

前三季度营收小幅增长，盈利能力下滑

——化工 2019 三季度业绩综述

同步大市（维持）

日期：2019 年 11 月 14 日

投资要点：

- **2019Q1-Q3 板块业绩呈下滑趋势，行业整体盈利能力大幅下滑。**2019Q1-Q3 中信基础化工行业实现整体营业总收入为 10907.29 亿元，同比增长 2.43%；实现净利润 737.18 亿元，同比下滑 24.53%，对比 2011-2018 年前三季度的营收和净利润水平，2019 年至今的营收和净利润同比增速均处于历史低位，且净利润出现了 2012 年以来的首次负增长。2019Q1-Q3 中信基础化工的 ROE 为 7.02%，同比下滑 30.97%，下滑幅度仅次于 2012 年 Q1-Q3 的 41%，但通过比较 2011-2018 年前三季度的 ROE 水平，发现 2019 以来的 ROE 仍处于历史均值。自 2014 年以来，基础化工行业的资产负债率呈下滑趋势，2019 年的资产负债率为 50.17%，同比下滑 1.3%。

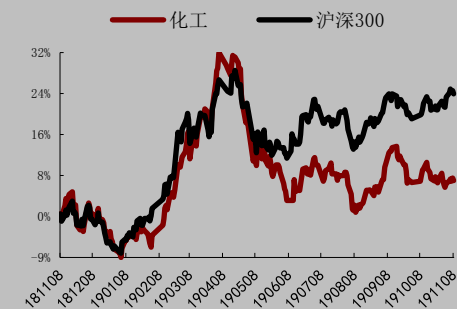
- **2019Q3 行业营收实现小幅增长，盈利能力持续下滑。**单季度来看，2019Q3 中信基础化工行业实现整体营业总收入为 3753.18 亿元，同比增长 3.13%；实现净利润为 203.70 亿元，同比下降 31.06%，盈利能力持续下滑。其中，二级板块中的合成纤维及树脂、化学原料和化学制品的营收分别实现了 9.22%、6.06%和 4.94%的正增长，相比之下，农用化工营收呈下滑趋势，为-5.71%。从净利润来看，2019Q3 四个二级板块均呈现下滑态势，分别为农用化工（-75.83%）、合成纤维及树脂（-3.24%）、化学原料（-28.12%）、化学制品（-18.53%）。

- **投资策略：**2019 年 Q1-Q3 期间，基础化工行业整体营收同比 2018 年同期小幅增长，但盈利能力同比下滑明显，二级子板块仅合成纤维及树脂实现净利润正增长。行业景气度持续下行，农化市场整体萎靡，原药价格持续下跌。三级板块中涤纶、民爆用品表现突出。短期来看，一是行业周期淡季到来，行业库存不高但未来有新增产能投放，但产品价格已在低位，市场预期部分产品价格将触底反弹。建议关注产品价格触底反弹并且有新产能投放预期的农药龙头；二是建议关注涉及 5G 通信、半导体、新能源、柔性显示材料等行业的具有进口替代产品的细分龙头，逻辑是 5G、新能源行业正处于快速发展阶段，对上游材料的需求高速增长；三是随着环保安全监管力度趋紧，利于部分行业的结构性调整，提高行业集中度，建议关注具有产业链一体化优势的龙头公司。

● 风险因素：

下游发展应用不及预期、行业竞争加剧、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 11 月 14 日

相关研究

万联证券研究所 20191104_化工行业周观点_二氯甲烷、苯胺涨幅大，液氯、硝酸跌幅居前
万联证券研究所 20191101_新凤鸣（603225）
季报点评_AAA_主营产品量增价减，公司盈利能力稳定

万联证券研究所 20191030_扬农化工（600486）
季报点评_AAA_农药盈利水平下滑，并表增厚公司业绩

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：2019Q1-Q3 营收和净利润同比均下滑.....	10
三、化学原料：19 年 Q1-Q3 营收同比小幅增长，盈利能力下降.....	12
四、合成纤维及树脂：业绩不断实现正增长.....	14
五、化学制品：营收及净利润均同比下滑.....	16
六、投资策略.....	18
七、风险提示.....	18
图表 1：2011-2019Q3 基础化工行业总营收及同比增速.....	4
图表 2：2011-2019Q3 基础化工行业归母净利润及同比增速.....	4
图表 3：2011-2019Q3 基础化工行业 ROE 及同比增速.....	5
图表 4：2011-2019Q3 基础化工行业资产负债率及同比增速.....	5
图表 5：2011Q3-2019Q3 季度基础化工行业单季度营收及同比增速.....	5
图表 6：2011Q3-2019Q3 季度基础化工行业单季度净利润及同比增速.....	6
图表 7：2011-2019Q3 合成纤维及树脂营收及同比增速.....	6
图表 8：2011-2019Q3 合成纤维及树脂归母净利润(亿元).....	6
图表 9：2011-2019Q3 农用化工总营收及同比增速.....	7
图表 10：2011-2019Q3 农用化工归母净利润(亿元).....	7
图表 11：2011-2019Q3 化学制品总营收及同比增速.....	7
图表 12：2011-2019Q3 化学制品归母净利润(亿元).....	7
图表 13：2011-2019Q3 化学原料总营收及同比增速.....	8
图表 14：2011-2019Q3 化学原料归母净利润(亿元).....	8
图表 15：2011-2019Q3 二级板块营业收入(亿元).....	8
图表 16：2011-2019Q3 二级板块营收同比增速(%).....	8
图表 17：2011-2019Q3 二级板块净利润收入(亿元).....	9
图表 18：2011-2019Q3 二级板块净利润同比增速(%).....	9
图表 19：2011-2019Q3 基础化工板块三费情况(亿元).....	9
图表 20：农用化工板块 Q1-Q3 营收及其同比增速.....	10
图表 21：农用化工板块 Q1-Q3 净利润及其同比增速.....	10
图表 22：农用化工板块 Q1-Q3 三费占营收比重情况(%).....	10
图表 23：2011-2019Q3 农化三级子版块营收(亿).....	11
图表 24：2011-2019Q3 农化三级子版块营收同比增幅(%).....	11
图表 25：化学原料板块 Q1-Q3 营收及其同比增速.....	12
图表 26：化学原料板块 Q1-Q3 净利润及其同比增速.....	12
图表 27：化学原料板块 Q1-Q3 三费占营收比重情况(%).....	12
图表 28：2011-2019Q3 化学原料三级子版块营收(亿).....	13
图表 29：2011-2019Q3 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 Q1-Q3 营收及其同比增速.....	14
图表 31：合成纤维及树脂板块 Q1-Q3 净利润及其同比增速.....	14
图表 32：合成纤维及树脂板块 Q1-Q3 三费占营收比重(%).....	15
图表 33：2011-2019Q3 合成纤维及树脂三级子版块营收(亿).....	15
图表 34：2011-2019Q3 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 Q1-Q3 营收及其同比增速.....	16

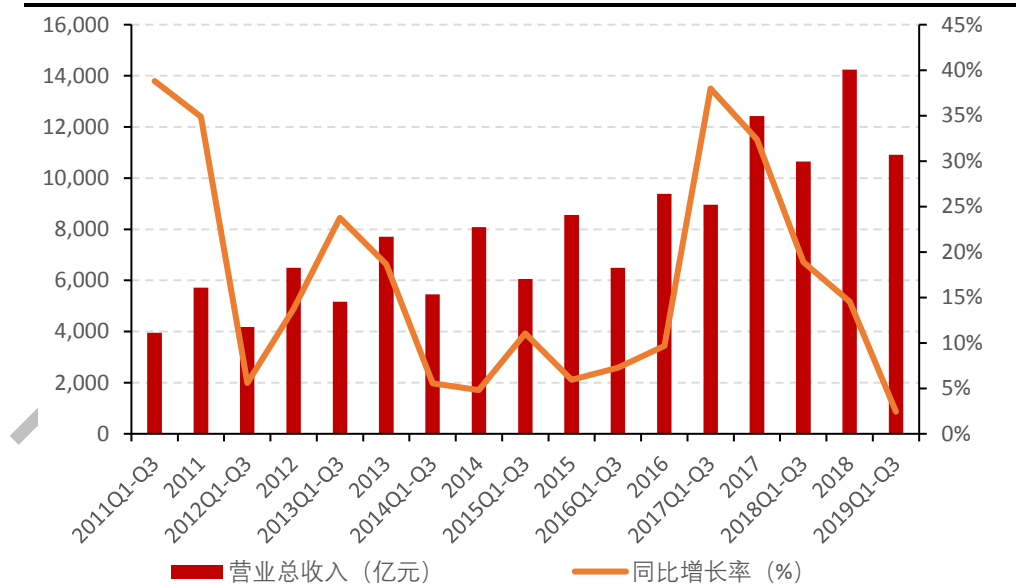
图表 36: 化学制品板块 Q1-Q3 净利润及其同比增速.....	16
图表 37: 化学制品板块 Q1-Q3 三费占营收比重 (%)	17
图表 38: 2011-2019Q3 化学制品三级子板块营收 (亿)	17
图表 39: 2011-2019Q3 化学制品三级子板块营收同比增幅 (%)	17

