

中性

——维持

日期：2019年11月13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

行业继续筑底，去库存周期或将开启

—基础化工行业 2019 年三季度报总结

■ 主要观点

Q3 净利润降幅再扩大，继续处于景气下行期

营收及净利润方面，根据 Wind 数据显示，单季度营业收入呈现上升趋势，营收增速自 2017 年 Q1 (50.10%) 起出现持续下滑，19 年 Q3 季度仅为 3.84%；从归母净利润情况来看，2017 年 Q1 季度增速达到 165% 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，但 Q3 季度降幅再度扩大，大行业继续处于景气下行周期。

存货出现向下拐点，现金流水平逐步修复

负债率及库存方面，据 Wind 数据显示，2014 年至今资产负债率呈现下降趋势，从 60% 左右降至 19 年 Q3 季度的近 50%，企业负债水平经历了一轮景气周期之后出现逐步下滑。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 17 年起逐步提升，19 年 Q3 季度首次出现下滑，在 18 年伴随着多数产品陆续降价，库存仍然持续升高，产销率出现下滑，随着 19 年 Q3 季度的库存出现向下拐点，我们认为去库存周期已经开启，预计 1-2 年内行业库存将陆续出清。

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，上市公司逆周期扩张符合预期。销售商品提供劳务收到现金与营收的比值自 2017 年起底部回升，2019 年 Q3 季度恢复至 94% 左右。

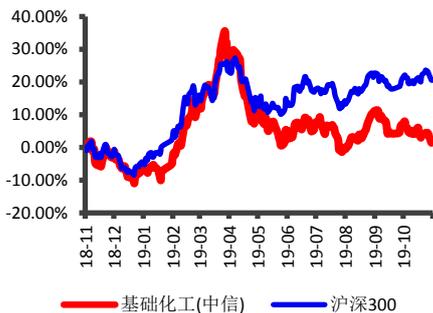
胶粘剂、民爆、橡胶制品等前三季度净利润同比增长

细分子行业来看，营业收入方面，钾肥、涤纶、氯碱、日化、民爆细分子行业 19 年单季度增速均为正，复合肥、氟化工、塑料制品、橡胶制品等细分行业 19 年单季度同比均下滑；归母净利润方面，树脂、胶粘剂、民爆、橡胶制品等子行业 19 年单季度同比均上升，复合肥、农药、粘胶、纯碱、氟化工、有机硅、聚氨酯、塑料制品等子行业 19 年单季度均下滑。

化工品价格企稳，关注存在反转预期及近消费端子行业

我们认为当前时点下，油价低位徘徊，预计布油价格中枢大概率在 60-65 美金波动，化工品价格自 18 年以来陆续下跌，目前部分产品止跌回升，底部基本确认。前期新建产能较多导致供给增加，行业库存高企，Q3 季度库存下降预示着新一轮去库存开启，预计 1-2 年内行业内库存情况将恢复至良好状态，新产能消化期将结束。建议关注有望出现反转的氟化工（三代制冷剂产能冻结）及维生素（下游需求反转）子行业、近消费端的日化、胶粘剂等子行业，长期可关注行业筑底的农药等子行业。

近 12 个月行业指数与沪深 300 比较
(截止至 2019 年 11 月 12 日)



报告编号：HLX19-HG-06

相关报告：

■ 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 Q3 净利润降幅再扩大，继续处于景气下行期	6
1.2 企业负债率继续下降，Q3 库存下降或为去库存拐点	6
1.3 行业龙头持续扩产，现金流水平逐步修复	7
二、子行业情况	7
2.1 胶粘剂、民爆、橡胶制品等前三季度利润同比增长	7
2.2 农药：产品降价库存提升，行业处于低谷	8
2.3 氟化工：三代制冷剂产能扩张结束，产业链有望回暖	10
2.4 聚氨酯：龙头扩产加速，资本开支持续增长	12
2.5 胶粘剂：成本下降推动业绩增长，库存增加添隐患	14
2.6 维生素：行业格局稳定，利润恢复增长	16
2.7 日化：利润增速放缓，资本开支缩减	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 19 年单季度基础化工子行业营收 YoY	8
图 8 19 年单季度基础化工子行业归母净利润 YoY	8
图 9 农药子行业历年营收及 YoY 示意图	8
图 10 农药子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	8
图 11 农药子行业历年存货及存货周转天数示意图	9
图 12 农药子行业历年资产负债率示意图	9
图 13 农药子行业历年在建工程及固定资产示意图	9
图 14 农药子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	10
图 15 农药子行业历年现金流示意图	10
图 16 氟化工子行业历年营收及 YoY 示意图	10
图 17 氟化工子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	10
图 18 氟化工子行业历年存货及存货周转天数示意图	11
图 19 氟化工子行业历年资产负债率示意图	11
图 20 氟化工子行业历年在建工程及固定资产示意图	11
图 21 氟化工子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	12
图 22 氟化工子行业历年现金流示意图	12
图 23 聚氨酯子行业历年营收及 YoY 示意图	12
图 24 聚氨酯子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	12
图 25 聚氨酯子行业历年存货及存货周转天数示意图	13
图 26 聚氨酯子行业历年资产负债率示意图	13
图 27 聚氨酯子行业历年在建工程及固定资产示意图	13
图 28 聚氨酯子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	14
图 29 聚氨酯子行业历年现金流示意图	14
图 30 胶粘剂子行业历年营收及 YoY 示意图	14
图 31 胶粘剂子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	14
图 32 胶粘剂子行业历年存货及存货周转天数示意图	15
图 33 胶粘剂子行业历年资产负债率示意图	15
图 34 胶粘剂子行业历年在建工程及固定资产示意图	15
图 35 胶粘剂子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	16
图 36 胶粘剂子行业历年现金流示意图	16
图 37 维生素子行业历年营收及 YoY 示意图	16
图 38 维生素子行业历年归母净利润及 YoY 示意图	16
图 39 维生素子行业历年存货及存货周转天数示意图	17
图 40 维生素子行业历年资产负债率示意图	17
图 41 维生素子行业历年在建工程及固定资产示意图	17
图 42 维生素子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	18
图 43 维生素子行业历年现金流示意图	18

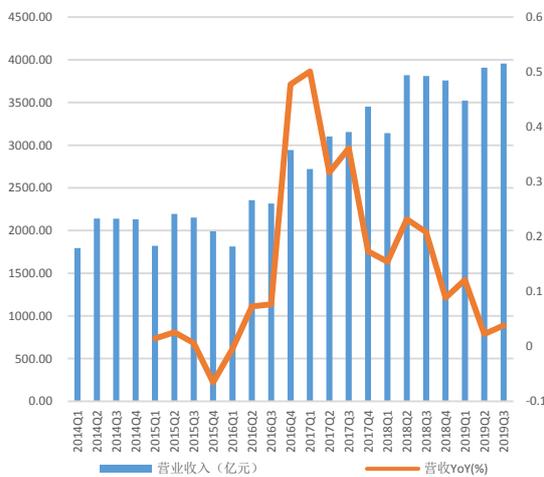
图 44 日化子行业历年营收及 YoY 示意图.....	18
图 45 日化子行业历年归母净利润及 YoY 示意图.....	18
图 46 日化子行业历年存货及存货周转天数示意图	19
图 47 日化子行业历年资产负债率示意图	19
图 48 日化子行业历年在建工程及固定资产示意图	19
图 49 日化子行业历年资本支出/折旧摊销示意图	20
图 50 日化子行业历年现金流示意图	20

