

基础化工

行业景气进入触底阶段，关注需求复苏节奏

23H1 自 22H1 景气高点回落一年，利润承压同比下滑

2023 年上半年基础化工行业上市公司(根据申万 2021 一级分类基础化工行业上市公司合计 397 家)共实现营业收入 10300 亿元,同比下降 9.8%,实现营业利润 824 亿元,同比下降 52.6%,实现归属上市公司股东的净利润 665 亿元,同比下降 51.7%。行业整体综合毛利率为 16.7%,同比-6.0pcts;期间费用率为 8.4%,同比-1.0pcts。行业整体净利率为 6.8%,同比-6.0pcts。

7 月份以来,中国化工产品价格指数(C CPI)走势呈现反弹。CPI 从今年 6 月底 4217 点开始呈现反弹趋势,到 9 月 11 日回升至 4962 点,反弹幅度约 18%。据我们统计的 187 种化工品的价格及历史分位,截至 2023/9/8,化工品价格位于历史分位在 30%以下的共有 107 种,占比 57.2%;位于历史分位 30-50%的共有 40 种,占比 21.4%,位于历史分位 50%以上的共有 40 种,占比 21.4%。

2023 年第二季度单季度盈利水平环比下降

2023 年第二季度单季度基础化工行业全体上市公司共实现营业收入 5280 亿元,同比减少 13.3%;实现营业利润 393 亿元,同比下降 58.1%;实现归属母公司所有者净利润为 325 亿元,同比下降 56.3%;实现净利率 6.5%,同比-6.6pcts,期间费用率为 8.1%,同比+1.2pcts。

2023 年第二季度单季度基础化工行业样本上市公司共实现营业收入 3972 亿元,同比减少 14.5%;实现营业利润 295 亿元,同比下降 59.9%;实现归属母公司所有者净利润为 238 亿元,同比下降 58.6%;实现净利率 6.5%,同比-6.9pcts,期间费用率为 8.3%,同比+1.3pcts。

在建工程增速出现拐点但仍处于高位,行业整体固定资产规模或将快速扩张。2023 年二季度期末基础化工行业全体/样本上市公司固定资产总额分别为 9679/7501 亿元,同比分别增长 12.2%/10.9%;在建工程总额分别为 3690/2638 亿元,同比分别增长 40.9%/33.7%。

2022Q4 在建工程同比增速达到自 2012Q3 以来的最高点,化工行业处在新一轮资本开支密集期。2023 年第二季度基础化工行业全体/样本上市公司在建工程投资占总资产比例分别为 11.2%/10.7%,同比增加 2.4/2.0pcts,环比增加 0.7/0.6pcts。

分行业来看,在建工程增加较多的子行业为有机硅、氯碱、煤化工和氮肥,在建工程同比增加额超过 100 亿元以上,其次为聚氨酯、纯碱、其他化学制品,在建工程同比增加额均在 50 亿元以上。头部企业如万华化学、新和成的固定资产同比增速超过行业整体水平,同时 23Q2 行业整体同比增速为正,未来行业整体固定资产规模或将快速扩张。

投资策略与观点

我们主要推荐具备长期增长能力的成长个股、逆势扩张下的龙头个股以及处于或即将迎来景气周期的个股。

(1) 受库存周期影响小的成长赛道,推荐万润股份、华恒生物、凯立新材(和金属与材料组联合覆盖)。

(2) 复苏背景下高 β 系数的龙头,推荐万华化学、华鲁恒升。

(3) 供需优化的景气行业:农药行业(推荐扬农化工)、轮胎板块(建议关注赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟)、制冷剂板块(建议关注巨化股份、三美股份)。

风险提示:原油等原料价格大幅波动风险;产能大幅扩张风险;安全生产与环保风险;化工品需求不及预期

证券研究报告

2023 年 09 月 25 日

投资评级

行业评级

中性(维持评级)

上次评级

中性

作者

唐婕

分析师

SAC 执业证书编号: S1110519070001
tjie@tfzq.com

张峰

分析师

SAC 执业证书编号: S1110518080008
zhangfeng@tfzq.com

郭建奇

分析师

SAC 执业证书编号: S1110522110002
guojianqi@tfzq.com

邢颜凝

分析师

SAC 执业证书编号: S1110523070006
xingyanning@tfzq.com

行业走势图



资料来源: 贝格数据

相关报告

1 《基础化工-行业研究周报:我国研究部署系列举措加快推进新型工业化,焦煤、烧碱价格上涨》 2023-09-24

2 《基础化工-行业专题研究:化工行业运行指标跟踪-2023 年 7 月数据》 2023-09-20

3 《基础化工-行业研究周报:8 月份化学原料和化学制品制造业增加值同比增长 14.8%,有机硅、双氧水价格上涨》 2023-09-18

内容目录

1. 23H1 自 22H1 景气高点回落一年，利润承压同比下滑	4
2. 2023 年第二季度单季度盈利水平环比下降	11
2.1. 营业收入同比减少，影响净利润规模环比回落	11
2.2. 23Q2 毛利率继续承压，期间费用率同比有所上升&环比下降	13
2.3. 资产负债率环比微增，半数子行业经营性现金流同比增加	16
2.4. 在建工程增速出现拐点但仍处于高位，行业整体固定资产规模或将快速扩张	18
3. 投资观点及建议	22
4. 风险提示	22

图表目录

图 1：基础化工行业累计收入及同比增速	4
图 2：基础化工行业累计归母净利润及同比增速	4
图 3：基础化工行业毛利率及净利率	4
图 4：基础化工行业期间费用率情况	4
图 5：基础化工各子行业 2023 年上半年研发费用及研发费用率	5
图 6：基础化工行业（样本）累计收入及同比增速	6
图 7：基础化工行业（样本）累计归母净利润及同比增速	6
图 8：基础化工行业（样本）毛利率及净利率	6
图 9：基础化工行业（样本）期间费用率情况	6
图 10：基础化工各子行业（样本）2023 年上半年研发费用及研发费用率	6
图 11：基础化工各子行业 2023 年上半年收入同比增速及毛利率全景图	9
图 12：我国化工产品价格指数（CCPI）走势	9
图 13：化工产品价格历史分位	10
图 14：化工产品价格及对应价差历史分位	10
图 15：基础化工行业单季度收入及同比增速	11
图 16：基础化工行业（样本）单季度收入及同比增速	11
图 17：基础化工行业单季度归母净利润及同比增速	11
图 18：基础化工行业（样本）单季度归母净利润及同比增速	11
图 19：基础化工各子行业 2023 年第二季度营业收入及同比	13
图 20：基础化工各子行业 2023 年第二季度归母净利润及同比	13
图 21：基础化工行业单季度毛利率、净利率	13
图 22：基础化工行业（样本）单季度毛利率、净利率	13
图 23：基础化工各子行业 2023 年第二季度毛利率变动情况	14
图 24：基础化工行业单季度费用率	14
图 25：基础化工行业（样本）单季度费用率	14
图 26：基础化工各子行业 2023 年第二季度期间费用率	15

图 27：基础化工各子行业 2023 年第二季度研发费用及研发费用率	15
图 28：基础化工行业资产负债率	16
图 29：基础化工行业（样本）资产负债率	16
图 30：基础化工各子行业 2023 年第二季度末资产负债率	16
图 31：基础化工行业应收账款及票据占流动资产比重	17
图 32：基础化工（样本）应收账款及票据占流动资产比重	17
图 33：基础化工行业存货占流动资产比重	17
图 34：基础化工行业（样本）存货占流动资产比重	17
图 35：基础化工行业单季度经营性现金流净额	17
图 36：基础化工行业（样本）单季度经营性现金流净额	17
图 37：基础化工各子行业（样本）2023 年第二季度经营性现金流及同比	18
图 38：基础化工行业在建工程及同比增速	18
图 39：基础化工行业（样本）在建工程及同比增速	18
图 40：基础化工行业固定资产及同比增速	19
图 41：基础化工行业（样本）固定资产及同比增速	19
图 42：基础化工行业固定资产投资完成额累计同比	19
图 43：头部化工企业固定资产同比增速	19
图 44：基础化工行业固定资产及在建工程总资产占比	19
图 45：基础化工行业（样本）固定资产及在建工程总资产占比	19
图 46：基础化工各子行业 2023 年第二季度在建工程同比增加额	20
图 47：2011Q4 与 2023Q2 基础化工行业上市公司在建工程数额对比	21
图 48：2011Q4 与 2023Q2 基础化工行业上市公司在建工程占比对比	21
图 49：2011Q4 与 2023Q2 基础化工行业上市公司在建工程/固定资产比例对比	21
表 1：基础化工行业（样本）财务数据	5
表 2：基础化工各子行业 2023 年上半年财务数据（单位：亿元）	7
表 3：基础化工各子行业 2023 年上半年财务指标	8
表 4：基础化工行业（样本）财务数据	11
表 5：基础化工各子行业 2023 年第二季度营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）	12

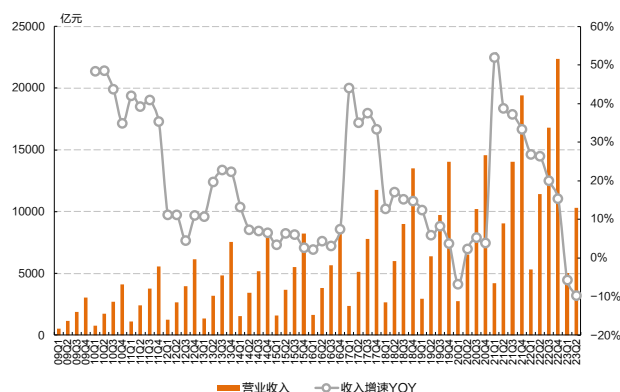
1. 23H1 自 22H1 景气高点回落一年，利润承压同比下滑

2023 年上半年基础化工行业上市公司（根据申万 2021 一级分类基础化工行业上市公司合计 397 家）共实现营业收入 10300 亿元，同比下降 9.8%，实现营业利润 824 亿元，同比下降 52.6%，实现归属上市公司股东的净利润 665 亿元，同比下降 51.7%。

行业整体综合毛利率为 16.7%，同比-6.0pcts；期间费用率为 8.4%，同比+1.0pcts。行业整体净利率为 6.8%，同比-6.0pcts。

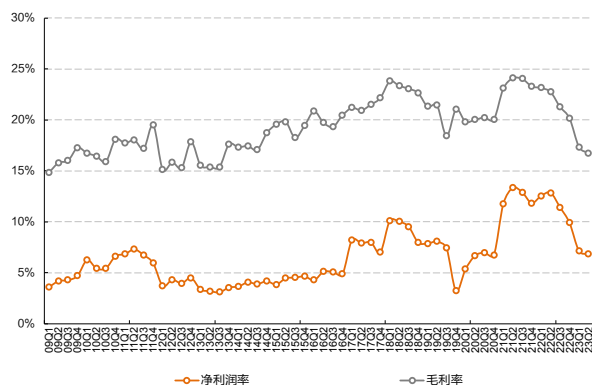
研发费用方面，2023 年上半年平均每家上市公司的研发费用较高的子行业为聚氨酯、氨纶、钛白粉以及氟化工，平均研发投入均在 1.5 亿元以上；研发费用率较高的子行业为膜材料、钛白粉、其他化学纤维，研发费用率均在 5.0%以上。

