

化工

证券研究报告

2019年11月06日

景气处于底部区域，三季度延续弱势

投资评级

行业评级

中性(维持评级)

上次评级

中性

作者

李辉

分析师

SAC 执业证书编号: S1110517040001
hui@tfzq.com

唐婕

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

赵宗原

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080003
zhaozongyuan@tfzq.com

2019 年前三季度营收仅微增，盈利水平下降

2019 年前三季度基础化工行业 325 家上市公司共实现营业收入 13540 亿元，同比增长 6.3%，实现营业利润 1113 亿元，同比下降 16.1%，实现归属上市公司股东的净利润 859 亿元，同比下降 15.1%。行业整体综合毛利率为 19.0%，同比下降 1.9 个百分点；期间费用率同比小幅提升 0.4 个百分点至 10.8%。行业整体净利率为 6.7%，同比下降 1.8 个百分点。处于历史中上水平（但逐步回落至 2016 年水平）。其中 177 家上市公司业绩同比增长，148 家上市公司业绩同比下降。受油价回落、需求偏弱影响，去年四季度以来行业景气下行，化工行业产品价格指数进入下行通道。

三季度行业营业收入同比基本持平，净利润显著下滑

2019 年第三季度基础化工行业样本上市公司（按可比口径合计 227 家），共实现营业收入 4255 亿元，同比增长 2.9%；毛利率为 17.8%，同、环比分别下降 1.9、0.9 个百分点。实现营业利润 294 亿元，同比下降 21.9%；实现归属母公司所有者净利润为 217 亿元，同比下降 22.8%。单季度净利率 5.4%。期间费用率同比提升 0.3 个百分点至 10.9%。从子行业看，其中涤纶、氨纶、农药、民爆、钛白粉、轮胎等子行业营收及净利润均实现了同比增长。

资产负债率略有上升，在建工程保持较快增长，经营性现金流同比提升

截止 2019 年三季度末，基础化工样本上市公司资产负债率为 55.1%，同比提升 1.6 个百分点；固定资产总额 8174 亿元，同比增长 20.3%；在建工程总额 2708 亿元，同比增长 26.5%；在建工程投资占总资产比例为 10.9%，同比增加 1.3 个百分点，环比增加 0.1 个百分点。分行业来看，除去在建工程额巨大的涤纶、聚氨酯板块，其他在建工程增加较多的子行业为氯碱、玻纤、农药、染料、磷化工。基础化工行业样本上市公司存货占流动资产比重为 23.8%，环比下降 0.1 个百分点。经营性现金流净额为 555 亿元，同比上升 13.4%，环比均基本持平；从子行业看，仅钾肥单季度经营性现金流为负，其他均为正；30 个子行业中 16 个经营性现金流净额同比增加，其中涤纶、磷肥、染料、磷化工、民爆行业等增加额居前，而钾肥、聚氨酯、煤化工、纯碱、氯碱等子行业经营性现金流净额同比减少较多。

投资策略与观点

当前化工行业整体仍处于景气底部区域，三季度上市公司业绩延续弱势，而 2018 年四季度净利润低基数，预计 2019 年四季度降幅将收窄，后续随着经济企稳明年化工行业企业业绩有望逐步趋稳。近年来化工上市公司龙头企业投资增速高于行业整体增速，行业格局加速向龙头集中。预计未来化工行业仍将呈现结构性行情，关注供需格局转好的细分领域及低估值且业绩增长确定的行业龙头，包括万华化学、新和成、华鲁恒升等固定资产投资增速明显高于行业水平，产能投产带来确定性增长的龙头企业。

巴斯夫 VA 未来预计低负荷运行，明年下半年计划停产，因此 VA 价格有望大幅上调，能特与帝斯曼正式签订转让协议，VE 行业格局重大变化，饲料需求回升逻辑后续将兑现，推荐维生素龙头新和成，关注浙江医药。监管高压常态化，农药行业集中度提升有望超预期，分两条投资主线，一是涨价弹性大品种，受益标的为百傲化学和湖南海利；二是中长期打开成长空间品种，受益标的为扬农化工和利尔化学，建议关注利民股份和广信股份等。增发过会，氟化工持续超预期，电解液有望企稳回升，继续推荐新宙邦。柴油车国六推行致沸石需求高增长，OLED 业务进入业绩释放期，推荐万润股份。内生外延产能加速扩张，行业发展机遇及自身优势使得公司具备持续成长潜力，推荐利安隆。基本面有望超预期，长期看好低估值龙头万华化学、华鲁恒升、三友化工。

风险提示：贸易摩擦加剧风险；原油等原料价格大幅波动风险；产能大幅扩张风险

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《化工-行业研究周报:苯胺和甲醇上涨，液氯下跌》 2019-11-03
- 2 《化工-行业研究周报:整体延续弱势，纯 MDI、R22 略有上涨》 2019-10-27
- 3 《化工-行业研究周报:基础化工品价格整体走势偏弱，甲醇价格有所上涨》 2019-10-13

内容目录

1. 2019 年前三季度营收仅微增，盈利水平下降.....	4
2. 三季度单季度收入同比基本持平，利润整体下滑明显	8
2.1. 营业收入同比基本持平，净利润显著下滑	8
2.2. 毛利率走低，期间费用率有所提升	11
2.3. 资产负债率略有上升，在建工程保持较快增长，经营性现金流同比提升	13
3. 全年预告情况	18
4. 投资观点及建议	20
5. 风险提示.....	20

图表目录

图 1：基础化工行业累计收入及同比增速	4
图 2：基础化工行业累计净利润及同比增速	4
图 3：基础化工行业毛利率及净利率	4
图 4：基础化工行业期间费用率情况	4
图 5：基础化工行业（样本）累计收入及同比增速	5
图 6：基础化工行业（样本）累计净利润及同比增速	5
图 7：基础化工行业（样本）毛利率及净利率	5
图 8：基础化工行业（样本）期间费用率情况	5
图 9：基础化工各子行业（样本）2019 年前三季度收入及利润全景图	8
图 10：基础化工行业单季度收入及同比增速	9
图 11：基础化工行业（样本）单季度收入及同比增速	9
图 12：基础化工行业单季度净利润及同比增速	9
图 13：基础化工行业（样本）单季度净利润及同比增速	9
图 14：基础化工各子行业（样本）2019 年第三季度营业收入及同比	10
图 15：基础化工各子行业（样本）2019 年第三季度净利润及同比	10
图 16：基础化工行业单季度毛利率、净利率	11
图 17：基础化工行业（样本）单季度毛利率、净利率	11
图 18：基础化工各子行业（样本）2019 年第三季度毛利率	11
图 19：基础化工行业单季度费用率	12
图 20：基础化工行业（样本）单季度费用率	12
图 21：基础化工各子行业(样本) 2019 年第三季度费用率	12
图 22：基础化工行业资产负债率	13
图 23：基础化工行业（样本）资产负债率	13
图 24：基础化工各子行业（样本）资产负债率	13
图 25：基础化工行业在建工程及同比增速	14
图 26：基础化工行业（样本）在建工程及同比增速	14
图 27：基础化工行业固定资产及同比增速	14
图 28：基础化工行业（样本）固定资产及同比增速	14

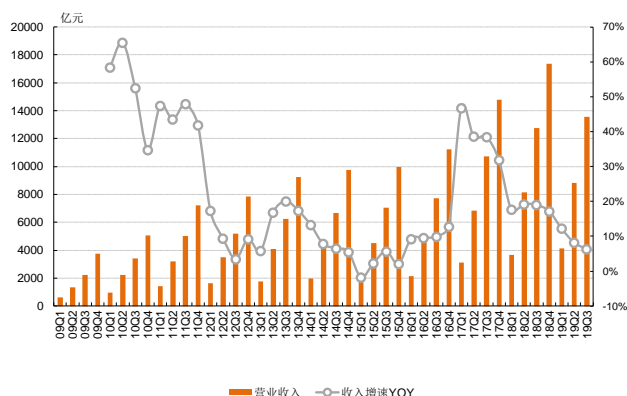
图 29: 基础化工行业-扣除涤纶板块固定资产及同比增速.....	14
图 30: 基础化工行业(样本)-扣除涤纶板块固定资产及同比增速.....	14
图 31: 基础化工行业固定资产投资完成额累计同比.....	15
图 32: 龙头企业固定资产同比增速超越行业增长.....	15
图 33: 基础化工行业固定资产及在建工程占比.....	15
图 34: 基础化工行业(样本)固定资产及在建工程占比.....	15
图 35: 基础化工各子行业(样本)2019年三季度在建工程同比增加额.....	15
图 36: 基础化工行业应收账款及票据占流动资产比重.....	16
图 37: 基础化工行业(样本)应收账款及票据占流动资产比重.....	16
图 38: 基础化工行业存货占流动资产比重.....	16
图 39: 基础化工行业(样本)存货占流动资产比重.....	16
图 40: 基础化工行业单季度经营性现金流净额.....	17
图 41: 基础化工行业(样本)单季度经营性现金流净额.....	17
图 42: 基础化工各子行业(样本)2019年三季度经营性现金流及同比增加.....	17
图 43: 2019年年报预告分布.....	18
表 1: 基础化工行业(样本)2019年前三季度行业财务数据.....	5
表 2: 基础化工各子行业(样本)2019年前三季度财务数据.....	6
表 3: 基础化工各子行业(样本)2019年前三季度财务指标.....	7
表 4: 基础化工行业(样本)2019年第三季度行业财务数据.....	8
表 5: 基础化工各子行业(样本)2019年第三季度营业收入及净利润情况.....	9
表 6: 2019年年报预告汇总.....	18

1. 2019 年前三季度营收仅微增，盈利水平下降

2019 年前三季度基础化工行业上市公司(根据申万一级分类并调整后基础化工上市公司合计 325 家)共实现营业收入 13540 亿元,同比增长 6.3%,实现营业利润 1113 亿元,同比下降 16.1%,实现归属上市公司股东的净利润 859 亿元,同比下降 15.1%。

