

# 基础化工

# 行业分析

## 行业整体压力仍在，优选消费端子行业

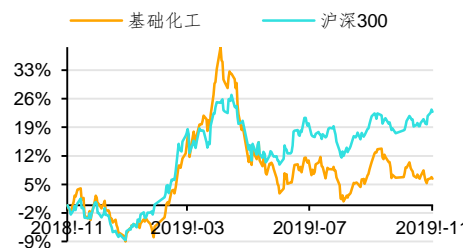
### 投资要点

- ◆ **1、业绩下滑，未来压力仍在。**2019年中信基础化工前三季度收入增长6%，但归母净利润下降15.5%，毛利率下滑4.33个点，净利率也下降1.68个点。第三季度收入同比+11.5%，环比+3.49%；归母净利润同比、环比分别-38.31%、-30.4%，毛利率同比降10.11个点，净利率降1.95个点，二者环比分别降9.25、2.54个点。业绩下滑，主要是价格因素所致。
- ◆ **2、市场走势落后大势，符合预期。**从行情走势看，中信基础化工年初以来的涨跌幅为13.13%，落后Wind全A指数12.45个百分点；跟我们年初以来的落后大势的判断一致。由于宏观经济弱，需求不足，供给端还需要继续去产能，预计业绩大概率下滑，维持落后大势的判断。
- ◆ **3、受宏观经济影响，下游需求偏弱。**地产新开工增速继续放缓；汽车受政策影响，销售下滑，但经销商库存较低，待新标准切换完毕，行业有望迎来主动补库存；家电上市公司净利润增速好于收入，但收入下滑6.55%；纺服收入下滑5.76%；但农林牧渔利润增速达到55%，远好于收入7.42%的增速，毛利率提高了1.7个点，净利率也提高了2.02个点。投资端力量衰竭，建议关注消费端的子行业。
- ◆ **4、投资建议：**由于供需格局依然不佳，未来业绩下滑概率较大，致使当前估值还有进一步提高的可能。受环保等因素约束，供给有约束、下游是需求的子行业格局在转好。建议关注稳定增长的天然气产业、处于景气度底部的炭黑、精细化工以及农化相关的标的。我们重点推荐新奥股份、黑猫股份；其他建议关注华鲁恒升、万华化学、长青股份、兴发集团等。
- ◆ **风险提示：**环保政策变化、贸易战加剧、经济形势恶化。

投资评级 落后大势-B 维持

首选股票	评级
600803	新奥股份 买入-A
002068	黑猫股份 买入-B
600141	兴发集团 买入-B

### 一年行业表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-4.68	-4.84	-16.41
绝对收益	-0.22	4.75	6.46

### 分析师

 王洁婷  
 SAC 执业证书编号：S0910517100001  
 wangjieting@huajinsec.cn  
 021-20377166

### 分析师

 谭志勇  
 SAC 执业证书编号：S0910515050002  
 tanzhiyong@huajinsec.cn  
 021-20377198

### 报告联系人

 陈南荣  
 chennanrong@huajinsec.cn

### 相关报告

基础化工：行业需求低迷，精选细分龙头公司 2019-09-11

基础化工：环保发力，产能收缩，价格大涨，业绩反转 2017-04-10

磷肥：兴发集团领衔，梦幻材料 2D 黑磷产业化启程 2016-08-23

化学原料：石墨烯产业持续升温，或打开万亿级别的下游应用市场 2015-12-01

## 内容目录

一、	三季度业绩不佳，未来盈利堪忧.....	3
(一)	受下游需求不振影响，化工整体业绩不佳 .....	3
(二)	未来业绩下滑，估值还有提高的可能 .....	3
二、	下游需求分化 .....	4
(一)	地产板块投资能力下滑，动能不足 .....	4
(二)	汽车销售明年大概率回暖 .....	5
(三)	家电行业整体跟随地产，未来预期难以乐观.....	5
(四)	天然气销量向好 .....	6
三、	投资建议 .....	7
四、	风险提示： .....	7

