

中性

——维持

日期：2019年02月27日

行业：基础化工



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC证书编号：S0870518070001

证券研究报告/行业研究/行业专题报告

板块商誉集中度高，减值风险可控

■ 主要观点

基础化工板块商誉高速增长，增量集中度较大

从基础化工板块来看，近年商誉呈现大幅增加态势，2015年板块商誉为154.51亿元，2018年三季度末上升至638.56亿元，提升了三倍有余。商誉提升主要来自于诚志股份、蓝帆医疗、中化国际、龙蟒佰利、安道麦A等企业。

板块商誉集中度较高，风险略有提升但仍可控

基础化工板块商誉总额排名靠前的企业为诚志股份、蓝帆医疗、中化国际、龙蟒佰利、安道麦A、上海家化、华峰超纤、雅克科技、国瓷材料等。从商誉集中度来看，基础化工板块商誉集中度较高，CR10达到了56.61%，CR20达到了71.95%。

从商誉与净利润和净资产的比值来看，2017年商誉/净利润仍在1.07，显著高于2015年的0.56。商誉/净资产也呈现上升趋势，2015年为0.07，2018年Q3季度达到0.09。

商誉减值总额较低，减值企业集中度较高

根据wind数据统计，基础化工板块累计出现17.29亿元商誉减值，其中*ST东南、雅化集团、兴发集团、赞宇科技、同德化工等近三年累计商誉减值数额居前。

从商誉减值集中度来看，有16%的化工企业近三年出现过商誉减值计提，其中CR5商誉减值占53.77%，CR10商誉减值占70.02%。从商誉总额来看，近三年出现商誉减值的CR5企业商誉总额占2.92%，CR10企业占12.37%。

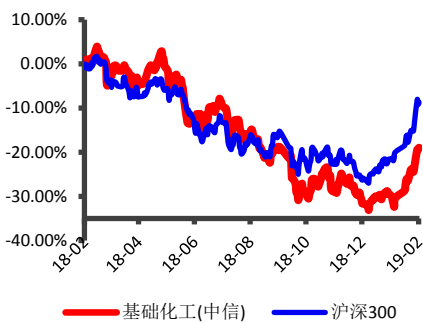
投资建议

尽管基础化工板块商誉增速较快，但商誉集中度相对较高，近三年出现的商誉减值集中度也较高，并且出现商誉减值的企业商誉总额占比较低，因此，商誉减值的板块性风险较低。加之基础化工行业整体处于景气期，企业盈利能力较好，并购标的多为大行业内标的，因此，商誉减值风险也会偏低。

风险提示

原油价格出现大幅波动；下游需求不振；化工企业重大安全事故及环保事故；政策出现变动；系统性风险

近12个月行业指数与沪深300比较
(截止至2019年2月26日)



报告编号：HLX19-HG-02

相关报告：

目 录

一、板块商誉增长较快，增量集中度高.....	3
二、板块商誉集中度高，减值风险可控.....	4
2.1 板块集中度高，商誉/净资产略有提升.....	4
2.2 减值数额较小且集中度高，风险相对可控.....	6
三、总结.....	7
四、风险提示.....	8

图 表

图 1 2015-2018Q3 基础化工板块商誉示意图.....	3
图 2 基础化工板块商誉增长较大企业示意图.....	3
图 3 2015-2018Q3 基础化工板块商誉/净利润示意图.....	4
图 4 2015-2018Q3 基础化工板块商誉/净资产示意图.....	4
图 5 基础化工板块商誉总额前五示意图.....	5
表 1 基础化工板块商誉总额前五企业数据示意图.....	5
表 2 基础化工板块近三年商誉减值前五企业数据示意图..	6

一、板块商誉增长较快，增量集中度高

证监会 2018 年 11 月 16 日发布《会计监管风险提示第 8 号——商誉减值》文件，文件指出公司应当在资产负债表日判断是否存在可能发生资产减值的迹象，对企业合并所形成的商誉，公司应当至少在每年年度终了进行减值测试。不论是否存在减值迹象，都应当至少在每年年度终了进行减值测试。公司应结合可获取的内部与外部信息，合理判断并识别商誉减值迹象。

