

上海证券
SHANGHAI SECURITIES

证券研究报告
2023年5月9日
行业：基础化工
增持（维持）

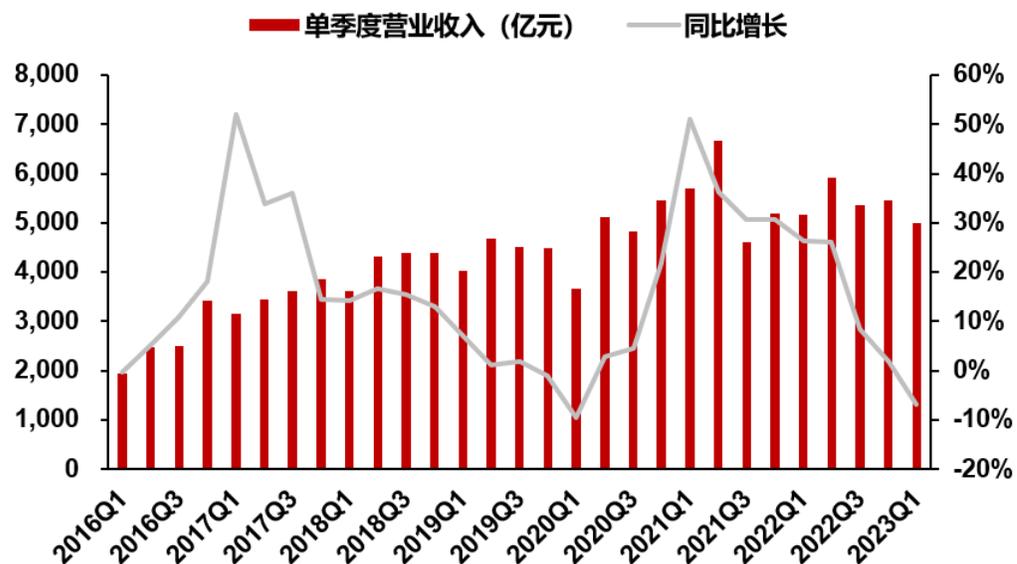
行业业绩承压，景气静待拐点

——化工行业2022&2023Q1业绩回顾

分析师：于庭泽 SAC编号：S0870523040001

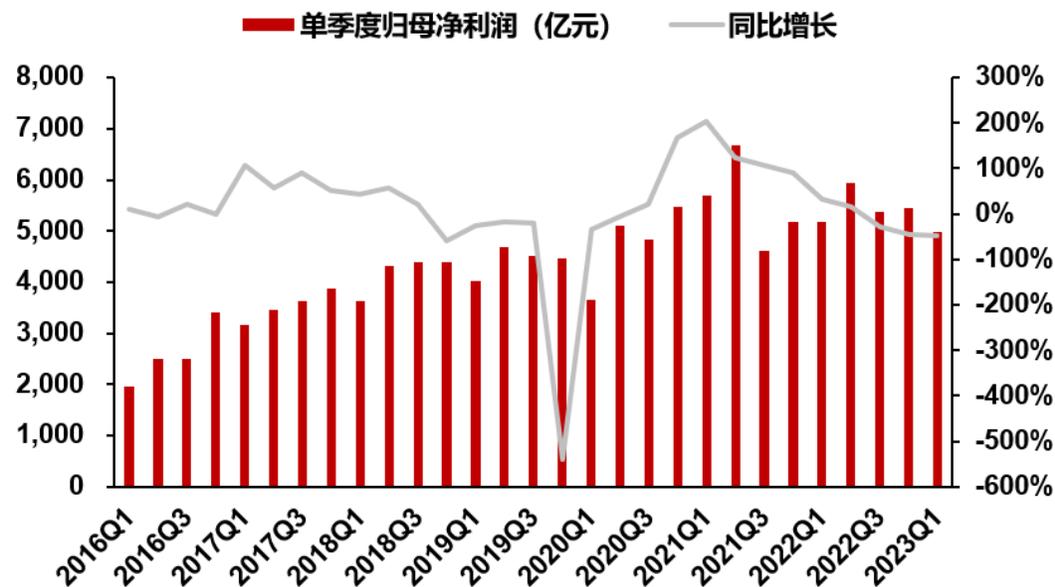
- ◆ 2022年基础化工（申万）实现营业收入22149亿元，同比增长14.7%，实现归母净利润2028亿元，同比下降5.9%；2023Q1实现营业收入4990亿元，同比下降6.9%，实现归母净利润337亿元，同比下降47.0%。
- ◆ 分季度来看，2022年至2023Q1基础化工营业收入和归母净利润同比增速均出现较为明显的下滑趋势。2022年原油、天然气等国际能源品价格较高，化工行业成本端承受较大压力，行业利润被侵蚀，归母净利润出现较大幅度的下滑，随着上游能源品价格逐步回归合理区间，化工行业整体盈利能力有望得到修复。