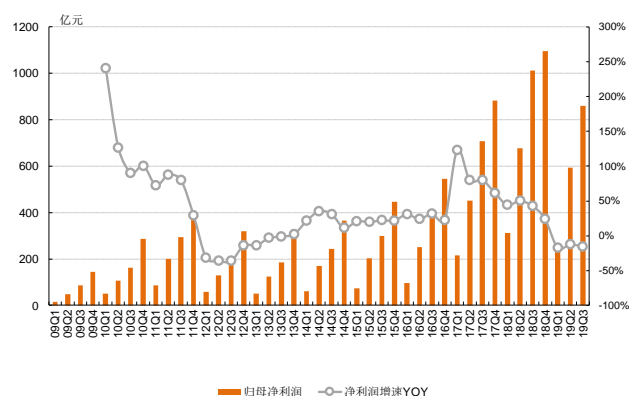
行业整体综合毛利率为 19.0%,同比下降 1.9 个百分点;期间费用率同比小幅提升 0.4 个百分点至 10.8%。行业整体净利率为 6.7%,同比下降 1.8 个百分点。处于历史中上水平(但逐步回落至 2016 年水平)。其中 177 家上市公司业绩同比增长,148 家上市公司业绩同比下降。

图 1: 基础化工行业累计收入及同比增速



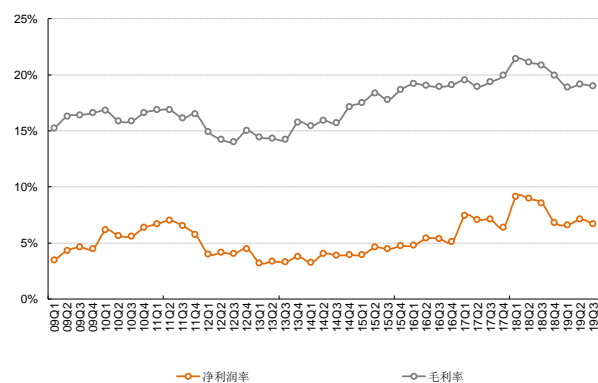
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 2: 基础化工行业累计净利润及同比增速



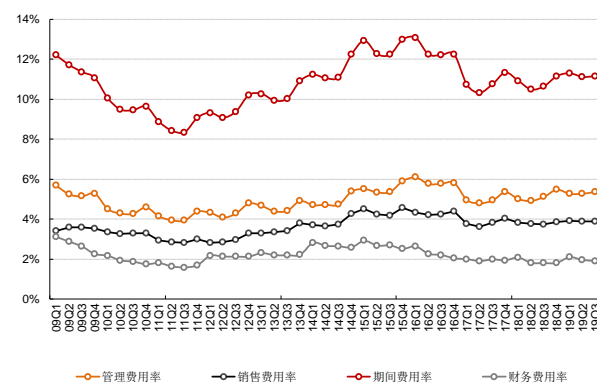
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 3: 基础化工行业毛利率及净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 4: 基础化工行业期间费用率情况



备注: 管理费用率包含研发费用

资料来源: wind, 天风证券研究所

考虑到行业运行情况可比性角度,且近年来上市公司较多,我们选取 227 家 2016 年 1 月 1 日以前上市且具有连续可比口径财务数据的基础化工企业作为统计样本(即 2015 年后数据均可比),下文关于子行业数据分析皆基于此样本数据。

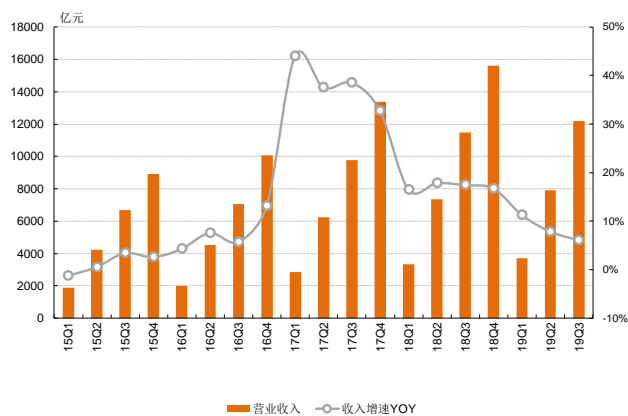
2019 年前三季度样本上市公司合计实现营业收入 12171 亿元,同比增长 6.1%,实现营业利润 949 亿元,同比下降 17.8%,实现归属母公司所有者净利润为 721 亿元,同比下降 17.0%。整体综合毛利率为 18.2%,同比下降 2.0 个百分点;期间费用率同比小幅提升 0.4 个百分点至 10.8%。行业整体净利率为 5.9%,同比下降 1.6 个百分点。

表 1: 基础化工行业 (样本) 2019 年前三季度行业财务数据

单位: 亿元	前三季度					前三季度同比增速			
	2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018	2019
营业收入	6674	7053	9771	11475	12171	5.7%	38.5%	17.4%	6.1%
营业成本	5499	5770	7934	9159	10212	4.9%	37.5%	15.4%	11.5%
毛利	1175	1282	1837	2316	2211	9.1%	43.3%	26.1%	-15.4%
期间费用	818	850	1029	1194	1313	3.9%	21.0%	16.1%	10.0%
归母净利润	274	326	622	869	721	19.0%	90.5%	39.8%	-17.0%
毛利率	17.6%	18.2%	18.8%	20.2%	18.2%	0.6%	0.6%	1.4%	-2.0%
期间费用率	12.3%	12.1%	10.5%	10.4%	10.8%	-0.2%	-1.5%	-0.1%	0.4%
净利率	4.1%	4.6%	6.4%	7.6%	5.9%	0.5%	1.7%	1.2%	-1.6%
经营性现金流	568	547	555	920	1321	-3.7%	1.6%	65.7%	43.6%
固定资产	4949	5738	6203	6797	8174	15.9%	8.1%	9.6%	20.3%
在建工程	1611	1416	1387	2141	2708	-12.1%	-2.0%	54.3%	26.5%
资产负债率	57.6%	53.8%	52.5%	53.5%	55.1%	-3.9%	-1.3%	1.1%	1.6%

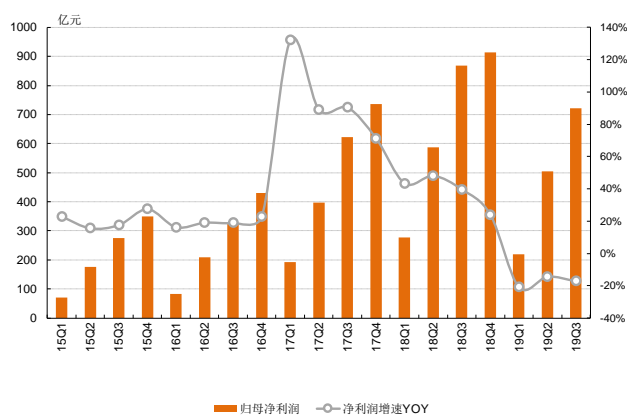
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 5: 基础化工行业 (样本) 累计收入及同比增速



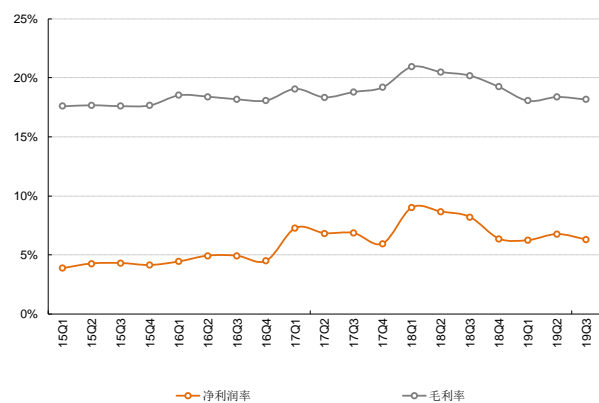
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 6: 基础化工行业 (样本) 累计净利润及同比增速



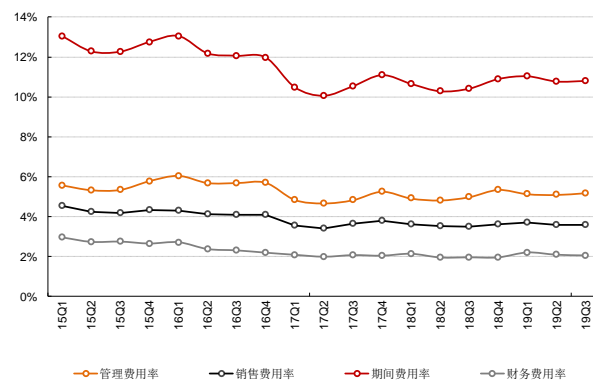
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 7: 基础化工行业 (样本) 毛利率及净利率



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 8: 基础化工行业 (样本) 期间费用率情况



备注: 管理费用率包含研发费用

资料来源: wind, 天风证券研究所

从我们筛选的 30 个子行业数据看，

- 21 个子行业收入同比增长，其中涨幅居前的为涤纶、氯碱、钾肥、无机盐、磷肥、维纶、民爆用品、农药、玻纤、纺织化学用品；
- 10 个子行业毛利率同比增长，包括无机盐、复合肥、涤纶、维纶、粘胶、中间体、民爆用品、涂料油漆油墨制造、钛白粉、轮胎；
- 12 个子行业归母净利润同比增长，按涨幅分别为维纶、轮胎、日用化学产品、磷肥、涤纶、民爆用品、纺织化学用品、无机盐、中间体、钛白粉、钾肥（同比扭亏）
- 而炭黑、聚氨酯、氟化工、有机硅、氮肥、钾肥、纯碱等行业盈利水平下滑程度较大。