一、基础化工行业整体概况

1.1 Q3 净利润降幅再扩大，继续处于景气下行期

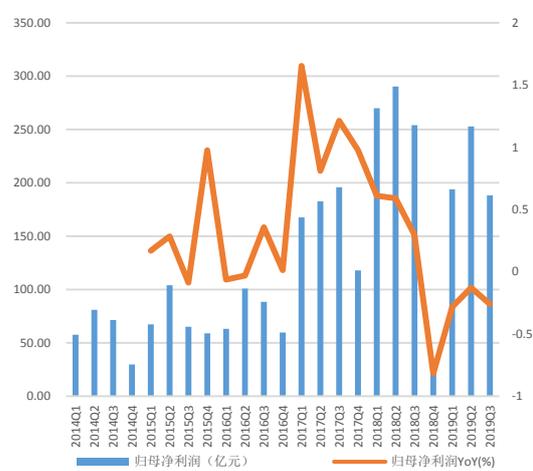
我们选取了 174 家 2014 年至今数据完整的企业进行营业收入及归属于母公司股东净利润统计分析。根据 Wind 数据显示，单季度营业收入呈现上升趋势，营收增速自 2017 年 Q1 (50.10%) 起出现持续下滑，19 年 Q3 季度仅为 3.84%；从归母净利润情况来看，2017 年 Q1 季度增速达到 165% 之后逐步下滑，2018 年 Q4 季度增速变负值，19 年 Q1 和 Q2 季度降幅缩窄，但 Q3 季度降幅再度扩大，大行业继续处于景气下行周期。

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

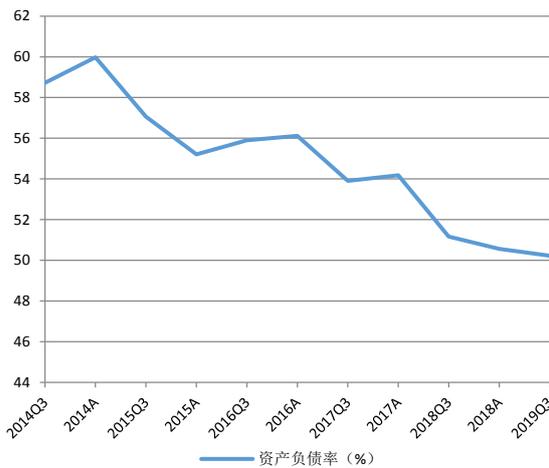


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.2 企业负债率继续下降，Q3 库存下降或为去库存拐点

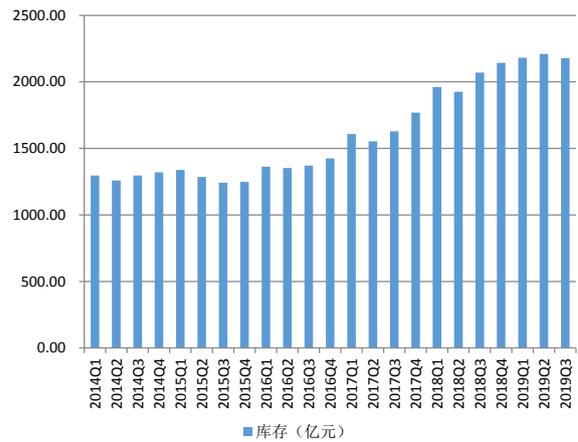
据 Wind 数据显示，2014 年至今资产负债率呈现下降趋势，从 60% 左右降至 19 年 Q3 季度的近 50%，企业负债水平经历了一轮景气周期之后出现逐步下滑。从库存情况来看，随着龙头企业产能扩张及产品价格提升影响，库存水平自 17 年起逐步提升，19 年 Q3 季度首次出现下滑，在 18 年伴随着多数产品陆续降价，库存仍然持续升高，产销率出现下滑，随着 19 年 Q3 季度的库存出现向下拐点，我们认为去库存周期已经开启，预计 1-2 年内行业库存将陆续出清。

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

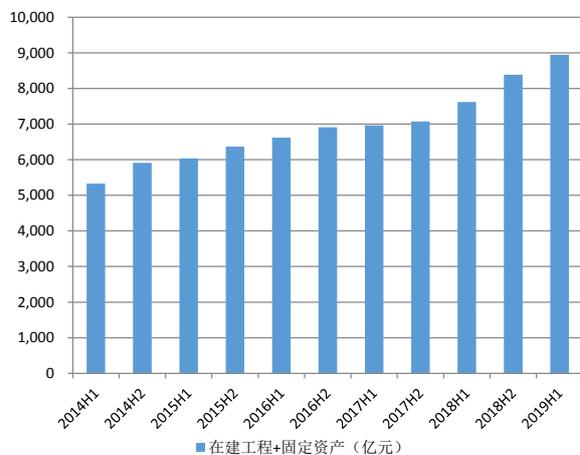


数据来源: Wind 上海证券研究所

1.3 行业龙头持续扩产，现金流水平逐步修复

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，上市公司逆周期扩张符合预期。销售商品提供劳务收到现金与营收的比值自 2017 年起底部回升，2019 年 Q3 季度恢复至 94% 左右。

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 胶粘剂、民爆、橡胶制品等前三季度利润同比增长

我们选取了 2014 年至今数据齐全的 174 家基础化工上市公司，根据 wind 数据统计，营业收入方面，钾肥、涤纶、氯碱、日化、民爆细分子行业 19 年单季度增速均为正，复合肥、氟化工、塑料

制品、橡胶制品等细分行业 19 年单季度同比均下滑；归母净利润方面，树脂、胶粘剂、民爆、橡胶制品等子行业 19 年单季度同比均上升，复合肥、农药、粘胶、纯碱、氟化工、有机硅、聚氨酯、塑料制品等子行业 19 年单季度均下滑。

图 7 19 年单季度基础化工子行业营收 YoY

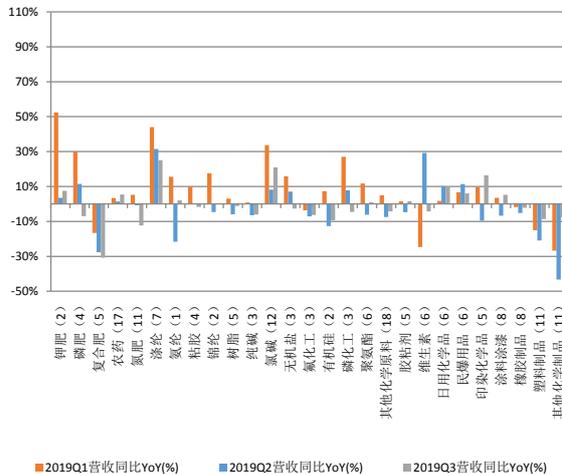
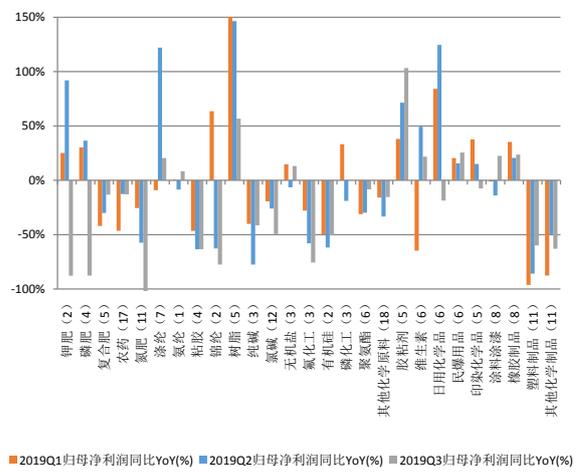


图 8 19 年单季度基础化工子行业归母净利润 YoY



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 农药: 产品降价库存提升, 行业处于低谷

根据 wind 数据统计, 农药子行业营业收入自 2016 年起逐步提升, 17 年 Q3 增速达到 89.60%, 随后增速出现下滑, 19 年 Q2 一度仅有 1.40%, Q3 季度增速有小幅回升; 归母净利润 2017 年开始增长, 18 年 Q1 季度达到 39.47 亿元, 随后出现下滑, 18 年 Q4 甚至为负数, 19 年环比上升, 但同比仍然下滑。