图1 基础化工（申万）营业收入单季度增长情况



资料来源：Wind，上海证券研究所

图2 基础化工（申万）归母净利润单季度增长情况



资料来源：Wind，上海证券研究所



◆ 根据申万行业分类，基础化工分为化学原料、化学制品、化学纤维、塑料、橡胶、农化制品、非金属材料Ⅱ七个子行业，2022年营业收入均实现上涨，同比增速分别为4.0%、16.4%、6.2%、11.9%、18.2%、26.4%、77.5%；归母净利润同比增速分别为-34.2%、-14.9%、-53.6%、3.7%、-13.8%、71.1%、65.4%。2023年一季度除橡胶和非金属材料Ⅱ外，基础化工其余子行业营收同比均出现下滑，归母净利润方面，除非金属材料Ⅱ外，其余子行业同比也出现不同程度的下滑。

表1 各子行业2022&2023Q1收入情况（亿元）

子行业	2022				2023Q1					
	营业收入	同比	归母净利润	同比	营业收入	同比	环比	归母净利润	同比	环比
化学原料	4,988.5	4.0%	442.9	-34.2%	1,140.3	-7.3%	-5.2%	61.1	-60.2%	64.5%
化学制品	7,403.6	16.4%	643.3	-14.9%	1,630.9	-8.2%	-16.2%	108.9	-47.7%	16.5%
化学纤维	1,680.8	6.2%	78.0	-53.6%	397.7	-4.8%	-3.7%	16.9	-49.9%	13.8%
塑料	2,074.3	11.9%	98.9	3.7%	480.7	-1.1%	-9.2%	18.5	-40.8%	8,497.5%
橡胶	424.0	18.2%	26.3	-13.8%	95.8	5.5%	-14.5%	3.4	-42.5%	-29.6%
农化制品	5,313.7	26.4%	708.1	71.1%	1,179.7	-10.1%	-1.6%	121.2	-39.1%	23.2%
非金属材料Ⅱ	264.3	77.5%	30.7	65.4%	65.4	41.6%	-15.3%	7.4	46.5%	10.1%

