

# 化工行业：如何应对行业整体景气下行？

2019年09月09日

看好/维持

基础化工 | 行业报告

## ——“不一样的财报解读”系列之2019年中报

首席分析师	罗四维	电话：010-66554047	邮箱：luosw@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480519080002
分析师	张明烨	电话：0755-82832017	邮箱：zhang_my@dxzq.net.cn	执业证书编号：S1480517120002

上半年伴随行业景气下行、板块盈利增速触底，优质产能表现依然强于行业平均。剔除石化板块中石化的大权重影响后，板块合计营收同比+10%，净利润同比-9%。据国家统计局，化学原料与制品业上半年收入同比+0.7%，利润总额同比-13.8%，均为2010年以来新低，且均低于上市公司表现，上市公司总体来说可看做行业优质产能，在环保、稳定生产和议价、融资成本等上普遍具备优势。**分版块来看：**今年上半年大部分子行业盈利数据伴随行业景气有所下滑，但磷肥、涤纶、改性塑料、轮胎行业盈利明显改善。

**内外需疲弱，供给抬头。**上半年地产投资和新开工依然维持较高增速，但由于地产销售下滑预计未来地产投资增速承压，施工增速创2015年以来新高、源于此前2018年以来房屋竣工与新开工持续背离；地产销售尚未有触底迹象，压制竣工修复速度低于年初预期；海外经济体下行及贸易摩擦下，国内出口下行压力增大，上半年化学原料及制品出口交货值同比-1.3%、为2016年以来新低；新出口订单指数自2018年以来持续下滑、连续15个月位于荣枯线以下。供给方面，化学原料及制品固投增速自2018年9月由负转正、结束了2016年以来的持续负增长并持续增长至今，截止上半年，化学原料及制品固投增速9.3%，显示行业整体投资增速正随前期的盈利改善而提升，但结构性的集中于龙头企业。

**行业去库存压力仍存但继续下跌空间有限。**推测年底前后完成库存去化，在供给侧改革及地产调控等多重政策作用下本轮周期预计较前几轮周期时间长度有所拉长；化工和整体制造业的固投剪刀差说明化工行业供需尚未有边际好转迹象，没有需求配合的情况下预计下一轮库存周期上升期强度不如本轮。**价格来看，**微观来看，当前大多数产品已跌至行业边际成本线甚至现金成本，部分子行业亏损面已较大，综合考虑到成本支撑以及库存去化可能已进入尾声，价格承压但继续下跌空间不大。

**投资建议：**后续化工行业投资策略我们建议围绕以下三条主线，

**(1) 行业优质龙头：**在此前的3年供给侧改革、环保高压主导的行业盈利修复后，化工品整体在环保和供给边际宽松、内需不振且贸易摩擦致外需低迷主导下景气下行压力增加，处于成本曲线左侧的企业在景气低点仍能获得稳定盈利、以量换价市占率继续提升，因此具备逆势扩张战略眼光和资金实力禀赋的龙头更易穿越周期，对比小企业或落后产能在景气高低切换过程中的“退三进一”、龙头企业常能“空中加油”，同时国内化工行业仍然及其分散、位列国资委重点推进央企的并购重组的四个行业之一，行业龙头继续做大做强将是未来行业的主旋律。持续推荐华鲁恒升、龙蟒佰利、万华化学、新和成、浙江龙盛、安迪苏、安道麦、恒力石化、中油工程等。

**(2) 偏下游消费以及精细化工板块：**受益于上游基础原材料价格回落以及行业格局的优化，预计后续化工产业链中的净利润将更多地偏向下游方向分配；通过自下而上的方式可在精细化工板块挖掘出较多投资机会，是否具备突破单一产品市场空间有限的限制，是衡量精细化工企业发展潜力的核心考量。技术的可累计性及可拓展性，以及通过产业链的深度一体化建立成本上的显著优势，都是精细化工企业做大做强的可行途径。偏下游消费重点关注轮胎、改性塑料和复合肥料行业，推荐轮胎龙头玲珑轮胎、受益于三磷整治的复合肥新洋丰，建议关注金发科技；成长性较高的精细化工板块推荐中旗股份、利安隆、广信股份、苏博特、百傲化学等。

**(3) 电子化学品新材料板块：**由于下游产业向国内转移，以及对于贸易摩擦下高端产品进口前景的担心，预计电子化学品的国产化将持续提速。随着半导体材料中靶材、CMP抛光垫、湿电子化学品，以及液晶材料中高端混晶的制造等实现技术突破，我国企业在高附加值产品中的渗透率预计提升。推荐万润股份，建议关注国瓷材料、鼎龙股份等。

**风险提示：**(1) 环保压力大幅放松；(2) 宏观经济下滑超预期。

## 目 录

1. 行业仍处于去库存阶段，化工品价格及盈利面临压力 .....	3
1.1 地产景气预期下行，内需增长放缓 .....	3
1.2 海外经济体下行压力及贸易摩擦拖累外需 .....	4
1.3 行业资本开支增加，供给压力边际提升 .....	6
1.4 板块盈利增速触底，行业去库存压力仍存 .....	7
2. 估值水平已反应悲观预期，看好三条主线 .....	10
3. 风险提示 .....	11