## 图表目录

图 1：中信一级行业涨跌幅排名（2019 年初-2019.10.31） .....	3
图 2：中信基础化工估值 PE-TTM.....	4
图 3：固定资产投资：累计同比%.....	4
图 4：房地产数据：累计同比% .....	4
图 5：乘用车销量数据 .....	5
图 6：汽车经销商库存系数 .....	5
图 7：空调销量：当月同比%.....	6
图 8：空调库存：当月值：万台 .....	6
图 9：国内天然气表观消费量（截止到 2019.9） .....	6
表 1：重点跟踪标的表现： .....	7
表 2：化工子板块表现： .....	8

## 一、 三季报业绩不佳，未来盈利堪忧

### (一) 受下游需求不振影响，化工整体业绩不佳

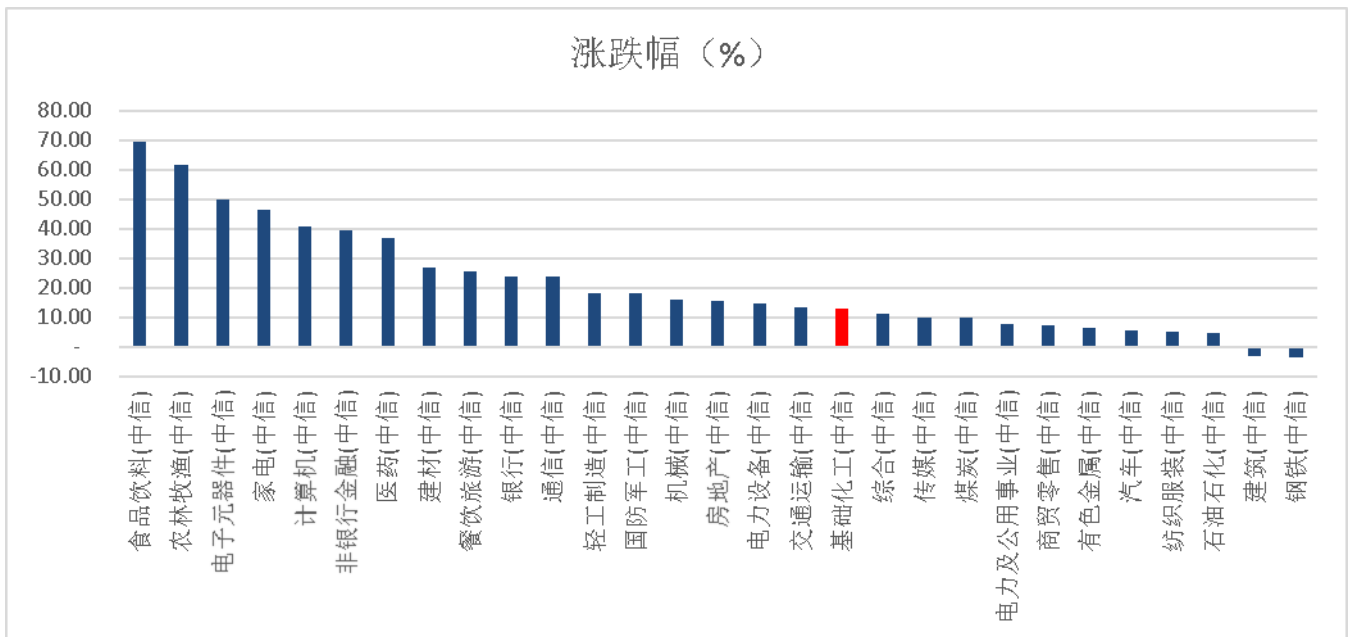
受宏观经济下行影响，下游需求整体不振，化工板块三季报业绩不佳。2019年1-9月份收入为10,327.85亿元，同比+5.96%；归母净利润为681.24亿元，同比-15.52%；毛利率为18.33%，同比下降4.33个点；净利率为6.60%，同比下降1.68个点。