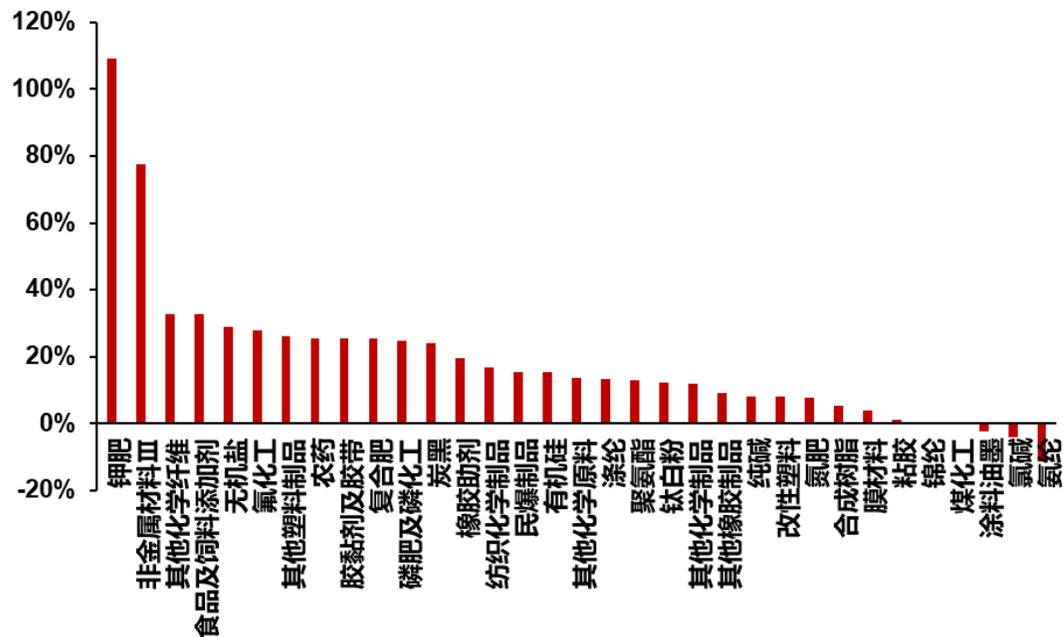
资料来源: Wind, 上海证券研究所



化工子板块分化明显，农化板块表现亮眼

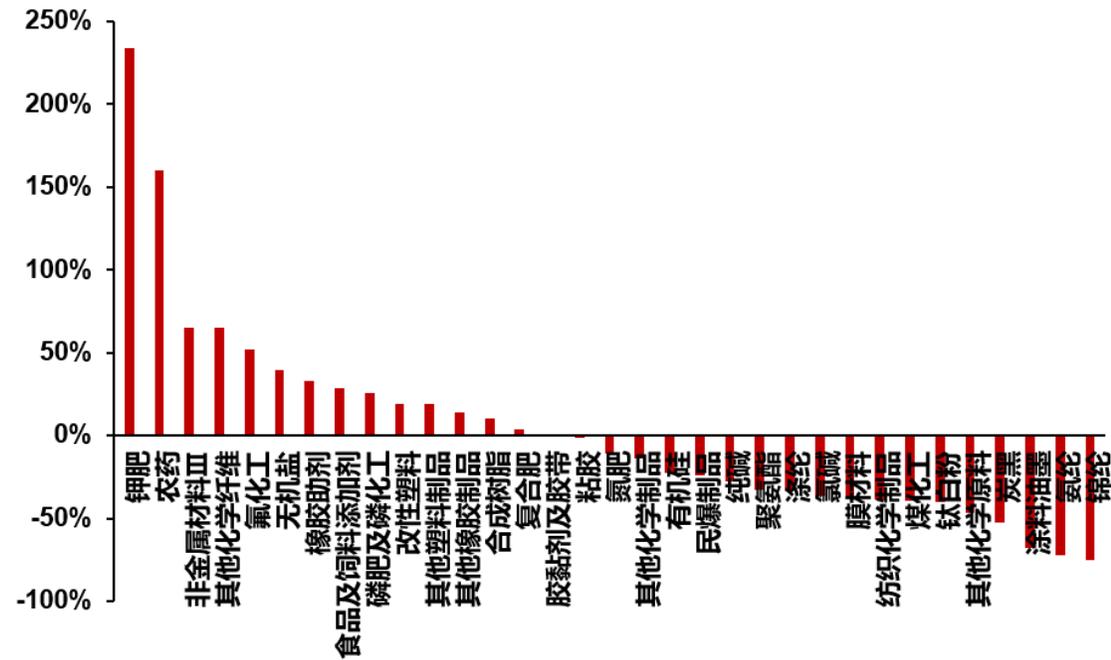
◆ 2022年基础化工子板块之间差异较为明显，农化板块营收及盈利表现较为亮眼，在一众子板块中脱颖而出，其中钾肥板块营业收入及归母净利润均实现领跑，分别同比上涨109.0%、233.9%；农药板块营业收入同比上涨25.6%，归母净利润同比上涨160.0%。除此之外，绝大多数子板块营业收入同比均实现上涨，但超过半数子板块归母净利润相比2021年出现不同程度的下滑，其中锦纶、氨纶、涂料油墨下滑较为明显，同比分别为-74.7%、-72.3%、-67.5%。

