

分析师: 顾敏豪  
登记编码: S0730512100001  
gumh00@ccnew.com 021-50586308

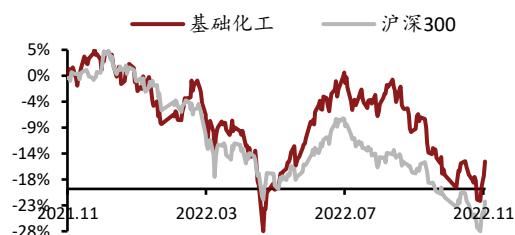
## 化工行业整体面临下行压力, 锂电、钾肥、民爆等行业增长态势较好

——基础化工行业三季报总结

### 证券研究报告-行业深度分析

同步大市(维持)

#### 基础化工相对沪深 300 指数表现



发布日期: 2022 年 11 月 21 日

资料来源: 中原证券

#### 相关报告

《基础化工行业月报: 化工品价格整体回调, 产业链下游有望受益》 2022-11-07

《基础化工行业月报: 化工品价格有所提升, 围绕三条主线布局》 2022-10-10

《基础化工行业点评报告: 北溪管道泄露冲击欧洲化工产业, 国内企业有望受益》 2022-09-30

联系人: 马巍琦

电话: 021-50586973

地址: 上海浦东新区世纪大道 1788 号 16 楼

邮编: 200122

#### 投资要点:

- **前三季度基础化工行业实现较快增长, 增速有所下滑。** 2022 年前三季度, 中信基础化工行业实现营业收入 19450.62 亿元, 同比增长 29.93%, 实现净利润 2162.07 亿元, 同比增长 25.70%。前三季度基础化工行业的收入、利润仍保持较快增长, 但与中报业绩相比, 前三季度增速较 2022 年上半年出现明显回落。今年第三季度, 基础化工行业的收入同比仍保持增长态势, 但营业利润与净利润同比、环比皆呈现下降态势, 显示行业的景气度出现明显下滑。
- **前三季度基础化工行业实现较快增长, 增速有所下滑。** 2022 年前三季度, 基础化工 33 个子行业营业收入总体保持增长态势, 净利润出现较为明显的分化。锂电化学品、钾肥、民爆用品等行业业绩表现较好。
- **行业盈利能力呈现下滑态势。** 前三季度, 基础化工行业毛利率、净利率均呈下滑态势。受原材料成本上升以及行业需求下滑等因素影响, 2022 年以来基础化工行业的盈利能力持续下滑。基础化工各子行业盈利能力多数下滑, 钾肥、氟化工、无机盐、民爆用品、食品及饲料添加剂等行业, 受益于需求提升及产品价格的上涨, 盈利能力提升幅度较大。
- **基础化工行业财务指标整体稳健, 现金流等指标改善。** 前三季度, 基础化工行业资产负债率小幅下降, 经营现金流净额大幅提升。随着行业盈利的增长, 行业的投资力度明显提升, 带动在建工程快速增长。行业的存货周转天数小幅提升, 营运能力略有下滑。
- **行业投资建议。** 维持行业“同步大市”的投资评级。建议围绕三条主线进行布局。

未来具有产业链一体化、低排放、清洁发展的龙头企业有望持续提升市场份额, 实现长期的成长。建议优选各行业龙头。

未来我国汽车产业有望逐步崛起, 全球份额不断提升, 从而拉动配套的国产轮胎需求。建议关注受益轮胎行业。

光伏、风电、锂电池等新能源行业正面临实现快速发展, 有望拉动相关配套材料的需求。此外我国半导体领域的国产化程度依然有待提升, 随着国内政策扶持力度的不断加大, 有望拉动电子化学品的相关需求板块。建议关注新能源(光伏、风电、锂电池)相关化工品以及半导体材料的投资机会。

**风险提示:** 需求不及预期、行业产能大幅扩张、能源价格大幅上涨

## 内容目录

<b>1. 前三季度业绩实现较快增长，增速有所下滑</b> .....	<b>3</b>
1.1. 前三季度收入、利润保持增长，三季度同环比下滑 .....	3
1.2. 子行业总体保持增长，三季度多数下滑 .....	3
<b>2. 盈利能力呈现下滑态势</b> .....	<b>6</b>
2.1. 前三季度盈利能力高位回落 .....	6
2.2. 子行业盈利能力分化，多数出现下滑 .....	7
<b>3. 基础化工行业财务指标分析</b> .....	<b>9</b>
3.1. 资产负债率小幅下降 .....	9
3.2. 现金流总体改善 .....	11
3.3. 在建工程大幅增长 .....	12
3.4. 存货周转天数小幅提升 .....	14
<b>4. 行业投资建议</b> .....	<b>15</b>
<b>5. 风险提示</b> .....	<b>16</b>

## 图表目录

图 1: 基础化工行业毛利率与净利率 .....	6
图 2: 基础化工行业期间费用率 .....	6
图 3: 基础化工行业单季度毛利率与净利率 .....	6
图 4: 基础化工行业单季度期间费用率 .....	6
图 5: 基础化工行业资产负债率 .....	9
图 6: 2022Q3 基础化工各行业资产负债率 .....	10
图 7: 基础化工前三季度经营现金流净额 (亿元) .....	11
图 8: 基础化工单季度经营现金流净额 (亿元) .....	11
图 9: 基础化工在建工程规模 (亿元) .....	13
图 10: 基础化工在建工程占总资产比重 .....	13
图 11: 基础化工行业存货规模 .....	14
图 12: 基础化工存货周转天数 .....	14
图 13: 基础化工行业估值 .....	15
图 14: 中信一级行业估值对比 .....	15
 表 1: 中信基础化工前三季度收入与利润 .....	3
表 2: 中信基础化工三季度收入与利润 .....	3
表 3: 基础各子行业化工前三季度收入与利润 .....	4
表 4: 基础化工各子行业三季度收入与利润 .....	5
表 5: 基础各子行业化工前三季度盈利能力 .....	7
表 6: 基础化工各子行业三季度收入与利润 .....	8
表 7: 2022Q3 基础化工各行业总资产及资产负债率 .....	10
表 8: 2022Q3 基础化工各行业总资产及资产负债率 .....	12
表 9: 2022Q3 基础化工各行业在建工程 .....	13
表 10: 2022Q3 基础化工各行业存货周转天数 .....	14

## 1. 前三季度业绩实现较快增长，增速有所下滑

### 1.1. 前三季度收入、利润保持增长，三季度同比下滑

2022 年前三季度，中信基础化工行业实现营业收入 19450.62 亿元，同比增长 29.93%，实现营业利润 2718.80 亿元，同比增长 23.90%，实现归属上市公司股东的净利润 2162.07 亿元，同比增长 25.70%。今年前三季度基础化工行业的收入、利润仍保持较快增长，但与中报业绩相比，前三季度增速较 2022 年上半年出现明显回落。其中营业收入增速较上半年的 39.46% 下滑 9.53 个百分点，营业利润增速较上半年的 44.83% 下滑 20.93 个百分点，净利润增速较上半年的 48.52% 下滑 22.82 个百分点。