图 1：基础化工行业累计收入及同比增速



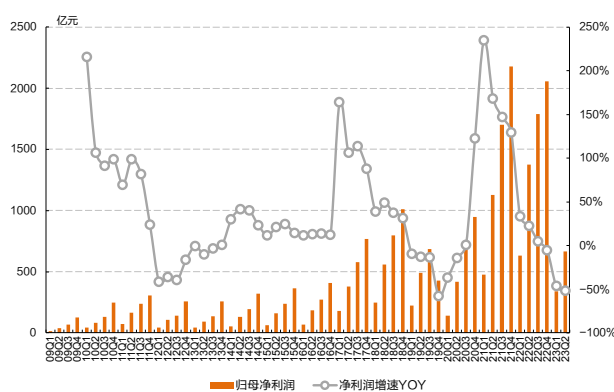
资料来源：wind，天风证券研究所

图 3：基础化工行业毛利率及净利率



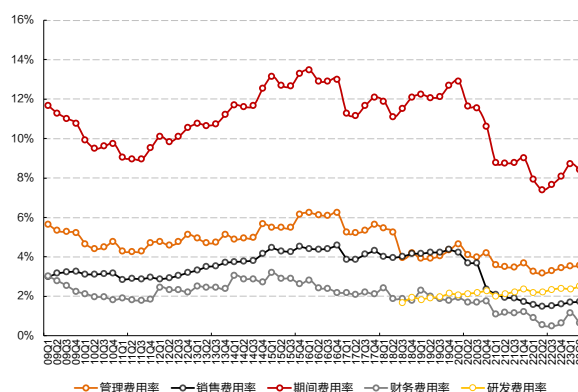
资料来源：wind，天风证券研究所

图 2：基础化工行业累计归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

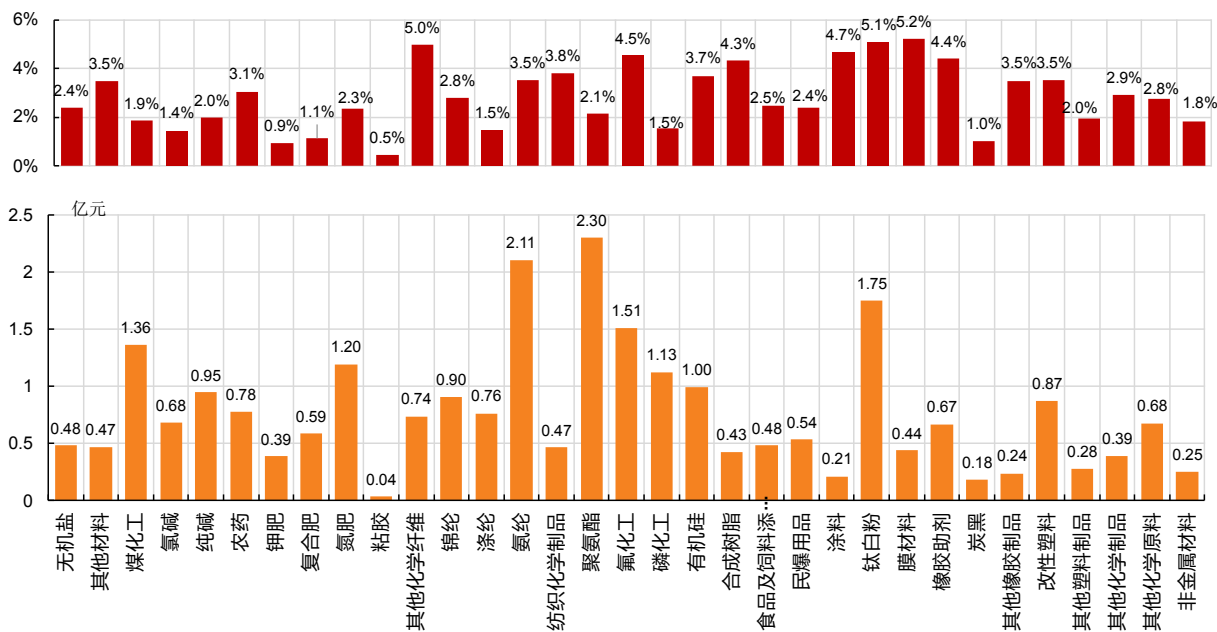
图 4：基础化工行业期间费用率情况



注：20Q4 以来销售费用下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 5：基础化工各子行业 2023 年上半年研发费用及研发费用率



注：上图为研发费用率，下图为平均每家上市公司的研发费用

资料来源：wind，天风证券研究所

考虑到行业运行情况可比性角度，且近两年来上市公司较多，我们选取 201 家 2017 年 1 月 1 日以前上市且具有连续可比口径财务数据的基础化工企业作为统计样本（即 2016 年后数据均可比），下文关于子行业数据分析皆基于此样本数据（标注“样本”）。

2023 年上半年样本上市公司合计实现营业收入 7792 亿元，同比下降 10.8%，实现营业利润 630 亿元，同比下降 53.5%，实现归属母公司所有者净利润为 499 亿元，同比下降 53.0%。整体综合毛利率为 16.9%，同比-6.2pcts；期间费用率为 8.5%，同比+1.1pcts。行业整体净利率为 6.9%，同比-6.2pcts。

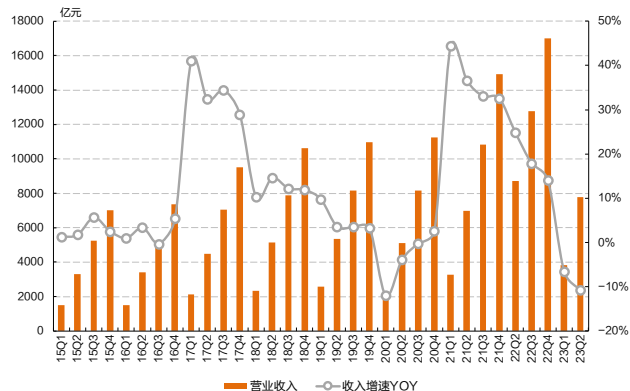
研发费用方面，2023 年上半年平均每家上市公司的研发费用较高的子行业为聚氨酯、氟化工、氨纶、钛白粉以及改性塑料，平均研发投入均在 2.0 亿元以上；研发费用率较高的子行业为其他材料、钛白粉、氟化工以及膜材料，研发费用率均在 5.0%以上。

表 1：基础化工行业（样本）财务数据

单位：亿元	半年度					同比增速			
	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
营业收入	5336	5124	6998	8732	7792	-4.0%	36.6%	24.8%	-10.8%
营业成本	4230	4152	5302	6716	6476	-1.8%	27.7%	26.7%	-3.6%
毛利	1107	972	1696	2016	1316	-12.2%	74.6%	18.9%	-34.8%
期间费用	651	621	621	651	664	-4.7%	0.0%	4.8%	2.1%
归母净利润	370	268	868	1061	499	-27.6%	223.8%	22.1%	-53.0%
毛利率	20.7%	19.0%	24.2%	23.1%	16.9%	-1.8%	5.3%	-1.1%	-6.2%
期间费用率	12.2%	12.1%	8.9%	7.5%	8.5%	-0.1%	-3.2%	-1.4%	1.1%
净利率	7.4%	5.5%	13.5%	13.1%	6.9%	-1.9%	8.0%	-0.4%	-6.2%
经营性现金流	497	511	760	1096	653	2.8%	48.8%	44.2%	-40.4%
固定资产	5855	5730	6224	6762	7501	-2.1%	8.6%	8.6%	10.9%
在建工程	1074	1356	1415	1972	2638	26.3%	4.3%	39.4%	33.7%
资产负债率	50.9%	51.7%	49.7%	49.5%	49.0%	0.8pcts	-2.0pcts	-0.2pcts	-0.5pcts

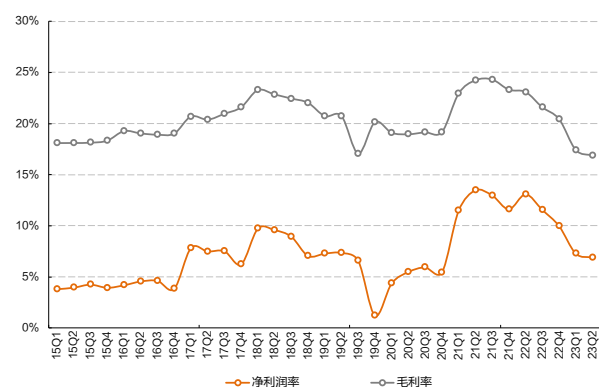
资料来源：wind，天风证券研究所

图 6：基础化工行业（样本）累计收入及同比增速



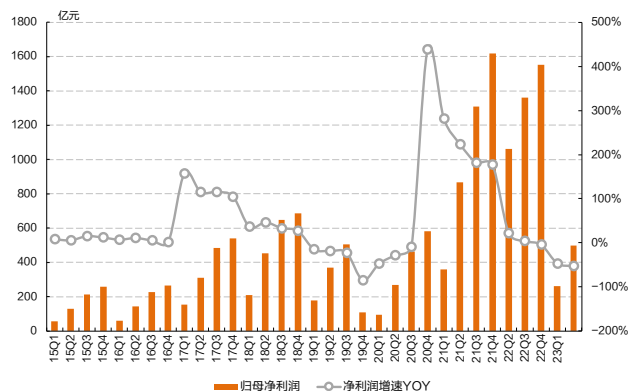
资料来源：wind，天风证券研究所

图 8：基础化工行业（样本）毛利率及净利率



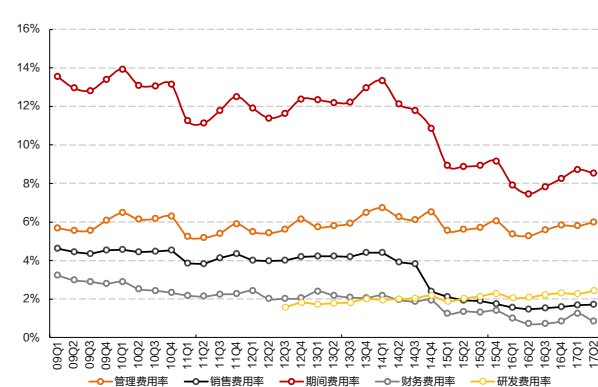
资料来源：wind，天风证券研究所

图 7：基础化工行业（样本）累计归母净利润及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

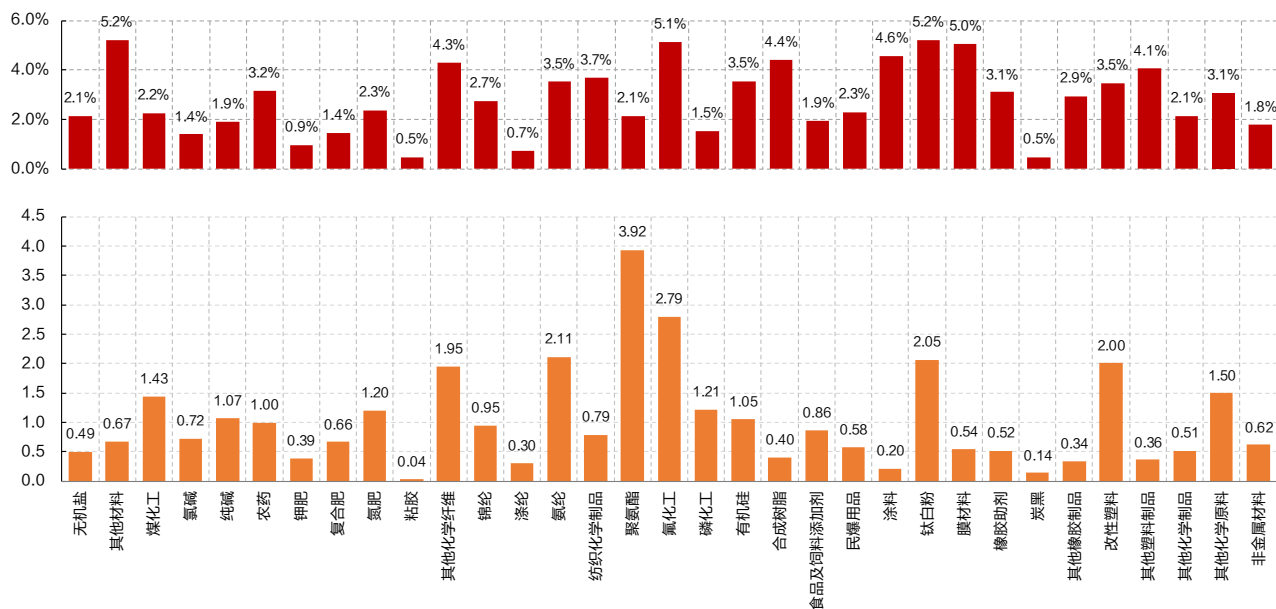
图 9：基础化工行业（样本）期间费用率情况



注：2024Q1以来销售费用下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 10：基础化工各子行业（样本）2023 年上半年研发费用及研发费用率



注：上图为研发费用率，下图为平均每家上市公司的研发费用

资料来源：wind，天风证券研究所

从我们筛选的 33 个子行业数据看，

- 8 个子行业收入同比增长，其中涨幅居前的为民爆用品、非金属材料、其他材料、涤纶、食品及饲料添加剂，营业收入同比增长在 10%以上；
- 4 个子行业毛利率同比增长，分别为非金属材料、合成树脂、粘胶、涂料，毛利率同比提升幅度分别 4.0/2.2/1.8/0.8pcts；
- 16 个子行业归母净利润同比下降超过 50%，下降幅度较大的主要有氯碱、其他材料、锦纶、炭黑、煤化工、氮肥以及膜材料。

