

基础化工行业数据解读

 化工行业19Q3业绩回顾：景气度持续低迷，
 轮胎、涤纶、偏下游子行业盈利增长稳定

2019年11月05日

【投资要点】

- ◆ **19年前三季度化工行业营收小幅增长，利润下降明显。**受下游需求持续低迷，部分子行业扩产冲击影响，19年主流化工品价格大幅下跌，行业景气度持续低迷。前三季度化工行业实现营业收入37585.18亿元，同比小幅+6.73%。净利润1356.09亿元，同比-19.00%。前三季度化工行业平均毛利率/净利率分别为16.89%/3.61%，同比分别-2.30pct/-1.15pct，盈利能力下滑明显。子行业中，改性塑料、涂料油漆油墨制造、日用化学产品、无机盐等偏下游行业延续稳定增长。受产品量价齐升、原材料价格下降推动，轮胎行业盈利能力改善明显。受益炼化项目投产（主要是恒力石化）涤纶行业盈利大幅提升。受环保及安全事件影响，农药、染料、磷化工板块行业供给收缩明显，盈利增长稳定。产品价格跌幅较大的粘胶、炭黑、氮肥、纯碱、氟化工、氯碱、聚氨酯等行业利润下滑明显。
- ◆ **Q3单季景气度延续弱势，盈利环比进一步走弱。**Q3单季化工行业营收、净利润均同比、环比进一步回落。实现营业收入12586.18亿，同比-2.19%，环比-3.92%。净利润413.85亿，同比-21.15%，环比-20.02%。Q3单季行业毛利率/净利率分别为16.78%/3.29%，同比分别-0.84pct/-0.79pct；环比分别+0.50pct/-0.66pct，盈利能力持续偏弱。子行业中，Q3单季仅其他塑料制品、磷化工、改性塑料、涂料油漆油墨制造、轮胎等行业单季净利润环比明显增长。农药、纺织化学品等行业Q3景气度明显回落，粘胶、钾肥、氮肥、磷肥、氯碱、复合肥、氟化工、纯碱等周期行业景气持续低迷。
- ◆ **在建工程维持高增长，扩产集中在龙头企业。**Q3申万化工行业在建工程总规模为4804亿，同比+29.57%，环比+5.41%。但供给侧改革以及环保安全监管持续高压环境下，行业扩产主要集中在部分龙头企业。分行业来看，除石油化工外，行业扩产仍主要集中在涤纶、聚氨酯、氯碱、钾肥、农药、玻纤、氮肥、轮胎等行业。Q3单季氨纶、合成革、聚氨酯、玻纤板块在建工程规模较Q2环比增长明显。
- ◆ **后市研判：**我们认为当前主流化工品价格已明显低于历史平均水平，部分产品价格已跌入行业平均盈亏平衡区间，仅龙头企业能够维持盈利。预计化工品价格继续大幅下行空间有限，后续有望止跌企稳。另外，经过近几年的供给侧改革和环保治理，行业扩产主要集中在各行业龙头企业，行业集中度进一步提升。同时龙头企业扩产成本持续下降，成本优势进一步扩大，我们认为随着龙头企业话语权进一步提升，行业有望维持有序竞争，龙头企业盈利能力波动性预计将明显减弱。


东方财富证券
 Eastmoney Securities

挖掘价值 投资成长

强于大市（维持）

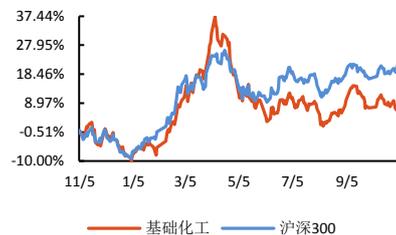
东方财富证券研究所

证券分析师：何玮

证书编号：S1160517110001

联系人：孙翠华

电话：021-23586338

相对指数表现

相关研究

《OLED面板接力扩产，材料企业迎重磅机遇》

2019.09.11

《长江“三磷”专项排查整治启动，草甘膦部分产能面临整顿》

2019.08.30

《19Q2基金持仓分析：基金配置比例创新低，核心资产配置集中度提升》

2019.07.29

《义马气化发生爆炸，醋酸短期有望上行》

2019.07.23

《环氧氯丙烷供应紧俏，价格快速上涨》

2019.07.17

【配置建议】

- ◆ 建议适当布局低估值龙头企业，重点关注两条主线：1、主营产品价格企稳，安全、环保管理、研发水平、产业链一体化优势突出，成本优势显著，产能稳步释放的低估值周期行业龙头。2、需求空间广阔，扩产打开成长空间、业绩增长稳定的部分新材料标的。
- ◆ 周期板块建议关注万华化学（600309）、华鲁恒升（600426）、鲁西化工（000830）、新和成（002001）、文莱项目近期全面投产逐步释放业绩的恒逸石化（000703），谨慎看好扬农化工（600486）、利尔化学（000258）。成长板块看好沸石分子筛、OLED 材料快速成长的万润股份（002643）；建议关注 CMP 抛光垫产品收获 12 寸晶圆厂客户订单，在长江存储、中芯国际等主要客户中订单预期加速的鼎龙股份（300054）。