表 1：中信基础化工前三季度收入与利润

2022 前三季	2021 前三季	同比	2022 上半年	2021 上半年	增速
营业收入（亿元）	19450.62	29.93%	12968.42	9299.25	39.46%
营业利润（亿元）	2718.80	23.90%	2006.35	1385.33	44.83%
净利润（亿元）	2162.07	25.70%	1601.31	1078.18	48.52%

资料来源：中原证券、wind

2022 年第三季度，中信基础化工行业实现营业收入 6395.40 亿元，同比增长 20.52%，环比下滑 7.45%；实现营业利润 698.89 亿元，同比下滑 5.39%，环比下滑 35.55%；实现归属上市公司股东的净利润 2162.07 亿元，同比增长 25.70%，环比下滑 36.34%。今年第三季度，基础化工行业的收入同比仍保持增长态势，但营业利润与净利润同比、环比皆呈现下降态势，显示行业的景气度出现明显下滑。

表 2：中信基础化工三季度收入与利润

	2020Q3	2021Q3	2022Q3	2022Q3 同比	2021Q3 同比	2022Q3 环比
营业收入（亿元）	3948.97	5306.64	6395.40	20.52%	34.38%	-7.45%
营业利润（亿元）	355.07	738.72	698.89	-5.39%	108.05%	-35.55%
净利润（亿元）	285.51	609.56	588.93	-3.39%	113.50%	-36.34%

资料来源：中原证券、wind

### 1.2. 子行业总体保持增长，三季度多数下滑

从具体子行业来看，今年前三季度，基础化工 33 个子行业营业收入总体保持增长态势，其中 30 个子行业的收入同比实现增长，3 个行业收入同比出现下滑。其中锂电化学品、钾肥、碳纤维、民爆用品、氟化工等行业，受益于下游需求旺盛以及产品价格的上涨，收入增速较快。这些行业前三季度营业收入分别增长 139.78%、137.45%、77.82%、46.60% 和 45.96%。涂料油墨、氨纶、粘胶、氮肥和轮胎行业营收增速较低，分别同比下滑 5.29%、5.11%、0.81% 和增长 3.76%、4.93%。

净利润方面，基础化工各子行业出现较为明显的分化。33 个子行业中共有 16 个子行业净利润实现增长，17 个子行业净利润同比下滑。其中钾肥、氟化工、民爆用品、锂电化学品和无机盐行业净利润增速较快，分别同比增长 237.98%、207.69%、163.31%、129.34% 和 111.22%，

粘胶、锦纶、氨纶、印染化学品和涤纶行业净利润下滑幅度较大,分别同比下滑 73.72%、61.32%、60.57%、40.29% 和 39.24%。总体来看,钾肥、氟化工、民爆用品、锂电化学品、无机盐、食品及饲料添加剂、碳纤维、农药、磷肥及磷化工、纯碱等行业受益于需求与产品价格上涨,利润实现快速增长,纺织产业链及橡胶、塑料制品等下游板块,受需求低迷,上游原材料成本上升等因素,盈利下滑态势较为明显。

表 3: 基础各子行业化工前三季度收入与利润

三级子行业	2022 年前三季度 营业收入(亿元)	2021 年前三季度 营业收入(亿元)	营业收入同比	2022 年前三季度 净利润(亿元)	2022 年前三季度 净利润(亿元)	净利润同比
氯肥	1,246.81	1,201.55	3.77%	134.87	160.04	-15.72%
钾肥	316.68	133.37	137.45%	177.67	52.57	237.98%
复合肥	755.18	623.49	21.12%	34.94	31.71	10.20%
农药	1,668.25	1,226.40	36.03%	189.82	100.09	89.66%
磷肥及磷化工	1,013.00	794.54	27.50%	116.57	63.90	82.42%
涤纶	230.53	197.37	16.80%	3.46	5.69	-39.24%
氨纶	199.41	210.16	-5.11%	24.16	61.27	-60.57%
粘胶	296.62	299.03	-0.81%	5.47	20.81	-73.72%
绵纶	177.25	160.85	10.20%	7.22	18.68	-61.32%
碳纤维	41.18	23.16	77.82%	14.04	7.13	96.86%
纯碱	434.45	314.21	38.27%	93.33	58.47	59.64%
氯碱	1,299.39	1,178.14	10.29%	109.06	127.06	-14.17%
无机盐	140.61	110.53	27.22%	24.42	11.56	111.22%
其他化学原料	1,023.01	737.91	38.64%	223.78	160.61	39.33%
钛白粉	271.65	237.37	14.44%	40.52	52.91	-23.42%
日用化学品	437.16	341.98	27.83%	18.15	23.85	-23.90%
民爆用品	403.60	275.30	46.60%	58.24	22.12	163.31%
涂料油墨颜料	216.13	228.20	-5.29%	7.26	7.47	-2.79%
印染化学品	271.30	242.65	11.81%	25.49	42.69	-40.29%
其他化学制品III	1,160.40	796.25	45.73%	106.67	77.44	37.74%
食品及饲料添加剂	563.12	411.48	36.85%	84.98	41.74	103.59%
电子化学品	249.31	210.52	18.42%	34.09	24.61	38.55%
锂电化学品	1,773.10	739.47	139.78%	212.29	92.56	129.34%
氟化工	357.62	245.02	45.96%	52.96	17.21	207.69%
有机硅	139.91	101.71	37.55%	18.12	15.08	20.20%
聚氨酯	1,389.00	1,137.82	22.08%	141.16	201.06	-29.79%
橡胶助剂	184.86	147.07	25.69%	8.64	14.02	-38.41%
改性塑料	607.85	540.32	12.50%	25.54	28.46	-10.25%
合成树脂	455.02	391.72	16.16%	65.49	74.25	-11.81%
膜材料	315.14	263.58	19.56%	27.94	29.49	-5.24%
其他塑料制品	349.06	251.92	38.56%	28.54	14.45	97.51%
轮胎	552.08	526.14	4.93%	16.52	25.88	-36.17%
橡胶制品	911.96	817.05	11.62%	30.65	41.40	-25.96%

资料来源: 中原证券、wind

2022 年第三季度, 基础化工各子行业中, 27 个子行业营业收入同比实现增长, 6 个子行

业同比下滑。其中锂电化学品、钾肥、民爆用品、其他化学制品和橡胶制剂行业收入快速增长，氨纶、氮肥、复合肥、锦纶、涂料油墨颜料和粘胶行业收入下滑幅度较大。净利润方面，钾肥、民爆用品、锂电化学品、氟化工和食品及饲料添加剂等行业收入快速增长，氨纶、粘胶、锦纶、印染化学品等纺织服装产业链以及氮肥、复合肥、聚氨酯、钛白粉、有机硅等行业下滑幅度较大。环比来看，仅锂电化学品等少数行业营收、利润实现增长，大多数子行业环比均出现下滑。

