

19H1 营收小幅下降，盈利水平大幅下滑

——化工 2019 中报业绩综述

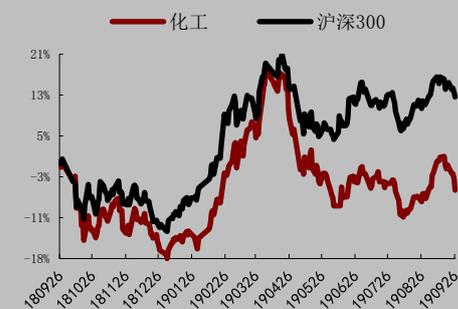
同步大市（维持）

日期：2019 年 09 月 27 日

投资要点：

- **2019H1 板块业绩呈下滑趋势，行业整体盈利能力大幅下滑。** 2019H1 年上半年中信基础化工行业实现整体营业总收入和归母净利润分别为 7128.63 亿、503.22 亿元，同比下滑 0.83% 和 25.57%，对比过去 2011-2018 年的营收及净利润水平，2019H1 年营收和净利润水平的同比增速处于历史低位，自 2014 至今首次出现负增长。2019H1 基础化工 ROE 为 5.10%，同比增长 -27.63%，从 2011 年至今的半年报 ROE 水平来看相对仍处于相对高位，不过自 2017 至今首次出现负增长。2018 资产负债率为 50.79%，处于历史低点，不过较 2018 年有所上升。
- **2019Q2 行业营收实现增长，盈利能力持续下滑。** 2019Q2 季度中信基础化工行业实现整体营业总收入为 3750.21 亿元，同比增长 3.61%，营收小幅增加，归母净利润为 266.69 亿元，同比减少 19.77%，盈利能力持续下滑。从二级板块 2019Q2 来看，合成纤维及树脂、化学原料和化学制品板块均实现营收正增长，同比分别为 25%、2.6% 和 6.31%，农化板块营收增速呈下降趋势，为 -3.04%；从净利润来看，2019H1 仅合成纤维及树脂板块同比增长，其他三个子版块均呈现下滑态势，分别为农用化工（-29.13%）、化学原料（-31.4%）、化学制品（-2.9%）。
- **投资策略：** 2019H1 年上半年基础化工行业整体营收和盈利水平下降，行业景气度高位回落；分板块来看，仅合成纤维及树脂维持营收和盈利正增长，农化板块营收和盈利水平都呈负增长，农化市场整体萎靡，价格中枢下降；三级版块中涤纶、民爆、氯碱、磷化工等子板块表现较为亮眼；短期来看，行业整体估值水平处于低位，行业下行空间有限，长期来看，随着国内环保趋严，行业加速整合，资源向具有一体化优势的龙头企业集中是大势所趋。建议关注三条主线：1. 建议关注具备园区产业链一体化优势的优质化工龙头，原因是化工产业的集中化，企业园区规模化以及数量的减少是大势；2. 建议关注农药板块，短期来看，环保整治力度是维持高压，农药作为高污染企业，原药和中间体等停产企业限产增多，建议持续关注确定性受益的农药龙头。3. 建议关注涉及 5G 通信、半导体、OLED 概念的化工新材料龙头。逻辑是应用于电子、计算机等新兴领域的新材料行业处在高速成长期，将充分受益 5G、通信等带来的市场容量。
- **风险因素：** 环保持续高压、中美贸易摩擦升级、全球经济增速放缓。

化工行业相对沪深 300 指数表



数据来源：WIND, 万联证券研究所

数据截止日期：2019 年 09 月 26 日

相关研究

万联证券研究所 20190916_行业周观点_AAA_沙特石油设施遭袭，短期利好油价上涨

分析师： 陈雯

执业证书编号：S0270519060001

电话：18665372087

邮箱：chenwen@wlzq.com.cn

研究助理： 黄侃

电话：18818400628

邮箱：huangkan@wlzq.com.cn

目录

一、基础化工行业整体业绩回顾.....	4
二、农用化工：2019H1 业绩同比略微下滑，盈利能力大幅下滑.....	10
三、化学原料：19 年 H1 营收同比小幅增长，盈利能力下降.....	12
四、合成纤维及树脂：2019H1 营收同比小幅增长，盈利能力持续强劲.....	14
五、化学制品：2019H1 营收增速放缓，盈利能力下降.....	16
六、投资策略.....	18
七、风险提示.....	18
图表 1：2011-2019H1 基础化工行业总营收及同比增速.....	4
图表 2：2011-2019H1 基础化工行业归母净利润及同比增速.....	4
图表 3：2011-2019H1 基础化工行业 ROE 及同比增速.....	4
图表 4：2011-2019H1 基础化工行业资产负债率及同比增速.....	5
图表 5：2011Q2-2019Q2 季度基础化工行业单季度营收及同比增速.....	5
图表 6：2011Q2-2019Q2 季度基础化工行业单季度净利润及同比增速.....	6
图表 7：2011-2019H1 合成纤维及树脂营收及同比增速.....	6
图表 8：2011-2019H1 合成纤维及树脂归母净利润（亿元）.....	6
图表 9：2011-2019H1 农用化工总营收及同比增速.....	7
图表 10：2011-2019H1 农用化工归母净利润（亿元）.....	7
图表 11：2011-2019H1 化学制品总营收及同比增速.....	7
图表 12：2011-2019H1 化学制品归母净利润（亿元）.....	7
图表 13：2011-2019H1 化学原料总营收及同比增速.....	8
图表 14：2011-2019H1 化学原料归母净利润（亿元）.....	8
图表 15：2011-2019 Q2 二级板块营业收入（亿元）.....	8
图表 16：2011-2019Q2 二级板块营收同比增速（%）.....	8
图表 17：2011-2019Q2 二级板块净利润收入（亿元）.....	9
图表 18：2011-2019Q2 二级板块净利润同比增速（%）.....	9
图表 19：2011Q2-2019Q2 季度基础化工行业单季度净利润及同比增速.....	9
图表 20：农用化工板块 H1 营收及其同比增速.....	10
图表 21：农用化工板块 H1 净利润及其同比增速.....	10
图表 22：农用化工板块 H1 三费占营收比重情况（%）.....	11
图表 23：2011-2019H1 农化三级子版块营收（亿）.....	11
图表 24：2011-2019H1 农化三级子版块营收同比增幅（%）.....	11
图表 25：化学原料板块 H1 营收及其同比增速.....	12
图表 26：化学原料板块 H1 净利润及其同比增速.....	12
图表 27：化学原料板块 H1 三费占营收比重情况（%）.....	12
图表 28：化学原料三级子版块营收（亿）.....	13
图表 29：化学原料三级子版块营收同比增速（%）.....	13
图表 30：合成纤维及树脂板块 H1 营收及其同比增速.....	14
图表 31：合成纤维及树脂板块 H1 净利润及其同比增速.....	14
图表 32：合成纤维及树脂板块三费占营收比重（%）.....	15
图表 33：合成纤维及树脂三级子版块营收（亿）.....	15
图表 34：合成纤维及树脂各子版块营收同比增幅（%）.....	15
图表 35：化学制品板块 H1 营收及其同比增速.....	16

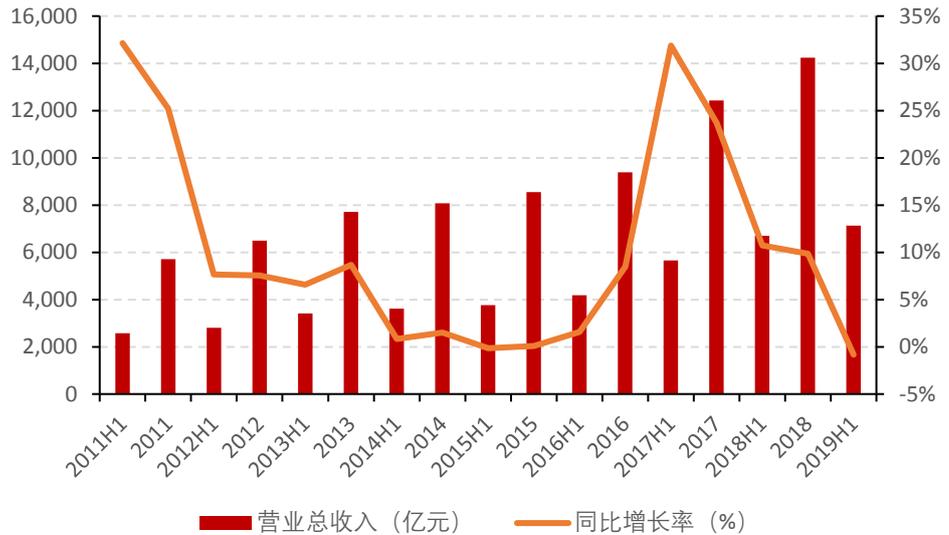
图表 36: 化学制品板块 H1 净利润及其同比增速	16
图表 37: 化学制品板块三费占营收比重 (%)	16
图表 38: 化学制品各子版块营收 (亿)	17
图表 39: 化学制品各子版块营收同比增幅 (%)	17

