

## Q2 恢复增长趋势，上半年业绩触底反弹

证券分析师： 龚诚 010-88005306 gongcheng@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001  
证券分析师： 商艾华 shangaihua@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519090001  
联系人： 万里明 010-88005329 wanliming@guosen.com.cn

### 事项：

我们对 A 股基础化工板块的上市公司 2020 上半年度财报的整体情况进行了总结。

国信化工观点：

- 1、基础化工板块 Q2 恢复增长趋势，上半年整体业绩触底反弹。上半年行业整体营收同比-0.53%，基本恢复到去年同期水平，其中 Q2 同比大幅转正为 5.71%。上半年行业整体归母净利润同比-13.46%，受疫情和油价双重冲击较为明显，其中 Q2 同比-0.42%，行业整体触底反弹开始复苏的趋势较为明显。
- 2、上半年企业积极降低期间费用率、提升运行效率，盈利能力有明显改善。由于 Q1 受疫情影响，行业整体期间费用率达到了近年来最高水平，在 Q2 各企业积极提升运行效率，期间费用率有明显下降，Q2 仅为 10.79%。效率的提升，使得在行业整体毛利率变化不大的情况下（Q2 单季度毛利率为 19.56%，环比仅提升 0.47pct），Q2 净利率达到 6.75%，环比提升 2.13pct。
- 3、上半年盈利能力较强的子行业主要集中在化工产业链下游环节，其中改性塑料、塑料制品、涂漆涂料、日用化学品、涤纶（包含炼化项目）、树脂等子行业的盈利能力明显强于行业平均水平。在扩产周期开启阶段，叠加原材料价格低迷，化工产业链利润向下游转移的趋势仍在延续。

### 投资建议：

金九银十，当前化工行业进入了需求旺季，基建地产上半年高资本开支逐渐落地，汽车和家电等需求逐步恢复正轨，国内行业库存消化 PPI 上行，海外出口显著恢复，多因素催生下，部分化工品基本面出现反转。

1) 从周期品涨价角度我们看好：钛白粉、聚氨酯和纯碱。钛白粉：出口显著恢复叠加国内需求旺季，国内多家企业上调产品价格；聚氨酯：海外巨头检修，国内需求快速恢复再加上库存消化，国内 9 月 MDI 涨价幅度扩大，华东 TDI 价格 7 月以来飞涨超 80%。重点推荐万华化学（9 月挂牌价上调）、龙蟠佰利（钛白粉涨价，出口增速转正）。

2) 煤化工伴随油价回升行业成本优势增强，我们重点推荐：宝丰能源（油价上涨成本优势显著、二期项目投产）。

3) 民营大炼化产能落地&业绩提升估值修复，重点推荐万华化学（9 月 MDI 挂牌价上调）、恒力石化（2020 年乙烯项目投产、低油价原油储备成本优势）。

风险提示：原油价格大幅波动；海外疫情持续超预期；下游需求大幅下降。

## 评论:

### ■ Q2 恢复增长趋势，上半年行业整体业绩触底反弹

我们对 A 股基础化工板块的上市公司 2020 上半年财报的整体情况进行了总结。按照我们国信化工团队对 A 股化工上市公司业务的划分，国信分级的基础化工行业中一共包含了 302 家企业，其中在本次统计中我们剔除了盐湖股份、康得新、柳化股份、圣济堂、华鼎股份等由于经营状况不正常导致大幅资产减值或巨额亏损的企业。

我们继续对基础化工板块 2020 上半年财报的整体关键财务数据进行了整理。需要说明的是，由于我们定期对国信化工行业分级中公司进行整理（新增以及剔除），每期财报统计时成分股可能略有不同，因此会出现整体的部分数据的同比值与实际计算值不一致的情况。因此，我们在做财报总结时，更重视同比值的变化，能够反映整体板块的经营状况的变化趋势。

