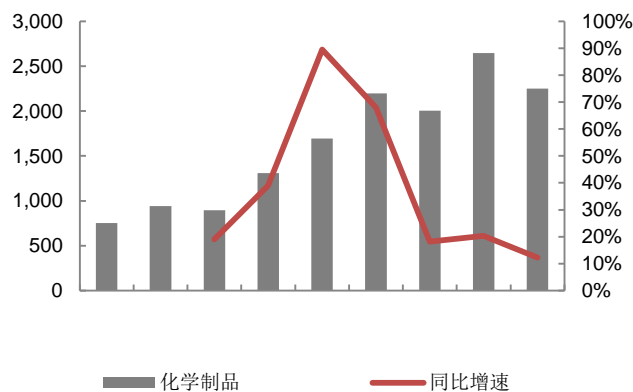
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 13: 化学原料营业收入(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 14: 化学制品营业收入(亿元)及同比增速(%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

## 2、盈利能力回落，但仍维持一定韧性

### 2.1、毛利率：受行业景气下行拖累，但仍显著高于 15-16 年水平

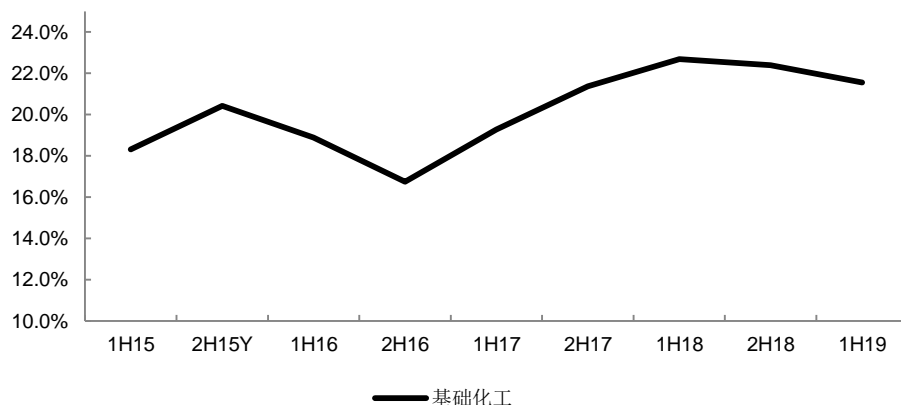
2019 年上半年基础化工行业上市公司产销规模稳中有升，但上游原料价格持续下行和下游需求转差，带动化工产品价格整体走弱，导致营业收入同比基本维持稳定，而同期营业成本降幅小于营业收入，行业整体毛利率同比下滑 1.12pct 至 21.6%，虽然从 2017 年 24.7% 的高位持续下滑，但目前基础化工行业的毛利率仍显著高于 2015 年和 2016 年的水平。根据我们的跟踪，目前大部分大宗化工品的价差已经处于历史较低位水平，但从毛利率观察，化工行业盈利能力仍有较大韧性，我们判断原因来自于行业经过过去三年的供给侧结构性改革，化工上市公司作为各细分子行业的龙头，一方面在行业趋于更加集中的情况下，议价能力有所提升；另一方面在环保和安监日趋严格的情况下，规模效应所带来的成本优势相对行业边际产能更加明显；



此外这些龙头企业经历了新一轮的资本开支之后，产业转型升级效果显著，已经建立起更加宽厚的护城河。

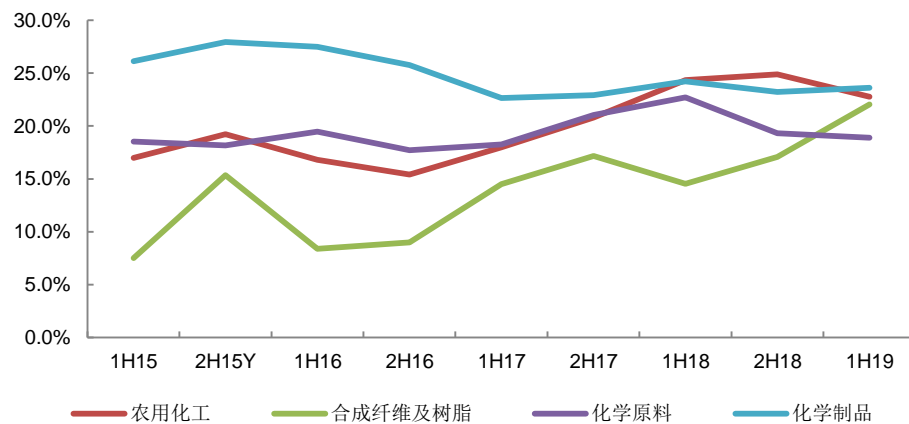
分子行业看，农用化工的毛利率同比下滑 1.58pct 至 22.7%；合成纤维及树脂的毛利率同比上升 7.52pct 至 22.0%，我们分析主要原因来自于权重股宝丰能源被纳入树脂子行业之后，较高的盈利能力对整体利润率的大幅拉升；化学原料的毛利率同比下滑 3.83pct 至 18.9；化学制品的毛利率同比下滑 0.59pct 至 23.6%。

图 15：中信基础化工毛利率变化 (%)



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 16：中信基础化工二级子行业毛利率变化 (%)



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

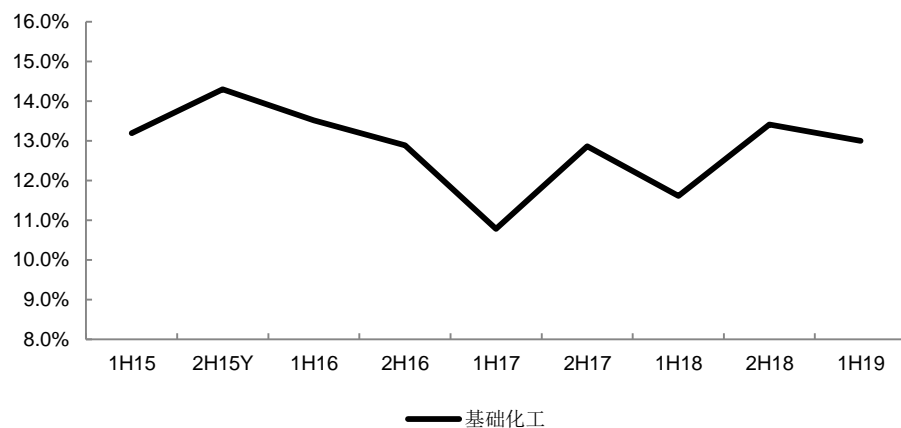
## 2.2、期间费用率：行业整体略有提升，合成纤维及树脂行业同比上升明显

从成本控制方面来看，2019 年上半年基础化工行业期间费用率同比上升了 1.39 个百分点至 13%，其中销售费用率同比上升 0.35pct 至 4.53%，财务费用率同比上升 0.25pct 至 2.27%。我们判断期间费用率上升的主要原因来自于产品跌价导致个体企业营收体量的下滑。