表 2：基础化工各子行业（样本）2019 年前三季度财务数据

子行业		营业收入	YOY	营业利润	YOY	归母净利润	YOY
无机盐	无机盐	80.38	13.8%	14.70	12.4%	9.96	11.1%
煤化工	煤化工	247.36	-6.6%	20.86	-34.0%	17.09	-34.5%
两碱	纯碱	310.64	-5.1%	26.24	-41.9%	18.66	-46.6%
	氯碱	1379.78	18.8%	67.40	-30.0%	54.20	-30.9%
农用化工	氮肥	404.04	-2.9%	(3.76)	-109.2%	-6.91	-121.5%
	磷肥	452.12	12.8%	4.63	9.4%	2.90	39.8%
	钾肥	188.36	15.8%	8.14	161.4%	1.40	去年同期亏损
	复合肥	344.17	-21.2%	19.94	-30.4%	16.48	-26.0%
	农药	607.74	10.3%	58.13	-27.1%	44.87	-25.1%
化纤	氨纶	51.52	4.5%	5.82	-0.3%	5.08	1.6%
	涤纶	2712.77	23.2%	214.11	40.4%	156.82	37.1%
	维纶	48.88	11.8%	3.53	122.4%	3.01	118.1%
	粘胶	84.58	-13.8%	(2.68)	-281.9%	-1.34	-186.3%
	其他纤维	120.69	4.1%	4.50	-52.6%	3.47	-42.5%
染料	纺织化学用品	249.82	6.3%	64.09	9.3%	52.17	12.6%
聚氨酯	聚氨酯	562.28	0.5%	106.51	-31.6%	84.57	-18.0%
合成革	合成革	38.62	0.3%	2.03	-39.4%	1.81	-39.4%
氟化工	氟化工及制冷剂	169.28	1.0%	15.83	-42.8%	13.06	-41.2%
磷化工	磷化工及磷酸盐	168.42	1.7%	6.13	-44.7%	3.60	-8.9%
有机硅	有机硅	113.57	-1.1%	8.46	-46.5%	6.38	-51.3%
中间体	中间体	51.45	3.4%	9.13	19.2%	6.26	4.2%
民爆用品	民爆用品	192.82	11.6%	17.86	23.0%	12.11	23.8%
涂料	涂料油漆油墨制造	38.70	-3.1%	4.05	0.6%	3.50	-5.6%
钛白粉	钛白粉	130.74	3.3%	29.41	0.9%	24.87	2.2%
日用化学产品	日用化学产品	246.78	2.6%	14.60	43.5%	11.05	39.8%
玻纤	玻纤	204.80	10.2%	35.15	-1.9%	29.42	-1.3%
橡胶	轮胎	260.54	1.8%	17.48	81.2%	13.76	93.6%
	炭黑	91.15	-8.4%	(0.12)	-101.3%	-0.35	-104.5%
	其他橡胶制品	49.09	3.2%	6.92	-13.1%	5.79	-11.1%
塑料	塑料	459.28	-14.6%	16.31	-68.4%	13.02	-70.5%

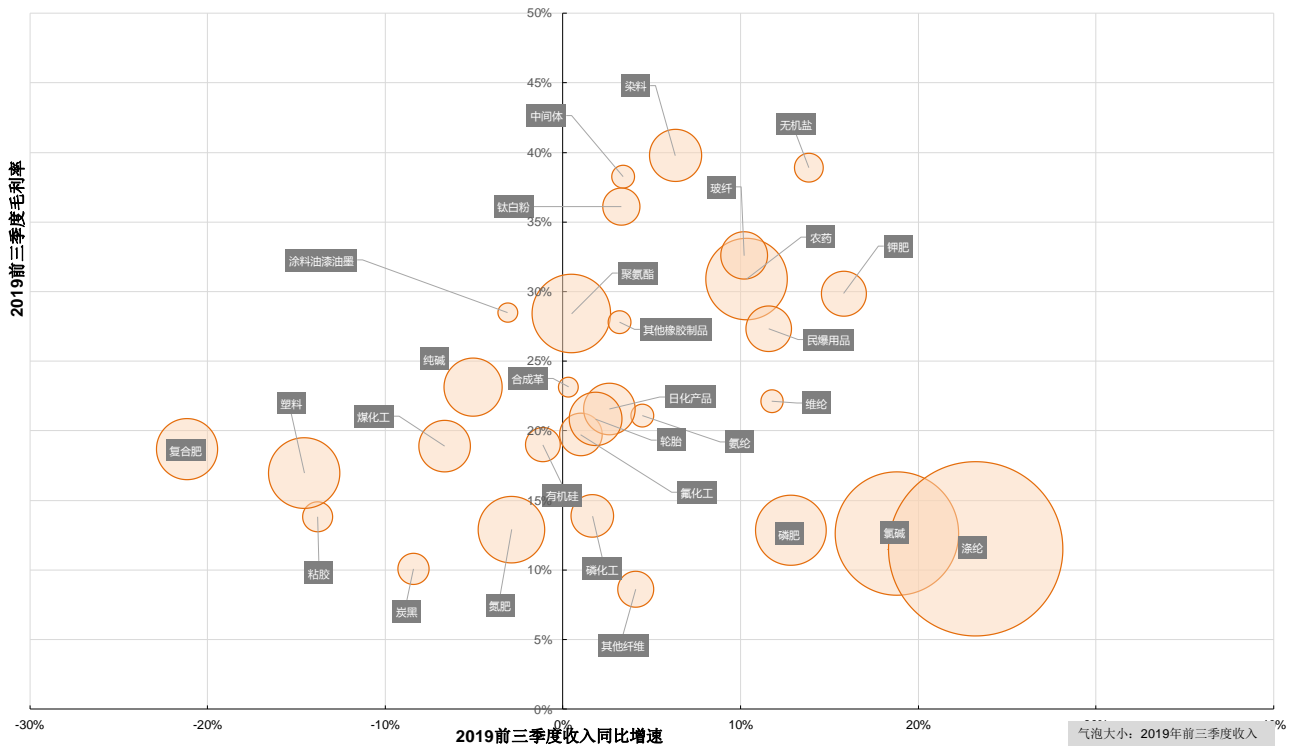
资料来源：wind，天风证券研究所

表 3：基础化工各子行业（样本）2019 年前三季度财务指标

子行业		毛利率	YOY	期间费用率	YOY	净利率	YOY
无机盐	无机盐	38.9%	0.6%	19.0%	-1.0%	12.4%	-0.3%
煤化工	煤化工	18.9%	-2.1%	10.1%	2.0%	6.9%	-2.9%
两碱	纯碱	23.1%	-3.6%	14.0%	0.5%	6.0%	-4.7%
	氯碱	12.6%	-4.6%	8.6%	-1.0%	3.9%	-2.8%
农用化工	氮肥	12.9%	-5.4%	9.6%	1.7%	-1.7%	-9.4%
	磷肥	12.8%	-2.1%	11.7%	-1.7%	0.6%	0.1%
	钾肥	29.9%	-4.4%	16.8%	-5.7%	0.7%	2.2%
	复合肥	18.7%	2.0%	13.1%	2.9%	4.8%	-0.3%
	农药	30.9%	-1.1%	23.0%	2.2%	7.4%	-3.5%
化纤	氨纶	21.1%	-0.5%	9.7%	0.0%	9.9%	-0.3%
	涤纶	11.5%	0.8%	4.7%	0.3%	5.8%	0.6%
	维纶	22.1%	6.1%	12.2%	0.0%	6.2%	3.0%
	粘胶	13.8%	2.7%	14.2%	5.4%	-1.6%	-3.2%
	其他纤维	8.6%	-4.1%	6.4%	0.1%	2.9%	-2.3%
染料	纺织化学用品	39.8%	-3.2%	16.4%	-1.2%	20.9%	1.2%
聚氨酯	聚氨酯	28.4%	-6.9%	10.5%	2.1%	15.0%	-3.4%
合成革	合成革	23.2%	-0.9%	16.5%	2.1%	4.7%	-3.1%
氟化工	氟化工及制冷剂	19.7%	-5.7%	12.0%	0.4%	7.7%	-5.5%
磷化工	磷化工及磷酸盐	13.9%	-3.2%	9.6%	0.3%	2.1%	-0.2%
有机硅	有机硅	19.0%	-5.5%	11.6%	1.1%	5.6%	-5.8%
中间体	中间体	38.3%	0.1%	19.7%	-1.1%	12.2%	0.1%
民爆用品	民爆用品	27.3%	0.6%	17.9%	0.3%	6.3%	0.6%
涂料	涂料油漆油墨制造	28.5%	1.9%	19.3%	2.3%	9.0%	-0.2%
钛白粉	钛白粉	36.1%	0.0%	13.4%	0.5%	19.0%	-0.2%
日用化学产品	日用化学产品	21.6%	-1.8%	19.2%	-0.7%	4.5%	1.2%
玻纤	玻纤	32.6%	-2.0%	16.0%	0.7%	14.4%	-1.7%
橡胶	轮胎	20.8%	3.9%	13.3%	0.6%	5.3%	2.5%
	炭黑	10.1%	-8.7%	9.5%	0.5%	-0.4%	-8.1%
	其他橡胶制品	27.8%	-1.4%	13.4%	2.1%	11.8%	-1.9%
塑料	塑料	17.0%	-3.4%	13.7%	2.4%	2.8%	-5.4%

资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：基础化工各子行业（样本）2019 年前三季度收入及利润全景图



资料来源：wind，天风证券研究所

2. 三季度单季度收入同比基本持平，利润整体下滑明显

2.1. 营业收入同比基本持平，净利润显著下滑

2019 年第三季度基础化工行业上市公司（合计 325 家），共实现营业收入 4723 亿元，同比增长 3.0%；实现营业利润 351 亿元，同比下降 20.6%；实现归属母公司所有者净利润为 265 亿元，同比下降 20.7%。单季度净利率 5.9%。

2019 年第三季度基础化工行业样本上市公司（合计 227 家），共实现营业收入 4255 亿元，同比增长 2.9%；实现营业利润 294 亿元，同比下降 21.9%；实现归属母公司所有者净利润为 217 亿元，同比下降 22.8%。单季度净利率 5.4%。

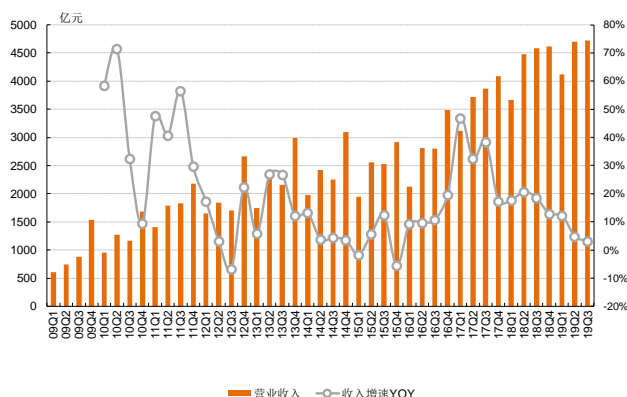
值得注意的是，2018 年四季度净利润低基数，预计 2019 年四季度降幅将收窄，随着经济企稳明年化工行业业绩有望逐步趋稳。

表 4：基础化工行业（样本）2019 年第三季度行业财务数据

单位：亿元	第三季度					第三季度同比增速			
	项目	2015	2016	2017	2018	2019	2016	2017	2018
营业收入	2463	2523	3541	4134	4255	2.4%	40.4%	16.7%	2.9%
营业成本	2032	2074	2848	3322	3750	2.1%	37.3%	16.7%	12.9%
毛利	430	449	694	812	505	4.2%	54.7%	17.1%	-37.9%
期间费用	301	298	402	437	461	-0.9%	34.8%	8.5%	5.7%
归母净利润	98	117	225	282	217	18.8%	92.8%	25.0%	-22.8%
毛利率	17.5%	17.8%	19.6%	19.6%	11.9%	0.3%	1.8%	0.1%	-7.8%
期间费用率	12.2%	11.8%	11.4%	10.6%	10.8%	-0.4%	-0.5%	-0.8%	0.3%
净利率	4.0%	4.6%	6.4%	6.8%	5.1%	0.6%	1.7%	0.5%	-1.7%

