

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

## 行业景气低位运行，一季度经营形势有所改善

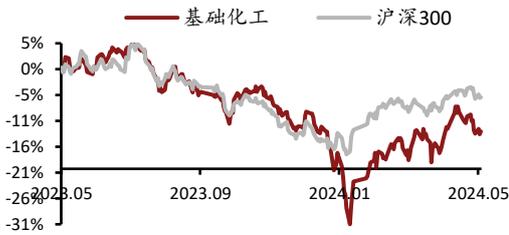
——基础化工行业深度分析

### 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：2024年05月30日



资料来源：中原证券、聚源数据

#### 相关报告

《基础化工行业深度分析：尼龙产业链分析及河南省产业概况》 2024-05-21

《基础化工行业月报：化工品整体延续涨势，继续关注煤化工、轻烃化工与磷化工》

2024-05-16

《基础化工行业月报：围绕供需与资源品两条主线，关注煤化工与轻烃化工、磷化工和粘胶长丝行业》 2024-04-12

联系人：马焱琦

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：

- **2023 基础化工行业景气低位运行，一季度经营有所改善。**2023年，中信基础化工行业实现收入25427.83亿元，同比下滑2.78%，实现净利润1356.75亿元，同比下滑44.60%。2023年基础化工行业的收入、利润同比呈下滑态势，与三季报业绩相比，下滑幅度有所趋缓。2024年第一季度，基础化工行业的经营有所改善，实现营业收入5783.81亿元，同比下滑3.24%，环比下滑7.36%；实现净利润352.05亿元，同比下滑10.07%，环比增长119.41%。

2023年，基础化工33个子行业营收利润总体下滑，仅7个子行业净利润实现同比增长。日用化学品、轮胎、民爆用品、粘胶和其他塑料制品行业业绩表现相对较好。2024年一季度，各子行业收入、利润同比出现分化，环比多数实现利润增长。其他化学制品、复合肥、氮肥、改性塑料和印染化学品等行业改善态势较为显著。

- **行业盈利能力企稳，毛利率环比连续改善。**受产品价格下跌以及行业需求下滑等因素影响，基础化工行业的毛利率、净利率自2022年以来持续下滑。2023年三季度以来，盈利能力下降幅度趋缓，其中毛利率环比连续三季度改善。2023年子行业盈利能力总体下行，一季度多数改善。纤维、农药、膜材料、橡胶制品和氮肥等子行业盈利能力环比出现改善。
- **基础化工行业财务指标整体稳健，在建工程增速放缓。**2024年第一季度，基础化工行业资产负债率总体稳定，经营现金流有所回落。行业投资力度整体保持高位，在建工程规模同比增速出现放缓。行业的存货周转天数同比小幅提升。
- **行业投资建议。维持行业“同步大市”的投资评级。建议关注行业龙头以及煤化工、轻烃化工和磷化工等子行业。**