图3 2022年基础化工(申万)子板块营业收入同比增速



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图4 2022年基础化工(申万)子板块归母净利润同比增速

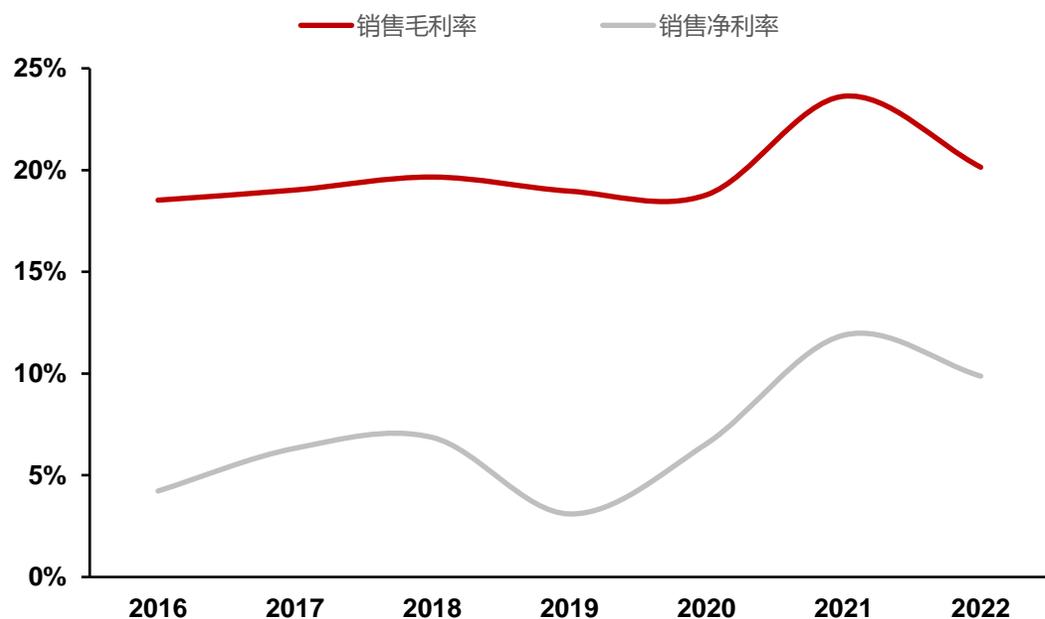


资料来源: Wind, 上海证券研究所



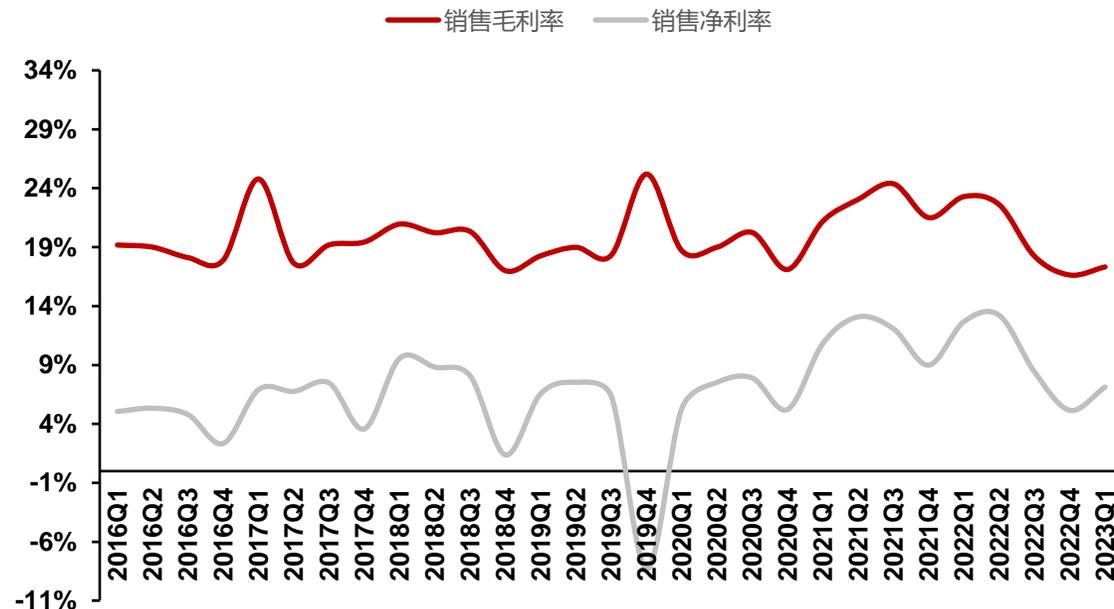
◆ 2022年基础化工销售毛利率为20.1%，销售净利率为9.9%，相比2021年分别下降3.5、2.0pct，从近几年的数据来看，2022年基础化工盈利水平仍高于平均。从单季度来看，2022年单季度利率水平相差较大，Q1-Q4销售毛利率水平分别为23.3%、22.6%、18.2%、16.6%，全年呈现出一种下滑趋势，进入2023年一季度，毛利率及净利率水平均有所回升，分别为17.3%、7.1%。