表 2：基础化工各子行业 2023 年上半年财务数据（单位：亿元）

子行业		营业收入	YOY	营业利润	YOY	归母净利润	YOY
无机盐	无机盐	201.43	-8.9%	31.16	-29.2%	21.66	-31.5%
其他材料	其他材料	67.31	12.5%	-0.63	-120.0%	0.05	-98.2%
煤化工	煤化工	580.59	-13.7%	36.16	-69.6%	25.42	-72.9%
两碱	氯碱	761.40	-16.9%	0.41	-99.6%	-0.26	-100.3%
	纯碱	240.23	-11.0%	31.29	-39.9%	20.91	-44.7%
农用化工	农药	758.77	-18.3%	64.39	-52.3%	52.41	-52.4%
	钾肥	164.52	-32.9%	100.70	-39.5%	82.03	-37.6%
	复合肥	409.20	-12.1%	20.98	-44.5%	18.05	-39.4%
	氮肥	356.90	-21.6%	24.18	-72.4%	19.97	-71.9%
化纤	粘胶	24.93	-5.4%	0.18	-	0.22	-
	其他化学纤维	74.09	-0.5%	10.72	-45.3%	9.42	-41.8%
	锦纶	97.07	-22.3%	1.02	-88.0%	0.15	-98.0%
	涤纶	468.11	12.1%	9.42	-18.7%	8.63	-12.9%
	氨纶	179.69	-9.0%	17.93	-41.8%	15.85	-41.2%
纺织化学制品	纺织化学制品	159.45	-14.8%	12.19	-58.9%	9.46	-57.7%
聚氨酯	聚氨酯	969.59	-2.4%	106.92	-19.0%	89.50	-17.6%
氟化工	氟化工	266.78	-9.4%	18.86	-61.2%	16.73	-58.3%
磷化工	磷化工	658.22	-15.4%	58.10	-64.8%	42.05	-65.0%
有机硅	有机硅	296.05	-22.7%	33.93	-64.3%	26.45	-66.5%
合成树脂	合成树脂	98.84	-6.6%	10.30	9.1%	9.13	10.3%
食品及饲料添加剂	食品及饲料添加剂	426.88	11.4%	42.98	-45.1%	35.66	-45.8%
民爆用品	民爆用品	266.18	37.6%	31.01	33.9%	22.44	45.5%
涂料	涂料	63.28	-10.7%	1.85	-59.6%	1.60	-60.0%
钛白粉	钛白粉	206.54	-4.5%	18.32	-53.1%	14.87	-52.7%
膜材料	膜材料	144.42	-9.6%	6.14	-70.3%	4.97	-71.5%
橡胶	橡胶助剂	30.33	1.2%	4.93	-11.5%	4.32	-8.6%
	炭黑	107.29	-0.5%	1.17	-79.6%	0.86	-81.9%
其他橡胶制品	其他橡胶制品	67.88	3.0%	6.38	-9.9%	5.39	-6.9%
塑料	改性塑料	470.60	8.8%	17.39	-27.4%	13.31	-29.8%
	其他塑料制品	295.67	-2.9%	16.44	-43.4%	13.61	-42.8%
其他化学制品	其他化学制品	928.02	-22.1%	37.09	-67.8%	34.89	-59.9%
其他化学原料	其他化学原料	316.35	-4.5%	23.80	-57.9%	19.92	-57.5%
非金属材料	非金属材料	137.76	24.2%	27.42	41.7%	24.79	76.0%

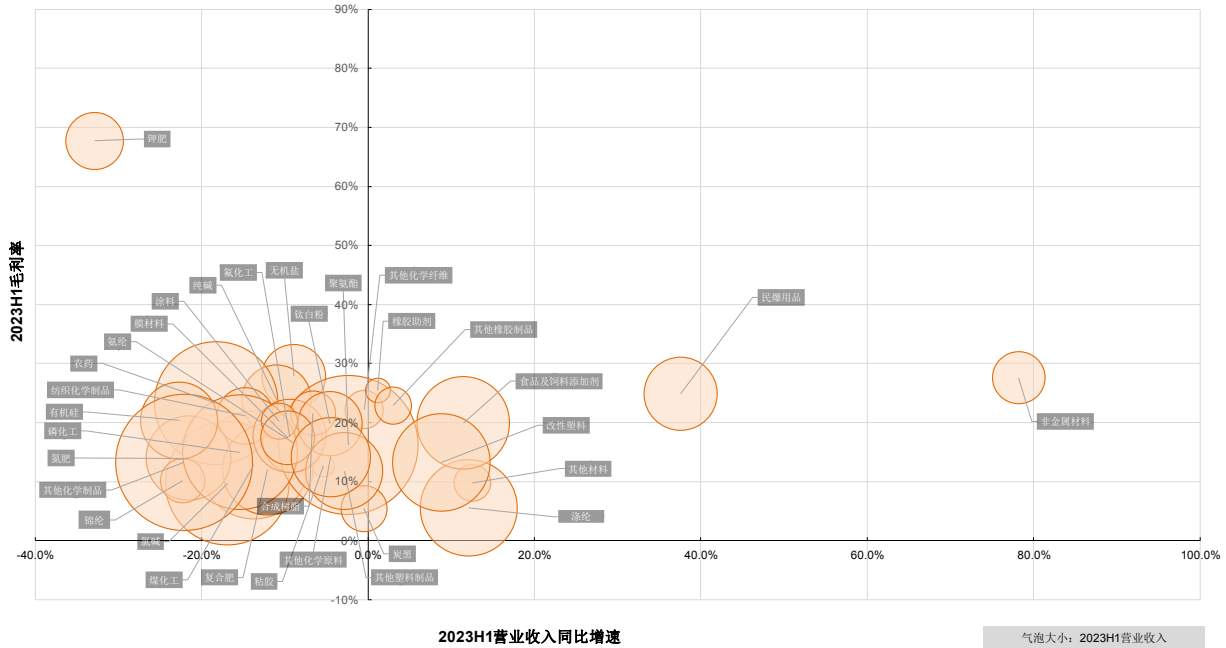
资料来源：Wind，天风证券研究所

表 3：基础化工各子行业 2023 年上半年财务指标

子行业		毛利率	YOY	期间费用率	YOY	净利率	YOY
无机盐	无机盐	28%	-3.4pcts	11%	1.1pcts	12%	-3.9pcts
其他材料	其他材料	10%	-3.1pcts	9%	2.0pcts	0%	-4.4pcts
煤化工	煤化工	13%	-11.0pcts	6%	0.6pcts	5%	-9.3pcts
两碱	氯碱	10%	-9.5pcts	9%	1.5pcts	0%	-10.8pcts
	纯碱	24%	-3.3pcts	11%	2.9pcts	10%	-5.5pcts
农化化工	农药	23%	-3.5pcts	13%	2.7pcts	7%	-5.0pcts
	钾肥	68%	-7.5pcts	6%	2.1pcts	56%	-6.7pcts
	复合肥	12%	-2.6pcts	7%	0.0pcts	4%	-2.1pcts
	氮肥	14%	-11.3pcts	7%	1.3pcts	6%	-11.0pcts
化纤	粘胶	13%	1.8pcts	11%	0.1pcts	2%	5.4pcts
	其他化学纤维	22%	-12.9pcts	9%	-0.2pcts	13%	-9.1pcts
	锦纶	10%	-5.1pcts	8%	0.5pcts	1%	-5.5pcts
	涤纶	6%	-2.1pcts	4%	-1.5pcts	2%	-0.6pcts
	氨纶	17%	-5.9pcts	7%	0.1pcts	9%	-4.8pcts
纺织化学制品	纺织化学制品	21%	-5.2pcts	13%	0.2pcts	6%	-6.8pcts
聚氨酯	聚氨酯	16%	-1.6pcts	5%	1.0pcts	10%	-1.4pcts
氟化工	氟化工	18%	-8.1pcts	11%	1.6pcts	6%	-7.6pcts
磷化工	磷化工	15%	-11.2pcts	6%	0.2pcts	7%	-10.1pcts
有机硅	有机硅	20%	-11.8pcts	9%	2.1pcts	9%	-11.8pcts
合成树脂	合成树脂	22%	2.2pcts	11%	0.5pcts	9%	1.5pcts
食品及饲料添加剂	食品及饲料添加剂	20%	-9.7pcts	10%	0.8pcts	8%	-8.8pcts
民爆用品	民爆用品	25%	-1.0pcts	13%	-1.6pcts	10%	-0.1pcts
涂料	涂料	20%	0.8pcts	17%	2.5pcts	3%	-3.1pcts
钛白粉	钛白粉	20%	-8.5pcts	10%	1.2pcts	8%	-7.8pcts
膜材料	膜材料	17%	-5.4pcts	14%	2.2pcts	3%	-7.6pcts
橡胶	橡胶助剂	25%	-1.4pcts	13%	1.1pcts	14%	-1.5pcts
	炭黑	5%	-4.3pcts	4%	0.4pcts	1%	-3.8pcts
其他橡胶制品	其他橡胶制品	23%	-1.1pcts	14%	0.7pcts	8%	-0.9pcts
塑料	改性塑料	13%	-1.6pcts	9%	0.1pcts	3%	-1.8pcts
	其他塑料制品	12%	-1.8pcts	7%	0.4pcts	5%	-3.3pcts
其他化学制品	其他化学制品	13%	-3.7pcts	9%	2.0pcts	4%	-4.4pcts
其他化学原料	其他化学原料	14%	-8.5pcts	6%	0.6pcts	6%	-7.8pcts
非金属材料	非金属材料	28%	4.0pcts	5%	-0.5pcts	17%	2.7pcts

资料来源：Wind，天风证券研究所

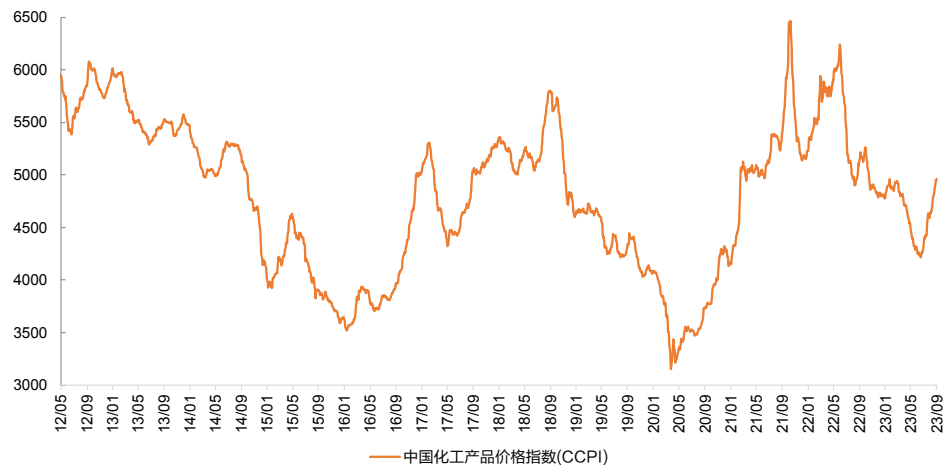
图 11：基础化工各子行业 2023 年上半年收入同比增速及毛利率全景图



资料来源：wind，天风证券研究所

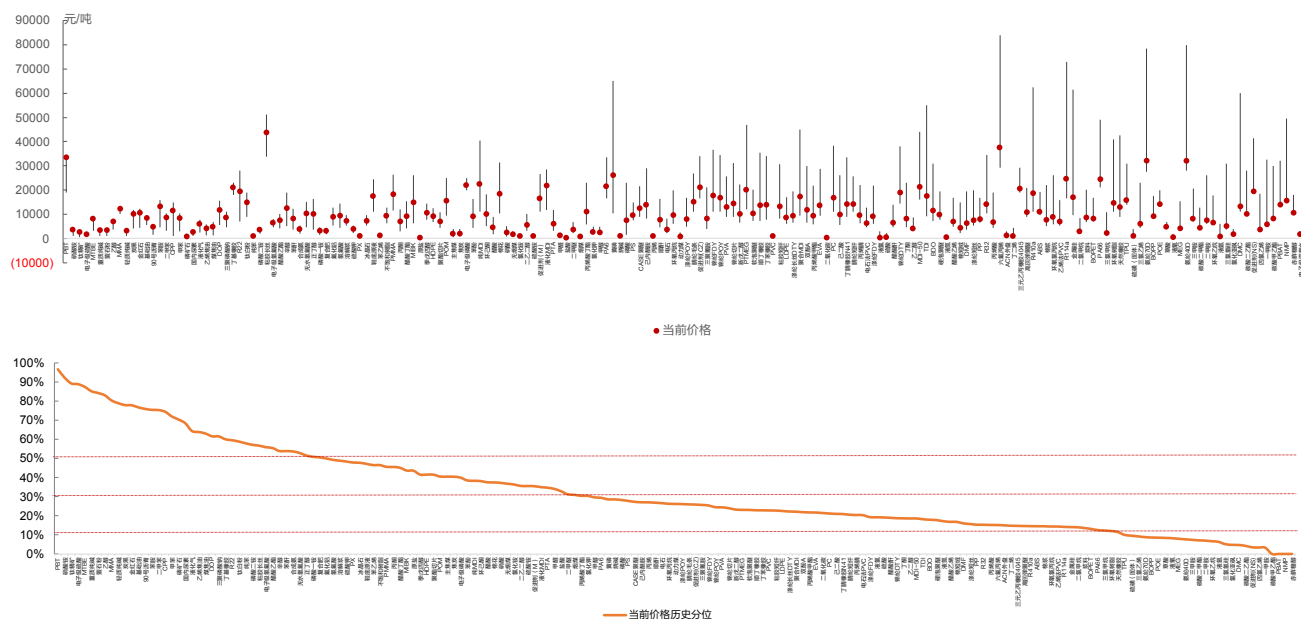
7月份以来，中国化工产品价格指数（CCPI）走势呈现反弹。CCPI 从今年6月底4217点开始呈现反弹趋势，到9月11日回升至4962点，反弹幅度约18%。据我们统计的187种化工品的价格及历史分位，截至2023/9/8，化工品价格位于历史分位在30%以下的共有107种，占比57.2%；位于历史分位30-50%的共有40种，占比21.4%，位于历史分位50%以上的共有40种，占比21.4%。