分子行业来看，农用化工期间费用率同比上升 1.65pct 至 14.8%，其中销售费用率同比上升 0.49pct 至 5.66%，财务费用率同比上升 0.40pct 至 3.06%；合成纤维及树脂行业期间费用率同比上升 3.77pct 至 11.4%，我们

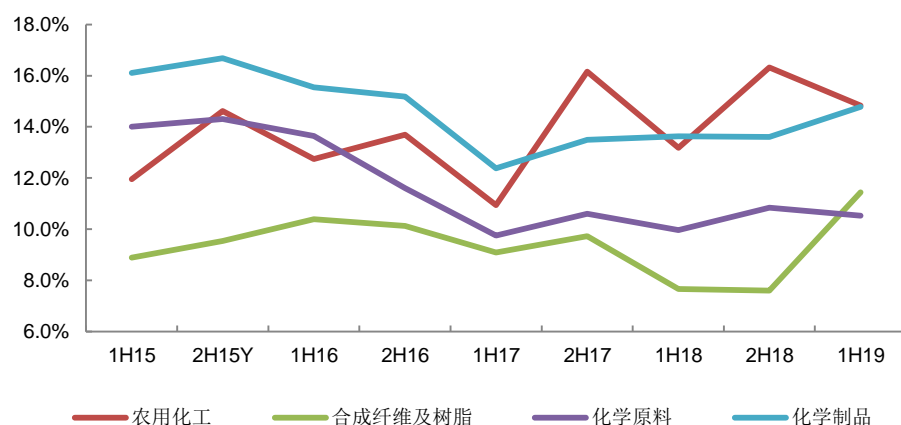
判断主要原因是权重股宝丰能源被纳入该子行业之后，对期间费用率的大幅拉升，其中销售费用率同比上升 0.75pct 至 2.56%，财务费用率同比上升 0.96pct 至 3.19%；化学原料行业期间费用率同比上升 0.58pct 至 10.5%，其中销售费用率同比上升 0.23pct 至 3.75%，财务费用率同比上升 0.08pct 至 2.14%；化学制品行业期间费用率同比上升 1.16pct 至 14.8%，其中销售费用率同比下滑 0.03pct 至 5.05%，财务费用率同比上升 0.29pct 至 1.72%。

图 17：中信基础化工行业期间费用率变化



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 18：中信基础化工二级子行业期间费用率变化



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

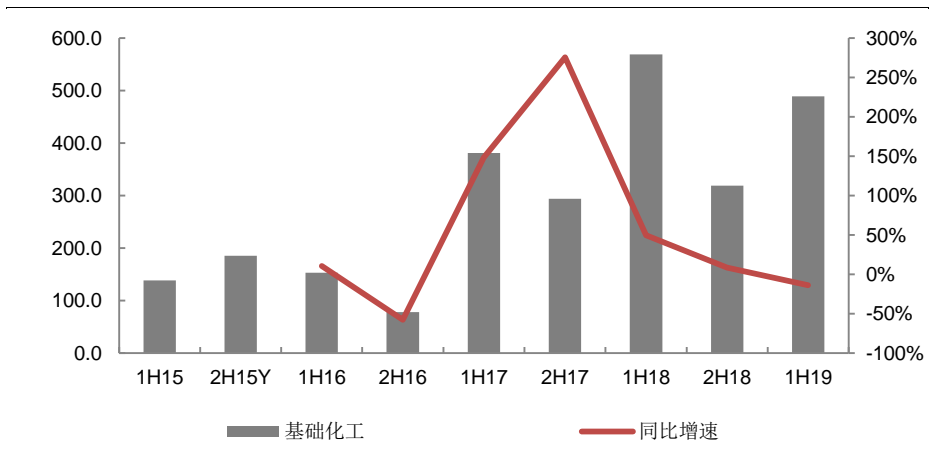
## 2.3、净利润：行业整体大幅下滑，龙头公司盈利能力仍有较大韧性

2019 年基础化工行业上市公司在外部宏观不利环境的影响下盈利水平延续回落，2019 年上半年中信基础化工实现归母净利润 488.8 亿元，同比下滑 14.0%。但细分来看农用化工行业基于农药行业景气度有所下降，合计实现归母净利 92.5 亿元，同比下滑 31.8%；合成纤维及树脂行业合计实现归母净利 45.5 亿元，同比增长 12.2%；化学原料行业实现归母净利 172.0 亿元，同比下滑 22%，化学制品行业合计实现归母净利 178.9 亿元，同比增长 4.4%。合成纤维及树脂行业的归母净利逆势扩张，主要原因在于权重股宝丰能源的纳入，宝丰能源 2019 年上半年实现归母净利 18.89 亿元，在该

子行业中占比高达 41.5%。而化学制品行业净利润规模的上涨原因在于权重股浙江龙盛上半年业绩的同比大幅增长，以及轮胎行业上半年的盈利复苏。

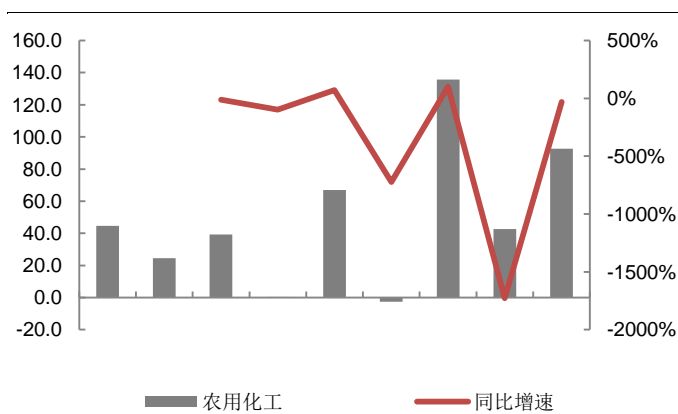
基础化工行业龙头上市公司在过去两年的景气高点时进行了大规模的资本开支和外延并购，在目前行业景气下行的阶段，仍能够以量补价，保持了业绩的稳定，甚至实现了一定程度的增长。这表明万华化学、华鲁恒升以及进军大炼化的这些聚酯企业，通过横向的产能扩张，以及纵向上的一体化的延伸，即使在中国经济增速放缓的新常态下，他们作为中国化工行业高质量发展的典型，其长期成长性仍决定这些公司具备较高的投资价值。