## 插图目录

图 1：地产投资及新开工面积增速较高，商品房销售增速下滑 .....	3
图 2：国内汽车增速至谷底 .....	3
图 3：空调、彩电产量增速高位回落 .....	3
图 4：全国布产量持续下滑 .....	4
图 5：全国纱产量持续下滑 .....	4
图 6：美国 OECD 自 2018 年 4 月起拐头向下、与 GDP 持续背离 .....	4
图 7：新出口订单指数自 2018 年以来持续下滑，近期连续 15 个月位于荣枯线以下 .....	5
图 8：2019 年上半年化学原料及制品出口交货值累计同比增速 -1.7%，为 2016 年以来首次转负 .....	6
图 9：化工行业固定资产投资增速自 2018 年 9 月由负转正至今持续提高 .....	6
图 10：化学原料及制品业 2019 年上半年收入累计同比 +0.7%，利润总额累计同比 -13.8% .....	7
图 11：自 2018 年化工大宗商品指数见顶回落以来，轮胎、改性塑料和复合肥等偏下游消费端行业毛利率均有不同程度改善 .....	8
图 12：化工行业目前整体处于主动去库存阶段，时间长度上来看 19 年底前后有望进入被动去库存阶段 .....	10
图 13：化工板块估值处于近 10 年来底部 .....	10

## 表格目录

表 1：板块中的龙头公司在当前阶段拥有扩张能力上具备明显优势（SW 化工剔除中石化） .....	6
表 2：SW 化工各个一级和二级子行业 2019 年中报表现 .....	8

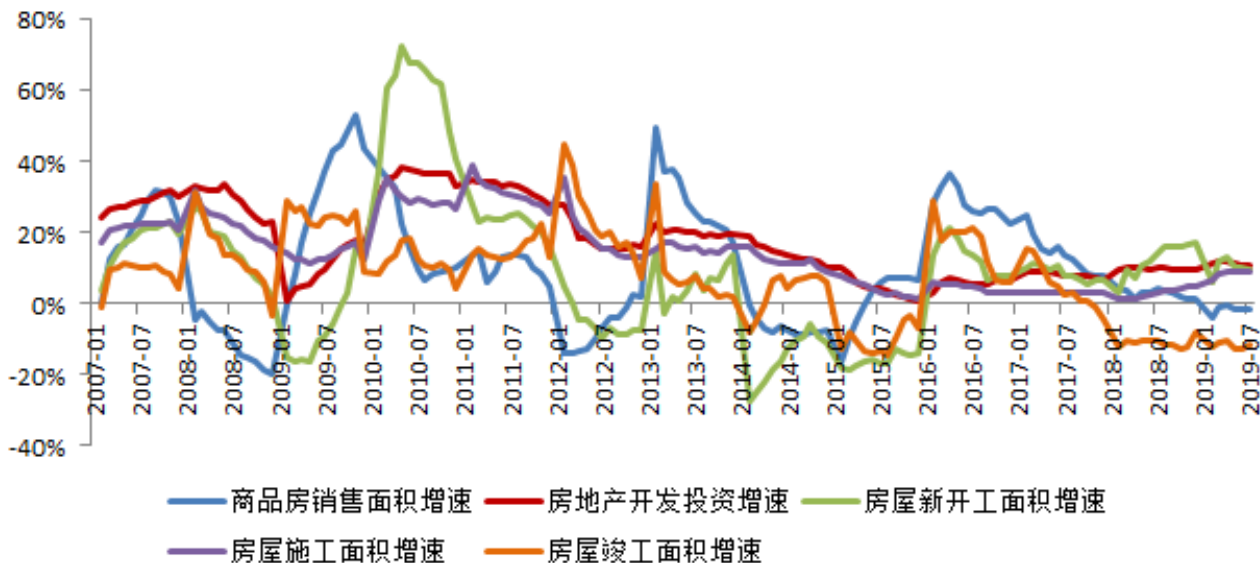
## 1. 行业仍处于去库存阶段，化工品价格及盈利面临压力

### 1.1 地产景气预期下行，内需增长放缓

化工品终端下游需求主要分布在房地产、汽车、家电和纺织服装等行业。

地产方面：上半年地产投资和房屋新开工依然维持较高增速，但由于地产销售下滑预计未来地产投资增速承压；上半年地产施工面积增速达 8.8%、为 2015 年以来新高，主要源于此前 2018 年以来房屋竣工与新开工持续的背离，同时能与上半年钢铁、水泥等地产链品种的良好需求互相印证。地产销售尚未有触底迹象，预计后续产业链整体需求面临一定程度下行压力，但地产竣工后续仍存向上修复预期，以钛白粉为代表的地产后期竣工端品种的需求相对来说偏强。

图 1：地产投资及新开工面积增速较高，商品房销售增速下滑

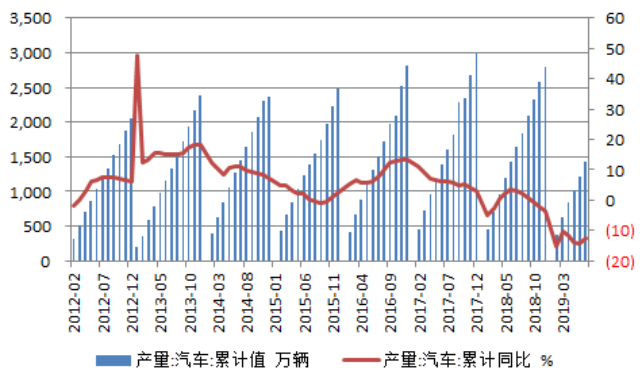


资料来源：Wind，东兴证券研究所

除地产外，化工品下游终端需求主要分布在纺织服装、汽车和家电产业链。截止 2019 年 6 月：我国汽车累计产量 1214 万辆，同比增速-14.2%，为 2012 年以来新低，汽车行业基本处于景气底部区域，中长期来看有望景气回升；上半年布产量 228 亿米，同比-0.1%，纱产量 1343 亿米，同比-0.3%，均为 2012 年以来新低；家电产量总体仍维持增长，但空调、彩电增速高位回落，前 6 月产量累计同比增速分别 10.2%和 4.6%，冰箱、洗衣机产量增速有所回暖，前 6 月产量累计同比增速分别 4.5%和 9.2%。