图 12：我国化工产品价格指数（CCPI）走势



资料来源：Wind、国家统计局，天风证券研究所

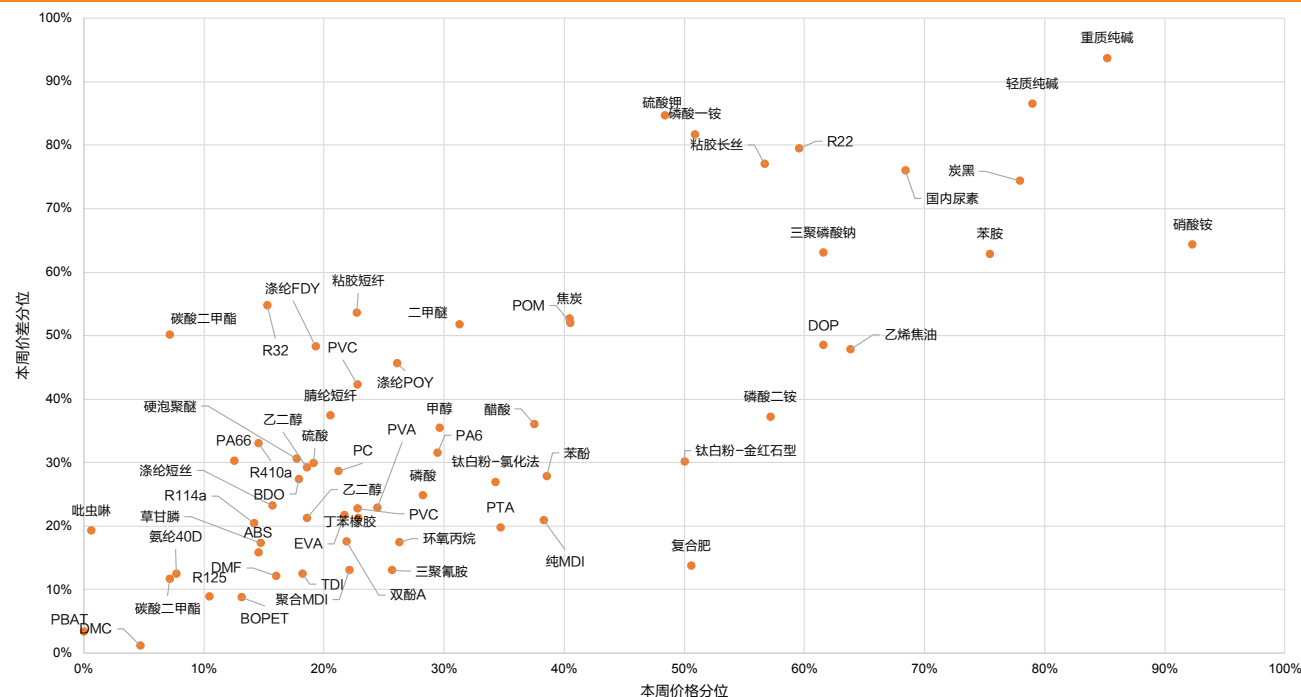
图 13：化工产品价格历史分位



资料来源：Wind，百川盈孚，隆众资讯，天风证券研究所 注：截至 2023/09/08

目前，上下游产品间价差有缩小趋势，从散点图上看，中下游产品的历史价格、价差分位仍处在较低水平（散点集中分布在图的左下角），行业盈利中枢预计向产业链上游转移。

图 14：化工产品价格及对应价差历史分位



资料来源：Wind，百川盈孚，隆众资讯，天风证券研究所 注：截至 2023/09/08

2. 2023 年第二季度单季度盈利水平环比下降

2.1. 营业收入同比减少，影响净利润规模环比回落

2023 年第二季度单季度基础化工行业**全体**上市公司共实现营业收入 5280 亿元，同比减少 13.3%；实现营业利润 393 亿元，同比下降 58.1%；实现归属母公司所有者净利润为 325 亿元，同比下降 56.3%；实现净利率 6.5%，同比-6.6pcts，期间费用率为 8.1%，同比+1.2pcts。

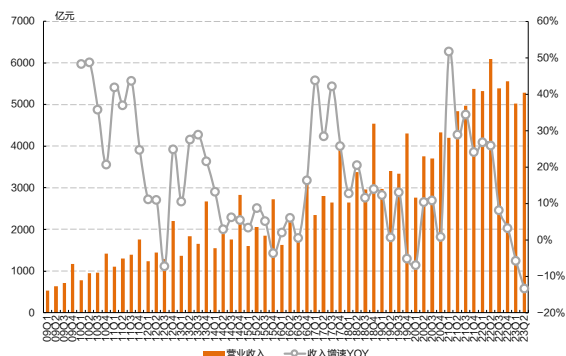
2023 年第二季度单季度基础化工行业**样本**上市公司共实现营业收入 3972 亿元，同比减少 14.5%；实现营业利润 295 亿元，同比下降 59.9%；实现归属母公司所有者净利润为 238 亿元，同比下降 58.6%；实现净利率 6.5%，同比-6.9pcts，期间费用率为 8.3%，同比+1.3pcts。

表 4：基础化工行业（样本）财务数据

单位：亿元	第二季度					第二季度同比增速			
项目	2019	2020	2021	2022	2023	2020	2021	2022	2023
营业收入	2759	2857	3726	4645	3972	3.6%	30.4%	24.6%	-14.5%
营业成本	2186	2318	2781	3581	3322	6.0%	19.9%	28.8%	-7.2%
毛利	572	539	945	1064	650	-5.9%	75.5%	12.5%	-38.9%
期间费用	333	319	329	327	332	-4.3%	3.3%	-0.7%	1.4%
归母净利润	192	174	509	575	238	-9.2%	192.4%	12.9%	-58.6%
毛利率	20.7%	18.9%	25.4%	22.9%	16.4%	-1.9pcts	6.5pcts	-2.5pcts	-6.5pcts
期间费用率	12.1%	11.2%	8.8%	7.0%	8.3%	-0.9pcts	-2.3pcts	-1.8pcts	1.3pcts
净利率	7.4%	6.4%	15.3%	13.5%	6.5%	-1.0pcts	8.9pcts	-1.8pcts	-6.9pcts

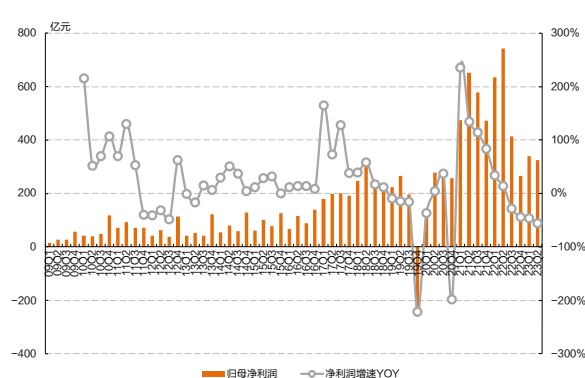
资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：基础化工行业单季度收入及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

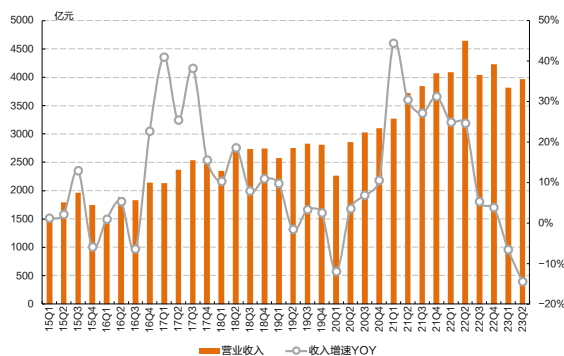
图 17：基础化工行业单季度归母净利润及同比增速



注：2019Q4 大幅亏损和 2020Q4 同比增速大幅波动，主要系盐湖股份 2019 年亏损所致

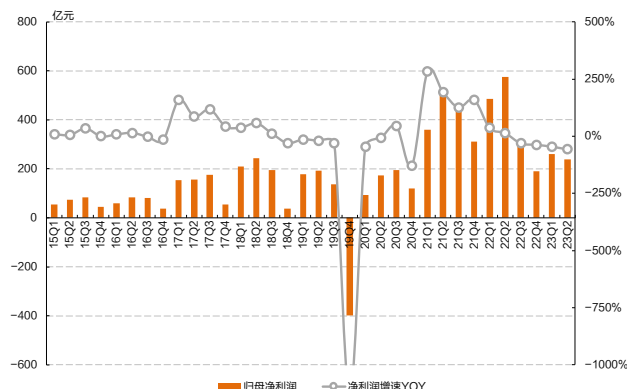
资料来源：wind，天风证券研究所

图 16：基础化工行业（样本）单季度收入及同比增速



资料来源：wind，天风证券研究所

图 18：基础化工行业（样本）单季度归母净利润及同比增速



注：2019Q4 大幅亏损和 2020Q4 同比增速大幅波动，主要系盐湖股份 2019 年亏损所致

资料来源：wind，天风证券研究所

从我们筛选的 33 个子行业数据看，

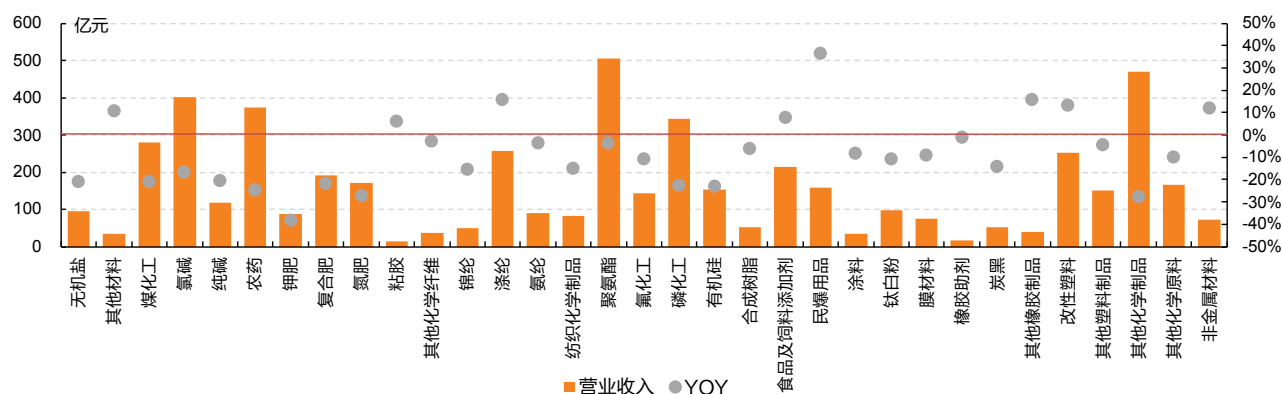
- 2023 年第二季度 8 个子行业营业收入同比增长，其中涨幅居前的为民爆用品，同比增速为 36.5%，其次是涤纶、其他橡胶制品，同比增速在 15%以上；而钾肥、其他化学制品和氮肥等子行业收入同比下滑较多。
- 2023 年第二季度 5 个子行业归母净利润同比增长，分别为非金属材料、涤纶、民爆用品、其他橡胶制品以及合成树脂，同比增速分别 92.1%/46.2%/36.3%/20.9%/8.1%；而由于 2022 年上半年化工行业为景气高点，下半年至今年 Q2 景气整体呈现回落趋势，其他子行业第二季度业绩同比有所下滑。