图 19: 中信基础化工行业净利润 (亿元, 左轴) 及同比增速 (右轴)



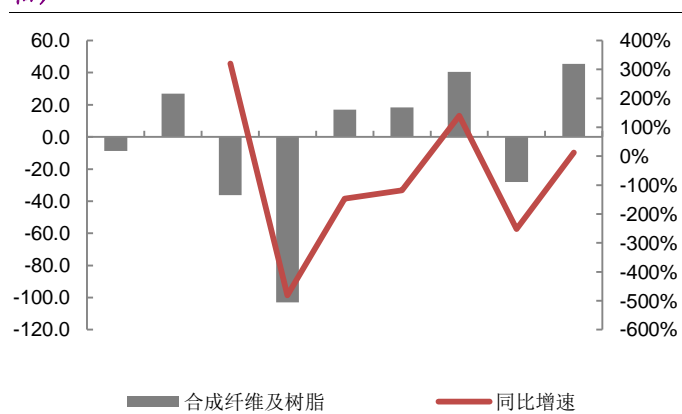
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 20: 农用化工净利润 (亿元, 左轴) 及增速 (右轴)



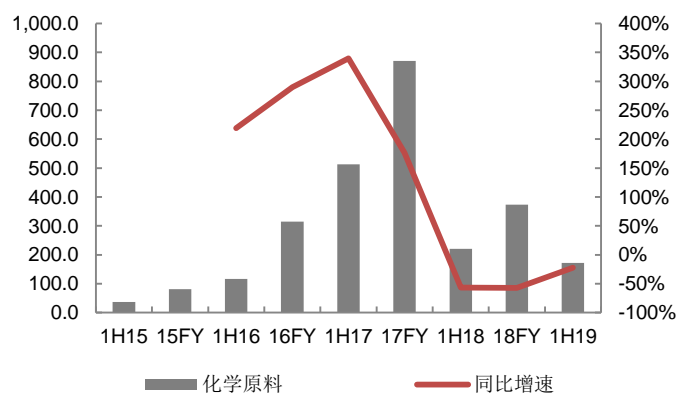
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 21: 合成纤维及树脂净利润 (亿元, 左轴) 及增速 (右轴)



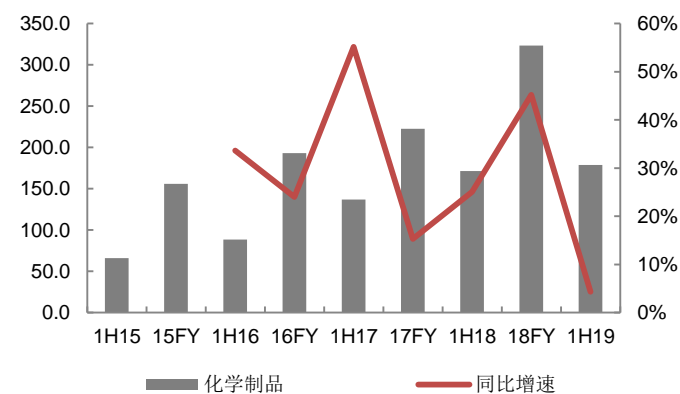
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 22: 化学原料行业净利润 (亿元, 左轴) 及增速 (右轴)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 23: 化学制品行业净利润 (亿元, 左轴) 及增速 (右轴)

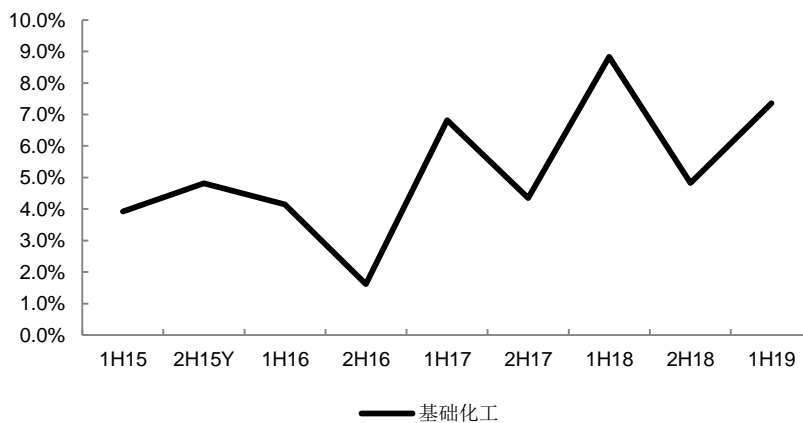


资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

## 2.4、销售净利率: 行业整体继续回落, 合成纤维及树脂逆势上行

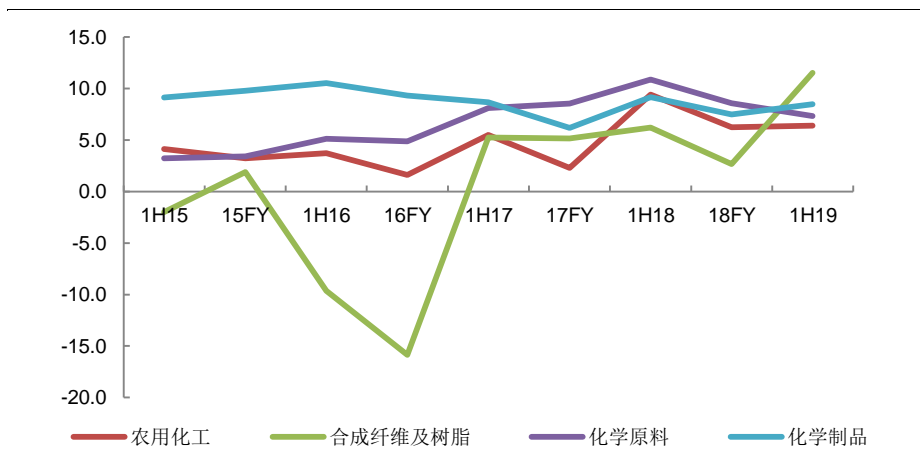
受行业整体毛利率同比下滑和期间费用率同比上升影响, 2019 年上半年基础化工净利率整体同比下滑 1.47pct 至 7.36%。其中农用化工净利率同比下滑 2.79pct 至 6.16%; 合成纤维及树脂行业上半年销售净利率仍同比上升 4.93pct 至 10.82%, 我们分析主要原因来自于权重股宝丰能源被纳入树脂子行业之后, 较高的盈利能力对整体利润率的大幅拉升; 化学原料行业净利率同比下滑 2.93pct 至 6.96%; 化学制品行业净利率同比下滑 0.60pct 至 7.96%。