图5 基础化工历年毛利率及净利率水平



资料来源: Wind, 上海证券研究所

图6 基础化工单季度毛利率及净利率水平

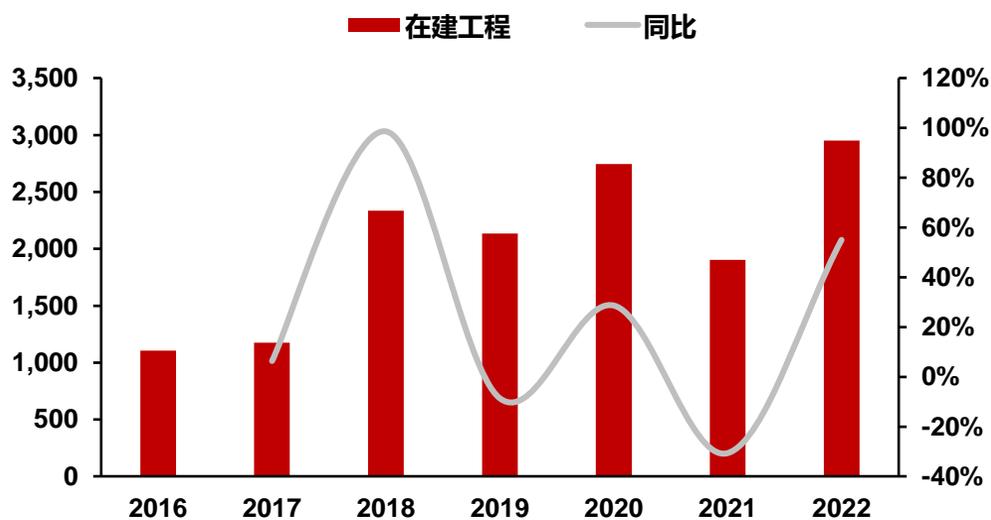


资料来源: Wind, 上海证券研究所



◆ 2022年基础化工行业在建工程2952.7亿元，同比增长55.0%，化工企业不断投建新产能，在建工程规模不断扩大。从各子行业的情况来看，聚氨酯、其他化学制品、煤化工、氯碱、改性塑料等行业在建工程规模较大；其他化学原料、纯碱、氮肥、有机硅等行业在建工程增速较大。

图7 基础化工行业历年在建工程及同比增速(亿元)