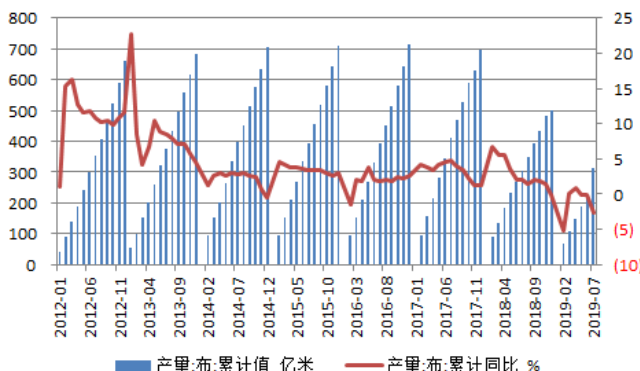
图 2：国内汽车增速至谷底

图 3：空调、彩电产量增速高位回落



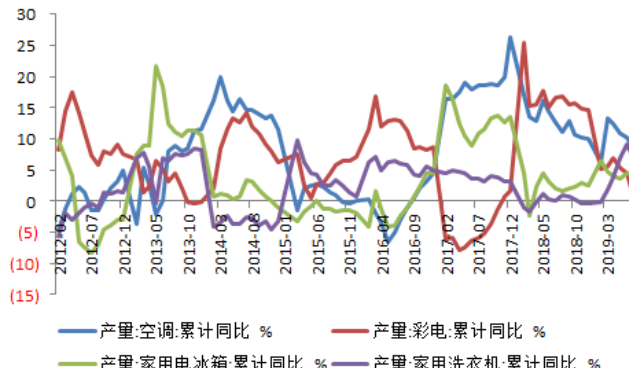
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 4：全国布产量持续下滑



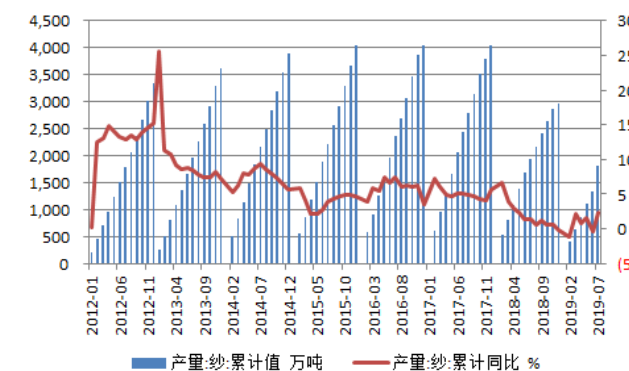
资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 6：美国 OECD 自 2018 年 4 月起拐头向下、与 GDP 持续背离