图 24: 中信基础化工销售净利率变化 (%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 25: 中信基础化工二级子行业销售净利润率变化 (%)



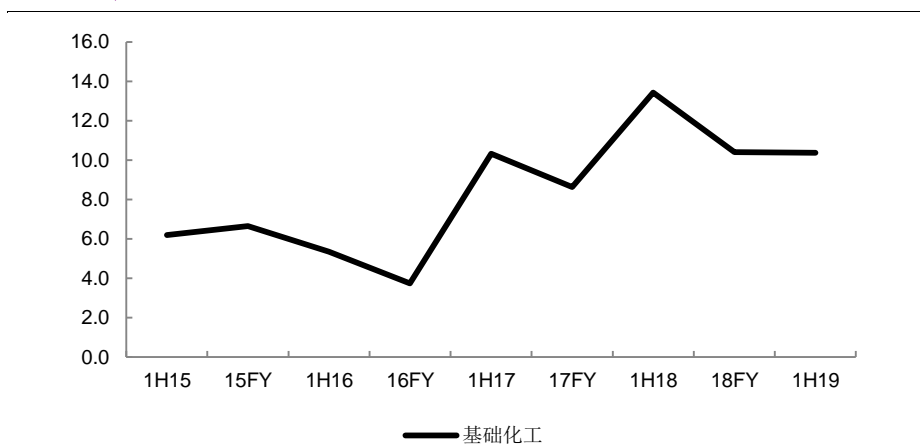
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

## 2.5、净资产收益率: 年化 ROE 同比下滑至 10.37%, 仍与 1H17 持平

从年化的净资产收益率来看,基础化工行业上半年同比下滑 3.01pct 至 10.37%,但仍与 2017 年上半年 10.32% 的水平基本持平。化工行业经历了过去两年的补库存周期,景气上行之后,行业龙头的资产负债表和盈利能力已经基本修复到位,但 2019 年上半年全行业单位杠杆资产的盈利能力回落之后,我们认为全行业的产能扩张开启仍面临一定的压力,补库存周期的结束并非意味着新一轮产能周期的全面开启。

分子行业来看,其中农用化工整体年化 ROE 同比下滑 5.58pct 至 8.75%;合成纤维及树脂行业整体 ROE 同比上升 1.45pct 至 13.14%,尽管权重股宝丰能源被纳入树脂子行业之后对整体利润率有较大提升,但煤化工的重资产属性导致对该子行业的 ROE 提升作用并不明显;化学原料行业的 ROE 同比下滑 4.80pct 至 11.10%;化学制品行业的整体 ROE 同比下滑 0.90pct 至 10.15%。

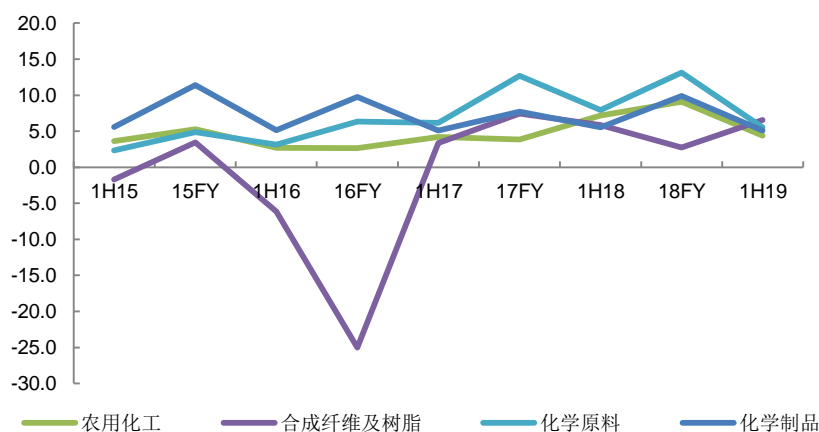
图 26: 中信基础化工净资产收益率-平均 (整体法) (%)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理



图 27：中信基础化工二级子行业净资产收益率-平均（整体法）（%）



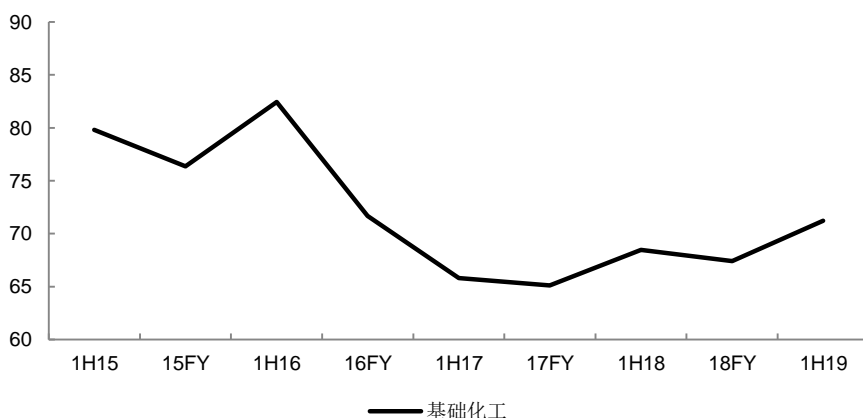
资料来源：WIND，光大证券研究所整理

### 3、营运能力仍保持稳定，资本开支力度减弱，资产负债表修复到位

#### 3.1、上半年存货周转天数和应收账款周转天数均同比增加

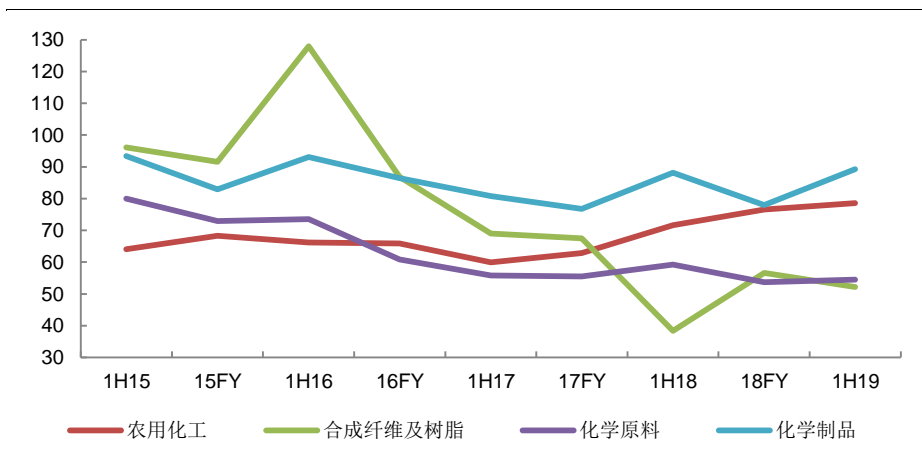
一季度基于对中美贸易摩擦的缓和预期，以及财政政策边际放松带给大宗商品的乐观预期，化工品价格出现企稳回暖的迹象，生产企业备货积极，但二季度之后中美贸易摩擦反复，国内需求端承受能力下行，叠加提前抢出口带来的影响，生产企业进入累库存阶段。反映在营运能力上，2019年中信基础化工的存货周转天数同比上升 2.7 天至 71.2 天，但仍远低于 2015-2016 年平均约 80 天的水平。分子行业来看，农用化工、合成纤维及树脂和化学制品行业存货周转天数分别上升 7.0、13.7、1.1 天至 78.6、52.2 和 89.3 天，化学原料行业库存周转天数同比下滑 4.7 天至 54.5 天。