万联证券

一、基础化工行业整体业绩回顾

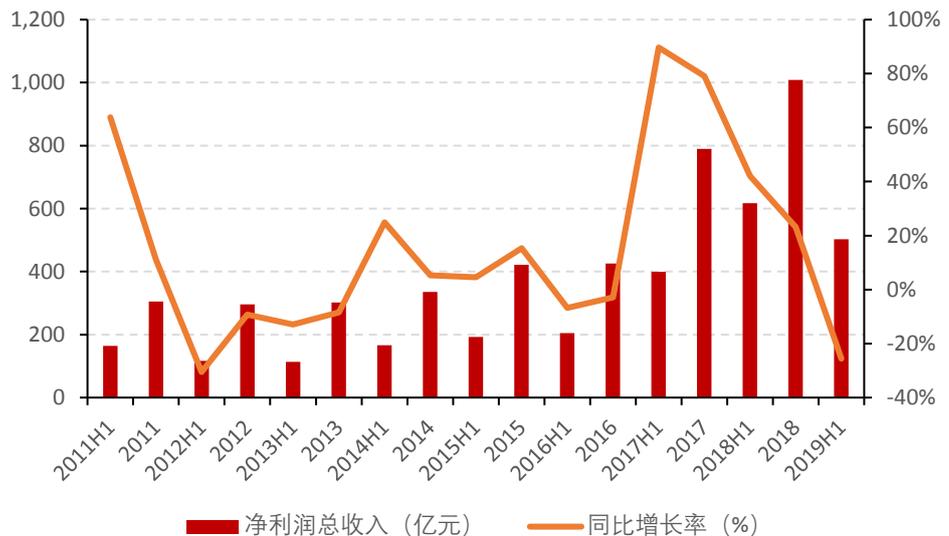
2019H1年上半年中信基础化工行业实现整体营业总收入和净利润分别为7128.63亿、503.22亿元，同比下降0.83%和25.57%，对比过去2011-2018年的营收及净利润水平，2019H1年营收和净利润水平的同比增速处于历史低位，自2014至今首次出现负增长。2019H1基础化工ROE为5.10%，同比增长-27.63%，从2011年至今的半年报ROE水平来看相对仍处于相对高位，不过自2017至今首次出现负增长。2018资产负债率为50.79%，处于历史低点，不过较2018年有所上升。

图表 1：2011-2019H1 基础化工行业总营收及同比增速



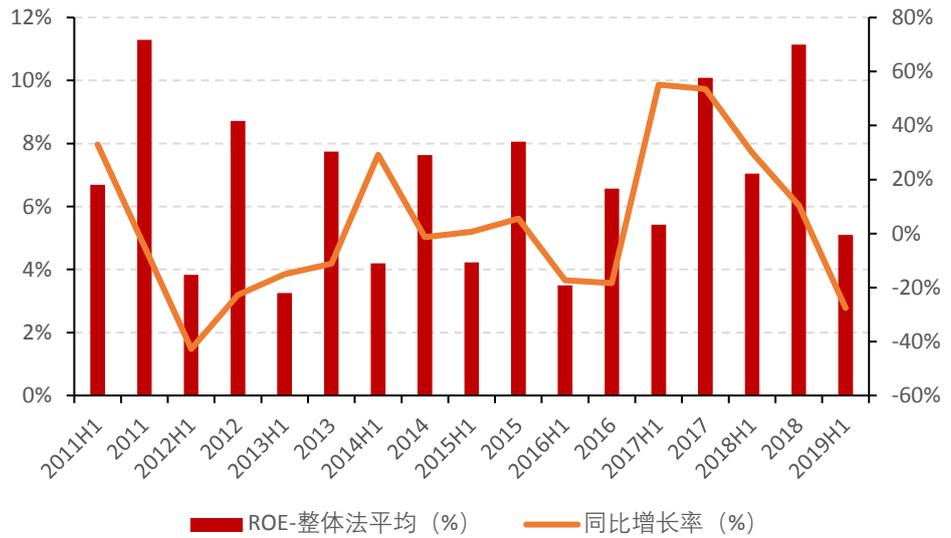
资料来源：iFind, 万联证券研究所

图表 2：2011-2019H1 基础化工行业归母净利润及同比增速



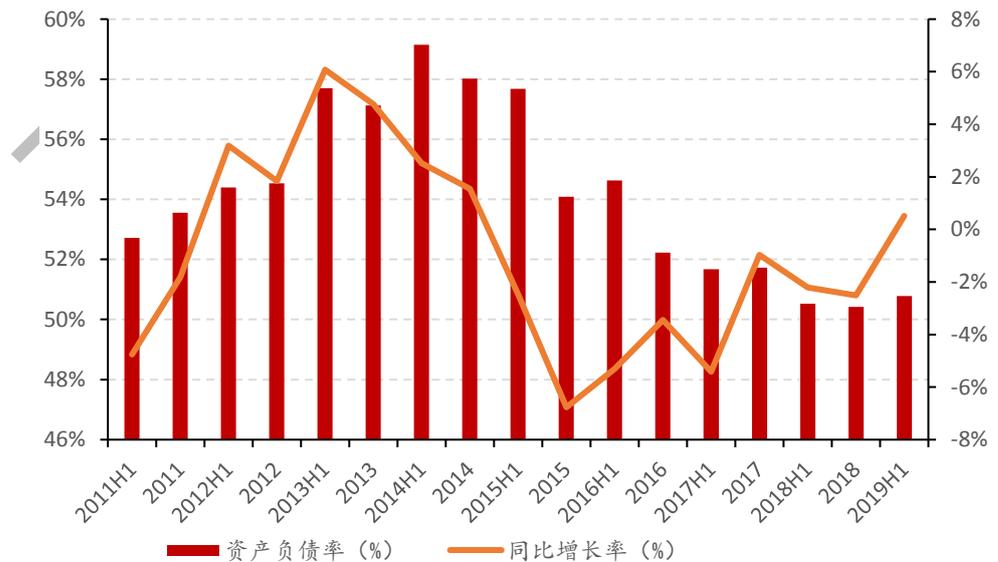
资料来源：iFind, 万联证券研究所

图表 3：2011-2019H1 基础化工行业 ROE 及同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

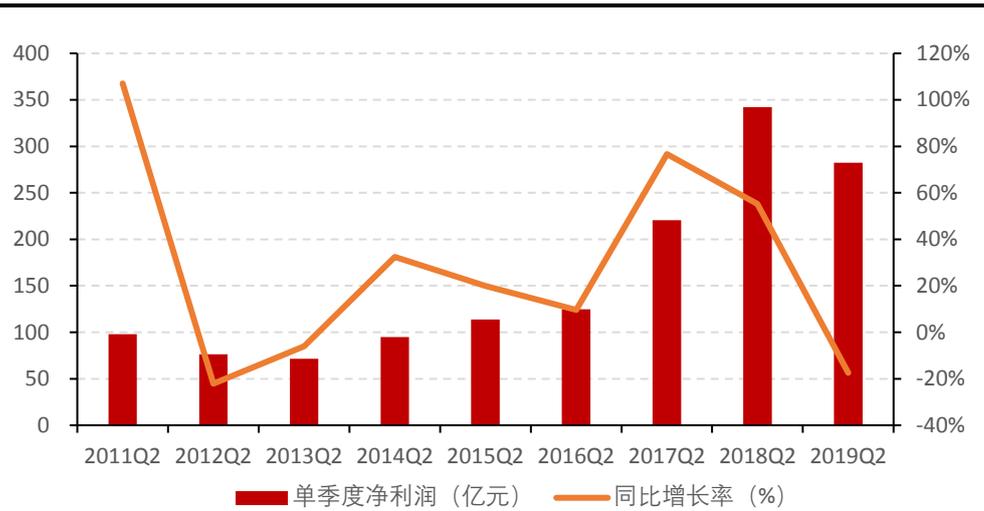
图表 4: 2011-2019H1 基础化工行业资产负债率及同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