表 5：基础化工各子行业 2023 年第二季度营业收入及归母净利润情况（单位：亿元）

子行业		营业收入	YOY	营业利润	YOY	归母净利润	YOY
无机盐	无机盐	95.15	-20.9%	12.15	-52.1%	8.78	-50.5%
其他材料	其他材料	35.36	10.8%	0.02	-99.0%	0.46	-70.9%
煤化工	煤化工	280.15	-20.8%	14.87	-75.5%	10.16	-79.0%
两碱	氯碱	400.65	-16.7%	-9.45	-114.3%	-8.65	-117.0%
	纯碱	118.11	-20.3%	14.43	-55.4%	9.32	-59.3%
农化	农药	374.25	-24.5%	25.15	-63.7%	19.99	-64.0%
	钾肥	87.30	-38.2%	54.24	-45.6%	45.51	-45.4%
	复合肥	192.39	-21.5%	7.53	-66.9%	6.75	-62.1%
	氮肥	171.03	-27.4%	8.51	-81.5%	6.71	-81.9%
化纤	粘胶	14.08	6.2%	0.35	-12.2%	0.45	-182.3%
	其他化学纤维	35.98	-2.6%	5.12	-51.9%	4.45	-49.1%
	锦纶	50.58	-15.2%	0.38	-88.3%	0.01	-99.6%
	涤纶	256.29	16.0%	4.72	66.0%	4.45	46.2%
	氨纶	89.25	-3.5%	8.90	-30.3%	8.01	-30.2%
纺织化学制品	纺织化学制品	81.83	-14.8%	6.08	-65.8%	5.36	-61.7%
聚氨酯	聚氨酯	505.67	-3.7%	54.92	-15.1%	47.17	-10.1%
氟化工	氟化工	143.89	-10.9%	11.44	-54.5%	10.46	-50.0%
磷化工	磷化工	342.97	-22.7%	20.59	-78.4%	14.31	-79.6%
有机硅	有机硅	153.13	-22.9%	14.82	-65.9%	11.68	-67.9%
合成树脂	合成树脂	52.61	-5.9%	5.83	4.4%	5.42	8.1%
食品及饲料添加剂	食品及饲料添加剂	213.84	7.8%	20.81	-49.8%	17.52	-49.8%
民爆用品	民爆用品	158.77	36.5%	22.42	25.7%	16.35	36.3%
涂料	涂料	34.26	-8.3%	1.65	-12.3%	1.46	-10.9%
钛白粉	钛白粉	97.45	-10.8%	10.03	-49.6%	8.42	-47.5%
膜材料	膜材料	74.68	-8.9%	4.07	-63.8%	3.26	-65.5%
橡胶	橡胶助剂	15.57	-0.9%	2.95	-13.5%	2.61	-9.3%
	炭黑	53.05	-14.2%	0.90	-78.1%	0.72	-79.0%
其他橡胶制品	其他橡胶制品	39.44	15.8%	4.13	15.8%	3.52	20.9%
塑料	改性塑料	250.91	13.4%	8.12	-32.0%	6.31	-35.3%
	其他塑料制品	150.61	-4.3%	8.55	-44.9%	7.48	-42.1%
其他化学制品	其他化学制品	470.62	-27.7%	15.22	-74.9%	16.55	-64.0%
其他化学原料	其他化学原料	165.05	-9.7%	14.07	-45.6%	11.91	-43.8%
非金属材料	非金属材料	72.92	12.0%	19.38	47.1%	17.51	92.1%

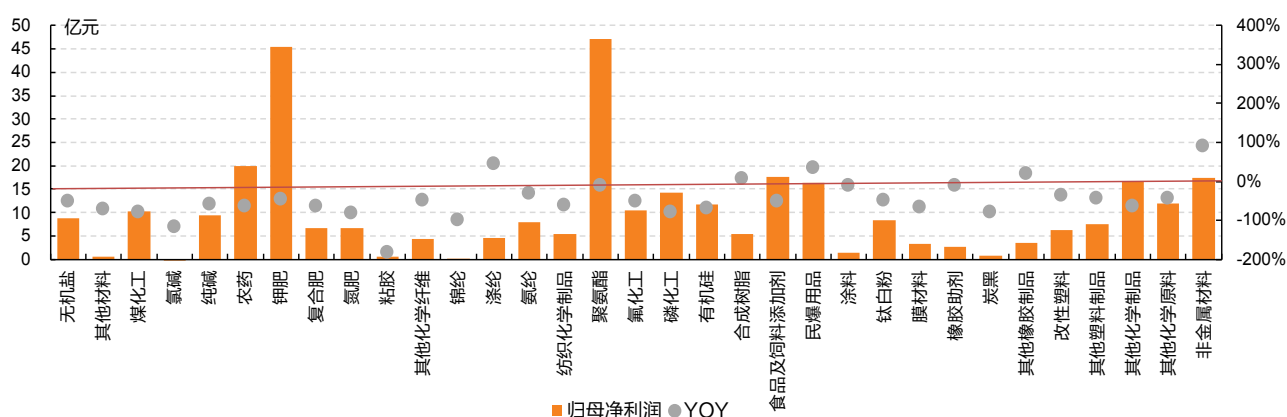
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 19：基础化工各子行业 2023 年第二季度营业收入及同比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 20：基础化工各子行业 2023 年第二季度归母净利润及同比



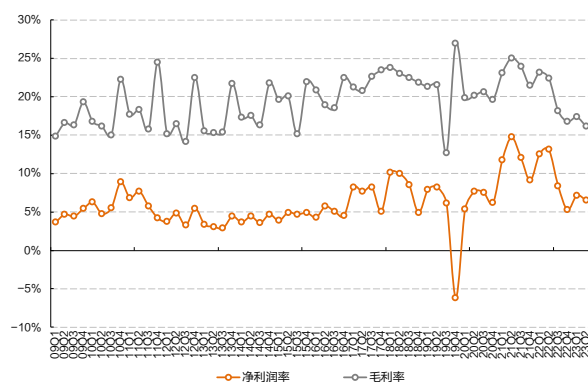
资料来源：wind，天风证券研究所

2.2. 23Q2 毛利率继续承压，期间费用率同比有所上升&环比下降

2023 年第二季度基础化工行业全部上市公司实现毛利率为 16.2%，同比下降 6.2pcts，环比下降 1.2pcts；2023 年第二季度基础化工行业样本上市公司实现毛利率为 16.4%，同比下降 6.5pcts，环比下降 1.1pcts。

分子行业看，33 个子行业中有 4 个子行业毛利率同比提升，分别为非金属材料、粘接、涂料、合成树脂，分别同比提升 6.4/2.8/2.5/1.6pcts；而 29 个子行业毛利率同比下滑，其中煤化工、氯碱、氮肥、其他化学纤维、磷化工、有机硅、食品及饲料添加剂等子行业毛利率同比下降幅度较大，降幅均超过 10pcts。

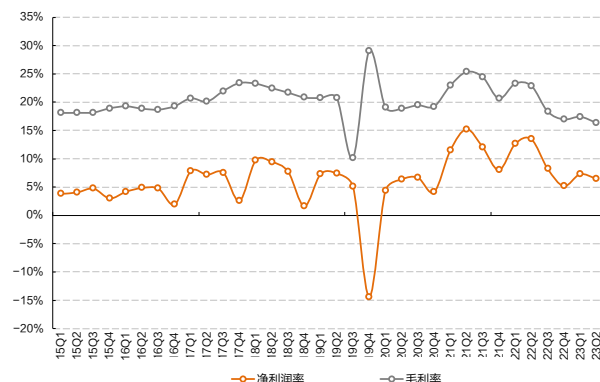
图 21：基础化工行业单季度毛利率、净利率



注：2019Q4 指标大幅波动主要系盐湖股份 2019 年亏损所致

资料来源：wind，天风证券研究所

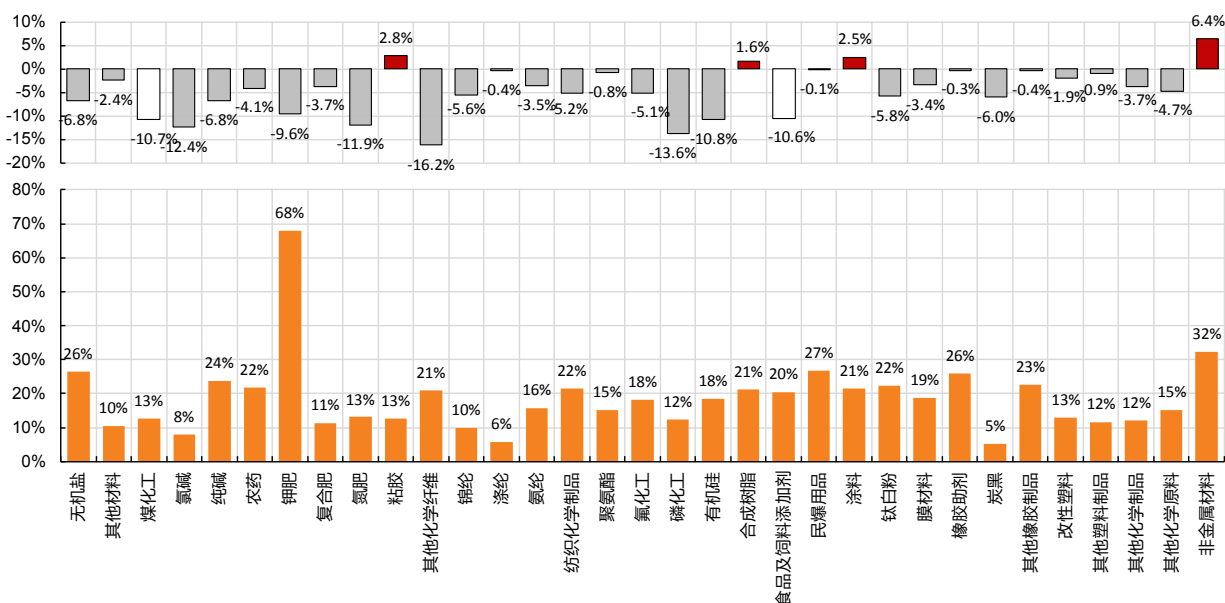
图 22：基础化工行业（样本）单季度毛利率、净利率



注：2019Q4 指标大幅波动主要系盐湖股份 2019 年亏损所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 23：基础化工各子行业 2023 年第二季度毛利率变动情况



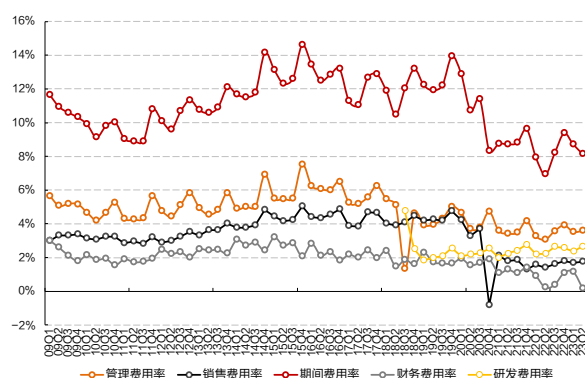
注：下图——单季度毛利率；上图——毛利率同比

资料来源：wind，天风证券研究所

2023 年第二季度基础化工行业期间费用率同比上升 1.2pcts 至 8.1%，其中销售费用率同比上升 0.3pcts，管理费用率同比上升 0.5pcts，财务费用率同比下降 0.1pcts，研发费用率同比上升 0.4pcts。

2023 年第二季度基础化工行业（样本）期间费用率同比上升 1.3pcts 至 8.3%，其中销售费用率同比上升 0.3pcts，管理费用率同比上升 0.5pcts，财务费用率同比持平，研发费用率同比上升 0.5pcts。

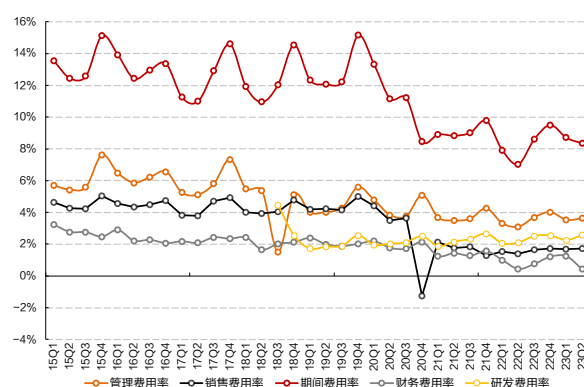
图 24：基础化工行业单季度费用率



注：20Q4 以来销售费用下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 25：基础化工行业（样本）单季度费用率

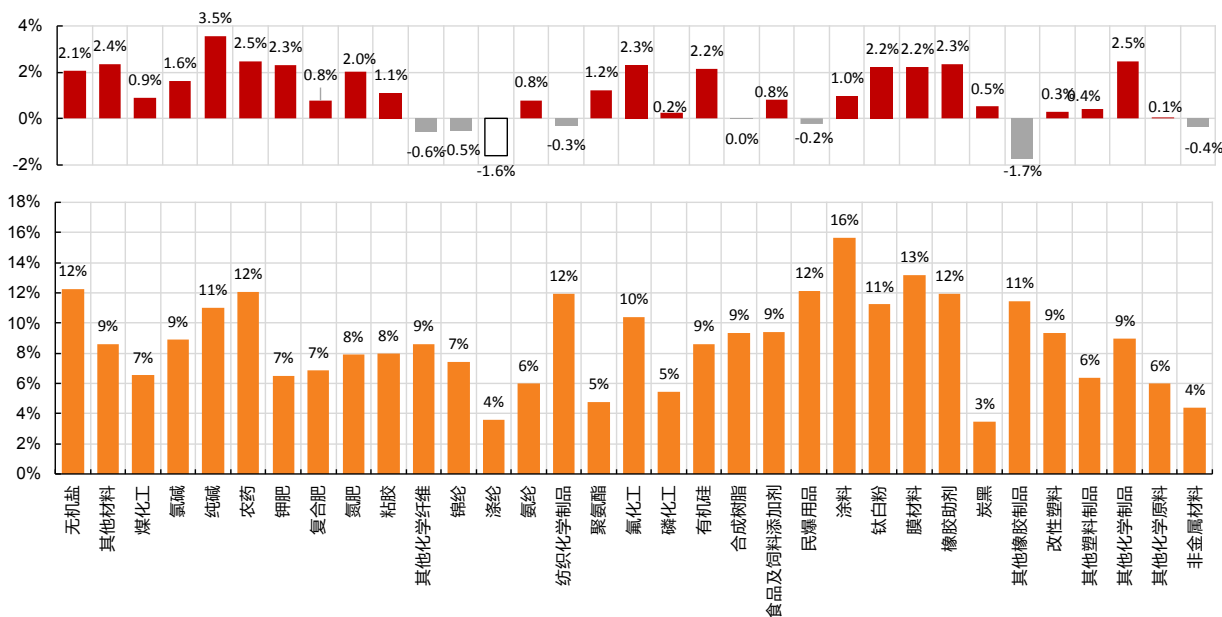


注：20Q4 以来销售费用下降较多，系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

从子行业角度看，33 个子行业中 25 个行业二季度单季度费用率同比提升，8 个同比下降，其中下降幅度较大的有涤纶和其他橡胶制品，同比下降幅度均超过 1.0pcts。