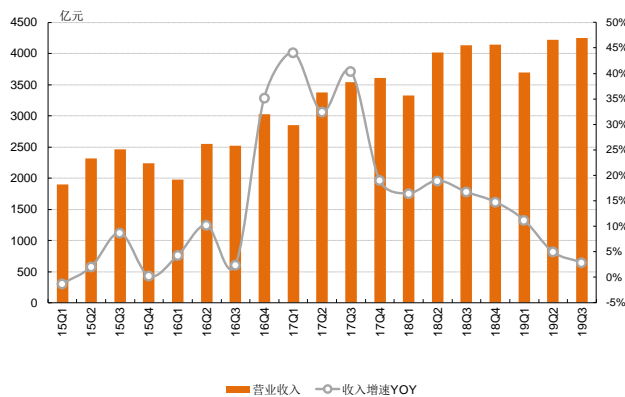
资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：基础化工行业单季度收入及同比增速



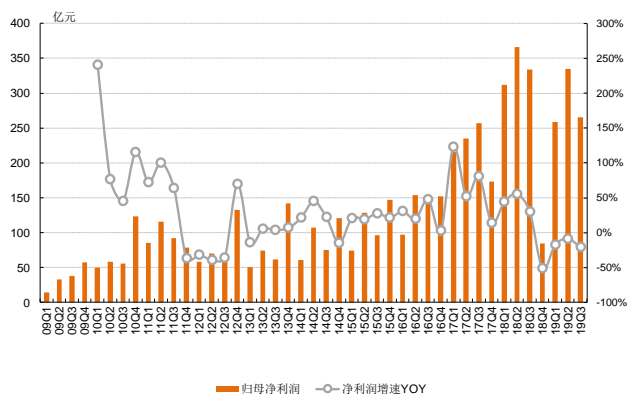
资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：基础化工行业（样本）单季度收入及同比增速



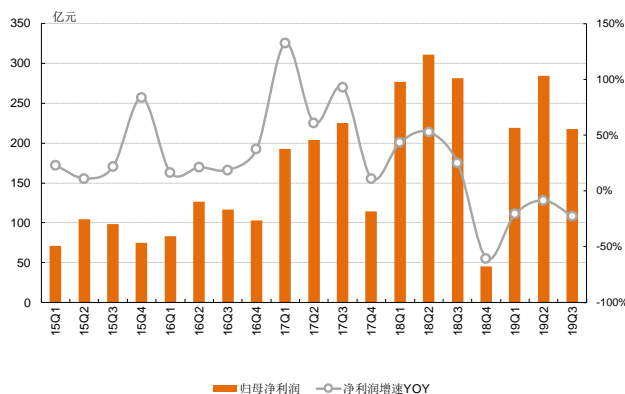
资料来源：wind，天风证券研究所

图 12：基础化工行业单季度净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 13：基础化工行业（样本）单季度净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

从我们筛选的 30 个子行业数据看，

- 19 个子行业收入同比增长，其中涨幅居前的为农药、纺织化学用品、氯碱、涤纶、民爆用品、钛白粉、涤纶；而复合肥、粘胶、煤化工、塑料、氮肥等子行业收入同比下滑较多。
- 10 个子行业归母净利润同比增长，按涨幅分别为涤纶、轮胎、农药、民爆用品、钛白粉、氨纶、涤纶、合成革、磷化工及磷酸盐、聚氨酯；而化肥相关子行业、粘胶、炭黑、塑料、有机硅、氟化工、日化产品等子行业净利润同比下滑程度较大。

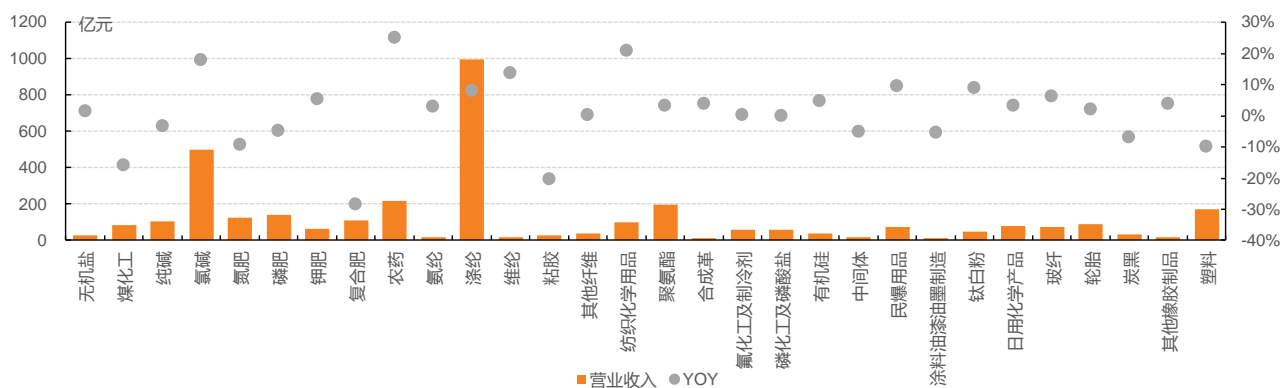
表 5：基础化工各子行业（样本）2019 年第三季度营业收入及净利润情况

子行业		营业收入	YOY	营业利润	YOY	归母净利润	YOY
无机盐	无机盐	25.54	1.6%	3.55	-8.5%	2.30	-6.8%
煤化工	煤化工	83.75	-15.7%	5.38	-47.3%	3.99	-53.8%
两碱	纯碱	104.16	-3.1%	6.72	-28.1%	4.93	-30.0%
	氯碱	497.98	18.0%	17.32	-43.5%	12.94	-48.3%
农用化工	氮肥	127.67	-9.3%	(16.30)	-242.3%	(16.07)	-282.0%
	磷肥	140.94	-4.9%	0.74	-41.8%	0.21	-70.3%
	钾肥	64.03	5.4%	3.11	-22.2%	0.82	-76.5%
	复合肥	110.66	-28.4%	3.14	-47.5%	2.56	-47.4%
农药		217.96	25.2%	18.37	43.4%	13.42	56.0%
化纤	氨纶	17.83	3.0%	2.08	17.0%	1.77	16.7%

	涤纶	994.86	8.2%	86.65	11.9%	63.43	13.9%
	维纶	17.96	13.9%	1.46	147.0%	1.25	149.7%
	粘胶	25.69	-20.2%	(1.29)	-228.4%	(0.77)	-185.3%
	其他纤维	40.20	0.4%	0.48	-85.6%	0.45	-77.6%
染料	纺织化学用品	98.77	20.9%	20.40	-7.6%	16.10	-7.5%
聚氨酯	聚氨酯	195.42	3.3%	31.88	-17.6%	24.52	1.6%
合成革	合成革	13.47	3.8%	1.07	13.1%	0.98	6.6%
氟化工	氟化工及制冷剂	57.14	0.4%	4.46	-46.0%	3.75	-43.9%
磷化工	磷化工及磷酸盐	57.92	-0.1%	3.18	-40.0%	2.09	4.6%
有机硅	有机硅	38.22	4.8%	3.04	-49.4%	2.31	-52.3%
中间体	中间体	15.34	-5.0%	2.80	-1.4%	1.70	-26.7%
民爆用品	民爆用品	71.61	9.7%	7.02	27.0%	4.43	28.4%
涂料	涂料油漆油墨制造	13.36	-5.3%	1.55	16.8%	1.32	-0.9%
钛白粉	钛白粉	46.52	9.1%	11.20	22.9%	9.39	22.6%
日用化学产品	日用化学产品	80.10	3.3%	2.10	-34.6%	1.48	-42.8%
玻纤	玻纤	72.26	6.3%	11.79	-13.7%	9.87	-13.5%
橡胶	轮胎	90.75	2.1%	7.00	47.9%	5.60	58.0%
	炭黑	30.97	-7.0%	0.30	-89.0%	0.19	-91.6%
	其他橡胶制品	16.64	4.0%	2.23	-9.3%	1.90	-4.8%
塑料	塑料	171.62	-9.8%	7.62	-58.3%	6.42	-59.6%

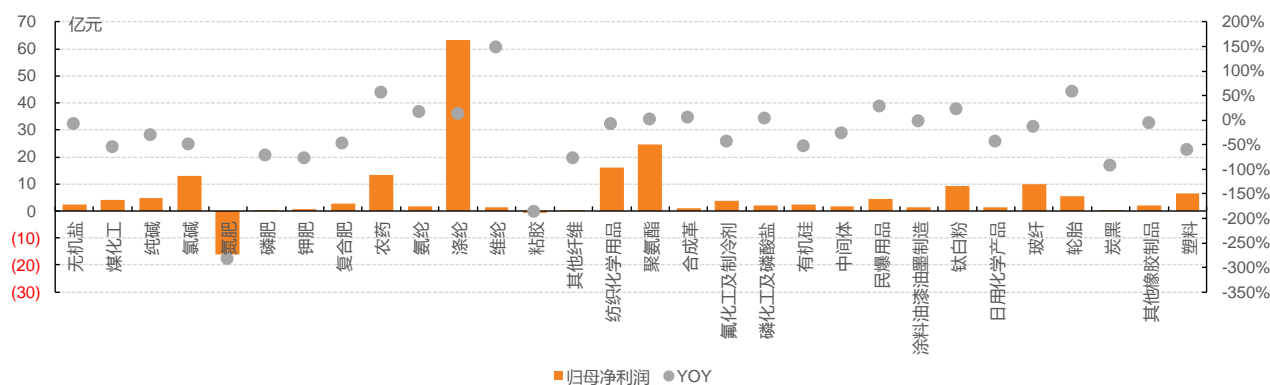
资料来源: wind, 天风证券研究所

图 14: 基础化工各子行业(样本) 2019 年第三季度营业收入及同比



资料来源: wind, 天风证券研究所

图 15: 基础化工各子行业(样本) 2019 年第三季度净利润及同比



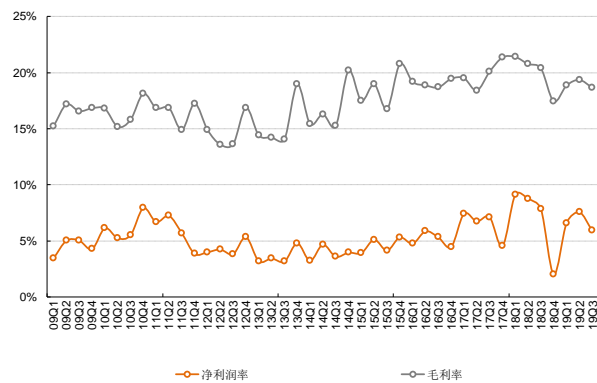
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.2. 毛利率走低，期间费用率有所提升