万联证券

一、基础化工行业整体业绩回顾

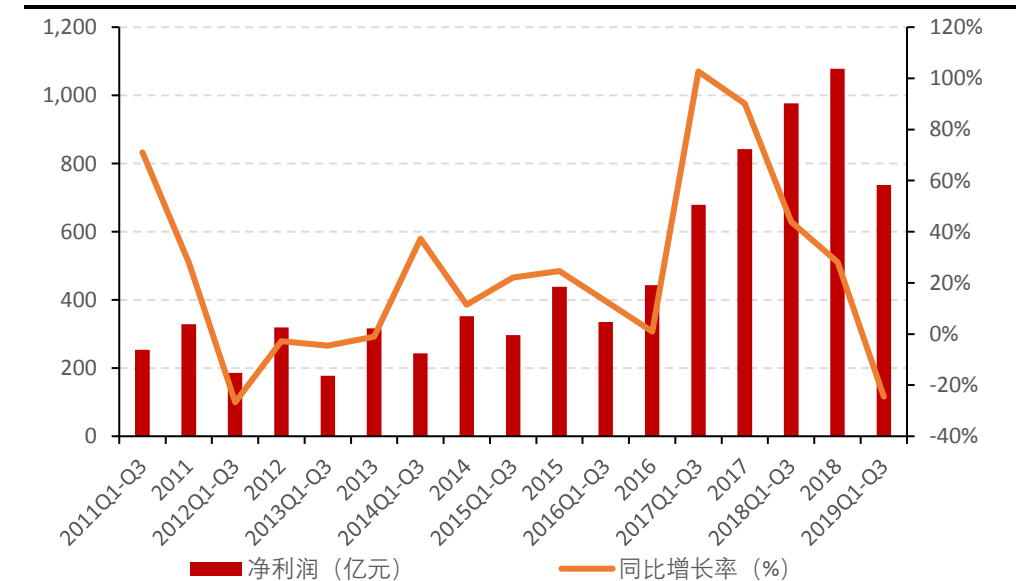
2019Q1-Q3中信基础化工行业实现整体营业总收入为10907.29亿元，同比增长2.43%；实现净利润737.18亿元，同比下滑24.53%，对比2011-2018年前三季度的营收和净利润水平，2019年至今的营收和净利润同比增速均处于历史低位，且净利润出现了2012年以来的首次负增长。2019Q1-Q3中信基础化工的ROE为7.02%，同比下滑30.97%，下滑幅度仅次于2012年Q1-Q3的41%，但通过比较2011-2018年前三季度的ROE水平，发现2019以来的ROE仍处于历史均位。自2014年以来，基础化工行业的资产负债率呈下滑趋势，2019年的资产负债率为50.17%，同比下滑1.3%。

图表 1：2011-2019Q3 基础化工行业总营收及同比增速



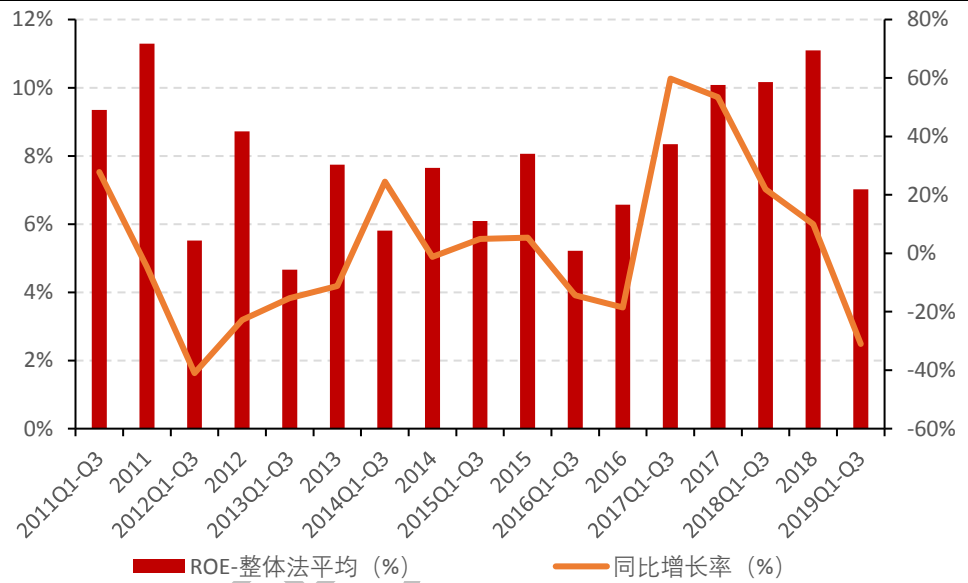
资料来源：iFind, 万联证券研究所

图表 2：2011-2019Q3 基础化工行业归母净利润及同比增速



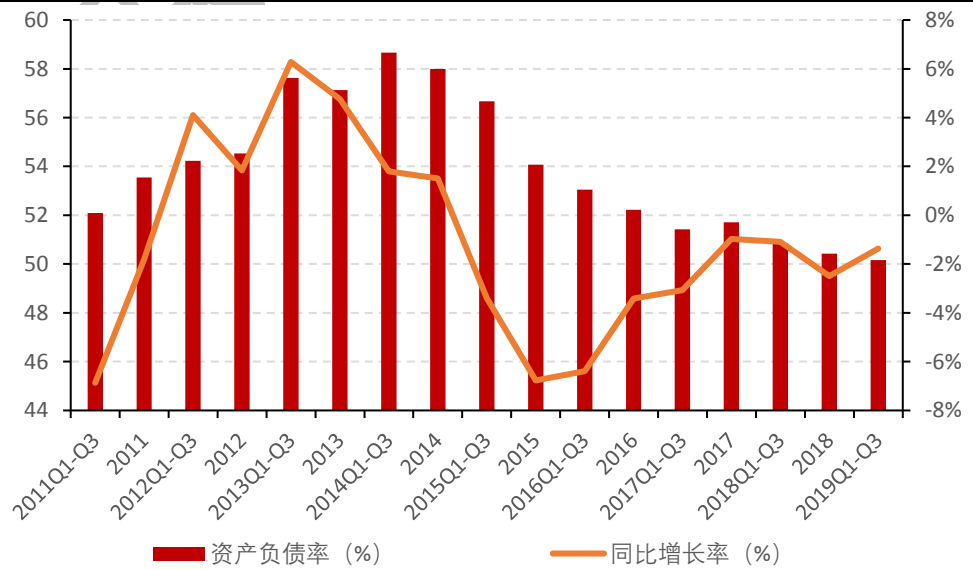
资料来源：iFind, 万联证券研究所

图表 3: 2011-2019Q3 基础化工行业 ROE 及同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

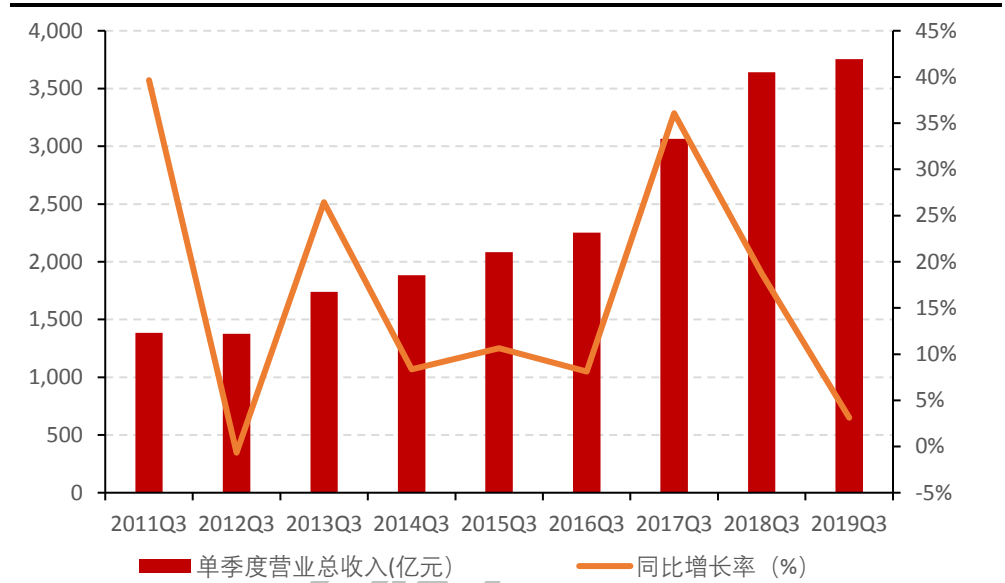
图表 4: 2011-2019Q3 基础化工行业资产负债率及同比增速



资料来源: iFind, 万联证券研究所

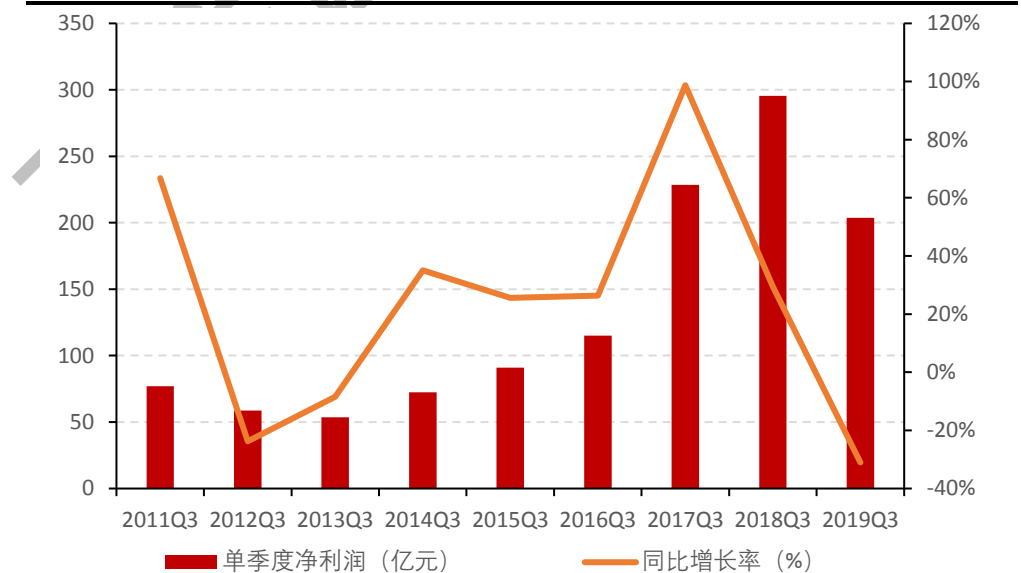
分季度来看, 2019Q3 季度中信基础化工行业实现整体营业总收入为 3753.18 亿元, 同比增长 3.13%; 实现净利润为 203.70 亿元, 同比下降 31.06%, 环比下降 27.88%。从 2011 至今的数据来看, 2019 年 Q3 的营收及净利润增速处于历史的低位, 主要受 2018 年以来的中美贸易摩擦影响。

图表 5: 2011Q3-2019Q3 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: 2011Q3-2019Q3 季度基础化工行业单季度净利润及同比增速