第3季度收入为3,683.97亿元，同比+11.50%，环比+3.49%；归母净利润为192.28亿元，同比-18.88%，环比-30.40%；毛利率为12.53%，同比下降10.11个点，环比降9.25个点；净利率为5.22%，同比降1.95个点，环比降2.54个点。

### (二) 未来业绩下滑，估值还有提高的可能

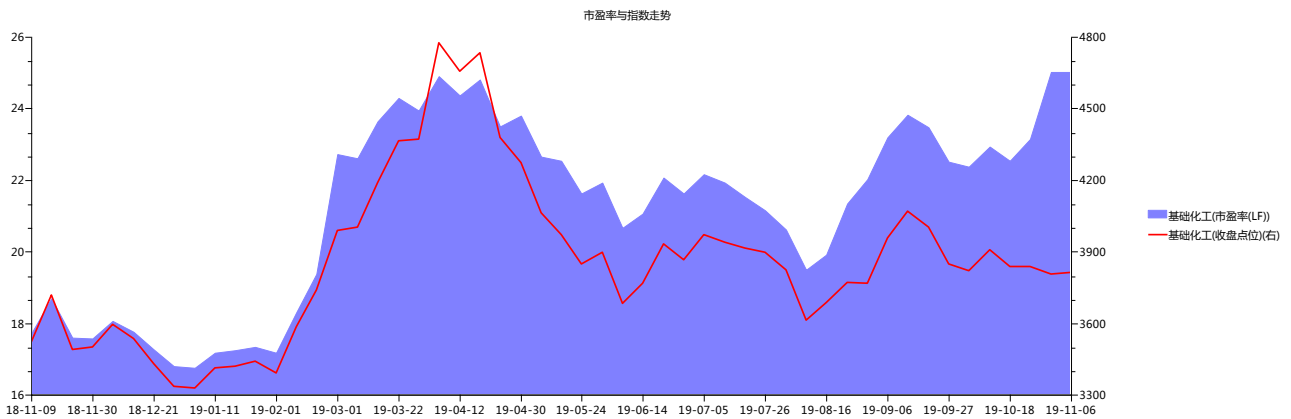
截至到10月底，中信基础化工年初以来的涨幅为13.13%，落后Wind全A指数12.45个百分点；跟我们年初以来的落后大势的判断一致。

图 1：中信一级行业涨跌幅排名（2019年初-2019.10.31）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 2: 中信基础化工估值 PE-TTM



数据来源: Wind

资料来源: wind, 华金证券研究所

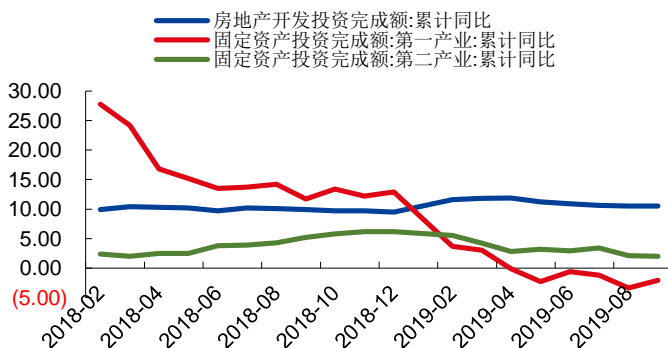
估值上看, 已经比年初的 17 倍左右的估值高出了 47%, 其中指数涨幅只有 13%, 显然是因为业绩下滑影响。如果未来业绩继续下滑, 那么估值还有提高的空间。