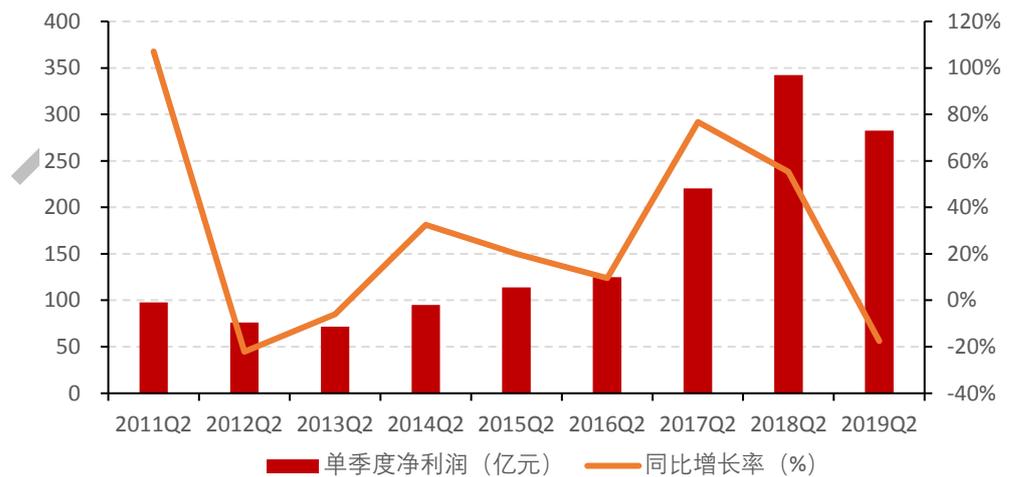
分季度来看, 2019Q2 中信基础化工行业实现营业收入 3,750.21 亿, 同比增加 3.74%, Q2 实现净利润 282.41 亿, 同比减少 17.48%, 环比增加 14.45%。从 2011 至今的数据来看, 2019 年 Q2 的营收及净利润水平处于历史的相对低位, 主要受 2018 年以来的中美贸易摩擦影响。

图表 5: 2011Q2-2019Q2 季度基础化工行业单季度营收及同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表 6: 2011Q2-2019Q2 季度基础化工行业单季度净利润及同比增速

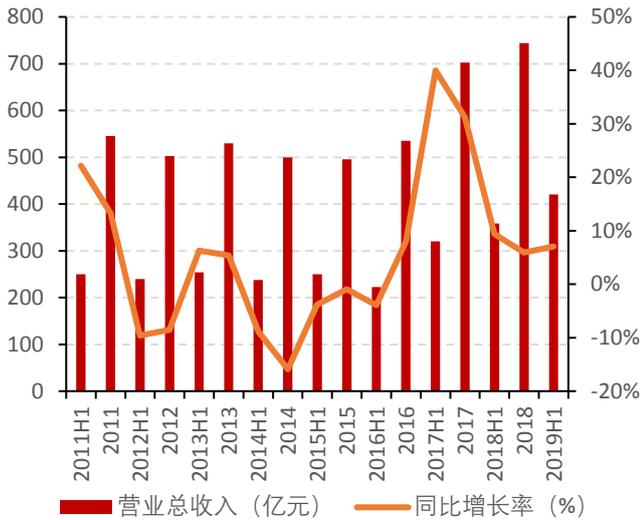


资料来源: iFind, 万联证券研究所

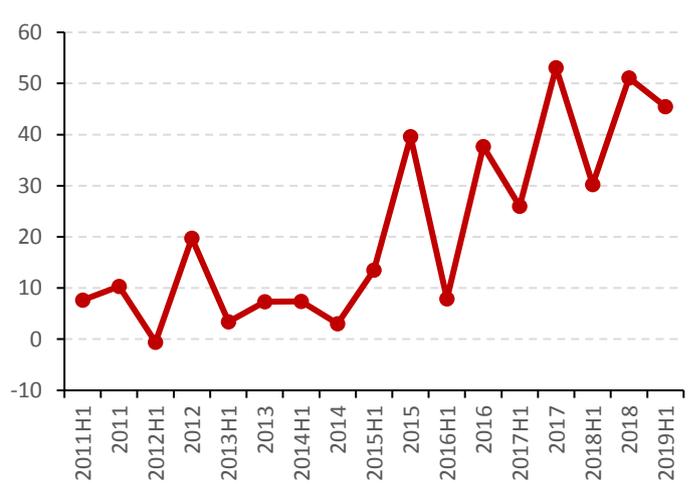
从二级板块来看, 2019H1四大子版块:其中合成纤维及树脂和化学原料实现营业收入同比增长7.05%和4.7%, 农用化工和化学制品板块实现营业收入同比减少-1.4%和-6.34%; 净利润方面, 2019H1合成纤维及树脂板块归母净利润为45.50亿元, 同比增加39.58%, 农用化工、化学制品和化学原料板块归母净利润分别为95.51亿元、187.65亿元和174.12亿元, 同比2018H1减少40.66%、12%和35.17%。

图表 7: 2011-2019H1 合成纤维及树脂营收及同比增速

图表 8: 2011-2019H1合成纤维及树脂归母净利润(亿元)



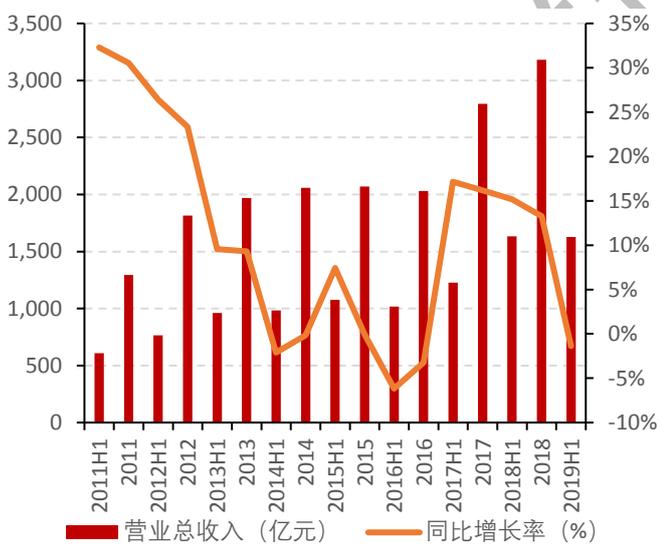
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



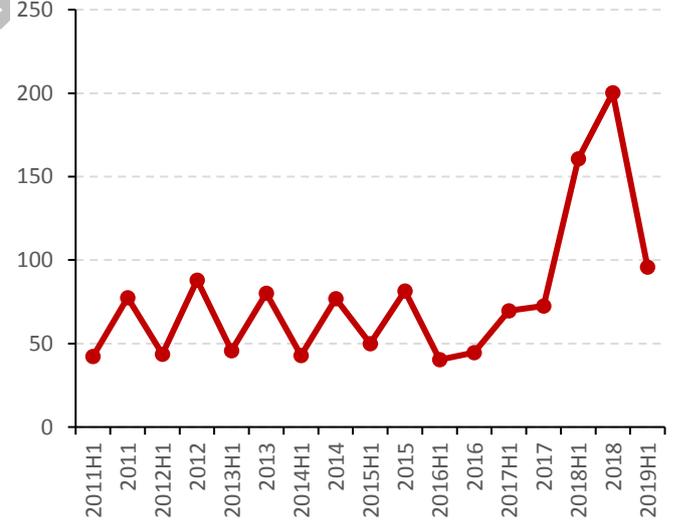
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 9: 2011-2019H1 农用化工总营收及同比增速

图表 10: 2011-2019H1 农用化工归母净利润 (亿元)



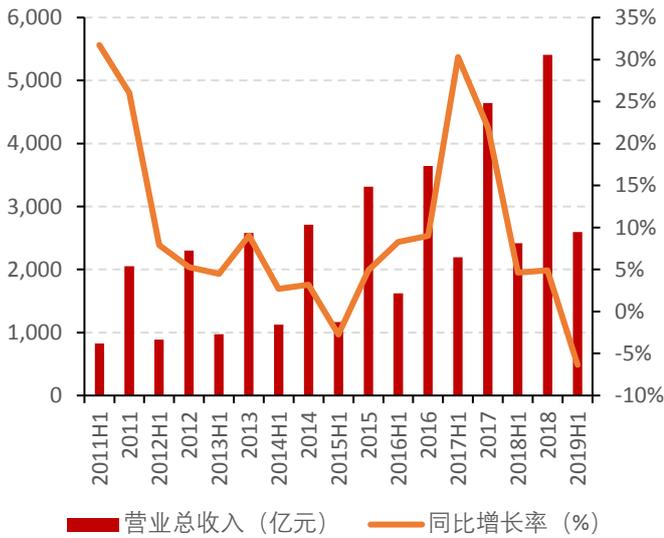
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



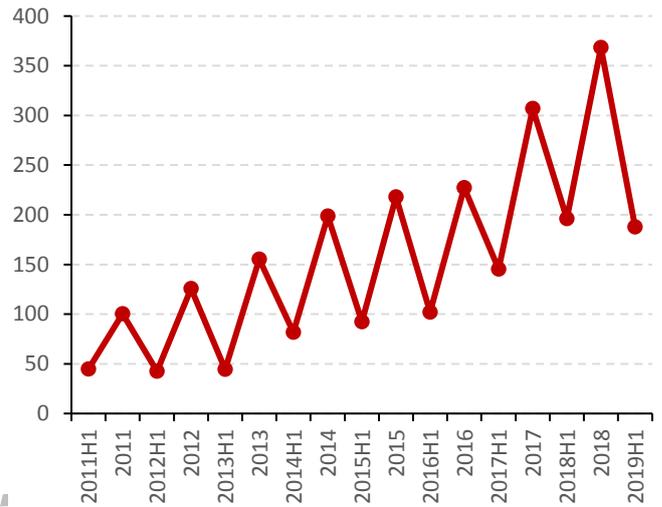
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 11: 2011-2019H1 化学制品总营收及同比增速

