

中性

——维持

日期：2019年05月28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

龙头扩产供给增加，业绩高点已过

—基础化工行业 2018 年年报及 19 年一季报总结

■ 主要观点

行业营收增速放缓，利润出现下滑

我们选取了172家2010年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业172家企业单季度营业收入之和自2016年Q2季度起呈现同比上升趋势，并且在2017年Q1季度达到增速峰值后增速呈现下滑趋势，2018年Q4季度一度降至10%以下，19年Q1季度增速略有回升，提升至11.59%；从归母净利润情况来看，2017年Q1季度增速达到170%之后逐步下滑，2018年Q4季度增速变负值，19年Q1季度尽管降幅收窄，但仍有22%的降幅。基础化工行业整体进入景气后期后增长乏力，尽管环保趋严能够剔除一些落后及小产能，但龙头企业扩产仍然会导致行业供给出现恶化，我们预计未来行业整体波动将以油价中枢为指导，平稳期表现将会与行业内补库存、去库存小周期较为一致，若油价下跌，将有整体价格中枢下移可能。

负债率处于历史低位，龙头扩产有序进行

据 Wind 数据显示，2014年之后负债率出现下降，2017年降至49.50%，为近年来低位，随着企业扩产启动，18年负债率有所提升。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格提升影响，库存水平自16年起也逐步提升，但18年多数化工品价格高位回落，而库存仍在持续提升，行业供需格局一定程度上出现恶化，加速了去库存周期的到来。

据 Wind 数据显示，基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势，尤其是2018年出现了较大提升，随着环保督查持续深入，规模优势显现，龙头企业逐步扩产补充清退产能空缺。尽管销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值逐步下降，但仍高于100%。

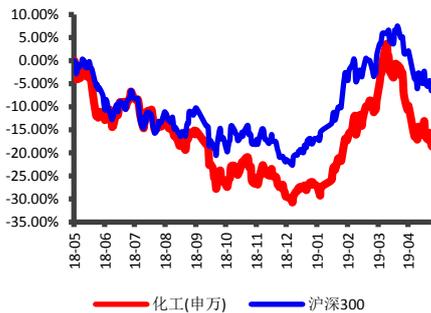
民爆、粘胶、日化保持增长，多数子行业利润下行

细分子行业来看，营业收入方面，民爆、氯碱、钾肥、磷化工、涤纶、锦纶等子行业19年Q1增速较好，复合肥、塑料制品、氟化工有所下滑；归母净利润方面，民爆、粘胶、树脂、印染、锦纶等子行业同比涨幅较大，农药、氮肥、复合肥、纯碱、氟化工、聚氨酯、塑料制品等子行业出现下滑。多数子行业在18年下半年或19年Q1出现业绩下滑，尤其是净利润的下滑速度更大，企业库存没有随着产品价格下滑而降低，库存周转率下滑趋势显现，仅有氯碱等进入景气期较早的企业相对较好。

景气后期价格下滑，关注进口替代及消费子行业

我们认为周期品行业进入景气后期，龙头企业扩产已经进行，环保督查的第一阶段边际改善效应已经过去，供给紧张格局已经得到修

近12个月行业指数与沪深300比较
(截止至2019年5月24日)



报告编号：HLX19-HG-05

相关报告：

复，产品高价难以为继。目前产品价格已经回落，下游需求相对稳定的时候，产品第一阶段底部已经确认。如果受外围因素导致需求短期下滑，叠加油价下滑风险，多数产品价格或将出现新的下行空间。建议关注中高端进口替代化学制品子行业（胶粘剂、高端试剂等）及深耕国内消费市场子行业（磷肥、日化等）。

■ 风险提示

1. 原油价格出现大幅波动
2. 下游需求不振
3. 化工企业重大安全事故及环保事故

目 录

一、基础化工行业整体概况	6
1.1 行业景气顶点已过，净利润同比出现下滑	6
1.2 企业负债率处低位，行业库存持续提升	6
1.3 行业龙头逐步扩产，现金流略有下滑	7
二、子行业情况	7
2.1 民爆、粘胶、日化仍有增长，多数子行业利润下滑	7
2.2 氮肥：供给收缩推动景气延续，库存负债率持续改善	8
2.3 农药：企业扩产供给增加，产品降价利润下滑	10
2.4 涤纶：龙头扩产加速，静待产能释放期	12
2.5 聚氨酯：供给短缺期已过，利润出现下降	14
2.6 氯碱：行业景气延续，利润水平稳中有降	16
2.7 印染化学品：行业盈利维持高位，库存相对稳定	18
2.8 日化：行业稳定增长，现金流水平较好	20
三、总结	22
四、风险提示	23

图

图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图	6
图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图	6
图 3 历年基础化工行业资产负债率示意图	7
图 4 历年基础化工行业库存示意图	7
图 5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和示意图	7
图 6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收	7
图 7 近两季度基础化工子行业营收 YoY	8
图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY	8
图 9 氮肥子行业历年营收及 YoY 示意图	8
图 10 氮肥子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	8
图 11 氮肥子行业历年存货及存货周转率示意图	9
图 12 氮肥子行业历年资产负债率示意图	9
图 13 氮肥子行业历年在建工程及固定资产示意图	9
图 14 氮肥子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	10
图 15 氮肥子行业历年现金流示意图	10
图 16 农药子行业历年营收及 YoY 示意图	10
图 17 农药子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	10
图 18 农药子行业历年存货及存货周转率示意图	11
图 19 农药子行业历年资产负债率示意图	11
图 20 农药子行业历年在建工程及固定资产示意图	11
图 21 农药子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	12
图 22 农药子行业历年现金流示意图	12
图 23 涤纶子行业历年营收及 YoY 示意图	12
图 24 涤纶子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	12
图 25 涤纶子行业历年存货及存货周转率示意图	13
图 26 涤纶子行业历年资产负债率示意图	13
图 27 涤纶子行业历年在建工程及固定资产示意图	13
图 28 涤纶子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	14
图 29 涤纶子行业历年现金流示意图	14
图 30 聚氨酯子行业历年营收及 YoY 示意图	14
图 31 聚氨酯子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	14
图 32 聚氨酯子行业历年存货及存货周转率示意图	15
图 33 聚氨酯子行业历年资产负债率示意图	15
图 34 聚氨酯子行业历年在建工程及固定资产示意图	15
图 35 聚氨酯子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	16
图 36 聚氨酯子行业历年现金流示意图	16
图 37 氯碱子行业历年营收及 YoY 示意图	16
图 38 氯碱子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	16
图 39 氯碱子行业历年存货及存货周转率示意图	17
图 40 氯碱子行业历年资产负债率示意图	17
图 41 氯碱子行业历年在建工程及固定资产示意图	17
图 42 氯碱子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	18
图 43 氯碱子行业历年现金流示意图	18

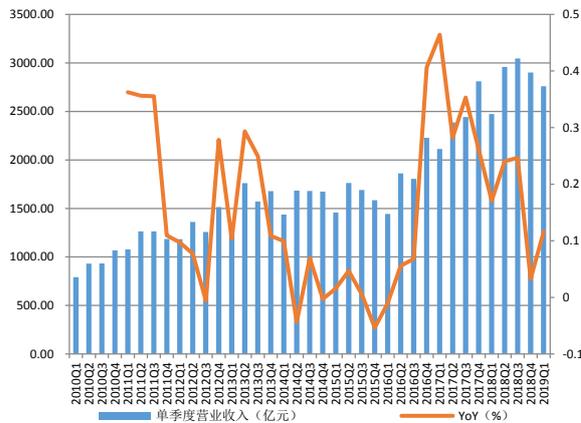
图 44 印染化学品子行业历年营收及 YoY 示意图.....	18
图 45 印染化学品子行业历年归母净利润及 YoY 示意图.....	18
图 46 印染化学品子行业历年存货及存货周转率示意图	19
图 47 印染化学品子行业历年资产负债率示意图	19
图 48 印染化学品子行业历年在建工程及固定资产示意图 ...	19
图 49 印染化学品子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	20
图 50 印染化学品子行业历年现金流示意图	20
图 51 日化子行业历年营收及 YoY 示意图.....	20
图 52 日化子行业历年归母净利润及 YoY 示意图.....	20
图 53 日化子行业历年存货及存货周转率示意图	21
图 54 日化子行业历年资产负债率示意图	21
图 55 日化子行业历年在建工程及固定资产示意图	21
图 56 日化子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	22
图 57 日化子行业历年现金流示意图	22

一、基础化工行业整体概况

1.1 行业景气顶点已过，净利润同比出现下滑

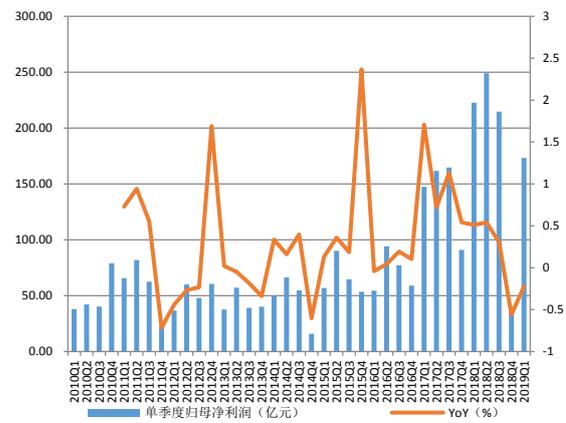
我们选取了 172 家 2010 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业 172 家企业单季度营业收入之和自 2016 年 Q2 季度起呈现同比上升趋势，并且在 2017 年 Q1 季度达到增速峰值（46.41%），之后增速呈现下滑趋势，2018 年 Q4 季度一度只有个位数增长，19 年 Q1 季度增速略有回升，提升至 11.59%；从归母净利润情况来看，2017 年 Q1 季度增速达到 170% 之后逐步下滑，2018 年 Q4 季度增速变负值，19 年 Q1 季度尽管降幅缩窄，但仍有 22% 的降幅。基础化工行业整体进入景气期后增长乏力，尽管环保趋严能够剔除一些落后及小产能，但龙头企业扩产仍然会导致行业供给出现恶化，我们预计未来行业整体波动将以油价中枢为指导，平稳期表现将会与行业内补库存、去库存小周期较为一致，若油价下跌，将有整体价格中枢下移可能。