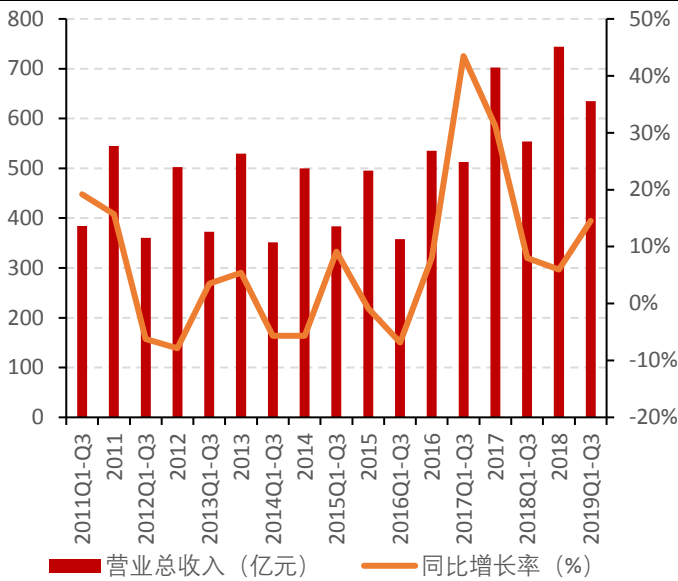


资料来源: iFind, 万联证券研究所

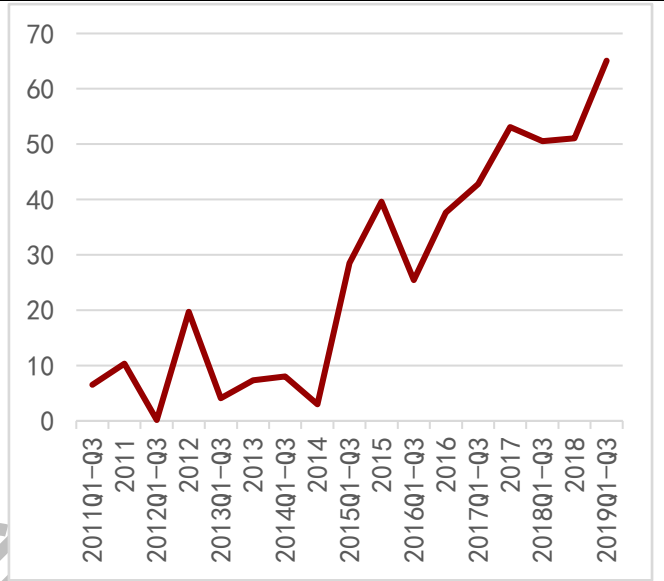
从二级板块来看, 2019Q1-Q3四大子版块: 其中合成纤维及树脂、化学原料和化学制品板块实现营业收入同比增长了14.53%、8.56%和6.44%, 农用化工板块实现营业收入同比减少-2.09%; 净利润方面, 2019Q1-Q3合成纤维及树脂板块实现净利润69.16亿元, 同比增加28.7%, 农用化工、化学制品和化学原料板块归母净利润分别为111.21亿元、259.07亿元和293.77亿元, 同比减少49.45%、26.30%和9.54%。

图表 7: 2011-2019Q3 合成纤维及树脂营收及同比增速

图表 8: 2011-2019Q3合成纤维及树脂归母净利润(亿元)



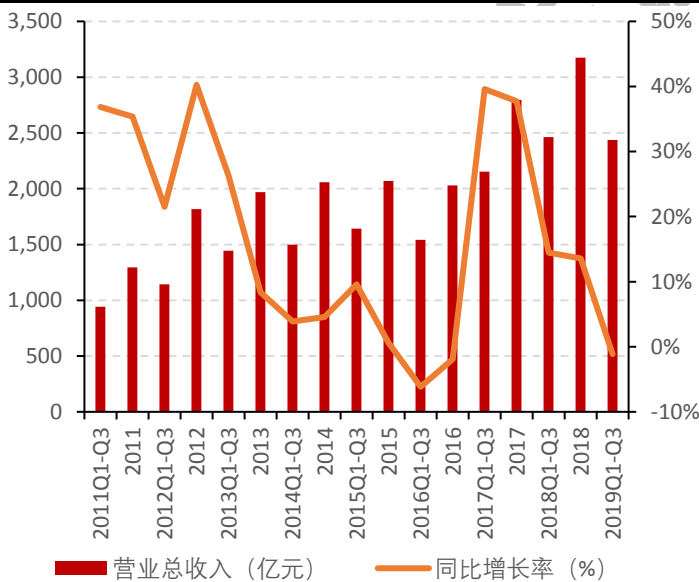
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



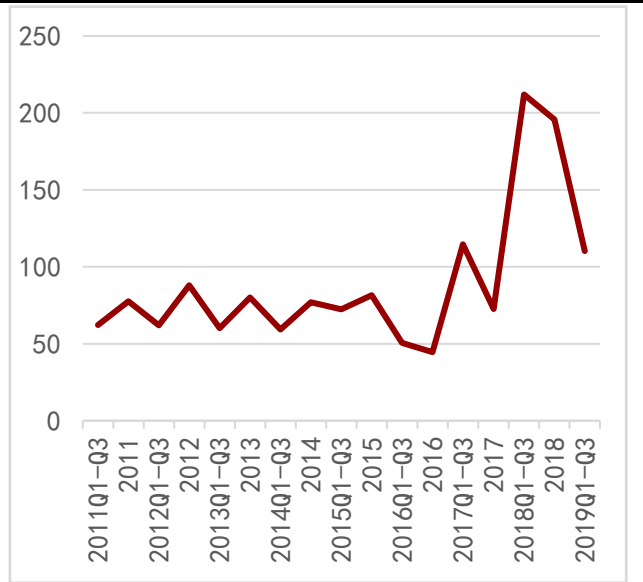
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 9: 2011-2019Q3 农用化工总营收及同比增速

图表 10: 2011-2019Q3 农用化工归母净利润 (亿元)



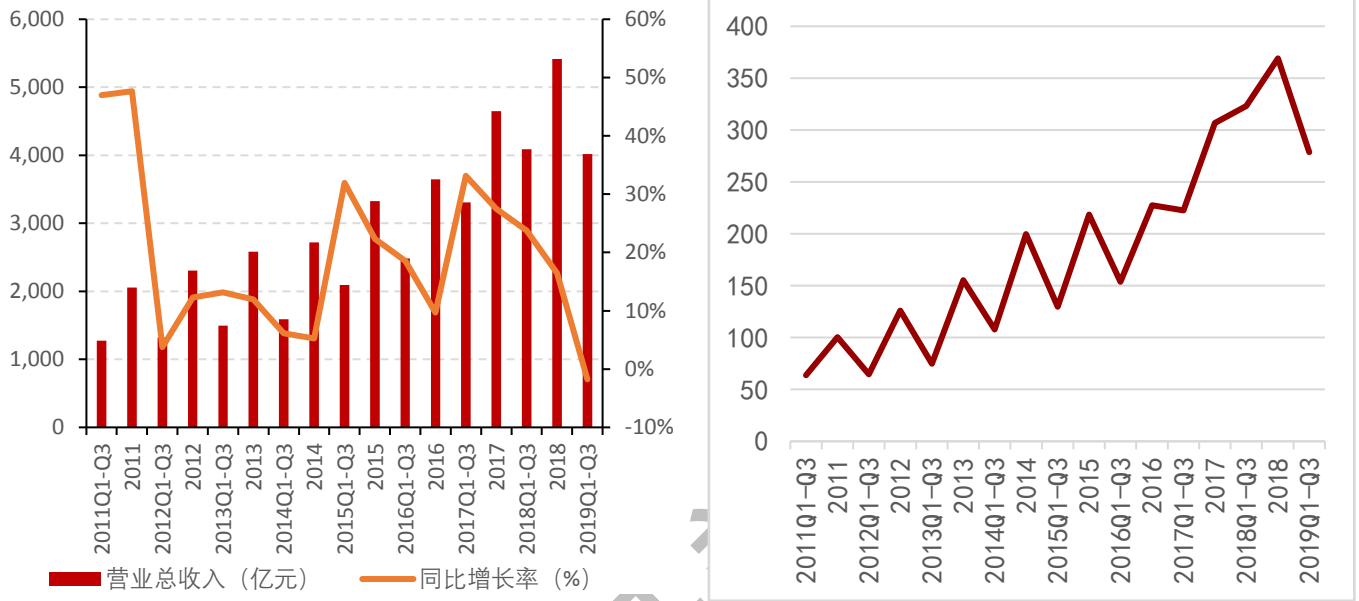
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 11: 2011-2019Q3 化学制品总营收及同比增速

图表 12: 2011-2019Q3 化学制品归母净利润 (亿元)

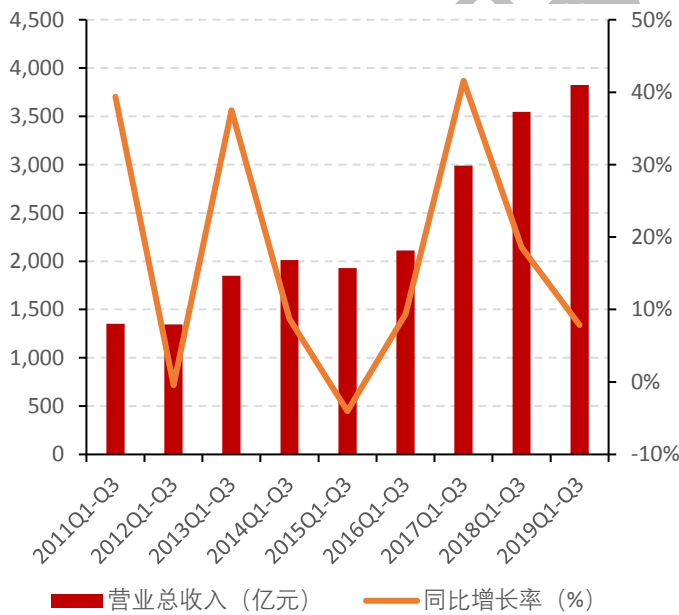


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

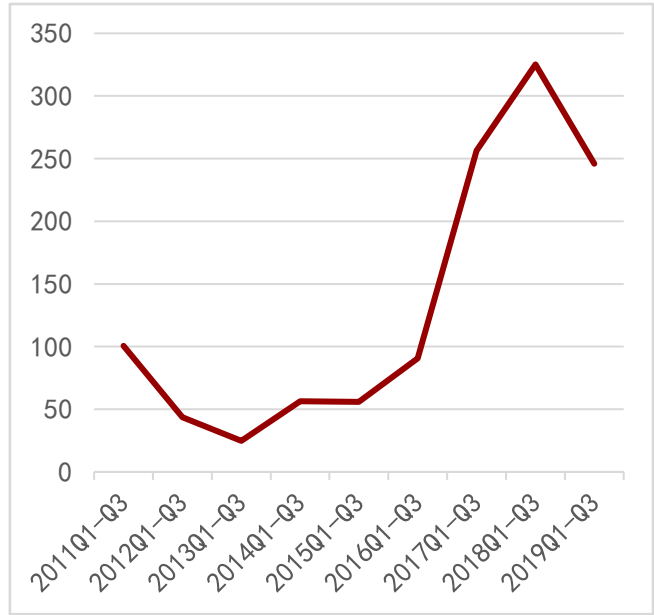
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 13: 2011-2019Q3化学原料总营收及同比增速