表 4：基础化工各子行业三季度收入与利润

三级子行业	2022Q3 营业收入 (亿元)	2021Q3 营业收入 (亿元)	营收同比	营收环比	2022Q3 净利润 (亿元)	2022Q3 净利润 (亿元)	净利润同比	净利润环比
氮肥	372.86	437.42	-14.76%	-18.09%	19.20	54.87	-65.00%	-67.67%
钾肥	90.90	58.43	55.57%	-30.88%	51.16	21.90	133.58%	-36.52%
复合肥	184.90	205.19	-9.89%	-39.89%	0.54	9.92	-94.60%	-97.36%
农药	526.71	402.98	30.70%	-12.49%	46.09	26.77	72.16%	-35.13%
磷肥及磷化工	337.83	289.41	16.73%	-11.58%	30.79	30.90	-0.33%	-37.04%
涤纶	84.30	68.27	23.47%	15.80%	0.44	-0.37	-218.51%	-21.35%
氨纶	61.03	81.21	-24.84%	-6.75%	0.21	22.76	-99.07%	-97.94%
粘胶	97.73	104.10	-6.12%	-1.36%	-1.19	7.51	-115.84%	-128.51%
绵纶	52.34	57.86	-9.54%	-12.31%	0.07	7.01	-99.02%	-97.41%
碳纤维	13.21	9.77	35.21%	1.08%	4.81	2.64	82.38%	10.29%
纯碱	128.43	124.31	3.32%	-26.54%	25.12	26.81	-6.30%	-37.11%
氯碱	396.26	379.09	4.53%	-15.89%	19.28	39.32	-50.97%	-62.66%
无机盐	45.79	39.01	17.36%	-10.37%	6.40	4.86	31.73%	-36.99%
其他化学原料	338.54	294.12	15.10%	-6.33%	65.23	70.25	-7.16%	-19.51%
钛白粉	83.51	84.17	-0.79%	-11.68%	10.20	18.93	-46.11%	-34.08%
日用化学品	140.76	113.04	24.52%	-4.72%	-0.88	5.07	-117.34%	-109.86%
民爆用品	150.09	100.55	49.28%	0.24%	20.19	8.82	128.83%	-17.28%
涂料油墨颜料	79.18	85.35	-7.23%	2.26%	2.58	-0.30	-953.74%	-27.93%
印染化学品	84.89	82.58	2.80%	-11.27%	3.48	9.74	-64.29%	-74.27%
其他化学制品III	400.65	282.85	41.65%	0.85%	29.66	28.18	5.27%	-23.94%
食品及饲料添加剂	182.97	140.76	29.99%	-6.65%	23.64	12.48	89.34%	-28.31%
电子化学品	80.04	78.40	2.10%	-7.68%	9.32	9.58	-2.69%	-30.88%
锂电化学品	698.27	287.74	142.68%	26.46%	70.92	36.63	93.59%	6.33%
氟化工	124.76	92.09	35.47%	-3.72%	15.99	8.79	81.99%	-23.19%
有机硅	45.14	39.49	14.33%	-13.25%	4.25	6.69	-36.46%	-42.44%
聚氨酯	441.15	420.47	4.92%	-12.25%	33.62	61.43	-45.27%	-35.01%
橡胶助剂	66.25	48.49	36.63%	-1.62%	2.12	1.66	28.08%	-53.22%
改性塑料	215.51	189.46	13.75%	7.54%	8.42	4.14	103.25%	-4.69%
合成树脂	148.91	136.64	8.98%	-7.72%	16.66	22.55	-26.12%	-38.49%
膜材料	102.55	94.32	8.72%	-9.18%	5.70	9.77	-41.61%	-53.99%
其他塑料制品	119.54	90.43	32.20%	1.81%	8.75	3.46	153.12%	-27.90%
轮胎	199.51	168.76	18.22%	8.80%	7.08	5.11	38.60%	-8.60%
橡胶制品	300.91	270.05	11.43%	6	9.01	7.98	12.98%	-23.03%

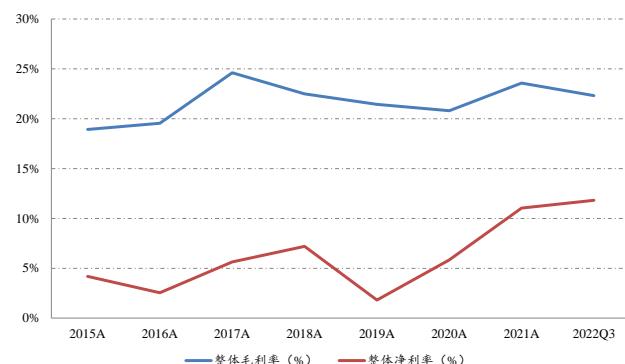
资料来源：中原证券、wind

## 2. 盈利能力呈现下滑态势

### 2.1. 前三季度盈利能力高位回落

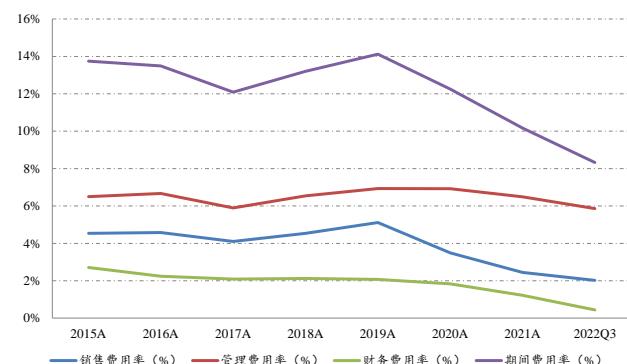
2022 年前三季度，中信基础化工行业整体毛利率为 22.21%，较 2021 年三季度下滑 2.16 个百分点，较 2022 年中报下滑 1.30 个百分点，延续了去年四季度以来的下滑态势。前三季度行业净利率为 11.82%，较 2021 年三季度下滑 0.39 个百分点，较 2022 年中报下滑 1.27 个百分点。行业整体期间费用率 8.32%，较 2021 年三季度下滑 2.09 个百分点，较 2022 年中报下滑 1.59 个百分点。总体来看，前三季度行业盈利能力仍保持较好水平，但较去年高位有所回落。期间费用率则受营收增长和运输费计入营业成本等影响下出现下滑。

图 1：基础化工行业毛利率与净利率



资料来源：中原证券、wind

图 2：基础化工行业期间费用率



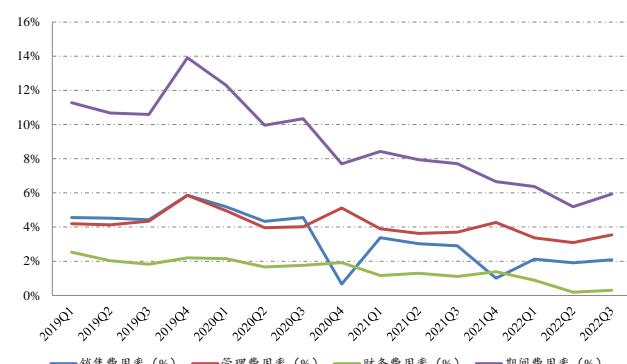
资料来源：中原证券、wind

图 3：基础化工行业单季度毛利率与净利率



资料来源：中原证券、wind

图 4：基础化工行业单季度期间费用率



资料来源：中原证券、wind

## 2.2. 子行业盈利能力分化，多数出现下滑

今年前三季度，基础化工各子行业毛利率多数出现下滑。33个子行业中，10个子行业毛利率同比提升，23个子行业毛利率同比下降。其中钾肥、氟化工、无机盐、民爆用品、食品及饲料添加剂等行业，受益于产品价格的上涨，毛利率提升幅度较大。这些行业前三季度毛利率分别提升20.52、6.11、5.82、3.52和3.50个百分点。氨纶、聚氨酯、钛白粉、粘胶、锦纶等行业毛利率下滑幅度较大，分别同比下滑19.49/12.26/9.13、8.62和8.59个百分点。毛利率下跌的原因主要包括下游需求下滑以及原材料成本上涨等因素。