2019 年三季度基础化工行业毛利率为 18.7%，同、环比分别下降 1.7、0.7 个百分点；2019 年三季度基础化工行业（样本上市公司）毛利率为 17.8%，同、环比分别下降 1.9、0.9 个百分点。主要源于产品价格同环比的走弱。

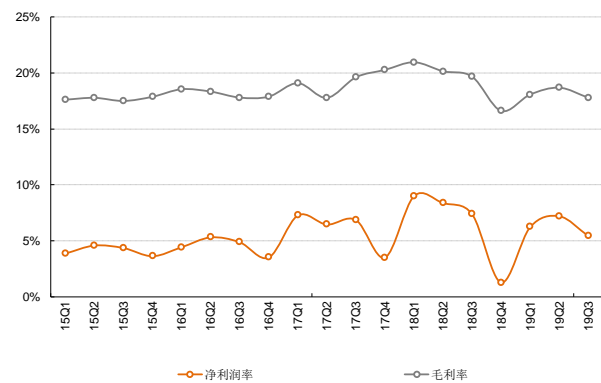
分行业看，除维纶、轮胎、涂料、中间体、民爆、氨纶、涤纶等子行业外，其他子行业毛利率同比均不同程度下降，起哄钾肥、染料、有机硅、氟化工、炭黑等子行业毛利率同比下降幅度较大。

图 16：基础化工行业单季度毛利率、净利率



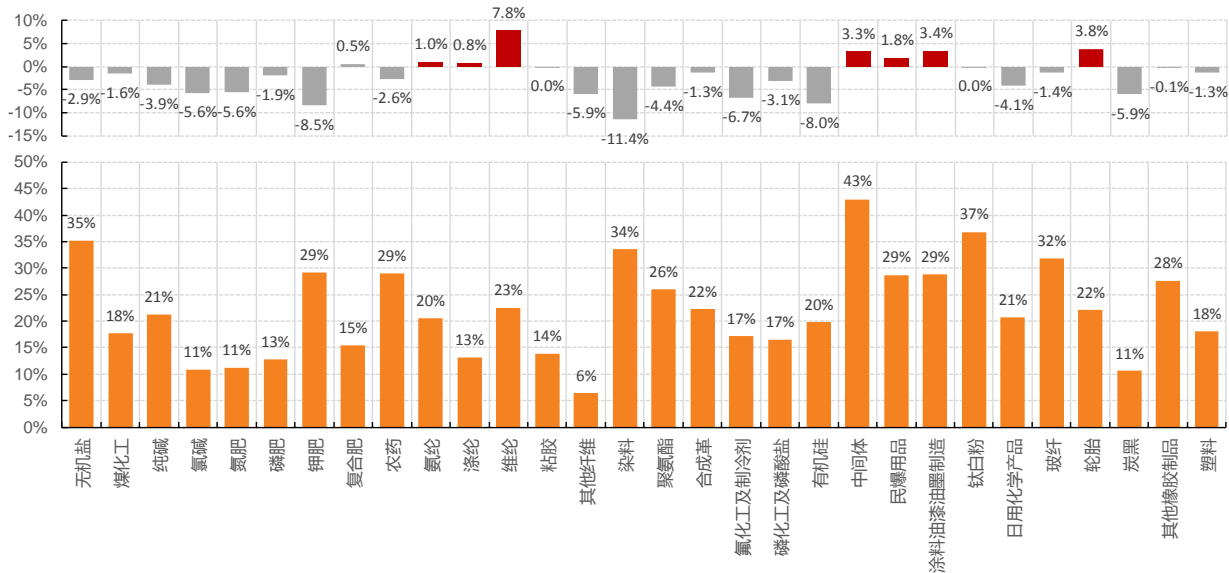
资料来源：wind，天风证券研究所

图 17：基础化工行业（样本）单季度毛利率、净利率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：基础化工各子行业（样本）2019 年第三季度毛利率



注：下图——单季度毛利率；上图——毛利率同比

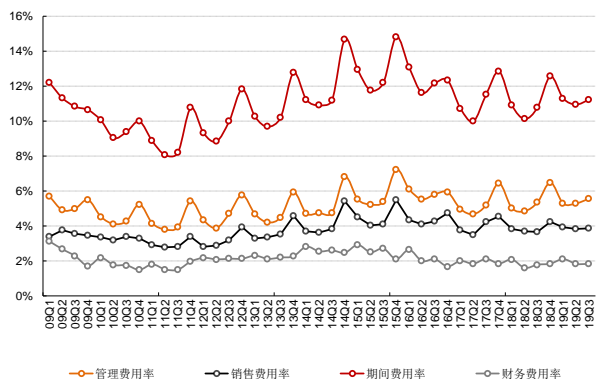
资料来源：wind，天风证券研究所

2019 年三季度基础化工行业期间费用率同比提升 0.4 个百分点至 11.20%，其中销售费用率同比上升 0.2 个百分点，管理费用率（含研发）同比上升 0.2 个百分点，财务费用率同比持平。从环比角度看，第三季度各项期间费用率均呈现环比上升态势。

2019 年三季度基础化工行业（样本）期间费用率同比提升 0.3 个百分点至 10.9%，其中销售费用率同比上升 0.1 个百分点，管理费用率（含研发）同比上升 0.2 个百分点，财务费用率同比持平。从环比角度看，第三季度各项期间费用率均呈现环比上升态势。

从子行业角度看,30个子行业中18个行业三季度单季度费用率同比提升,12个同比下降。

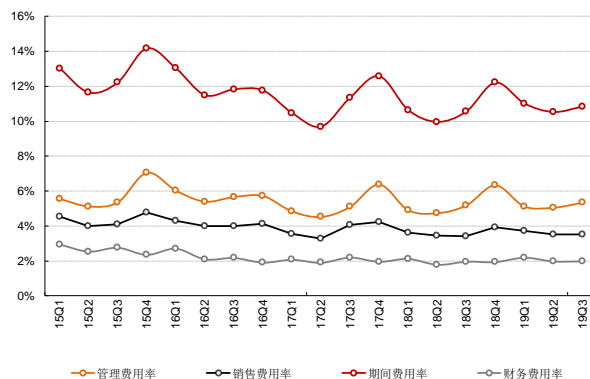
图 19: 基础化工行业单季度费用率



备注: 管理费用率(包含研发费用)

资料来源: wind, 天风证券研究所

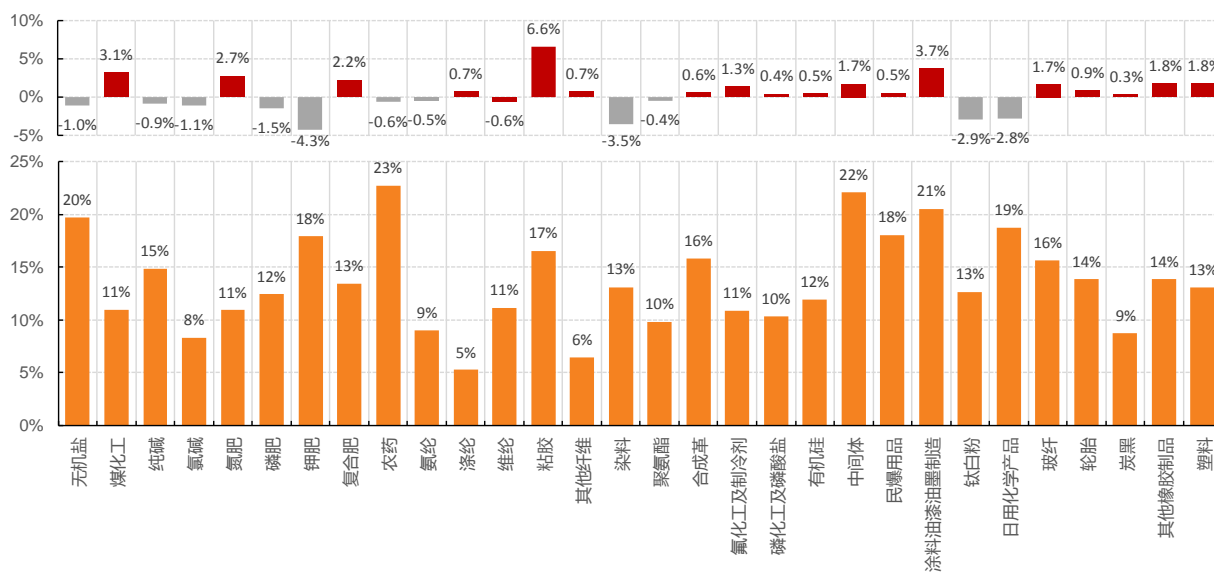
图 20: 基础化工行业(样本)单季度费用率



备注: 管理费用率(包含研发费用)