图 1 历年基础化工企业总体营业收入示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

图 2 历年基础化工企业总体归母净利润示意图

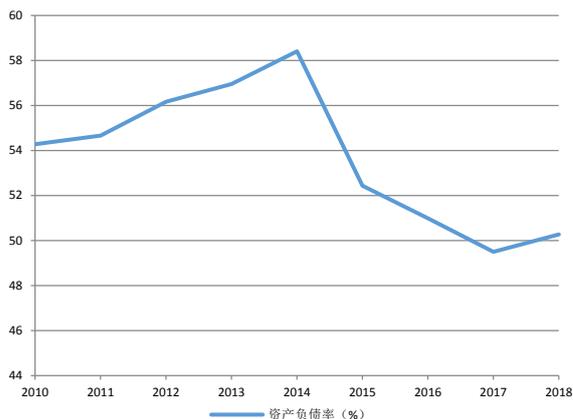


数据来源：Wind 上海证券研究所

1.2 企业负债率处低位，行业库存持续提升

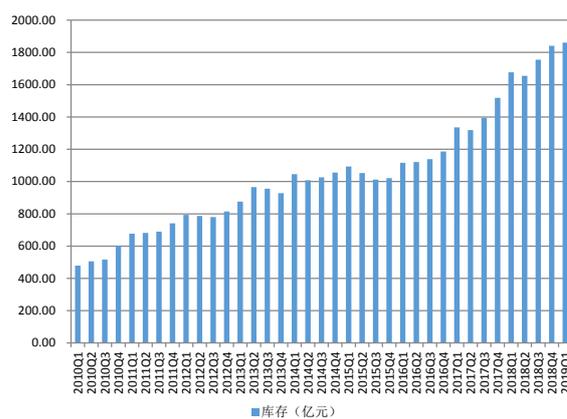
据 Wind 数据显示，2014 年之后负债率出现下降，2017 年降至 49.50%，为近年来低位，随着企业扩产启动，18 年负债率有所提升。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格提升影响，库存水平自 16 年起也逐步提升，但 18 年多数化工品价格高位回落，而库存仍在持续提升，行业供需格局一定程度上出现恶化，加速了去库存周期的到来。

图3 历年基础化工行业资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图4 历年基础化工行业库存示意图

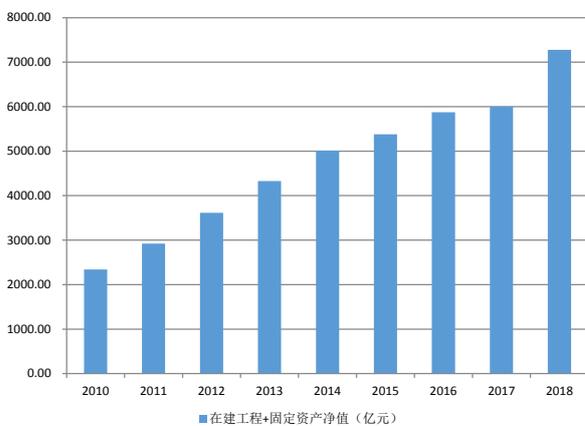


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 行业龙头逐步扩产，现金流略有下滑

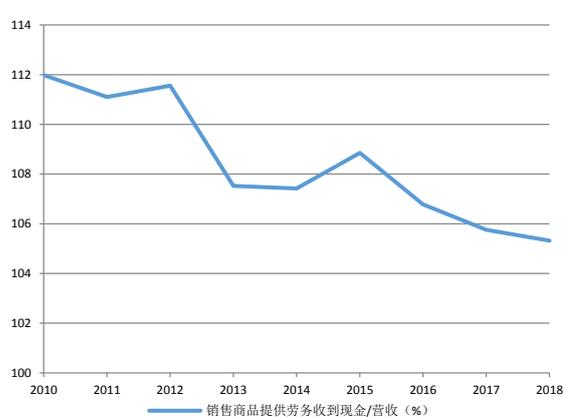
据 Wind 数据显示，基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势，尤其是 2018 年出现了较大提升，随着环保督查持续深入，规模优势显现，龙头企业逐步扩产补充清退产能空缺。尽管销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值逐步下降，但仍高于 100%。

图5 历年基础化工行业在建工程及固定资产之和示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图6 历年基础化工销售商品提供劳务收到现金/营收



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、子行业情况

2.1 民爆、粘胶、日化仍有增长，多数子行业利润下滑

我们选取了 2010 年至今数据齐全的 172 家基础化工上市公司，根据 wind 数据统计，营业收入方面，民爆、氯碱、钾肥、磷化工、涤纶、锦纶等子行业 19 年 Q1 增速较好，复合肥、塑料制品、氟化工有所下滑；归母净利润方面，民爆、粘胶、树脂、印染、锦纶等

子行业同比涨幅较大，农药、氮肥、复合肥、纯碱、氟化工、聚氨酯、塑料制品等子行业出现下滑。

图 7 近两季度基础化工子行业营收 YoY

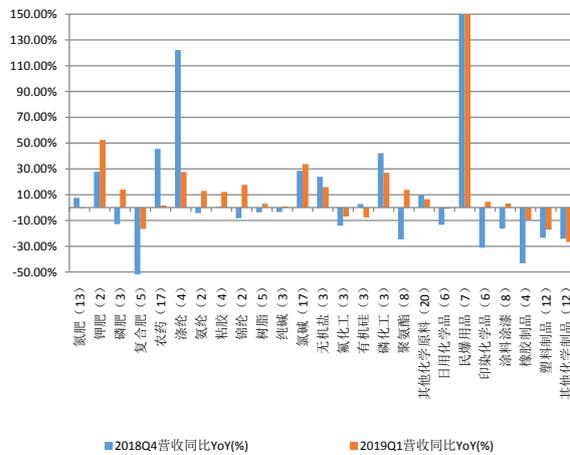
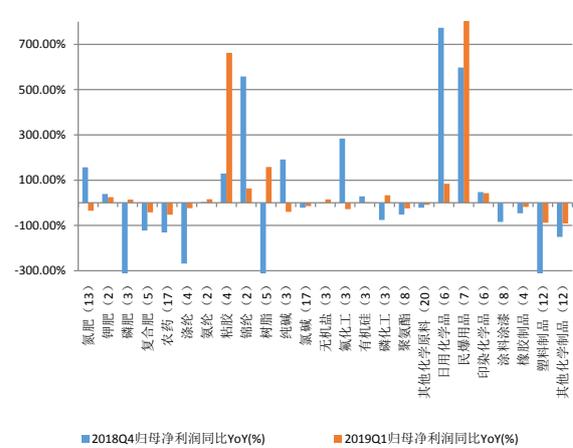


图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY



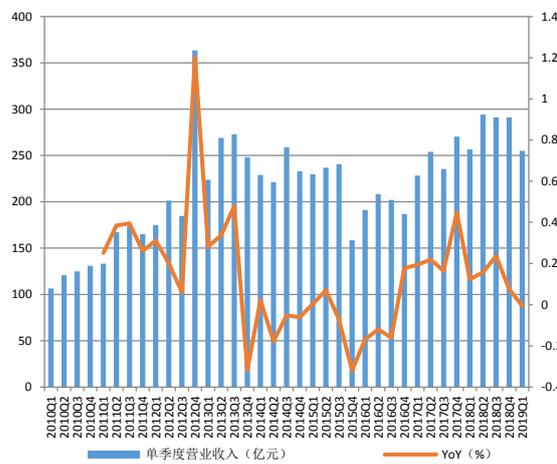
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.2 氮肥: 供给收缩推动景气延续, 库存负债率持续改善

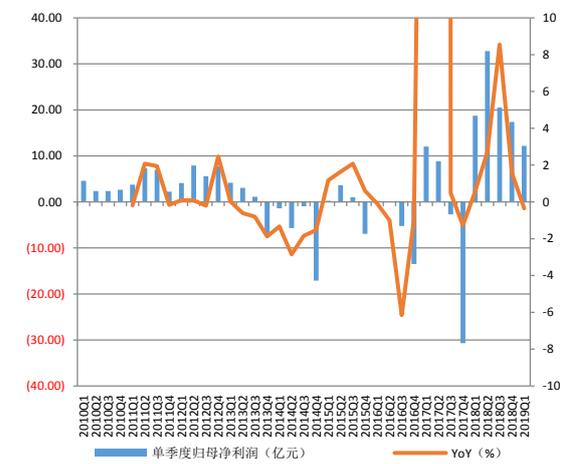
根据 wind 数据统计, 氮肥子行业营业收入自 2016 年四季度出现正增长, 结束了三年的停滞和衰退期, 但 19 年 Q1 季度出现同比下滑; 归母净利润 2018 年 Q1 季度起出现提升, 19 年 Q1 季度同样出现下滑。

图 9 氮肥子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

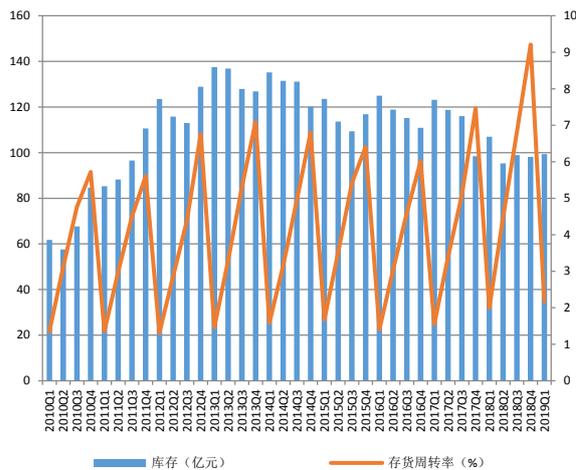
图 10 氮肥子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