【风险提示】

- ◆ 下游需求大幅下滑；
- ◆ 环保、安全监管执行力度不及预期；
- ◆ 产品价格大幅下跌；
- ◆ 原油价格剧烈波动。

正文目录

1. 景气持续下行，前三季度营收延续增长，盈利下滑	4
1.1. 化工品价格持续弱势下行	4
1.2. 前三季度营收延续增长，盈利持续下滑	4
1.3. 偏下游子行业盈利增长稳健，涤纶、轮胎板块表现强势	5
2. Q3 单季营收下滑，盈利水平进一步回落	6
3. 在建工程维持高增长，扩产集中在龙头企业	9
4. 投资建议	10
5. 风险提示	11

图表目录

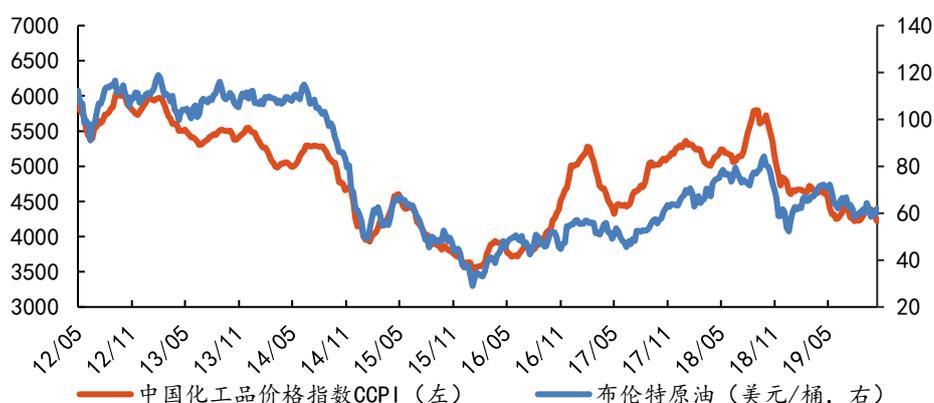
图表 1: 中国化工品价格指数 CCPI 走势	4
图表 2: 化工行业前三季度营收延续增长	4
图表 3: 化工行业前三季度净利润有所下滑	4
图表 4: 19 年化工行业盈利水平高位回落	5
图表 5: 化工行业 Q3 单季盈利能力延续弱势	5
图表 6: 2019 年前三季度子行业营收及增速	6
图表 7: 2019 年前三季度子行业归母净利润及增速	6
图表 8: 化工行业分季度营收变化	7
图表 9: 化工行业分季度净利润变化	7
图表 10: 19Q3 单季子行业营收及增速	7
图表 11: 19Q3 单季子行业归母净利润及增速	8
图表 12: 2019 年 Q3 单季子行业毛利率及变化	8
图表 13: 2019 年 Q3 单季子行业净利率及变化	9
图表 14: 化工行业在建工程及增速变化	9
图表 15: 子行业 19Q3 在建工程及增速变化	10

1. 景气持续下行，前三季度营收延续增长，盈利下滑

1.1. 化工品价格持续弱势下行

化工行业自 18 年 3 季度起进入景气下行周期，19 年三季度化工品价格指数仍延续弱势下跌。截至 10 月 25 日，中国化工产品价格指数 CCPI 报 4220，较去年同期下跌 23.05%。三季度平均指数为 4316，较二季度均值环比下跌 3.12%。我们认为当前多数大宗化工品价格已明显低于历史平均水平，部分产品价格已跌入行业平均盈亏平衡区间，仅龙头企业能够维持盈利。预计化工品价格整体继续大幅下行空间有限，后续有望止跌企稳。