## 二、下游需求分化

### (一) 地产板块投资能力下滑, 动能不足

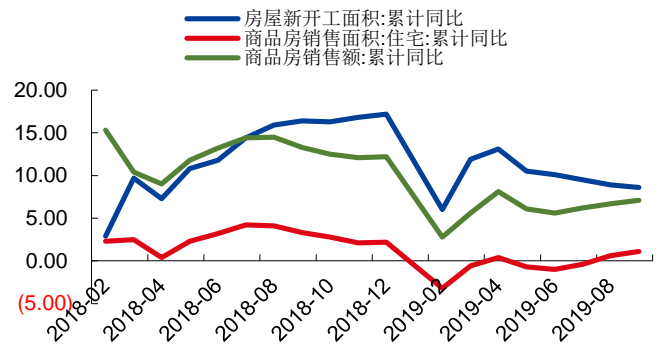
今年以来, 房地产开发投资完成额累计同比较去年有所回升, 但地产新开工 1-9 月份增速 8.6%, 相比 1-8 月份继续下降; 第一产业及第二产业投资完成额增速均明显下降; 今年三季报显示上市房企现金及现金等价物较去年同期下降 21.50%, 是银行信贷收紧及房地产市场降温的综合反应, 未来通过产业投资拉动需求增长的能力依然有限; 销售端来看, 3 月份以来, 商品房销售额累计同比逐渐好转, 且销售面积累计同比增速于近两月由负转正, 房地产销售依然存在一定支撑, 但很难回到过去的高增长。

图 3: 固定资产投资: 累计同比



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 4: 房地产数据: 累计同比

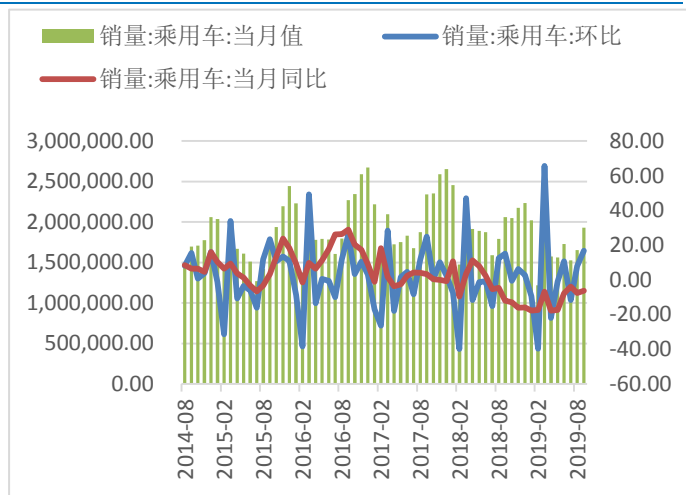


资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

## (二) 汽车销售明年大概率回暖

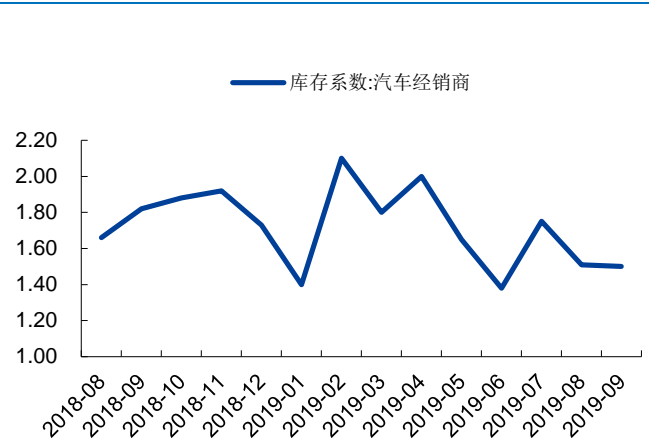
2019 年来政策对汽车行业支持力度不断加大，9 月份乘用车销量同比-6.3%，较前期降幅收窄，环比 16.8%；汽车经销商库存系数 1.50，较去年同期下降 0.32，行业去库存阶段处于尾声，目前经销商库存较低，未来国五到国六标准切换完毕，不确定性的消除将逐渐打消消费者及经销商的观望心态，此前受到抑制的消费需求有望逐步释放，行业有望迎来主动补库存。