资料来源：Wind，东兴证券研究所

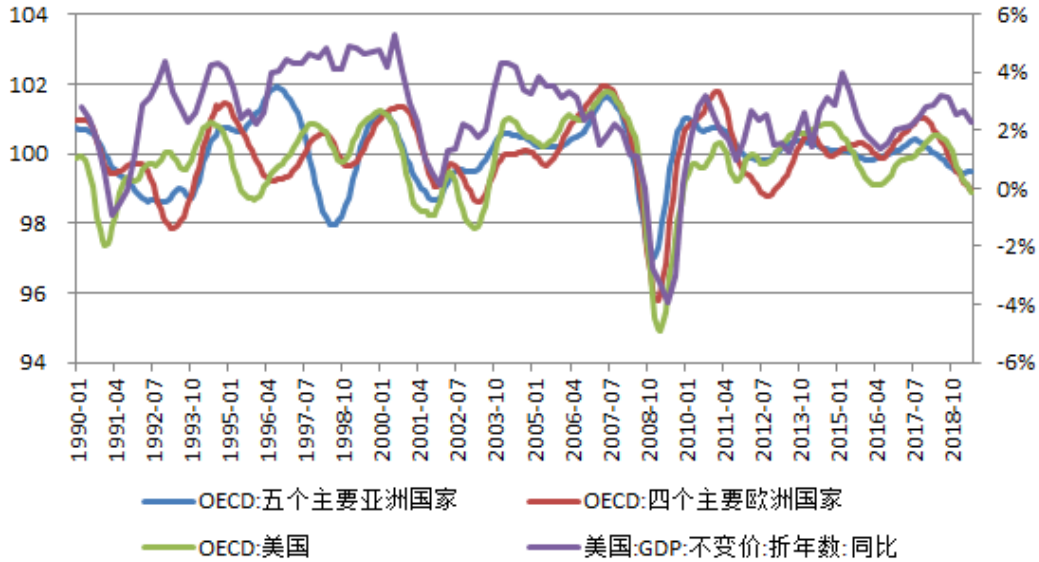
图 5：全国纱产量持续下滑



资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 1.2 海外经济体下行压力及贸易摩擦拖累外需

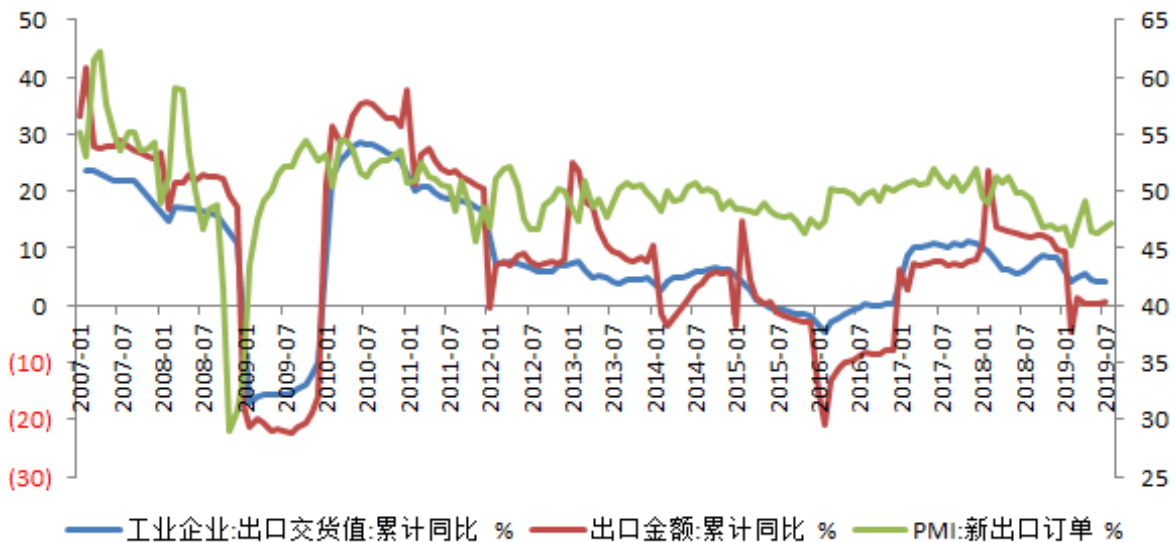
外需方面，海外经济体面临下行压力。OECD 的综合领先指标是按照一定标准将国民经济各领域的指标数据合成后构建而成，是反映一个国家宏观经济发展周期的领先指标。OECD 领先指标对未来工业发展有比较准确的预测，往往能领先于经济增长出现拐点，主要领先指标显示未来连续 6 个月增长的方向和幅度。从各国家及地区 OECD 综合领先指标看出，美国 OECD 自 2018 年 4 月起拐头向下、7 月份跌破 100，从 GDP 来看美国 2016 年初以来的复苏态势自 2018 年三季度开始终止、增速持续下滑至今，大约滞后 OECD 约一个季度，且目前仍没有企稳迹象。



资料来源：Wind，东兴证券研究所

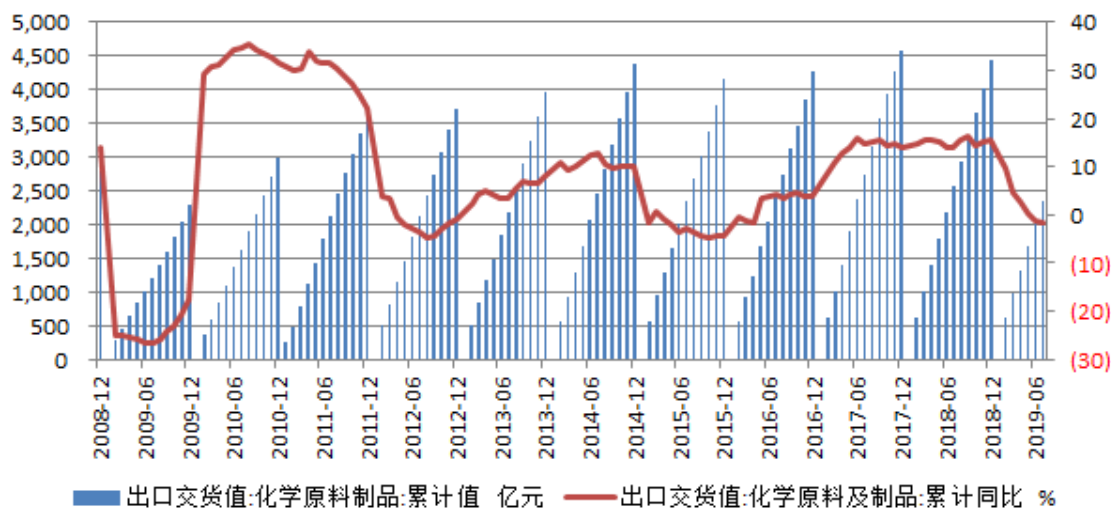
贸易摩擦下，国内出口暂未有复苏迹象。PMI 新出口订单是出口的领先指标，因为和国（境）外企业签订好订单之后，过段时间需要交付，将会在出口数据上有所体现。新出口订单指数自 2018 年以来持续下滑，近期连续 15 个月位于荣枯线以下，海外经济下行、中美贸易冲突的影响逐步体现。由于新签出口订单到实际交货在时间上存在一定滞后、大概一个季度左右，出口尚未有回暖迹象，因此全球经济下行、贸易战对出口的负面影响可能还未消化反映殆尽。