表 1: 2019&2020H 国信基础化工整体板块的简要财务数据

	2020 一季报 2020Q1	2020 半年报 2020H	2020Q2 单季度 2020Q2	2019 年报 2019Q1-Q4
营业总收入	3698.76	8496.74	4797.98	17443.35
同比	-7.60%	-0.53%	5.71%	3.96%
营业总成本	3491.03	7909.85	4418.83	16348.18
毛利	706.11	1644.42	938.31	3414.42
<b>毛利率</b>	<b>19.09%</b>	<b>19.35%</b>	<b>19.56%</b>	<b>19.58%</b>
期间费用	452.59	970.08	517.49	2039.02
期间费用率	12.24%	11.42%	10.79%	11.69%
-销售费用	144.90	308.63	163.73	694.54
-管理费用	148.68	302.97	154.29	654.39
-研发费用	70.61	179.62	109.02	362.31
-财务费用	88.41	178.86	90.45	327.78
资产减值损失	14.85	17.30	2.45	106.41
税金及附加	29.91	63.96	34.05	125.83
营业利润	256.69	699.77	443.08	1360.28
同比	-24.61%	-9.66%	2.07%	-10.80%
利润总额	255.86	701.93	446.07	1366.38
同比	-25.44%	-10.21%	6.78%	-9.94%
减-所得税	50.56	128.01	77.45	231.87
所得税率	19.76%	18.24%	17.36%	16.97%
净利润	205.30	573.91	368.61	1134.51
同比	-21.21%	-4.48%	4.64%	0.19%
<b>净利率</b>	<b>5.55%</b>	<b>6.75%</b>	<b>7.68%</b>	<b>6.50%</b>
归母净利润	188.58	529.74	341.16	1079.48
同比	-30.27%	-13.46%	-0.42%	-9.04%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

根据 2020 上半年财报的整理情况，我们主要得到以下结论：

- 1、基础化工全板块今年上半年整体营收水平基本上恢复到去年同期正常水平。全行业总营收同比-0.53%，在化工品 PPI 同比有明显下滑的情况下，龙头企业通过扩大产能增加销量，全板块的营收情况恢复良好。其中 Q2 单季度的营收同比已经转正为 5.71%。
- 2、由于疫情以及油价的双重冲击，上半年全板块的归母净利润同比-13.46%。上半年全球经济陷入低迷，国内化工品的需求同样受到影响，大部分化工品的价差有所缩窄，Q1 的大幅拖累之下，上半年全板块的归母净利润同比-13.46%。其中 Q2 单季度的归母净利润同比为-0.42%，基本恢复到去年同期水平。
- 3、上半年企业积极降低期间费用，提升运行效率。Q1 由于疫情影响，行业整体销售情况大幅缩水，期间费用率明显提升至 12.24%，达到了三年多以来的最高水平。但是 Q2 随着销售情况的好转，以及各企业主动提升运行效率，期间费用

率在 Q2 有明显的改善，单季度费用率仅为 10.79%，使得上半年平均期间费用率为 11.42%，基本处于过去 3 年的正常水平。

4、行业整体盈利能力已经大幅改善。行业运行效率的提升，带来最为明显的变化就是 Q2 净利率环比明显改善。上半年基础化工板块上市公司的整体毛利率和净利率分别达到 19.35% 和 6.75%，其中净利率已经超过 2019 年全年平均水平。Q1 因为疫情和油价的双重冲击，行业整体净利率仅为 5.55%，同样是过去 3 年多以来的最低点。Q2 虽然毛利率仅环比改善了 0.47pct，但是净利率却提升至 7.68%，环比增加了 2.13pct。

