

中性

——维持

日期：2019年09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

业绩有望企稳，龙头企业持续扩张

—基础化工行业 2019 年中报总结

■ 主要观点

行业营收增速继续放缓，净利润下滑比例收窄

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，19年Q2季度增速再度回落至个位数（7.38%）；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和Q2季度降幅缩窄，分别为22.20%和8.65%。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增加，化工品价格18年下半年出现下滑，19年逐步企稳。我们预计未来行业整体波动仍将以油价中枢为指导，价格周期与补库存、去库存小周期一致，若油价下跌，将有整体价格中枢下移可能。此外，冬季限产及重大节日限产也将会在短期对行业带来影响。

负债率小幅回升，龙头扩产继续进行

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，19年半年报已经提升至53.37%，为历史中位水平。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，一方面受龙头企业产能扩张影响，另一方面也受下游库存周期的影响。

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，18年至19年上半年提升更为明显，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%。

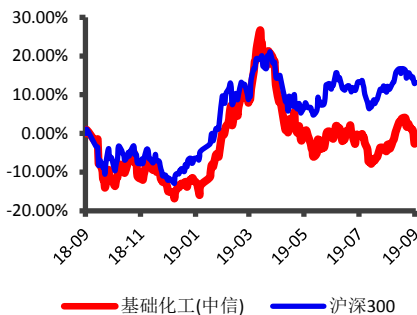
民爆、粘胶、树脂、印染等同比继续增长，多数子行业利润下行

细分子行业来看，营业收入方面，民爆、氯碱、涤纶、钾肥、无机盐、磷化工细分行业19年Q1及Q2增速均为正，复合肥、塑料制品、橡胶制品、有机硅、氟化工等细分行业近两季度同比均下滑，日化行业Q2季度同比转正，印染、涂料、氨纶、树脂、纯碱细分行业Q2季度转负；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。

化工品价格或企稳，关注边际改善、进口替代及消费电子行业

我们认为当前时点下，化工品价格下跌趋势放缓，部分产品止跌回升，在油价不进一步下跌的情况下，未来预计将会维持现有价格中

近12个月行业指数与沪深300比较
(截止至2019年9月27日)



报告编号：HLX19-HG-05

相关报告：

重要提示：请务必阅读尾页分析师承诺、公司业务资格说明和免责声明。

枢，短期底部或已确认。环保督查带来的边际改善效应已经消化，退出产能带来的供给缺口逐步被龙头企业扩产填补，产品价格中枢上移的驱动因素较少，环保及安全事故、园区或产业新政策将是未来可能存在的催化剂。建议关注盈利能力提升的炼化产业链（涤纶）、有望受冻产影响反转的氟化工行业、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（日化、甜味剂等）。

■ 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 营收缓慢增长，净利润同比降幅缩窄	6
1.2 企业负债率小幅回升，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、树脂、印染等业绩同比增长	7
2.2 氮肥：步入景气后期，业绩同比出现下滑	8
2.3 农药：业绩短期或见底，有望进入去库存状态	10
2.4 涤纶：龙头扩产加速，步入产能释放期	12
2.5 聚氨酯：业绩同比继续下滑，库存情况不容乐观	14
2.6 氯碱：利润降幅缩窄，现金流持续向好	16
2.7 日化：业绩稳定增长，资本开支下滑	18
三、总结	20
四、风险提示	21

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

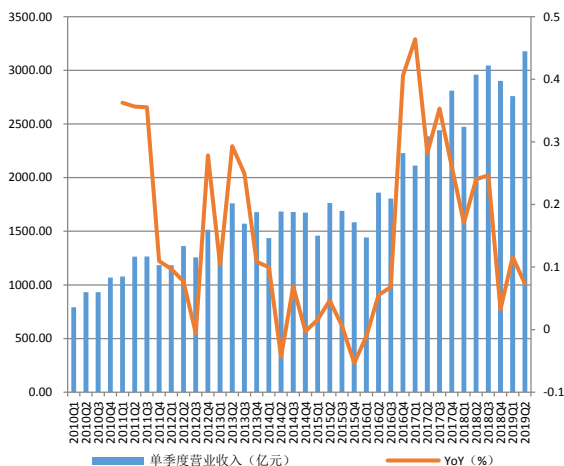
图 44 日化子行业历年营收及 YoY 示意图.....	18
图 45 日化子行业历年归母净利润及 YoY 示意图.....	18
图 46 日化子行业历年存货及存货周转率示意图.....	19
图 47 日化子行业历年资产负债率示意图.....	19
图 48 日化子行业历年在建工程及固定资产示意图.....	19
图 49 日化子行业历年资本支出/折旧摊销示意图.....	20
图 50 日化子行业历年现金流示意图.....	20

一、基础化工行业整体概况

1.1 营收缓慢增长，净利润同比降幅缩窄

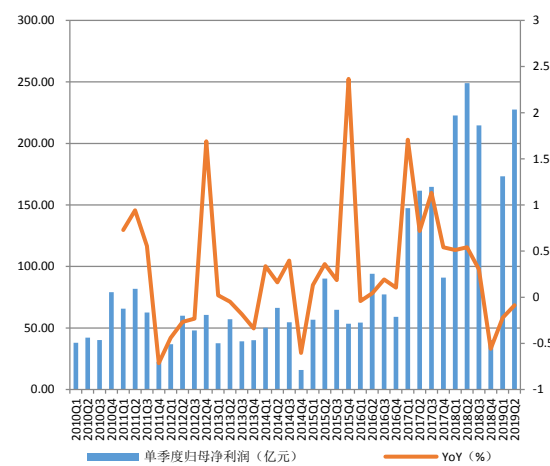
我们选取了 172 家 2010 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，基础化工行业 172 家企业单季度营业收入之和自 2016 年 Q2 季度起呈现同比上升趋势，并且在 2017 年 Q1 季度达到增速峰值 (46.41%)，之后增速呈现下滑趋势，19 年 Q2 季度增速再度回落至个位数 (7.38%)；从归母净利润情况来看，2017 年 Q1 季度增速达到 170% 之后逐步下滑，2018 年 Q4 季度增速变负值，19 年 Q1 和 Q2 季度降幅缩窄，分别为 22.20% 和 8.65%。基础化工行业整体进入景气期后增长乏力，尽管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增加，化工品价格 18 年下半年出现下滑，19 年逐步企稳。我们预计未来行业整体波动仍将以油价中枢为指导，价格周期与补库存、去库存小周期一致，若油价下跌，将有整体价格中枢下移可能。此外，冬季限产及重大节日限产也将会在短期对行业带来影响。

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



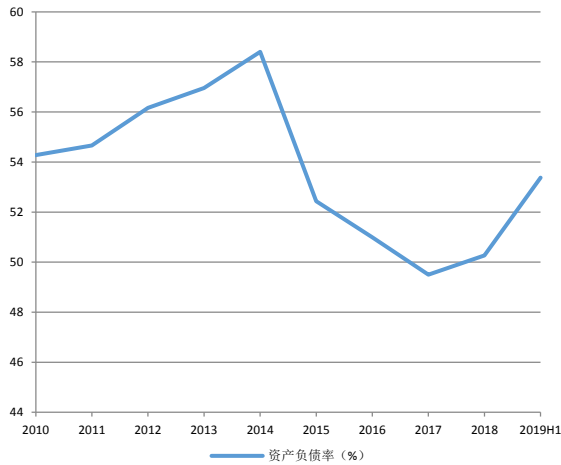
数据来源：Wind 上海证券研究所

1.2 企业负债率小幅回升，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，19 年半年报已经提升至 53.37%，为历史中位水平。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，一方面受龙头企业产能扩张影响，另一方面也受下游库