图 28：中信基础化工存货周转天数（整体法）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

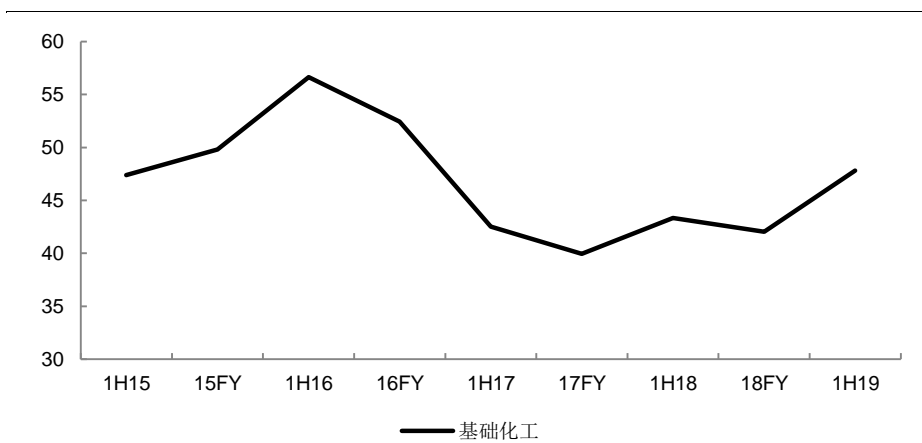
图 29：中信基础化工二级子行业存货周转天数（整体法）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

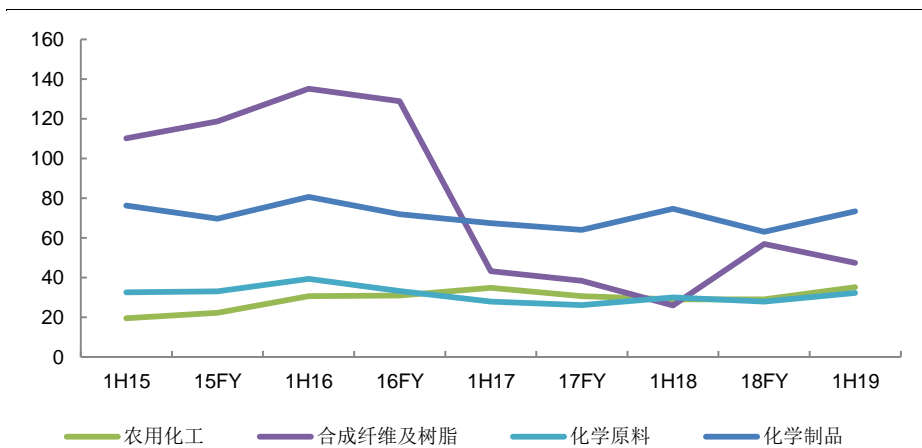
而从应收账款的周转天数变化来看，中信基础化工同比上升 4.5 天至 47.8 天，但仍低于 2015-2016 年的大约 50 天以上的水平。分子行业来看，农用化工、合成纤维及树脂和化学原料行业应收账款的周转天数分别上升 6.1、21.4、2.2 天至 35.2、47.4 和 32.2 天，化学制品行业库存周转天数同比减少 1.2 天至 73.4 天。

图 30：中信基础化工应收账款周转天数（整体法）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 31：中信基础化工应收账款周转天数（整体法）

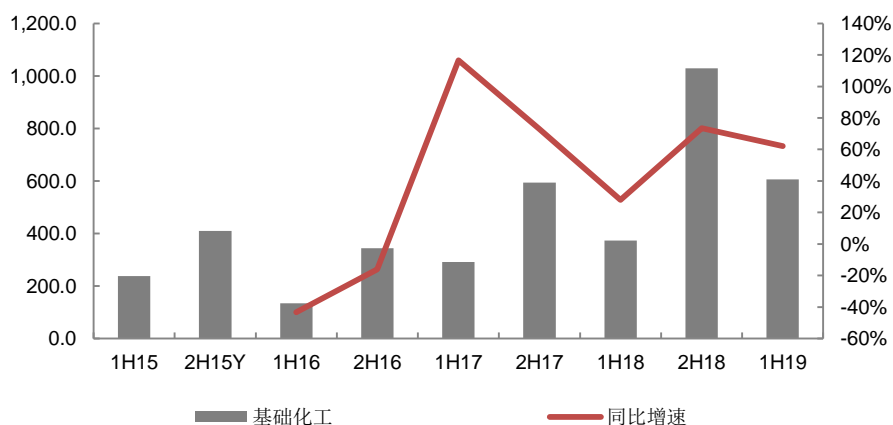


资料来源：WIND，光大证券研究所整理

### 3.2、经营性净现金流同比大幅增长

2019 年上半年基础化工行业整体实现经营性净现金流 605.5 亿元，同比增长 62.2%，占整体营业收入的 9.1%。分子行业来看，农用化工、合成纤维及树脂、化学原料和化学制品分别实现经营性净现金流 134.4、45.3、257.3 和 168.4 亿元，分别占各自营业收入的 8.9%、10.8%、10.4%和 7.5%。考虑到化学制品行业中成分股淮北矿业、三聚环保和\*ST 康德带来的扰动，剔除之后的化学制品行业经营性净现金流 116.8 亿元，同比增长仍高达 61%，我们分析主要原因是染料价格大幅上涨，和钛白粉价格维持景气，浙江龙盛、闰土股份和龙蟒佰利等现金流入同比大增所贡献。