图表 12: 2011-2019H1 化学制品归母净利润 (亿元)



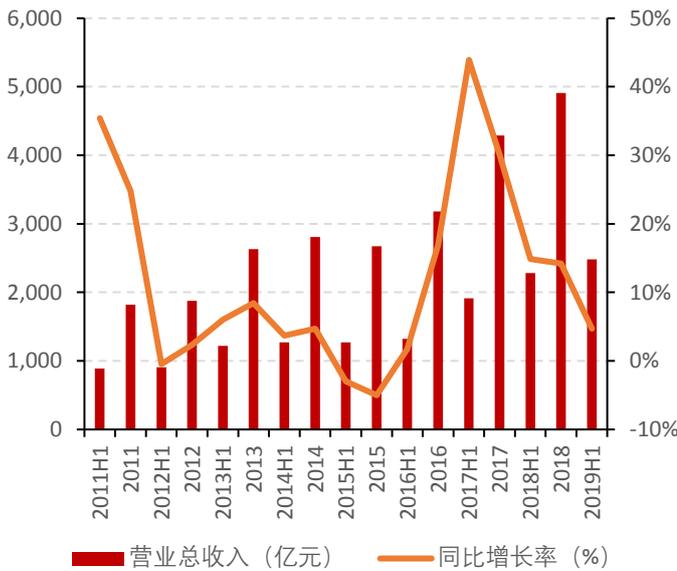
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 13: 2011-2019H1 化学原料总营收及同比增速

图表 14: 2011-2019H1 化学原料归母净利润 (亿元)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

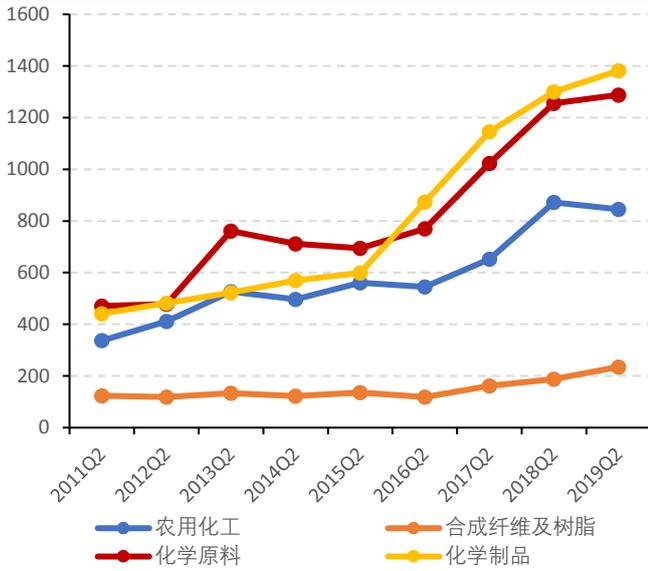


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

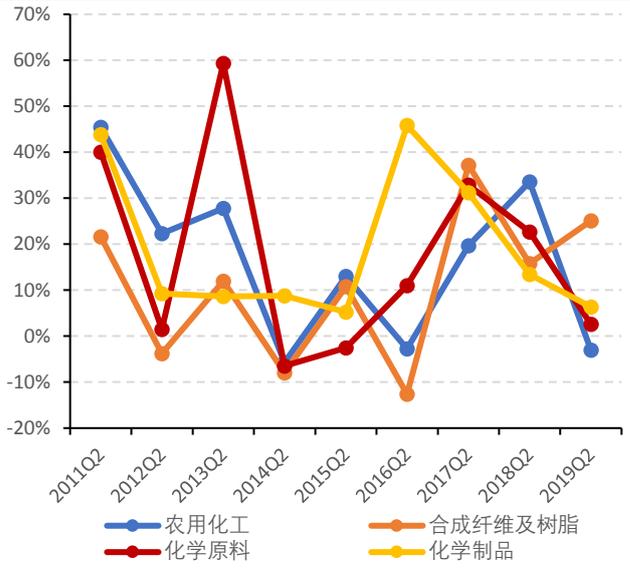
从二级板块2019Q2来看,合成纤维及树脂、化学原料和化学制品板块均实现营收正增长,同比分别为25%、2.6%和6.31%,农化板块营收增速呈下降趋势,为-3.04%;从净利润来看,2019H1仅合成纤维及树脂板块同比增长,其他三个子版块均呈现下滑态势,分别为农用化工(-29.13%)、化学原料(-31.4%)、化学制品(-2.9%)。

图表 15: 2011-2019 Q2 二级板块营业收入 (亿元)

图表 16: 2011-2019Q2 二级板块营收同比增速 (%)



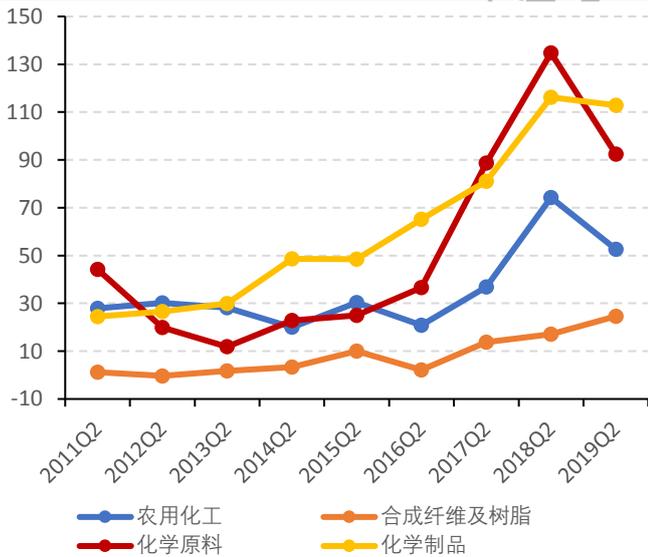
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



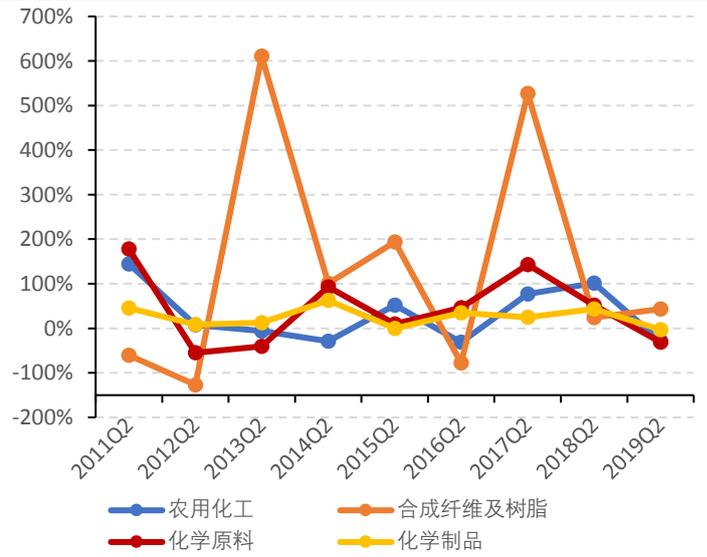
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图 17: 2011-2019Q2 二级板块净利润收入 (亿元)

图 18: 2011-2019Q2 二级板块净利润同比增速 (%)



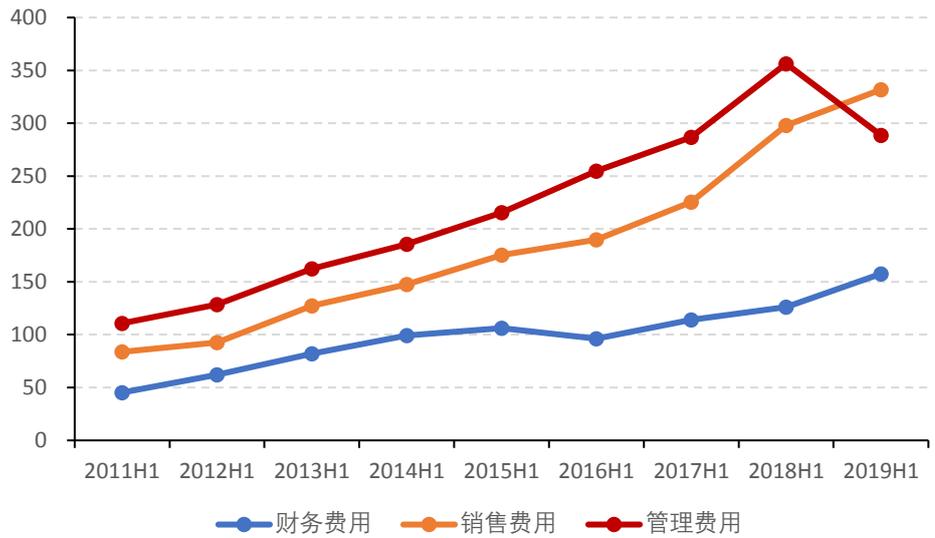
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