资料来源: Wind, 上海证券研究所

表2 2022年基础化工子行业在建工程情况

所属行业	在建工程 (亿元)	同比增长	所属行业	在建工程 (亿元)	同比增长
聚氨酯	365.1	30.6%	涤纶	42.2	15.0%
其他化学制品	327.9	6.3%	其他塑料制品	40.9	-10.4%
煤化工	307.4	102.4%	其他化学纤维	32.2	129.4%
氯碱	280.9	87.4%	合成树脂	29.7	4.1%
改性塑料	169.4	69.0%	民爆制品	27.5	20.9%
有机硅	167.5	387.6%	钾肥	24.4	85.7%
农药	143.5	19.5%	非金属材料III	15.8	-73.9%
氟化工	122.0	94.6%	其他橡胶制品	15.6	88.8%
磷肥及磷化工	95.2	218.7%	橡胶助剂	12.0	62.2%
其他化学原料	85.9	911.0%	粘胶	11.3	26.1%
膜材料	81.7	54.7%	涂料油墨	8.7	-37.5%
氮肥	77.6	514.8%	胶黏剂及胶带	8.1	-0.1%
钛白粉	75.4	29.4%	炭黑	7.8	6.7%
纯碱	64.9	653.7%			
氨纶	64.8	99.3%			
无机盐	58.8	18.6%			
食品及饲料添加剂	49.7	11.9%			
复合肥	46.6	33.6%			
纺织化学制品	46.4	-8.9%			
锦纶	46.0	15.7%			

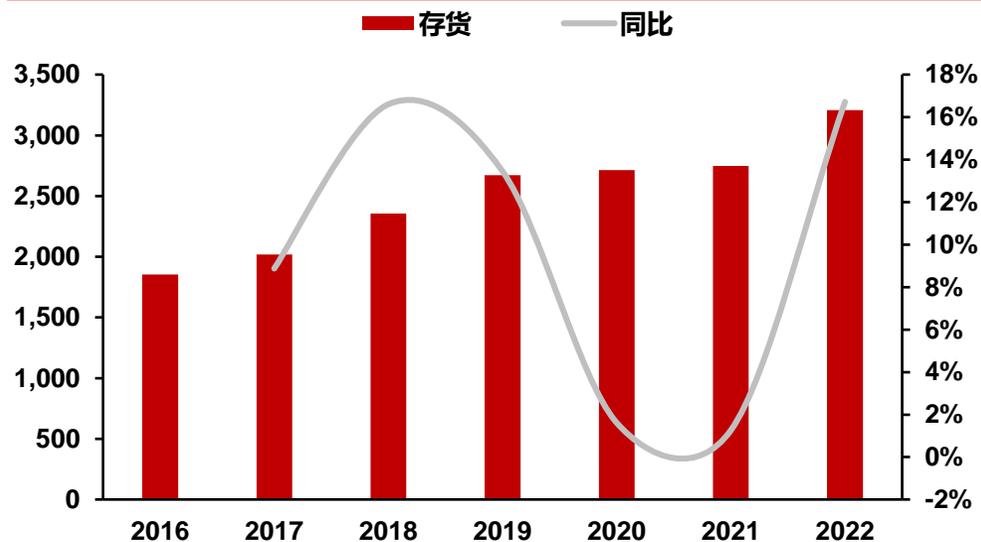
资料来源: Wind, 上海证券研究所



基础化工行业存货水平逐年上升

◆ 2022年基础化工行业存货3208.9亿元，同比增长16.7%。从子行业来看，农药、纺织化学制品、其他化学制品行业存货规模较大，都在300亿元以上；其他化学原料、食品及饲料添加剂、有机硅、氮肥等行业存货增长速度较快。

图8 基础化工行业历年存货及同比增速（亿元）



资料来源：Wind，上海证券研究所

表3 2022年基础化工子行业存货情况

所属行业	存货 (亿元)	同比增长	所属行业	存货 (亿元)	同比增长
农药	365.1	20.6%	无机盐	42.7	-42.0%
纺织化学制品	327.9	3.0%	民爆制品	38.2	-19.3%
其他化学制品	307.4	8.5%	钾肥	35.9	90.9%
聚氨酯	280.9	-8.5%	合成树脂	34.9	9.5%
磷肥及磷化工	169.4	33.0%	炭黑	31.1	43.8%
食品及饲料添加剂	167.5	183.9%	纯碱	29.3	21.2%
改性塑料	143.5	23.9%	其他橡胶制品	27.1	3.0%
复合肥	122.0	-0.3%	涂料油墨	25.8	-0.3%
有机硅	95.2	153.7%	胶黏剂及胶带	24.3	93.4%
氯碱	85.9	4.6%	锦纶	22.4	14.8%
煤化工	81.7	-1.2%	其他化学纤维	16.9	32.2%
其他塑料制品	77.6	33.7%	橡胶助剂	8.0	54.3%
钛白粉	75.4	35.7%	粘胶	6.7	-80.1%
涤纶	64.9	56.6%			
氟化工	64.8	14.9%			
非金属材料III	58.8	-26.9%			
膜材料	49.7	11.2%			
氮肥	46.6	126.1%			
其他化学原料	46.4	275.1%			
氨纶	47.2	-23.5%			