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。

未来国际油价预计总体呈现中高位运行的态势，部分替代路线如煤化工、轻烃化工等，有望凭借成本优势，实现较好的盈利水平。

我国磷矿石供应保持紧张态势，下游需求则有望在磷肥、新能源汽车和储能等领域的推动下较快增长。未来磷矿石价格有望保持上升态势，推动磷化工行业景气度的提升。

**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. 行业景气低位运行，一季度有所改善</b> .....	<b>3</b>
1.1. 2023 年收入、利润延续下滑，一季度利润环比改善.....	3
1.2. 子行业景气低位运行，一季度多数子行业利润环比增长.....	3
<b>2. 盈利能力企稳，毛利率环比持续改善</b> .....	<b>6</b>
2.1. 基础化工盈利能力企稳，毛利率连续三季度环比回升.....	6
2.2. 多数子行业一季度环比改善.....	7
<b>3. 基础化工行业财务指标分析</b> .....	<b>9</b>
3.1. 资产负债率保持稳定.....	9
3.2. 一季度现金流环比下降.....	11
3.3. 在建工程规模增速放缓.....	12
3.4. 存货周转天数同比小幅提升，营运能力有所下滑.....	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: 2024Q1 基础化工各行业资产负债率.....	10
图 7: 基础化工年度经营现金流净额 (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 2023 年收入与利润.....	3
表 2: 中信基础化工 2024 年一季度收入与利润.....	3
表 3: 基础化工各子行业 2023 年收入与利润.....	4
表 4: 基础化工各子行业 2024 年一季度收入与利润 (亿元).....	5
表 5: 基础各子行业化工 2023 年盈利能力.....	7
表 6: 基础化工各子行业 2024 年第一季度盈利能力.....	8
表 7: 2024Q1 基础化工各行业总资产及资产负债率.....	10
表 8: 基础化工各子行业经营活动产生的现金流净额 (亿元).....	12
表 9: 2024Q1 基础化工各行业在建工程.....	13
表 10: 2024Q1 基础化工各行业存货周转天数.....	14

## 1. 行业景气低位运行，一季度有所改善

### 1.1. 2023 年收入、利润延续下滑，一季度利润环比改善

根据 wind 数据, 2023 年, 中信基础化工行业实现营业收入 25427.83 亿元, 同比下滑 2.78%, 实现营业利润 1735.22 亿元, 同比下滑 44.19%, 实现归属上市公司股东的净利润 1356.75 亿元, 同比下滑 44.60%。从全年经营形势来看, 2023 年基础化工行业的收入、利润延续了前三季度的下滑态势。与三季报业绩相比, 年报下滑幅度小幅下降, 显示行业景气仍处于低位, 但下滑幅度不断趋缓。其中营业收入增速较三季报的-2.75%提升 0.03 个百分点, 营业利润增速较三季报的-45.89%提升 1.70 个百分点, 净利润增速较三季报的-45.55%提升 0.95 个百分点。

表 1: 中信基础化工 2023 年收入与利润

	2022 年	2023 年	同比	2022 年前三季度	2023 年前三季度	同比
营业收入 (亿元)	26154.58	25427.83	-2.78%	19457.53	18921.86	-2.75%
营业利润 (亿元)	3108.99	1735.22	-44.19%	2720.04	1471.73	-45.89%
净利润 (亿元)	2449.11	1356.75	-44.60%	2162.99	1177.78	-45.55%

资料来源: 中原证券研究所、wind

2024 年第一季度, 中信基础化工行业实现营业收入 5783.81 亿元, 同比下滑 3.24%, 环比下滑 7.36%; 实现营业利润 445.25 亿元, 同比下滑 10.11%, 环比增长 85.45%; 实现归属上市公司股东的净利润 352.05 亿元, 同比下滑 10.07%, 环比增长 119.41%。一季度, 基础化工行业的收入、利润同比小幅下滑, 但营业利润和净利润环比实现大幅增长, 显示行业的经营态势出现改善。

表 2: 中信基础化工 2024 年一季度收入与利润

	2023Q1	2023Q4	2024Q1	2023Q1 同比	2024Q1 同比	2024Q1 环比
营业收入 (亿元)	5977.43	6243.34	5783.81	0.13%	-3.24%	-7.36%
营业利润 (亿元)	495.32	240.09	445.25	-45.34%	-10.11%	85.45%
净利润 (亿元)	391.47	160.46	352.05	-45.74%	-10.07%	119.41%

资料来源: 中原证券研究所、wind

### 1.2. 子行业景气低位运行，一季度多数子行业利润环比增长

从具体子行业来看, 2023 年, 基础化工 33 个子行业营业收入多数同比下滑, 其中 14 个子行业的收入同比实现增长, 19 个行业收入同比出现下滑。其中民爆用品、电子化学品、改性塑料、轮胎和聚氨酯等行业, 受益于下游需求的复苏及增长, 收入增速相对较快。这些行业 2023 年营业收入分别增长 27.15%、18.80%、17.60%、17.37%和 10.36%。钾肥、橡胶制品、农药、氯碱和印染化学品行业营收下滑幅度较大, 分别同比下滑 27.60%、22.77%、21.01%、16.01%和 14.73%