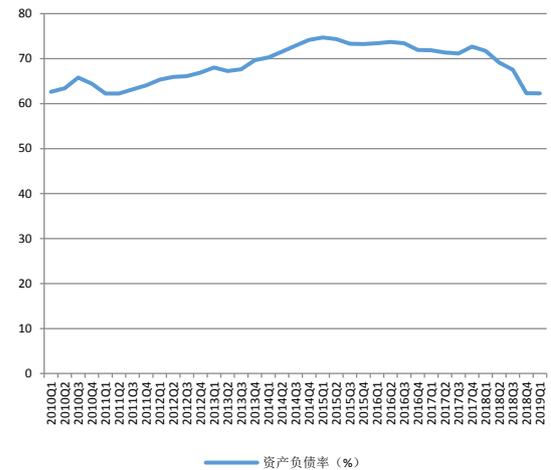
存货方面, 企业库存 18 年以来维持低位水平, 并且存货周转率从 2017 年起出现提升, 企业回款能力加强。资产负债率方面, 企业负债率从超过 70% 的高位出现回落, 19 年 Q1 降至 62.28%, 为近年来较低水平。

图 11 氮肥子行业历年存货及存货周转率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

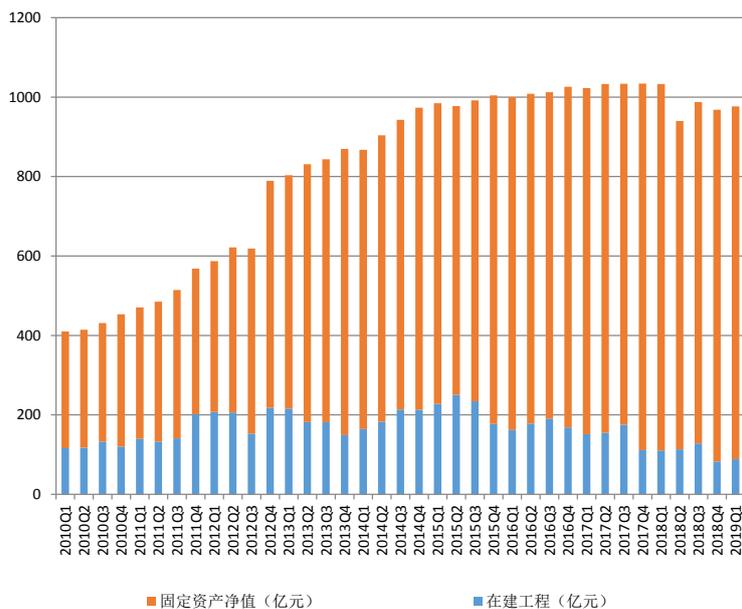
图 12 氮肥子行业历年资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，企业在建工程近年来呈现下滑趋势，固定资产净值和在建工程之和也下降了一个台阶，氮肥行业供给端优化明显，中小型不达标企业及部分大型企业产能持续退出。

图 13 氮肥子行业历年在建工程及固定资产示意图

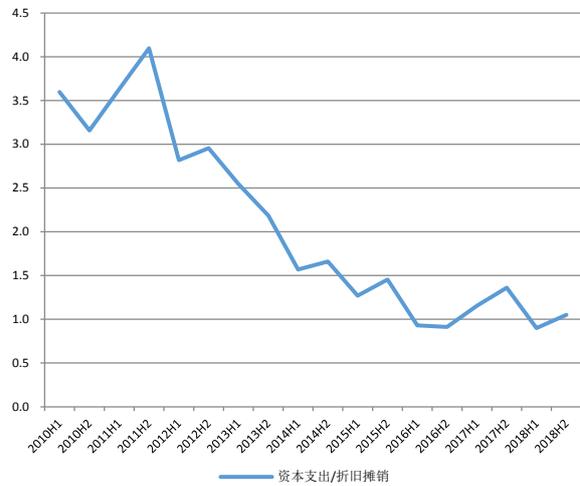


数据来源: Wind 上海证券研究所

资本支出方面，氮肥行业历年资本支出与折旧摊销的比值自 2011 年起持续下降，并在 16 年起进入了相对稳定的水平，龙头企业的扩产动力受行业不景气影响出现减弱，并且在盈利能力有所增强的时候仍然保持了谨慎的态度。行业内产能门槛低，市场充分竞争，利润水平低下，易受限产影响等因素推动了近年来行业内被动去产能进程，行业供需关系得到了改善，但整体而言附加值较低，行业内成本线层次不齐，控费能力强的龙头企业具有较大优势。现

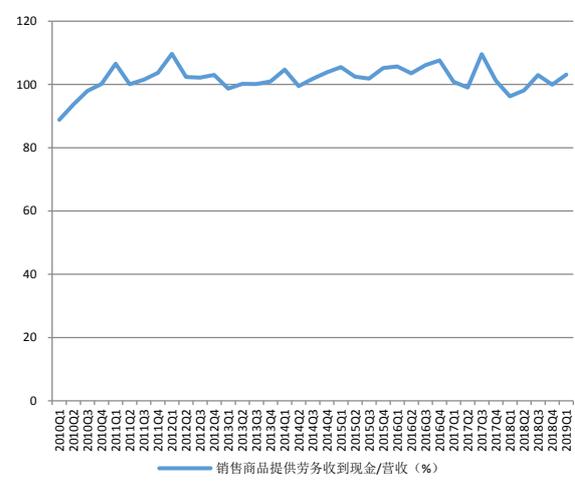
金流方面，氮肥行业销售商品、提供劳务收到的现金与营收的比值之前一直处于 100% 以上，距离消费端较为接近使其现金流状况相对较好。

图 14 氮肥子行业历年资本支出/折旧摊销示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 15 氮肥子行业历年现金流示意图

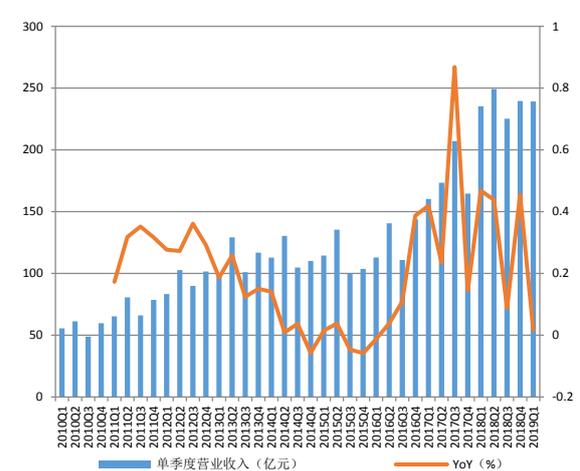


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 农药: 企业扩产供给增加, 产品降价利润下滑

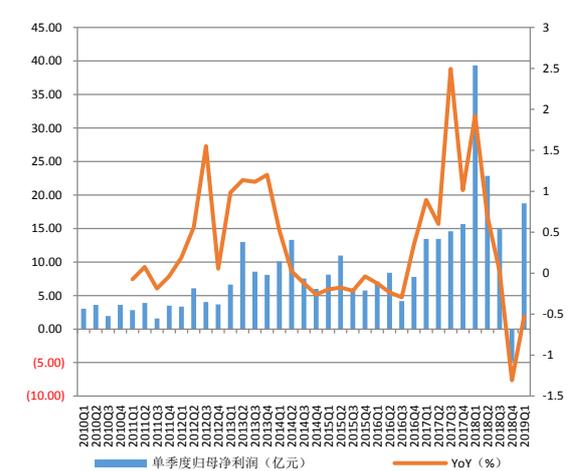
根据 wind 数据统计, 农药子行业营业收入自 2016 年二季度出现正增长, 但 19 年 Q1 季度已经降至 1.6%; 归母净利润从 2017 年 Q1 季度起出现提升, 但近两个季度均出现同比下滑, 并且多数农药品种价格出现回调。

图 16 农药子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 17 农药子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



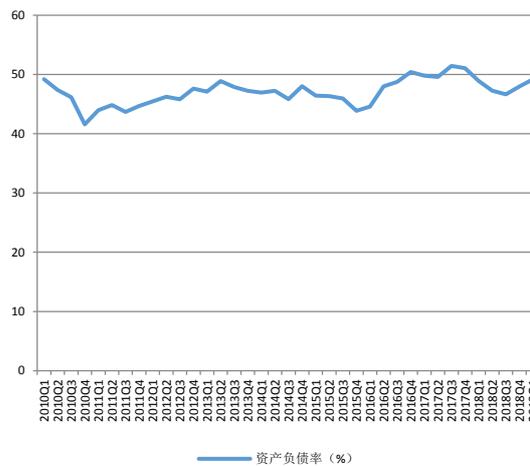
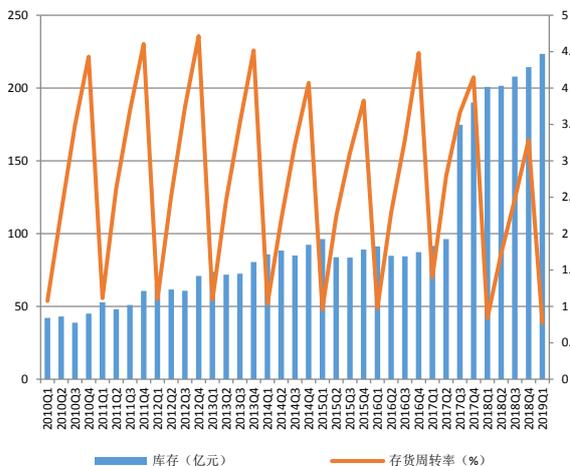
数据来源: Wind 上海证券研究所