图表 14: 2011-2019Q3化学原料归母净利润 (亿元)



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

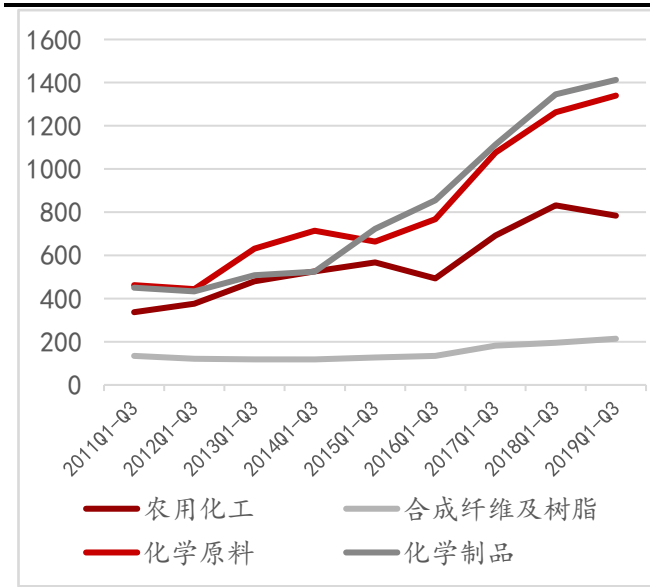


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

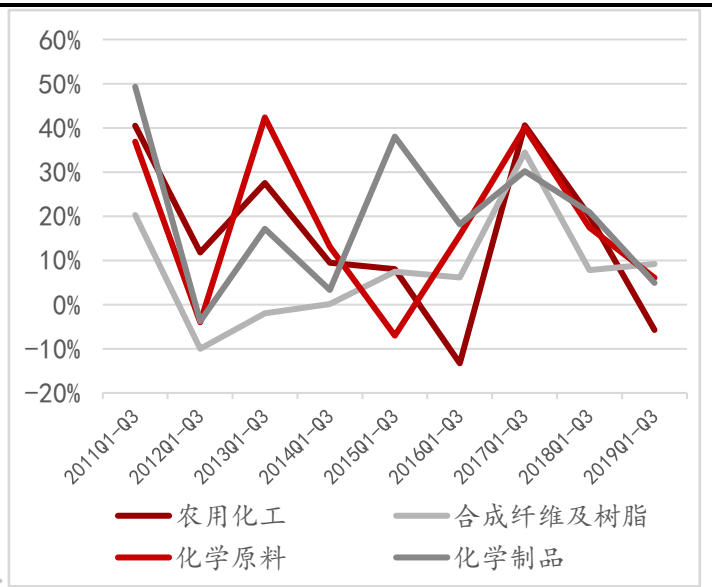
从二级板块2019Q3来看, 合成纤维及树脂、化学原料和化学制品板块均实现营收正增长, 同比分别为9.22%、6.06%和4.94%, 农用化工板块营收增速呈下降趋势, 为-5.71%; 从净利润来看, 2019Q3四个个子板块均呈现下滑态势, 分别为农用化工(-75.83%)、合成纤维及树脂(-3.24%)、化学原料(-28.12%)、化学制品(-18.53%)。

图表 15: 2011-2019Q3二级板块营业收入 (亿元)

图表 16: 2011-2019Q3二级板块营收同比增速 (%)



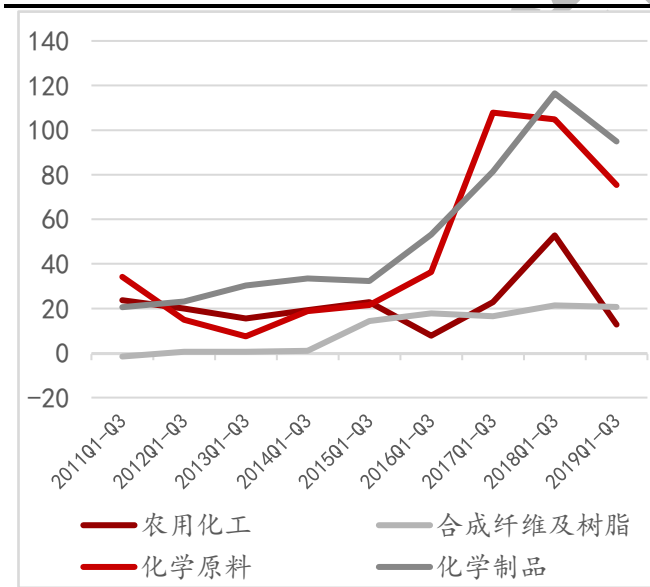
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



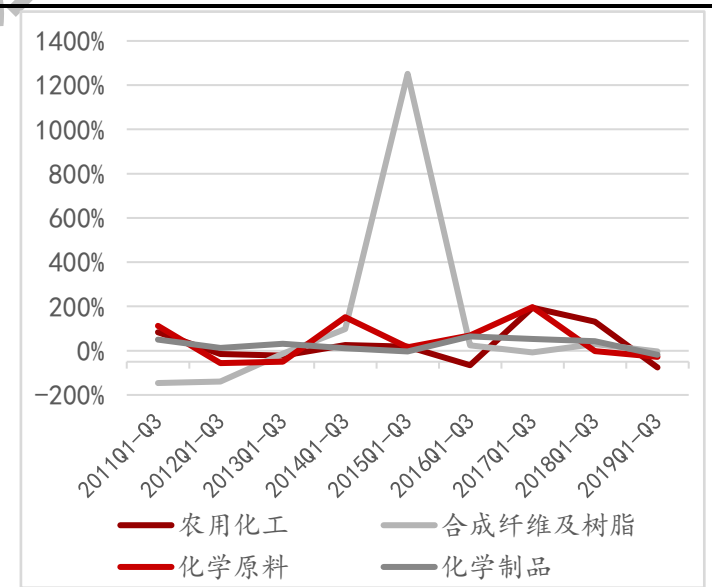
资料来源: iFinD, 万联证券研究所

图表 17: 2011-2019Q3 二级板块净利润收入(亿元)

图表 18: 2011-2019Q3 二级板块净利润同比增速 (%)



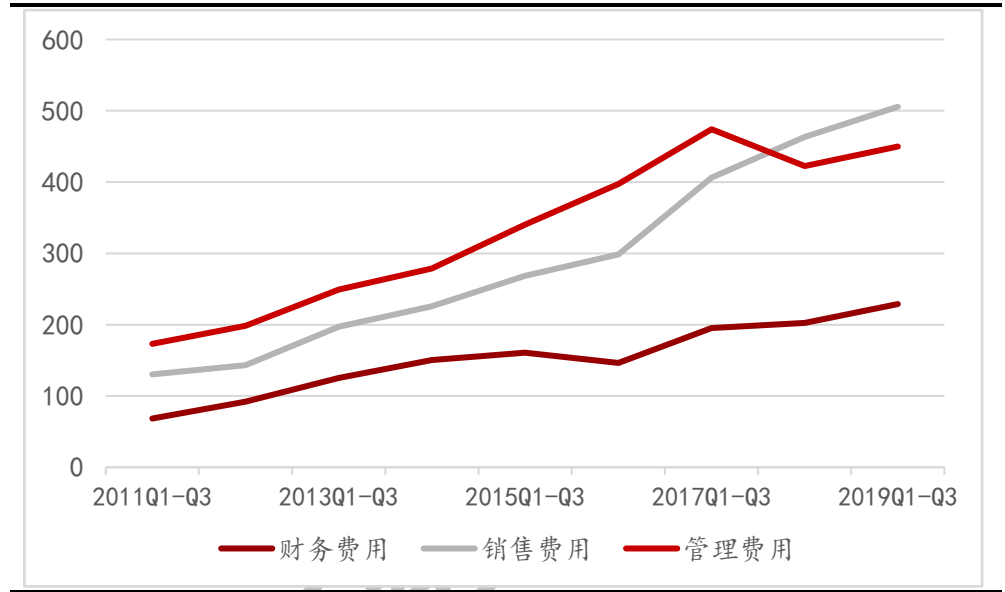
资料来源: iFinD, 万联证券研究所



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

2019Q1-Q3基础化工板块管理费用较自2018年下滑之后回升, 从2018年同期的422.69亿元增加至450.01亿元, 销售费用为505.64亿, 财务费用为228.95亿, 较去年略有涨幅。

图表 19: 2011-2019Q3 基础化工板块三费情况 (亿元)