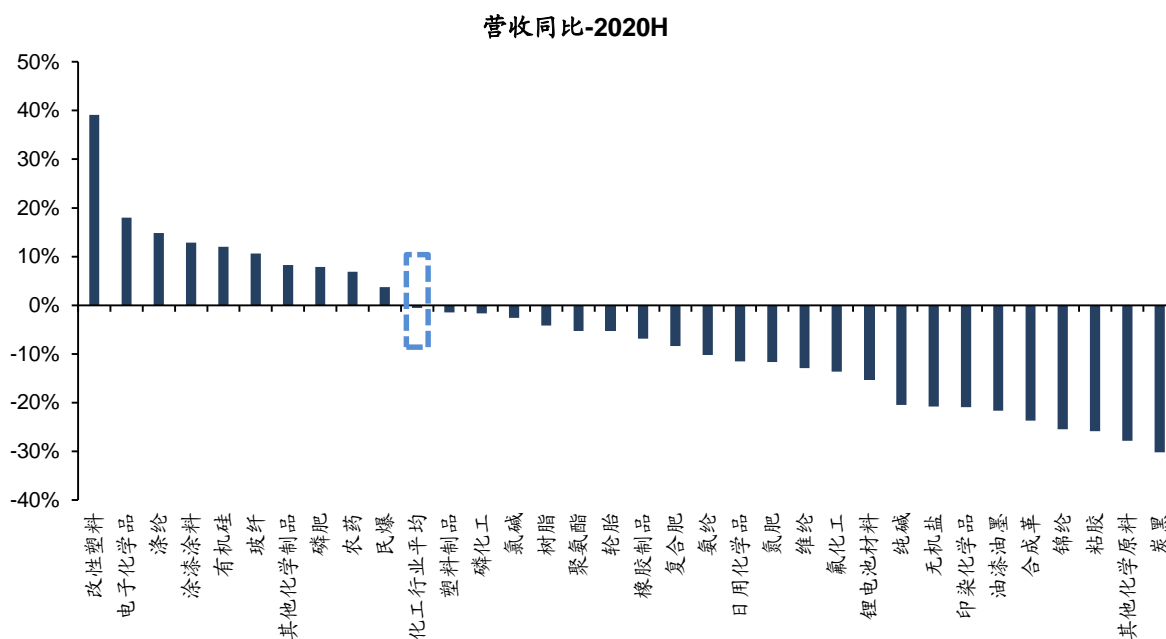
5、上半年全板块保持较高研发支出。值得注意的是，虽然 Q2 全板块加强了期间费用管理，但是并没有减少研发费用的支出。上半年全行业的研发支出占比达到营收的 2.11%，其中 Q2 单季度达到 2.27%（环比提升了 0.36pct）。

### ■ 各子行业的业绩情况和盈利能力变化

分子行业来看，上半年大部分子版块受疫情影响，主要产品量价齐跌，营收下滑较为明显。全板块的整体平均营收同比达到 -0.53%，其中改性塑料、电子化学品、涤纶、涂漆涂料、玻纤、磷肥、农药、民爆等子版块的相关企业营收取得增长。另外炭黑、粘胶、锦纶、合成革、油漆油墨、印染化学品、无机盐、纯碱等子版块的营收上半年明显收缩。