净利润方面, 基础化工各子行业净利润多数出现下滑。33 个子行业中仅有 7 个子行业净利润实现增长, 26 个子行业净利润同比下滑。其中日用化学品、轮胎、民爆用品、粘胶和其他塑料制品行业净利润表现较好, 分别同比增长 250.74%、213.41%、127.08%、24.35%和 17.17%,

橡胶制品、氯碱、膜材料、涤纶和农药行业净利润下滑幅度较大,分别同比下滑 96.21%、95.12%、88.45%、81.36%和 79.41%。净利润增长的行业中,日用化学品主要受益于消费需求的提升以及成本下降,轮胎主要受益于海外需求恢复以及成本下降,民爆用品主要受益于矿山、基建开工的提升。此外地产、农化等产业链受需求下降,价格下跌等因素影响,利润下滑幅度较大。

表 3: 基础化工各子行业 2023 年收入与利润

三级子行业	2022 年 营业收入(亿元)	2023 年 营业收入(亿元)	营业收入同比	2022 年 净利润(亿元)	2023 年 净利润(亿元)	净利润同比
氮肥	1619.42	1462.18	-9.71%	141.78	52.11	-63.25%
钾肥	424.08	307.02	-27.60%	232.48	125.69	-45.94%
复合肥	785.65	791.24	0.71%	30.72	23.81	-22.48%
农药	2090.41	1651.32	-21.01%	192.69	39.67	-79.41%
磷肥及磷化工	1362.20	1276.11	-6.32%	146.78	68.95	-53.03%
涤纶	376.59	400.99	6.48%	19.32	3.60	-81.36%
氨纶	296.34	302.24	1.99%	32.80	28.12	-14.28%
粘胶	361.35	345.40	-4.41%	3.35	4.17	24.35%
绵纶	225.10	217.55	-3.35%	6.14	1.77	-71.09%
碳纤维	55.29	53.80	-2.69%	17.86	7.52	-57.90%
纯碱	562.65	521.78	-7.26%	103.12	60.00	-41.81%
氯碱	1806.20	1516.99	-16.01%	142.15	6.93	-95.12%
无机盐	195.07	181.44	-6.99%	28.64	18.20	-36.44%
其他化学原料	1005.28	1042.38	3.69%	56.96	55.82	-2.00%
钛白粉	412.29	427.33	3.65%	41.11	36.92	-10.19%
日用化学品	498.70	540.75	8.43%	14.51	50.88	250.74%
民爆用品	427.22	543.21	27.15%	16.01	36.36	127.08%
涂料油墨颜料	311.56	331.59	6.43%	9.27	10.58	14.14%
印染化学品	395.55	337.27	-14.73%	31.32	13.01	-58.47%
其他化学制品III	1696.31	1768.84	4.28%	127.84	76.65	-40.04%
食品及饲料添加剂	967.95	928.99	-4.03%	118.94	74.93	-37.00%
电子化学品	326.69	388.10	18.80%	40.81	33.65	-17.55%
锂电化学品	2879.11	2862.79	-0.57%	365.85	101.68	-72.21%
氟化工	471.37	445.69	-5.45%	61.70	20.90	-66.13%
有机硅	416.95	412.99	-0.95%	71.92	31.71	-55.90%
聚氨酯	1769.48	1952.88	10.36%	170.58	171.58	0.59%
橡胶助剂	249.74	246.84	-1.16%	9.65	6.80	-29.60%
改性塑料	840.05	987.92	17.60%	36.98	21.42	-42.07%
合成树脂	488.30	505.71	3.57%	79.33	75.68	-4.60%
膜材料	432.80	417.65	-3.50%	20.46	2.36	-88.45%
其他塑料制品	446.92	453.29	1.42%	17.96	21.04	17.17%
轮胎	730.94	857.89	17.37%	23.24	72.83	213.41%
橡胶制品	1227.03	947.67	-22.77%	36.85	1.40	-96.21%

资料来源: 中原证券研究所、wind

2024 年第一季度,基础化工各子行业中,20 个子行业营业收入同比实现增长,13 个子行业同比下滑。其中电子化学品、锦纶、轮胎、合成树脂和聚氨酯行业收入增速较快,钾肥、锂