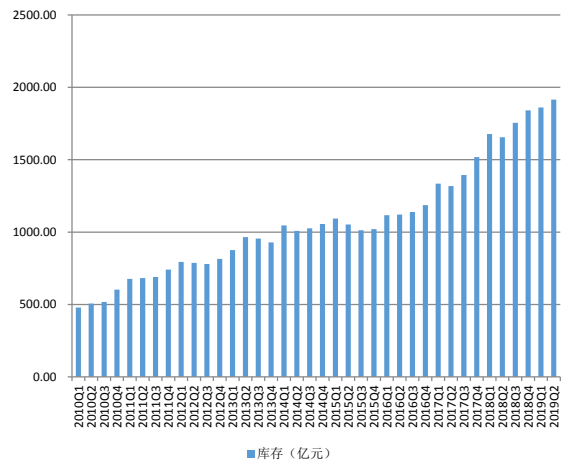
存周期的影响。

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

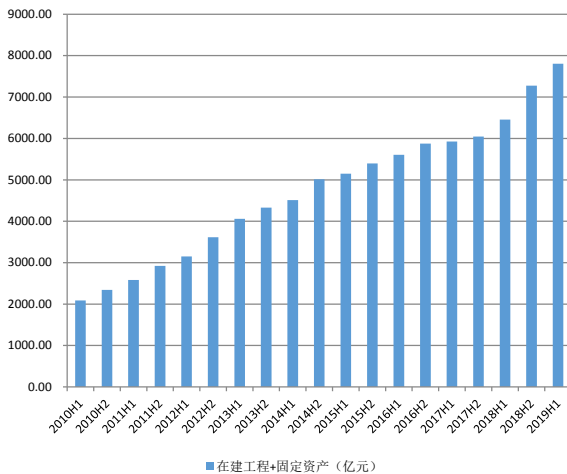


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 行业龙头逐步扩产，现金流略有下滑

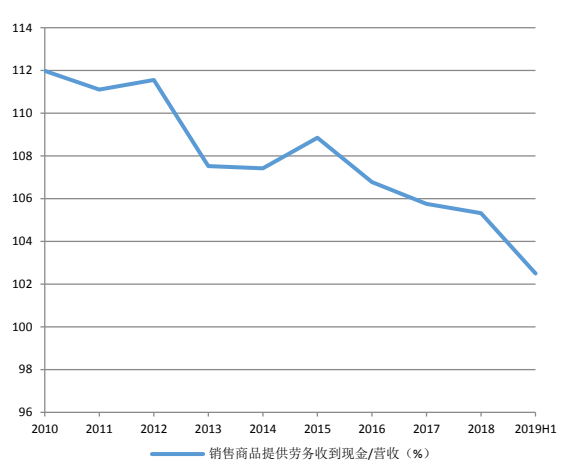
据 Wind 数据显示，基础化工行业在建工程和固定资产之和呈现上升趋势，18 年至 19 年上半年提升更为明显，随着环保督查持续深入，规模优势显现，龙头企业逐步扩产补充清退产能空缺。尽管销售商品、提供劳务收到的现金与营业收入比值逐步下降，但仍高于 100%。

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、树脂、印染等业绩同比增长

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、涤纶、钾肥、无机盐、磷化工细分行业 19 年 Q1 及 Q2 增速均为正，复合肥、塑料制品、橡胶制品、有机硅、氟化工等细分行业近两季度同比均下滑，日化行业 Q2 季度同比转正，印染、涂料、氨纶、树脂、纯碱细分行业 Q2 季度转负；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

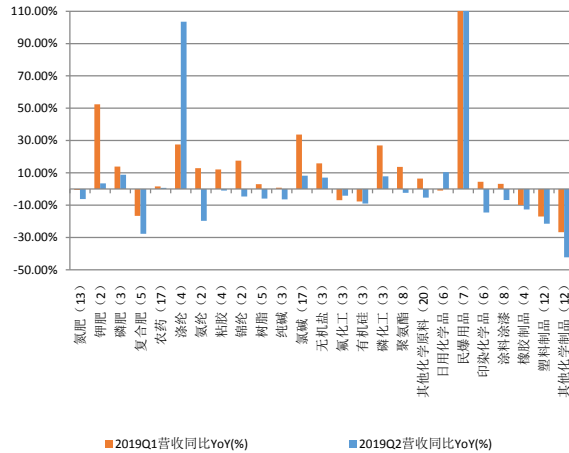
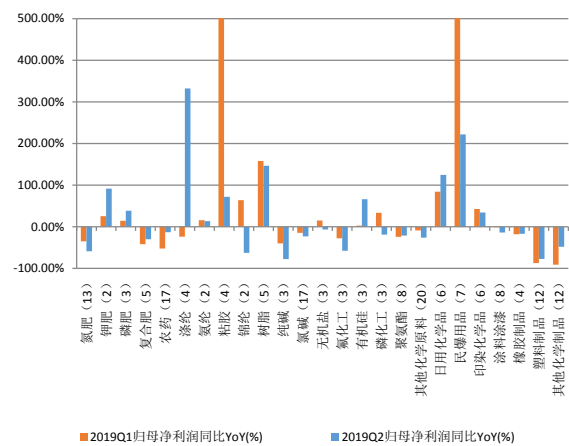


图 8 近两季度基础化工子行业归母净利润 YoY



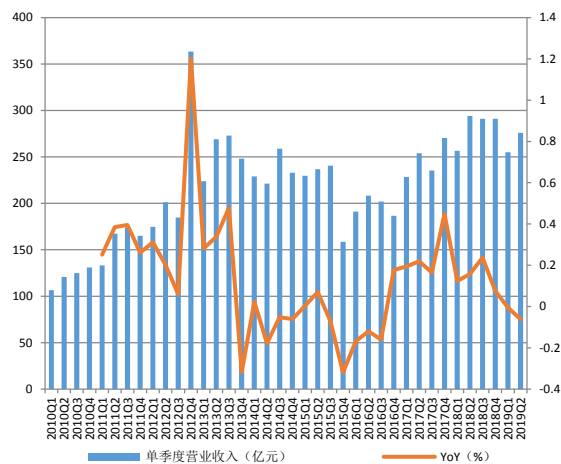
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.2 氮肥: 步入景气后期, 业绩同比出现下滑

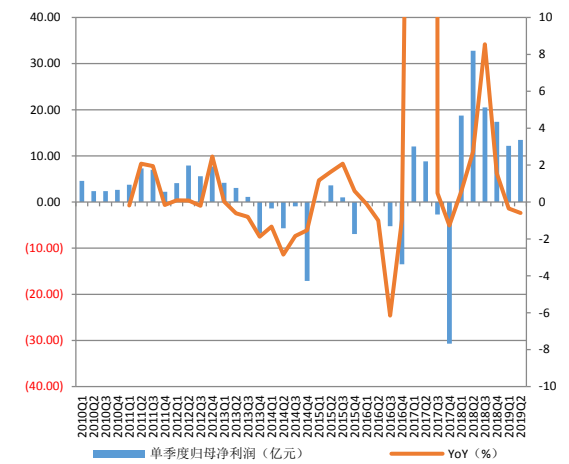
根据 wind 数据统计，氮肥子行业营业收入自 2016 年四季度出现正增长，结束了三年的停滞和衰退期，但 19 年 Q1 季度出现同比下滑，Q2 季度降幅扩大；归母净利润 2018 年 Q1 季度起出现提升，19 年 Q1、Q2 季度同样出现下滑。但营收和净利润 Q2 季度环比都有所提升。

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 年以来一直维持低位水平，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 Q2 降至 62.04%，为近年来低位。