存货方面, 企业库存 2017 年 Q3 季度起出现大幅提升, 主要是受产品提价、企业产能扩张等因素影响, 而 18 年以来部分农药产品价格回落, 库存水平仍然较高, 需求端受阻或将破坏供需结构, 导致价格持续低迷; 并且存货周转率也出现下滑, 资金运行效率受到一定影响。资产负债率方面, 企业负债率 18 年上半年出现小幅

回落后，再度提升至接近 50% 的状态，处于历史较高位置。

图 18 农药子行业历年存货及存货周转率示意图

图 19 农药子行业历年资产负债率示意图

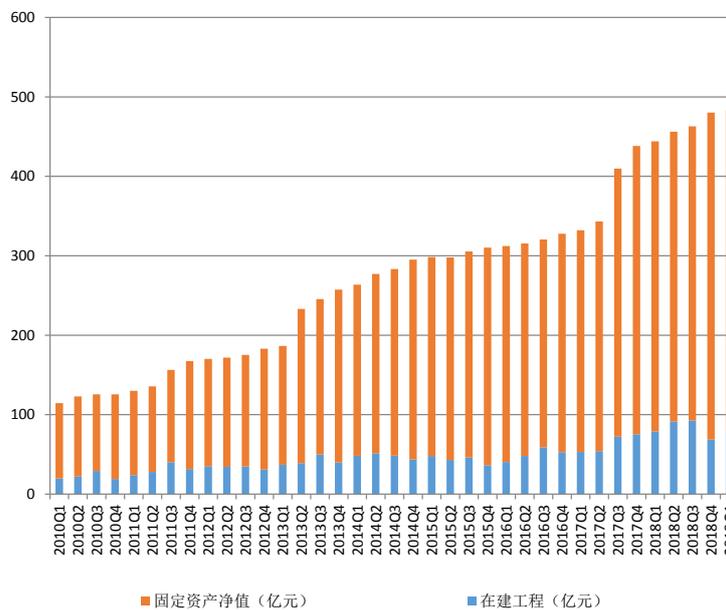


数据来源：Wind 上海证券研究所

数据来源：Wind 上海证券研究所

在建工程方面，企业在建工程自 2017 年 Q3 季度起出现持续提升，并在 18 年 Q3 创下新高，随着在建工程陆续投产，固定资产也随之出现提升，龙头企业扩产加速。包括草铵膦在内的多个品种均出现不同程度的过度扩张。

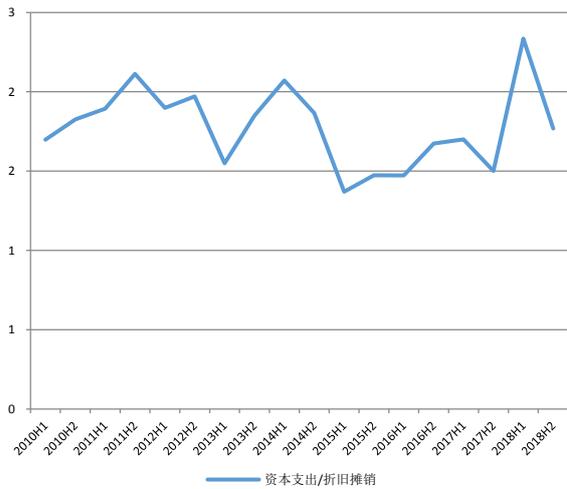
图 20 农药子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

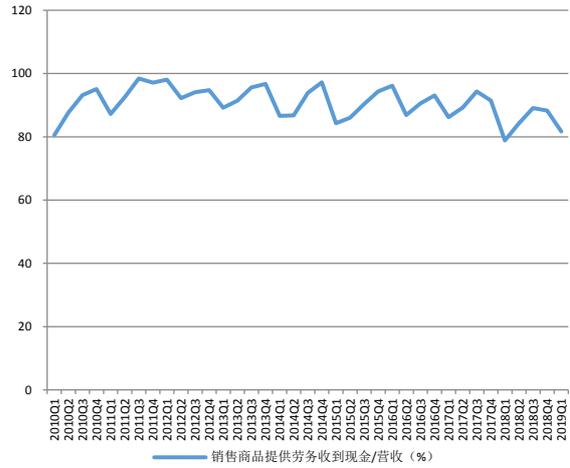
资本支出方面，农药行业资本支出与折旧摊销的比值从长周期看较为稳定，局部来看，2014 年至 2017 年年初经历了长期低迷，2018 年上半年大幅提升至历史高位，主要原因系近两年国内环保趋严，龙头企业享受红利进行扩产。现金流方面，农药行业销售商品、提供劳务收到的现金与营收的比值稳定在 80%-100% 之间，19 年 Q1 季度为近年来较低位置。

图 21 农药子行业历年资本支出/折旧摊销示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 22 农药子行业历年现金流示意图

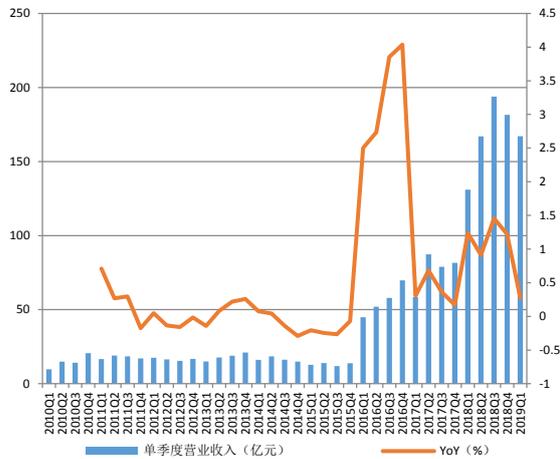


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4 涤纶: 龙头扩产加速, 静待产能释放期

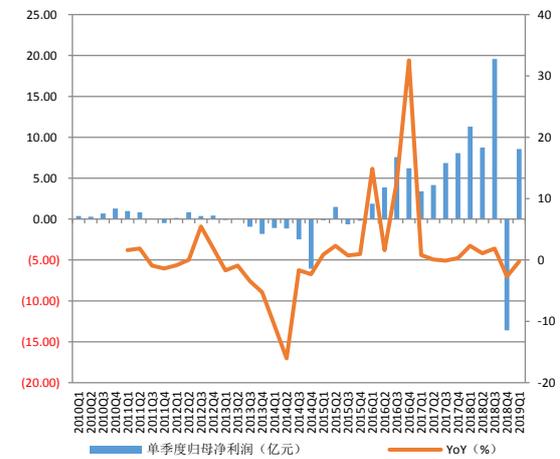
根据 wind 数据统计, 涤纶子行业营业收入自 2016 年 Q1 季度出现大幅增长, 营收水平进入新平台, 19 年 Q1 季度增速有所下滑; 归母净利润从 2017 年 Q1 季度起出现提升, 18 年 Q4 亏损后, 19 年 Q1 季度再度出现提升。

图 23 涤纶子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

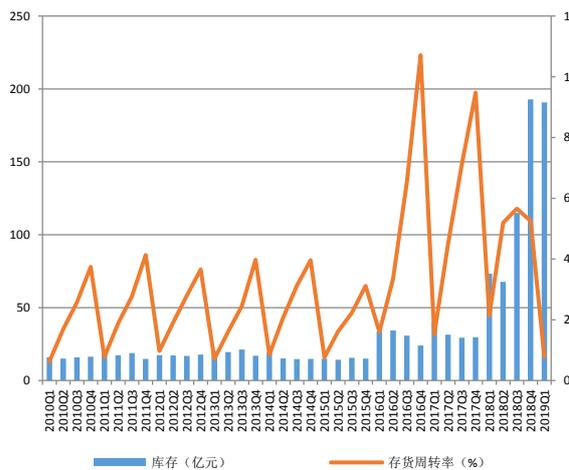
图 24 涤纶子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

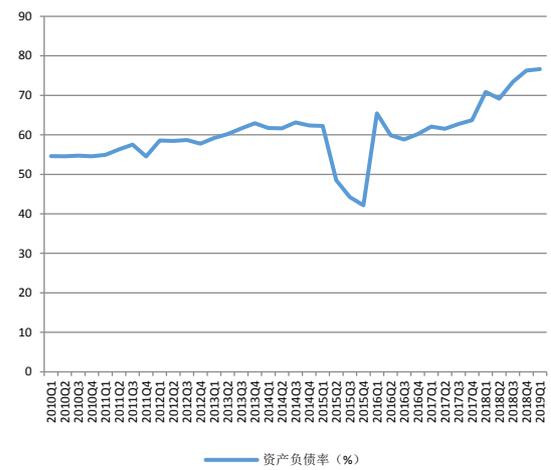
存货方面, 企业库存 2018 年 Q1 季度起出现大幅提升, 主要受产品提价及产能释放影响, 存货周转率高位回落, 处于平均水平。资产负债率方面, 企业负债率近年来持续提升, 2019 年 Q1 达到 76%, 仍处于历年较高位置。