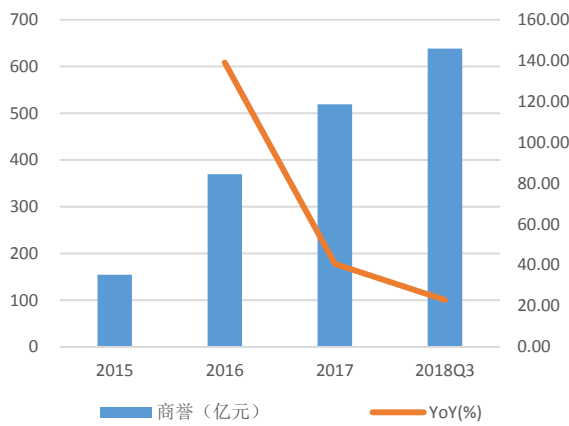
文件提出了对于减值迹象的判断依据，包括但不限于（1）现金流或经营利润持续恶化或明显低于形成商誉时的预期，特别是被收购方未实现承诺的业绩；（2）所处行业产能过剩，相关产业政策、产品与服务的市场状况或市场竞争程度发生明显不利变化；（3）相关业务技术壁垒较低或技术快速进步，产品与服务易被模仿或已升级换代，盈利现状难以维持；（4）核心团队发生明显不利变化，且短期内难以恢复；（5）与特定行政许可、特许经营资格、特定合同项目等资质存在密切关联的商誉，相关资质的市场惯例已发生变化，如放开经营资质的行政许可、特许经营或特定合同到期无法接续等；（6）客观环境的变化导致市场投资报酬率在当期已经明显提高，且没有证据表明短期内会下降；（7）经营所处国家或地区的风险突出，如面临外汇管制、恶性通货膨胀、宏观经济恶化等。

因此，商誉对于外延并购体量较大的企业而言将具有一定的风险，尤其是在业绩不及预期的情况下，商誉减值将对企业利润带来影响。

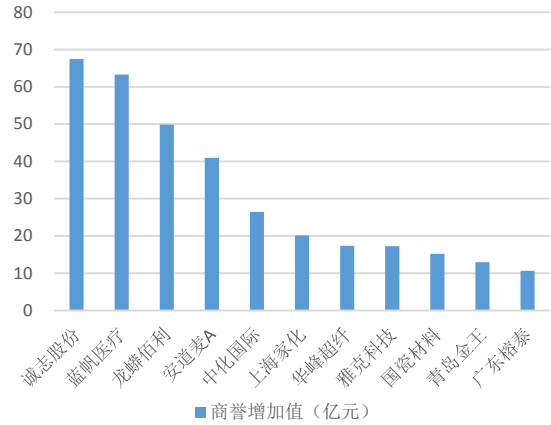
从基础化工板块来看，近年商誉呈现大幅增加态势，2015 年板块商誉为 154.51 亿元，2018 年三季度末上升至 638.56 亿元，提升了三倍有余。商誉提升主要来自于诚志股份、蓝帆医疗、中化国际、龙蟒佰利、安道麦 A 等企业，其中，诚志股份、蓝帆医疗商誉增加均超过 60 亿元，中化国际、龙蟒佰利、安道麦 A、上海家化商誉增加超过 20 亿元，华峰超纤、雅克科技、国瓷材料、青岛金王、广东榕泰商誉增加超过 10 亿元，这 11 家企业商誉增量占商誉总额的 53% 左右，其余企业商誉变化相对较小。

图 1 2015-2018Q3 基础化工板块商誉示意图

图 2 基础化工板块商誉增长较大企业示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所



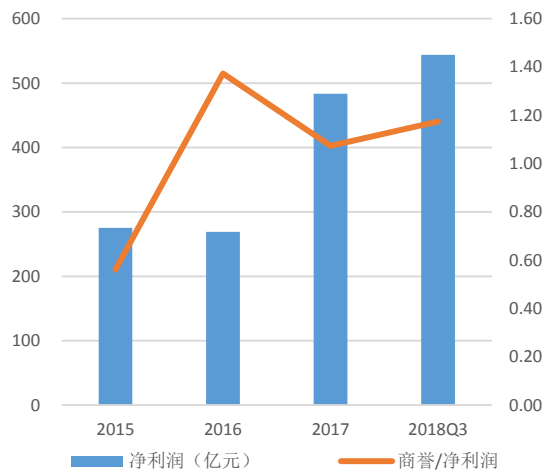
数据来源: Wind 上海证券研究所

从净利润来看, 行业净利润 17 年起利润出现大增, 16 年利润低点为 268.99 亿元, 17 年为 483.61 亿元, 2018 年前三季度为 543.81 亿元。但由于商誉增长较快, 2017 年商誉/净利润仍在 1.07, 显著高于 2015 年的 0.56。