图表 1：中国化工品价格指数 CCPI 走势

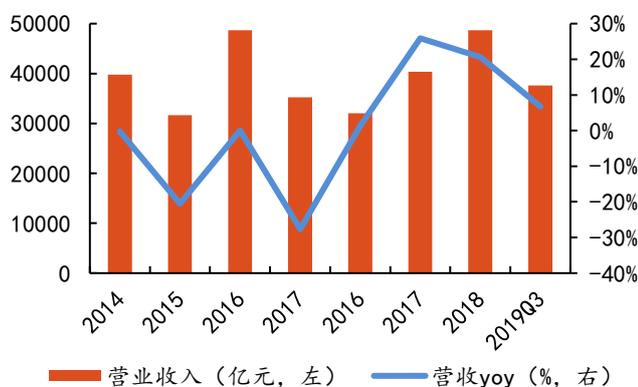


资料来源：卓创资讯，东方财富证券研究所

1.2. 前三季度营收延续增长，盈利持续下滑

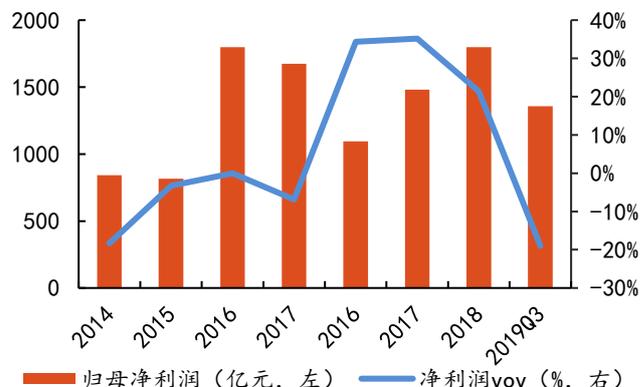
我们选取申万化工行业 337 家上市公司作为样本，进行了业绩统计与分析。

图表 2：化工行业前三季度营收延续增长



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 3：化工行业前三季度净利润有所下滑

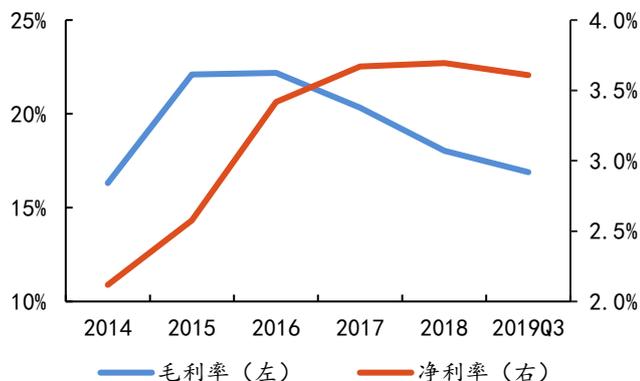


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

前三季度化工行业整体营收延续增长，净利润明显下滑。前三季度化工行业累计实现营业收入 37585.18 亿元，同比增长 6.73%，增速较二季度有所放缓。

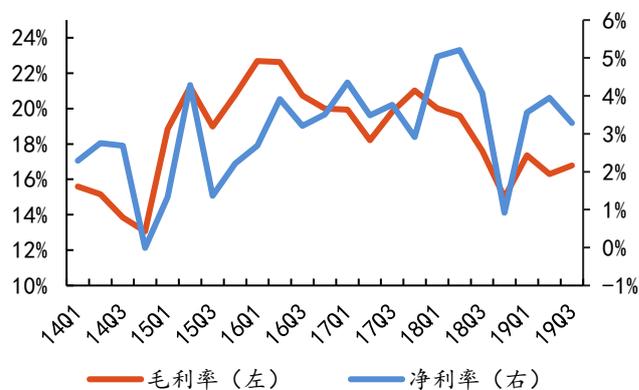
归母净利润 1356.09 亿元，同比下滑 19.00%，净利润下滑幅度进一步扩大。化工行业景气度自 18 年 3 季度起高位回落，进入 19 年主要化工品价格持续下滑，大部分企业呈量升价跌局面，营收基本稳定，盈利能力下滑明显。

图表 4: 19 年化工行业盈利水平高位回落



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 5: 化工行业 Q3 单季盈利能力延续弱势



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

前三季度化工行业平均毛利率/净利率分别为 16.89%/3.61%，同比分别下滑 2.30pct/1.15pct，盈利能力下滑明显。18 年 4 季度行业景气度下滑、原油等化工品价格急跌，产品价格大幅下滑叠加存货跌价损失增加，盈利能力降至 15 年以来最低点。19 年 1 季度以来盈利水平有所修复但依旧维持在弱势水平，Q3 单季行业毛利率/净利率分别为 16.78%/3.29%，同比分别下滑 0.84pct/0.79pct；环比分别变化+0.50pct/-0.66pct。

1.3. 偏下游子行业盈利增长稳健，涤纶、轮胎板块表现强势

受需求持续疲弱，大宗化工品价格和利润大幅下跌影响，大部分上游周期子行业盈利大幅下滑，**粘胶、炭黑**转为亏损，**氮肥、纯碱、氟化工、氯碱、聚氨酯**行业前三季度归母净利润分别下滑 55.40%、46.64%、37.03%、30.35%、18.00%。