图 25 涤纶子行业历年存货及存货周转率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

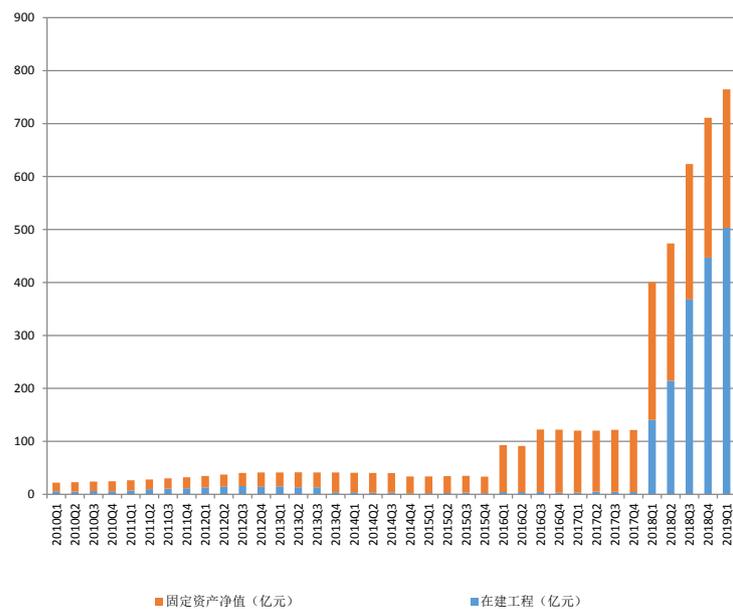
图 26 涤纶子行业历年资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面,企业在建工程自 2018 年 Q1 季度起出现大幅提升,创下历史新高,固定资产净值也有大幅提升,主要系恒力股份扩产加速所致。

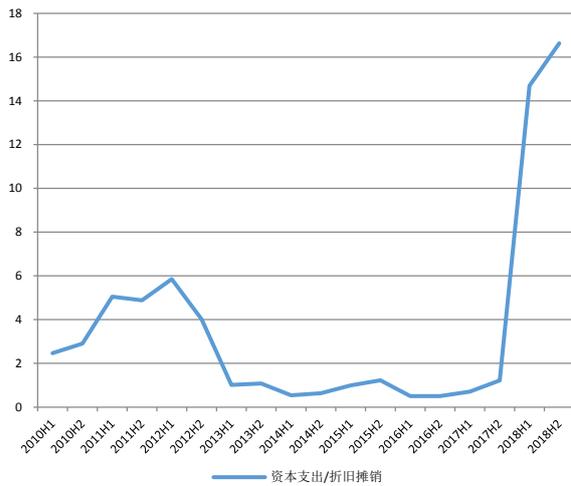
图 27 涤纶子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

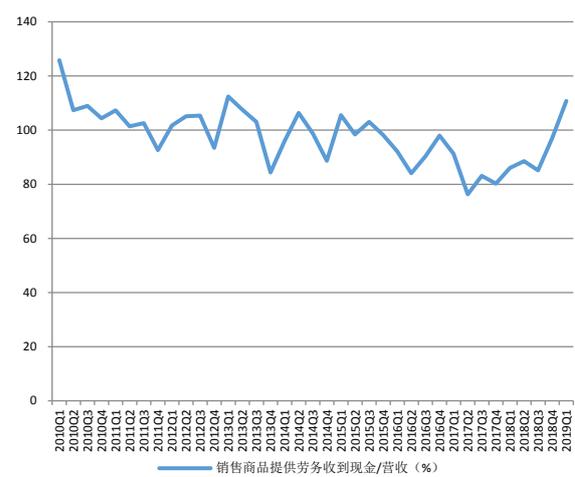
资本支出方面,涤纶行业资本支出与折旧摊销的比值 2018 年上半年急速提升至历史高位,系龙头扩产力度较大导致。现金流方面,涤纶行业销售商品、提供劳务收到的现金与营收的比值呈现下降趋势,2018 年 Q3 之后出现回升,提升至超过 100%,为历年较好水平。

图 28 涤纶子行业历年资本支出/折旧摊销示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 29 涤纶子行业历年现金流示意图

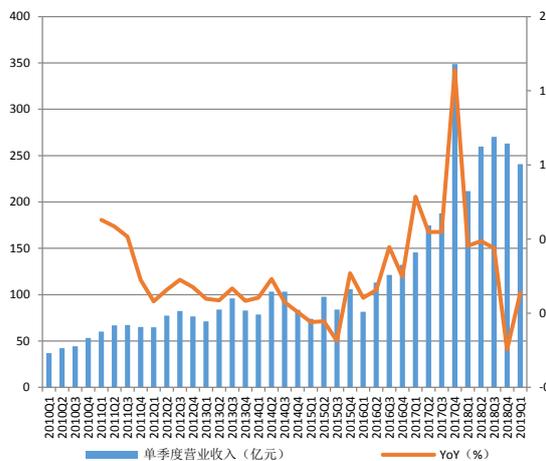


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.5 聚氨酯: 供给短缺期已过, 利润出现下降

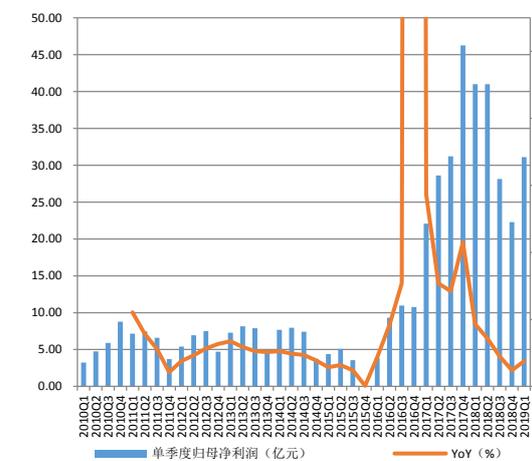
根据 wind 数据统计, 聚氨酯子行业营业收入自 2015 年 Q4 季度起出现较快增长, 18 年 Q4 负增长之后再度出现回暖; 归母净利润经历了高速增长之后出现同比及环比的回落, 19 年 Q1 季度环比出现回暖, 但同比仍有下滑。

图 30 聚氨酯子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 31 聚氨酯子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

存货方面, 企业库存 2017 年 Q4 季度起出现大幅提升, 主要是受产品提价及产能释放影响, 随着库存去化的持续进行, 近两个季度库存出现了降低; 存货周转率近年来处于下行通道, 但就 19 年 Q1 季度来看有企稳回升的趋势。资产负债率方面, 企业负债率自 2016 年起出现高位回落, 2018 年 Q2 季度降至 50% 左右, 之后再度提升, 19 年 Q1 超过 55%, 属于历史中高位。

图 32 聚氨酯子行业历年存货及存货周转率示意图

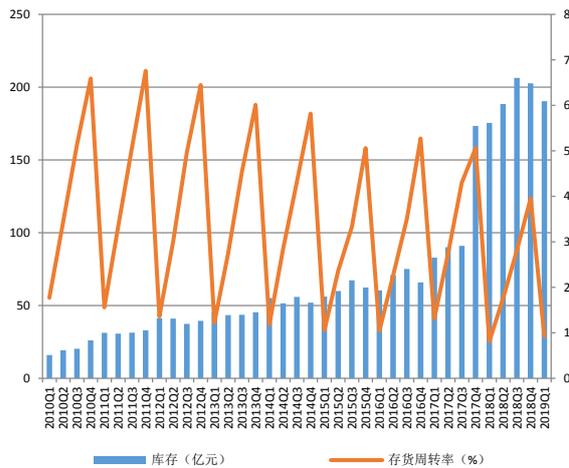
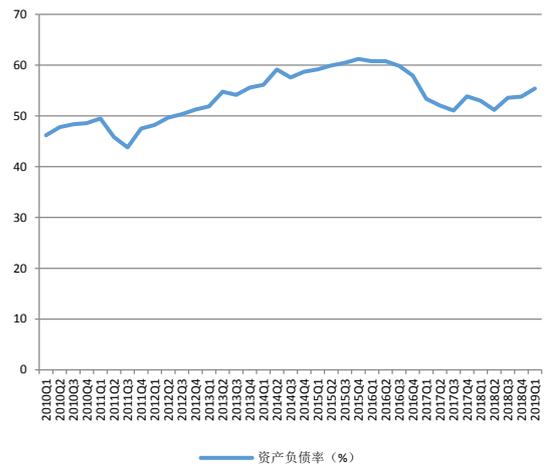


图 33 聚氨酯子行业历年资产负债率示意图

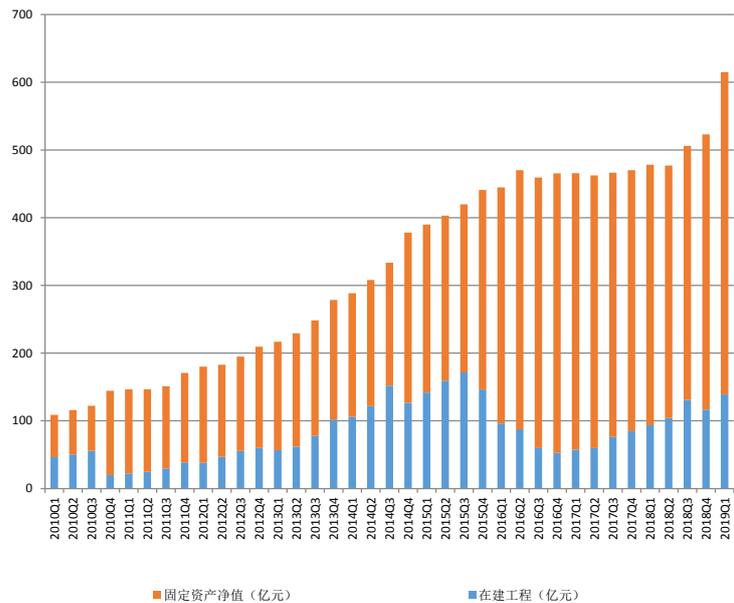


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，企业 在建工程自 2013-2015 年投资高峰期后，处于稳定下降趋势，2017 年 Q2 季度起再度回暖，在建工程+固定资产净值数据 2015 年之后处于平稳状态，19 年 Q1 季度大幅提升。