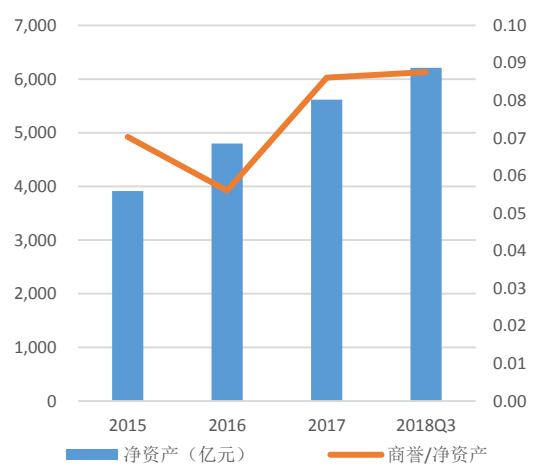
从净资产来看, 行业净资产呈现逐步提升趋势, 2015 年为 3913.12 亿元, 2018 年 Q3 季度已达到 6209.82 亿元。商誉/净资产也呈现上升趋势, 2015 年为 0.07, 2018 年 Q3 季度达到 0.09。

图 3 2015-2018Q3 基础化工板块商誉/净利润示意图

图 4 2015-2018Q3 基础化工板块商誉/净资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、板块商誉集中度高, 减值风险可控

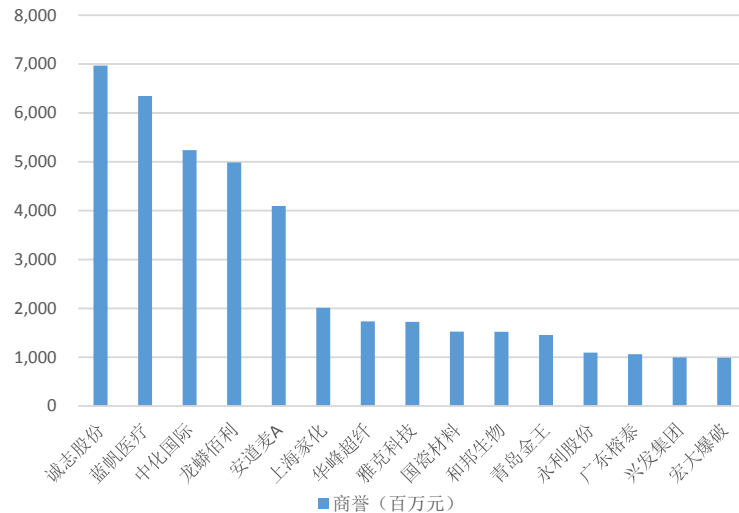
2.1 板块集中度高, 商誉/净资产略有提升

基础化工板块商誉总额排名靠前的企业为诚志股份 (69.70 亿元)、蓝帆医疗 (63.45 亿元)、中化国际 (52.39 亿元)、龙蟒佰利 (49.86 亿元)、安道麦 A (40.95 亿元)、上海家化 (20.11 亿元)、华峰超纤 (17.33 亿元)、雅克科技 (17.23 亿元)、国瓷材料 (15.24

亿元)、和邦生物(15.22 亿元)、青岛金王(14.56 亿元)、永利股份(10.96 亿元)、广东榕泰(10.62 亿元)、兴发集团(9.97 亿元)、宏大爆破(9.91 亿元)等。其中,蓝帆医疗、雅克科技均为 2018 年商誉增量较大,并购完成节点在 2018 年。

从商誉集中度来看,基础化工板块商誉集中度较高,CR10 达到了 56.61%,CR20 达到了 71.95%,因此,板块性风险不大,集中关注商誉额较大的企业业绩情况即可。

图 5 基础化工板块商誉总额前五示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

从商誉/净利润数值来看,截止 2018 年 Q3 季度,商誉总额前十五大企业的商誉/净利润均超过行业均值(1.17),其中蓝帆医疗(23.81)、雅克科技(14.23)、诚志股份(10.84)均超过 10。

从商誉/净资产来看,截止 2018 年 Q3 季度,商誉总额前十五大企业的商誉/净资产均超过行业均值(0.09),其中蓝帆医疗(0.83)、国瓷材料(0.46)、青岛金王(0.43)、诚志股份(0.42)、雅克科技(0.40)均超过 0.4。

表 1 基础化工板块商誉总额前五企业数据示意图

企业	商誉 (亿元)				商誉/ 净利润	商誉/ 净资产
	2015A	2016A	2017A	2018Q3		
诚志股份	2.20	69.84	69.70	69.70	10.84	0.42
蓝帆医疗	0.14	0.18	0.18	63.45	23.81	0.83
中化国际	25.95	44.47	42.54	52.39	3.00	0.22
龙蟒佰利	0.00	48.82	49.86	49.86	2.48	0.35
安道麦 A	0.00	0.00	38.90	40.95	1.61	0.18
上海家化	0.00	0.00	19.61	20.11	4.43	0.35