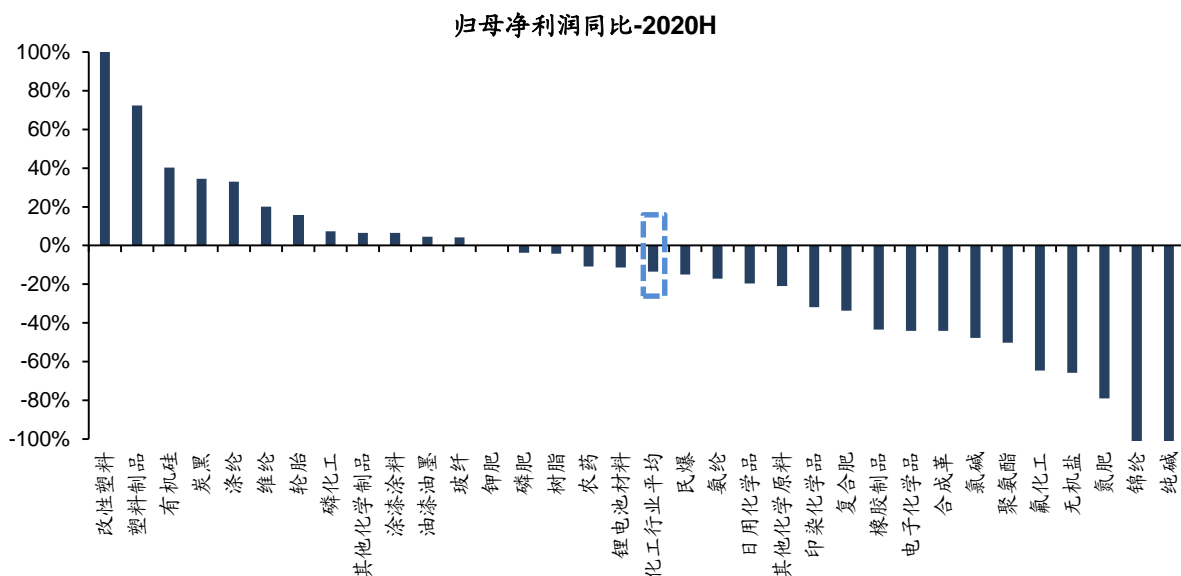
改性塑料、塑料制品、有机硅、炭黑、涤纶、维纶、轮胎等子版块上半年盈利有所增长，所在戏份行业的景气程度也有明显回升。其中最为明显的就是改性塑料和塑料制品行业，处于化工产业链的下游环节，受原材料价格大幅下跌以及供给充分的影响，盈利能力有明显的改善。特别是改性塑料板块，由于上半年疫情相关原材料的需求在短期爆发，使得整个板块的景气度大幅提升，相关上市公司的业绩都有显著好转（我们在改性塑料行业半年报业绩总计中有详细的分析）。

图 1：2020H 各子行业的营收同比情况（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 2：2020H 各子行业的归母净利润同比情况（单位：%）



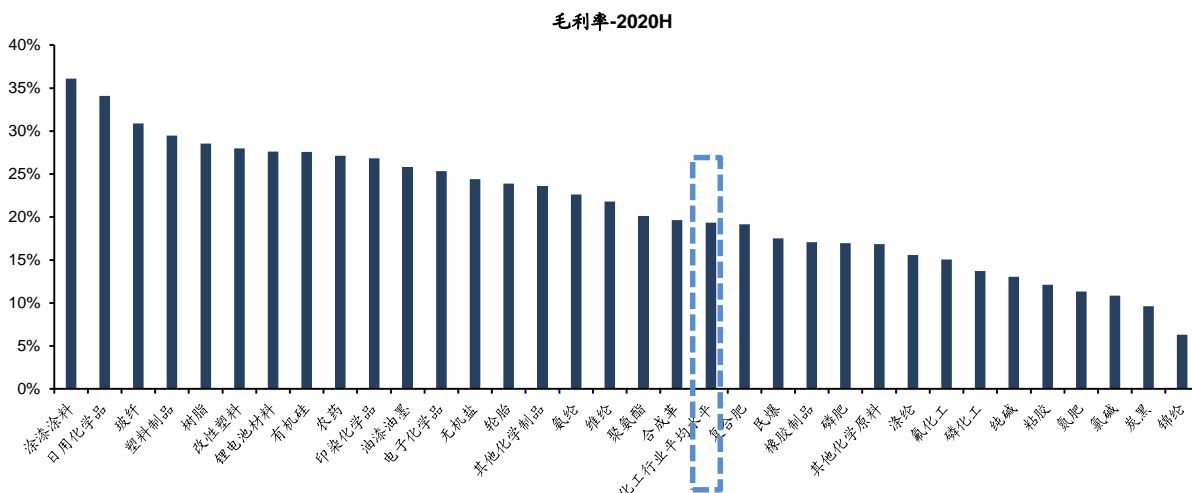
资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

盈利能力方面，上半年行业整体平均毛利率达到 19.35%，其中涂漆涂料、日用化学品、玻纤、塑料制品、树脂、改性塑料、锂电池材料、有机硅、农药、印染化学品等化工产业链偏下游环节的子版块继续保持了较强的盈利能力。