图 11 氮肥子行业历年存货及存货周转率示意图

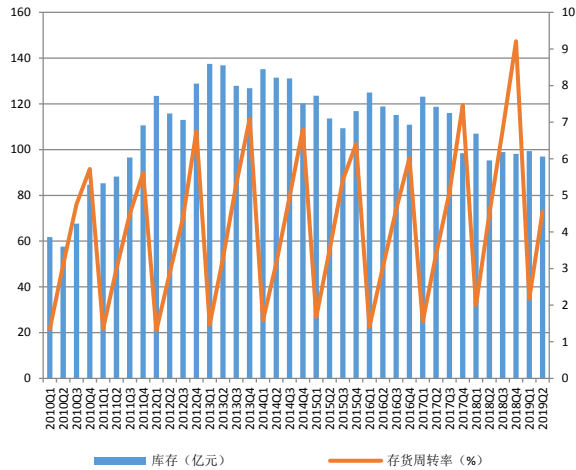
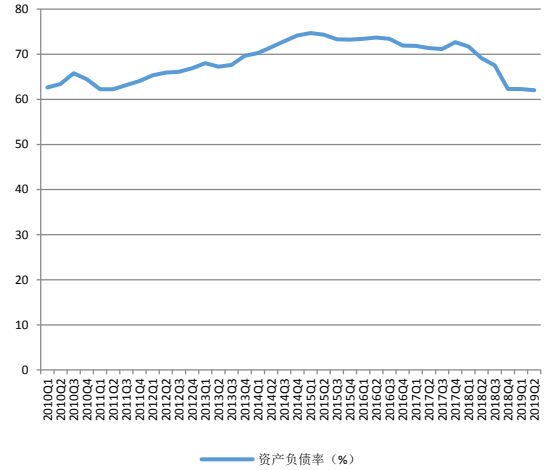


图 12 氮肥子行业历年资产负债率示意图

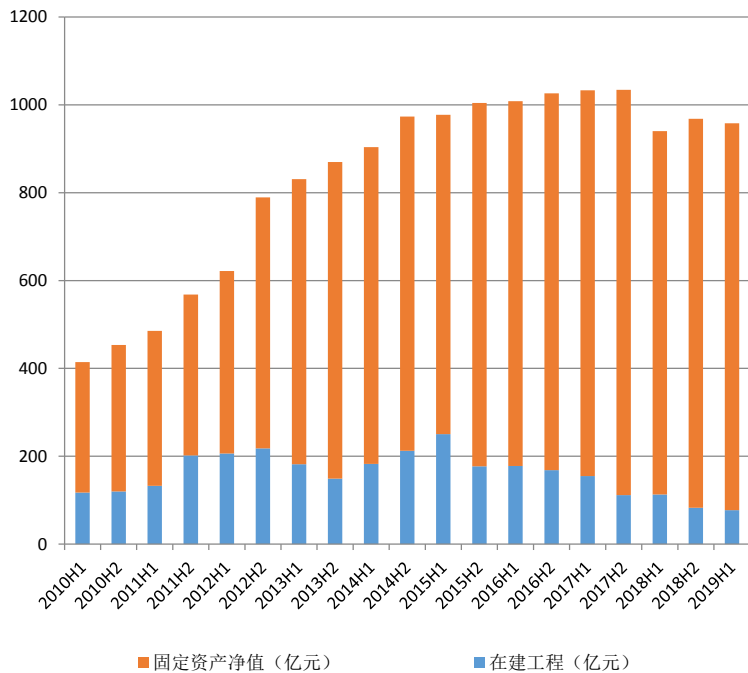


数据来源：Wind 上海证券研究所

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，龙头企业多数采取新产线替代，几乎没有新增产能。

图 13 氮肥子行业历年在建工程及固定资产示意图



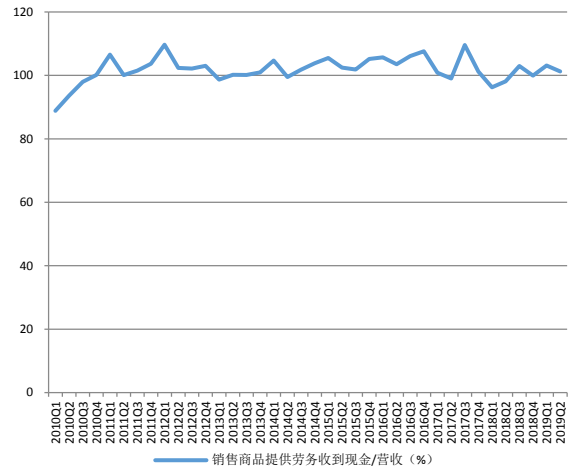
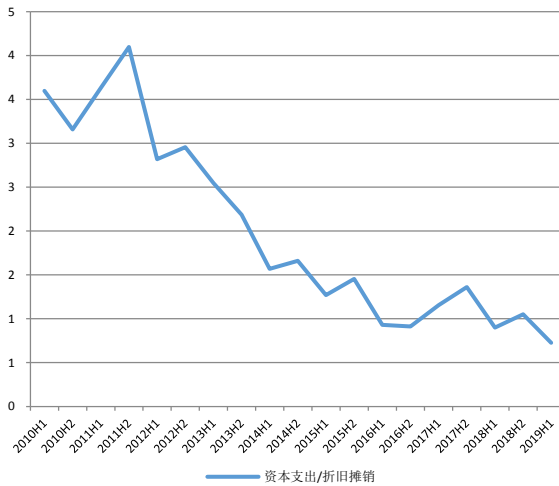
数据来源：Wind 上海证券研究所

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，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。由于行业门槛相对低，经过多年的市场充分竞争，行业内被动去产能进展较好，行业供需关系得到了改善，企业资本支出与折旧摊销比值下滑至接近 1，属于维持日常生产状态。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

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

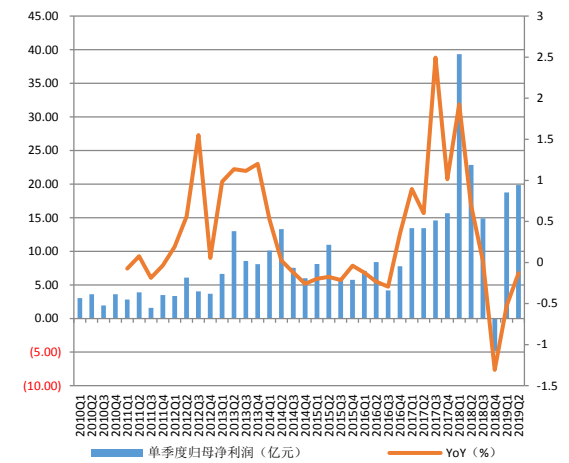
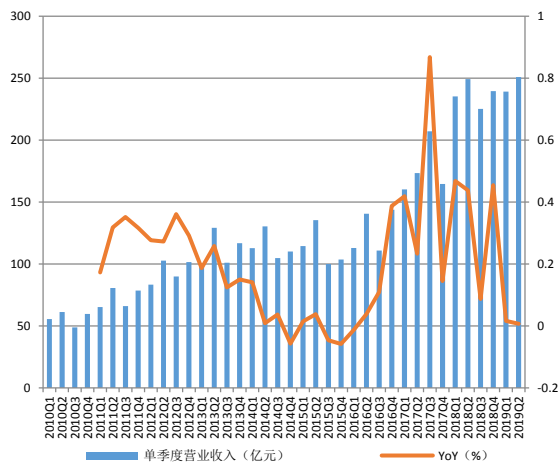
数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 农药: 业绩短期或见底, 有望进入去库存状态

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 年以来增速出现下滑, Q2 季度已经降至 0.68%; 归母净利润从 2017 年 Q1 季度起出现提升, 但近三个季度多数农药品种价格出现回调, 导致净利润连续三季度出现同比下滑, 降幅逐季度缩窄。