图 32：中信基础化工经营性净现金流净额（亿元）和同比增速



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

### 3.3、资本开支环比回落

2019 年上半年中信基础化工行业用于投资性的现金流 605.6 亿元，同比略微下滑 1.7pct。分子行业来看，农用化工、合成纤维及树脂、化学原料和化学制品分别实现投入现金 88.8、56.2、265.3 和 195.4 亿元，分别同比变化+51%、-67%、+27%和+10%。

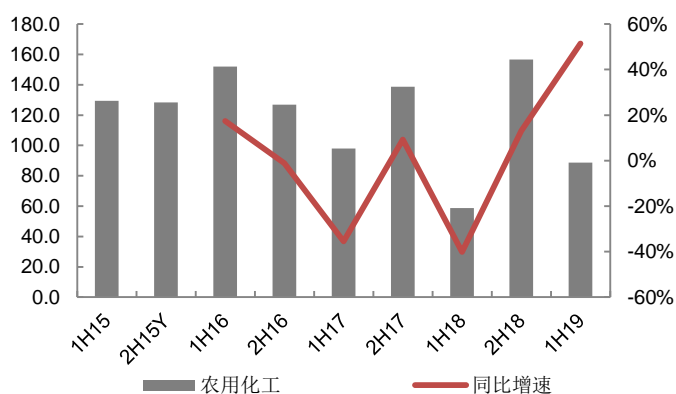
其中从用于购建固定资产等长期资产的支出来看，2019 年上半年资本支出达到 512.5 亿元，同比增长 17.6%，但相比 2018 年下半年的 571.4 亿元，则环比下滑 10.3%，我们认为随着 2018 年上一轮补库存周期的结束，2019 年上半年全行业单位杠杆资产的盈利能力回落明显，基础化工行业的产能扩张已经迎来向下拐点。

图 33: 中信基础化工行业用于购建固定、无形等长期资产支付的现金(亿元)



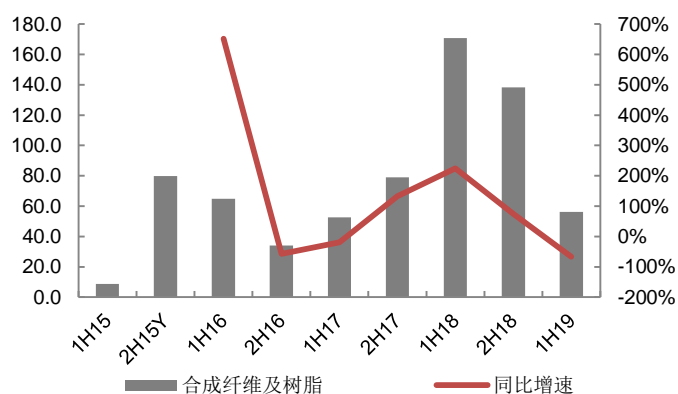
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 34: 农用化工投资性现金流(亿元)



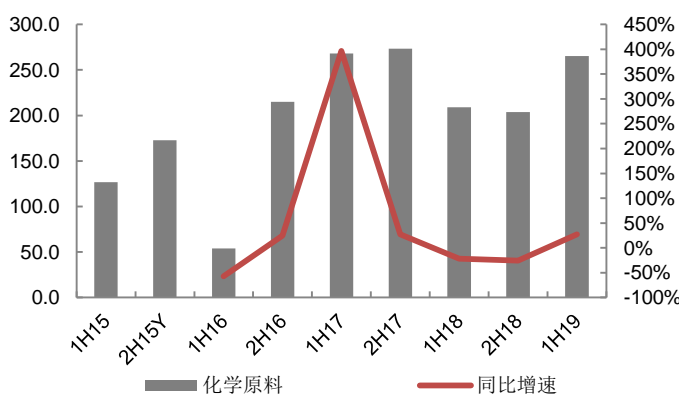
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 35: 合成纤维及树脂投资性现金流(亿元)



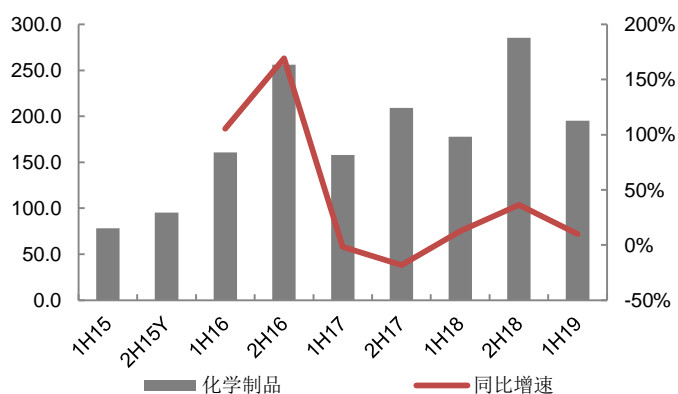
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 36: 化学原料投资性现金流(亿元)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

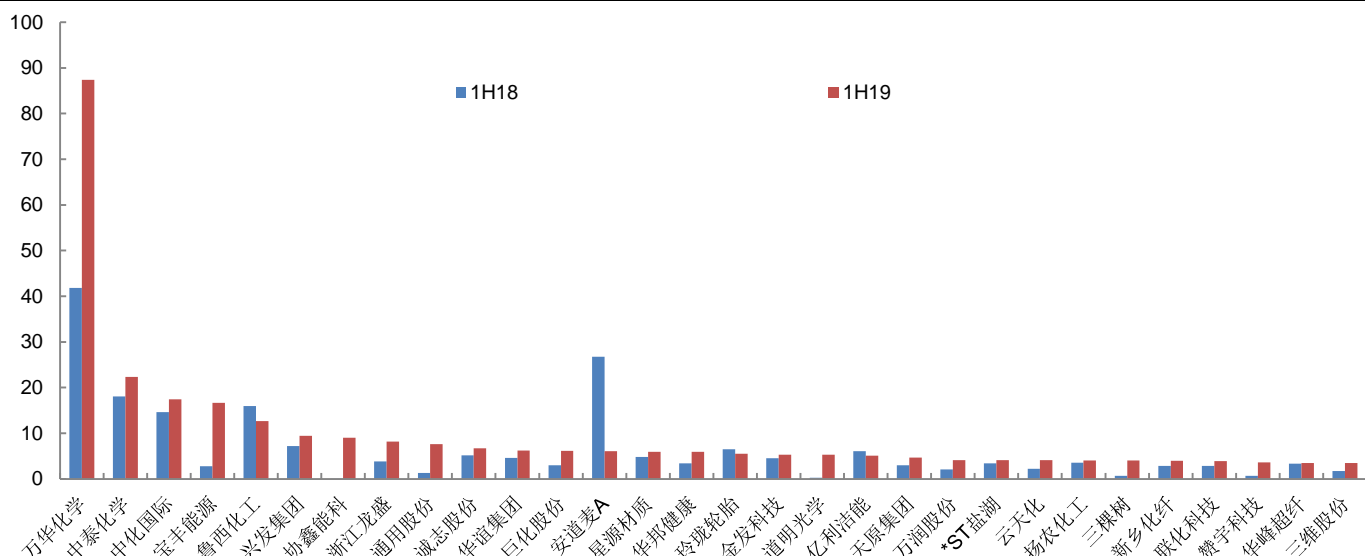
图 37: 化学制品投资性现金流(亿元)