**图 7：新出口订单指数自 2018 年以来持续下滑，近期连续 15 个月位于荣枯线以下**



资料来源：Wind，东兴证券研究所

图 8：2019 年上半年化学原料及制品出口交货值累计同比增速-1.7%，为 2016 年以来首次转负

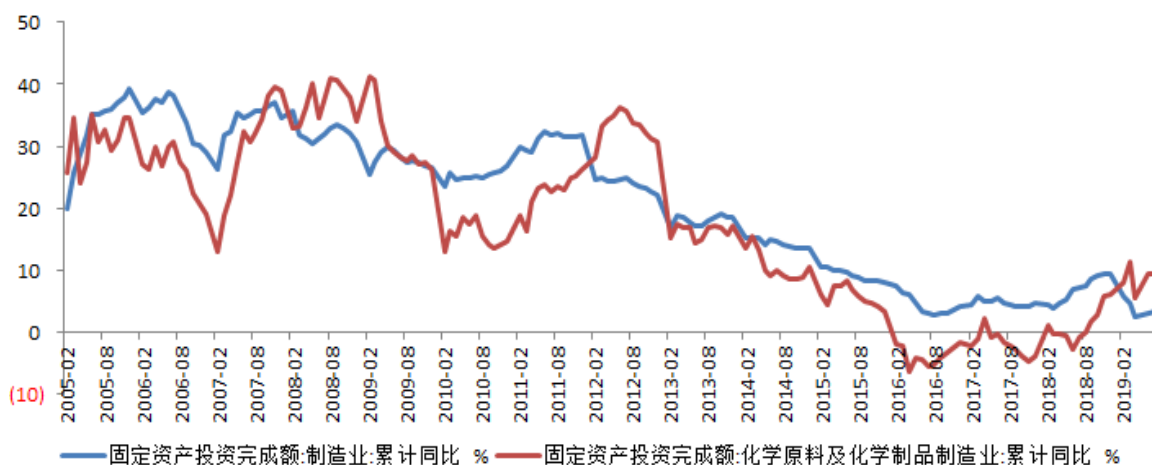


资料来源：Wind，东兴证券研究所

### 1.3 行业资本开支增加，供给压力边际提升

供给方面，化学原料及制品固定资产投资增速自 2018 年 9 月由负转正、结束了 2016 年以来的持续负增长并持续增长至今，截止 2019 年 6 月，化学原料及制品固定资产投资增速 9.3%，显示行业整体投资增速正随前期的盈利改善而提升；SW 化工板块（扣除中石化）上市公司在建工程同比增长 49%，上市公司通常为行业优质产能，其投资增速高于行业平均增速说明资本开支主要集中于龙头，即使在上市公司范围内也是大市值公司的资本开支增速高于小市值增速，环保标准的提高、安全环保审批的趋严以及“去杠杆”限制了大批中小企业投资新建产能。分行业来说，资本开支增加主要来自于化纤以及产业链上游如炼化等，主要是以涤纶产业链民营上市公司的炼化项目。

图 9：化工行业固定资产投资增速自 2018 年 9 月由负转正至今持续提高



资料来源：Wind，东兴证券研究所

表 1：板块中的龙头公司在当前阶段拥有扩张能力上具备明显优势（SW 化工剔除中石化）

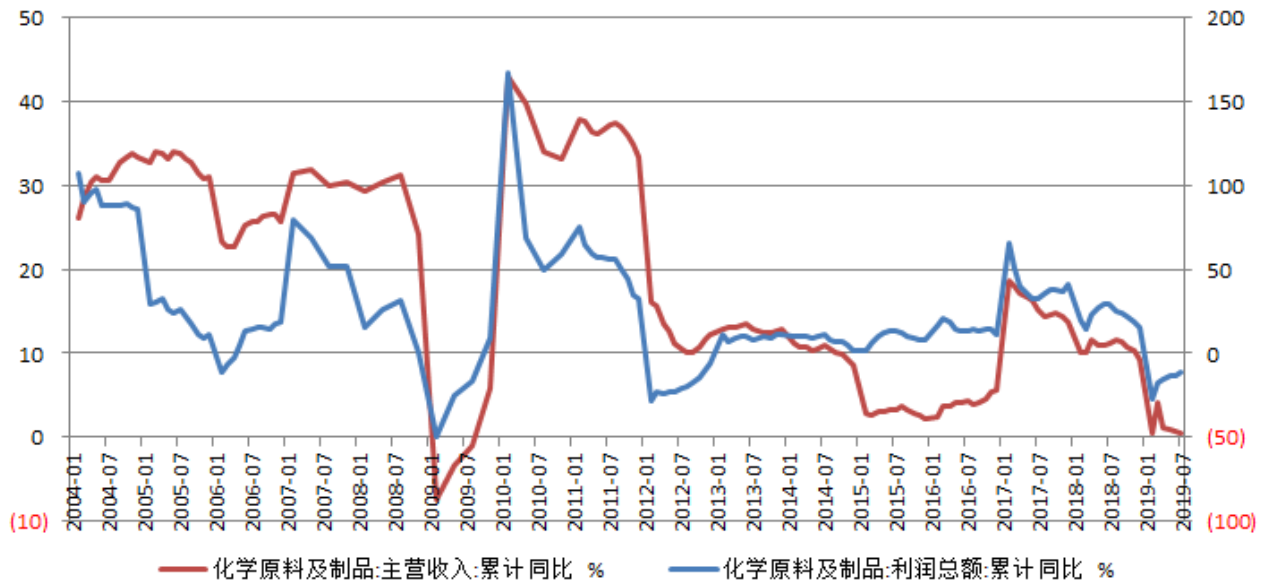
市值范围	公司数量	市值占比	2019H1 在建工程占比	2019H1 固定资产同比增速
200 亿以上	23	35%	61%	34%
100~200 亿	38	21%	17%	12%
50~100 亿	63	18%	10%	17%
50 亿以下	210	25%	11%	0.2%