图 16 农药子行业历年营收及 YoY 示意图

图 17 农药子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



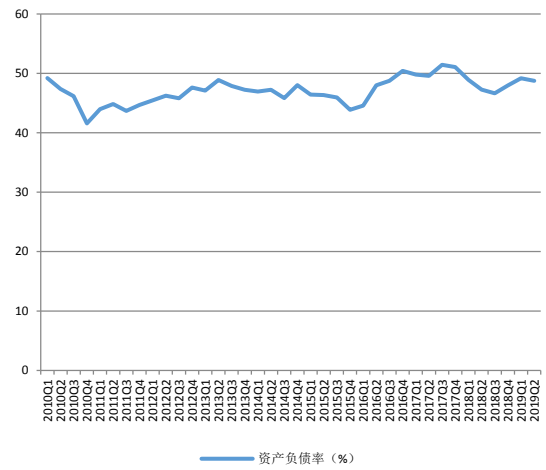
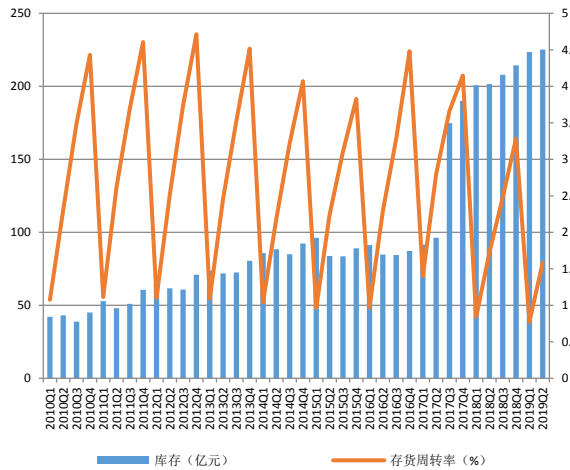
数据来源: Wind 上海证券研究所

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 年以来多数农药产品价格回落，库存水平仍在持续提升；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 48.75%，处于历史中高位。

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

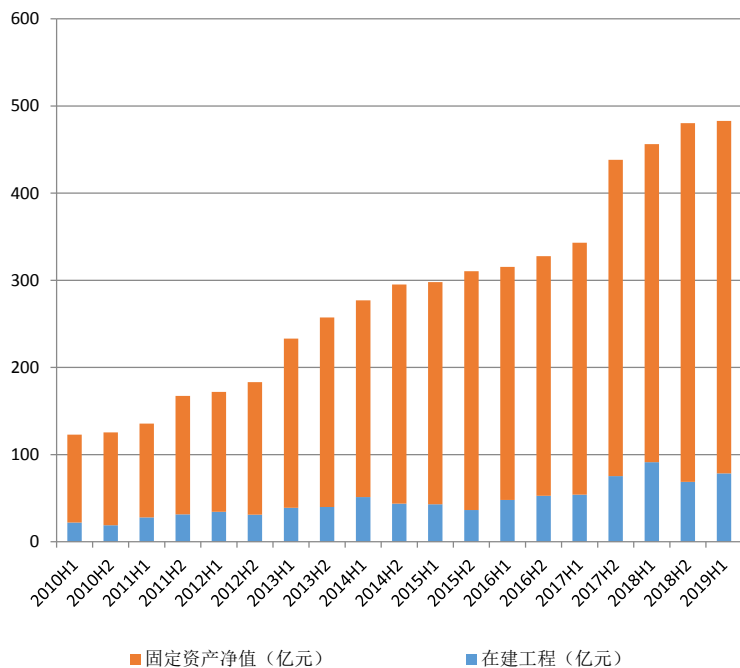


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，企业自建工程自 2017 年下半年起出现持续提升，并在 18 年上半年创下新高，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。19 年上半年在建工程再度小幅回升，但与固定资产净值之和已经趋于稳定。

图 20 农药子行业历年在建工程及固定资产示意图

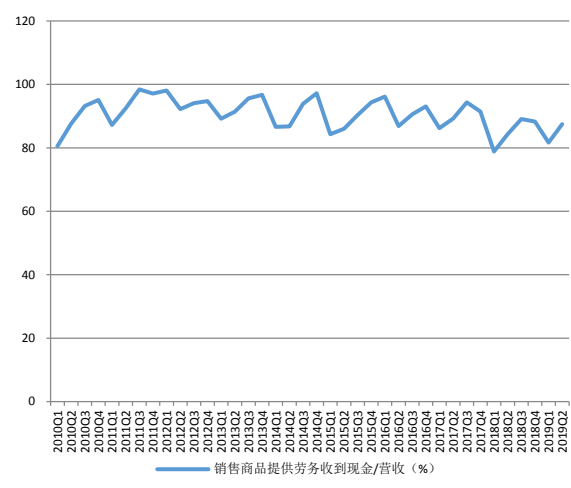
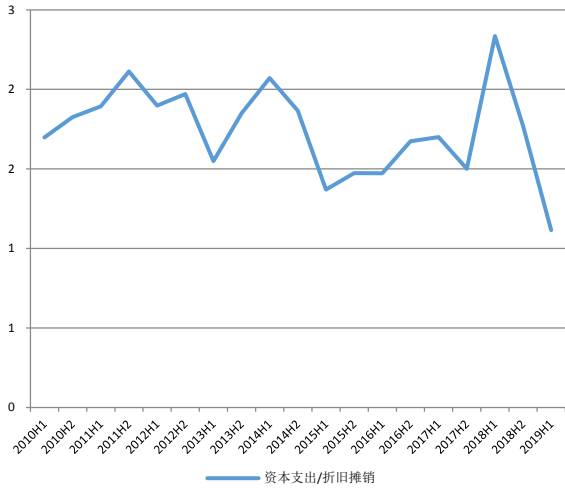


数据来源: Wind 上海证券研究所

资本支出方面，农药行业资本支出与折旧摊销的比值前几年来看较为稳定，18年上半年提升较为明显，主要原因系国内环保趋严，龙头企业享受红利进行扩产，但随着行业龙头产能扩张进程超出市场预期，行业产能扩张也随之减少。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 Q2 季度为近年来中等位置。

图 21 农药子行业历年资本支出/折旧摊销示意图

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

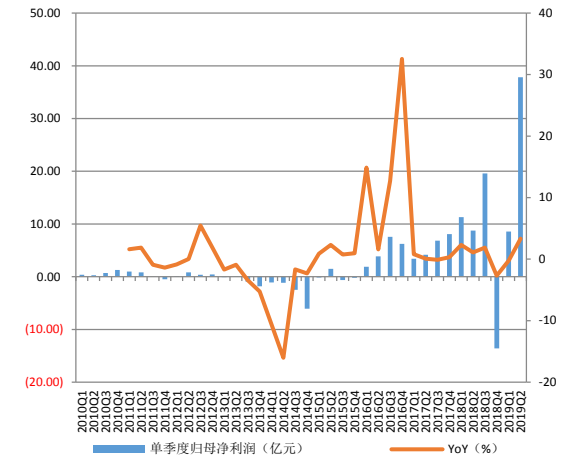
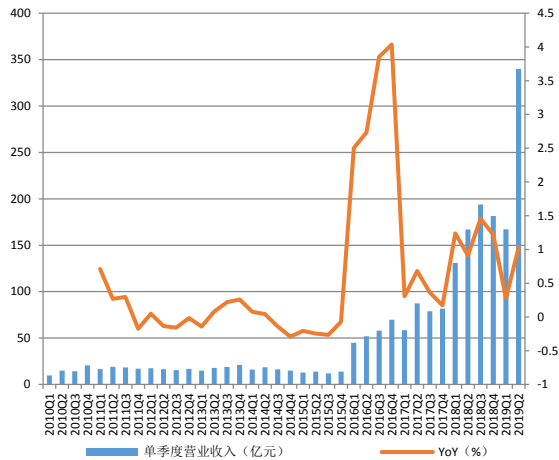
数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4 涤纶: 龙头扩产加速, 步入产能释放期

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, 但 Q2 季度再度提升(剔除霞客环保重组影响后仍有超 100 亿增量), 主要原因为恒力石化产能扩张; 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、Q2 季度再度出现提升。