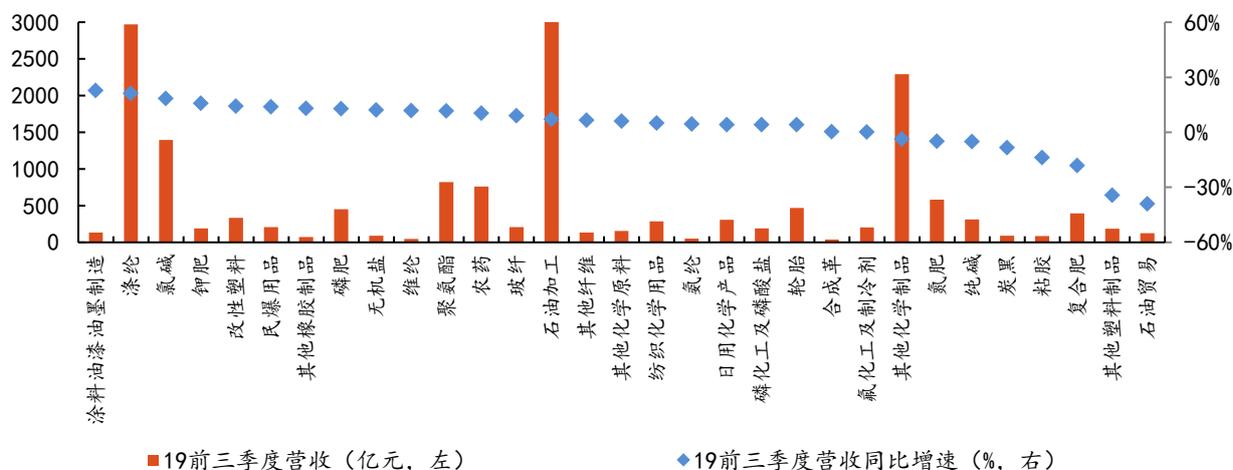
受上半年环保及安全事件影响，**农药、染料**等行业供给收缩明显，部分产品价格维持强势，行业整体景气度维持在较高水平，整体盈利能力稳定。纺织用化学品、农药行业前三季度归母净利润分别同比+7.96%，-16.63%（样本公司安道麦下降 69.55%，拉低行业平均水平），龙头企业业绩增速大幅跑赢行业平均水平。受“三磷整治”持续影响，**磷化工**板块黄磷、磷酸盐、草甘膦等产品价格强势，磷化工板块净利润同比+10.71%。

受益炼化项目投产（主要是恒力石化）以及 PTA 价差同比抬升，**涤纶**板块营收及净利润大幅上涨，分别同比+21.26%、+29.89%。受产品量价齐升、原材料价格下降推动，**轮胎**行业盈利能力改善明显，营收及净利润分别同比+4.20%、61.74%。

改性塑料、涂料油漆油墨制造、日用化学产品、无机盐等偏下游行业市场需求仍有稳定增长，同时受益上游原材料价格下降，营收及净利润仍有稳定增长。改性塑料、涂料油漆油墨制造、日用化学产品、无机盐行业归母净利润分

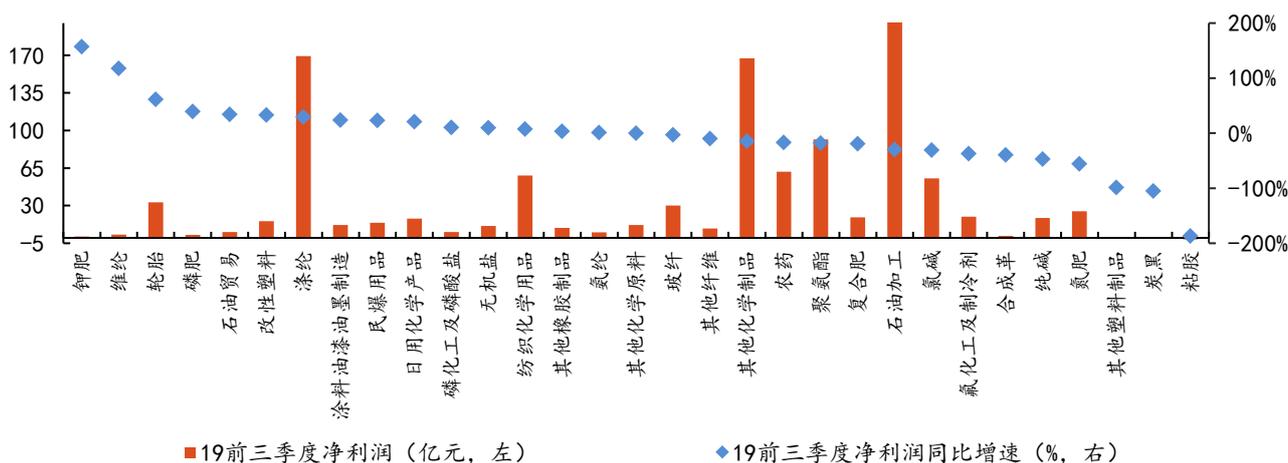
别同比增长 33.48%、23.93%、21.28%、9.79%。

图表 6：2019 年前三季度子行业营收及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 7：2019 年前三季度子行业归母净利润及增速