图 9 农药子行业历年营收及 YoY 示意图

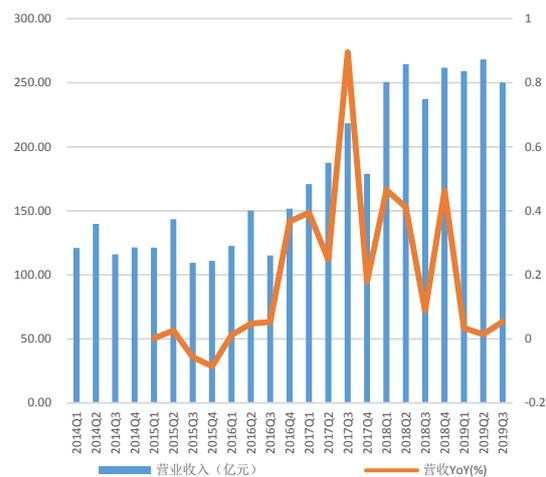
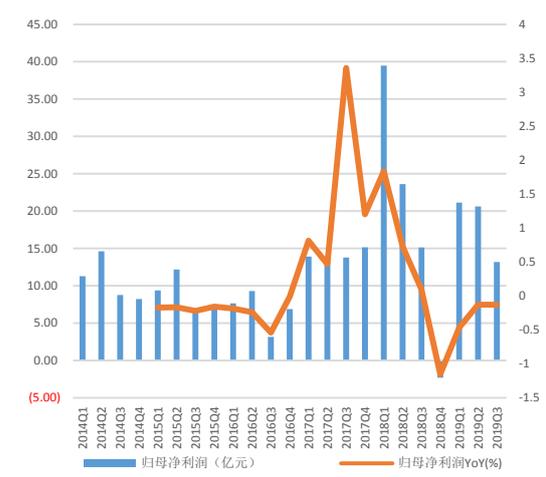


图 10 农药子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



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 17 年出现较大提升, 并且在之后一直维持持续提升状态, 19 年 Q3 达到 261 亿元, 环比增长 23 亿元, 提升幅度较大; 同时, 存货周转天数也呈现上升趋势, 目前农药产品

多数价格有所下滑，存货增长证明了销售受阻。行业负债率呈现波动趋势，近一年来底部回升，目前在49%左右。

图 11 农药子行业历年存货及存货周转天数示意图

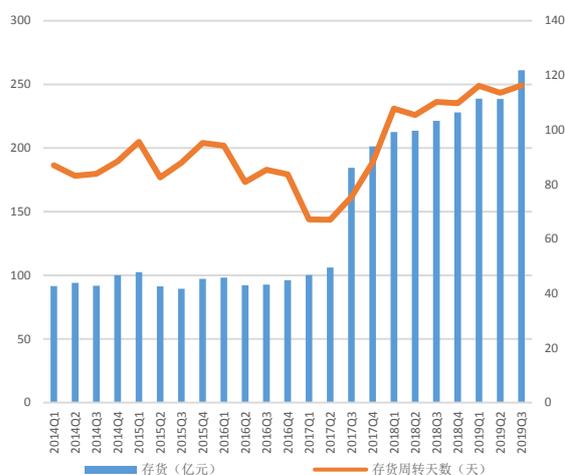


图 12 农药子行业历年资产负债率示意图

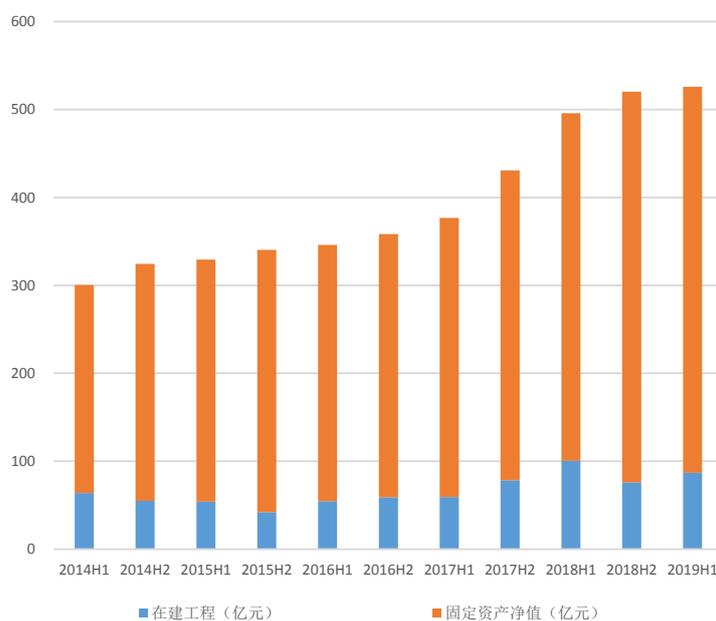


数据来源: Wind 上海证券研究所

数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，17年起略有增长，行业龙头扩产集中推进，固定资产净值与在建工程之和 19 年趋于稳定，本轮扩产周期基本结束。

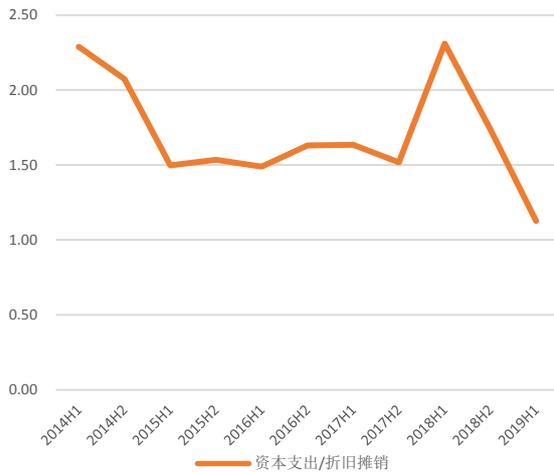
图 13 农药子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

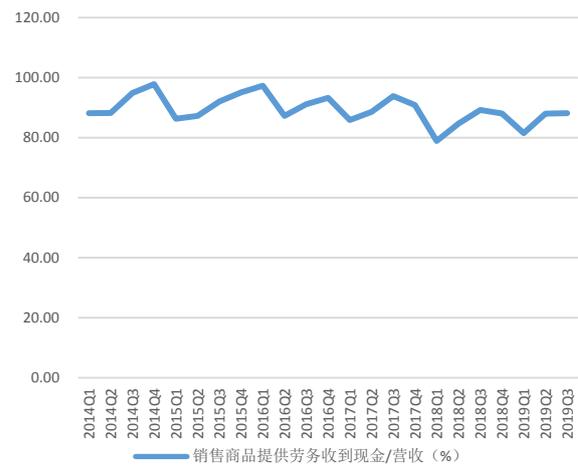
资本支出方面，行业资本支出与折旧摊销比值 18 年上半年达到近年高点，随后逐步下滑，目前为 1.13，未来几年行业资本开支将维持较低位置。现金流方面，销售商品提供劳务收到现金与营收比值趋势下行，19 年 Q3 为 88.14%，为近年来中位值，在大行业里属于相对较差子行业。

图 14 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 15 农药子行业历年现金流示意图

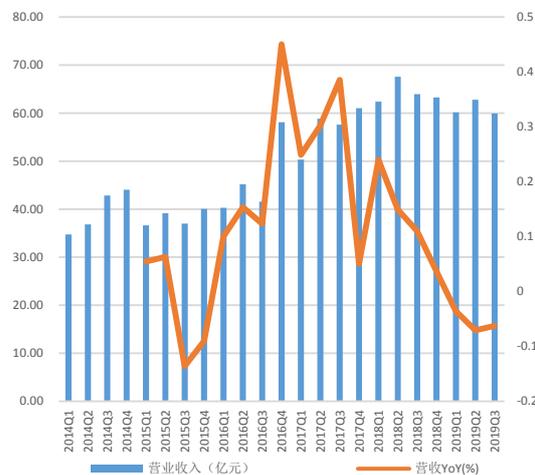


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.3 氟化工: 三代制冷剂产能扩张结束, 产业链有望回暖