从净资产盈利能力看，上半年改性塑料、涤纶、涂漆涂料等子版块的盈利效率明显优于行业平均水平。这其中改性塑料行业是偏向轻资产的行业，涤纶板块是因为统计中包含了炼化项目（资产负债率普遍偏高）、涂漆涂料板块是因为龙头龙蟒佰利的占比较高，且该板块过去历史上的 ROE 也相对较高。

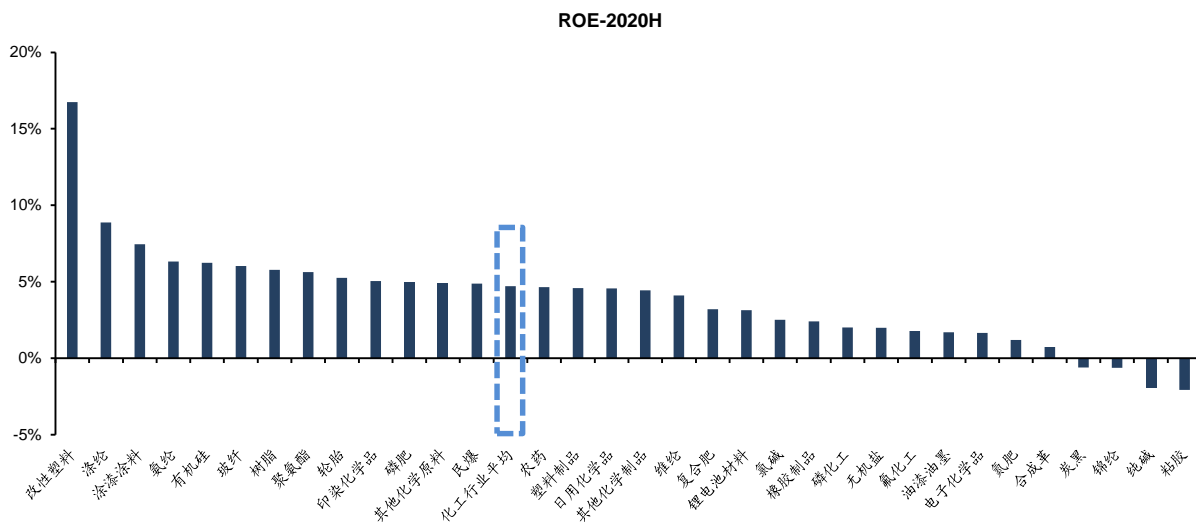
整体上来看，化工产业链偏下游环节的子版块普遍盈利能力更强，在当前行业整体需求增速放缓、上游原材料环节扩产明显的趋势之下，我们认为下游环节盈利相对较好的趋势仍将持续。

图 3：2020H 各子行业的整体平均毛利率情况（单位：%）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

图 4：2020H 各子行业的整体平均 ROE 情况（单位：% ，半年期）



资料来源：Wind、国信证券经济研究所整理

从化工板块上半年财务数据表现，以及各子行业的经营业绩及盈利能力的表现来看，我们认为主要有以下结论：

- 1、基础化工板块 Q2 恢复增长趋势，上半年整体业绩触底反弹。上半年行业整体营收同比-0.53%，基本恢复到去年同期水平，其中 Q2 同比大幅转正为 5.71%。上半年行业整体归母净利润同比-13.46%，受疫情和油价双重冲击较为明显，其中 Q2 同比-0.42%，行业整体触底反弹开始复苏的趋势较为明显。
- 2、上半年企业积极降低期间费用率、提升运行效率，盈利能力有明显改善。由于 Q1 受疫情影响，行业整体期间费用率达到了近年来最高水平，在 Q2 各企业积极提升运行效率，期间费用率有明显下降，Q2 仅为 10.79%。效率的提升，使得在行业整体毛利率变化不大的情况下（Q2 单季度毛利率为 19.56%，环比仅提升 0.47pct），Q2 净利率达到 6.75%，环比提升 2.13pct。
- 3、上半年盈利能力较强的子行业主要集中在化工产业链下游环节，其中改性塑料、塑料制品、涂料涂料、日用化学品、涤纶（包含炼化项目）、树脂等子行业的盈利能力明显强于行业平均水平。在扩产周期开启阶段，叠加原材料价格低迷，化工产业链利润向下游转移的趋势仍在延续。