净利率方面，33个子行业中共有12个子行业净利率同比提升，21个子行业净利率同比下滑。其中钾肥、氟化工、无机盐、民爆用品、食品及饲料添加剂等行业净利率提升幅度较大，分别同比提升24.12、8.13、6.98、6.40和4.85个百分点，氨纶、印染化学品、锦纶、聚氨酯和钛白粉行业净利率下滑幅度较大，分别同比下滑17.05、8.29、7.63、7.34和6.88个百分点。总体来看，产业链上游原料端的化工品种盈利能力总体提升或保持稳定，位于产业链下游的纺织服装和地产产业链上的化工品种受需求下滑、价格下跌以及成本上升等因素影响，盈利能力多数下滑。

表5：基础各子行业化工前三季度盈利能力

三级子行业	2022年前三季度 毛利率	2021年前三季度 毛利率	毛利率同比	2022年前三季度 净利率	2021年前三季度 净利率	净利率同比
氯肥	19.31%	24.98%	-5.67%	11.50%	14.23%	-2.73%
钾肥	80.53%	60.01%	20.52%	66.75%	42.62%	24.12%
复合肥	13.25%	14.91%	-1.66%	4.74%	5.26%	-0.52%
农药	26.82%	24.66%	2.16%	12.05%	8.49%	3.56%
磷肥及磷化工	22.36%	19.61%	2.75%	13.71%	9.18%	4.53%
涤纶	6.03%	11.72%	-5.69%	1.57%	2.66%	-1.10%
氨纶	19.66%	39.16%	-19.49%	12.11%	29.15%	-17.05%
粘胶	15.33%	23.95%	-8.62%	2.83%	7.45%	-4.62%
绵纶	13.46%	22.05%	-8.58%	4.19%	11.82%	-7.63%
碳纤维	46.73%	50.47%	-3.75%	34.08%	31.86%	2.22%
纯碱	35.06%	33.47%	1.59%	23.50%	21.12%	2.38%
氯碱	17.92%	20.38%	-2.46%	8.88%	11.10%	-2.22%
无机盐	31.12%	25.30%	5.82%	17.79%	10.81%	6.98%
其他化学原料	31.86%	32.69%	-0.82%	21.97%	21.95%	0.01%
钛白粉	28.70%	37.83%	-9.13%	15.65%	22.53%	-6.88%
日用化学品	31.69%	39.39%	-7.71%	4.06%	6.89%	-2.84%
民爆用品	31.57%	28.05%	3.52%	16.04%	9.63%	6.40%
涂料油墨颜料	23.39%	24.21%	-0.82%	3.37%	3.50%	-0.13%
印染化学品	25.17%	32.28%	-7.11%	10.27%	18.56%	-8.29%
其他化学制品III	20.24%	22.81%	-2.57%	9.54%	10.02%	-0.49%
食品及饲料添加剂	28.19%	24.69%	3.50%	15.16%	10.31%	4.85%
电子化学品	32.52%	32.29%	0.23%	14.17%	12.24%	1.93%
锂电化学品	20.57%	22.66%	-2.09%	12.23%	12.96%	-0.73%
氟化工	24.90%	18.78%	6.11%	15.27%	7.13%	8.13%

有机硅	23.20%	29.85%	-6.66%	12.95%	14.84%	-1.89%
聚氨酯	16.55%	28.82%	-12.26%	10.61%	17.96%	-7.34%
橡胶助剂	10.83%	18.03%	-7.21%	4.62%	9.68%	-5.05%
改性塑料	14.52%	15.64%	-1.12%	4.56%	5.31%	-0.76%
合成树脂	26.25%	33.50%	-7.25%	14.54%	19.07%	-4.52%
膜材料	18.67%	23.51%	-4.84%	9.05%	11.23%	-2.18%
其他塑料制品	13.92%	19.28%	-5.36%	8.22%	5.77%	2.44%
轮胎	13.99%	17.26%	-3.26%	3.11%	4.92%	-1.82%
橡胶制品	11.81%	13.72%	-1.92%	4.16%	10.31%	-6.15%

资料来源：中原证券、Wind

2022年第三季度，基础化工各子行业中，9个子行业毛利率同比提升，24个子行业毛利率同比下滑。其中钾肥行业毛利率同比大幅提升19.93个百分点，食品及饲料添加剂、民爆用品、农药和改性塑料行业毛利率提升幅度居前，氨纶、钛白粉、氯肥、聚氨酯、有机硅、锦纶和粘胶等行业毛利率下滑幅度较大。净利率方面，13个子行业净利率同比提升，20个子行业净利率同比下滑。钾肥、碳纤维、涤纶、民爆用品和食品及饲料添加剂行业净利率提升幅度较大，氨纶、锦纶、钛白粉、粘胶、印染化学品等行业下滑幅度较大。环比来看，钾肥、涤纶、轮胎、橡胶制品、碳纤维和涂料油墨等行业毛利率环比改善，碳纤维行业净利率环比有所改善，多数子行业毛利率、净利率均环比下滑。

表 6：基础化工各子行业三季度收入与利润

三级子行业	2022Q3 毛	2021Q3 毛利	毛利率	毛利率	2022Q3	2022Q3	净利率同	净利率环
	利率	率	同比	环比	净利率	净利率	比	比
氮肥	12.00%	25.47%	-13.47%	-9.96%	6.02%	13.18%	-7.16%	-7.76%
钾肥	86.22%	66.30%	19.93%	6.03%	70.09%	41.54%	28.54%	-0.90%
复合肥	12.08%	14.60%	-2.52%	-1.66%	0.31%	4.92%	-4.61%	-6.46%
农药	25.40%	24.04%	1.36%	-1.10%	9.43%	6.87%	2.57%	-3.15%
磷肥及磷化工	20.24%	23.34%	-3.11%	-2.86%	10.73%	12.20%	-1.47%	-4.49%
涤纶	5.36%	8.02%	-2.66%	1.12%	0.56%	-7.54%	8.11%	-0.30%
氨纶	6.24%	37.44%	-31.20%	-15.41%	0.33%	28.02%	-27.69%	-15.43%
粘胶	13.09%	22.97%	-9.89%	-4.77%	-0.17%	8.03%	-8.20%	-5.62%
绵纶	9.15%	21.00%	-11.84%	-6.29%	-0.26%	12.18%	-12.44%	-5.37%
碳纤维	47.38%	47.16%	0.22%	0.47%	36.40%	28.28%	8.13%	3.04%
纯碱	33.57%	37.39%	-3.82%	-4.70%	21.31%	24.61%	-3.31%	-3.89%
氯碱	14.86%	20.57%	-5.71%	-5.80%	4.99%	10.45%	-5.46%	-6.95%
无机盐	27.17%	27.60%	-0.43%	-6.64%	14.21%	12.84%	1.37%	-6.27%
其他化学原料	28.36%	34.96%	-6.60%	-4.18%	19.31%	24.15%	-4.84%	-3.14%
钛白粉	24.61%	39.12%	-14.51%	-5.87%	12.76%	23.05%	-10.29%	-4.49%
日用化学品	27.60%	36.26%	-8.66%	-6.48%	-0.83%	4.38%	-5.21%	-6.82%
民爆用品	30.68%	28.95%	1.73%	-1.47%	15.00%	10.59%	4.41%	-3.44%
涂料油墨颜料	24.07%	23.51%	0.55%	0.21%	3.23%	-0.26%	3.49%	-1.43%
印染化学品	22.32%	30.76%	-8.44%	-4.43%	4.94%	12.97%	-8.02%	-10.07%
其他化学制品III	18.02%	22.13%	-4.11%	-2.35%	7.57%	10.26%	-2.69%	-2.68%
食品及饲料添加剂	25.42%	23.54%	1.88%	-4.71%	12.93%	9.17%	3.77%	-3.96%
电子化学品	31.57%	31.63%	-0.05%	-1.31%	12.09%	12.62%	-0.53%	-4.18%