另外, 2019H1 基础化工板块管理费用较 2018H1 有大幅下滑, 从 356.37 亿元下滑至 288.56 亿元, 销售费用为 331.80 亿, 财务费用为 126.25 亿, 较去年有较大涨幅。

图 19: 2011Q2-2019Q2 季度基础化工行业单季度净利润及同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

二、农用化工：2019H1 业绩同比略微下滑，盈利能力大幅下滑

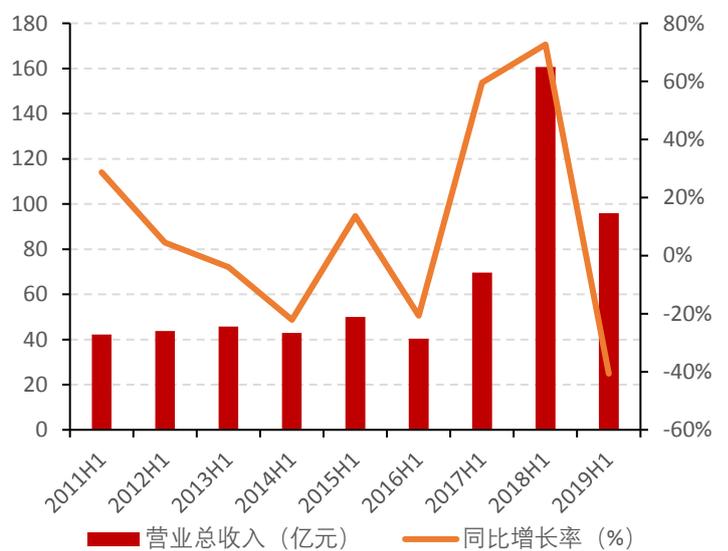
2019H1 农用化工板块实现营收1628.00亿元，同比下降1.4%，实现净利润95.95亿元，同比减少40.66%，农化板块盈利能力大幅下滑。整体来看，农化板块在2018年营收和盈利水平达到周期性高点，2019H1 农化市场持续走弱，产品价格中枢逐渐下降，盈利水平大幅下滑。

图表 20：农用化工板块H1营收及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

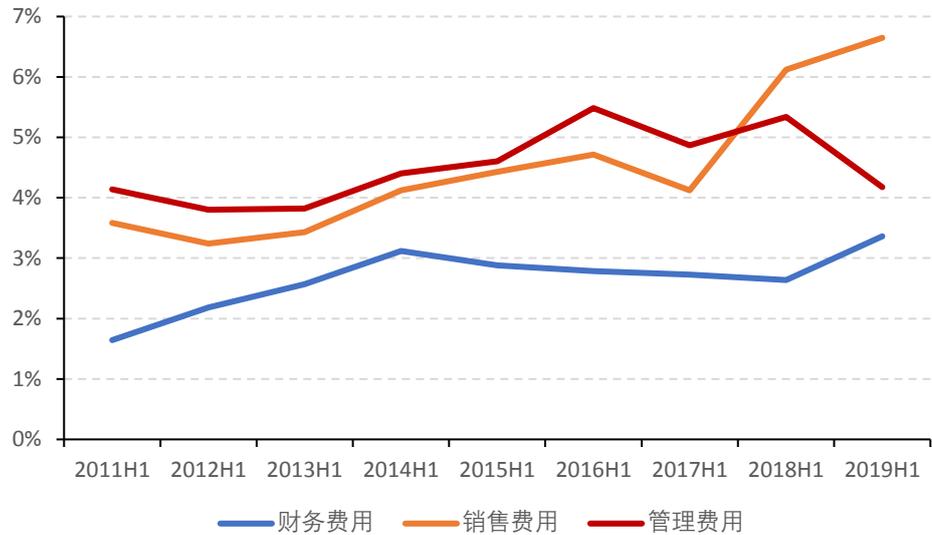
图表 21：农用化工板块H1净利润及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从三费来看，2019H1 销售费用、财务费用占营收比重增加，分别由2018H1 的6.12%、2.63%增加至6.65%、3.36%，管理费用占比减少，由2018H1 的5.34%降低至4.18%。整体上来看板块的财务费用和销售费用是呈上升趋势，而管理费用近五年来是呈下降趋势。

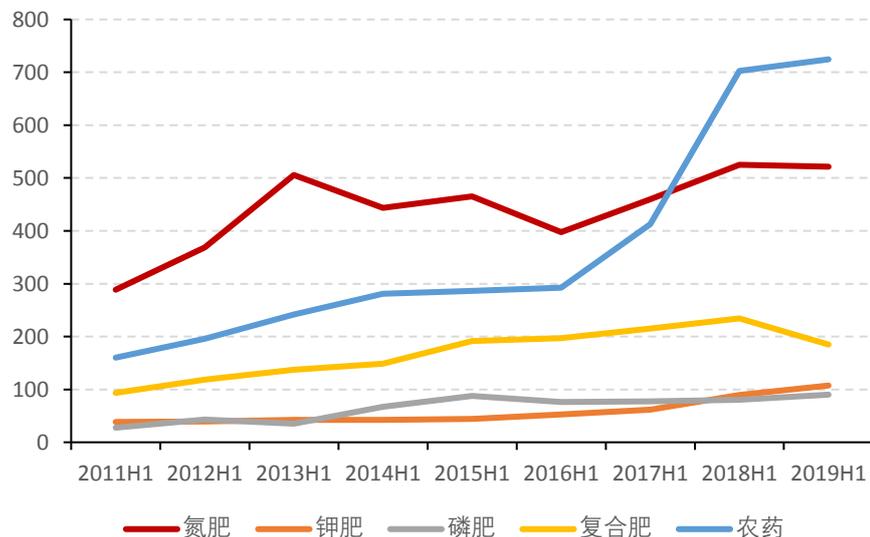
图表 22: 农用化工板块H1三费占营收比重情况 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

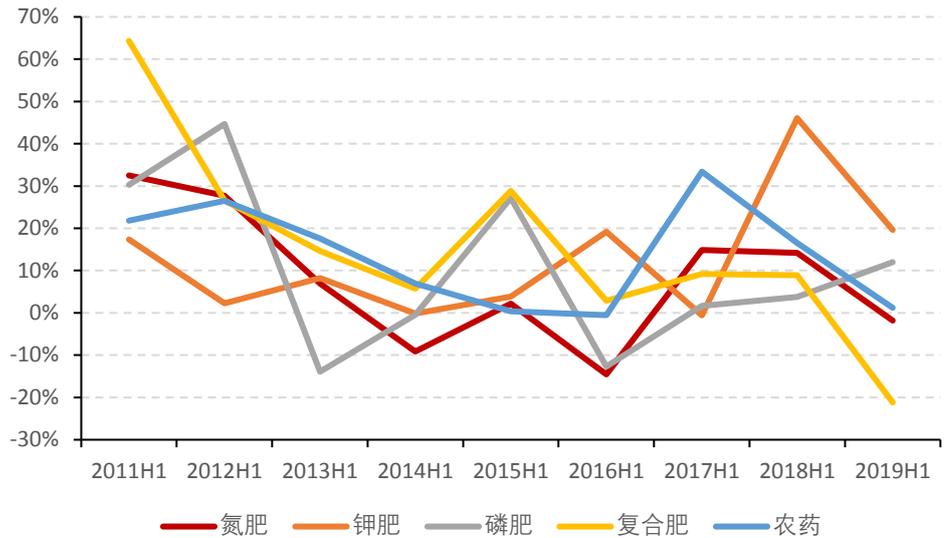
从三级子版块来看, 2019H1钾肥、磷肥、农药实现营收正增长, 钾肥、磷肥涨幅较大, 同比增加19.64%和11.98%, 农药增幅较小; 复合肥、氮肥2019H1营收同比2018H1下滑, 分别同比下滑21.17%、1.81%。

图表 23: 2011-2019H1农化三级子版块营收 (亿)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表 24: 2011-2019H1 农化三级子版块营收同比增幅 (%)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

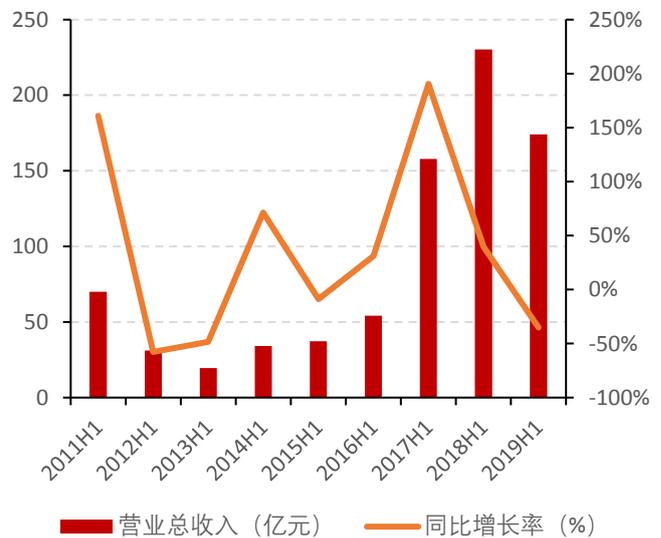
三、化学原料：19 年 H1 营收同比小幅增长，盈利能力下降

化学原料板块2019H1实现营收2483.18亿元,较18H1年上升4.7%;净利润为174.12亿,同比减少35.12%。整体来看,农化板块营收持续增长,近三年行业盈利能力大幅增强。