资料来源: wind, 天风证券研究所

图 21: 基础化工各子行业(样本) 2019 年第三季度费用率



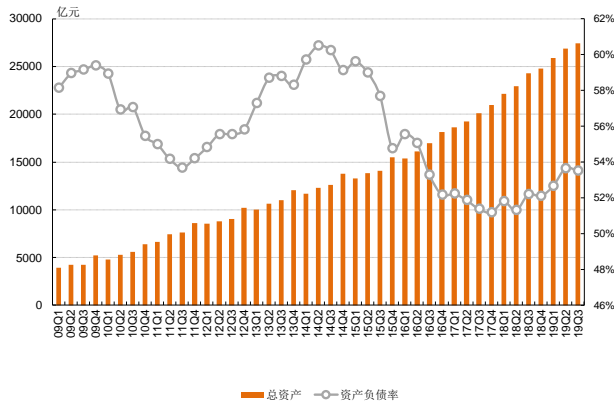
资料来源: wind, 天风证券研究所

2.3. 资产负债率略有上升，在建工程保持较快增长，经营性现金流同比提升

● 资产负债率略有提升

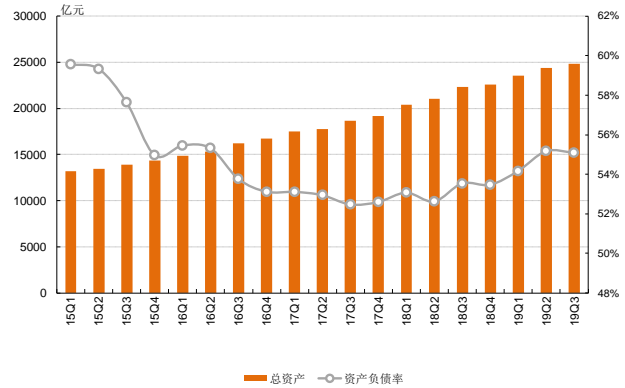
截止 2019 年三季度末基础化工上市公司及样本上市公司资产负债率分别为 53.5%、55.1%，同比分别提升 1.3、1.6 个百分点。分子行业来看，中间体、合成革、氮肥、玻纤等行业资产负债率环比提升较多，而复合肥、染料、钛白粉、聚氨酯等行业环比下降较多

图 22：基础化工行业资产负债率



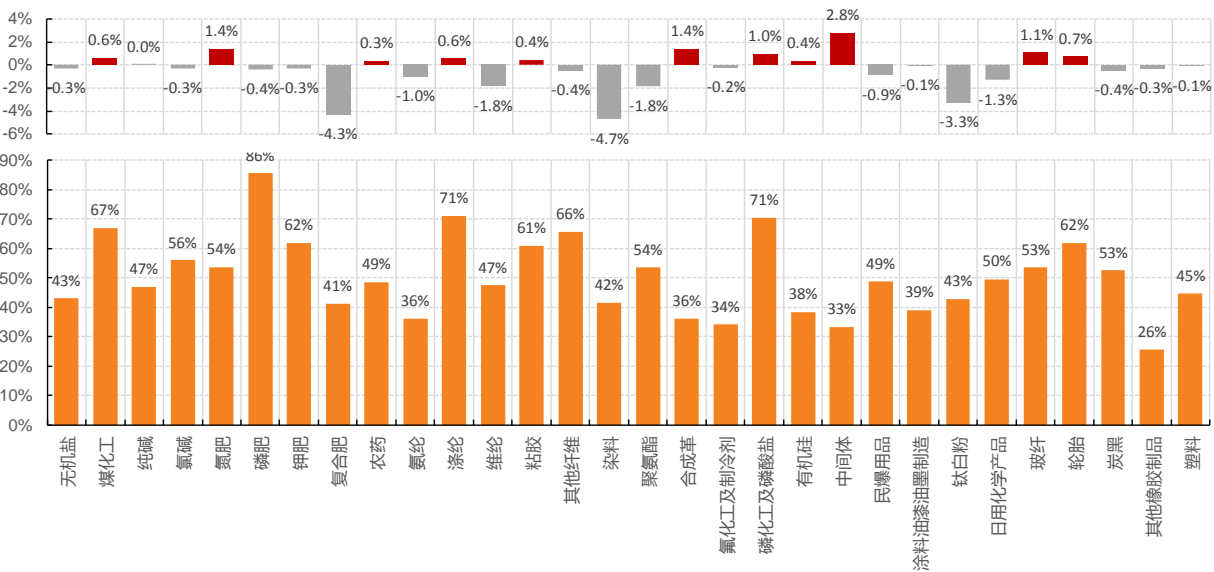
资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：基础化工行业（样本）资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 24：基础化工各子行业（样本）资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

● 在建工程保持较快增长，占总资产比例持续提升

2019 年三季度期末基础化工行业/样本上市公司固定资产总额 8890/8174 亿元，同比增长 21.2%/20.3%；在建工程总额 2969/2708 亿元，同比增长 29.7%/26.5%。若扣除涤纶板块（近年来炼化板块投资额巨大）则基础化工行业/样本上市公司固定资产总额 7287/6572 亿元，同比增长 11.4%/9.5%；在建工程总额 1570/1309 亿元，同比增长 15.3%/7.9%。

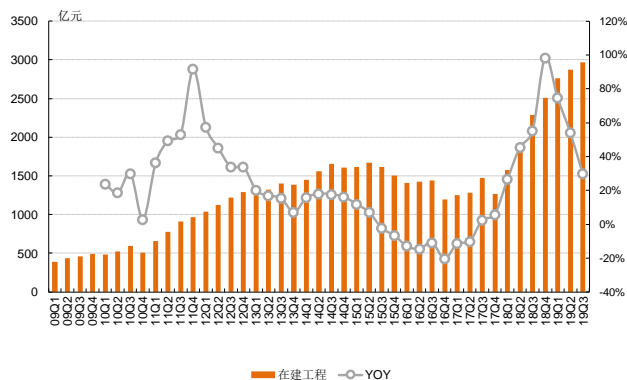
行业在建工程投资增速自 2015 年三季度进入负增段，连续 8 个季度负增长，至 2017 年第三季度转正，2018Q3 起连续四个季度同比增速保持在 50%以上。

同时，2019 年三季度基础化工行业/样本上市公司在建工程投资占总资产比例为 10.7%/10.9%，同比增加 1.4/1.3 个百分点，环比增加 0.1/0.1 个百分点。

分行业来看，除去在建工程额巨大的涤纶、聚氨酯板块，其他在建工程增加较多的子行业为氯碱、玻纤、农药、染料、磷化工。

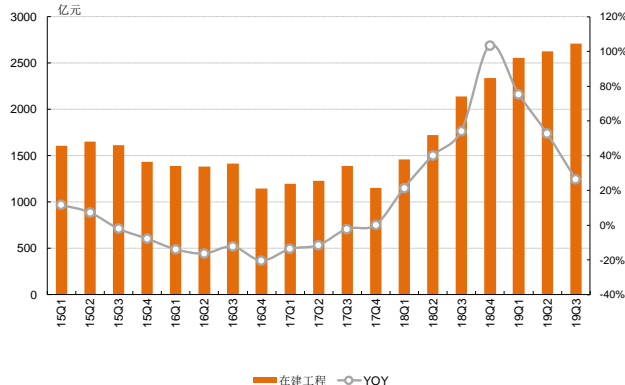
通过对比统计局化工行业投资增速及上市公司投资增速，行业格局加速向龙头集中。

图 25：基础化工行业在建工程及同比增速



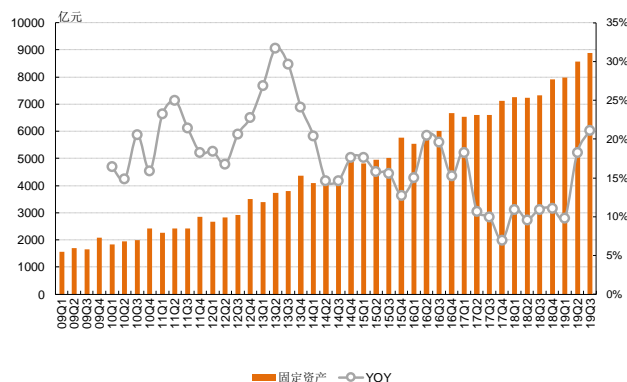
资料来源：wind，天风证券研究所

图 26：基础化工行业（样本）在建工程及同比增速



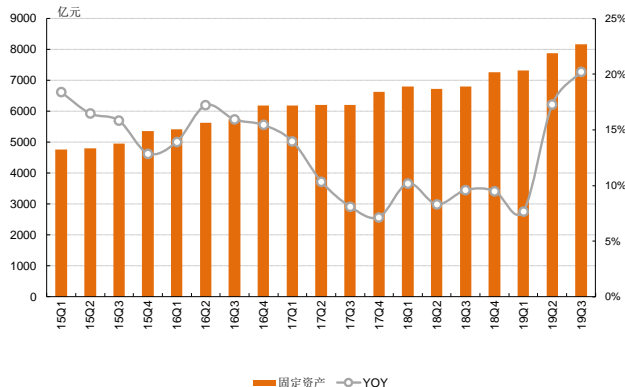
资料来源：wind，天风证券研究所

图 27：基础化工行业固定资产及同比增速



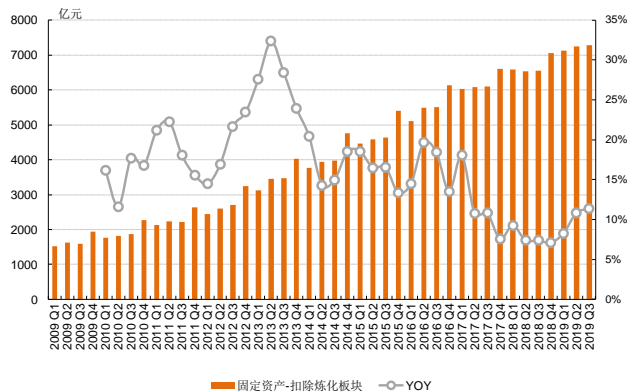
资料来源：wind，天风证券研究所

图 28：基础化工行业（样本）固定资产及同比增速



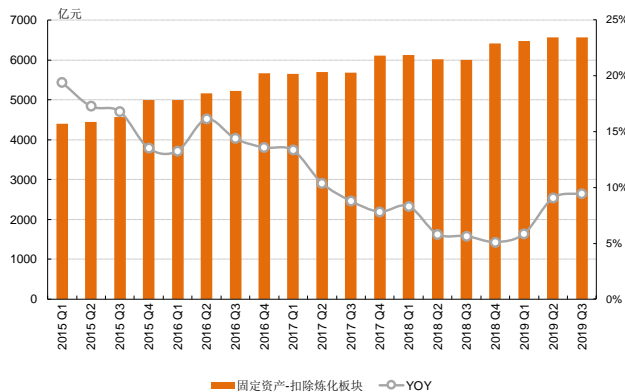
资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：基础化工行业-扣除涤纶板块固定资产及同比增速



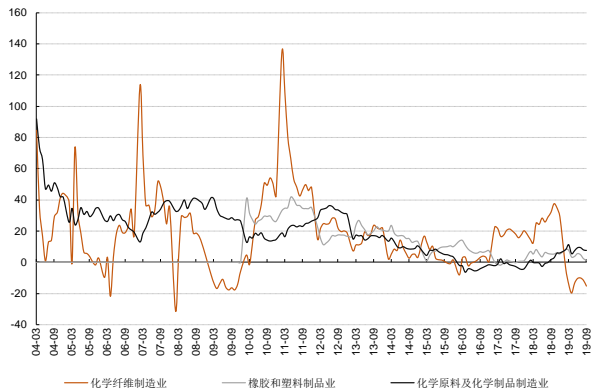
资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：基础化工行业（样本）-扣除涤纶板块固定资产及同比增速