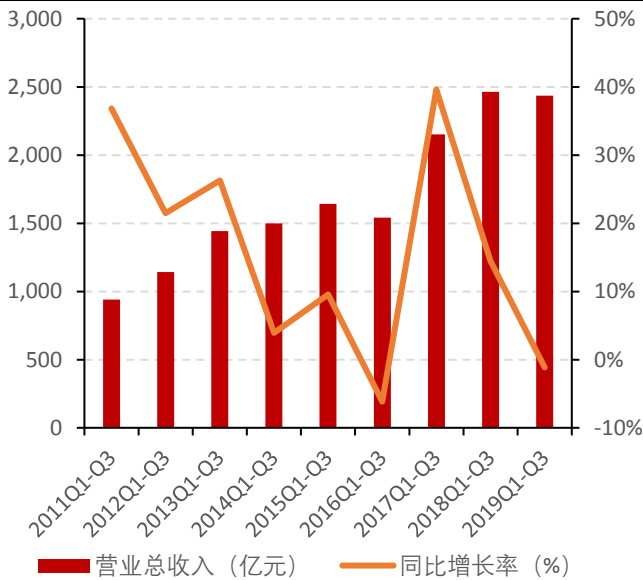


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

二、农用化工：2019Q1-Q3 营收和净利润同比均下滑

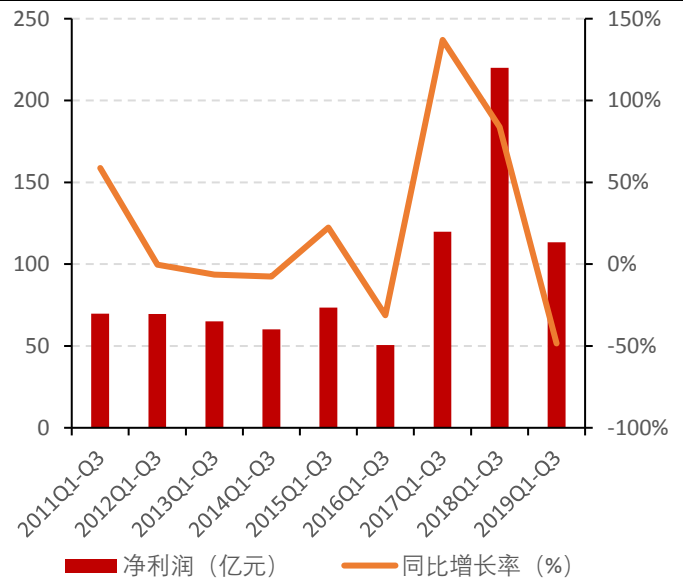
2019Q1-Q3 农用化工板块实现营收2412.34亿元，同比下降2.09%，实现净利润111.21亿元，同比减少49.45%，农化板块盈利能力大幅下滑。整体来看，农化板块在2018年营收和盈利水平达到周期性高点，2019Q1-Q3 农化市场持续走弱，产品价格中枢逐渐下降，盈利水平大幅下滑。

图表 20：农用化工板块Q1-Q3营收及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

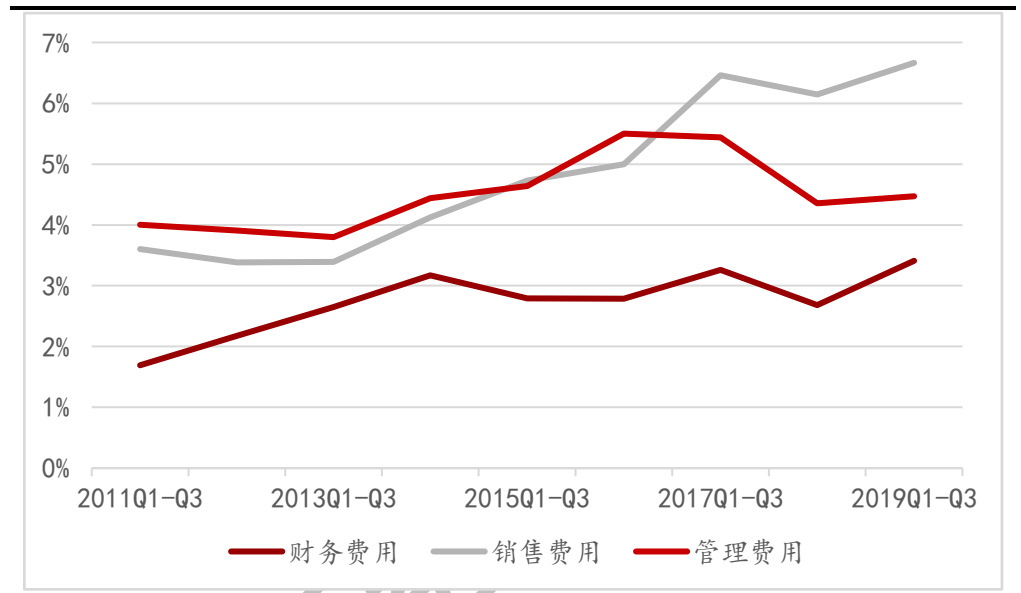
图表 21：农用化工板块Q1-Q3净利润及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从整体来看，2019Q1-Q3 农化板块的三费占营收比重是呈上升趋势的，销售费用、财务费用、管理费用占营收比重与2018年Q1-Q3相比，分别由6.15%、2.68%和4.36%增加至6.66%、3.41%和4.47%。

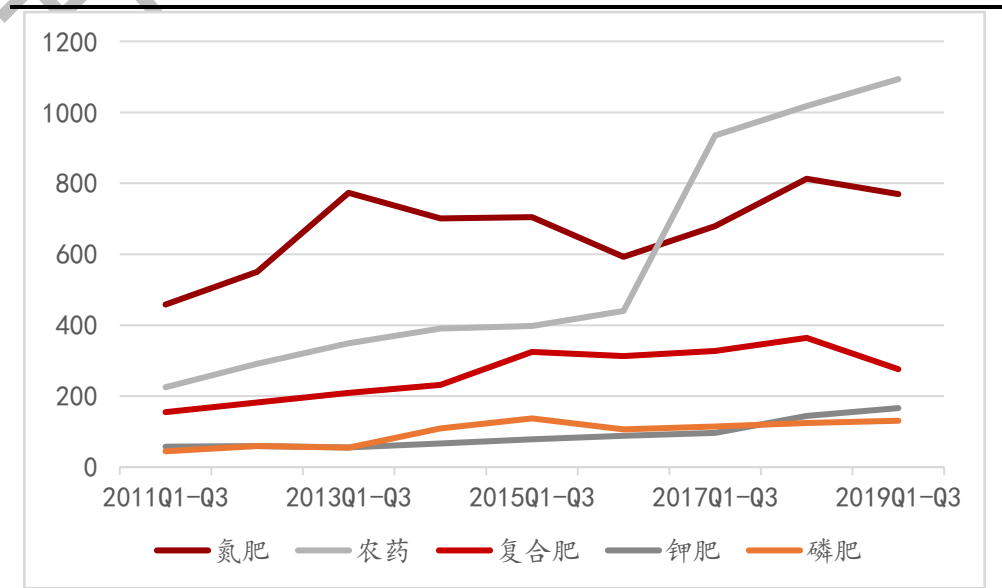
图表 22：农用化工板块Q1-Q3三费占营收比重情况 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

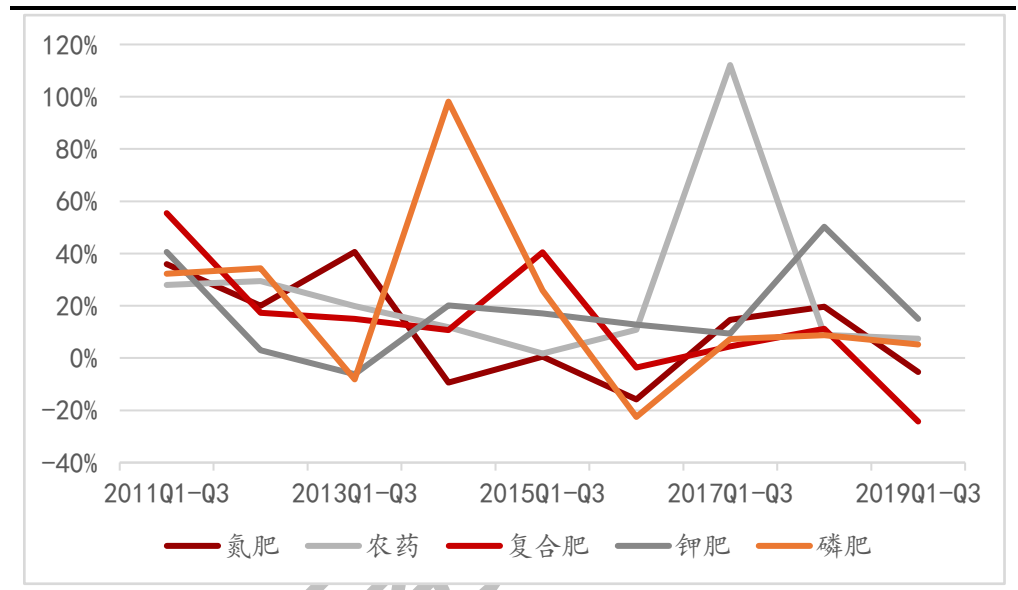
从三级子版块来看, 2019Q1-Q3钾肥、磷肥、农药实现营收正增长, 钾肥涨幅较大, 同比增加15.03%, 农药和磷肥增幅较小, 分别同比增加5.11%和5.22%; 复合肥、氮肥 2019Q1-Q3营收与2018年同比下滑24.25%、5.34%。

图表 23: 2011-2019Q3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: 2011-2019Q3农化三级子版块营收同比增幅 (%)