图表 25: 化学原料板块H1营收及其同比增速



图表 26: 化学原料板块H1净利润及其同比增速

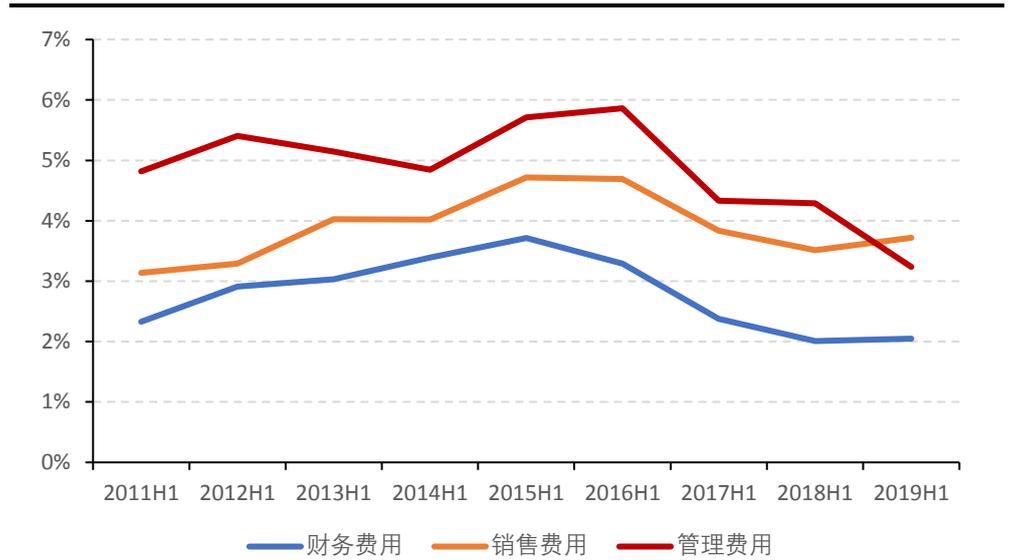


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从三费来看,2019H1 销售费用、财务费用占营收比重小幅增加,分别由 2018H1 的 3.51%、2.01%增加至 3.72%、2.05%,管理费用占比减少,由 2018H1 的 4.29%降低至 3.24%。整体上来看板块的三费占营收比重近五年来是呈下降趋势。

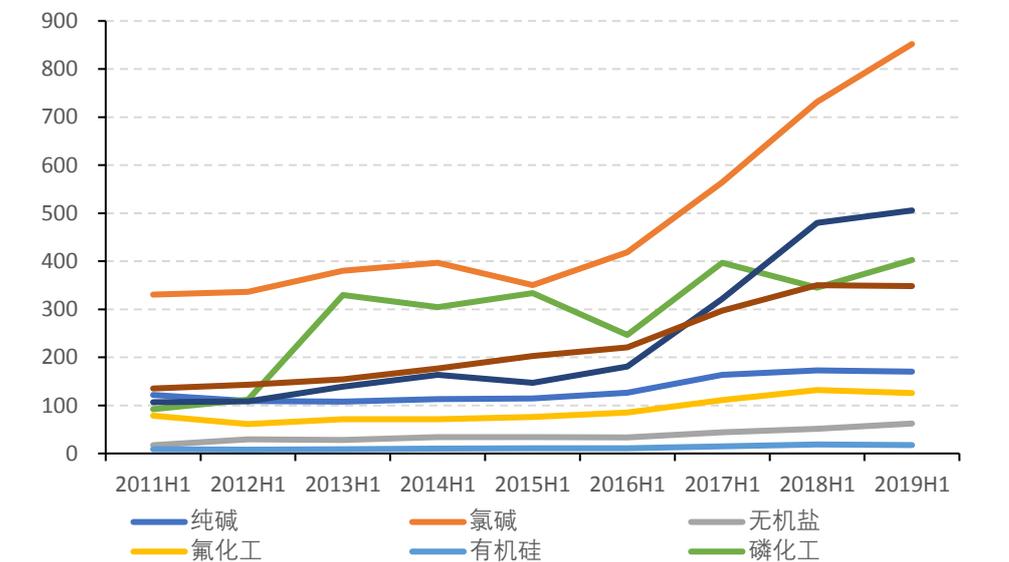
图表 27: 化学原料板块 H1 三费占营收比重情况 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

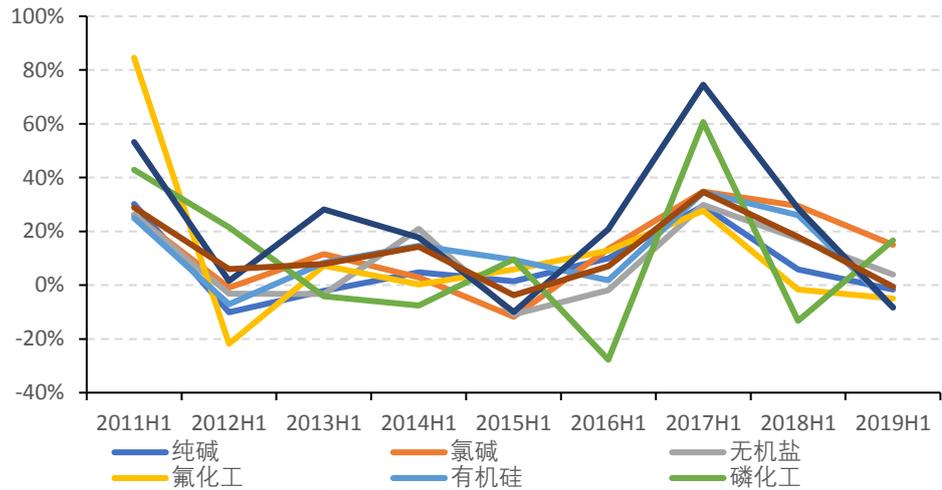
从三级子版块来看, 2019H1 氯碱、无机盐、磷化工子版块业绩较 2018H1 同比增加, 氯碱以及磷化工具有较大涨幅, 增幅分别为 15.02%、3.90%和 16.63%, 纯碱、氟化工、有机硅、聚氨酯以及其他化学原料板块营收较 18H1 下滑, 分别为-1.65%、-5.02%、-8.33%、-8.36%和-0.61%。

图表 28: 化学原料三级子版块营收 (亿)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表 29: 化学原料三级子版块营收同比增速 (%)

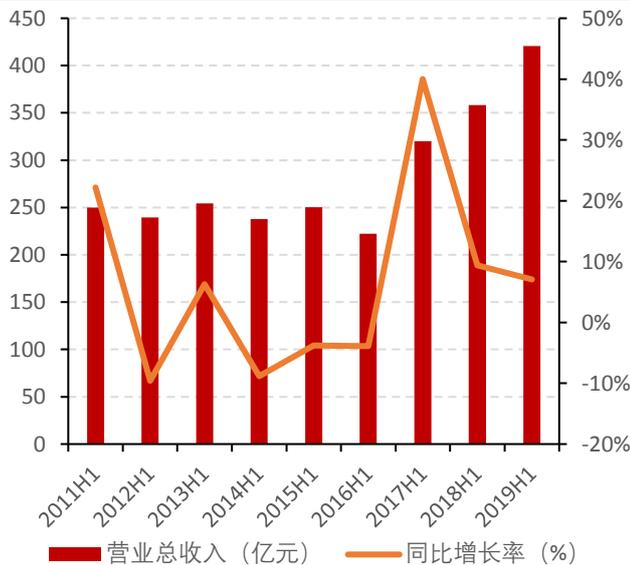


资料来源: iFind, 万联证券研究所

四、合成纤维及树脂: 2019H1 营收同比小幅增长, 盈利能力持续强劲

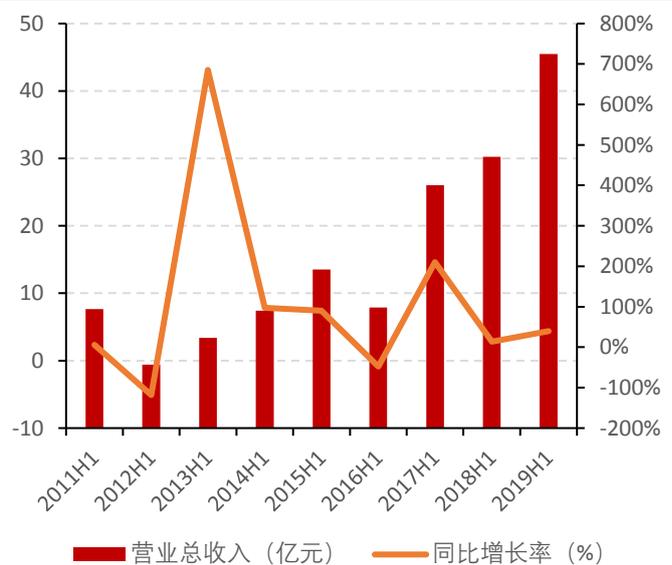
合成纤维及树脂板块 2019H1 实现营收 420.56 亿元, 较 2018H1 增长 7.05%; 净利润为 45.50 亿元, 同比增长 39.59%。整体来看, 从 2016 年至今, 合成纤维及树脂板块的营收持续增加, 盈利能力在不断加强。