资料来源：公司财报，东兴证券研究所

### 1.4 板块盈利增速触底，行业去库存压力仍存

中报显示，2019 年上半年 SW 化工板块上市公司实现营收 25222 亿元，同比+13%，实现净利润 1051 亿元，同比-18%；由于中石化财务体量较大，我们扣除 SW 石油化工二级子板块后，板块合计营收同比增速 10%，净利率增速-9%。由于 A 股化工板块上市公司由于近几年新增 IPO 公司较多，对长周期板块年增速变化有所影响导致一定程度失真，我们选取国家统计局的化学原料与化学制品制造业收入与利润数据，2019 年上半年收入累计同比+0.7%，利润总额累计同比-13.8%，均低于 A 股化工上市公司表现，印证上市公司相对来说主要为行业优质产能，在环保、稳定生产和议价、融资成本等上普遍具备优势。而通过 2004 年以来的化学原料及制品行业的收入和利润增速来看，当前增速已基本位于底部区域。

图 10：化学原料及制品业 2019 年上半年收入累计同比+0.7%，利润总额累计同比-13.8%



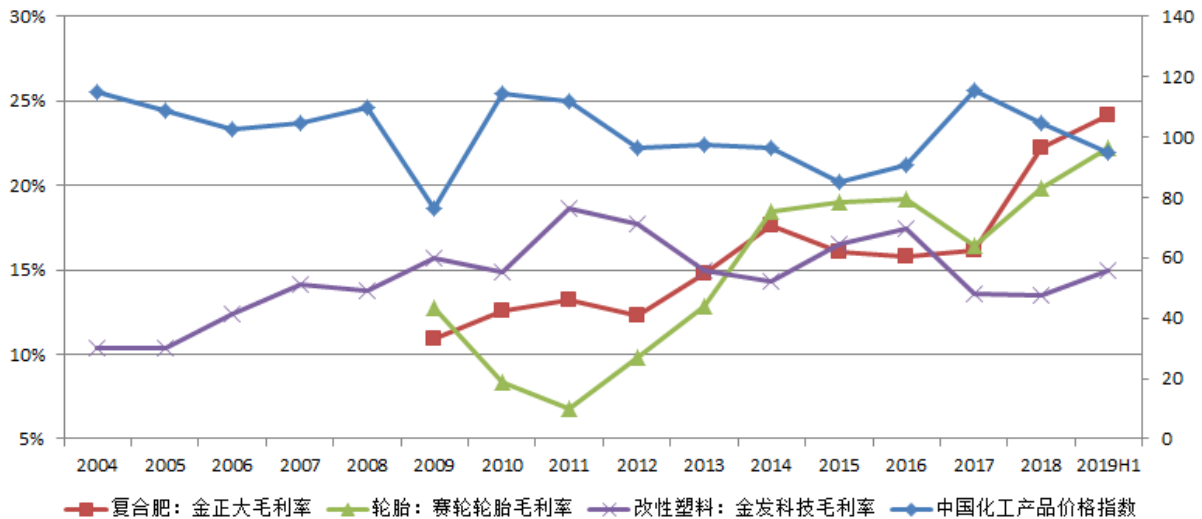
资料来源：Wind，东兴证券研究所

行业收入规模增速锐减主要源于价的因素，从价格上看，化学工业 PPI 指数自 2018 年中开始见顶回落并持续至今，并自 2019 年 1 月化学工业 PPI 同比增速首次由正转负，因此价格是行业收入规模增速下滑的最主要贡献。

分板块来看，今年上半年大部分子行业盈利数据伴随行业景气有所下滑，但磷肥、涤纶、改性塑料、轮胎行业盈利明显改善，具体来看：磷肥子行业主要源于近年来长江沿岸“三磷”整治下磷产品景气较好，且板块中核心标的云天化财务结构优化、资产负债表修复带来了业绩提升；涤纶行业盈利提升主要源于新增民营大炼化项目主要集中于 PTA-涤纶产业链的上市公司如恒力石化、荣盛石化、恒逸石化和桐昆股份等，2019 年以来大炼化项目逐步投产带来显著的利润增量；改性塑料行业由于靠近下游消费端，伴随着大炼化项目逐步

投产原材料 PP、PE 价格进入下滑通道，而产品价格由于相对来说更为稳定，导致利润率提升；而轮胎行业则由于落后产能持续淘汰、上市龙头公司纷纷布局海外应对贸易摩擦、产能逐步释放、原料天胶价格持续地位以及去年底出口退税提升等多重利好下，在板块收入体量下滑的情况下利润整体获得提升。

图 11：自 2018 年化工大宗品指数见顶回落以来，轮胎、改性塑料和复合肥等偏下游消费端行业毛利率均有不同程度改善



资料来源: Wind, 东兴证券研究所

表 2: SW 化工各个一级和二级子行业 2019 年中报表现

板块	营收 18H1	营收 19H1	营收同比	净利润 18H1	净利润 19H1	净利润同比
SW 化工	22,405	25,222	13%	1,287	1,051	-18%
SW 石油化工	14,291	16,267	14%	599	428	-29%
SW 石油贸易	213	149	-30%	4	4	2%
SW 石油加工	14,078	16,117	14%	595	424	-29%
SW 化学原料	1,060	1,201	13%	95	73	-23%
SW 无机盐	46	62	35%	8	10	29%
SW 其他化学原料	72	77	7%	6	7	26%
SW 纯碱	223	207	-7%	30	15	-49%
SW 氯碱	719	855	19%	52	41	-21%
SW 化学制品	4,330	4,750	10%	436	394	-10%
SW 氟化工及制冷剂	122	143	17%	19	14	-24%
SW 纺织化学用品	283	176	-38%	37	41	9%
SW 民爆用品	126	436	246%	10	30	197%
SW 磷化工及磷酸盐	118	124	5%	5	3	-33%
SW 其他化学制品	702	1,055	50%	81	104	29%
SW 玻纤	118	133	12%	19	20	5%
SW 聚氨酯	597	574	-4%	109	70	-35%
SW 钾肥	78	107	37%	-11	-2	-84%
SW 磷肥	253	311	23%	2	3	87%
SW 氮肥	517	557	8%	43	26	-39%