电化学品、碳纤维、复合肥和氯碱行业收入下滑幅度较大。净利润方面，15 个子行业净利润同比增长，其中锦纶、橡胶助剂、涂料油墨颜料、其他化学原料和轮胎增长幅度较大，粘胶行业实现扭亏，农药、钾肥等农化产业链，以及碳纤维、膜材料、锂电化学品、有机硅等行业下滑幅度较大。环比来看，钛白粉、农药、聚氨酯等行业的营收环比增长，多数子行业收入环比下滑。净利润角度，多数子行业净利润明显改善，仅 6 个子行业环比下降。其中其他化学制品、复合肥、氮肥、改性塑料和印染化学品等行业净利润环比提升幅度较大。

**表 4：基础化工各子行业 2024 年一季度收入与利润（亿元）**

三级子行业	2023Q1 营业收入	2024Q1 营业收入	营收同比	营收环比	2023Q1 净利润	2024Q1 净利润	净利润同比	净利润环比
氮肥	370.52	370.76	0.07%	1.93%	18.23	21.48	17.82%	545.86%
钾肥	69.35	39.72	-42.73%	-49.29%	34.82	15.45	-55.64%	-48.61%
复合肥	216.82	178.95	-17.46%	-3.38%	11.30	9.83	-13.07%	675.81%
农药	453.08	405.54	-10.49%	10.07%	35.25	17.92	-49.17%	扭亏
磷肥及磷化工	288.56	272.56	-5.54%	-9.61%	23.49	21.20	-9.73%	24.97%
涤纶	86.72	91.37	5.37%	-9.95%	2.28	1.42	-37.85%	扭亏
氨纶	72.04	76.23	5.82%	-0.12%	7.67	7.09	-7.61%	17.22%
粘胶	83.83	84.83	1.19%	-2.98%	-1.03	1.39	扭亏	188.96%
锦纶	46.49	57.65	24.01%	-2.57%	0.14	0.94	588.52%	152.82%
碳纤维	15.77	10.51	-33.32%	-13.96%	4.22	0.07	-98.32%	扭亏
纯碱	131.11	113.02	-13.80%	-20.16%	20.20	11.16	-44.74%	-5.50%
氯碱	384.87	331.39	-13.90%	-0.33%	11.26	6.97	-38.08%	扭亏
无机盐	45.19	41.69	-7.74%	-10.49%	5.02	4.16	-17.05%	-1.89%
其他化学原料	218.61	243.76	11.50%	-9.88%	4.25	12.27	188.85%	43.13%
钛白粉	109.09	117.02	7.26%	10.87%	6.45	11.49	78.26%	-0.48%
日用化学品	121.61	128.52	5.69%	-15.85%	9.67	14.31	47.95%	2.29%
民爆用品	103.51	101.90	-1.56%	-31.29%	6.01	5.46	-9.11%	87.95%
涂料油墨颜料	61.12	64.87	6.14%	-22.99%	0.53	1.65	208.25%	扭亏
印染化学品	77.47	77.94	0.61%	-12.90%	3.90	4.94	26.87%	228.97%
其他化学制品III	385.81	414.21	7.36%	-8.11%	20.05	23.88	19.09%	1748.31%
食品及饲料添加剂	225.46	230.88	2.41%	-5.58%	20.35	23.15	13.77%	18.65%
电子化学品	67.33	96.68	43.58%	-6.46%	5.75	9.88	71.81%	60.48%
锂电化学品	717.25	471.26	-34.30%	-20.97%	37.59	13.14	-65.05%	扭亏
氟化工	94.56	104.79	10.81%	-5.91%	3.83	5.89	53.83%	143.45%
有机硅	95.63	90.22	-5.66%	-11.71%	12.01	7.41	-38.35%	33.78%
聚氨酯	444.29	512.87	15.43%	6.87%	42.12	43.53	3.33%	15.22%
橡胶助剂	59.41	59.62	0.36%	-8.55%	0.76	2.88	281.28%	68.99%
改性塑料	202.97	226.71	11.70%	-17.84%	6.89	5.40	-21.60%	253.67%
合成树脂	110.55	130.82	18.33%	-10.92%	15.31	17.96	17.28%	-22.15%
膜材料	99.36	93.32	-6.08%	-3.69%	3.14	0.11	-96.59%	扭亏
其他塑料制品	100.97	102.59	1.61%	-7.43%	4.80	1.95	-59.28%	-16.12%
轮胎	185.63	223.33	20.30%	-2.36%	8.81	22.28	152.89%	0.06%
橡胶制品	232.45	218.30	-6.09%	-3.06%	6.40	5.41	-15.57%	扭亏