图表 30: 合成纤维及树脂板块H1营收及其同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

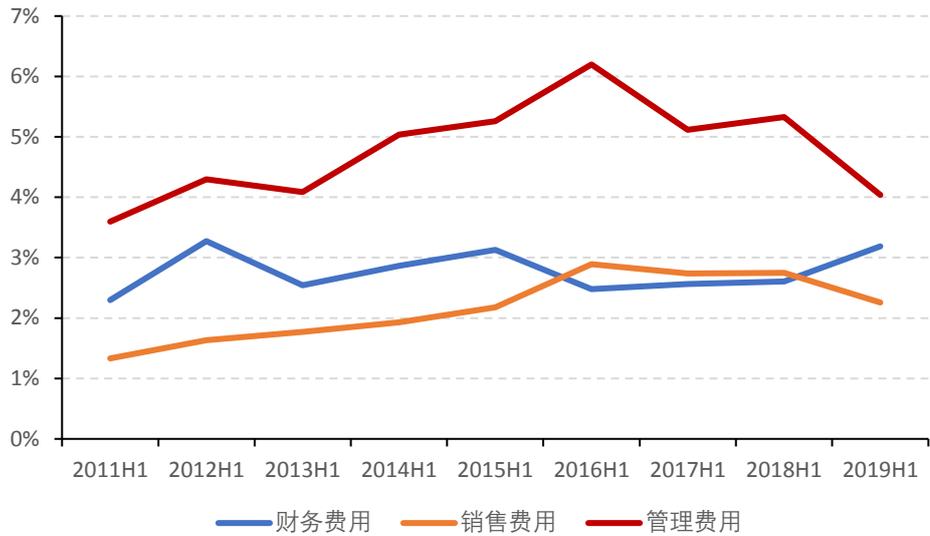
图表 31: 合成纤维及树脂板块 H1 净利润及其同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

从三费来看, 2019H1 销售费用、管理费用占营收比重减少, 分别由 2018H1 的 2.75%、5.33% 增加至 2.25%、4.04%, 财务费用占比增加, 由 2018H1 的 2.61% 增长至 3.19%。整体上来看板块的三费占营收比重近五年来是呈下降趋势。

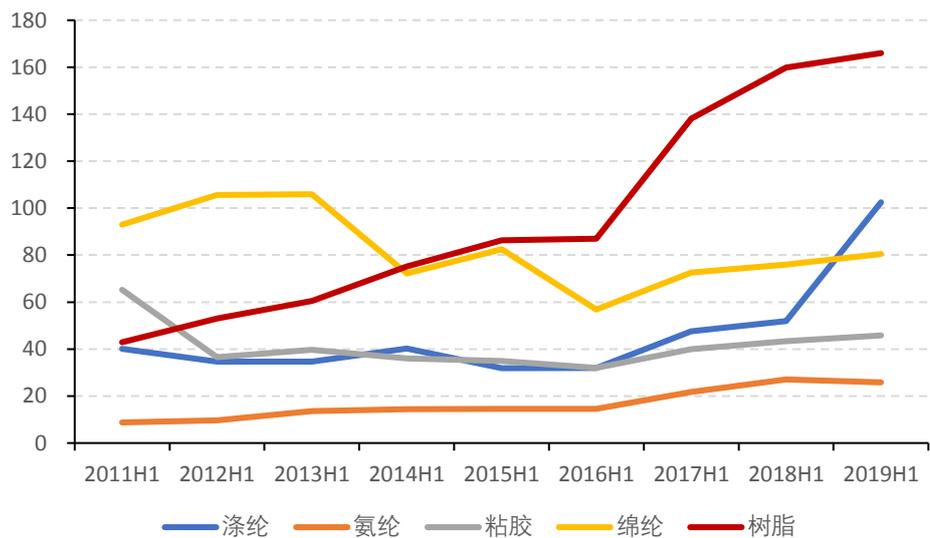
图表 32: 合成纤维及树脂板块三费占营收比重 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

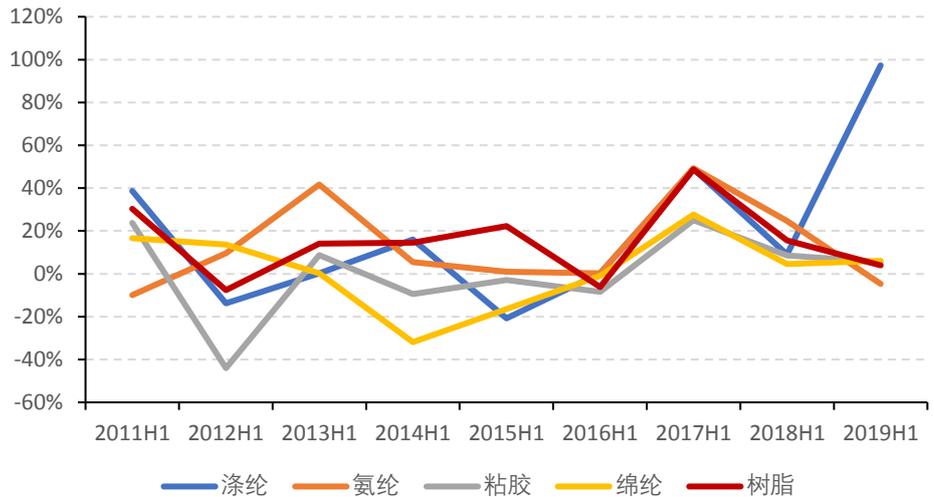
从三级子版块来看, 2019H1 合成纤维及树脂子版块营收除了氨纶下滑(由 27.07 亿元降至 25.82 亿元)外, 涤纶、粘胶、锦纶、树脂板块营收同比 2018H1 营收增长, 涤纶涨幅最大, 由 51.94 亿元增长至 102.47 亿元, 涨幅为 97.31%; 粘胶、锦纶、树脂子版块 2019H1 营收分别为 45.78 亿元、80.49 亿元、165.98 亿元, 同比增长 5.46%、6.04%、3.89%。

图表 33: 合成纤维及树脂三级子版块营收 (亿)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表 34: 合成纤维及树脂各子版块营收同比增幅 (%)

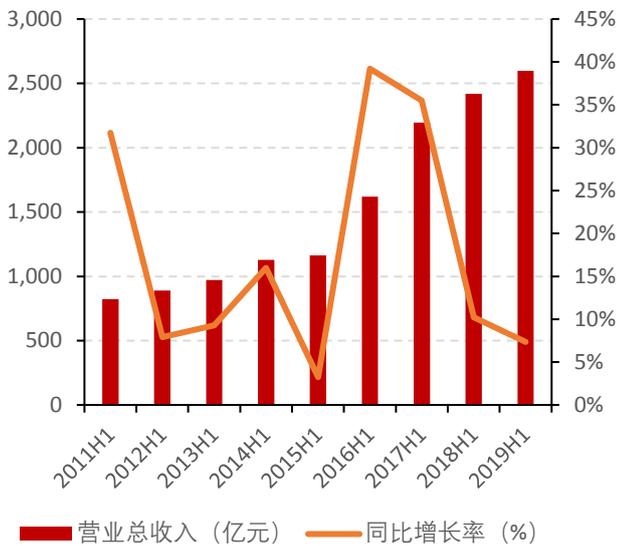


资料来源: iFind, 万联证券研究所

五、化学制品：2019H1 营收增速放缓，盈利能力下降

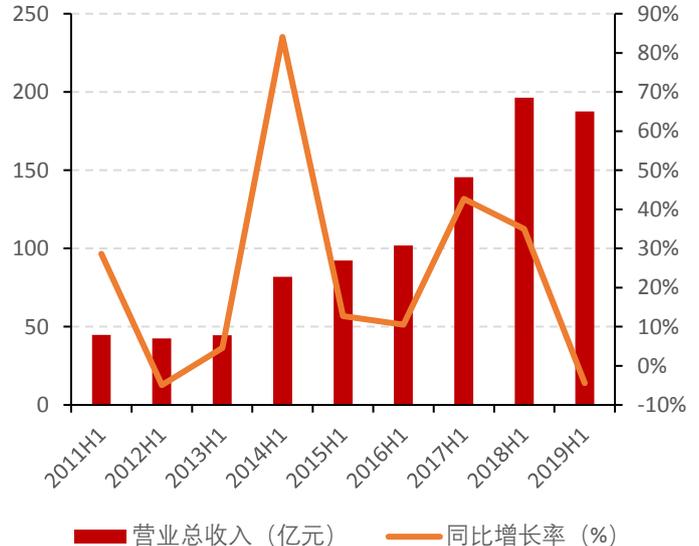
化学制品板块 2019H1 实现营收 2596.88 亿元, 同比增长 7.37%; 净利润为 187.65 亿, 同比降低 4.4%。盈利能力下降。整体来看板块营收增速下降, 盈利能力下滑。