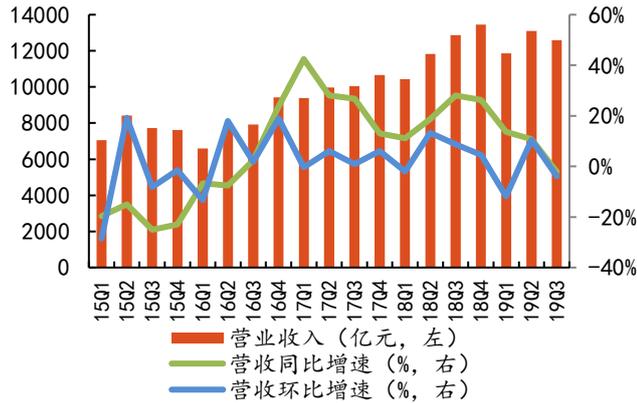
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

2. Q3 单季营收下滑，盈利水平进一步回落

从 Q3 单季情况来看，宏观经济下行压力依然较大，需求端持续疲弱，主流大宗化工品价格弱势阴跌。同时，上半年价差丰厚的 PTA、受响水事件刺激价格强势的染料、部分农药产品等三季度景气度均有所下滑。Q3 单季化工行业整体营收、净利润均同比、环比进一步回落。

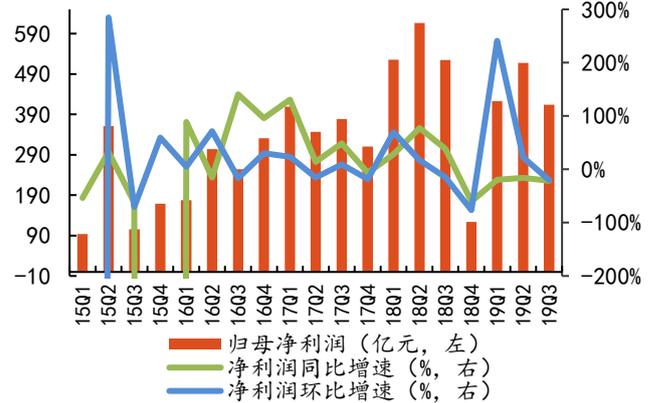
Q3 单季行业累计实现营业收入 12586.18 亿，同比下滑 2.19%，环比下滑 3.92%。归母净利润 413.85 亿，同比下滑 21.15%，环比进一步下滑 20.02%。Q3 单季行业毛利率/净利率分别为 16.78%/3.29%，同比分别下滑 0.84pct/0.79pct；环比分别变化+0.50pct/-0.66pct，盈利能力持续偏弱。

图表 8: 化工行业分季度营收变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 9: 化工行业分季度净利润变化