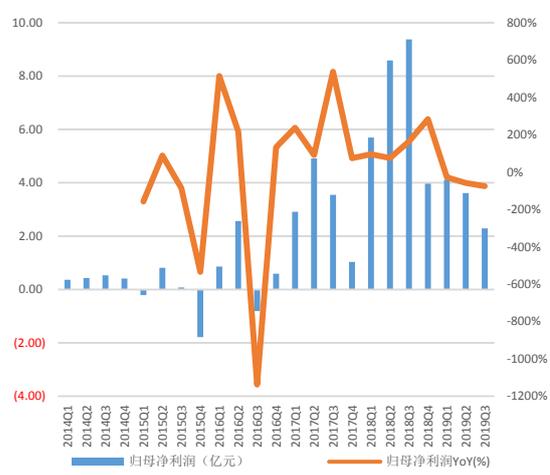
根据 wind 数据统计, 氟化工子行业营业收入自 2016 年起出现正增长, 17、18 年均有较好增速, 19 年起增速下滑, Q3 季度降幅收窄; 归母净利润波动较大, 17、18 年有大幅增长, 19 年出现下滑后, 降幅扩大到 75.59%。受第三代制冷剂临近冻产影响, 近两年三代制冷剂产能急速扩张, 导致利润出现下滑, 目前产能冻结确定, 未来将逐步好转。

图 16 氟化工子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

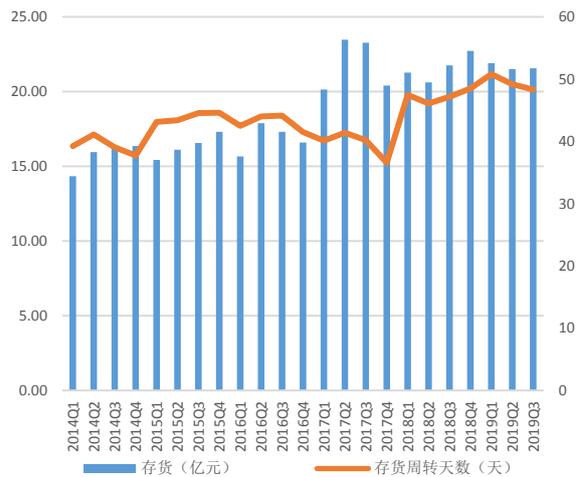
图 17 氟化工子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

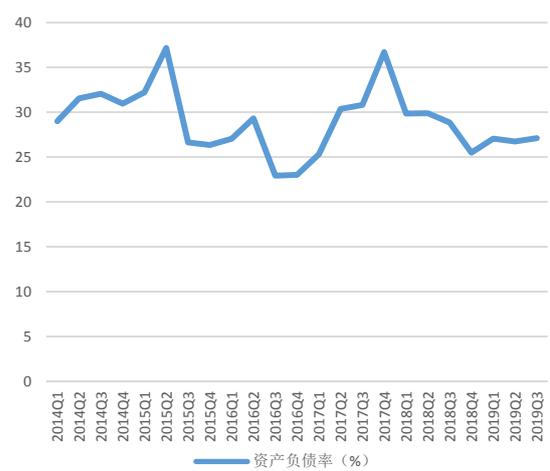
存货方面, 企业库存 2017 年 Q1 季度起出现大幅提升, 随后相对稳定, 并在 19 年起逐步下滑, 并且存货周转天数也有所下降, 销售情况有所好转。资产负债率方面, 企业负债率 17 年 Q4 之后出现回落, 目前为 27%, 处于近年来低位。

图 18 氟化工子行业历年存货及存货周转天数示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

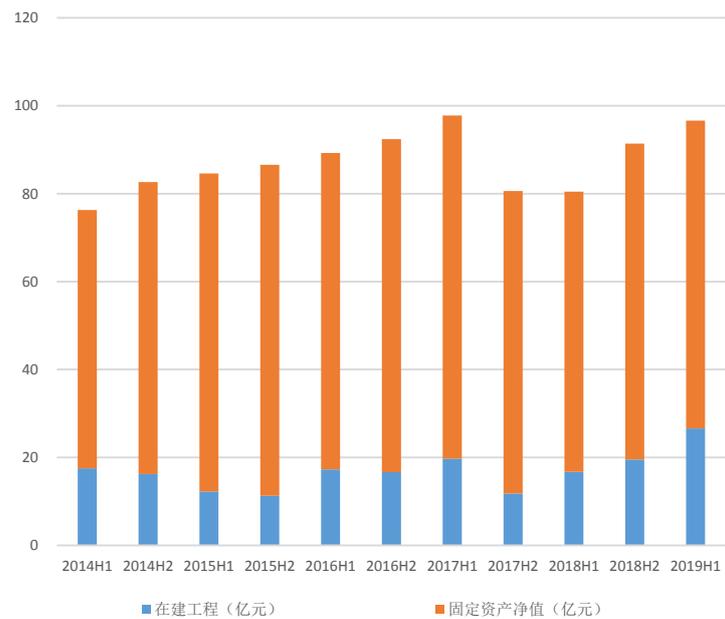
图 19 氟化工子行业历年资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面, 16 年 在建工程提升较多, 17 年下半年下滑后再度逐季度回升, 17 年 固定资产净值下滑主要是受三爱富业务调整所致, 19 年 固定资产净值与在建工程之和逐步提升。

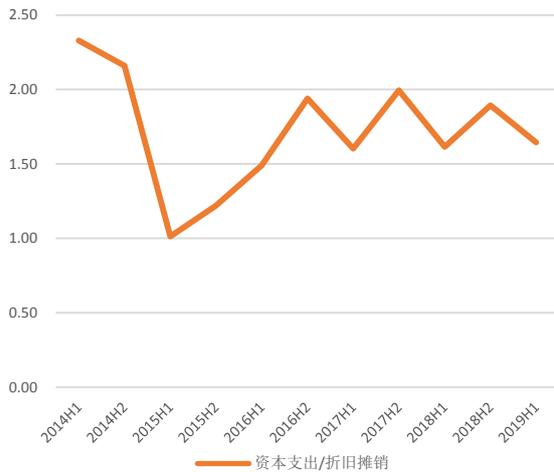
图 20 氟化工子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

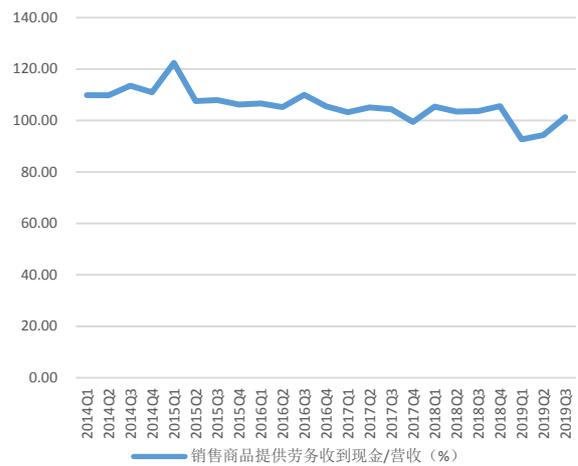
资本支出方面, 资本支出与折旧摊销比值自 14 年高位回落以来, 16 年起会回升至 1.5-2.0 之间, 并维持至今, 预计随着产能扩张停滞未来将会有所回落。现金流方面, 销售商品提供劳务收到现金与营收的比值常年维持在 100% 以上, 19 年 Q1 季度跌至 92.65% 之后出现回升, Q3 季度再度突破 100%, 现金流状况回暖。