图表 35: 化学制品板块H1营收及其同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

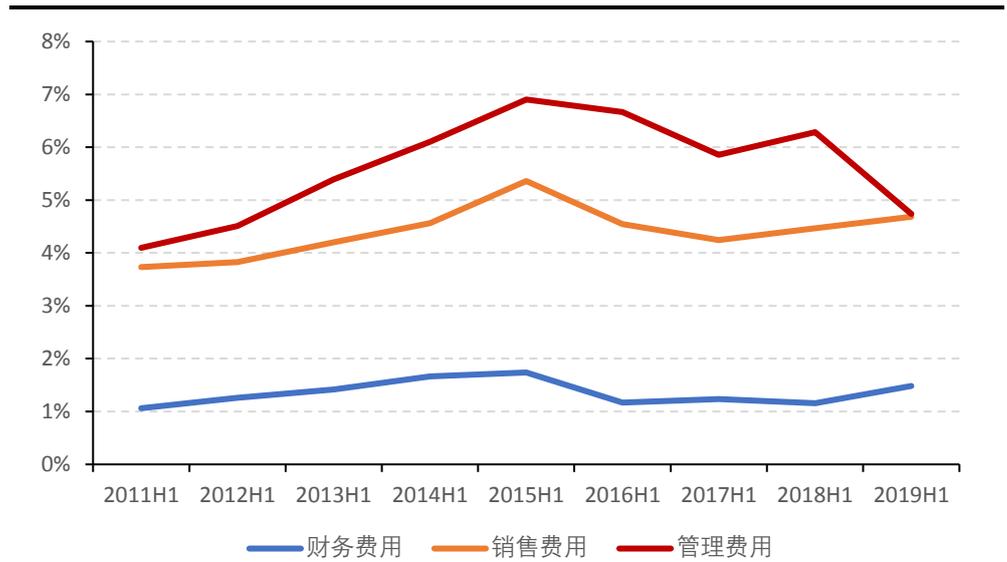
图表 36: 化学制品板块 H1 净利润及其同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

从三费来看, 2019H1 销售费用、财务费用占营收比重小幅增加, 分别由 2018H1 的 4.46%、1.16% 增加至 4.68%、1.48%, 管理费用占比较大程度减少, 由 2018H1 的 6.28% 降低至 4.74%。整体上来看板块的财务费用和销售费用增长缓慢, 而管理费用近五年来大幅下降。

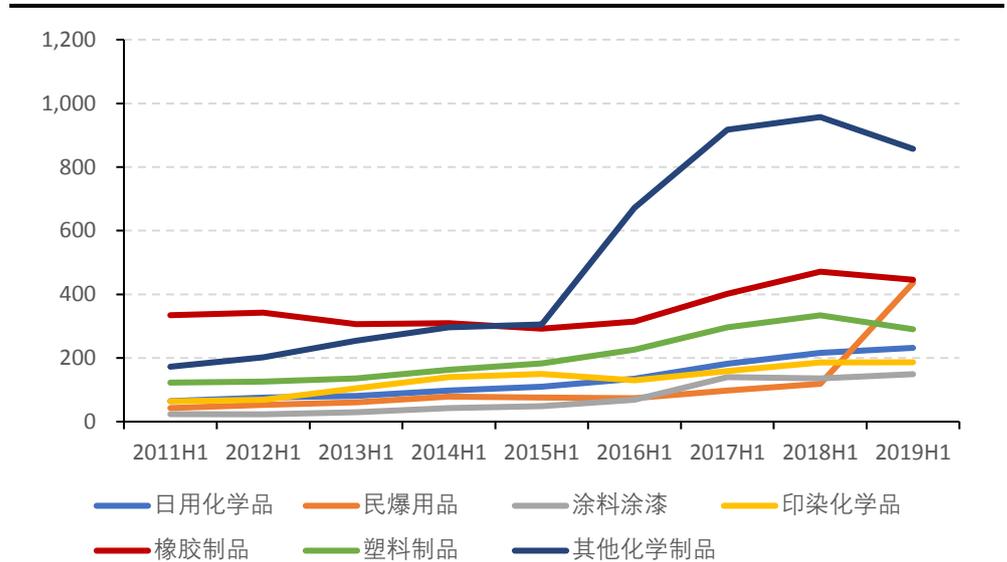
图表 37: 化学制品板块三费占营收比重 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

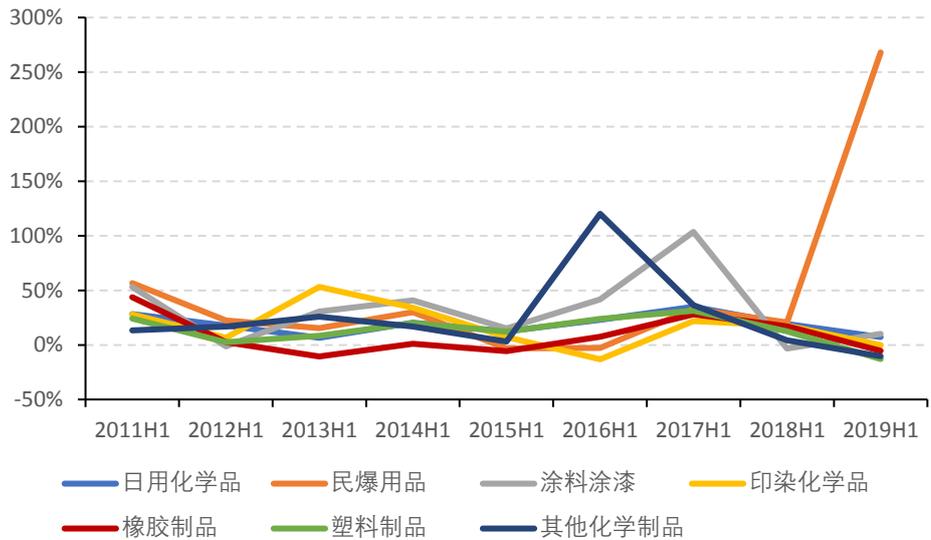
从三级子版块来看, 2019H1 民爆用品营收出现大幅上涨, 由 118.42 亿元上涨至 435.81 亿, 涨幅达 268%, 紧随其后的是日用化学品和涂料涂漆, 实现营收 231.75 亿元和 149.06 亿元, 同比增长 7.07% 和 10.13%, 印染化学品与去年同期持平, 橡胶制品、塑料制品、其他化学制品营收同比去年小幅下滑, 幅度分别为 -5.40%、-12.96% 和 -10.40%。

图表 38: 化学制品各子版块营收 (亿)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表 39: 化学制品各子版块营收同比增幅 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

六、投资策略

2019H1年上半年基础化工行业整体营收和盈利水平下降,行业景气度高位回落;分板块来看,仅合成纤维及树脂维持营收和盈利正增长,农化板块营收和盈利水平都呈负增长,农化市场整体萎靡,价格中枢下降;三级版块中涤纶、民爆、氯碱、磷化工等子板块表现较为亮眼;短期来看,行业整体估值水平处于低位,行业下行空间有限,长期来看,随着国内环保趋严,行业加速整合,资源向具有一体化优势的龙头企业集中是大势所趋。建议关注三条主线:1. 建议关注具备园区产业链一体化优势的优质化工龙头,原因是化工产业的集中化,企业园区规模化以及数量的减少是大势;2. 建议关注农药板块,短期来看,环保整治力度是维持高压,农药作为高污染企业,原药和中间体等停产企业停限产增多,建议持续关注确定性受益的农药龙头。3. 建议关注涉及5G通信、半导体、OLED概念的化工新材料龙头。逻辑是应用于电子、计算机等新兴领域的新材料行业处在高速成长期,将充分受益5G、通信等带来的市场容量。

七、风险提示

环保持续高压、中美贸易摩擦升级、全球经济增速放缓。

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%至-10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

基准指数：沪深300指数

风险提示

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

证券分析师承诺

本人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，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

免责声明

本报告仅供万联证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本公司是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。在法律许可情况下，本公司或其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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。研究员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。

本报告的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、刊登、发表和引用。

未经我方许可而引用、刊发或转载的，引起法律后果和造成我公司经济损失的，概由对方承担，我公司保留追究的权利。

万联证券股份有限公司 研究所

上海 浦东新区世纪大道1528号陆家嘴基金大厦

北京 西城区平安里西大街28号中海国际中心

深圳 福田区深南大道2007号金地中心

广州 天河区珠江东路11号高德置地广场