资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

具体来看, 2019 年上半年基础化工行业资本开支强度排名前十的企业分别是万华化学(87.4 亿元)、中泰化学(22.4 亿元)、中化国际(17.4 亿元)、宝丰能源(16.7 亿元)、鲁西化工(12.7 亿元)、兴发集团(9.5 亿元)、浙江龙盛(8.2 亿元)、通用股份(7.6 亿元)、诚志股份(6.7 亿元)华谊集团(6.2 亿元)、巨化股份(6.1 亿元), 均为各自行业龙头企业, 其中万华化学资本开支在基础化工行业整体占比约 17.6%。

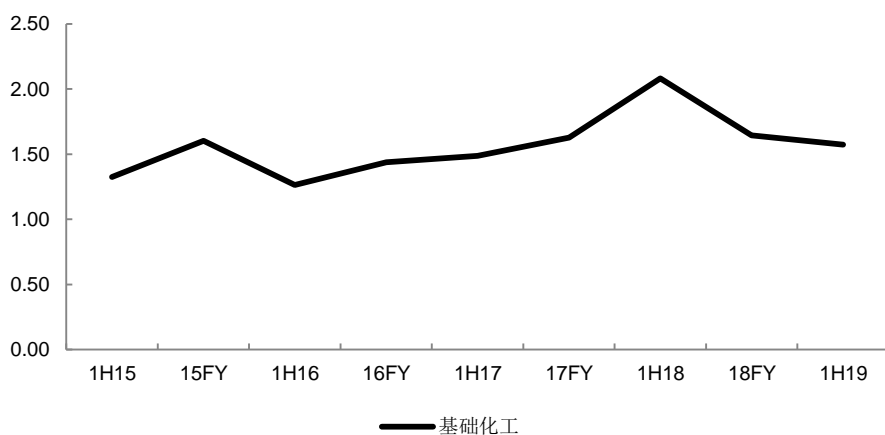
图 38：2019 年上半年资本支出排名靠前的化工上市公司（单位：亿元）



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

我们观察另外一个反映资本开支强度的指标，即资本开支/折旧与摊销，也验证了我们对化工行业资本开支正逐渐转弱的判断。2019 年上半年中信基础化工该指数同比下滑 0.51 至 1.57。细分子行业来看，农用化工同比下滑 0.45 至 0.81，反映了环保和安全生产约束下农药和化肥行业一直没有出现明显的产能扩张，从 2015 年以来第一次出现行业资本开支无法覆盖现有资产折旧和摊销的情况；合成纤维及树脂同比下滑 4.9 至 7.1，但 1H18 基数过高，故可参考性较低；化学原料同比上升 0.15 至 1.72，显示行业产能仍有小幅扩张；而化学制品行业同比维持稳定，约为 2.10。整体来看基础化工行业的资本开支已经高位回落。