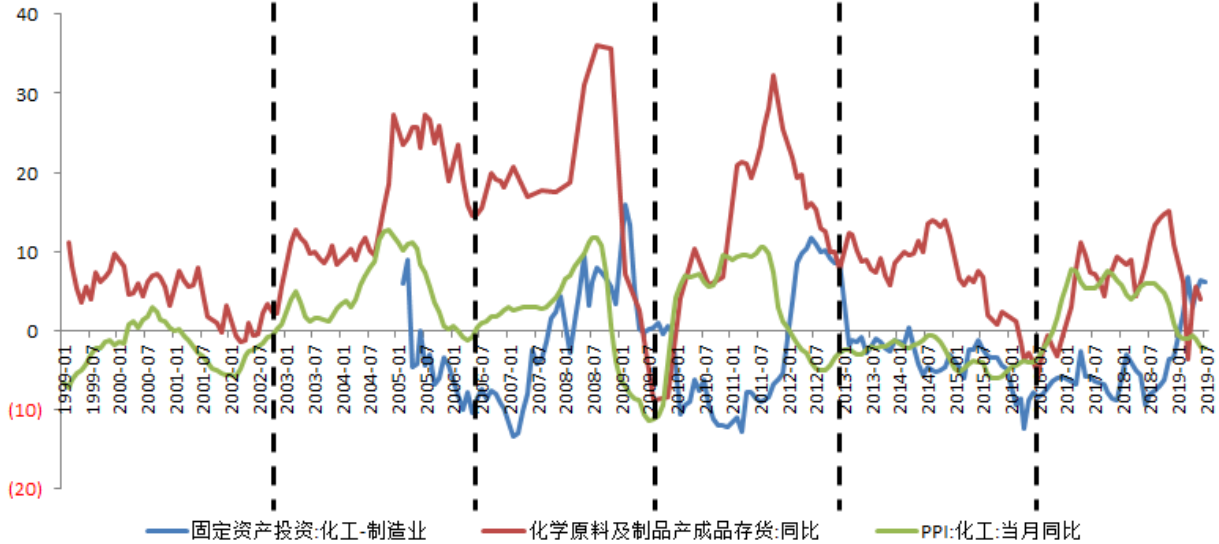


SW 复合肥	312	267	-15%	20	16	-20%
SW 涂料油漆油墨制造	87	105	20%	9	7	-19%
SW 日用化学产品	187	202	8%	12	12	0%
SW 农药	828	560	-32%	84	49	-41%
SW 化学纤维	1,681	2,022	20%	87	113	30%
SW 氨纶	44	34	-23%	4	3	-22%
SW 其他纤维	122	132	8%	12	10	-17%
SW 粘胶	66	59	-11%	1	-2	-379%
SW 涤纶	1,421	1,766	24%	70	100	43%
SW 维纶	28	31	11%	1	2	100%
SW 塑料	398	348	-13%	33	10	-70%
SW 其他塑料制品	190	118	-38%	24	0	-101%
SW 改性塑料	183	204	12%	7	10	33%
SW 合成革	26	25	-1%	2	1	-60%
SW 橡胶	646	636	-2%	36	33	-9%
SW 炭黑	66	60	-9%	5	-1	-113%
SW 其他橡胶制品	53	57	8%	8	8	3%
SW 轮胎	527	518	-2%	23	25	12%

资料来源：Wind，东兴证券研究所

价格和库存是强相关指标。本轮化工品补库存周期起始于 2016 年 7 月，根据通常 40 个月左右的库存周期长度，推测 2019 年年底前后步入被动去库存阶段，在供给侧改革及下游地产景气等多重政策调控作用下本轮周期预计较前几轮周期长度有所拉长；今年以来，虽然 2019 年 3/4 月份库存数据有所反复，但结合当前价格和需求情况、判断当前整体处于主动去库存阶段，可能会与今年年底或明年上半年完成库存去化；由于化工行业资本开支数据表明供给已有明显增加，而制造业整体固定资产投资上半年累计同比+3%、几乎仅为维持折旧摊销范畴的资本开支，化工行业和整体制造业的固投剪刀差说明化工行业供需还处于边际，没有需求配合的情况下预计下一轮库存周期上升期强度不如本轮。