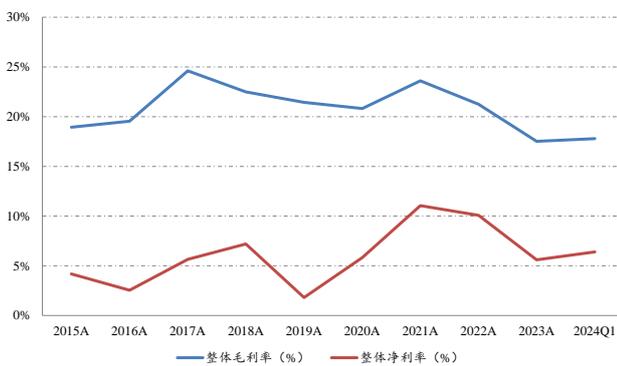
资料来源：中原证券研究所、wind

## 2. 盈利能力企稳，毛利率环比持续改善

### 2.1. 基础化工盈利能力企稳，毛利率连续三季度环比回升

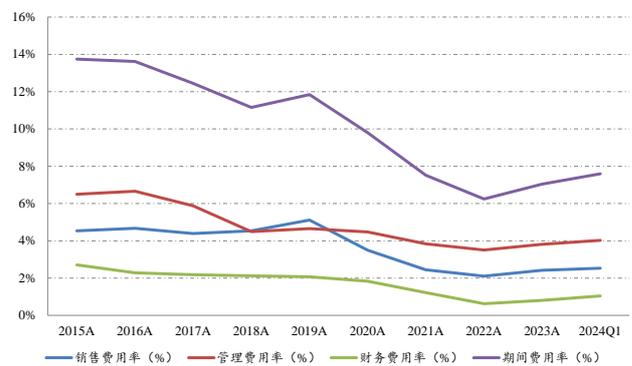
2023年，中信基础化工行业整体毛利率为17.52%，较2022年下滑3.72个百分点，较2023年三季报提升0.0061个百分点，行业盈利能力停止下滑态势。2023年行业净利率为5.60%，较2022年下滑4.47个百分点，较2023年三季报下滑1.00个百分点。2023年期间费用率7.04%，较2022年提升0.80个百分点，较2023年三季报提升0.39个百分点。总体来看，化工行业盈利能力出现企稳的迹象，期间费用率则出现小幅提升。