图 21 氟化工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 氟化工子行业历年现金流示意图

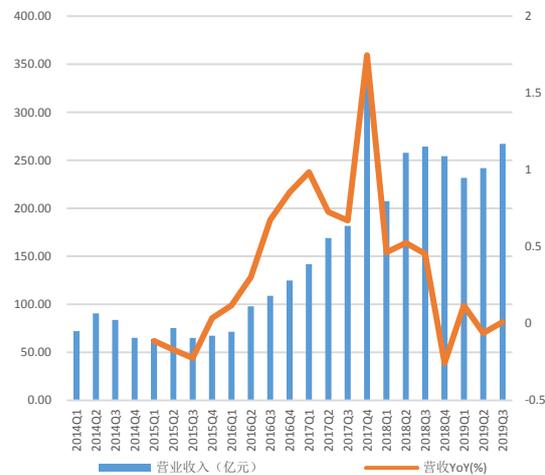


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.4 聚氨酯: 龙头扩产加速, 资本开支持续增长

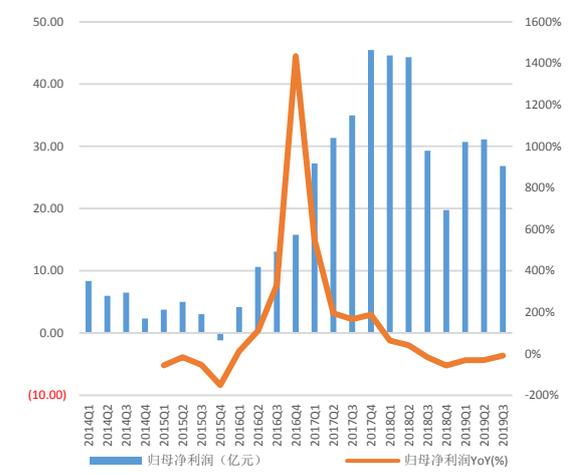
根据 wind 数据统计, 聚氨酯子行业营业收入自 2016 年 Q1 季度出现大幅增长, 营收水平进入新平台, 18 年下半年受产品价格下滑影响, 营收增速转负, 19 年 Q3 转正至 1.09%, 19 年前三季度营收规模环比持续提升; 归母净利润方面, 17 年 Q4 达到顶峰后出现下滑, 19 年降幅逐步缩窄。

图 23 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

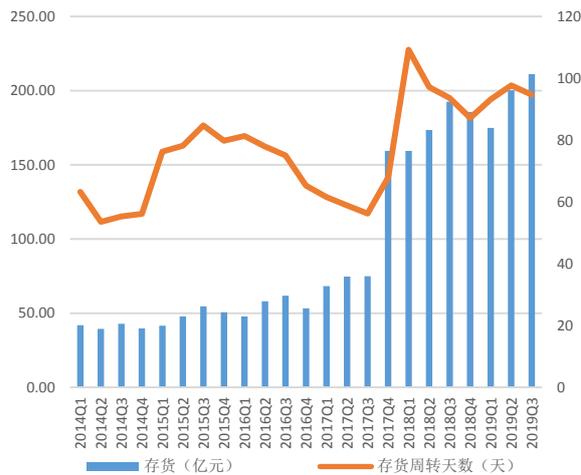
图 24 聚氨酯子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

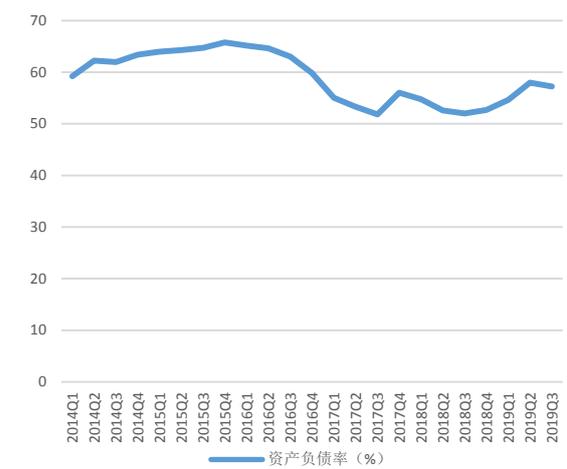
存货方面, 企业库存 2017 年 Q4 季度起出现大幅提升, 主要原因是产品提价及产能释放, 19 年 Q2、Q3 季度再度提升, 存货周转天数维持在近年来较高位置。资产负债率方面, 企业负债率呈现下滑趋势, 19 年 Q3 为 57%, 处于近年中位。

图 25 聚氨酯子行业历年存货及存货周转天数示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

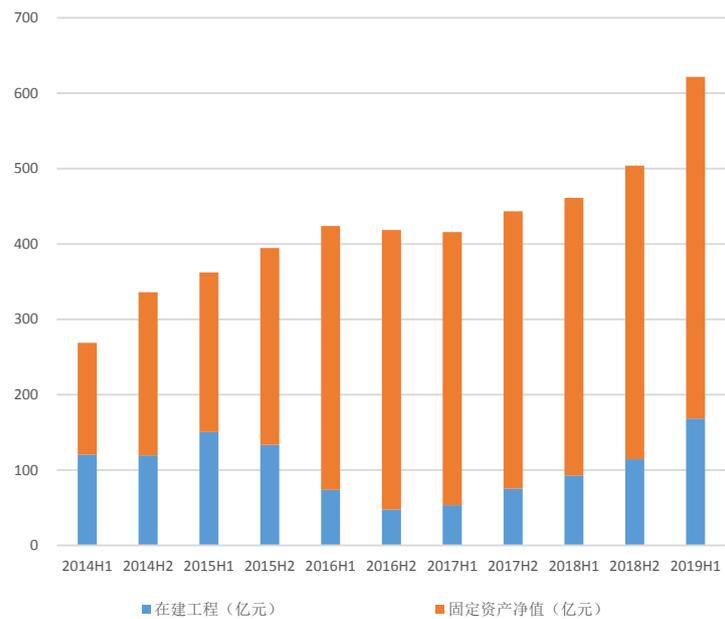
图 26 聚氨酯子行业历年资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面, 企业 在建工程自 2017 年起逐年提升, 19 年上半年达到近年高位, 固定资产净值与在建工程之和也在 19 年有较大提升, 产能扩张仍在进行。

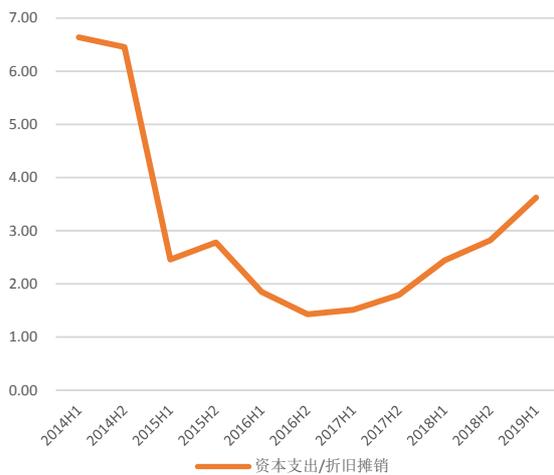
图 27 聚氨酯子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

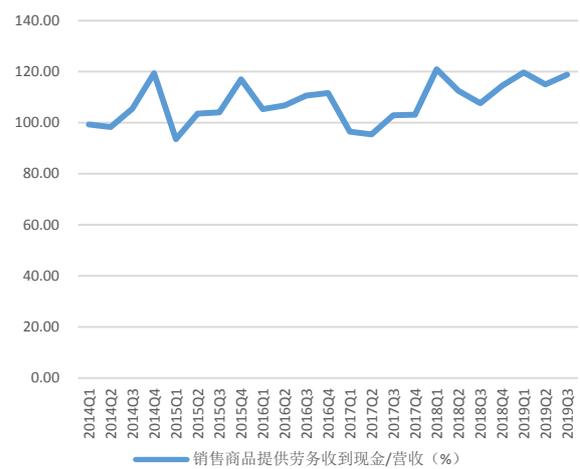
资本支出方面, 行业资本支出与折旧摊销比值 14 年高位回落, 16 年底起开始提升, 19 年上半年达到 3.62, 资本开支持续增长。行业现金流方面趋势上行, 19 年 Q3 达到近 120%, 为近年来高位。