#### ■ 产业链利润向下游制品环节转移的大趋势不变

从化工产业链内部结构性机会来看，我们从 2018 年底开始，认为在本轮化工行业进入去库存阶段，同时叠加新一轮产能周期，产业链内部利润将向下游制品环节转移。主要的逻辑在于，行业上一轮景气周期主要是因为去产能叠加供给侧改革，主要是化工产业链上游环节的供给受到限制，基本上化工原材料都经历过一波大幅的价格上涨，因此上游原材料环节的生产企业最为受益。这一阶段也对应了 2015-2018 年期间，石油煤炭及其他燃料加工行业在整个化工产业链中的利润占比持续提升。

2018 年之后，由于部分上游企业开始加大扩产节奏（最为明显的就是民营大炼化项目集中上马），2019 年之后，部分原材料的供给明显加大，同时本轮库存周期进入到主动去库存阶段，这也使得未来化工产业链的上游原材料环节整体上将长期保持在供给宽松的状态，这也使得下游制品环节的生产企业有利于降低生产成本。

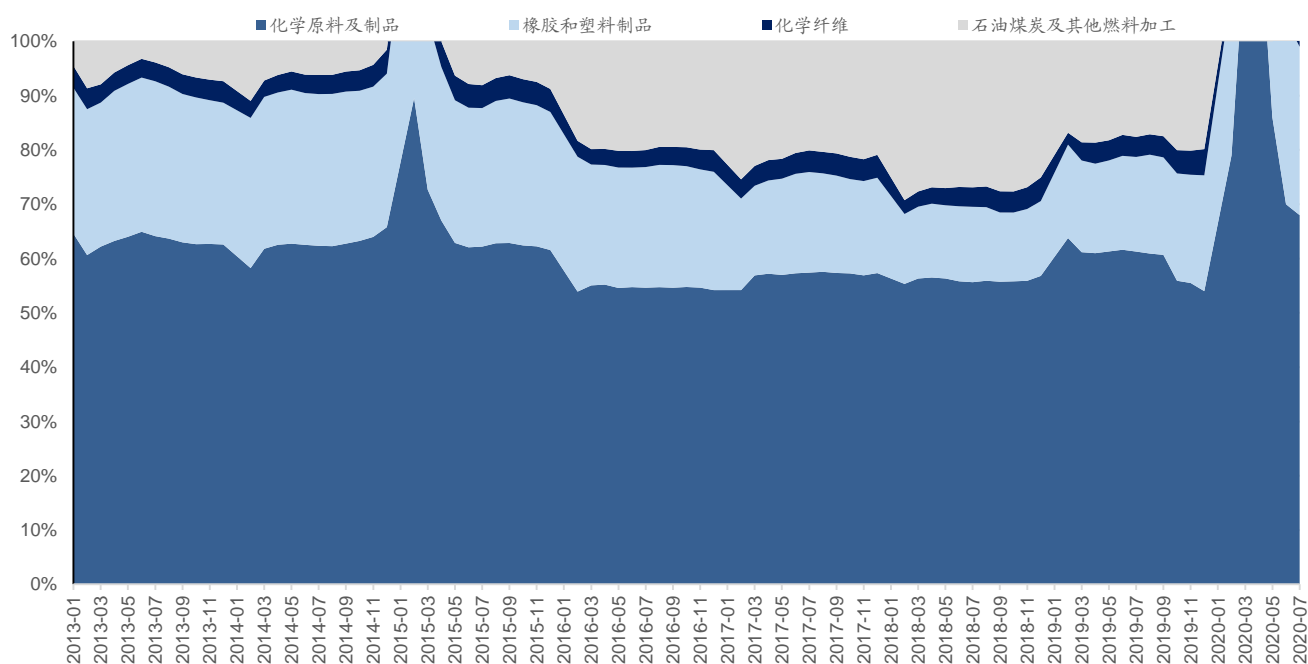
在这种情况下，我们认为化工产业链内部利润向下游制品环节转移的趋势将得到延续。从 2019 年开始，我们认为这种趋势已经初步得到验证。国家统计局数据显示，2020H1 由于疫情和油价的影响，上游的石油煤炭及其他燃料加工环