图 5: 乘用车销量数据



资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

图 6: 汽车经销商库存系数

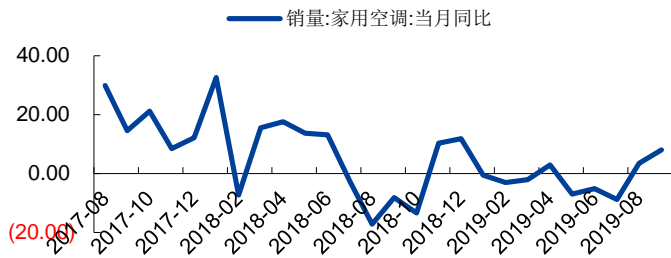


资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所

## (三) 家电行业整体跟随地产，未来预期难以乐观

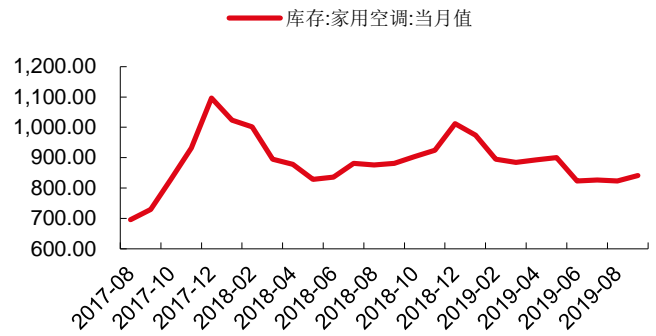
家电主要受补贴政策、地产、行业周期、天气（空调）影响较大。地产或将回到低增长状态，但动力趋弱；行业周期一般 10 年左右，2009 年家电刺激，如今进入更换期，但从上市公司业绩来看，并没有看到大幅变化。至于天气影响，今年多雨，空调销量较差，九月份销量回升，且空调库存处在合理水平，空调更新换代需求存在；政策方面，今年北京、广西等地方政府出台了多项面向家电消费的补贴政策，国家相关部门也已联合印发了 3 波方案，有望在未来推动其他地方政府“家电补贴”政策的落地。