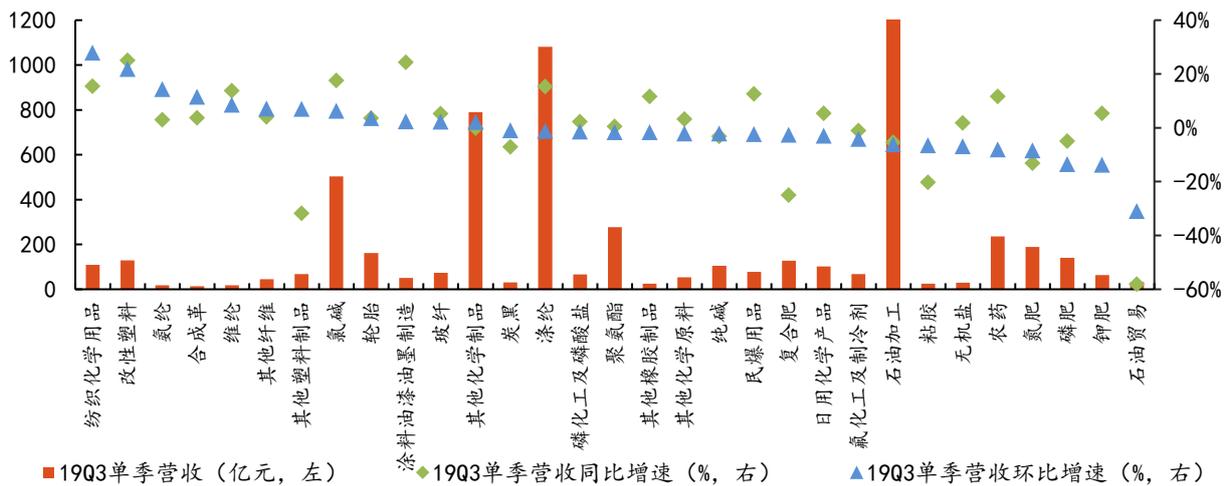


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

分行业来看, Q3 单季多数子行业盈利环比回落, 仅其他塑料制品、磷化工、改性塑料、涂料油漆油墨制造等偏下游行业, 以及轮胎、涤纶行业 Q3 单季净利润实现环比正增长。其中, 轮胎行业盈利仍保持强劲增长, Q3 单季营收同比+3.65%, 净利润同比+48.74%, 环比+13.87%。涤纶行业 Q3 单季净利润同比+22.36%, 环比+0.47%, 增速明显放缓。

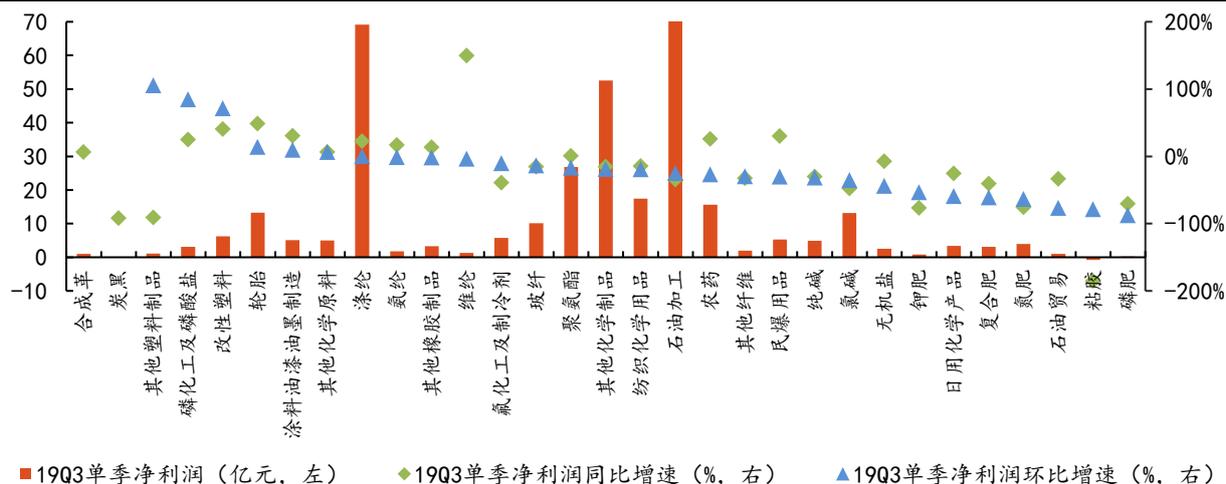
粘胶、钾肥、氮肥、磷肥、氯碱、复合肥、氟化工、纯碱等传统周期行业景气持续低迷, Q3 单季净利润同比降幅均超过 30%, 且盈利较 Q2 环比进一步下降。农药、纺织化学品等二季度景气度较高的子行业在 Q3 景气度明显回落, 产品价格高点回落, Q3 单季农药、纺织化学品行业净利润环比分别-26.94%、-19.19%。

图表 10: 19Q3 单季子行业营收及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

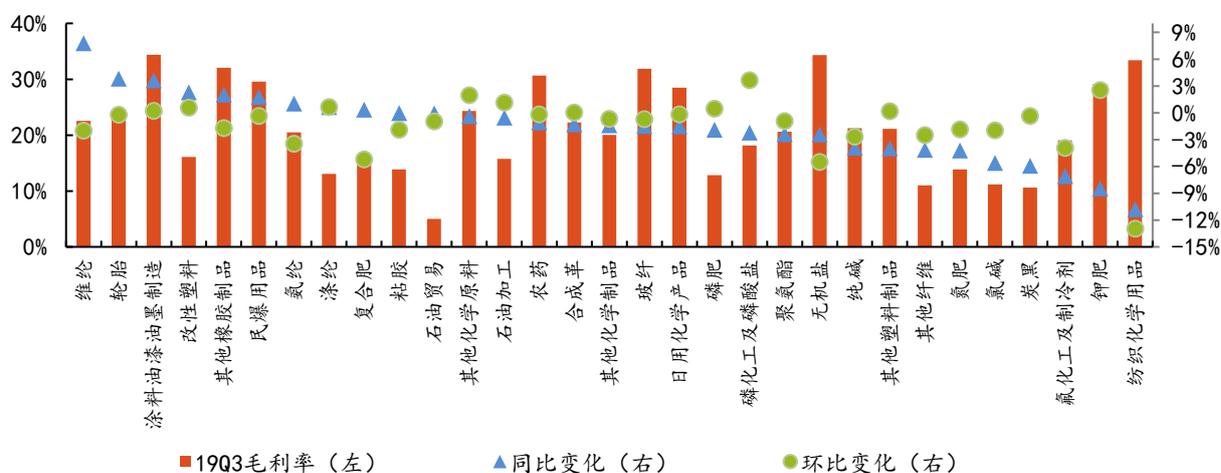
图表 11: 19Q3 单季子行业归母净利润及增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