图 12：化工行业目前整体处于主动去库存阶段，时间长度上来看 19 年底前后有望进入被动去库存阶段

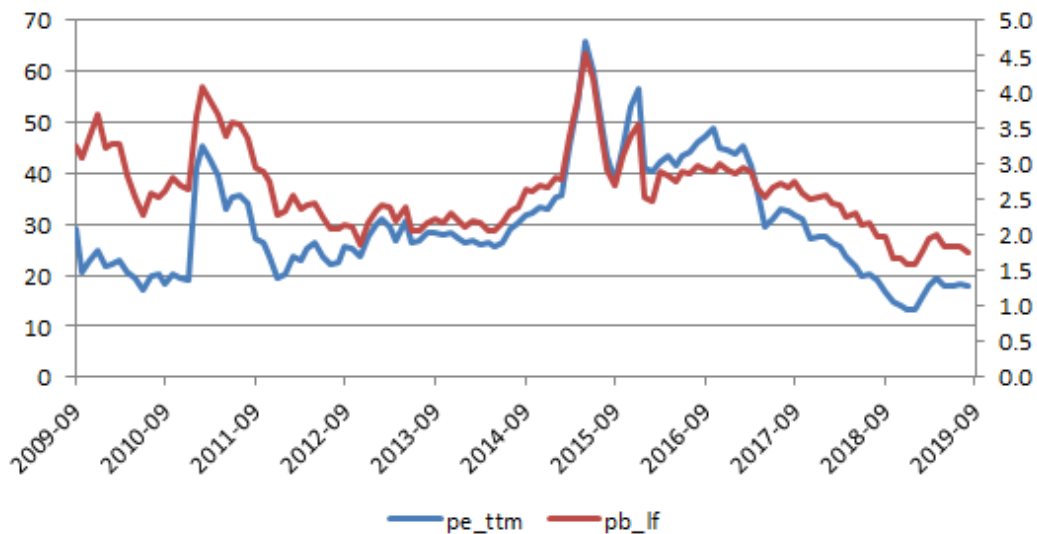


资料来源：Wind，东兴证券研究所

## 2. 估值水平已反应悲观预期，看好三条主线

我们看到，截止 2019 年 8 月 30 日，化工板块市盈率 17.77、市净率 1.74，均处于近 10 年以来的底部，我们认为板块整体估值从 2017 年开始持续下滑至今，对行业盈利周期的回落预期已有较为充分的反应；展望后续，2015 年的行业景气底部是地产、产能和库存等多重周期的共振低点，后续景气判断不宜以 2015 年的极端情况作为参照，在国内环保压力仍存、上游原油价格尚有支撑、下游汽车行业有望反转等因素下，化工产品价格虽然可能尚未达拐点、但预计已至中长期底部区域，行业整体景气再下滑的空间较为有限，板块指数整体的安全边际较高。

图 13：化工板块估值处于近 10 年来底部



资料来源：Wind，东兴证券研究所

后续我们建议化工行业投资围绕以下三条主线：

(1) 行业优质龙头：在此前的 3 年供给侧改革、环保高压主导的行业盈利修复后，化工品整体在环保和供给边际宽松、内需不振且贸易摩擦致外需低迷主导下景气下行压力增加，处于成本曲线左侧的企业在景气低点仍能获得稳定盈利、以量换价市占率继续提升，因此具备逆势扩张战略眼光和资金实力禀赋的龙头更易穿越周期，对比小企业或落后产能在景气高低切换过程中的“退三进一”、龙头企业常能“空中加油”，同时国内化工行业仍然及其分散、位列国资委重点推进央企的并购重组的四个行业之一，行业龙头继续做大做强将是未来行业的主旋律。持续推荐华鲁恒升、龙蟒佰利、万华化学、新和成、浙江龙盛、安迪苏、安道麦、恒力石化、中油工程等。

(2) 偏下游消费以及精细化工板块：受益于上游基础原材料价格回落以及行业格局的优化，预计后续化工产业链中的净利润将更多地偏向下游方向分配；通过自下而上的方式可在精细化工板块挖掘出较多投资机会，是否具备突破单一产品市场空间有限的限制，是衡量精细化工企业发展潜力的核心考量。技术的可累计性及可拓展性，以及通过产业链的深度一体化建立成本上的显著优势，都是精细化工企业做大做强的可行途径。偏下游消费重点关注轮胎、改性塑料和复合肥子行业，推荐轮胎龙头玲珑轮胎、受益于三磷整治的复合肥新洋丰，建议关注金发科技；成长性较高的精细化工板块推荐中旗股份、利安隆、广信股份、苏博特、百傲化学等。

(3) 电子化学品新材料板块：由于下游产业向国内转移，以及对于贸易摩擦下高端产品进口前景的担心，预计电子化学品的国产化将持续提速。随着半导体材料中靶材、CMP 抛光垫、湿电子化学品，以及液晶材料中高端混晶的制造等实现技术突破，我国企业在高附加值产品中的渗透率预计提升。推荐万润股份，建议关注国瓷材料、鼎龙股份等。

### 3. 风险提示

(1) 环保压力大幅放松；(2) 宏观经济下滑超预期。

## 分析师简介

### 罗四维

化工行业首席分析师，周期组组长。清华大学化学工程学士，美国俄亥俄州立大学化学工程博士，CFA 持证人，3 年化工实业经验。多家国际一流学术期刊审稿人，著有国内外专利 5 项，国际一流学术期刊署名论文 10 余篇，累计被引用次数近千次。2017 年 7 月加入东兴证券研究所。

### 张明烨

清华大学化学工程学士、工业催化与反应工程硕士，3 年化工实业经验，2015 年起从事化工行业研究工作，2017 年加入东兴证券研究所。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

## 风险提示

本证券研究报告所载的信息、观点、结论等内容仅供投资者决策参考。在任何情况下，本公司证券研究报告均不构成对任何机构和个人的投资建议，市场有风险，投资者在决定投资前，务必要审慎。投资者应自主作出投资决策，自行承担投资风险。

## 免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已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，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我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头寸并进行交易，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。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

## 行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5%~15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5%~+5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。