节的生产企业已经处于亏损状态，下游的橡胶和塑料制品以及化学纤维环节的利润占比明显提升。

2020年下半年开始，随着国际油价回升至合理区间，石化等上游板块利润有所恢复，但整体看下游利润仍然显著占优。利润端，下半年石化等上游利润逐渐回升，利润占比开始向常态恢复。2020年7月数据显示，伴随着油价回暖，石油煤炭及其他燃料加工板块利润亏损逐渐收窄，相应的化学原料及制品利润占比下降至68%，橡胶和塑料制品利润占比下降至31%，因为疫情影响较大下游纺织服装行业需求受损严重，化纤板块由于价格持续低迷，利润占比仍在低位徘徊，7月占比为3%。

图 5：化工产业链各板块利润占比变化趋势（单位：%）



资料来源：国家统计局、国信证券经济研究所整理

注：2012、2015、2020 年度石油煤炭及其他燃料加工板块出现整体亏损的状况。

### 投资建议：需求旺季，持续关注基本面反转的周期龙头

金九银十，当前化工行业进入了需求旺季，基建地产上半年高资本开支逐渐落地，汽车和家电等需求逐步恢复正轨，国内行业库存消化 PPI 上行，海外出口显著恢复，多因素催生下，部分化工品基本面出现反转。

1) 从周期品涨价角度我们看好：钛白粉、聚氨酯和纯碱。钛白粉：出口显著恢复叠加国内需求旺季，国内多家企业上调产品价格；聚氨酯：海外巨头检修，国内需求快速恢复再加上库存消化，国内 9 月 MDI 涨价幅度扩大，华东 TDI 价格 7 月以来飞涨超 80%。重点推荐万华化学（9 月挂牌价上调）、龙蟠佰利（钛白粉涨价，出口增速转正）。

2) 煤化工伴随油价回升行业成本优势增强，我们重点推荐：宝丰能源（油价上涨成本优势显著、二期项目投产）。

3) 民营大炼化产能落地&业绩提升估值修复，重点推荐万华化学（9 月 MDI 挂牌价上调）、恒力石化（2020 年乙烯项目投产、低油价原油储备成本优势）。

### 风险提示

1、原油价格大幅波动；2、海外疫情持续超出预期；3、下游需求大幅下降。

**附表：重点公司盈利预测及估值**

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
600309	万华化学	买入	74.08	3.23	2.84	4.39	22.93	26.08	16.87	5.3
002601	龙蟒佰利	买入	23.98	1.28	1.79	2.2	18.73	13.40	10.90	3.5
600989	宝丰能源	买入	11.01	0.52	0.72	0.78	21.17	15.29	14.12	3.5
600346	恒力石化	买入	19.02	1.42	1.72	2.12	13.39	11.06	8.97	3.6

数据来源：wind、国信证券经济研究所整理预测

## 相关研究报告:

- 《基础化工行业 9 月份投资策略：需求旺季，把握周期品供需拐点》 ——2020-09-10
- 《新材料专题系列报告（四）：聚砜：机械性能优秀的耐高温特种工程塑料》 ——2020-09-10
- 《胶粘剂行业半年回顾与展望：业绩不负众望，基本面持续向好》 ——2020-09-07
- 《新材料专题系列报告（三）：石墨烯：前景广阔的二维纳米材料》 ——2020-08-20

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。



## 国信证券经济研究所

.....

### 深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层  
邮编：518001 总机：0755-82130833

### 上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼  
邮编：200135

### 北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层  
邮编：100032