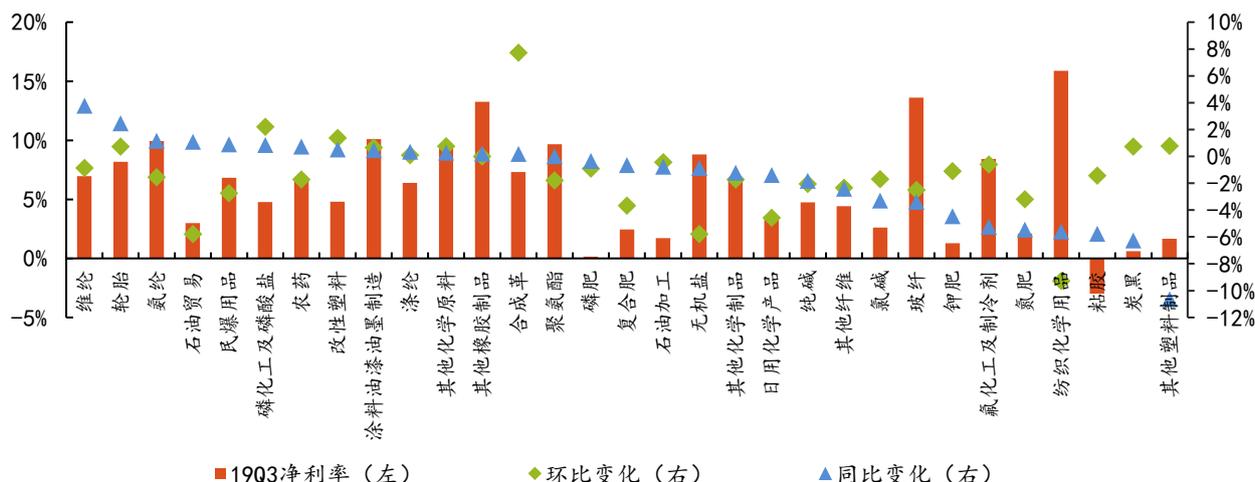
从子行业 Q3 单季盈利能力来看, 轮胎、涂料油漆油墨制造、改性塑料、其他橡胶制品、涤纶等行业毛利率、净利率实现同比提升, 环比基本稳定。纺织化学品、氟化工、氯碱、氮肥、纯碱、玻纤、日用化学品等行业 Q3 盈利水平回落明显。氨纶行业 Q3 盈利能力同比有所提升, 但环比下降明显; 复合肥行业同比基本持平, 环比同样下降明显。

图表 12: 2019 年 Q3 单季子行业毛利率及变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 13: 2019 年 Q3 单季子行业净利率及变化

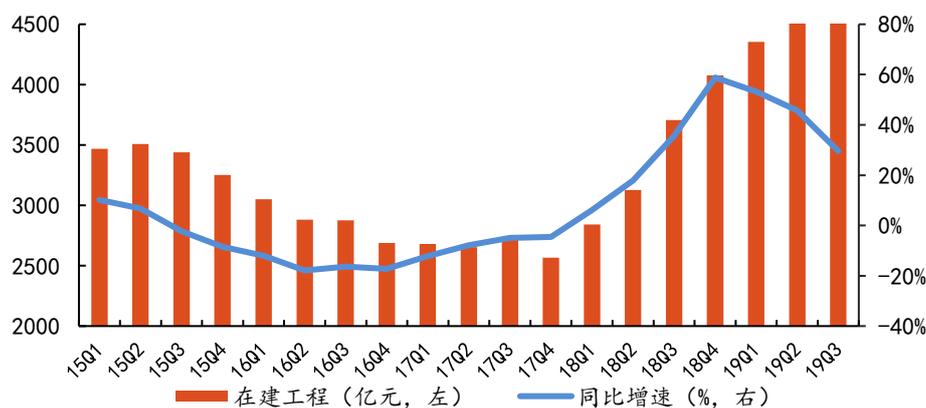


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3. 在建工程维持高增长，扩产集中在龙头企业

Q3 申万化工行业在建工程总规模为 4804 亿，同比增长 29.57%，环比增长 5.41%。在建工程规模仍然维持在较高水平。但供给侧改革以及环保安全监管持续高压环境下，行业扩产主要集中在部分龙头企业。我们认为本轮扩张将带来化工行业格局新一轮重构，集中度进一步提升，龙头企业市场份额预计仍有提升空间。