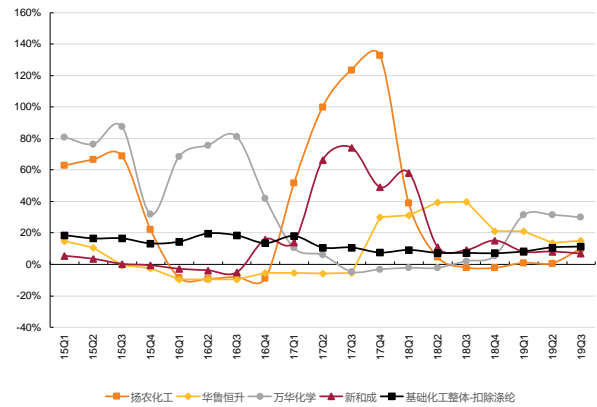
资料来源：wind，天风证券研究所

图 31：基础化工行业固定资产投资完成额累计同比



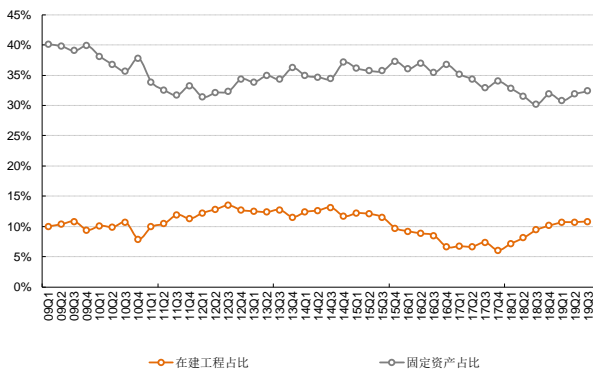
资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：龙头企业固定资产同比增速超越行业增长



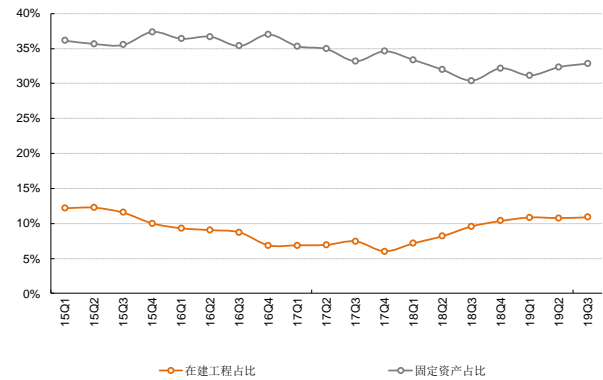
资料来源：wind，天风证券研究所

图 33：基础化工行业固定资产及在建工程占比



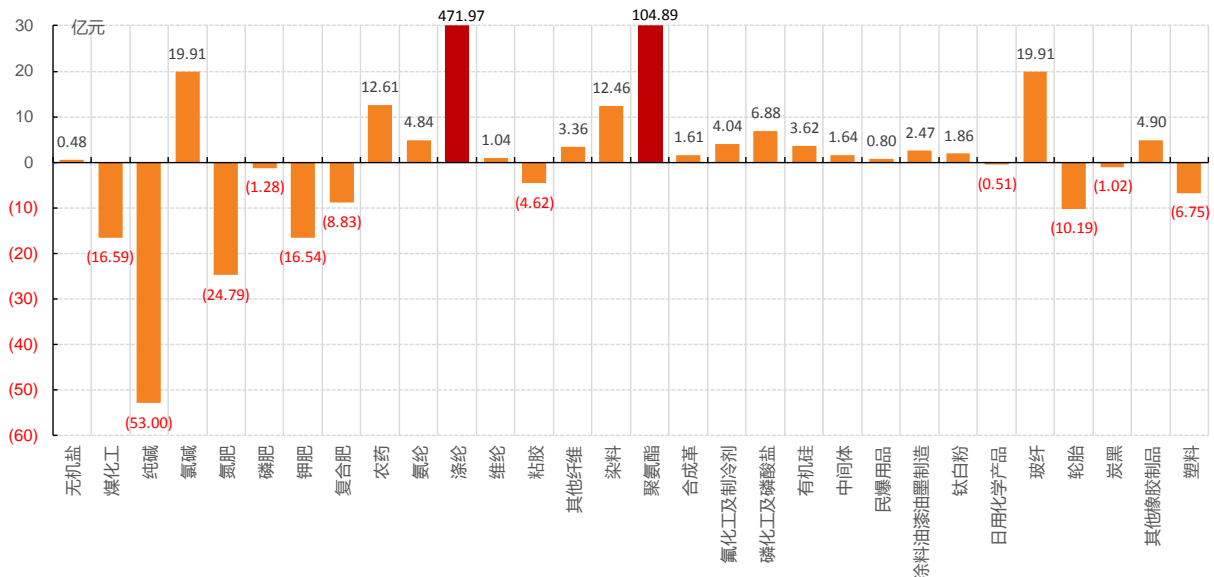
资料来源：wind，天风证券研究所

图 34：基础化工行业（样本）固定资产及在建工程占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 35：基础化工各子行业(样本) 2019 年三季度在建工程同比增加额

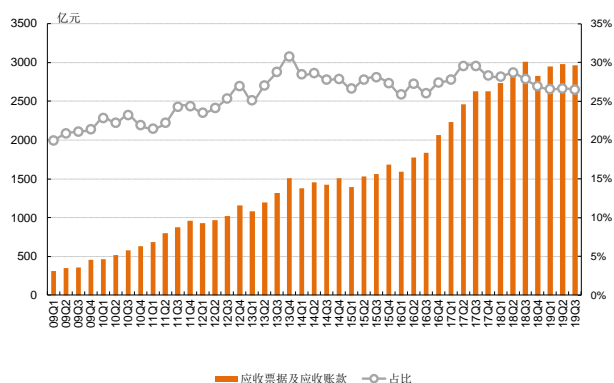


资料来源：wind，天风证券研究所

● 应收及存货占比基本维持历史中位数水平，经营性净现金流同比上升

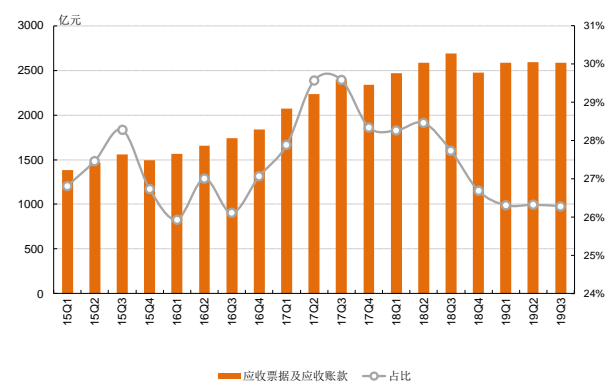
2019 年三季度末基础化工行业/样本上市公司应收账款及应收票据占流动资产比重为 26.5%/26.3%，环比下降 0.2 个百分点/持平。就历史三季度末应收账款及应收票据占流动资产比重来看，目前应收账款及应收票据占流动资产比重处于略低于中位水平。

图 36：基础化工行业应收账款及票据占流动资产比重



资料来源：wind，天风证券研究所

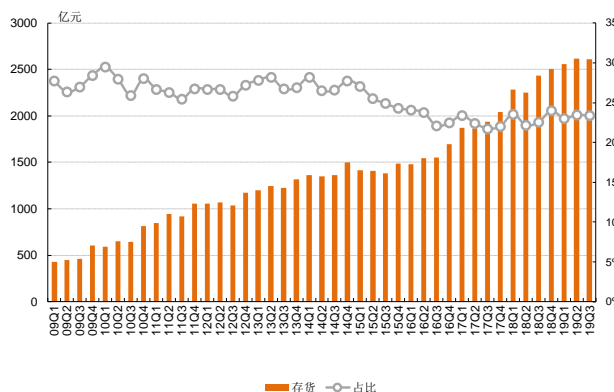
图 37：基础化工行业（样本）应收账款及票据占流动资产比重



资料来源：wind，天风证券研究所

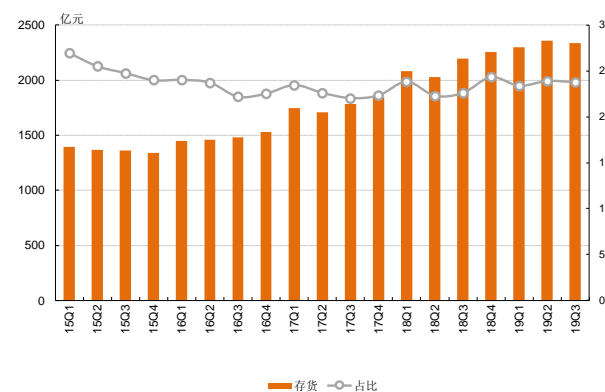
2019 年三季度末基础化工行业/样本上市公司存货占流动资产比重为 23.3%/23.8%，环比下降 0.1/0.1 个百分点。就历史三季度末存货占流动资产比重来看，目前存货占流动资产比重处于中位水平。