图 7：空调销量：当月同比%



资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

图 8：空调库存：当月值：万台

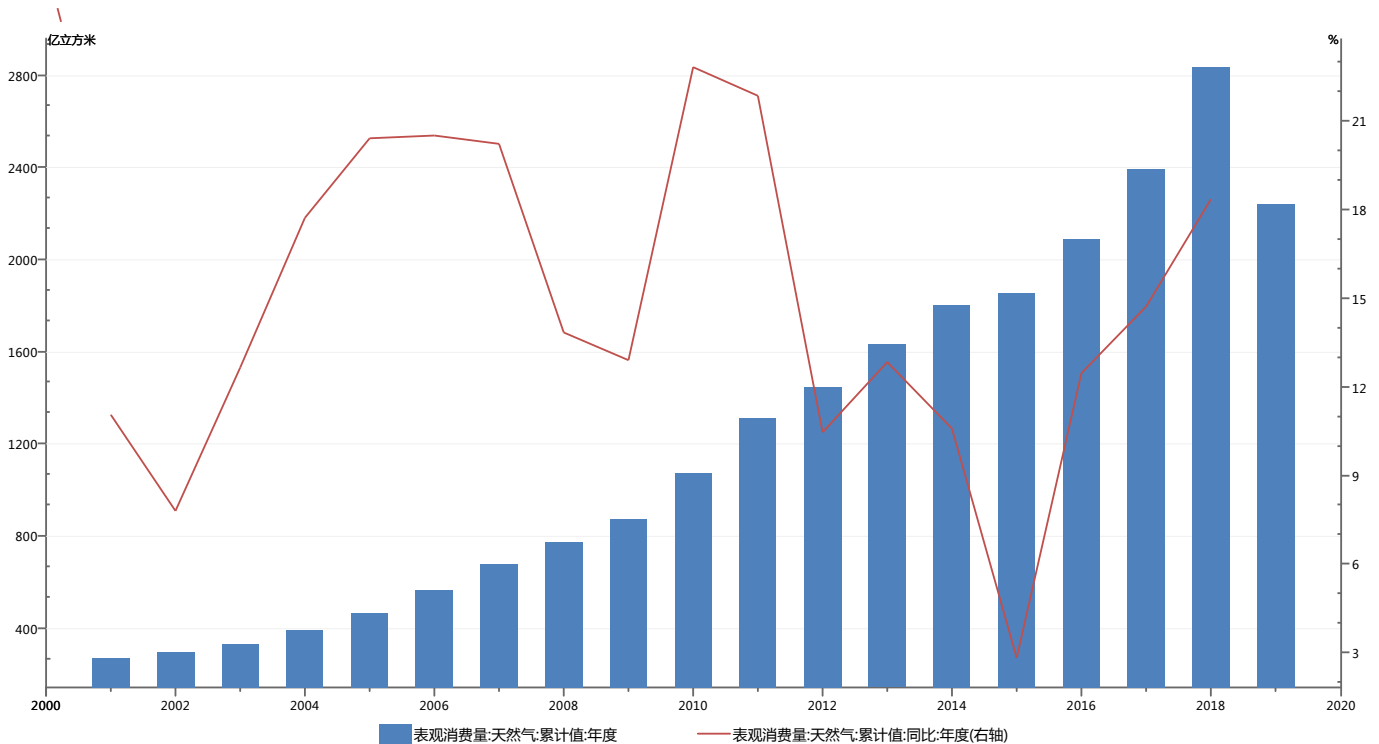


资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

#### (四) 天然气销量向好

天然气表观消费量 1-9 月份达到 2240.57 亿方，增速为 9.94%，预计全年将超过 3000 亿方。按政府规划，到 2025-2030 年国内天然气消费量达到 6000-7000 亿方，行业增长确定性强。

图 9：国内天然气表观消费量（截止到 2019.9）



数据来源：Wind

资料来源：wind，华金证券研究所

建议关注天然气产业链，尤其是 LNG 产业，它是支撑我国天然气消费量稳步增长的关键。

### 三、投资建议

由于供需格局依然不佳，未来业绩下滑概率较大，致使当前估值还有进一步提高的可能。受环保等因素约束，供给有约束、下游是需求的子行业格局在转好。建议关注稳定增长的天然气产业、处于景气度底部的炭黑、精细化工以及农化相关的标的。我们重点推荐新奥股份、黑猫股份；其他建议关注华鲁恒升、万华化学、长青股份、兴发集团等。