图 26：基础化工各子行业 2023 年第二季度期间费用率

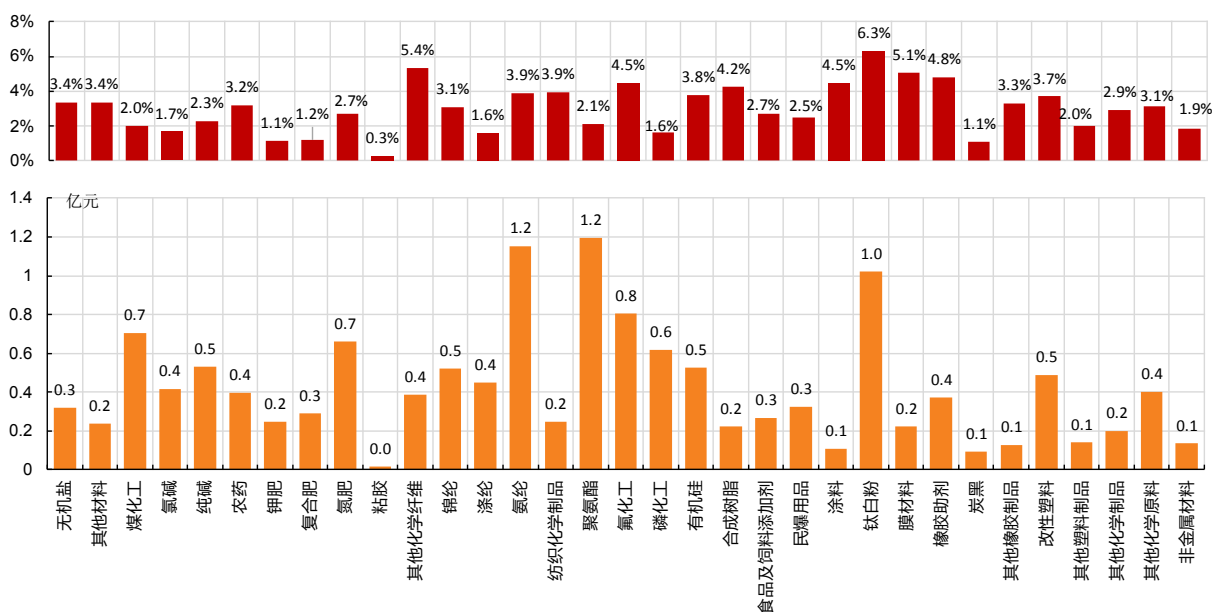


注：上图为期间费用率同比，下图为单季度期间费用率

资料来源：wind，天风证券研究所

研发费用方面，2023 年第二季度研发费用规模较大的子行业为其他化学制品、农药和聚氨酯，研发费用在 10 亿元以上；按照平均每家上市公司研发费用规模排序，排名靠前的子行业为聚氨酯、氨纶和钛白粉，平均每家公司 Q2 研发投入在 1.0 亿元以上。研发费用率较高的子行业为钛白粉、其他化学纤维、膜材料，研发费用率均在 5.0%以上。

图 27：基础化工各子行业 2023 年第二季度研发费用及研发费用率



注：上图为研发费用率，下图为平均每家上市公司的研发费用

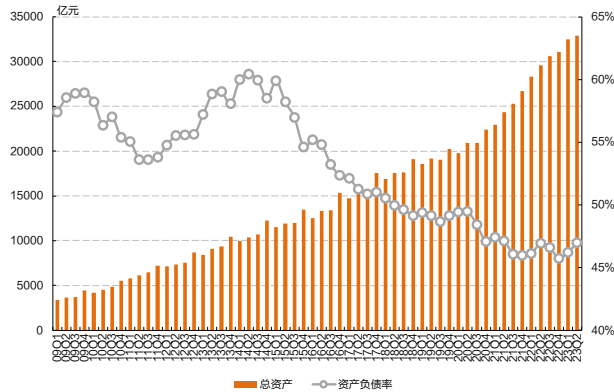
资料来源：wind，天风证券研究所

2.3. 资产负债率环比微增，半数子行业经营性现金流同比增加

● 资产负债率微增

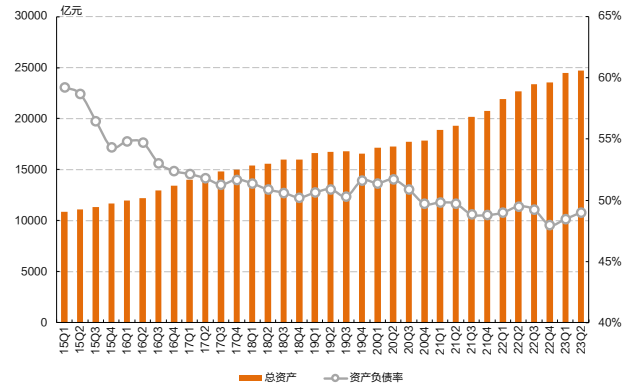
截至 2023 年二季度末基础化工上市公司及样本上市公司资产负债率分别为 47.0%、49.0%，同比分别+0.04pcts、-0.48pcts，环比分别+0.8pcts、+0.6pcts。分子行业来看，非金属材料、钾肥、橡胶助剂等行业同比下降较多，降幅均超过 5.0pcts；而有机硅、其他化学原料、氟化工、其他橡胶制品、其他化学原料等行业同比增加较多，增幅均超过 4.5pcts。

图 28：基础化工行业资产负债率



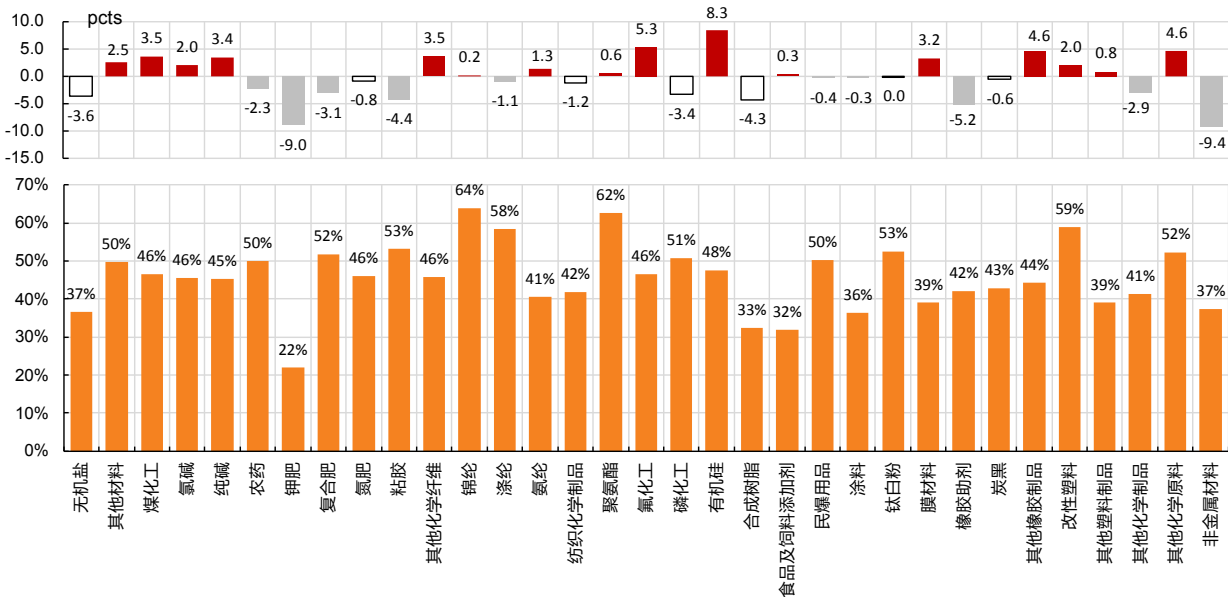
资料来源：wind，天风证券研究所

图 29：基础化工行业（样本）资产负债率



资料来源：wind，天风证券研究所

图 30：基础化工各子行业 2023 年第二季度末资产负债率



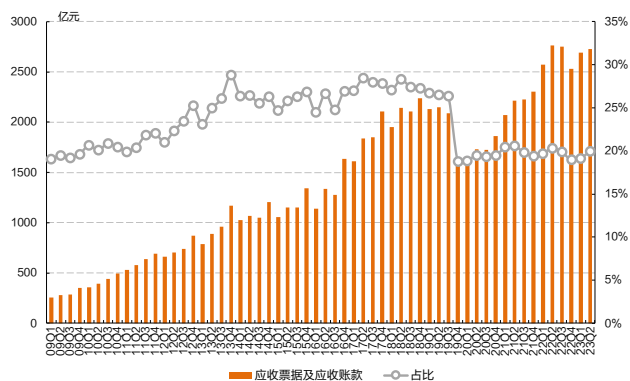
注：上图资产负债率同比，下图为单季度资产负债率

资料来源：wind，天风证券研究所

● 应收及存货占比维持历史低位水平，半数子行业经营性现金流同比增加

2023 年第二季度末基础化工行业全体/样本上市公司应收账款及应收票据占流动资产比重为 20.0%/20.1%，分别环比提升 0.8pcts/0.7pcts。就历史二季度末应收账款及应收票据占流动资产比重来看，目前应收账款及应收票据占流动资产比重处于近五年较低位水平。

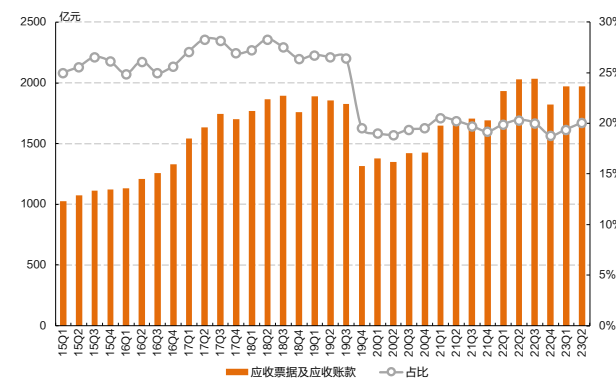
图 31：基础化工行业应收账款及票据占流动资产比重



注：2019Q4 占比波动较大系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

图 32：基础化工（样本）应收账款及票据占流动资产比重

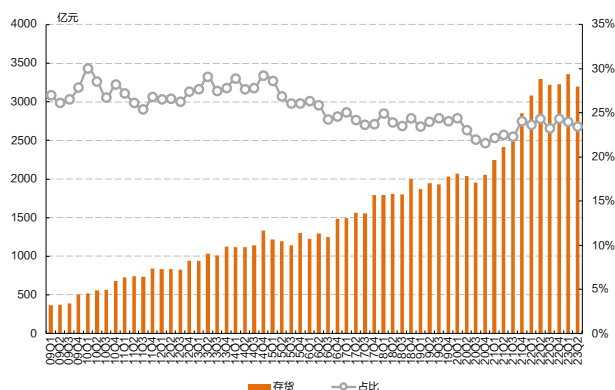


注：2019Q4 占比波动较大系会计准则调整所致

资料来源：wind，天风证券研究所

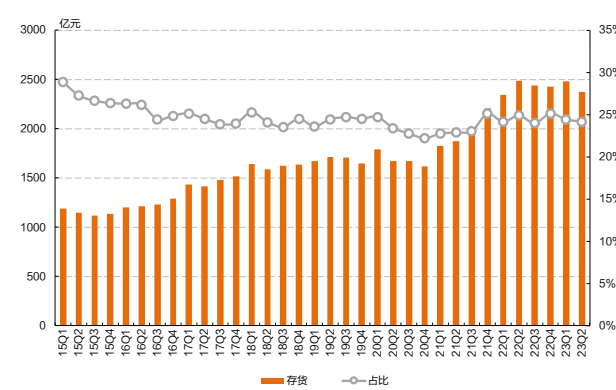
2023 年第二季度末基础化工行业全体/样本上市公司存货占流动资产比重为 23.4%/24.2%，环比下降 0.6pcts/0.3pcts。就历史二季度末存货占流动资产比重来看，目前存货占流动资产比重处于近五年中枢水平。