资料来源：Wind，上海证券研究所



表4 化工行业重点公司2022&2023Q1营收及归母净利润情况（亿元）

所属板块	公司简称	2022				2023Q1					
		营业收入	同比	归母净利润	同比	营业收入	同比	环比	归母净利润	同比	环比
聚氨酯	万华化学	1,655.7	13.8%	162.3	-34.1%	419.4	0.4%	19.3%	40.5	-24.6%	54.4%
钾肥	盐湖股份	307.5	108.1%	155.6	247.5%	47.1	-38.2%	-34.7%	22.3	-36.4%	-36.1%
	亚钾国际	34.7	313.0%	20.3	125.6%	8.5	63.5%	-18.9%	3.4	19.8%	-34.1%
农药	扬农化工	158.1	33.5%	17.9	46.8%	45.0	-14.6%	66.1%	7.5	-16.6%	383.9%
氟化工	巨化股份	214.9	19.5%	23.8	114.7%	45.8	-0.7%	-10.5%	1.5	-34.9%	-77.6%
	三美股份	47.7	17.8%	4.9	-9.4%	7.8	-34.1%	-22.4%	0.2	-89.7%	-16.2%
炼化	恒力石化	2,223.2	12.3%	23.2	-85.1%	561.4	5.1%	8.0%	10.2	-75.9%	127.1%
	荣盛石化	2,890.9	57.9%	33.4	-74.8%	697.2	1.6%	9.0%	-14.7	-147.1%	30.4%
轮胎	赛轮轮胎	219.0	21.7%	13.3	1.4%	53.7	10.4%	3.6%	3.5	10.3%	32.9%
	玲珑轮胎	170.1	-8.5%	2.9	-63.0%	43.9	0.8%	3.7%	2.1	332.7%	183.4%
有机硅	合盛硅业	236.6	10.6%	51.5	-37.4%	57.3	-10.3%	6.4%	10.0	-51.1%	68.8%
	硅宝科技	26.9	5.4%	2.5	-6.5%	5.3	-20.7%	-21.4%	0.5	28.9%	-34.9%
	晨光新材	19.5	14.7%	6.4	19.0%	2.8	-46.8%	-25.1%	0.4	-78.6%	-48.9%

资料来源: Wind, 上海证券研究所



1. 三代制冷剂配额管理下的确定性投资机会：巨化股份、三美股份、永和股份
2. 积极布局新材料，打开未来成长空间的企业：硅宝科技、信德新材、石大胜华、新安股份
3. 业绩有望迎来底部反转的行业龙头：万华化学、泰和新材、华鲁恒升、恒力石化



1. 全球需求持续低迷
2. 化工原材料价格波动
3. 项目建设不及预期
4. 国际贸易摩擦



行业评级与免责声明

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	买入	股价表现将强于基准指数20%以上
	增持	股价表现将强于基准指数5-20%
	中性	股价表现将介于基准指数±5%之间
	减持	股价表现将弱于基准指数5%以上
	无评级	由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级
行业投资评级：	分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准指数表现的看法。	
	增持	行业基本面看好，相对表现优于同期基准指数
	中性	行业基本面稳定，相对表现与同期基准指数持平
	减持	行业基本面看淡，相对表现弱于同期基准指数

相关证券市场基准指数说明：A股市场以沪深300指数为基准；港股市场以恒生指数为基准；美股市场以标普500或纳斯达克综合指数为基准。

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。



行业评级与免责声明

免责声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。