图 28 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 29 聚氨酯子行业历年现金流示意图

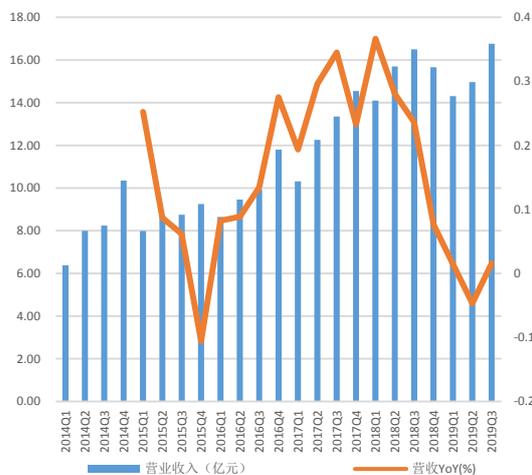


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.5 胶粘剂：成本下降推动业绩增长，库存增加添隐患

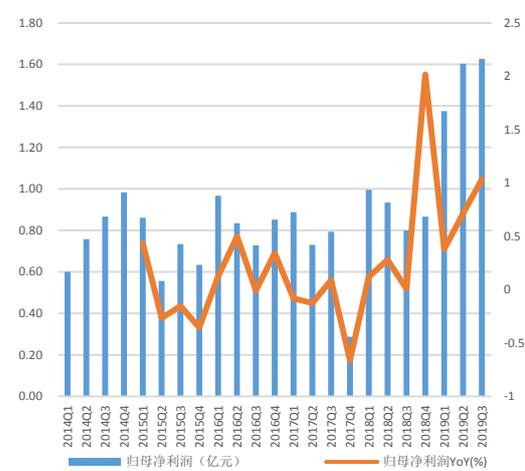
根据 wind 数据统计，胶粘剂子行业营业收入整体呈现上涨趋势，近年来仅有 15 年 Q4 和 19 年 Q2 季度同比下降，行业周期性较弱；归母净利润受原材料有机硅、聚氨酯等价格影响有所波动，17 年 Q4 为近年来最低值，19 年出现快速增长。

图 30 胶粘剂子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

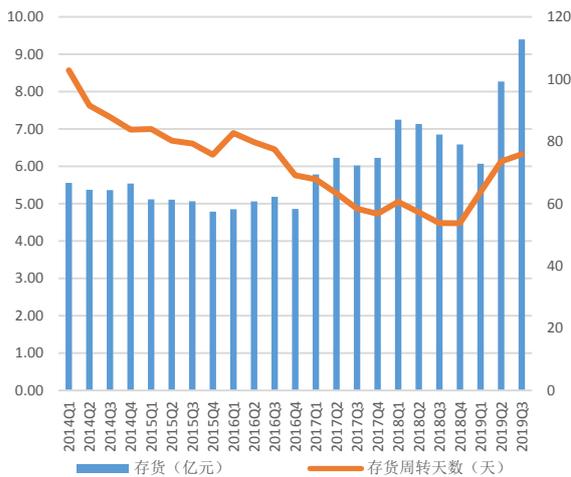
图 31 胶粘剂子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

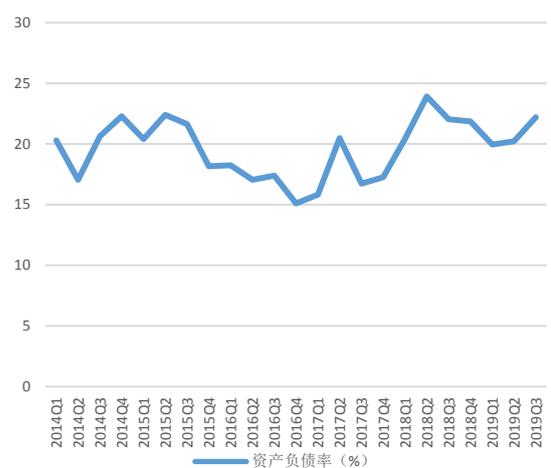
存货方面，企业库存 19 年 Q2、Q3 有较大增长，存货周转天数也有较大提升，近两季度内需及外部环境恶化，导致产销率受到影响。资产负债率近年来维持稳定，19 年 Q3 达到 22%，为近年来较高位置。

图 32 胶粘剂行业历年存货及存货周转天数示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 33 胶粘剂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，自 15 年 在建工程总额下滑之后，一直维持较低位置，而固定资产净值与在建工程之和出现逐季度小幅提升，主要原因因为胶粘剂产能建设周期短所致。

图 34 胶粘剂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

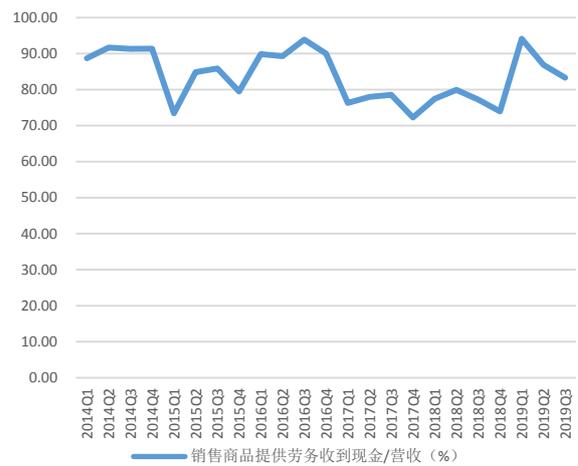
资本支出方面，胶粘剂行业资本支出与折旧摊销比值自 14 年高位回落后维持在较低位置，19 年上半年仅为 1.08，资本开支刚好满足行业有序扩张。现金流方面，行业现金流在 17、18 年相对较差，销售商品提供劳务收到现金与营收比值均在 80% 以下，19 年 Q1 季度回到 90% 之后，再度回落至 83%。

图 35 胶粘剂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 胶粘剂子行业历年现金流示意图

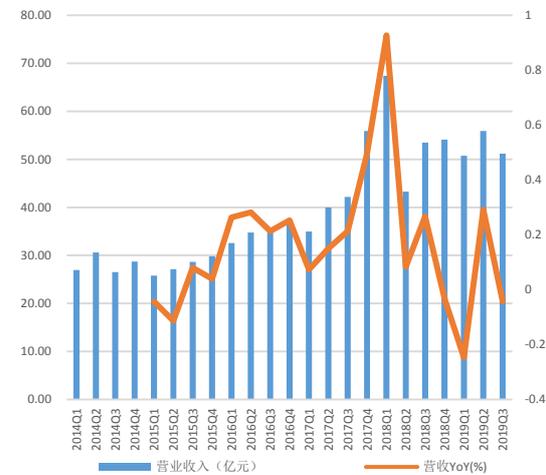


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.6 维生素: 行业格局稳定, 利润恢复增长

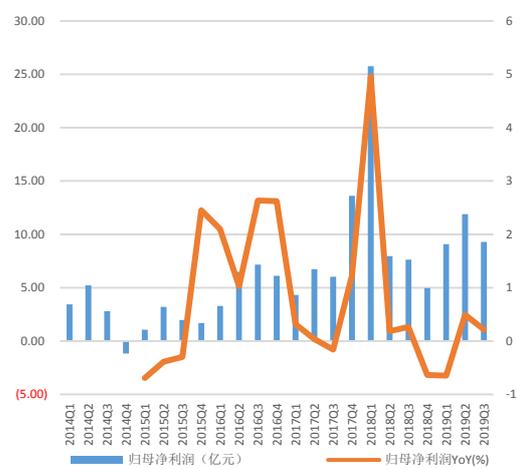
根据 wind 数据统计, 维生素子行业营业收入在剔除 17 年下半年至 18 年一季度的行业海外供给意外停产导致产品价格暴涨的因素前提下, 整体呈现稳步提升趋势; 归母净利润方面也维持相近趋势, 行业形成的寡头垄断格局较为稳固。

图 37 维生素子行业历年营收及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

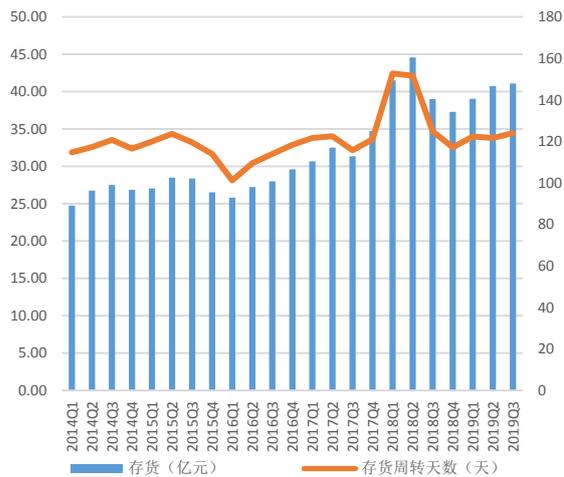
图 38 维生素子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