图 23 涤纶子行业历年营收及 YoY 示意图

图 24 涤纶子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



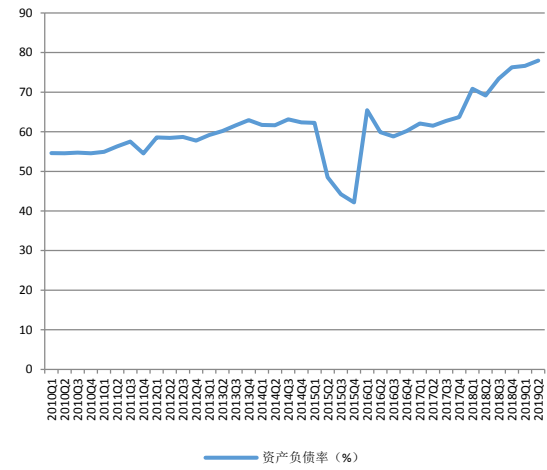
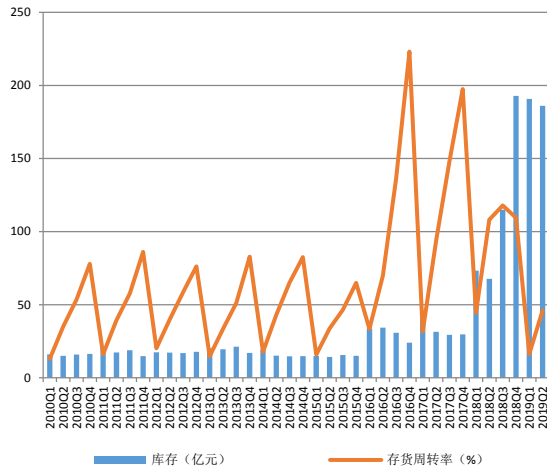
数据来源: Wind 上海证券研究所

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，主要原因是产品提价及产能释放，近两个季度库存略有下滑；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

图 26 涤纶子行业历年资产负债率示意图

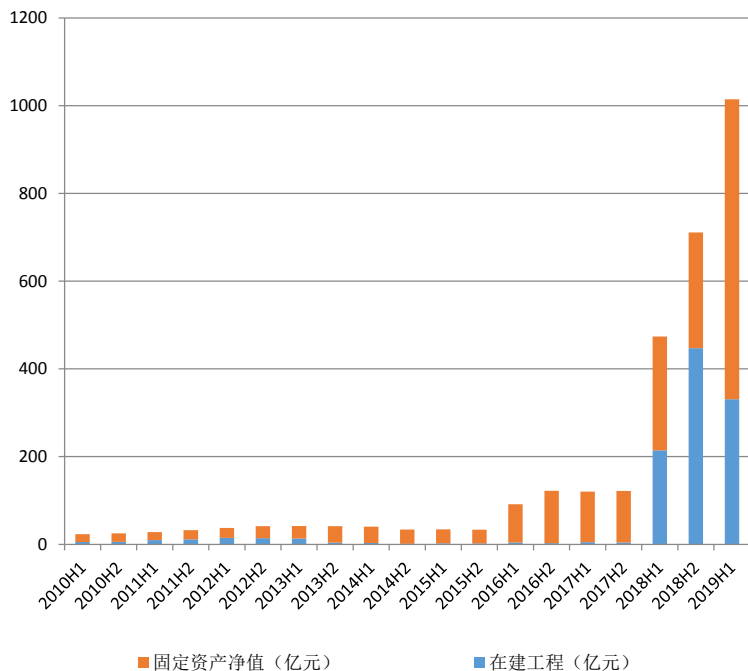


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，企业自建工程自 2018 年上半年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

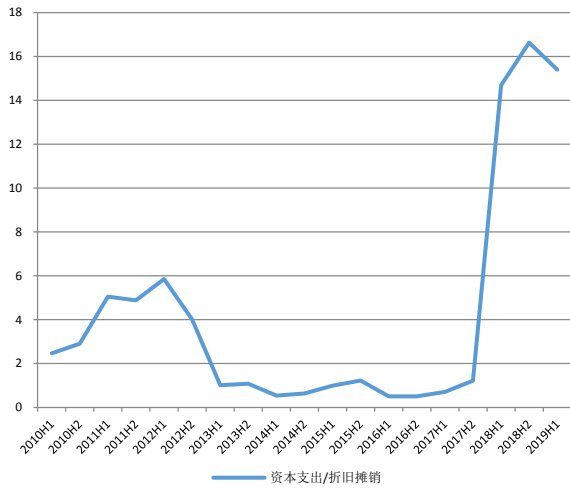


数据来源: Wind 上海证券研究所

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

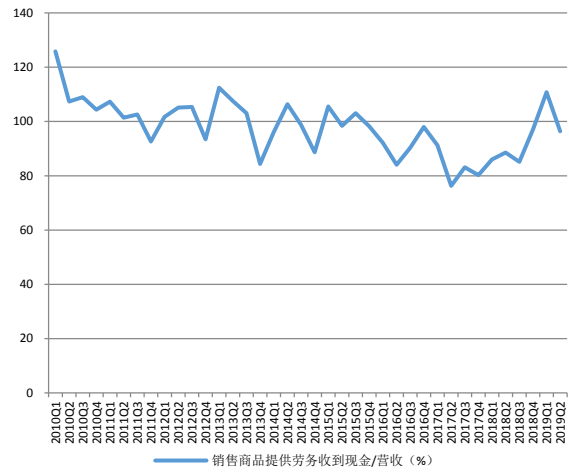
降趋势，2018年Q3之后出现回升，19年Q1超过110%，Q2季度有所回落。

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

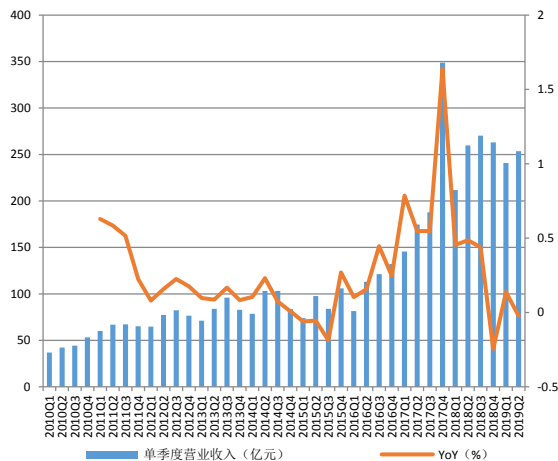


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.5 聚氨酯: 业绩同比继续下滑, 库存情况不容乐观

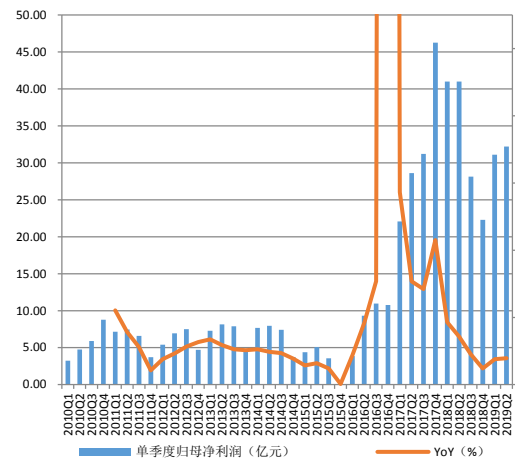
根据 wind 数据统计, 聚氨酯子行业营业收入自 2015 年 Q4 季度起出现较快增长, 18 年 Q4 负增长之后再度出现回暖, 19 年 Q2 再度回落至-2.39%; 归母净利润经历了高增长之后出现同比及环比的回落, 19 年负增长, 但营收及归母净利润环比有所提升。

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, Q2 季度再度出现提升, 达到历史新高; 存货周转率近年来处于下行通道, 但就 19 年上半年来看已经企稳回升。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 Q2 超过 58%，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