锂电化学品	17.64%	23.07%	-5.43%	-3.52%	10.34%	13.27%	-2.92%	-1.96%
氟化工	21.39%	21.00%	0.38%	-2.62%	13.21%	9.61%	3.60%	-3.36%
有机硅	20.04%	32.57%	-12.53%	-3.05%	9.41%	16.97%	-7.56%	-4.78%
聚氨酯	12.97%	26.14%	-13.17%	-3.43%	8.12%	14.82%	-6.69%	-2.68%
橡胶助剂	8.59%	11.12%	-2.53%	-4.19%	3.14%	3.35%	-0.21%	-3.59%
改性塑料	13.53%	12.69%	0.84%	-1.53%	4.16%	2.20%	1.97%	-0.66%
合成树脂	22.21%	30.76%	-8.56%	-6.40%	11.31%	16.67%	-5.36%	-5.62%
膜材料	14.73%	22.84%	-8.10%	-5.61%	5.78%	10.47%	-4.68%	-5.43%
其他塑料制品	13.32%	17.22%	-3.91%	0.04%	7.35%	3.80%	3.54%	-2.95%
轮胎	15.00%	15.16%	-0.16%	1.04%	3.78%	3.05%	0.73%	-0.55%
橡胶制品	11.58%	11.00%	0.58%	0.60%	3.56%	3.56%	0.00%	-0.75%

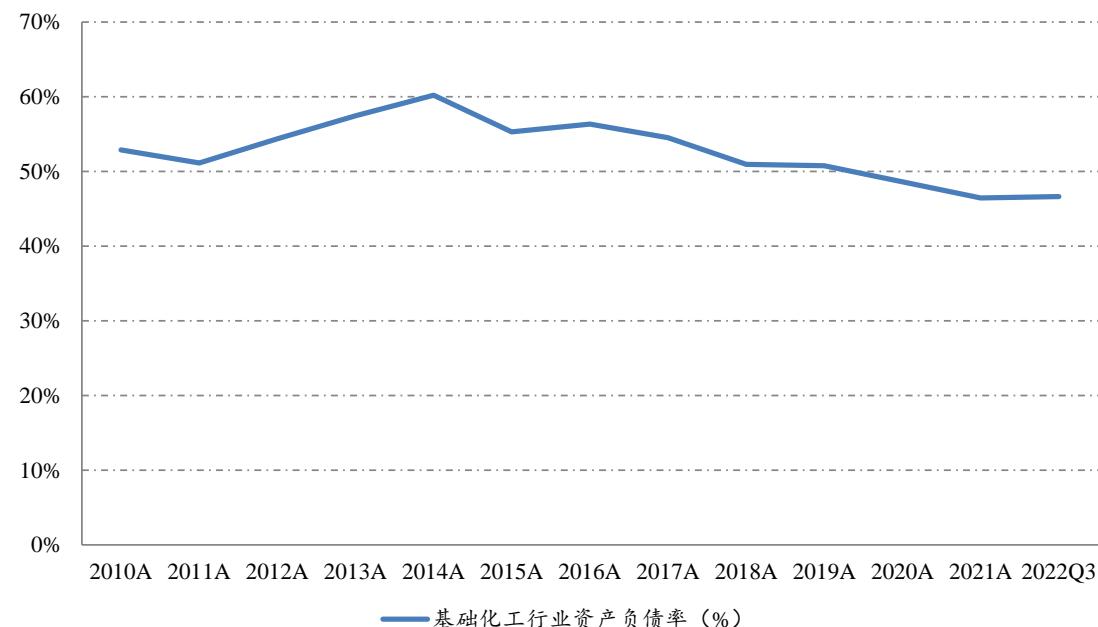
资料来源：中原证券、wind

### 3. 基础化工行业财务指标分析

#### 3.1. 资产负债率小幅下降

2022年三季度，中信基础化工行业总资产规模达3.59万亿元，同比增长26.11%，环比提升5.28%。资产负债率46.66%，同比下降0.13个百分点，环比下降0.48个百分点。供给侧改革以来，随着行业盈利的好转以及杠杆率的下降，基础化工行业资产负债率总体处于下降通道。2021年随着企业盈利的增长，行业资产负债率进一步下行。今年以来，行业产能扩张恢复，三季度末资产负债率较2021年底有所提升。

图5：基础化工行业资产负债率

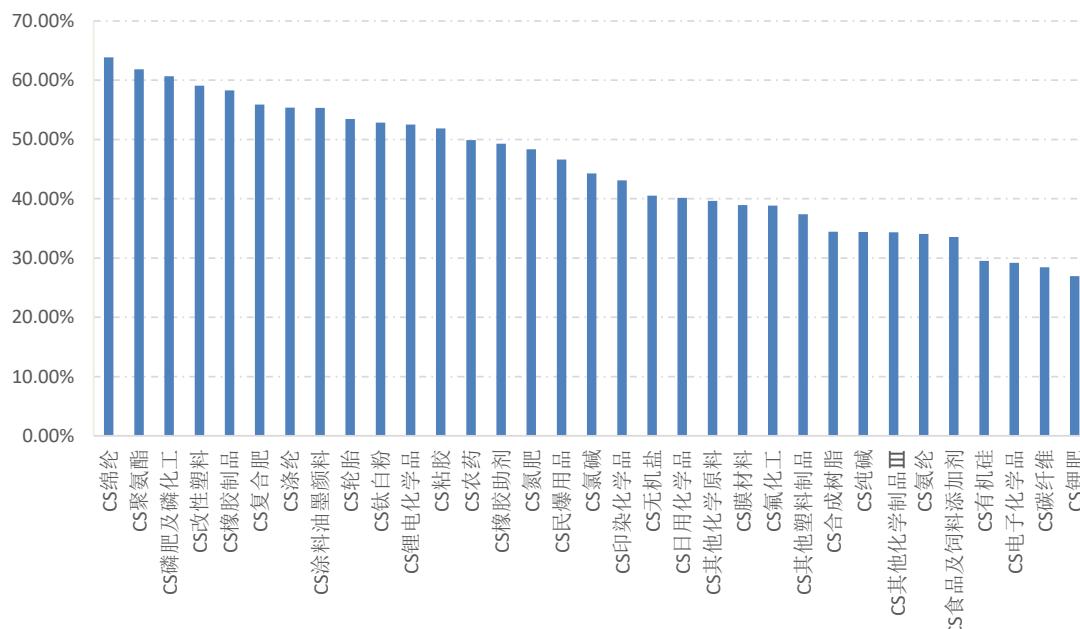


资料来源：中原证券

2022年三季度，基础化工33个子行业中，共有15个子行业资产负债率高于行业整体水平，其中锦纶、聚氨酯、磷肥及磷化工、改性塑料、橡胶制剂行业资产负债率较高分别为63.86%、61.83%、60.67%、59.09%和58.28%，钾肥、碳纤维、电子化学品、有机硅、食品及饲料添