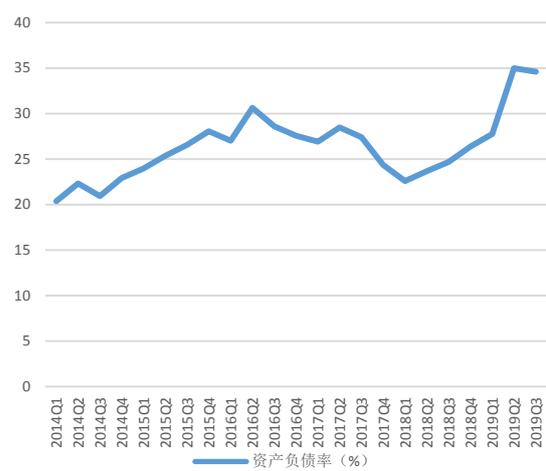
存货方面, 企业库存在 18 年 Q1 和 Q2 急速提升, 主要受产品涨价及过高价格导致滞销影响, 18 年 Q3、Q4 逐步去库存, 19 年缓慢提升, 存货周转天数也呈现相似的变化趋势。资产负债率方面, 14 年至今呈现震荡上升趋势, 18 年 Q1 至 19 年 Q3 从 23% 提升至 35%。

图 39 维生素子行业历年存货及存货周转天数示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

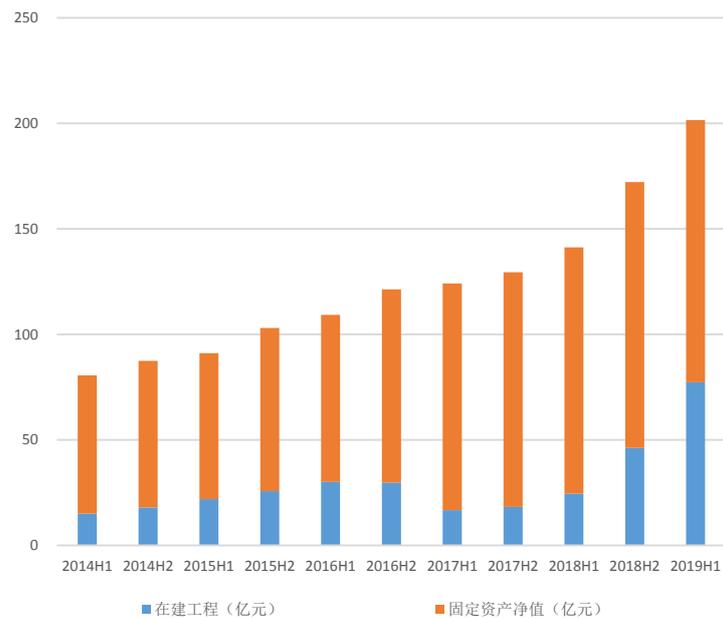
图 40 维生素子行业历年资产负债率示意图



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 2017 年低点 17 亿元提升至 19 年中报的 77 亿,固定资产净值与在建工程之和也在 18 年下半年起出现大幅提升。

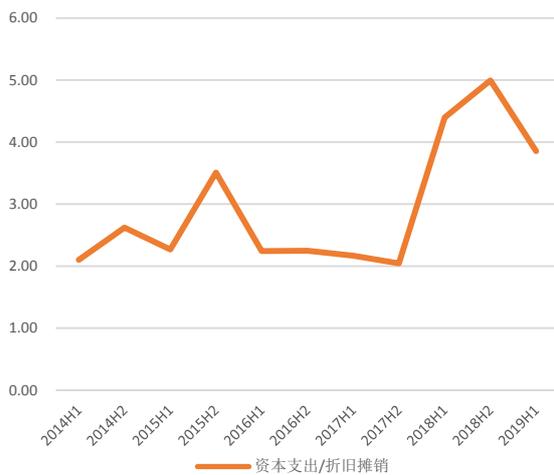
图 41 维生素子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

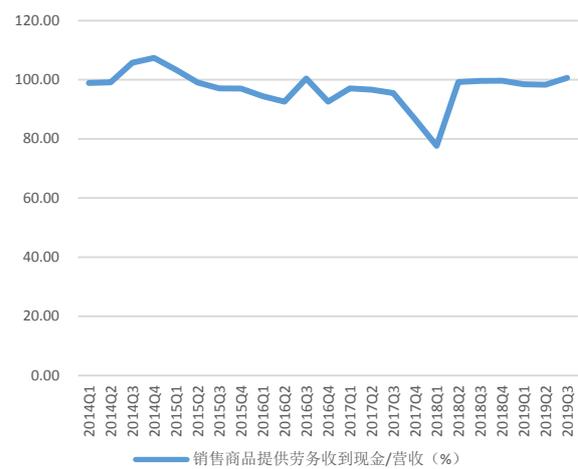
资本支出方面,维生素行业资本支出与折旧摊销比值自 2017 年下半年起出现显著提升,从 2.0 提升至 18 年下半年的 5.0,19 年中报开始回落。现金流方面,行业现金流相对稳定,除 18 年上半年大幅下滑外,销售商品提供劳务收到现金与营收比值维持在 100% 左右。

图 42 维生素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 维生素子行业历年现金流示意图

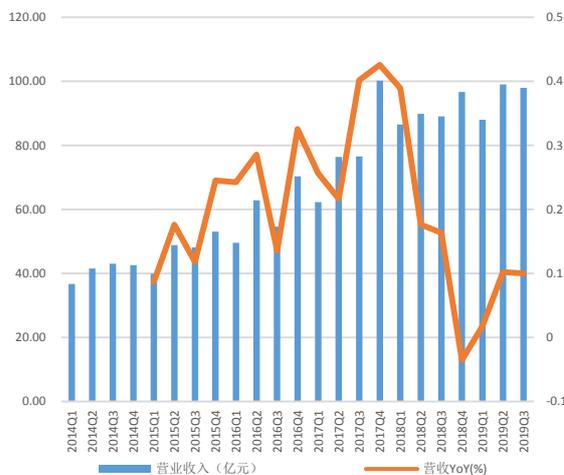


数据来源: Wind 上海证券研究所

2.7 日化: 利润增速放缓, 资本开支缩减

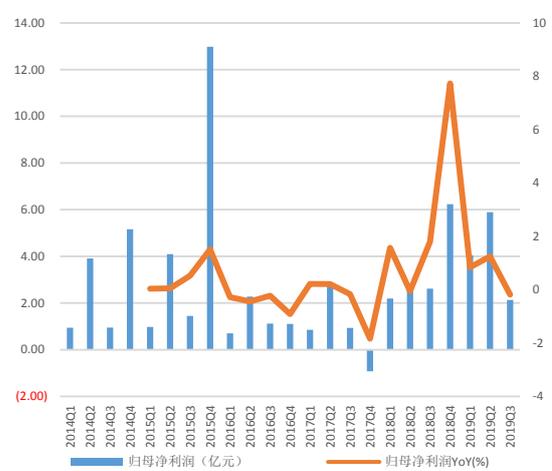
根据 wind 数据统计, 日化子行业营业收入总体呈现提升趋势, 近年来仅有 18 年 Q4 季度同比下滑, 19 年再度提升; 归母净利润方面波动较大, 主要受产品促销淡旺季及新品推出时间等因素影响, 18 年起净利润稳健回升, 19 年 Q3 季度有所下滑。