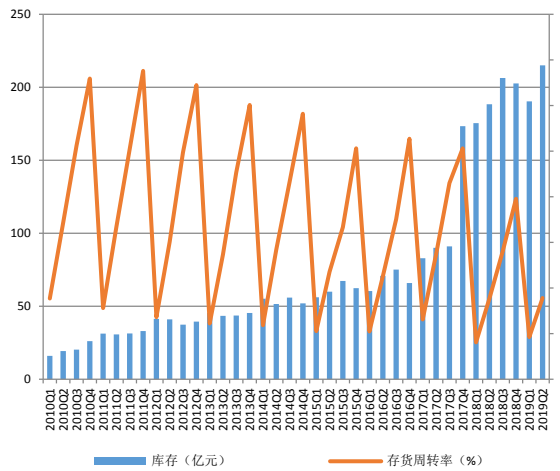
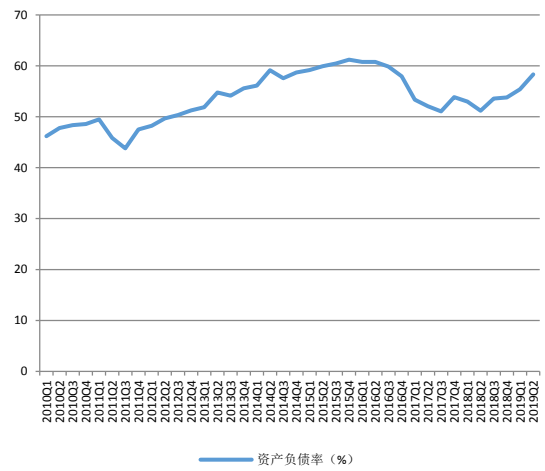


图 33 聚氨酯子行业历年资产负债率示意图

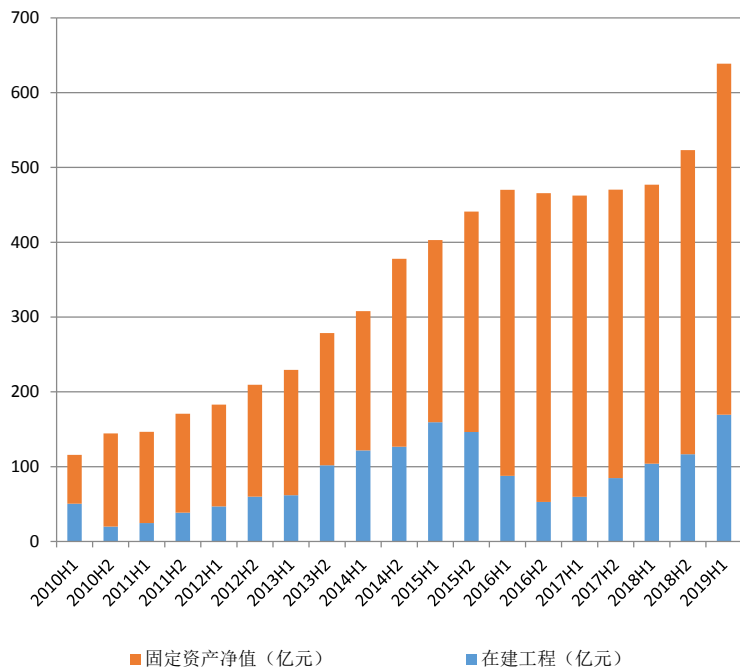


数据来源：Wind 上海证券研究所

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 年下半年起再度回暖，19 年上半年在建工程值已经超过 14、15 年的状态。在建工程+固定资产净值数据 2015 年之后处于平稳状态，18 年下半年略有提升，19 年 H1 季度出现大幅提升。

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 年上半年之后出现连续回升，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，一度达到 120%，近几个季度维持历史高位。

图 35 聚氨酯子行业历年资本支出/折旧摊销示意图

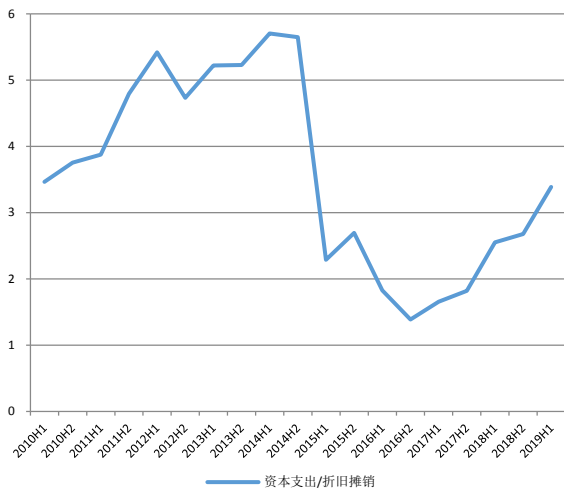
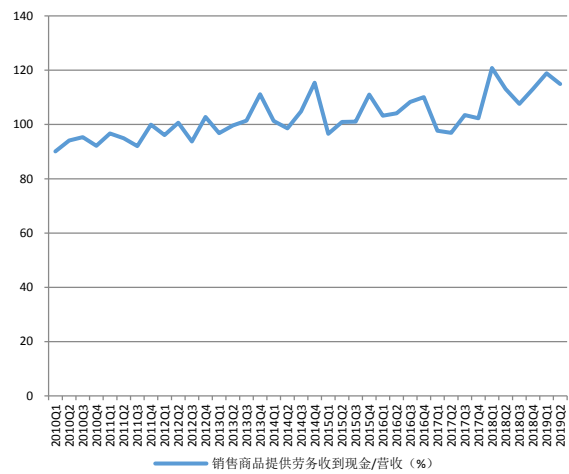


图 36 聚氨酯子行业历年现金流示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

2.6 氯碱：利润降幅缩窄，现金流持续向好

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，且截至 19 年 Q1 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，Q2 季度增速降至 8.28%；归母净利润尽管数值上了台阶，但受原材料涨价影响，利润出现下滑，连续四个季度出现同比下降。

图 37 氯碱子行业历年营收及 YoY 示意图

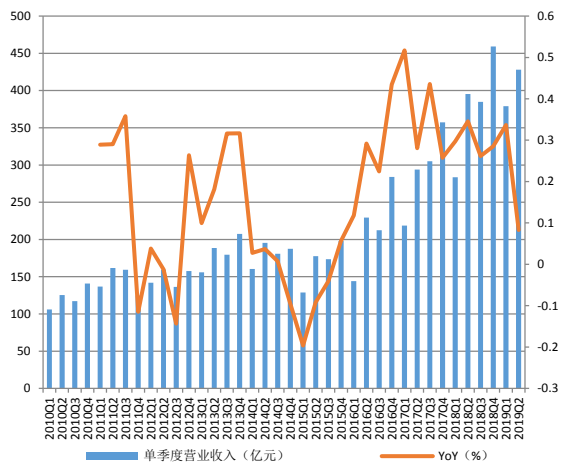
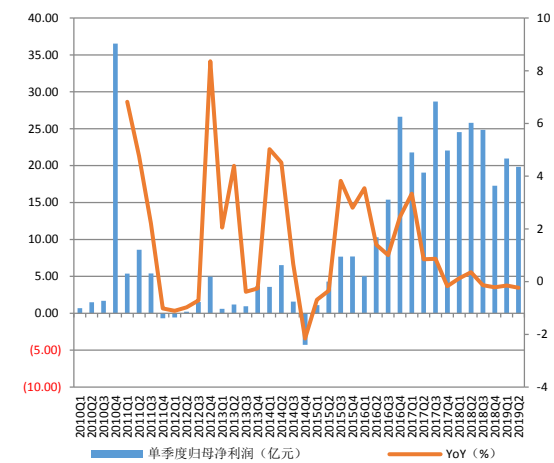