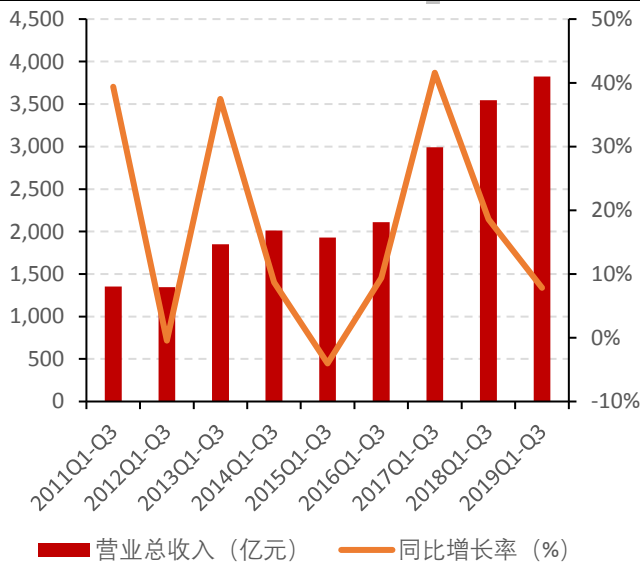


资料来源: iFind, 万联证券研究所

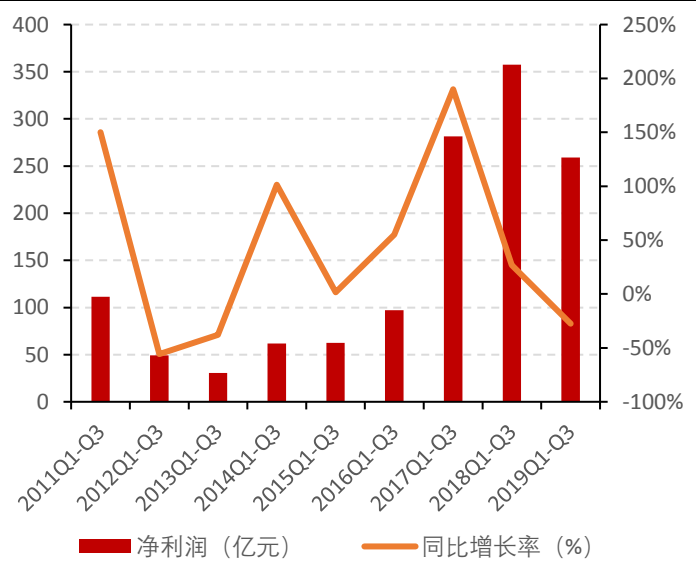
三、化学原料：19 年 Q1-Q3 营收同比小幅增长，盈利能力下降

化学原料板块2019Q1-Q3实现营收3823.60亿元，较2018年Q1-Q3上升8.56%；净利润为259.07亿，同比减少26.30%。整体来看，农化板块营收持续增长，但近三年行业盈利能力大幅下降。

图表 25：化学原料板块Q1-Q3营收及其同比增速



图表 26：化学原料板块Q1-Q3净利润及其同比增速

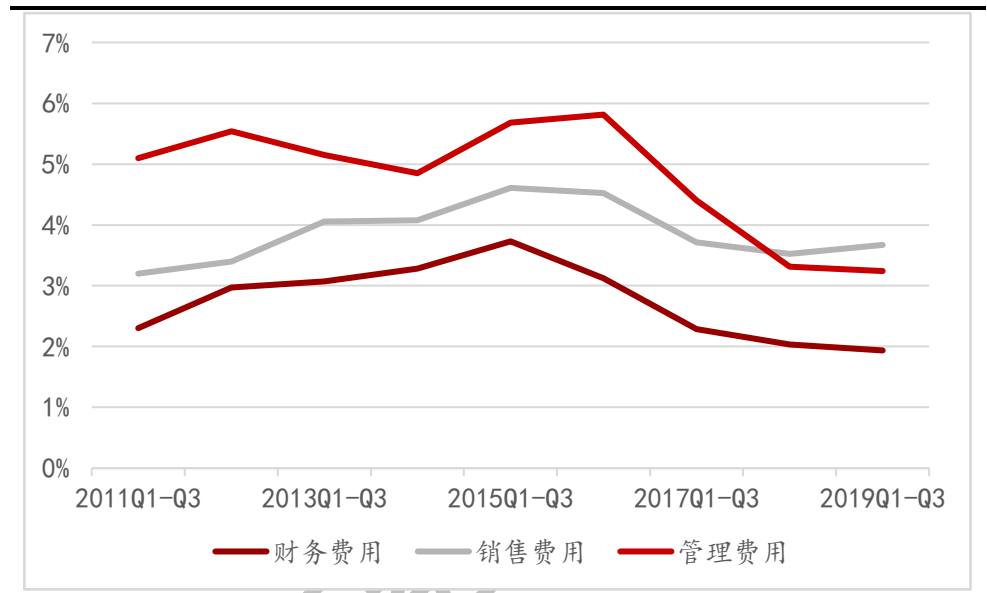


资料来源: iFind, 万联证券研究所

资料来源: iFind, 万联证券研究所

从三费来看，2019Q1-Q3 仅销售费用占营收比重小幅增加，由 2018 年同期的 3.52% 增加至 3.67%，财务费用和管理费用占比小幅下降，分别由 2018 同期的 2.03%、3.32% 降低至 1.93%、3.24%。整体上来看板块的三费占营收比重近三年来呈下降趋势。

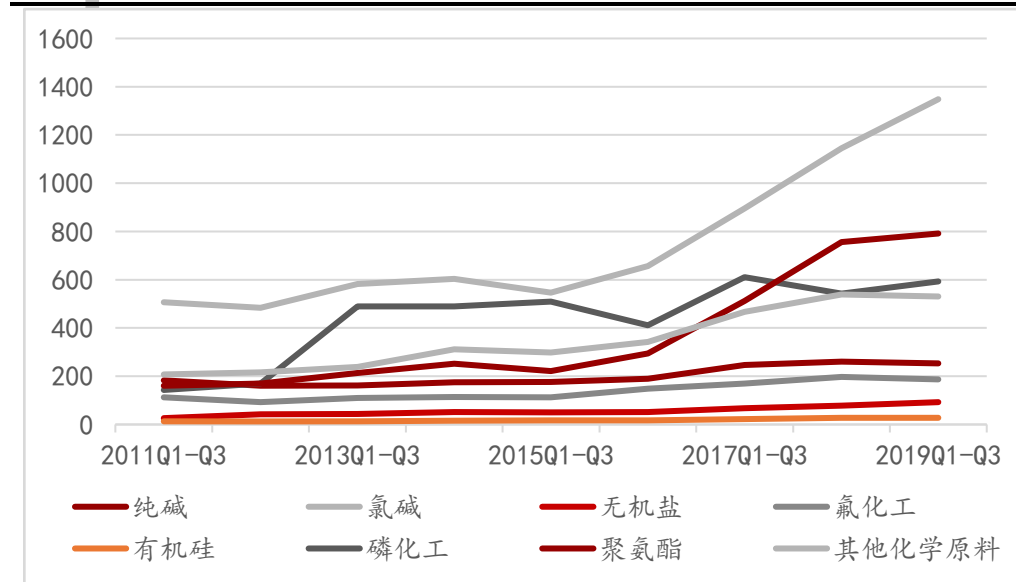
图表 27：化学原料板块 Q1-Q3 三费占营收比重情况 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

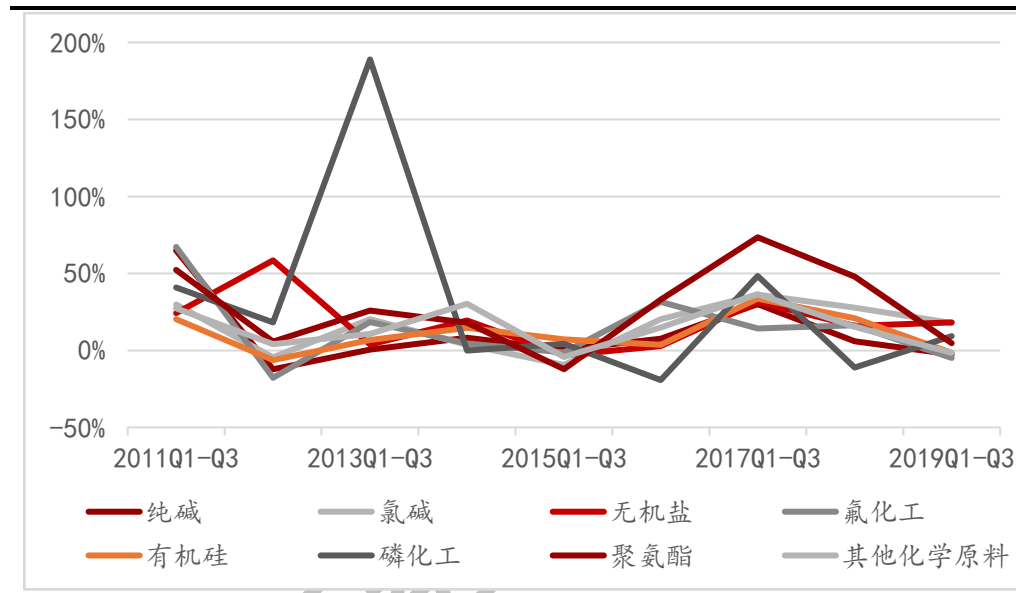
从三级子版块来看, 2019Q1-Q3 氯碱、无机盐、磷化工、聚氨酯子版块业绩较 2018Q1-Q3 同比增加, 氯碱以及无机盐具有较大涨幅, 增幅分别为 17.83%、18.28%、9.18%和 4.69%, 纯碱、氟化工、有机硅以及其他化学原料板块营收较 2018Q1-Q3 下滑, 分别为 -2.56%、-4.98%、-1.64%、和 -1.52%。

图表 28: 2011-2019Q3 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: 2011-2019Q3 化学原料三级子版块营收同比增速 (%)