加剂行业资产负债率较低，分别为 26.97%、28.46%、29.19%、29.54% 和 33.56%

图 6：2022Q3 基础化工各行业资产负债率



资料来源：中原证券

2022 年三季度，各子行业中 20 个子行业资产负债率同比提升，13 个子行业同比下降，出现较大分化。其中氟化工、钛白粉、橡胶制剂、膜材料和改性塑料行业资产负债率提升幅度较大，分别提升 6.83、6.71、5.28、5.27 和 4.94 个百分点，碳纤维、钾肥、磷肥及磷化工、纯碱和日用化学品行业资产负债率下降幅度较大，分别降低 17.76、14.40、8.10、6.75 和 5.45 个百分点。

表 7：2022Q3 基础化工各行业总资产及资产负债率

三级子行业	总资产 (亿元)	资产负债率	资产负债率同比变动
氮肥	2,012.26	48.35%	-2.30%
钾肥	672.24	26.97%	-14.40%
复合肥	867.32	55.91%	4.22%
农药	2,994.90	49.89%	1.33%
磷肥及磷化工	1,405.18	60.67%	-8.10%
涤纶	282.04	55.38%	4.59%
氨纶	344.46	34.06%	0.25%
粘胶	556.76	51.85%	-2.67%
绵纶	349.89	63.86%	-0.43%
碳纤维	164.99	28.46%	-17.76%
纯碱	774.73	34.42%	-6.75%
氯碱	2,596.28	44.26%	-1.22%
无机盐	287.89	40.52%	1.38%
其他化学原料	2,065.46	39.64%	-3.08%
钛白粉	733.77	52.85%	6.71%
日用化学品	669.20	40.15%	-5.45%
民爆用品	966.97	46.61%	-1.25%

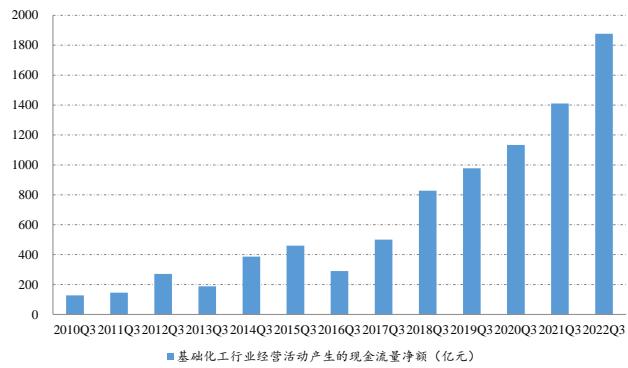
涂料油墨颜料	482.49	55.32%	3.16%
印染化学品	1,102.52	43.11%	2.13%
其他化学制品III	2,441.73	34.36%	1.56%
食品及饲料添加剂	1,057.16	33.56%	-2.92%
电子化学品	674.80	29.19%	1.38%
锂电化学品	3,016.71	52.51%	3.22%
氟化工	596.33	38.85%	6.83%
有机硅	216.02	29.54%	0.69%
聚氨酯	2,320.87	61.83%	1.04%
橡胶助剂	257.56	49.28%	5.28%
改性塑料	999.86	59.09%	4.94%
合成树脂	1,090.95	34.46%	2.18%
膜材料	807.83	38.95%	5.27%
其他塑料制品	592.08	37.40%	-4.18%
轮胎	1,309.34	53.46%	1.94%
橡胶制品	1,219.03	58.28%	2.91%

资料来源：中原证券、wind

### 3.2. 现金流总体改善

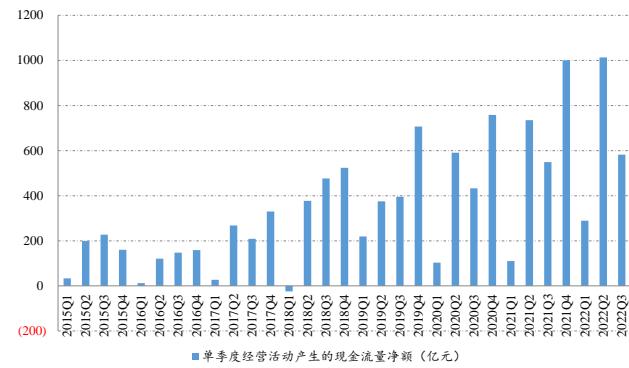
2022 年前三季度，基础化工行业经营活动产生的现金流量金额为 1876.53 亿元，同比增加 465.94 亿元，增长 33.03%。其中三季度经营活动产生的现金流量金额为 582.33 亿元，同比增长 6.04%。总体来看，基础化工行业盈利维持在较好水平，现金流量有所改善。

图 7：基础化工前三季度经营现金流净额（亿元）



资料来源：中原证券、wind

图 8：基础化工单季度经营现金流净额（亿元）



资料来源：中原证券、wind

子行业来看，2022 年三季度基础化工各子行业的经营活动现金流总体改善，23 个子行业现金流净额同比增长，其中涤纶、涂料油墨颜料和橡胶制品行业由负转正，碳纤维、日用化学品、其他塑料制品、轮胎、钾肥等行业现金流量净额增长较快。此外，锂电池化学品和膜材料行业经营现金流净额由正转负，印染化学品、锦纶、纯碱、氨纶、橡胶制剂等行业经营现金流净额同比下滑幅度较大。