图 38 氯碱子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



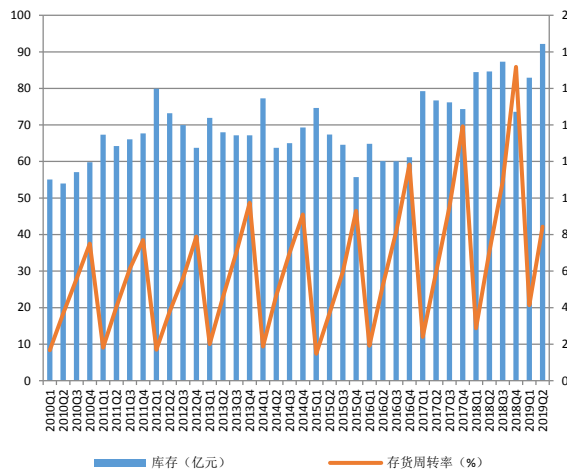
数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

存货方面，企业库存近两年处于历史高位，龙头企业产能扩张及产品价格中枢导致了库存提升，而库存周转率近年来持续提升，周转能力较好，目前主要受年内库存周期影响，全年库存平均水平及周转能力较为合理。资产负债率方面，企业负债率自 2015 年起

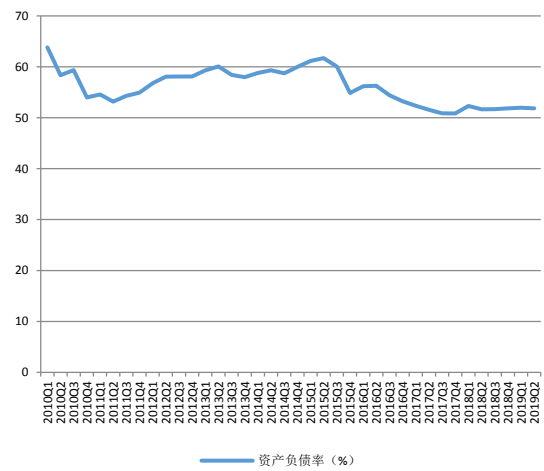
出现回落，近年来均在 50%左右，为历史较低位。

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

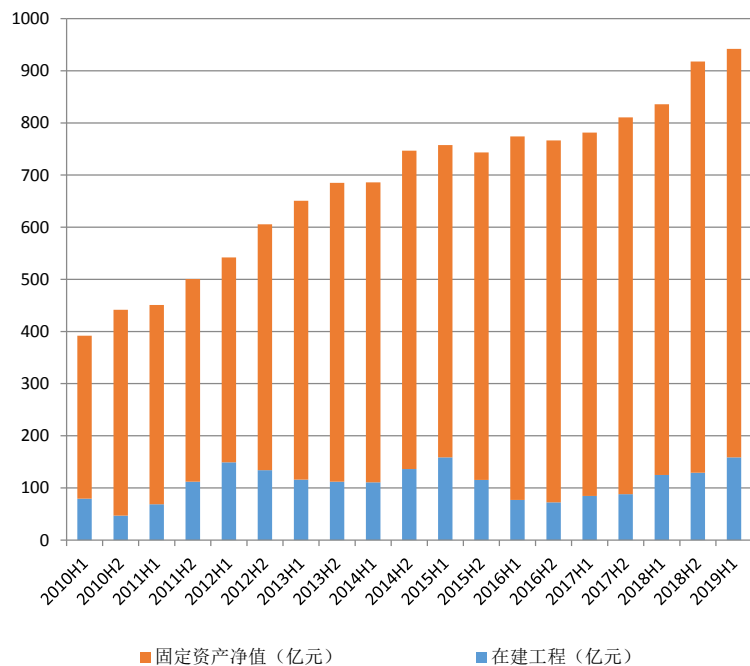
图 40 氯碱子行业历年资产负债率示意图



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，近一年出现提升。

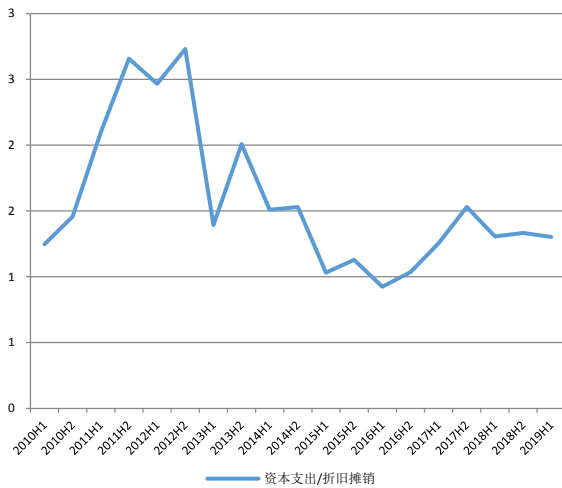
图 41 氯碱子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

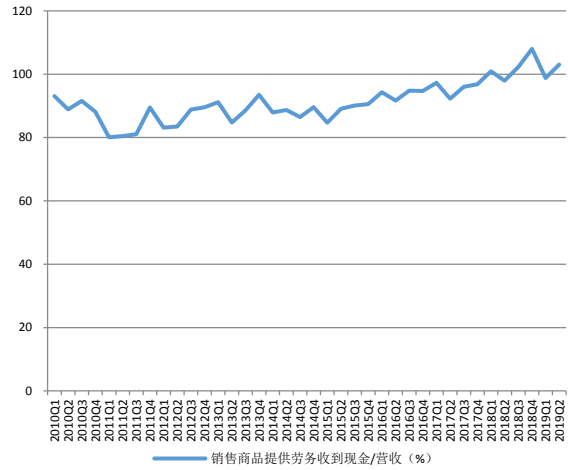
资本支出方面，氯碱行业资本支出与折旧摊销的比值 2016 年上半年出现回升，但 2018 年上半年再度下滑，目前为历史较低位置。现金流方面，近年来氯碱行业销售商品、提供劳务收到的现金与营收的比值持续提升，并突破 100%，持续维持在历史高位。

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

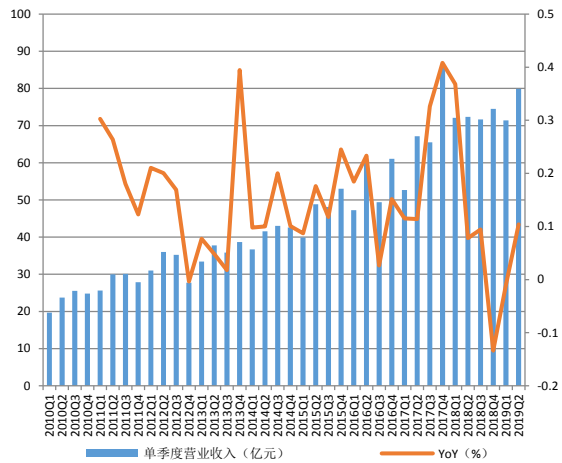


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.7 日化: 业绩稳定增长, 资本开支下滑

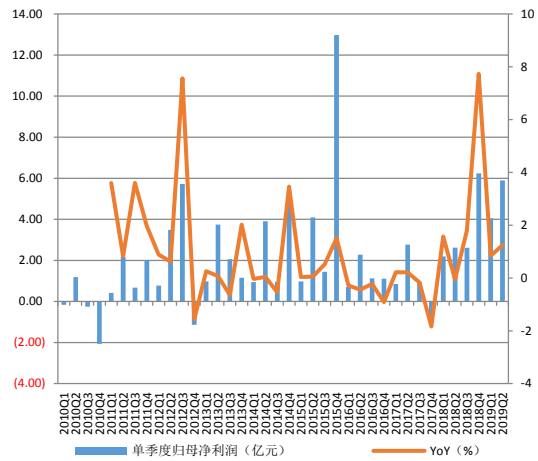
根据 wind 数据统计, 日化子行业营业收入总体呈现提升趋势, 近年来仅有 18 年 Q4 和 19 年 Q1 同比下滑, 并且 19 年 Q2 季度再度提升至 10.41%; 归母净利润方面波动较大, 主要受产品促销淡旺季及新品推出时间等因素影响, 但近四个季度均有较大增长, 行业回暖趋势明显。