华峰超纤	0.00	0.00	17.33	17.33	6.14	0.34
雅克科技	0.00	1.26	1.26	17.23	14.23	0.40
国瓷材料	0.05	0.05	7.06	15.24	3.71	0.46
和邦生物	15.22	15.22	15.22	15.22	3.65	0.13
青岛金王	1.63	6.65	14.56	14.56	7.66	0.43
永利股份	3.25	10.60	10.59	10.96	2.98	0.35
广东榕泰	0.00	10.62	10.62	10.62	8.53	0.34
兴发集团	7.90	7.48	7.48	9.97	1.33	0.11
宏大爆破	2.30	8.84	10.75	9.91	5.28	0.30

数据来源: wind, 上海证券研究所

2.2 减值数额较小且集中度高, 风险相对可控

根据 wind 数据统计, 基础化工板块累计出现 17.29 亿元商誉减值, 其中*ST 东南、雅化集团、兴发集团、赞宇科技、同德化工、双星新材、中化国际、江南化工、盐湖股份、金发科技、普利特、富邦股份、亚邦股份、诚志股份、天晟新材位列近三年商誉减值前 15 名。其中诚志股份 17 年计提商誉减值 4553 万元, 仍有 69.70 亿元商誉; 中化国际 16 和 17 年累计计提商誉减值 5735 万元, 18 年商誉总额有所增加, 仍有 52.39 亿元商誉; 雅化集团 15-17 年累计计提商誉减值 1.78 亿元, 18 年前三季度仍有计提, 截止三季度末有 4.64 亿元商誉。

从商誉减值集中度来看, 有 16% 的化工企业近三年出现过商誉减值计提, 其中 CR5 商誉减值占 53.77%, CR10 商誉减值占 70.02%。出现过商誉减值计提的企业截止 2018 年 Q3 季度末商誉总额占行业商誉总额的 52.84%, 其中商誉减值 CR5 企业占 2.92%, CR10 企业占 12.37%, 因此, 减值风险较高的企业现有商誉总额占比不高。

表 2 基础化工板块近三年商誉减值前十五企业数据示意图

企业	商誉减值 (百万元)			2018Q3 商誉 (百万元)	近三年商誉减值 (百万元)
	2015A	2016A	2017A		
*ST 东南			432.30	58.78	432.30
雅化集团	40.06	98.81	39.07	463.70	177.93
兴发集团	89.01	41.49		997.15	130.50
赞宇科技		14.00	88.00	355.58	102.00
同德化工	29.75	32.50	24.60	54.54	86.85

双星新材			64.90	20.00	64.90
中化国际		9.73	47.62	5239.35	57.35
江南化工	26.81	8.09	19.66	947.87	54.56
盐湖股份		52.74		3.93	52.74
金发科技	25.86	4.93	20.53	47.94	51.32
普利特		48.91		326.81	48.91
富邦股份			46.71	486.53	46.71
亚邦股份			46.41	234.75	46.41
诚志股份			45.53	6969.78	45.53
天晟新材			33.56	295.18	33.56

数据来源: wind, 上海证券研究所

三、总结

从基础化工板块来看,近年商誉呈现大幅增加态势,2015年板块商誉为154.51亿元,2018年三季度末上升至638.56亿元,提升了三倍有余。商誉提升主要来自于诚志股份、蓝帆医疗、中化国际、龙蟒佰利、安道麦A等企业。从商誉集中度来看,基础化工板块商誉集中度较高,CR10达到了56.61%,CR20达到了71.95%。

从商誉与净利润和净资产的比值来看,2017年商誉/净利润仍在1.07,显著高于2015年的0.56。商誉/净资产也呈现上升趋势,2015年为0.07,2018年Q3季度达到0.09。

根据wind数据统计,基础化工板块累计出现17.29亿元商誉减值,其中*ST东南、雅化集团、兴发集团、赞宇科技、同德化工等近三年累计商誉减值数额居前。

从商誉减值集中度来看,有16%的化工企业近三年出现过商誉减值计提,其中CR5商誉减值占53.77%,CR10商誉减值占70.02%。从商誉总额来看,近三年出现商誉减值的CR5企业商誉总额占2.92%,CR10企业占12.37%。

综上所述,基础化工板块商誉集中度相对较高,近三年出现的商誉减值集中度也较高,并且出现商誉减值的企业商誉总额占比较低,因此,商誉减值的板块性风险较低。加之基础化工行业整体处于景气期,企业盈利能力较好,并购标的多为大行业内标的,因此,商誉减值风险也会偏低。

四、风险提示

原油价格出现大幅波动；下游需求不振；化工企业重大安全事故及环保督查影响；新材料领域相关政策变动；系统性风险。

分析师承诺

洪麟翔

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会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沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

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沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

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。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。