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

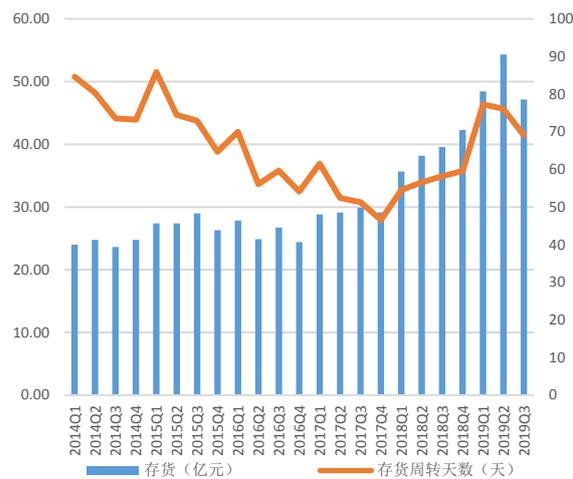
图 45 日化子行业历年归母净利润及 YoY 示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

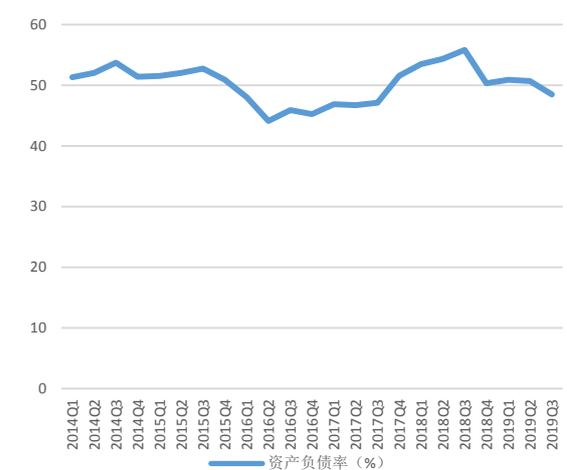
存货方面, 企业库存 2018 年 Q1 季度起出现快速提升, 19 年 Q2 达到近年高点 (54.32 亿), Q3 季度有小幅回落, 存货周转天数也随之提升后回落。资产负债率方面, 近年来维持在 50% 左右波动。

图 46 日化子行业历年存货及存货周转天数示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

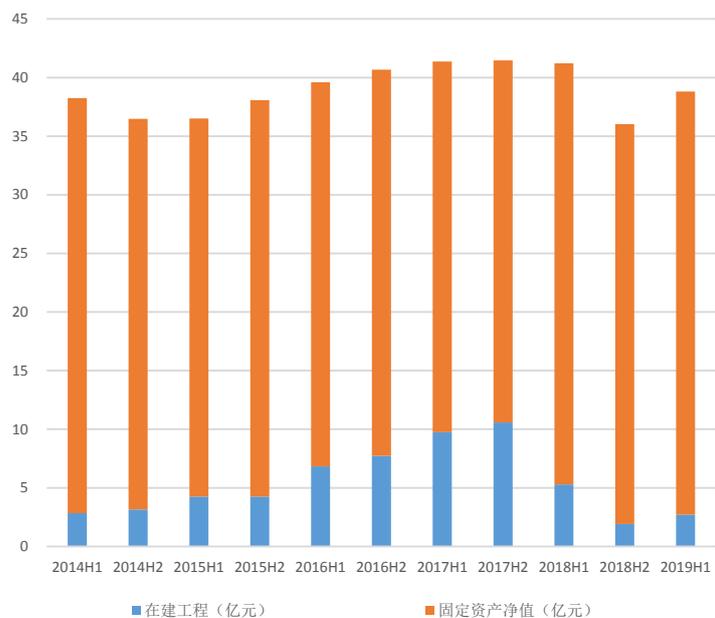
图 47 日化子行业历年资产负债率示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

在建工程方面，18 年起在建工程下降明显，固定资产净值与在建工程之和也有所回落，行业继续轻资产运行。

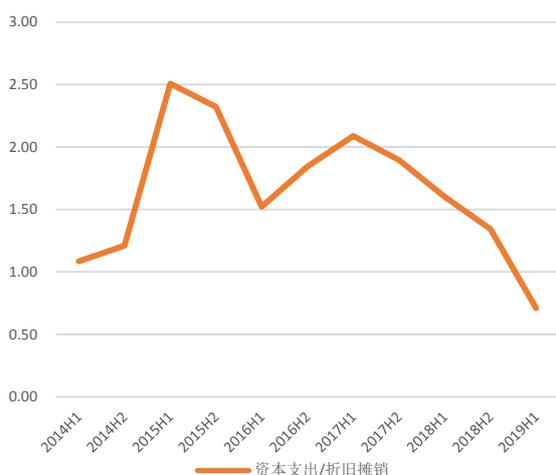
图 48 日化子行业历年在建工程及固定资产示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

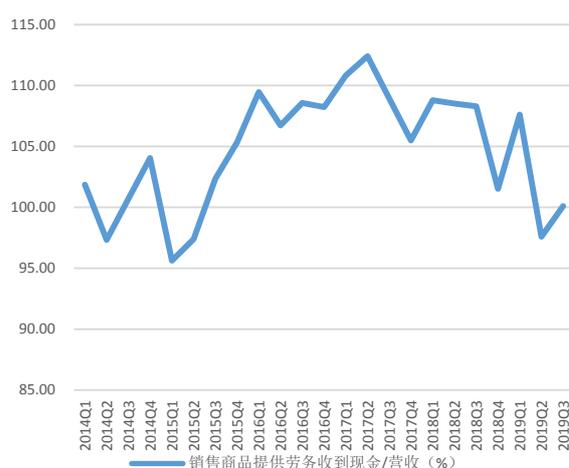
资本支出方面，日化行业资本支出与折旧摊销的比值 15 年以来持续下降，19 年上半年仅为 0.71，为近年来最低值。现金流方面，销售商品提供劳务收到现金/营收近年来多数时间大于 100%，但 19 年 Q2 季度下滑至 100% 以下，Q3 季度恢复至 100%，仍为近年来中等偏低位置。

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

我们选取了 174 家 2014 年至今数据完整的企业进行数据统计分析。

营收及净利润方面, 根据 Wind 数据显示, 单季度营业收入呈现上升趋势, 营收增速自 2017 年 Q1 (50.10%) 起出现持续下滑, 19 年 Q3 季度仅为 3.84%; 从归母净利润情况来看, 2017 年 Q1 季度增速达到 165% 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, 但 Q3 季度降幅再度扩大, 大行业继续处于景气下行周期。

负债率及库存方面, 据 Wind 数据显示, 2014 年至今资产负债率呈现下降趋势, 从 60% 左右降至 19 年 Q3 季度的近 50%, 企业负债水平经历了一轮景气周期之后出现逐步下滑。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 17 年起逐步提升, 19 年 Q3 季度首次出现下滑, 在 18 年伴随着多数产品陆续降价, 库存仍然持续升高, 产销率出现下滑, 随着 19 年 Q3 季度的库存出现向下拐点, 我们认为去库存周期已经开启, 预计 1-2 年内行业库存将陆续出清。

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, 上市公司逆周期扩张符合预期。销售商品提供劳务收到现金与营收的比值自 2017 年起底部回升, 2019 年 Q3 季度恢复至 94% 左右。

细分子行业来看, 营业收入方面, 钾肥、涤纶、氯碱、日化、民爆细分子行业 19 年单季度增速均为正, 复合肥、氟化工、塑料

制品、橡胶制品等细分行业 19 年单季度同比均下滑；归母净利润方面，树脂、胶粘剂、民爆、橡胶制品等子行业 19 年单季度同比均上升，复合肥、农药、粘胶、纯碱、氟化工、有机硅、聚氨酯、塑料制品等子行业 19 年单季度均下滑。

我们认为当前时点下，油价低位徘徊，预计布油价格中枢大概率在 60-65 美金波动，化工品价格自 18 年以来陆续下跌，目前部分产品止跌回升，底部基本确认。前期新建产能较多导致供给增加，行业库存高企，Q3 季度库存下降预示着新一轮去库存开启，预计 1-2 年内行业内库存情况将恢复至良好状态，新产能消化期将结束。建议关注有望出现反转的氟化工（三代制冷剂产能冻结）及维生素（下游需求反转）子行业、近消费端的日化、胶粘剂等子行业，长期可关注行业筑底的农药等子行业。

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。