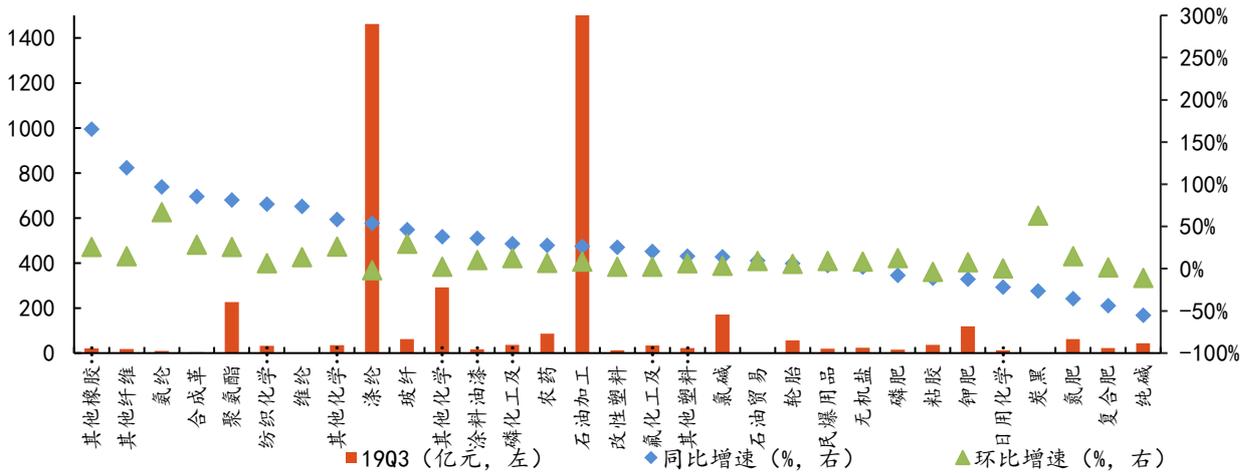
图表 14: 化工行业在建工程及增速变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

分行业来看，除石油化工外，行业扩产仍主要集中在涤纶、聚氨酯、氯碱、钾肥、农药、玻纤、氮肥、轮胎等行业。19Q3 氨纶、合成革、聚氨酯、纺织化学用品、涤纶、玻纤、涂料油漆油墨制造、磷化工、农药、改性塑料、氟化工等板块在建工程规模同比增长幅度较大，其中 Q3 氨纶、合成革、聚氨酯、玻纤板块在建工程规模较 Q2 环比仍有大幅增长。

图表 15: 子行业 19Q3 在建工程及增速变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

4. 投资建议

化工行业自 18 年 3 季度起进入景气下行周期, 19 年 Q3 行业总体盈利水平持续下滑, 除涤纶、轮胎以及部分偏下游子行业之外, 大部分子行业盈利下滑明显。近期主流大宗化工品价格仍延续弱势下跌, CCPI 指数较去年同期跌幅超过 20%。我们认为当前多数大宗化工品价格已明显低于历史平均水平, 部分产品价格已跌入行业平均盈亏平衡区间, 仅龙头企业能够维持盈利。预计化工品价格整体继续大幅下行空间有限, 后续有望止跌企稳。另外, 经过近几年的供给侧改革和环保治理, 行业扩产主要集中在各行业龙头企业, 行业集中度进一步提升。同时龙头企业扩产成本持续下降, 成本优势进一步扩大, 我们认为随着龙头企业话语权进一步提升, 行业有望维持有序竞争, 龙头企业盈利能力波动性预计将明显减弱。

建议适当布局低估值龙头企业, 重点关注两条主线:

1、主营产品价格企稳, 安全、环保管理、研发水平、产业链一体化优势突出, 成本优势显著, 产能稳步释放的低估值周期行业龙头。建议关注万华化学 (600309)、华鲁恒升 (600426)、鲁西化工 (000830)、新和成 (002001), 谨慎看好扬农化工 (600486)、利尔化学 (000258), 建议关注文莱项目近期全面投产逐步释放业绩的恒逸石化 (000703)。

2、需求空间广阔, 扩产打开成长空间、业绩增长稳定的部分新材料标的。谨慎看好沸石分子筛、OLED 材料快速成长的万润股份 (002643); 建议关注 CMP 抛光垫产品收获 12 寸晶圆厂客户订单, 预计在长江存储、中芯国际等主要客户中订单预期加速的鼎龙股份 (300054)。

5. 风险提示

下游需求大幅下滑；
环保、安全监管执行力度不及预期；
产品价格大幅下跌；
原油价格剧烈波动。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师申明：

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。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。