图 38：基础化工行业存货占流动资产比重



资料来源：wind，天风证券研究所

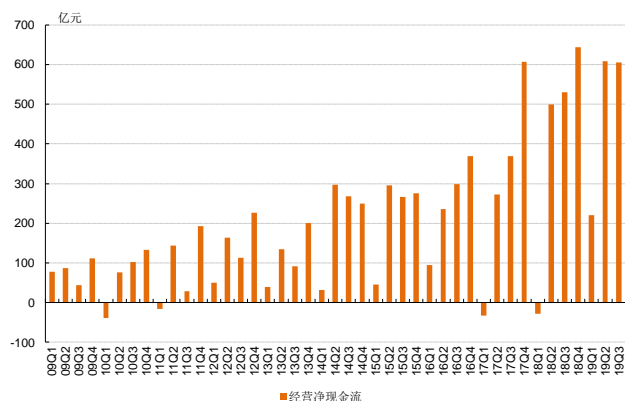
图 39：基础化工行业（样本）存货占流动资产比重



资料来源：wind，天风证券研究所

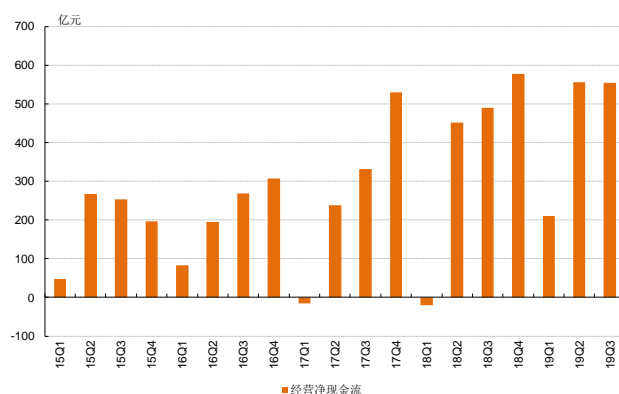
2019 年三季度单季度基础化工行业/样本上市公司经营性现金流净额为 605/555 亿元，同比上升 14.0%/13.4%，环比均基本持平。从子行业看，仅钾肥单季度经营性现金流为负，其他均为正；30 个子行业中 16 个经营性现金流净额同比增加，其中涤纶、磷肥、染料、磷化工、民爆行业等增加额居前，而钾肥、聚氨酯、煤化工、纯碱、氯碱等子行业经营性现金流净额同比减少较多。

图 40：基础化工行业单季度经营性现金流净额



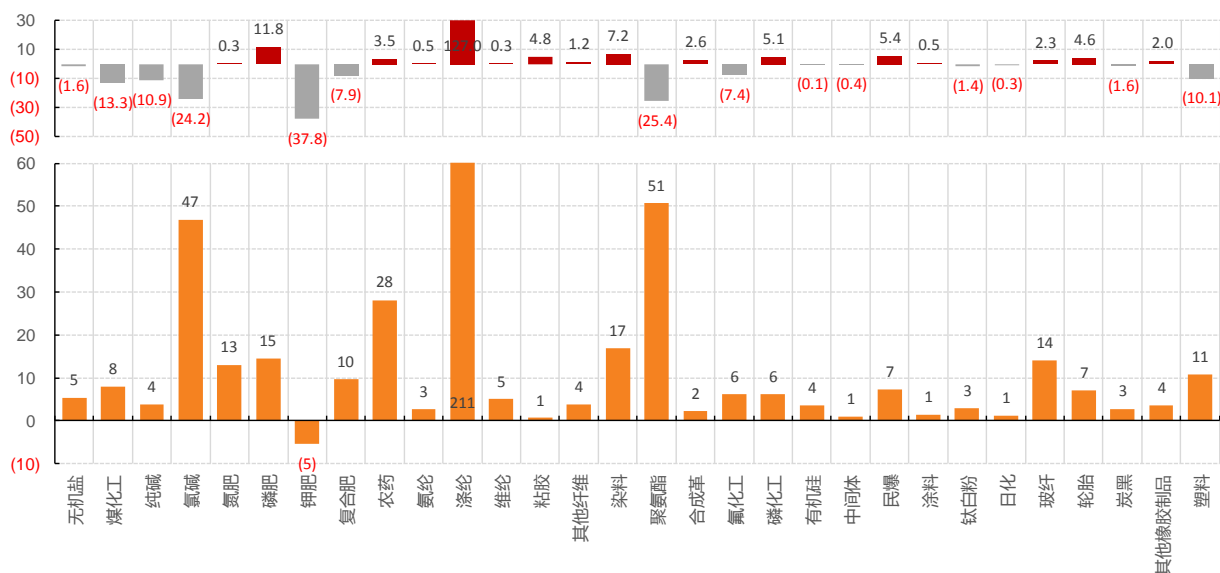
资料来源：wind，天风证券研究所

图 41：基础化工行业（样本）单季度经营性现金流净额



资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：基础化工各子行业(样本) 2019 年三季度经营性现金流及同比增加



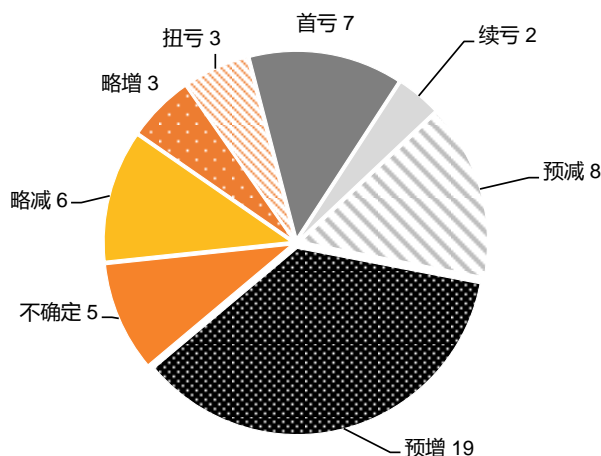
备注：单位为亿元

资料来源：wind，天风证券研究所

3. 全年预告情况

截至目前，基础化工行业共有 53 家上市公司发布全年业绩预告，其中 25 家预增（其中 3 家扭亏），23 家预减少（其中 7 家首亏、2 家续亏），5 家不确定。

图 43：2019 年年报预告分布



注：截至 2019.11.03

资料来源：wind，天风证券研究所

表 6：2019 年年报预告汇总

证券代码	名称	预告类型	净利润		同比增长	
			下限(亿元)	上限(亿元)	下限(%)	上限(%)
002165.SZ	红宝丽	预增	0.67	0.80	130%	175%
002054.SZ	德美化工	预增	1.10	1.36	110%	160%
300200.SZ	高盟新材	预增	1.83	2.07	118%	148%
002562.SZ	兄弟科技	预增	0.44	0.52	100%	140%
002810.SZ	山东赫达	预增	1.47	1.69	100%	130%
002324.SZ	普利特	预增	1.30	1.59	80%	120%
002053.SZ	云南能投	预增	2.15	2.45	87%	113%
603227.SH	雪峰科技	预增	0.88	1.09	70%	110%
002409.SZ	雅克科技	预增	2.40	2.70	81%	103%
002809.SZ	红墙股份	预增	1.09	1.37	60%	100%
002226.SZ	江南化工	预增	3.51	4.17	60%	90%
002395.SZ	双象股份	预增	0.29	0.40	30%	80%
002669.SZ	康达新材	预增	1.21	1.45	50%	80%
002734.SZ	利民股份	预增	3.09	3.50	50%	70%
002683.SZ	宏大爆破	预增	3.00	3.42	40%	60%
002224.SZ	三力士	预增	0.91	1.32	10%	60%
603033.SH	三维股份	预增				
600727.SH	鲁北化工	预增				
601163.SH	三角轮胎	预增				
002539.SZ	云图控股	略增	2.11	2.64	20%	50%
300218.SZ	安利股份	略增				
603360.SH	百傲化学	略增				
000985.SZ	大庆华科	扭亏	0.49	0.58	1801%	2114%
002513.SZ	蓝丰生化	扭亏	0.28	0.38	103%	104%
300163.SZ	先锋新材	扭亏				

002597.SZ	金禾实业	略减	8.00	8.50	-12%	-7%
000902.SZ	新洋丰	略减	6.50	7.50	-22%	-9%
603810.SH	ST 丰山	预减				-50%
000731.SZ	四川美丰	预减	0.90	1.25	-59%	-43%
002258.SZ	利尔化学	预减	2.31	4.04	-60%	-30%
002407.SZ	多氟多	预减	0.13	0.20	-80%	-70%
002341.SZ	新纶科技	预减	0.50	0.75	-83%	-75%
002092.SZ	中泰化学	预减	4.00	6.00	-84%	-75%
002211.SZ	宏达新材	预减	0.00	0.04	-100%	-69%
002709.SZ	天赐材料	预减	0.30	0.40	-93%	-91%
600596.SH	新安股份	略减				
300740.SZ	御家汇	略减				
300054.SZ	鼎龙股份	略减				
600714.SH	金瑞矿业	略减				
002496.SZ	辉丰股份	续亏	(2.00)	(1.00)	63%	82%
000792.SZ	*ST 盐湖	续亏				
600227.SH	圣济堂	首亏	(17.24)	(17.24)	-966%	-966%
002748.SZ	世龙实业	首亏	(0.20)	(0.05)	-135%	-109%
600319.SH	亚星化学	首亏				
600228.SH	ST 昌九	首亏				
603188.SH	ST 亚邦	首亏				
600746.SH	江苏索普	首亏				
603991.SH	至正股份	首亏				
600469.SH	风神股份	不确定				
600458.SH	时代新材	不确定				
600691.SH	阳煤化工	不确定				
300225.SZ	金力泰	不确定				
603330.SH	上海天洋	不确定				

注：截至 2019.11.03

资料来源：wind，天风证券研究所

4. 投资观点及建议

当前化工行业整体仍处于景气底部区域，三季度上市公司业绩延续弱势，而 2018 年四季度净利润低基数，预计 2019 年四季度降幅将收窄，后续随着经济企稳明年化工行业企业业绩有望逐步趋稳。近年来化工上市公司龙头企业投资增速高于行业整体增速，行业格局加速向龙头集中。预计未来化工行业仍将呈现结构性行情，关注供需格局转好的细分领域及低估值且业绩增长确定的行业龙头，包括万华化学、新和成、华鲁恒升等固定资产投资增速明显高于行业水平，产能投产带来确定性增长的龙头企业。

(1) 巴斯夫 VA 未来预计低负荷运行，明年下半年计划停产，因此 VA 价格有望大幅上调，能特与帝斯曼正式签订转让协议，VE 行业格局重大变化，饲料需求回升逻辑后续将兑现，推荐维生素龙头新和成，关注浙江医药。

(2) 监管高压常态化，农药行业集中度提升有望超预期，分两条投资主线，一是涨价弹性大品种，受益标的为百傲化学和湖南海利；二是中长期打开成长空间品种，受益标的为扬农化工和利尔化学，建议关注利民股份和广信股份等。

(3) 增发过会，氟化工持续超预期，电解液有望企稳回升，继续推荐新宙邦。柴油车国六推行致沸石需求高增长，OLED 业务进入业绩释放期，推荐万润股份。内生外延产能加速扩张，行业发展机遇及自身优势使得公司具备持续成长潜力，推荐利安隆。

(4) 基本面有望超预期，长期看好低估值龙头万华化学、华鲁恒升、三友化工。

5. 风险提示

贸易摩擦加剧风险；原油等原料价格大幅波动风险；产能大幅扩张风险

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com