图1：基础化工行业毛利率与净利率



资料来源：中原证券研究所、wind

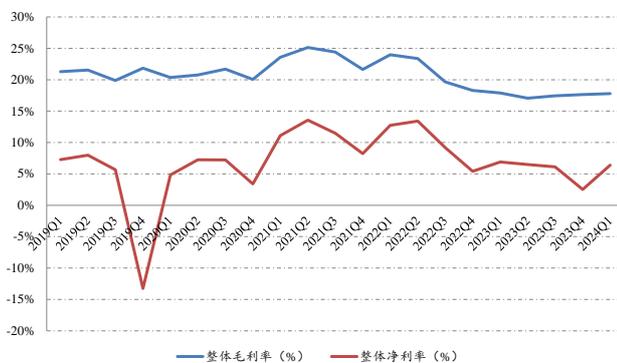
图2：基础化工行业期间费用率



资料来源：中原证券研究所、wind

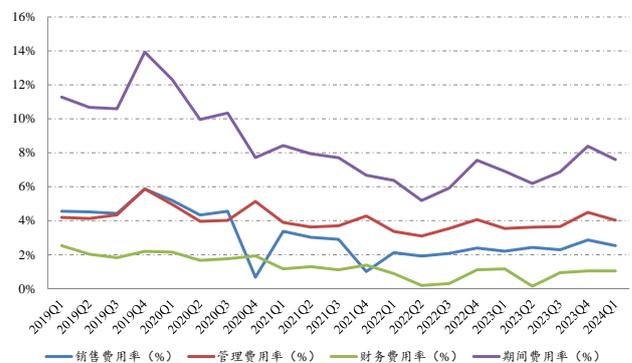
2024年第一季度，基础化工行业整体毛利率为17.79%，同比下滑0.11个百分点，环比提升0.14个百分点。一季度行业整体净利率为6.40%，同比下滑0.51个百分点，环比提升3.87个百分点。行业整体期间费用率7.60%，同比提升0.68个百分点，环比下降0.80个百分点。总体来看，基础化工行业的盈利能力开始出现底部回升态势，其中毛利率自2023年三季度以来持续回升。

图3：基础化工行业单季度毛利率与净利率



资料来源：中原证券研究所、wind

图4：基础化工行业单季度期间费用率



资料来源：中原证券研究所、wind

## 2.2. 多数子行业一季度环比改善

2023年，受需求下滑，行业新增产能投放、产品价格下跌等因素影响，基础化工各子行业毛利率多数出现下滑。33个子行业中，仅轮胎、日用化学品、涂料油墨颜料、粘胶和民爆用品5个子行业受成本下行、需求复苏等因素影响，毛利率同比提升，分别提升7.47、7.10、2.55、1.44和0.66个百分点。28个子行业毛利率同比下降。其中钾肥、碳纤维、有机硅、锂电化学品和氟化工行业，受产品价格下跌的影响，毛利率下滑幅度较大。这些行业2023年毛利率分别下降21.19、16.81、10.27、9.28和9.00个百分点。与三季报相比，化工行业毛利率下滑幅度进一步缩窄。

净利率方面，与毛利率变化较为类似。33个子行业中共有6个子行业净利率同比提升，27个子行业净利率同比下滑。日用化学品、轮胎、民爆用品、其他塑料制品和涂料油墨颜料行业净利率分别同比提升6.81、5.53、1.80、0.56和0.32个百分点，钾肥、碳纤维、锂电化学品、有机硅和氟化工行业净利率下滑幅度较大，分别同比下滑18.96、18.30、10.05、9.65和8.32个百分点。总体来看，部分贴近终端消费的下游产业链品种，受原材料成本下降等影响，盈利能力提升或下滑幅度较小，农化产业链、地产产业链以及部分上游和精细化工品种受需求下滑、价格下跌等因素影响，盈利能力下滑幅度较大。

表 5：基础各子行业化工 2023 年盈利能力

三级子行业	2022 年 毛利率	2023 年 毛利率	毛利率同比	2022 年 净利率	2023 年 净利率	净利率同比
氮肥	17.32%	12.74%	-4.58%	9.32%	3.43%	-5.89%
钾肥	79.14%	57.95%	-21.19%	64.52%	45.56%	-18.96%
复合肥	12.90%	11.97%	-0.93%	4.03%	2.98%	-1.05%
农药	26.42%	21.23%	-5.19%	9.89%	2.82%	-7.07%
磷肥及磷化工	21.53%	15.16%	-6.38%	12.50%	6.28%	-6.22%
涤纶	7.18%	4.69%	-2.49%	5.18%	0.90%	-4.28%
氨纶	18.59%	16.50%	-2.09%	11.23%	9.40%	-1.83%
粘胶	15.01%	16.45%	1.44%	1.99%	2.30%	0.31%
绵纶	11.21%	9.63%	-1.58%	2.78%	1.31%	-1.47%
碳纤维	44.52%	27.72%	-16.81%	32.29%	14.00%	-18.30%
纯碱	32.55%	28.32%	-4.23%	20.19%	13.74%	-6.45%
氯碱	17.41%	11.79%	-5.62%	8.20%	0.24%	-7.96%
无机盐	29.37%	25.33%	-4.04%	15.04%	9.95%	-5.09%
其他化学原料	16.02%	14.48%	-1.55%	5.80%	5.21%	-0.59%
钛白粉	23.85%	20.75%	-3.11%	10.78%	8.80%	-1.99%
日用化学品	38.35%	45.45%	7.10%	2.66%	9.47%	6.81%
民爆用品	24.94%	25.60%	0.66%	5.99%	7.79%	1.80%
涂料油墨颜料	23.52%	26.07%	2.55%	2.96%	3.28%	0.32%
印染化学品	24.64%	21.55%	-3.10%	8.56%	4.20%	-4.35%
其他化学制品III	19.55%	16.12%	-3.43%	7.77%	4.17%	-3.60%
食品及饲料添加剂	26.19%	21.08%	-5.11%	12.95%	8.03%	-4.93%
电子化学品	32.76%	29.96%	-2.80%	12.96%	9.49%	-3.47%
锂电化学品	22.59%	13.32%	-9.28%	13.64%	3.59%	-10.05%