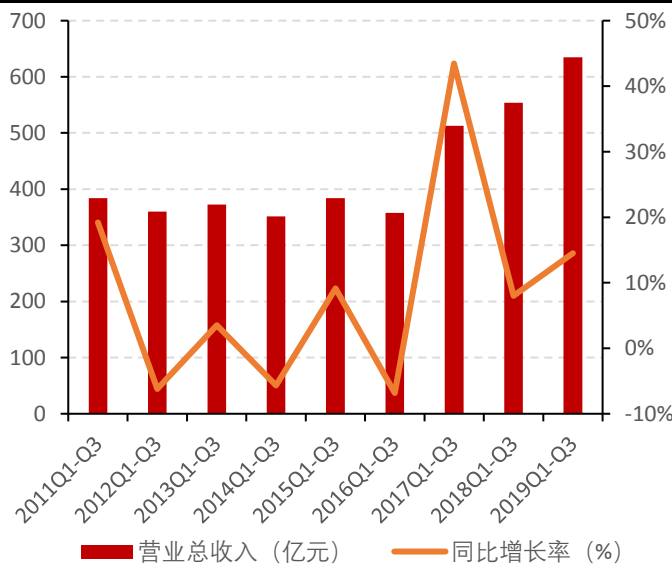


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

四、合成纤维及树脂: 业绩不断实现正增长

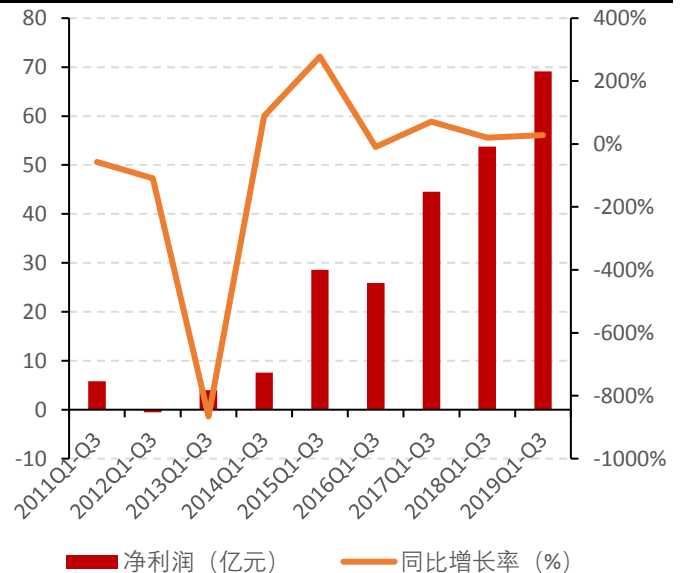
合成纤维及树脂板块 2019Q1-Q3 实现营收 634.61 亿元, 较 2018Q1-Q3 增长 14.53%; 净利润为 69.16 亿元, 同比增长 28.72%。整体来看, 从 2016 年至今, 合成纤维及树脂板块的营收一直实现正增长, 盈利能力也持续加强。

图表 30: 合成纤维及树脂板块Q1-Q3营收及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

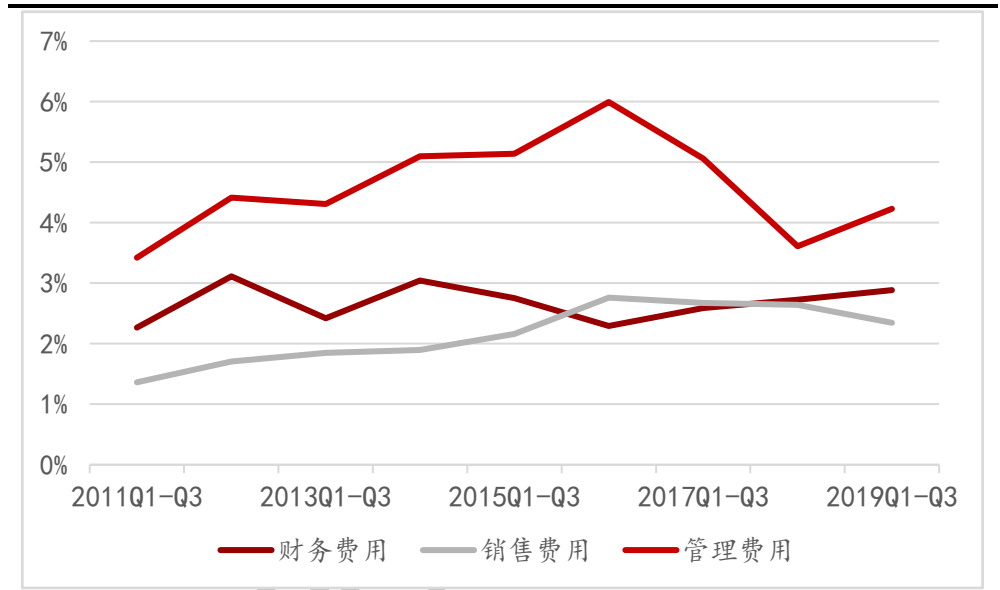
图表 31: 合成纤维及树脂板块 Q1-Q3 净利润及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从三费来看, 2019Q1-Q3 财务费用、管理费用占营收比重增加, 分别由 2018Q1-Q3 的 2.64%、3.61% 增加至 2.89%、4.23%, 销售费用占比小幅下滑, 由 2018Q1-Q3 的 2.64% 减少至 2.35%。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。

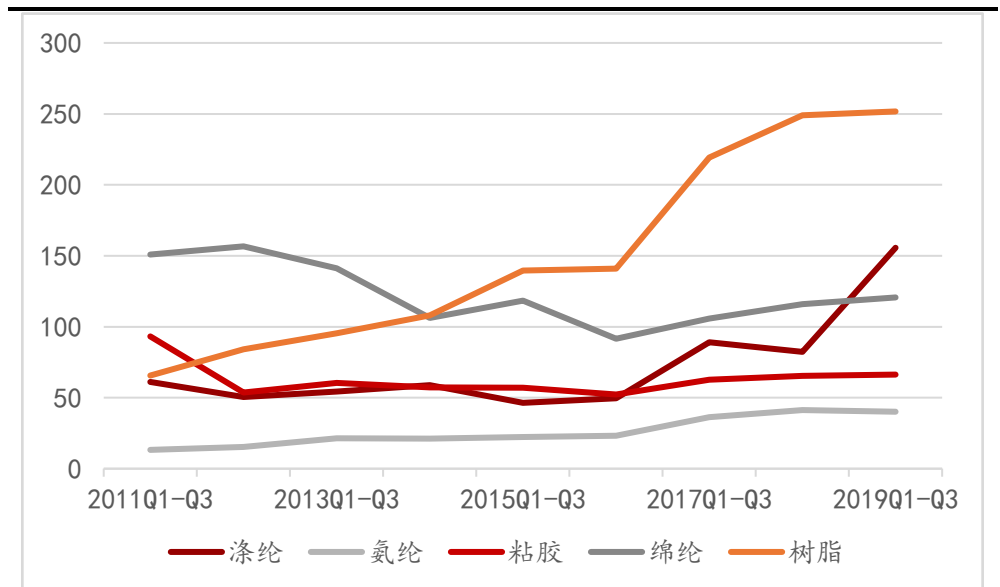
图表 32: 合成纤维及树脂板块 Q1-Q3 三费占营收比重 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

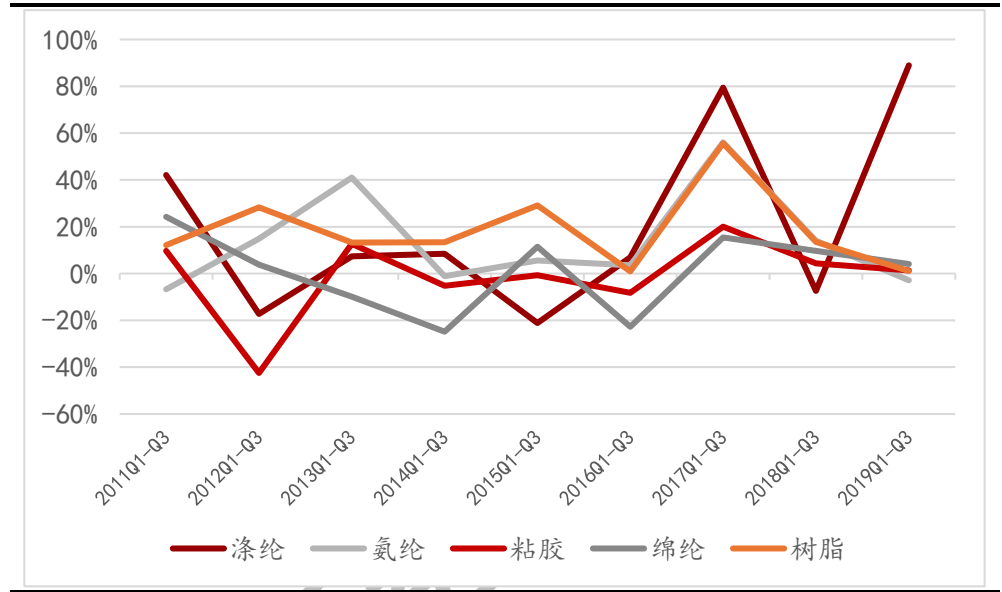
从三级子版块来看, 2019Q1-Q3 合成纤维及树脂子版块营收除了氨纶小幅下滑(由 41.29 亿元降至 40.12 亿元)外, 涤纶、粘胶、锦纶、树脂板块营收同比 2018Q1-Q3 营收增长, 其中涤纶涨幅最大, 由 82.38 亿元增长至 155.67 亿元, 涨幅为 88.96%; 粘胶、锦纶、树脂子版块 2019Q1-Q3 营收分别为 66.39 亿元、120.69 亿元、251.74 亿元, 同比增长 1.37%、4.09%、1.10%。

图表 33: 2011-2019Q3 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: 2011-2019Q3 合成纤维及树脂各子版块营收同比增幅 (%)