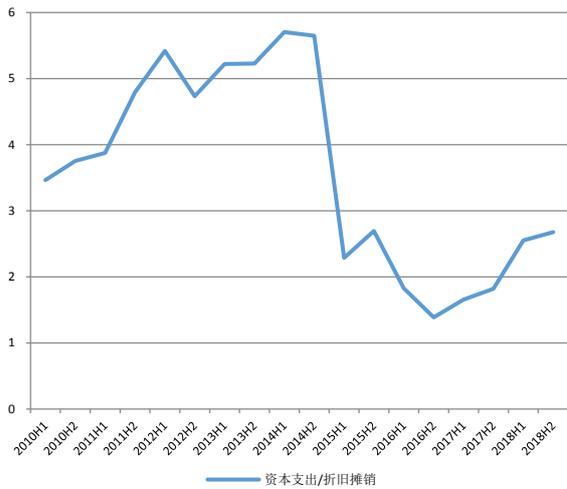
图 34 聚氨酯子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

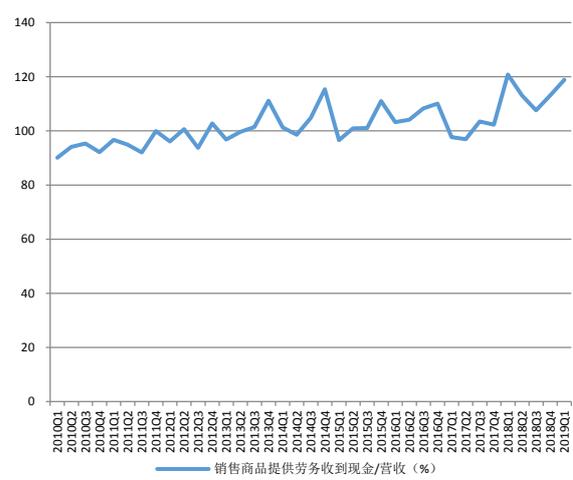
资本支出方面，聚氨酯行业资本支出与折旧摊销的比值 2017 年上半年出现连续回升，但仍低于 2014 年的投资高峰期。现金流方面，聚氨酯行业销售商品、提供劳务收到的现金与营收的比值稳定在 100% 以上，并且持续向好，处于历史高位。

图 35 聚氨酯子行业历年资本支出/折旧摊销示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 36 聚氨酯子行业历年现金流示意图

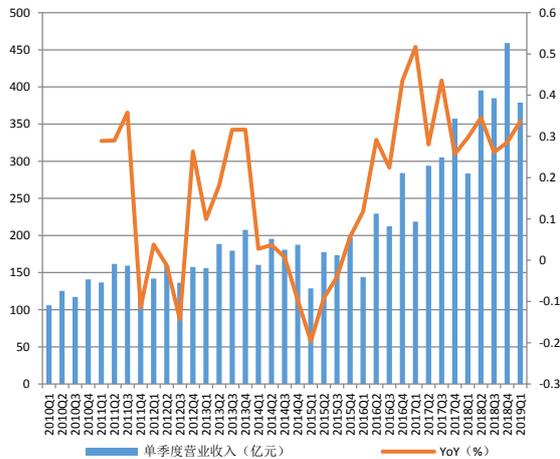


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.6 氯碱: 行业景气延续, 利润水平稳中有降

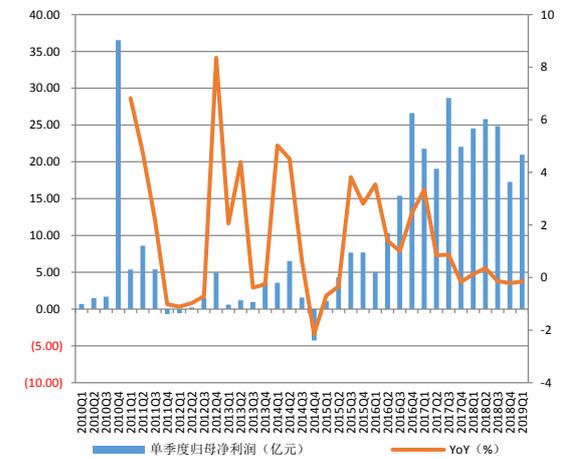
根据 wind 数据统计, 氯碱子行业营业收入自 2015 年 Q4 季度起出现增长, 且增速均高于 20%, 是近年来为数不多的龙头企业营收维持增长的子行业; 归母净利润尽管数值上了台阶, 但受原材料涨价影响, 后期增速较低, 甚至出现负增长。

图 37 氯碱子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

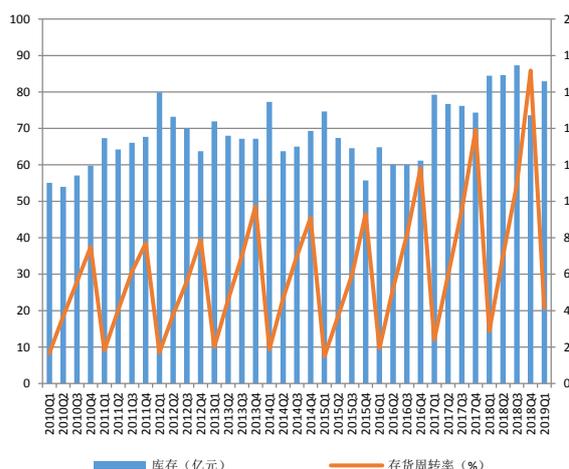
图 38 氯碱子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

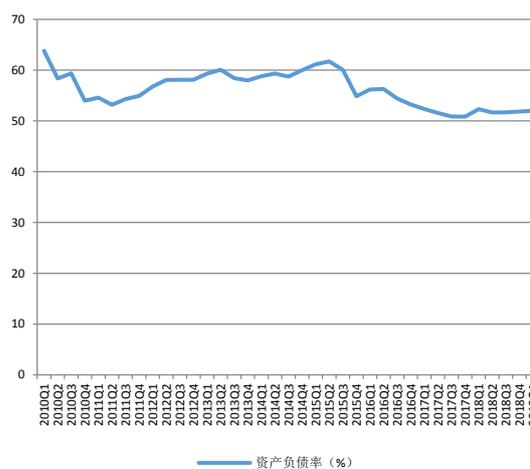
存货方面, 企业库存 2017 年 Q1 季度起略有提升, 2018 年 Q1 季度再度提升, 主要是受年内周期波动影响、产品价格提升及龙头企业产能提升所致, 整体而言产品库存水平维持相对较好位置。库存周转率近年来持续提升, 周转能力较好。资产负债率方面, 企业负债率自 2015 年起出现回落, 近年来均在 50% 左右, 为历史较低位。

图 39 氯碱子行业历年存货及存货周转率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

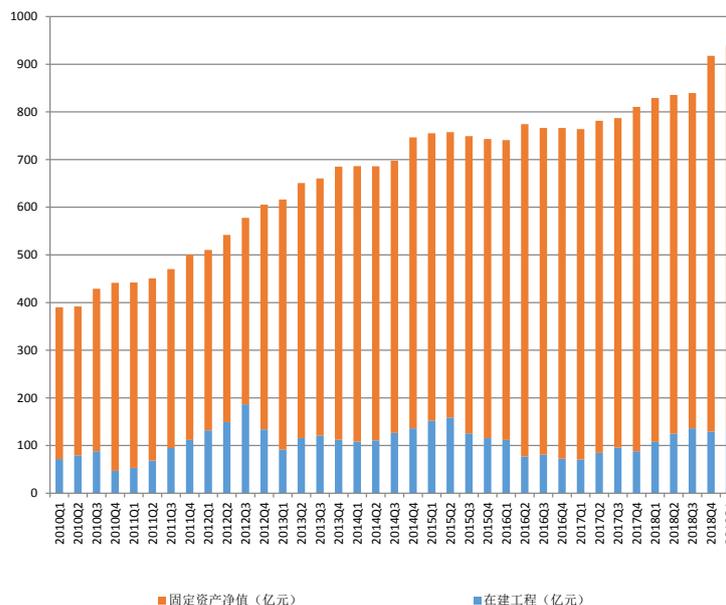
图 40 氯碱子行业历年资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，企业在建工程自 2015 年 Q2 季度后进入缓慢下降趋势，2017 年行业景气回暖后略有增加，但在建工程仍处于历史中位，在建工程+固定资产净值数据前期较为平稳，增长幅度较小，近两季度出现一定提升。

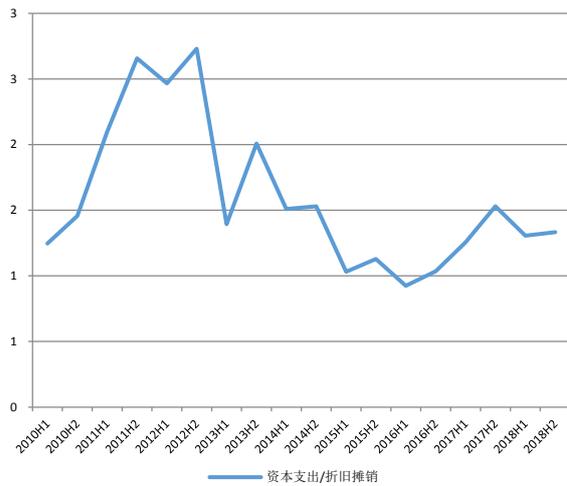
图 41 氯碱子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

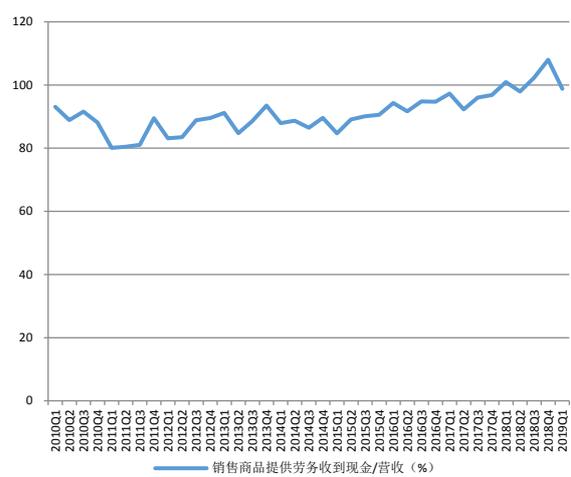
资本支出方面，氯碱行业资本支出与折旧摊销的比值 2016 年上半年出现回升，但 2018 年上半年起再度下滑，显著低于 2011、2012 年的投资高峰期。现金流方面，近年来氯碱行业销售商品、提供劳务收到的现金与营收的比值持续提升至超过 100%，19 年 Q1 略有下滑。