图 44 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 45 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, 19 年提升更为明显, 并且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 46 日化子行业历年存货及存货周转率示意图

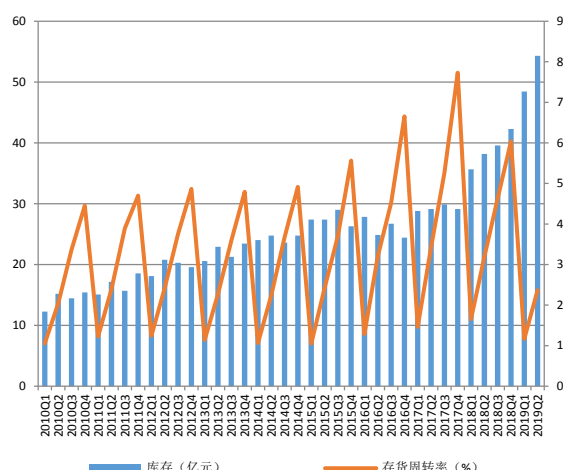
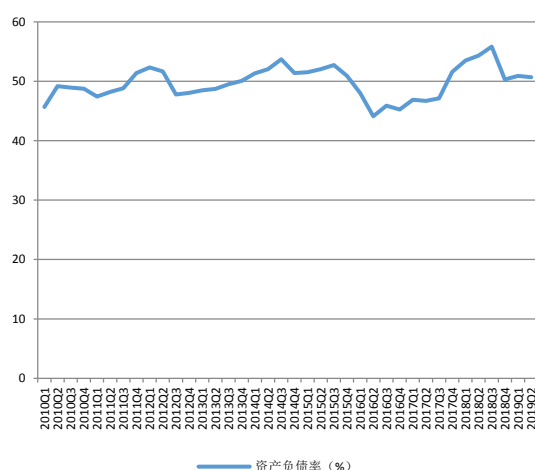


图 47 日化子行业历年资产负债率示意图

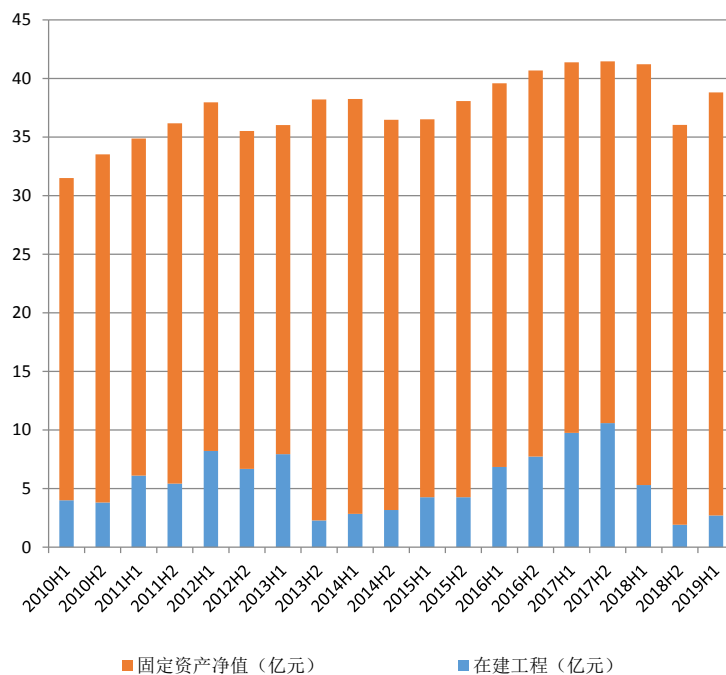


数据来源: Wind 上海证券研究所

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 年下半年起受 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。

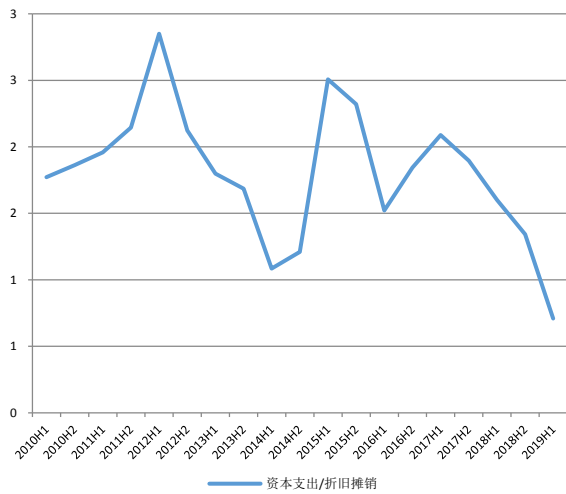
图 48 日化子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

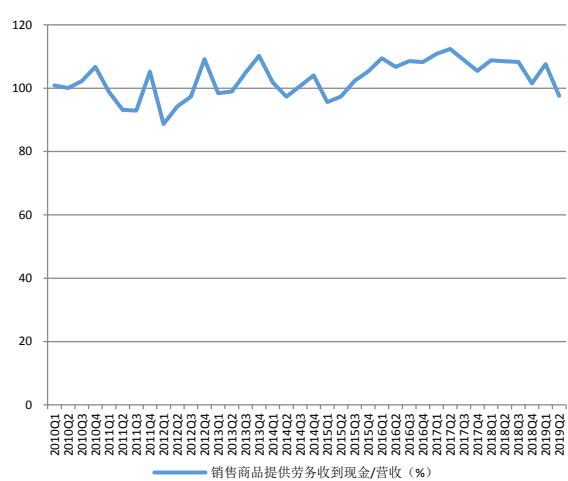
资本支出方面，日化行业资本支出与折旧摊销的比值波动较大，近年来呈现下滑趋势，并在 19 年上半年下滑至 1 以下，为历史低位。现金流方面，日化行业现金流较好，销售商品提供劳务收到现金/营收近年来持续大于 100%，但 19 年 Q2 季度下滑至 100% 以下，为近年来中等偏低位置。

图 49 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 50 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

营收及净利润方面, 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, 19 年 Q2 季度增速再度回落至个位数 (7.38%); 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 和 Q2 季度降幅缩窄, 分别为 22.20% 和 8.65%。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增加, 化工品价格 18 年下半年出现下滑, 19 年逐步企稳。我们预计未来行业整体波动仍将以油价中枢为指导, 价格周期与补库存、去库存小周期一致, 若油价下跌, 将有整体价格中枢下移可能。此外, 冬季限产及重大节日限产也将会在短期对行业带来影响。

负债率及库存方面, 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, 19 年半年报已经提升至 53.37%, 为历史中位水平。从库存情况来看, 随着龙头企业产能扩张及产品价格上涨影响, 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, 一方面受龙头企业产能扩张影响, 另一方面也受下游库存周期的影响。

固定资产及现金流方面, 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, 18 年至 19 年上半年提升更为明显, 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、涤纶、钾肥、无机盐、磷化工细分行业 19 年 Q1 及 Q2 增速均为正，复合肥、塑料制品、橡胶制品、有机硅、氟化工等细分行业近两季度同比均下滑，日化行业 Q2 季度同比转正，印染、涂料、氨纶、树脂、纯碱细分行业 Q2 季度转负；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。

我们认为当前时点下，化工品价格下跌趋势放缓，部分产品止跌回升，在油价不进一步下跌的情况下，未来预计将会维持现有价格中枢，短期底部或已确认。环保督查带来的边际改善效应已经消化，退出产能带来的供给缺口逐步被龙头企业扩产填补，产品价格中枢上移的驱动因素较少，环保及安全事故、园区或产业新政策将是未来可能存在的催化剂。建议关注盈利能力提升的炼化产业链（涤纶）、有望受冻产影响反转的氟化工行业、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（日化、甜味剂等）。

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±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±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。