图 33：基础化工行业存货占流动资产比重



资料来源：wind，天风证券研究所

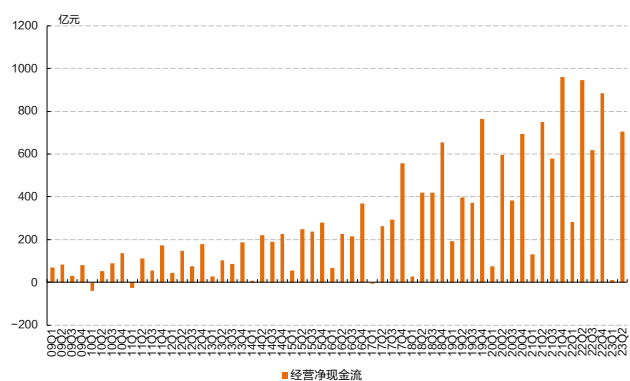
图 34：基础化工行业（样本）存货占流动资产比重



资料来源：wind，天风证券研究所

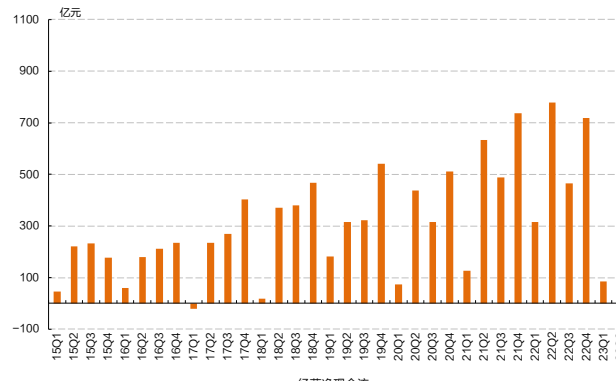
2023 年第二季度单季度基础化工行业全体/样本上市公司经营性现金流净额为 704/567 亿元，同比分别-25.5%/-27.2%。从子行业（样本）看，30 个行业单季度经营性现金流为正，3 个子行业为负；33 个子行业中 16 个行业经营性现金流净额同比增加，其中农药、纺织化学制品、炭黑、涤纶等子行业增加额居前。

图 35：基础化工行业单季度经营性现金流净额



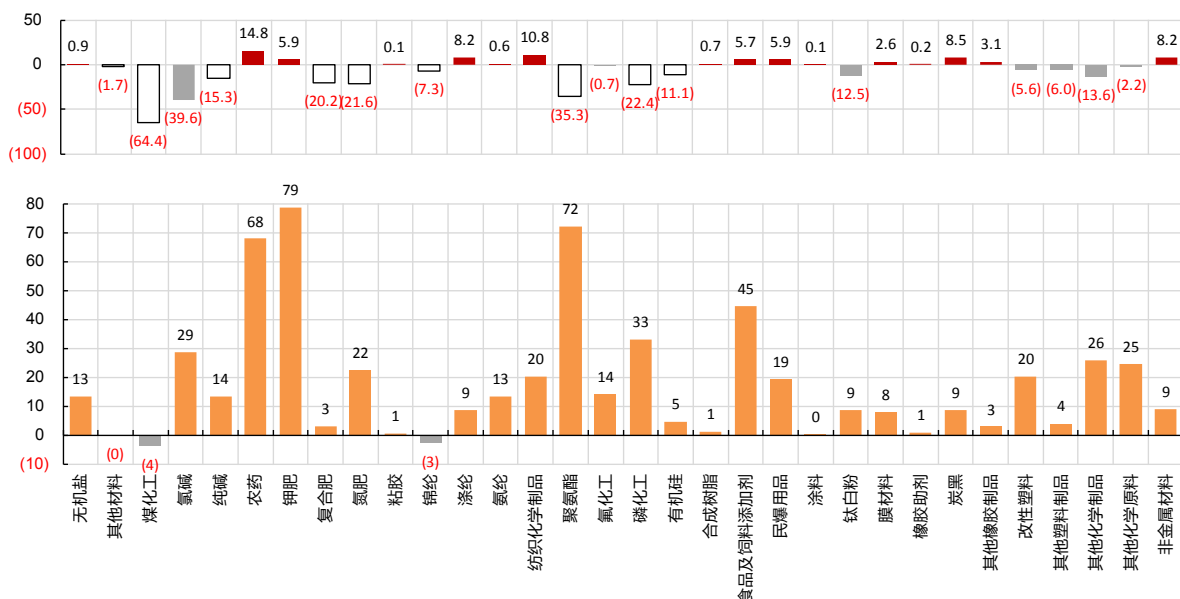
资料来源：wind，天风证券研究所

图 36：基础化工行业（样本）单季度经营性现金流净额



资料来源：wind，天风证券研究所

图 37：基础化工各子行业（样本）2023 年第二季度经营性现金流及同比



注 1：下图——经营现金流净额；上图——经营现金流净额同比增加额；注 2：单位为亿元

资料来源：wind，天风证券研究所

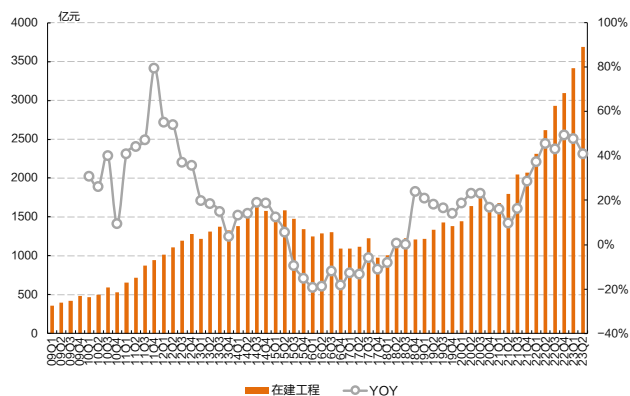
2.4. 在建工程增速出现拐点但仍处于高位，行业整体固定资产规模或将快速扩张

2023 年二季度期末基础化工行业全体/样本上市公司固定资产总额分别为 9679/7501 亿元，同比分别增长 12.2%/10.9%；在建工程总额分别为 3690/2638 亿元，同比分别增长 40.9%/33.7%。

行业在建工程同比增速自 2015 年第三季度进入负增长阶段，共连续 11 个季度，至 2018Q2 转正，后在 2018Q4 达到阶段高点的 24%，之后逐渐回落至 2021Q2 的 10%。从 2021Q3 开始，基础化工行业在建工程同比增速持续提升，2022Q4 在建工程同比增速达到自 2012Q3 以来的最高点，化工行业处在新一轮资本开支密集期。同时，2023 年第二季度基础化工行业全体/样本上市公司在建工程投资占总资产比例分别为 11.2%/10.7%，同比增加 2.4/2.0pcts，环比增加 0.7/0.6pcts。

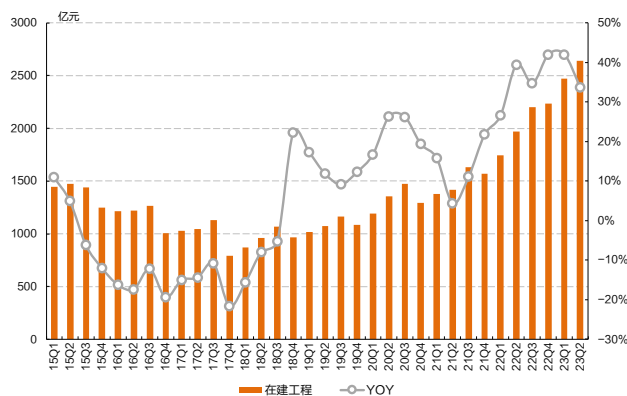
分行业来看，在建工程增加较多的子行业为有机硅、氯碱、煤化工和氮肥，在建工程同比增加额超过 100 亿元以上，其次为聚氨酯、纯碱、其他化学制品，在建工程同比增加额均在 50 亿元以上。通过对比统计的化工行业投资增速及上市公司投资增速，头部企业如万华化学、新和成的固定资产同比增速超过行业整体水平，同时 23Q2 行业整体同比增速为正，未来行业整体固定资产规模或将快速扩张。