图 42 氯碱子行业历年资本支出/折旧摊销示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 43 氯碱子行业历年现金流示意图

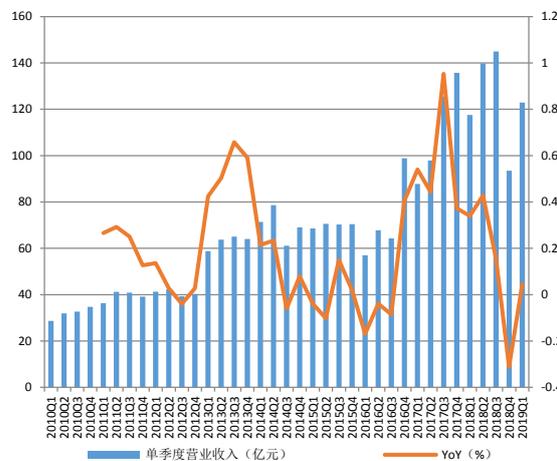


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.7 印染化学品: 行业盈利维持高位, 库存相对稳定

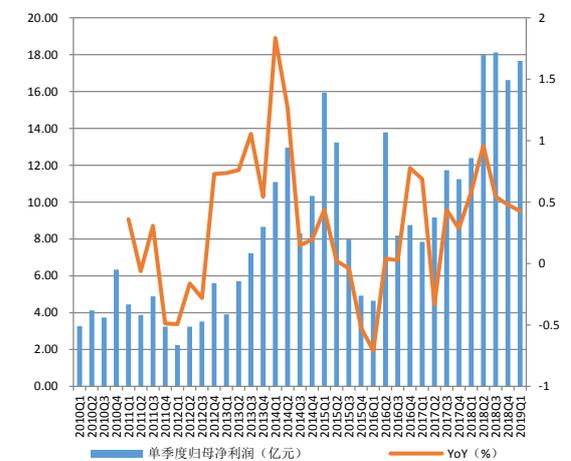
根据 wind 数据统计, 印染化学品子行业营业收入自 2016 年 Q4 季度起出现持续高增长, 18 年 Q4 有所下滑, 但 19 年 Q1 再度回升; 归母净利润 2016 年 Q3 季度后呈现高速增长, 下游对涨价产品接受程度提升所致。

图 44 印染化学品子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 45 印染化学品子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

存货方面, 企业库存 2016 年 Q1 季度起持续提升, 主要是受产品提价、库存品增加及龙盛地产业务影响, 但近几个季度产品同比涨价明显, 而库存提升相当有限, 并在 19 年 Q1 出现下滑。库存周转率方面, 龙盛地产计入库存后相对稳定。资产负债率方面, 企业负债率自 2016 年 Q1 起出现提升, 并在 2018 年超过 50%, 主要原因是部分企业经营方向发生变化所致, 近几个季度企稳下降。

图 46 印染化学品子行业历年存货及存货周转率示意图

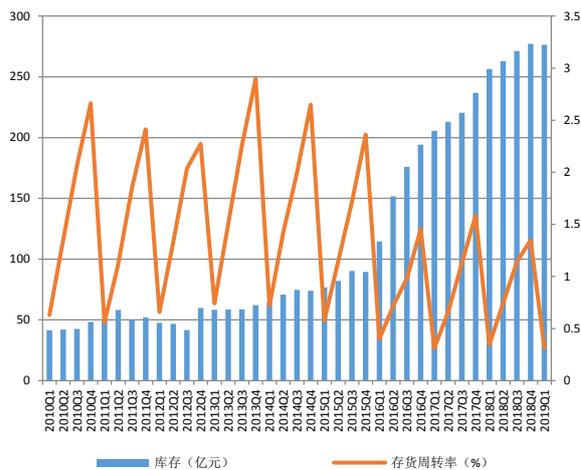
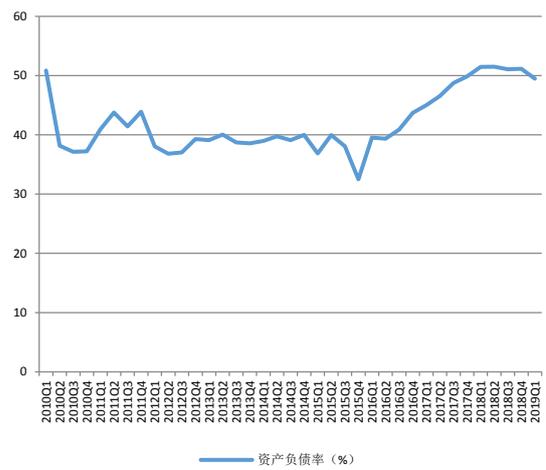


图 47 印染化学品子行业历年资产负债率示意图

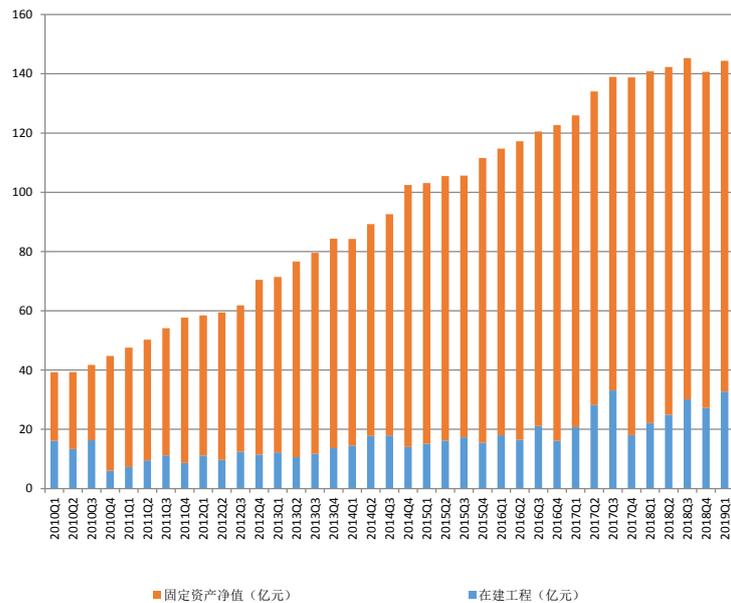


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面, 企业 在建工程 相对较为稳定, 固定资产净值+ 在建工程 数值 增速 缓慢, 行业 较为 稳定, 市场 集中度 较高, 行业 龙头 染料 产能 扩张 周期 基本 结束。

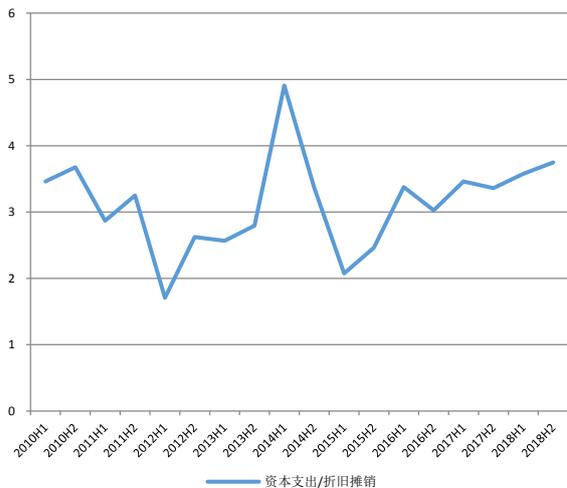
图 48 印染化学品子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

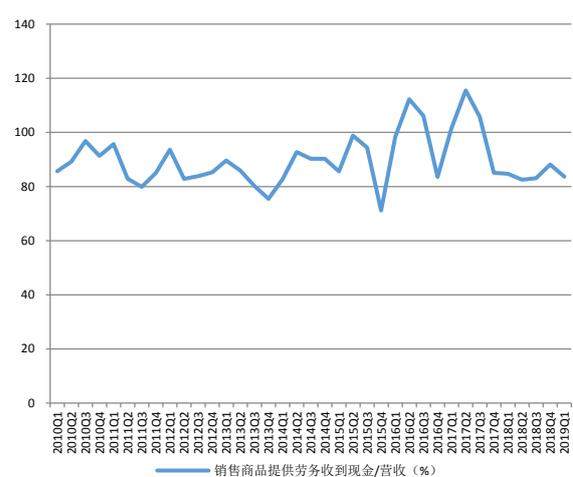
资本支出方面, 印染化学品行业 资本支出 与 折旧 摊销 的 比值 2014 年 左右 出现 提升, 之后 回落 并 趋于 稳定。现金流方面, 印染化学品行业 销售 商品、提供 劳务 收到 的 现金 与 营收 的 比值 波动 较大, 主要是 受 行业 内 部分 企业 拓展 其他 业务 及 下游 企业 采购 周期 影响, 19 年 Q1 降至 80% 左右, 为 历史 较低 位置。

图 49 印染化学用品子行业历年资本支出/折旧摊销示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 50 印染化学用品子行业历年现金流示意图