### 四、风险提示：

环保政策变化、贸易战加剧、经济形势恶化。

表 1：重点跟踪标的表现：

证券代码	证券简称	今年 涨跌幅 %	下半 年涨 跌 幅 %	营业总收入 (万元)	营业 总收 入(同 比) %	归母净利 (万元)	归母净 利润(同 比)%	毛利率 同比变 化%	Q3 营 业总收 入(同 比) %	Q3 营 业总收 入(环 比)%	Q3.归母 净利润 (同 比) %	Q3.归 母净利 润(环 比) %	PE(TTM)	PB(MRQ)
600309.SH	万华化学	71.50	6.59	4,853,917.13	-12.48	789,929.92	-41.75	-7.00	-6.62	9.07	-25.45	-19.36	15.09	3.55
600486.SH	扬农化工	41.15	-2.82	706,191.84	1.09	106,956.67	14.69	-2.25	-8.19	35.95	0.55	-26.90	13.75	3.23
600803.SH	新奥股份	5.98	0.81	973,687.34	-0.61	107,580.27	3.96	-4.74	-2.80	-13.29	-41.85	-64.32	9.30	1.36
002068.SZ	黑猫股份	-21.20	-12.02	483,848.86	-16.19	-12,686.82	-128.84	-10.27	-11.09	3.45	-107.86	75.04	-19.28	1.05
600426.SH	华鲁恒升	31.10	4.98	1,061,057.50	-2.20	191,237.79	-24.55	-4.24	-8.22	0.05	-29.38	-9.47	10.58	1.86
002381.SZ	双箭股份	28.80	6.55	110,802.25	8.71	18,694.23	55.36	6.85	5.51	23.17	35.48	-7.83	15.25	1.98
603599.SH	广信股份	35.54	-2.99	255,258.25	13.25	41,450.16	10.43	0.11	20.93	7.57	9.88	28.28	12.86	1.31
600352.SH	浙江龙盛	45.50	-12.30	1,662,316.51	14.11	388,248.56	22.13	-4.30	29.17	42.97	2.30	6.43	9.34	1.91
002643.SZ	万润股份	27.36	25.35	194,297.59	5.03	36,636.89	19.64	3.84	13.62	2.92	19.66	4.93	22.81	2.45
600141.SH	兴发集团	1.09	-0.78	1,444,717.95	1.01	30,112.90	-23.08	-4.58	0.63	-4.15	-14.60	128.23	29.91	1.24
000001.SH	上证综指	17.45	-1.67											

资料来源：Wind 资讯、华金证券研究所

表 2: 化工子板块表现:

板块	营业总收入		归母净利		毛利率		Q3 营		Q3 营		Q3 归母		市净率	市盈率	较年初
	今年三季	收入(同比)	今年三季	今年三季	(整体法)	(整体法)	业总收入(同比)	业总收入(环比)	归母净利润(同比)	归母净利润(环比)	(整体法)	(TTM, 中值)			
	(亿元)	%	(亿元)	(亿元)	%	%	变化	%	%	%	%	%			%
CS 基础化工	10,332.83	-0.01	-25.69	681.70	18.34	22.67	-4.33	0.72	-0.16	-31.22	-26.97	1.97	26.41	14.34	
CS 农用化工	2,233.20	-3.85	-46.05	102.37	21.87	24.00	-2.12	-8.96	-7.64	-80.06	-79.28	1.58	15.83	5.04	
CS 氮肥	769.41	-6.45	-83.39	12.13	15.13	20.31	-5.19	-14.90	-9.03	-152.26	-188.09	1.54	17.17	8.32	
CS 钾肥	166.38	15.03	67.05	-1.52	29.37	34.03	-4.67	7.50	-5.14	-87.78	178.18	1.78	15.54	1.70	
CS 磷肥	130.58	5.22	-5.46	8.53	18.00	18.65	-0.65	-7.25	-12.10	-83.19	-90.49	1.71	15.33	0.51	
CS 复合肥	275.91	-24.27	-27.57	12.56	19.70	16.91	2.79	-29.83	-1.86	-10.22	-38.96	1.21	21.63	-21.11	
CS 农药	890.91	2.77	-25.60	70.67	27.55	30.00	-2.45	3.94	-7.98	-13.15	-34.41	1.64	14.53	12.45	
CS 合成纤维及树脂	634.61	3.99	21.83	65.08	22.02	17.17	4.86	-1.54	-8.97	-6.00	-12.09	2.24	23.27	15.51	
CS 涤纶	155.67	13.05	38.04	10.65	17.30	17.50	-0.20	3.76	-31.31	2.05	-5.94	1.72	19.07	4.06	
CS 氨纶	40.12	-2.83	16.80	4.97	26.47	24.21	2.26	0.63	22.14	21.22	-2.14	2.10	19.57	35.86	
CS 粘胶	66.39	1.37	21.21	1.63	16.58	12.94	3.64	-6.67	-5.71	-66.25	-68.81	1.59	43.14	23.16	
CS 锦纶	120.69	3.34	-42.81	3.47	8.62	12.76	-4.14	-1.08	6.61	-77.78	-57.77	1.30	-19.55	-5.34	
CS 树脂	251.74	1.10	30.32	44.37	32.10	20.21	11.89	-3.88	-0.81	3.93	-7.91	2.67	24.07	17.02	
CS 化学原料	3,772.37	4.40	-34.61	239.70	11.37	21.81	-10.45	3.27	3.32	-30.97	-17.53	1.94	27.06	17.25	
CS 纯碱	253.76	-2.56	-52.60	12.23	19.70	23.24	-3.53	-4.37	-3.80	-26.59	-34.78	1.17	27.71	-2.97	
CS 氯碱	1,297.00	17.44	-32.25	52.67	-7.19	17.04	-24.23	19.06	8.08	-52.31	-41.67	1.25	23.24	5.14	
CS 无机盐	92.49	2.26	9.53	7.79	32.57	32.18	0.38	-0.96	0.07	11.08	-44.18	1.57	20.81	17.50	
CS 氟化工	187.34	-5.13	-49.32	16.54	20.77	24.51	-3.74	-5.41	-4.48	-64.63	-28.07	2.00	17.99	6.28	
CS 有机硅	27.14	-1.63	56.54	2.30	26.45	19.01	7.44	12.44	13.55	173.38	1.18	3.07	23.35	49.38	
CS 磷化工	592.43	9.17	12.46	6.37	13.37	15.75	-2.38	-3.86	-9.59	16.82	87.67	1.53	37.18	9.31	
CS 聚氨酯	791.60	-7.04	-41.69	92.22	23.18	28.25	-5.07	-4.61	10.29	-26.70	-13.36	2.86	26.51	45.84	
CS 其他化学原料	530.62	-1.52	-14.44	49.58	25.08	25.41	-0.34	-3.22	3.06	-2.60	7.35	2.33	28.86	8.80	
CS 化学制品	3,692.65	-2.51	-10.76	274.55	22.70	23.35	-0.65	4.64	2.55	-12.82	-13.46	2.16	29.92	16.53	
CS 日用化学品	350.71	5.25	31.98	22.83	28.26	27.86	0.41	8.66	-1.10	-12.51	-49.65	3.59	54.72	28.40	
CS 民爆用品	671.16	-0.73	14.55	42.33	20.11	20.50	-0.38	11.12	-11.92	11.76	-19.06	1.54	29.04	13.72	
CS 涂料油漆	237.51	12.51	8.43	35.47	35.85	35.16	0.69	17.55	9.05	24.21	15.99	2.57	36.79	28.94	
CS 印染化学品	301.57	5.40	9.18	60.14	38.93	29.47	9.46	15.50	26.58	-12.46	-17.83	1.94	26.23	33.45	
CS 橡胶制品	667.91	-5.06	9.41	32.58	18.24	16.45	1.80	-4.38	-4.24	9.54	-18.78	1.68	16.63	21.42	
CS 塑料制品	473.80	-8.34	-64.75	15.86	17.99	21.50	-3.51	0.12	20.00	-49.82	73.81	1.76	32.38	1.26	
CS 其他化学制品	989.99	-6.67	-28.05	65.34	19.64	24.75	-5.11	1.84	4.14	-25.55	-19.27	2.38	26.76	10.83	

资料来源: Wind 资讯、华金证券研究所



## 行业评级体系

收益评级：

领先大市—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 10%以上；

同步大市—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-10%至 10%；

落后大市—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 10%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## 分析师声明

王洁婷、谭志勇声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

### 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

### 免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

### 风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区锦康路 258 号（陆家嘴世纪金融广场）13 层

电话：021-20655588

网址：[www.huajinsec.com](http://www.huajinsec.com)