图 38：基础化工行业在建工程及同比增速



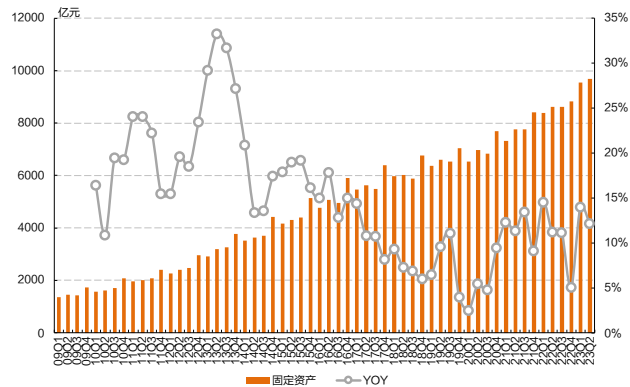
资料来源：wind，天风证券研究所

图 39：基础化工行业（样本）在建工程及同比增速



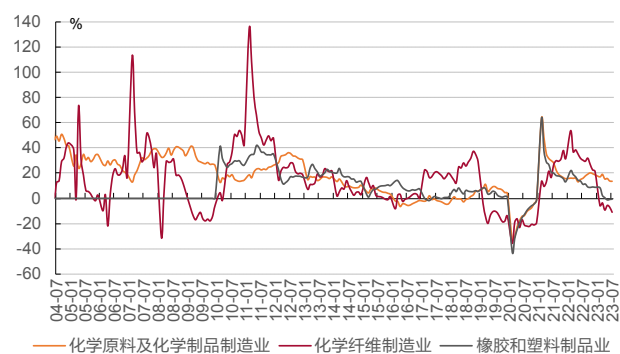
资料来源：wind，天风证券研究所

图 40：基础化工行业固定资产及同比增速



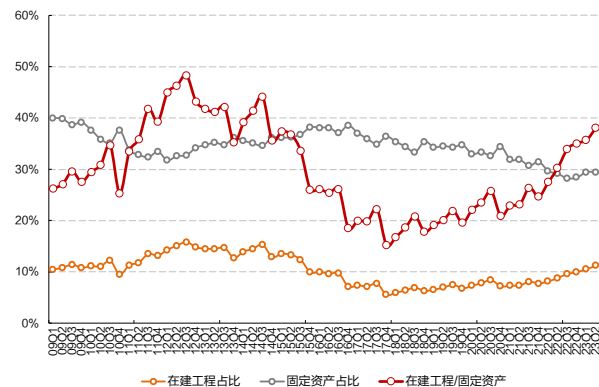
资料来源：wind，天风证券研究所

图 42：基础化工行业固定资产投资完成额累计同比



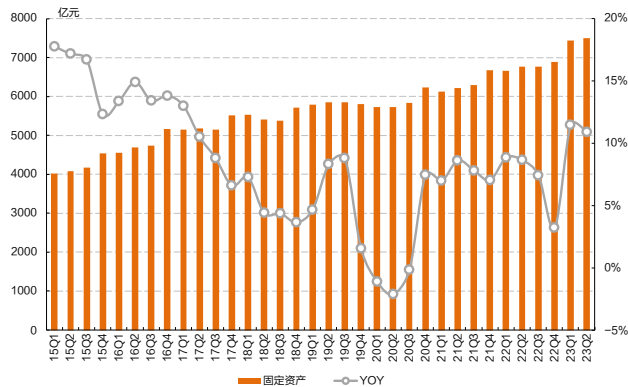
资料来源：wind，天风证券研究所

图 44：基础化工行业固定资产及在建工程总资产占比



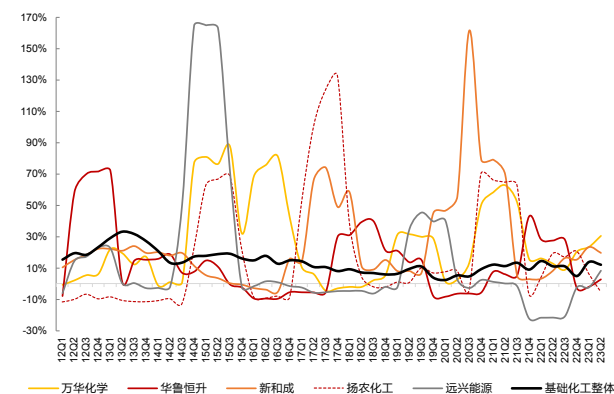
资料来源：wind，天风证券研究所

图 41：基础化工行业（样本）固定资产及同比增速



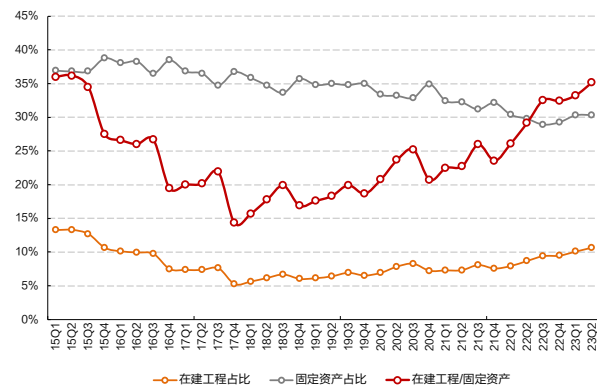
资料来源：wind，天风证券研究所

图 43：头部化工企业固定资产同比增速



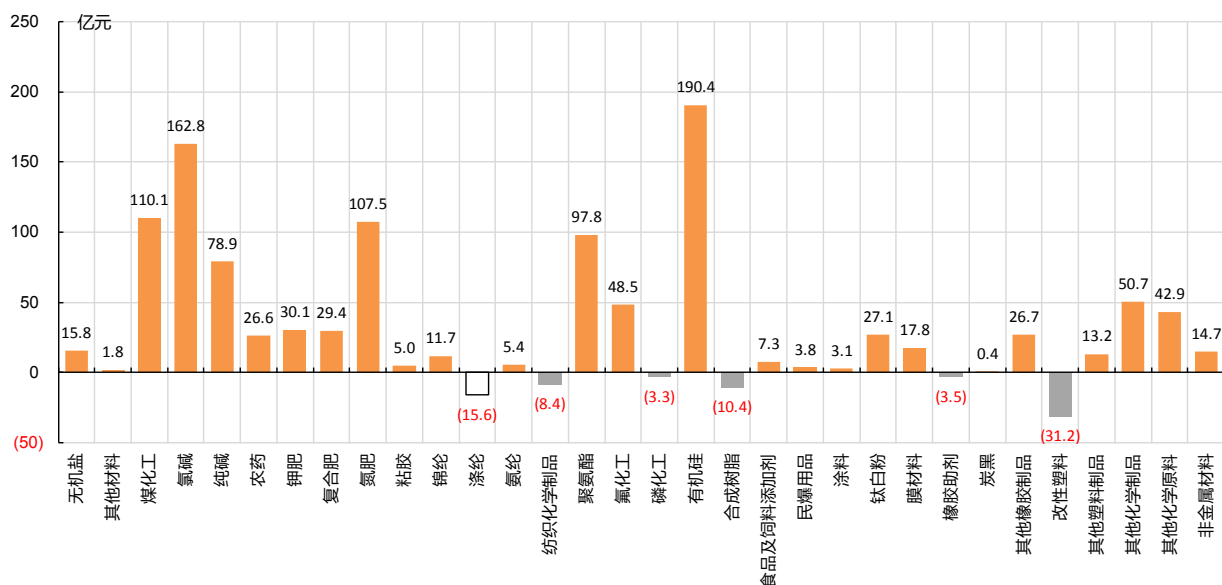
资料来源：wind，天风证券研究所

图 45：基础化工行业（样本）固定资产及在建工程总资产占比



资料来源：wind，天风证券研究所

图 46：基础化工各子行业 2023 年第二季度在建工程同比增加额

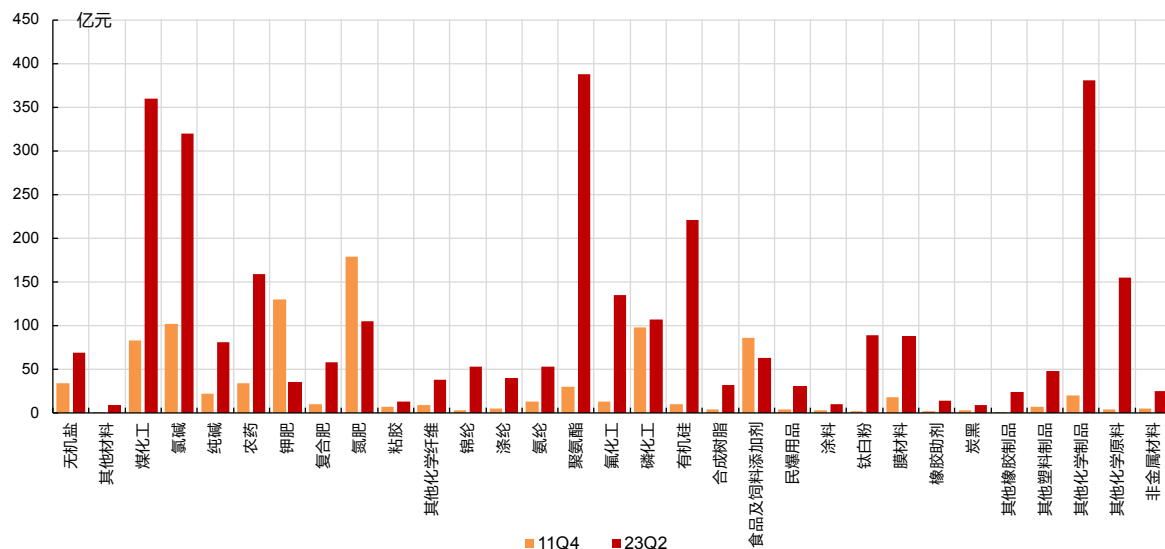


资料来源：wind，天风证券研究所

继 2011-2012 年、2018-2019 年两轮在建工程快速增长期后，2021 年下半年以来，基础化工行业开启新一轮在建工程规模高速增长期，对比增速较高的 2011Q4 及 2023Q2，

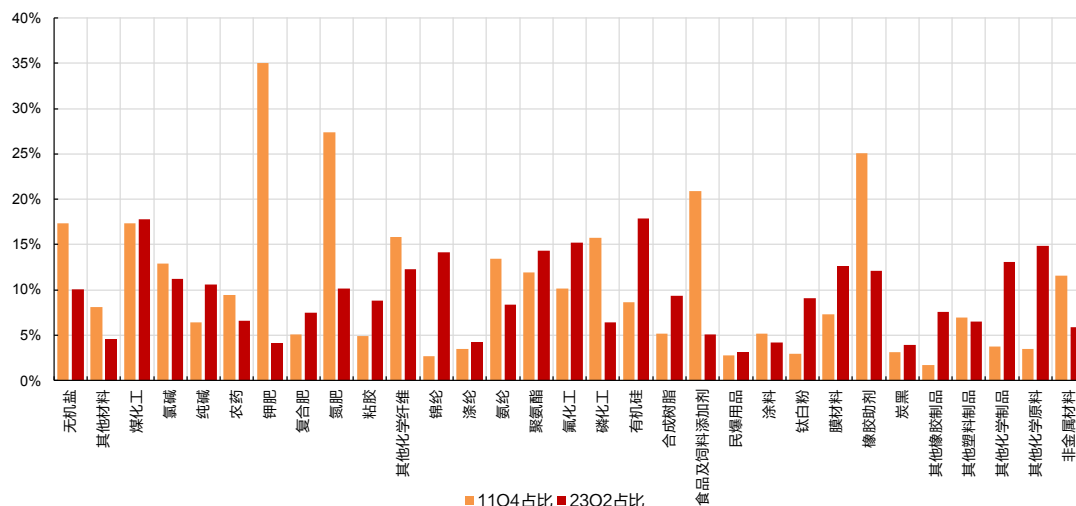
- 本轮基础化工行业上市公司在建工程数额更大，反映出基础化工板块上市公司数量和规模的提升；
- 上轮扩张集中在氮肥、钾肥、氯碱以及磷化工等子行业，而这轮扩张集中在聚氨酯、其他化学制品、煤化工、氯碱、有机硅、改性塑料、农药等子行业。我们认为值得注意的是，基础化工行业头部企业已经开始具备平台优势，当前投资方向不一定与公司原有业务一致，如万华化学向上游拓展至石化产业、向下游拓展至新材料产业，华鲁恒升依托煤气化平台布局多条产业链，向上下游一体化布局而非重复建设可能是目前化工行业头部企业的最优解；
- 从涉及的行业上看，本轮较上一轮更加分散，或导致本轮后续去产能的时间周期和压力更大；同时从行业集中度看，本轮更加偏中下游化学品及新应用材料；而上轮多为基础的大宗化学品；
- 从在建工程占总资产的比重上看，十年来占比明显下降的子行业主要有钾肥、氮肥、食品及饲料添加剂以及橡胶助剂等，而明显上升的子行业主要有锦纶、其他化学原料、其他化学制品、改性塑料、有机硅等，反映出近年来基础化工企业投资方向的转变。
- 从在建工程/固定资产的比例上看，对比 23Q2 和 11Q4，同比增加比例较高的细分子行业集中在有机硅（+82.5pcts）、锦纶（+74.7pcts）、其他橡胶制品（+57.0pcts）、其他化学制品（+34.5pcts）、其他化学原料（+33.3pcts）。

图 47：2011Q4 与 2023Q2 基础化工行业上市公司在建工程数额对比



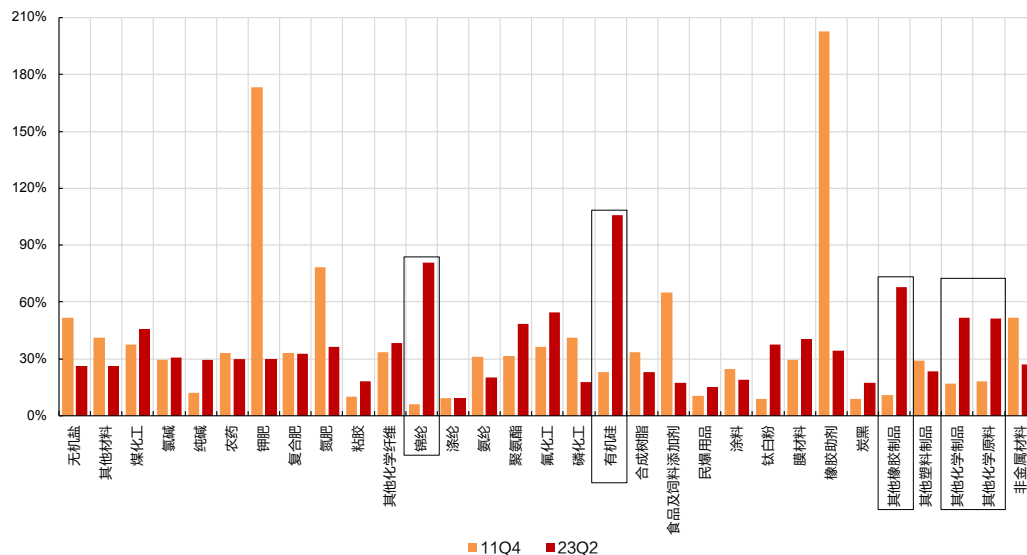
资料来源：Wind，天风证券研究所

图 48：2011Q4 与 2023Q2 基础化工行业上市公司在建工程占比对比



资料来源：Wind，天风证券研究所

图 49：2011Q4 与 2023Q2 基础化工行业上市公司在建工程/固定资产比例对比



资料来源：Wind，天风证券研究所；11Q4 该比例较高的钾肥、橡胶助剂两个子行业中，分别由于盐湖股份、阳谷华泰的在建工程/固定资产比例较高所致

3. 投资观点及建议

我们主要推荐具备长期增长能力的成长个股、逆势扩张下的龙头个股以及处于或即将迎来景气周期的个股

(1) **受库存周期影响小的成长赛道**：合成生物学在化工行业的应用在碳中和背景下将迎来广阔的发展空间；催化剂行业厚雪长坡，行业公司进入发展快车道；OLED 板块：应用端 OLED 向中大尺寸渗透，消费电子景气触底回升，相关材料受益于 β 向上且明确的成长 α 。

推荐个股：万润股份、华恒生物、凯立新材（和金属与材料组联合覆盖）。

(2) **复苏背景下高 β 系数的龙头**：短库存周期反弹情况下，化工龙头公司市值安全边际充足，伴随景气周期消化，碳中和背景下资本开支密集，向下游产业链延伸，龙头价值高于周期小品种。

推荐个股：万华化学、华鲁恒升

(3) **供需优化的景气行业**：轮胎板块短期逐步迎来高海外库存、原材料、集运等负面因素反转，中期海外扩张，长期新能源车带来的行业变化不容忽视，板块有望迎来反转。制冷剂板块近期将有三代制冷剂供给端配额制度政策层面落地，中期行业供给格局改善，头部企业盈利弹性大，远期多类高端氟产品存在进口替代需求，头部企业享受更高天花板。国际冲突背景下粮食安全重要性提升，农药行业短期去库存接近尾声、价格持续伴随旺季来临有望修复；中期看，需求相对刚性，但国内新增产能压力犹在，精选具备产业链拓展能力、品类持续扩张能力，且公司质地及历史表现优良的龙头企业。

建议关注：扬农化工；赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟；巨化股份、三美股份

4. 风险提示

原油等原料价格大幅波动风险：原材料价格大幅波动引起化工品价格波动，进而影响行业利润。

产能大幅扩张风险：若行业内产能大幅增长，或致产能过剩，进而影响产品价格、盈利水平。

安全生产与环保风险：若未来安全生产与环保政策趋严，或导致企业生产成本上升。

化工品需求不及预期：22 年以来在高油气价格、高通胀及美联储大幅加息等影响下，化工品终端需求承压，若未来全球化工品的需求改善较少，化工品价格和行业企业的盈利水平均将受到影响。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	海口	上海	深圳
北京市西城区德胜国际中心 B 座 11 层	海南省海口市美兰区国兴大道 3 号互联网金融大厦	上海市虹口区北外滩国际客运中心 6 号楼 4 层	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100088	A 栋 23 层 2301 房	邮编：200086	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	邮编：570102	电话：(8621)-65055515	电话：(86755)-23915663
	电话：(0898)-65365390	传真：(8621)-61069806	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com