表 8：2022Q3 基础化工各行业总资产及资产负债率

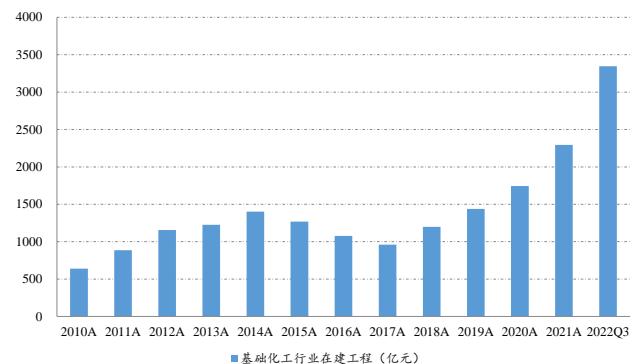
三级子行业	2022Q3 经营现金流净额 (亿元)	2021Q3 经营现金流净 额 (亿元)	同比
氮肥	218.81	198.76	10.09%
钾肥	166.75	57.07	192.20%
复合肥	35.38	19.94	77.42%
农药	188.81	93.82	101.25%
磷肥及磷化工	130.95	84.81	54.41%
涤纶	9.40	-5.39	274.44%
氨纶	23.76	30.87	-23.04%
粘胶	21.50	23.96	-10.25%
绵纶	15.88	22.49	-29.39%
碳纤维	15.01	2.23	571.98%
纯碱	68.24	91.94	-25.77%
氯碱	141.55	143.72	-1.51%
无机盐	22.16	15.49	43.05%
其他化学原料	163.16	108.45	50.45%
钛白粉	39.07	41.22	-5.22%
日用化学品	36.56	10.70	241.70%
民爆用品	27.24	14.27	90.94%
涂料油墨颜料	6.17	-13.60	145.34%
印染化学品	24.97	48.29	-48.30%
其他化学制品III	41.95	38.43	9.15%
食品及饲料添加剂	105.89	61.02	73.53%
电子化学品	29.97	22.99	30.36%
锂电化学品	-76.76	14.50	-629.50%
氟化工	53.16	23.12	129.89%
有机硅	11.58	5.30	118.48%
聚氨酯	204.05	180.79	12.87%
橡胶助剂	4.38	5.61	-21.89%
改性塑料	39.24	16.91	132.00%
合成树脂	56.60	42.50	33.18%
膜材料	-18.14	15.42	-217.60%
其他塑料制品	17.51	5.16	239.45%
轮胎	29.79	9.38	217.72%
橡胶制品	21.94	-23.08	195.05%

资料来源：中原证券、wind

### 3.3. 在建工程大幅增长

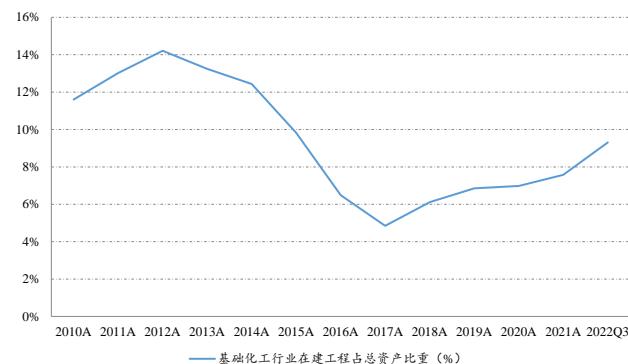
2022 年三季度，基础化工行业期末在建工程总额为 3345.31 亿元，同比增加 1078.81 亿元，增长 47.60%。2017 年以来，基础化工行业在建工程持续增长。2021 年以来，随着行业盈利规模的增长，基础化工行业的投资力度明显提升，在建工程快速增长。三季度基础化工行业在建工程占总资产比重为 9.31%，同比提升 1.35 个百分点。在建工程占比自 2017 年以来持续提升。

图 9：基础化工在建工程规模（亿元）



资料来源：中原证券、wind

图 10：基础化工在建工程占总资产比重



资料来源：中原证券、wind

从子行业来看，2022 年三季度基础化工各子行业中，23 个子行业在建工程同比增长，氟化工、锂电化学品、碳纤维、改性塑料、其他化学制品、合成树脂、钛白粉等行业在建工程同比增幅较大。从绝对规模上看，聚氨酯、氮肥、锂电化学品、农药、氯碱等行业在建工程规模较大。

表 9：2022Q3 基础化工各行业在建工程

三级子行业	2022Q3 在建工程（亿元）	2021Q3 在建工程（亿元）	在建工程同比
氮肥	289.39	166.64	73.66%
钾肥	13.00	20.79	-37.49%
复合肥	40.27	28.61	40.78%
农药	216.49	150.72	43.64%
磷肥及磷化工	97.84	62.57	56.37%
涤纶	7.05	8.50	-17.09%
氨纶	21.86	12.27	78.09%
粘胶	24.44	31.56	-22.58%
绵纶	50.45	30.74	64.12%
碳纤维	18.34	8.20	123.70%
纯碱	75.56	42.63	77.25%
氯碱	203.72	131.74	54.64%
无机盐	19.47	20.75	-6.20%
其他化学原料	225.09	202.41	11.20%
钛白粉	74.18	38.51	92.64%
日用化学品	18.93	23.76	-20.32%
民爆用品	23.92	44.58	-46.35%
涂料油墨颜料	47.30	42.13	12.29%
印染化学品	49.00	49.66	-1.34%
其他化学制品III	206.46	104.70	97.19%
食品及饲料添加剂	72.92	78.47	-7.08%
电子化学品	59.49	46.57	27.74%
锂电化学品	233.15	95.47	144.22%
氟化工	85.64	28.14	204.30%
有机硅	11.97	20.27	-40.96%
聚氨酯	437.74	310.51	40.98%

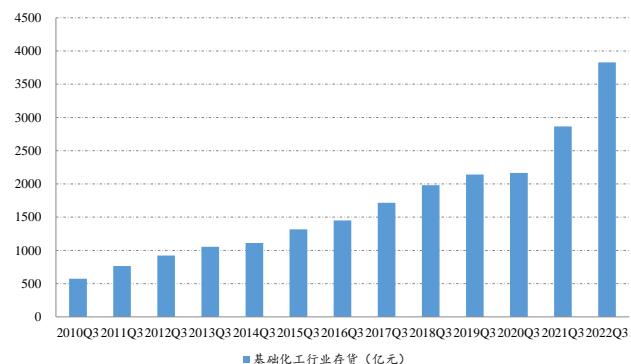
橡胶助剂	19.94	11.03	80.85%
改性塑料	151.59	75.40	101.05%
合成树脂	159.19	80.78	97.06%
膜材料	80.60	55.62	44.92%
其他塑料制品	29.28	30.03	-2.49%
轮胎	113.36	89.31	26.93%
橡胶制品	167.70	129.10	29.90%

资料来源：中原证券、wind

### 3.4. 存货周转天数小幅提升

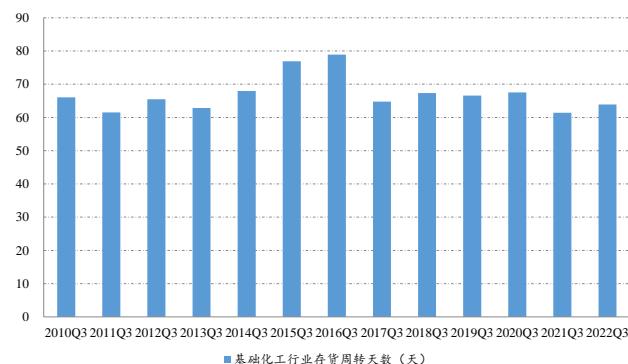
2022年三季度，基础化工行业存货总额为3829.21亿元，同比增加1078.81亿元，存货周转天数63.90天，同比提升2.47天，显示行业营运能力略有下滑。

图 11：基础化工行业存货规模



资料来源：中原证券、wind

图 12：基础化工存货周转天数



资料来源：中原证券、wind

从子行业来看，2022年三季度基础化工各子行业中，12个子行业存货周转天数同比下降，营运能力有所改善，其中碳纤维、有机硅、钾肥、合成树脂和锂电化学品行业等改善幅度较大。22个子行业存货周转天数上升，营运能力有所下滑。其中涂料油墨颜料、民爆用品、氯碱、钛白粉和氟化工行业存货周转天数上升幅度较大。