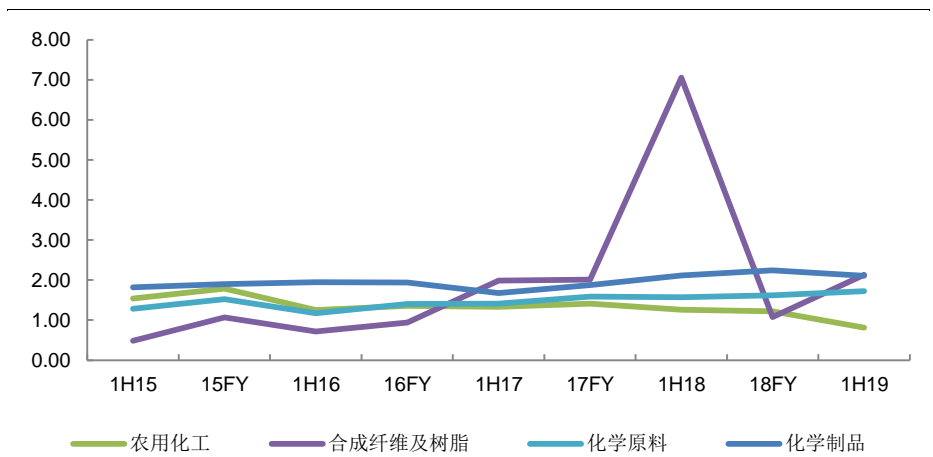
图 39：中信基础化工资本开支/折旧和摊销



资料来源：WIND，光大证券研究所整理



图 40: 中信基础化工二级子行业资本开支/折旧和摊销

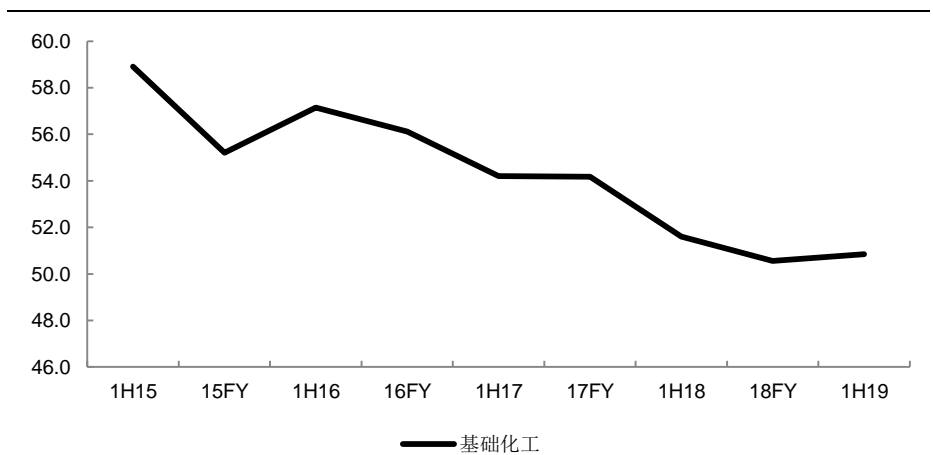


资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

### 3.4、资产负债表修复到位

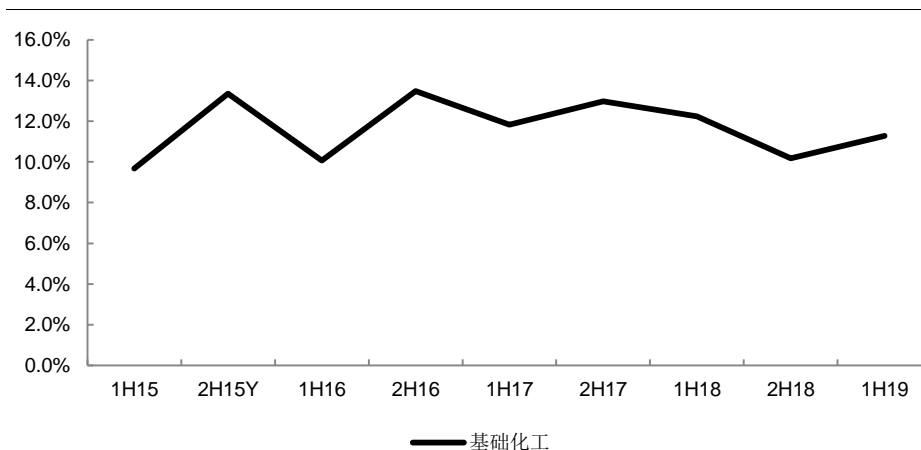
2019 年上半年中信基础化工全行业实现经营性净现金流约 605.5 亿元, 而用于投资性的现金流出约 605.6 亿元, 且大部分用来覆盖现有固定及无形资产的摊销。行业的负债端和资产端整体趋于稳定, 2019 年上半年中信基础化工的资产负债率为 50.8%, 和 2018 年同期 51.6% 的水平相比, 基本保持稳定, 化工行业经历三年景气之后, 资产负债表已经基本修复到位。而从偿债能力来看, 经营性净现金流/负债这一指数在 2019 年上半年同比提升 1.93pct 至 5.64%, 经历了供给侧改革之后, 国内化工上市公司尤其是龙头公司的竞争力获得大幅提升。

图 41: 中信基础化工资产负债率 (%)



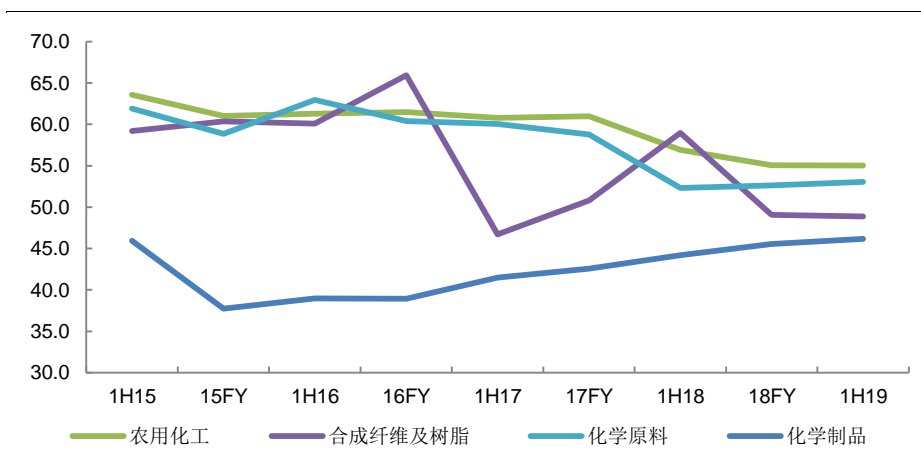
资料来源: WIND, 光大证券研究所整理

图 42：中信基础化工经营性净现金流（年化）/负债



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

图 43：中信基础化工二级子行业资产负债率 (%)



资料来源：WIND，光大证券研究所整理

## 4、投资建议

化工行业经历了近两年的景气周期，但与以往相比并没有迎来全行业的产能周期，龙头企业主导资本开支下行业集中度大幅提升。从估值来看当前 2.07X 的行业 PB 处在历史较低水平，具备极大的修复空间。

全国化工安全生产整治接力环保约束，供给侧改革仍在延续，需求端不确定性之下建议关注奠定竞争优势的优质白马万华化学、华鲁恒升、鲁西化工、龙蟒佰利、新安股份和中泰化学等；格局优化的细分子行业：氟化工关注金石资源和巨化股份等；成长股关注晶瑞股份、江化微、国瓷材料和万润股份等；农药关注扬农化工、长青股份、先达股份等；染料关注闰土股份等；维生素关注浙江医药和新和成等；其他关注中欣氟材等。

## 5、风险分析

1) 安全生产整治对化工行业的影响不及预期：2016 年开始国内大规模的环保督查对化工行业供给端带来重大影响，后续环保和安全生产整治力度仍是

决定化工行业供给侧改革效果的重要因素，政策力度的放松有可能导致供给端收缩不及预期。

**3) 宏观经济大幅下滑和国际贸易环境风险：**原油以及下游的化工品需求，都受宏观经济的影响，经济增速下滑将导致国内下游需求改善不及预期；而全球贸易摩擦以及中美贸易谈判的不确定性，将导致对外出口存在一定风险。

**4) 产业政策不及预期：**农化等品种受环保监管政策的影响巨大，如果环保监管政策不及预期的严格，将会影响它们的供给、需求，因此要警惕环保等产业政策不及预期的风险。

## 行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上;
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%;
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%;
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%;
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上;
无评级	因无法获取必要的资料, 或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件, 或者其他原因, 致使无法给出明确的投资评级。

**基准指数说明:** A 股主板基准为沪深 300 指数; 中小盘基准为中小板指; 创业板基准为创业板指; 新三板基准为新三板指数; 港股基准指数为恒生指数。

## 分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设, 不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性, 估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

## 分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师, 以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法, 使用合法合规的信息, 独立、客观地出具本报告, 并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证, 本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

## 特别声明

光大证券股份有限公司(以下简称“本公司”)创建于 1996 年, 系由中国光大(集团)总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司, 是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可, 本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围: 证券经纪; 证券投资咨询; 与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问; 证券承销与保荐; 证券自营; 为期货公司提供中间介绍业务; 证券投资基金代销; 融资融券业务; 中国证监会批准的其他业务。此外, 本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所(以下简称“光大证券研究所”)编写, 以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础, 但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息, 但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断, 可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况, 并完整理解和使用本报告内容, 不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果, 本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期, 本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险, 在做出投资决策前, 建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下, 本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突, 勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发, 仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失, 本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

## 联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