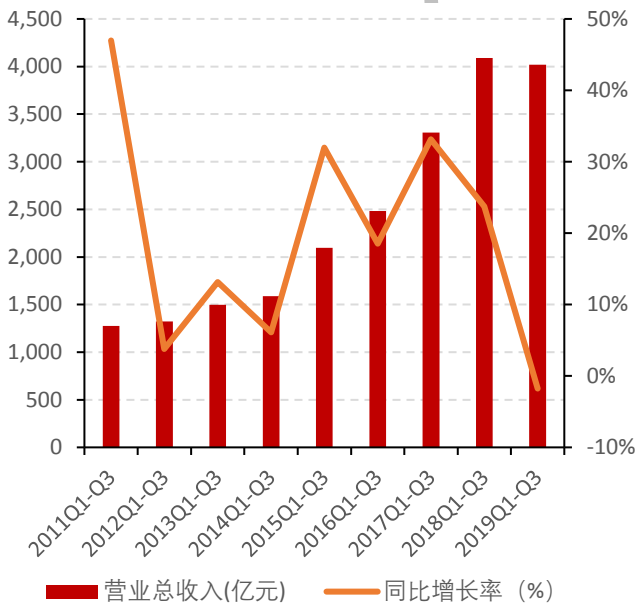


资料来源: iFinD, 万联证券研究所

五、化学制品：营收及净利润均同比下滑

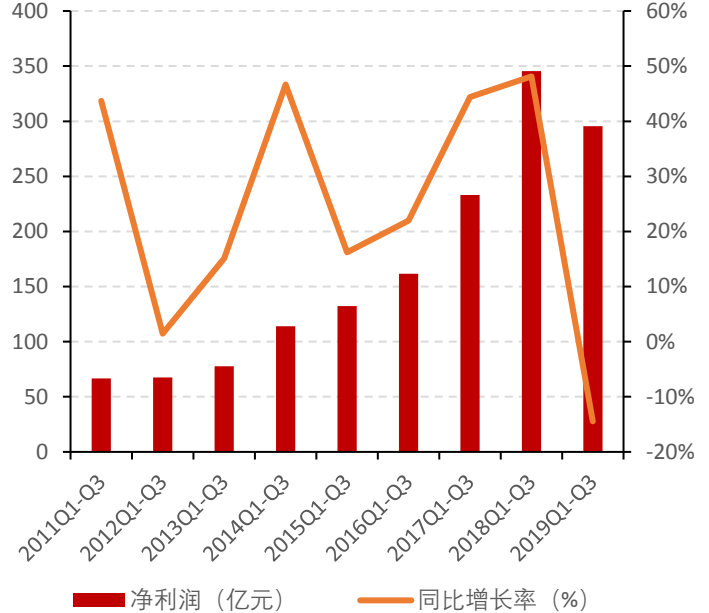
化学制品板块 2019Q1-Q3 实现营收 4018.01 亿元, 同比下滑 1.76%; 净利润为 295.51 亿, 同比降低 14.44%。整体来看板块营收增速下降, 盈利能力下滑。

图表 35: 化学制品板块Q1-Q3营收及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

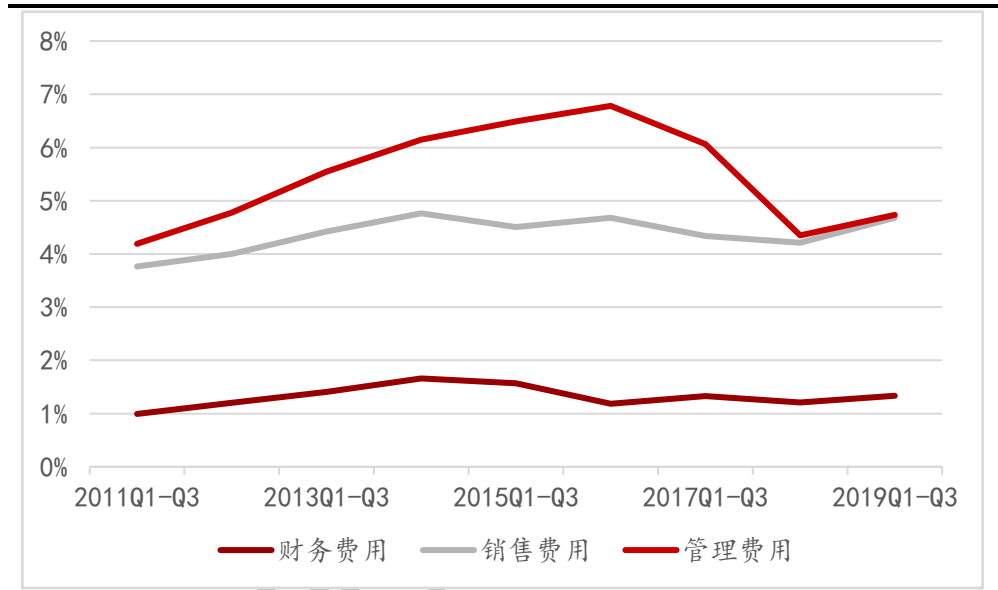
图表 36: 化学制品板块 Q1-Q3 净利润及其同比增速



资料来源: iFinD, 万联证券研究所

从三费来看, 2019Q1-Q3 销售费用、财务费用和管理费用占营收比重均小幅增加, 分别由 2018Q1-Q3 的 4.21%、1.21%、4.35% 增加至 4.68%、1.33%、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后回升。

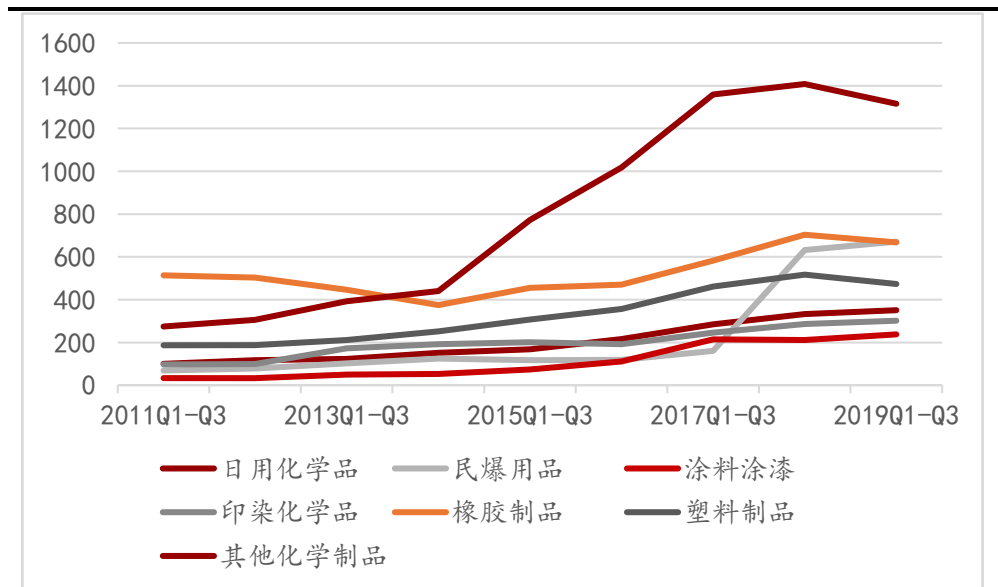
图表 37: 化学制品板块 Q1-Q3 三费占营收比重 (%)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

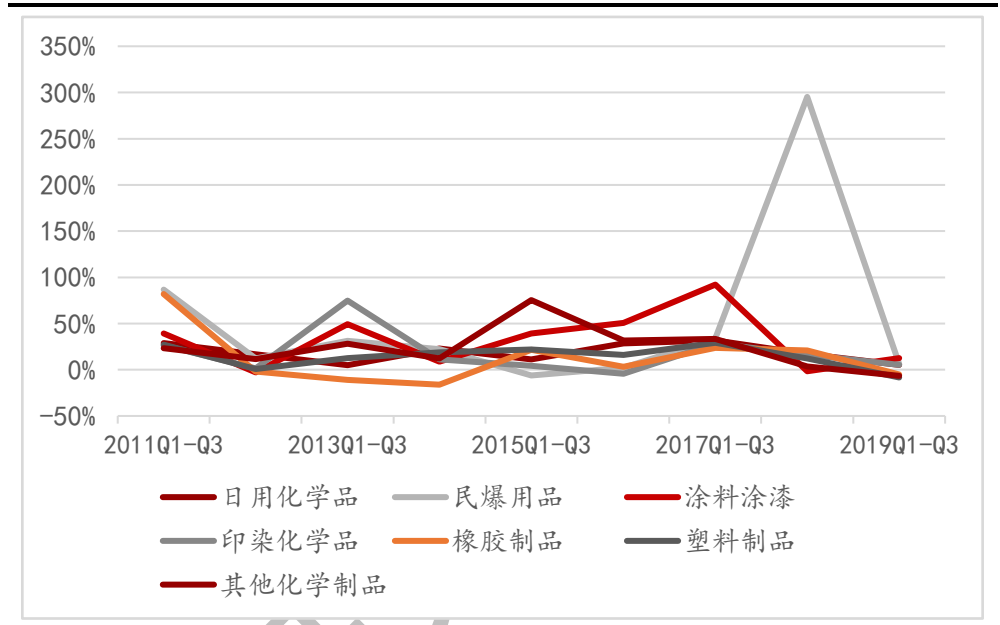
从三级子板块来看, 2019Q1-Q3 涂料涂漆营收同比涨幅最大, 由 211.10 亿元上涨至 237.52 亿, 同比增长 12.51%, 紧随其后的是日用化学品、印染化学品和民爆用品, 分别实现营收 350.71 亿元、301.57 亿元和 671.16 亿元, 同比增长 6.31%、5.40%和 5.25%; 2019Q1-Q3 橡胶制品、塑料制品、其他化学制品营收同比去年小幅下滑, 幅度分别为-5.06%、-8.34%和-6.58%。

图表 38: 2011-2019Q3 化学制品三级子版块营收 (亿)



资料来源: iFind, 万联证券研究所

图表 39: 2011-2019Q3 化学制品三级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

2019年Q1-Q3期间,基础化工行业整体营收同比2018年同期小幅增长,但盈利能力同比下滑明显,二级子板块仅合成纤维及树脂实现净利润正增长。行业景气度持续下行,农化市场整体萎靡,原药价格持续下跌。三级板块中涤纶、民爆用品表现突出。短期来看,一是行业周期淡季到来,行业库存不高但未来有新增产能投放,但产品价格已在低位,市场预期部分产品价格将触底反弹。建议关注产品价格触底反弹并且有新产能投放预期的农药龙头;二是建议关注涉及5G通信、半导体、新能源、柔性显示材料等行业的具有进口替代产品的细分龙头,逻辑是5G、新能源行业正处于快速发展阶段,对上游材料的需求高速增长;三是随着环保安全监管力度趋紧,利于部分行业的结构性调整,提高行业集中度,建议关注具有产业链一体化优势的龙头公司。

七、风险提示

下游发展应用不及预期、行业竞争加剧、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