表 10：2022Q3 基础化工各行业存货周转天数

三级子行业	2022Q3 存货周转天数	2021Q3 存货周转天数	同比
氯肥	34.26	32.44	5.59%
钾肥	87.04	100.72	-13.58%
复合肥	68.92	60.02	14.83%
农药	94.64	98.37	-3.79%
磷肥及磷化工	51.68	46.61	10.88%
涤纶	44.47	43.48	2.27%
氨纶	60.72	53.02	14.54%
粘胶	47.38	50.68	-6.51%
绵纶	36.16	36.96	-2.17%
碳纤维	86.86	123.02	-29.39%
纯碱	35.21	31.38	12.20%
氯碱	25.58	20.65	23.88%

无机盐	83.42	73.65	13.27%
其他化学原料	43.23	37.50	15.27%
钛白粉	96.20	79.87	20.45%
日用化学品	86.33	87.24	-1.04%
民爆用品	52.03	40.39	28.80%
涂料油墨颜料	63.05	48.63	29.67%
印染化学品	444.01	481.87	-7.86%
其他化学制品III	69.90	66.12	5.72%
食品及饲料添加剂	60.94	54.57	11.68%
电子化学品	117.54	102.07	15.16%
锂电化学品	62.08	68.52	-9.39%
氟化工	51.65	43.84	17.81%
有机硅	44.50	62.01	-28.25%
聚氨酯	46.89	45.60	2.82%
橡胶助剂	43.96	41.77	5.24%
改性塑料	62.97	54.69	15.15%
合成树脂	42.94	48.67	-11.78%
膜材料	90.49	84.99	6.48%
其他塑料制品	64.38	64.88	-0.78%
轮胎	89.76	76.54	17.28%
橡胶制品	51.74	52.61	-1.66%

资料来源：中原证券、wind

#### 4. 行业投资建议

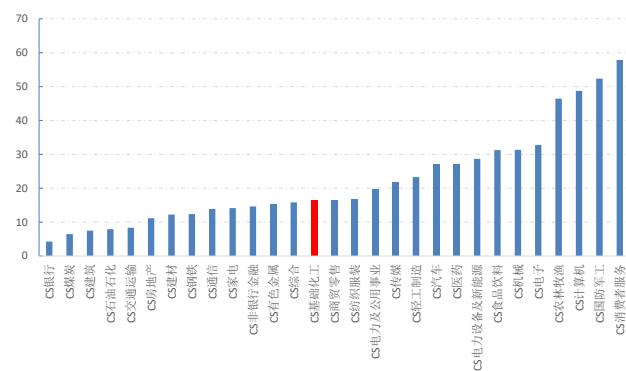
从行业估值情况来看，截止 2022 年 11 月 18 日，中信基础化工板块 TTM 市盈率(整体法，剔除负值)为 16.29 倍。2010 年以来，行业估值平均水平为 30.98 倍，目前估值水平低于历史平均水平。与其他中信一级行业横向对比，基础化工行业估值在 30 个行业中位居 14 位，维持行业“同步大市”的投资评级。

图 13：基础化工行业估值



资料来源：中原证券、wind

图 14：中信一级行业估值对比



资料来源：中原证券、wind

2022 年以来，随着海外高通胀带来的经济衰退的担忧加强及美联储加快加息节奏等因素驱动下，全球经济面临较大下行压力，化工下游需求整体疲弱，价格呈现下行态势。同时上游原材料成本总体处于高位，化工行业整体成本压力上升，盈利受到压制。从行业三季报情况

来看，今年以来化工行业景气度总体下滑，盈利承压。从子行业来看，以锂电化学品、钾肥、氟化工、民爆用品、食品及饲料添加剂等行业受需求拉动以及价格上涨等因素驱动，业绩仍实现快速增长。

未来化工行业的投资思路上，建议围绕三条主线进行布局。

随着化工行业安全、环保监管进入新常态，未来环保、安全等门槛将不断提升。在双碳目标推进的大背景下，具有产业链一体化、低排放、清洁发展的龙头企业有望持续提升市场份额，实现长期的成长。建议优选各行业龙头，关注竞争优势较强的一体化企业。

周期行业关注轮胎行业：近年来我国汽车产业竞争力不断提升，汽车出口实现快速增长。叠加全球汽车行业的新能源浪潮，我国汽车产业有望凭借新能源汽车产业链的配套优势逐步崛起，全球份额不断提升，从而拉动配套的国产轮胎需求。建议关注受益我国汽车产业快速发展的轮胎行业。

精选优质成长：在全球减碳的大背景下，光伏、风电、锂电池等新能源行业正面临实现快速发展，有望拉动相关配套材料的需求。此外我国半导体领域的国产化程度依然有待提升，随着国内政策扶持力度的不断加大，芯片领域的国产化趋势将进一步提升，从而拉动电子化学品的相关需求板块。建议关注新能源（光伏、风电、锂电池）相关化工品以及半导体材料的投资机会。

## 5. 风险提示

下游需求复苏不及预期；

行业产能大幅扩张；

能源价格大幅上涨。

### 行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；  
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；  
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

### 公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；  
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；  
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；  
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券分析师执业资格，本人任职符合监管机构相关合规要求。本人基于认真审慎的职业态度、专业严谨的研究方法与分析逻辑，独立、客观的制作本报告。本报告准确的反映了本人的研究观点，本人对报告内容和观点负责，保证报告信息来源合法合规。

### 重要声明

中原证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告由中原证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作并仅向本公司客户发布，本公司不会因任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，也不保证所含的信息不会发生任何变更。本报告中的推测、预测、评估、建议均为报告发布日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收益可能会波动，过往的业绩表现也不应当作为未来证券或投资标的表现的依据和担保。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告所含观点和建议并未考虑投资者的具体投资目标、财务状况以及特殊需求，任何时候不应视为对特定投资者关于特定证券或投资标的的推荐。

本报告具有专业性，仅供专业投资者和合格投资者参考。根据《证券期货投资者适当性管理办法》相关规定，本报告作为资讯类服务属于低风险（R1）等级，普通投资者应在投资顾问指导下谨慎使用。

本报告版权归本公司所有，未经本公司书面授权，任何机构、个人不得刊载、转发本报告或本报告任何部分，不得以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的刊载、转发，本公司不承担任何刊载、转发责任。获得本公司书面授权的刊载、转发、引用，须在本公司允许的范围内使用，并注明报告出处、发布人、发布日期，提示使用本报告的风险。

若本公司客户（以下简称“该客户”）向第三方发送本报告，则由该客户独自为其发送行为负责，提醒通过该种途径获得本报告的投资者注意，本公司不对通过该种途径获得本报告所引起的任何损失承担任何责任。

### 特别声明

在合法合规的前提下，本公司及其所属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、财务顾问等各种服务。本公司资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告意见或者建议不一致的投资决策。投资者应当考虑到潜在的利益冲突，勿将本报告作为投资或者其他决定的唯一信赖依据。