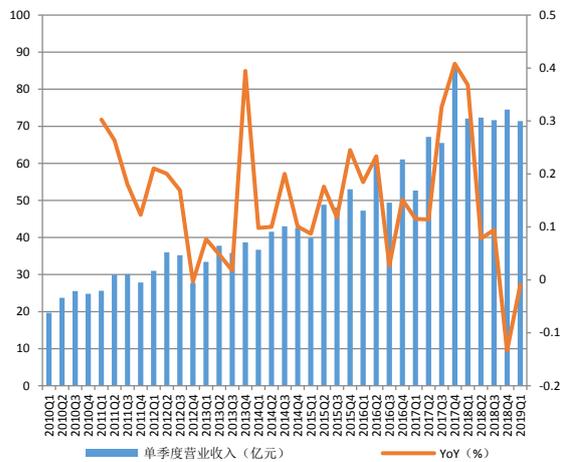


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.8 日化: 行业稳定增长, 现金流水平较好

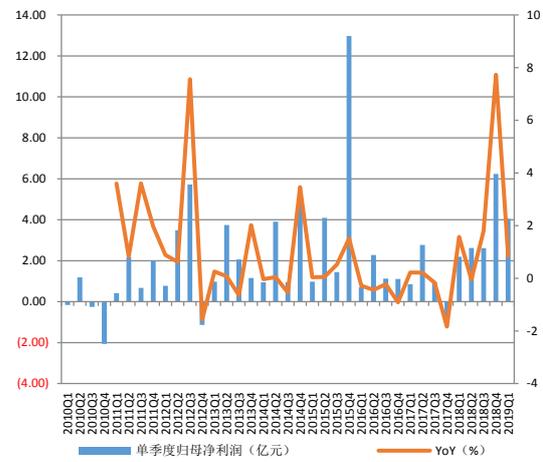
根据 wind 数据统计, 日化子行业营业收入连续多年同比稳定增长, 近两季度增速有所降低; 归母净利润方面波动较大, 主要受产品促销淡旺季及新品推出时间等因素影响。

图 51 日化子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 52 日化子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

存货方面, 企业库存 2018 年 Q1 季度起出现库存提档, 存货周转率有所下滑。资产负债率方面, 企业资产负债率常年在 50% 左右徘徊。

图 53 日化子行业历年存货及存货周转率示意图

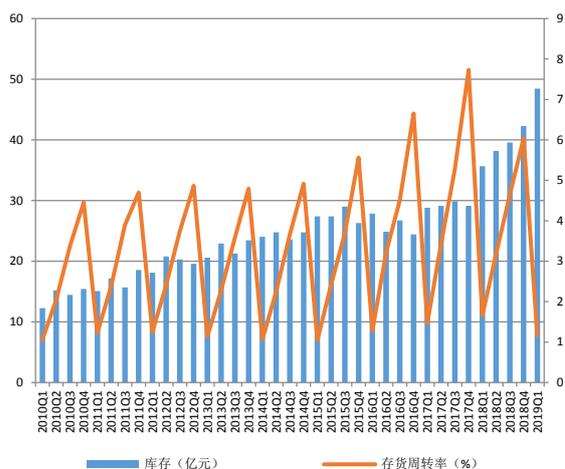


图 54 日化子行业历年资产负债率示意图

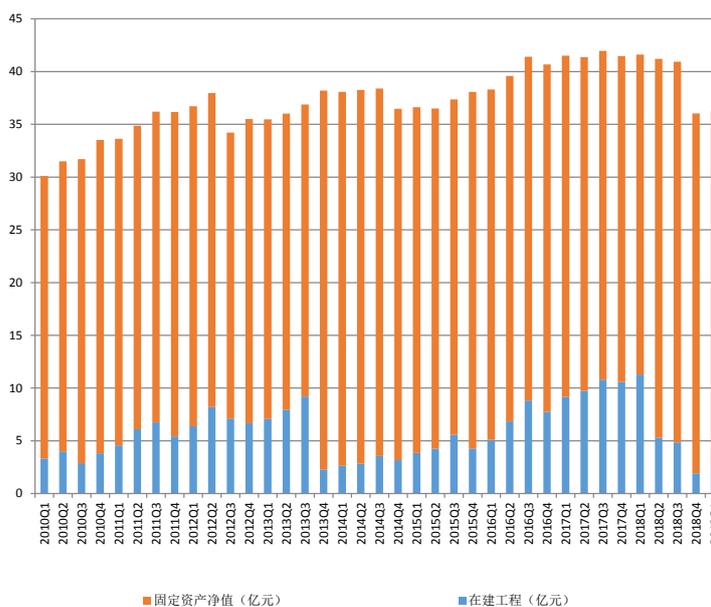


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，企业固定资产净值+在建工程数值相对稳定，18 年 Q 起受 ST 南风固定资产大幅降低影响出现下滑。其余企业运营相对较为稳定。

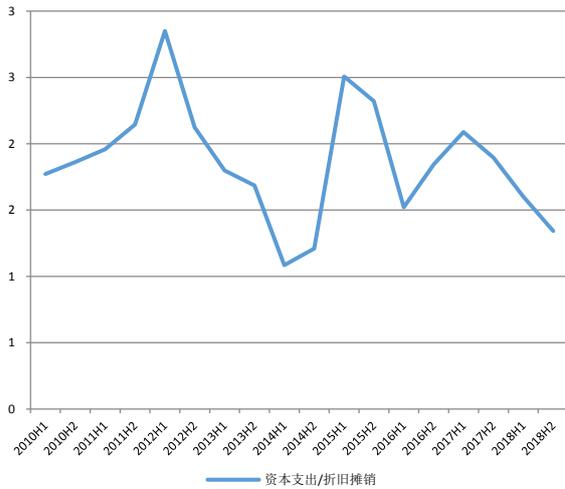
图 55 日化子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

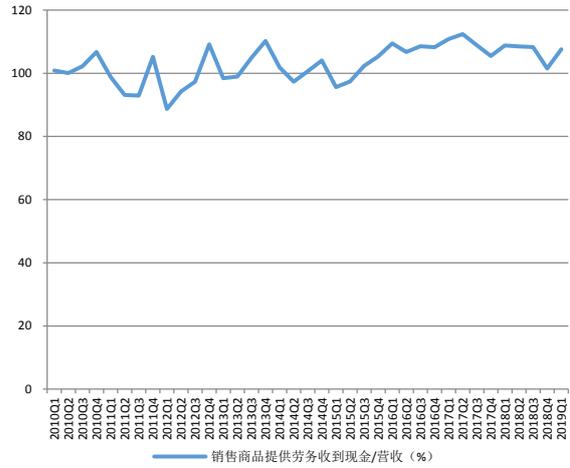
资本支出方面，日化行业资本支出与折旧摊销的比值波动较大，近年来呈现下滑趋势。现金流方面，日化行业现金流较好，销售商品提供劳务收到现金/营收持续大于 100%，19 年 Q1 达到 107%，为近年来中等偏高位置。

图 56 日化子行业历年资本支出/折旧摊销示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 57 日化子行业历年现金流示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

三、总结

我们选取了 172 家 2010 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业 172 家企业单季度营业收入之和自 2016 年 Q2 季度起呈现同比上升趋势，并且在 2017 年 Q1 季度达到增速峰值 (46.41%)，之后增速呈现下滑趋势，2018 年 Q4 季度一度只有个位数增长，19 年 Q1 季度增速略有回升，提升至 11.59%；从归母净利润情况来看，2017 年 Q1 季度增速达到 170% 之后逐步下滑，2018 年 Q4 季度增速变负值，19 年 Q1 季度尽管降幅缩窄，但仍有 22% 的降幅。基础化工行业整体进入景气期后增长乏力，尽管环保趋严能够剔除一些落后及小产能，但龙头企业扩产仍然会导致行业供给出现恶化，我们预计未来行业整体波动将以油价中枢为指导，平稳期表现将会与行业内补库存、去库存小周期较为一致，若油价下跌，将有整体价格中枢下移可能。

据 Wind 数据显示，2014 年之后负债率出现下降，2017 年降至 49.50%，为近年来低位，随着企业扩产启动，18 年负债率有所提升。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格提升影响，库存水平自 16 年起也逐步提升，但 18 年多数化工品价格高位回落，而库存仍在持续提升，行业供需格局一定程度上出现恶化，加速了去库存周期的到来。

据 Wind 数据显示，基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势，尤其是 2018 年出现了较大提升，随着环保督查持续深入，规模优势显现，龙头企业逐步扩产补充清退产能空缺。尽管

销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值逐步下降，但仍高于 100%。

细分子行业来看，营业收入方面，民爆、氯碱、钾肥、磷化工、涤纶、锦纶等子行业 19 年 Q1 增速较好，复合肥、塑料制品、氟化工有所下滑；归母净利润方面，民爆、粘胶、树脂、印染、锦纶等子行业同比涨幅较大，农药、氮肥、复合肥、纯碱、氟化工、聚氨酯、塑料制品等子行业出现下滑。多数子行业在 18 年下半年或 19 年 Q1 出现业绩下滑，尤其是净利润的下滑速度更大，企业库存没有随着产品价格下滑而降低，库存周转率下滑趋势显现，仅有氯碱等进入景气期较早的企业相对较好。

我们认为周期品行业进入景气后期，龙头企业扩产已经进行，环保督查的第一阶段边际改善效应已经过去，供给紧张格局已经得到修复，产品高价难以为继。目前产品价格已经回落，下游需求相对稳定的时候，产品第一阶段底部已经确认。如果受外围因素导致需求短期下滑，叠加油价下滑风险，多数产品价格或将出现新的下行空间。建议关注中高端进口替代化学制品子行业（胶粘剂、高端试剂等）及深耕国内消费市场子行业（磷肥、日化等）。

四、风险提示

1. 原油价格出现大幅波动：OPEC 增产、伊核协议等地缘因素带来不确定性。
2. 下游需求不振：下游消费端提振不力是制约价格传导的重要因素，对基础化工影响较大。
3. 化工企业重大安全事故及环保督查影响：化工企业多数属于高危高污染企业，安全事故及环保检查带来的影响较大。

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。

免责声明

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声明具有修改权和最终解释权。