氟化工	24.17%	15.17%	-9.00%	13.45%	5.13%	-8.32%
有机硅	28.75%	18.48%	-10.27%	17.23%	7.58%	-9.65%
聚氨酯	16.51%	16.25%	-0.26%	10.10%	9.55%	-0.55%
橡胶助剂	10.36%	9.64%	-0.72%	3.81%	2.68%	-1.12%
改性塑料	14.46%	12.65%	-1.82%	4.75%	2.05%	-2.70%
合成树脂	27.60%	27.15%	-0.45%	16.25%	14.98%	-1.26%
膜材料	17.98%	14.09%	-3.90%	4.88%	0.53%	-4.35%
其他塑料制品	13.06%	12.55%	-0.51%	4.04%	4.59%	0.56%
轮胎	14.62%	22.09%	7.47%	3.25%	8.77%	5.53%
橡胶制品	11.38%	10.96%	-0.41%	3.64%	0.07%	-3.57%

资料来源：中原证券研究所、wind

2024 年第一季度，基础化工各子行业中，14 个子行业毛利率同比提升，19 个子行业毛利率同比下滑。其中日用化学品、轮胎、钛白粉、其他化学原料和橡胶制剂行业毛利率改善幅度较大，同比分别提升 7.37、5.57、4.40、3.75 和 2.35 个百分点，钾肥、碳纤维、有机硅、纯碱和氨纶等行业毛利率下滑幅度较大。净利率方面，15 个子行业净利率同比提升，18 个子行业净利率同比下滑。轮胎、橡胶助剂、日用化学品、钛白粉和其他化学原料等行业净利率同比改善幅度较大，碳纤维、钾肥、纯碱、有机硅和农药等行业下滑幅度较大。环比来看，17 个子行业毛利率环比改善，31 个子行业净利率环比改善。其中碳纤维、农药、有机硅、氨纶和其他化学制品等行业毛利率环比提升幅度较大，碳纤维、农药、膜材料、橡胶制品和氮肥等行业净利率环比提升幅度较大。

表 6：基础化工各子行业 2024 年第一季度盈利能力

三级子行业	2023Q1 毛利率	2024Q1 毛利率	毛利率同比	毛利率环比	2023Q1 净利率	2024Q1 净利率	净利率同比	净利率环比
氮肥	12.18%	14.01%	1.82%	0.36%	5.19%	6.28%	1.09%	7.19%
钾肥	70.81%	49.62%	-21.19%	-3.94%	53.49%	41.50%	-11.99%	3.26%
复合肥	12.61%	13.53%	0.93%	1.40%	5.28%	5.42%	0.14%	4.85%
农药	24.74%	22.13%	-2.61%	5.51%	8.29%	4.65%	-3.64%	10.55%
磷肥及磷化工	17.33%	17.08%	-0.25%	-2.52%	9.51%	8.71%	-0.80%	2.38%
涤纶	5.26%	5.16%	-0.10%	1.85%	2.64%	1.55%	-1.08%	3.73%
氨纶	19.52%	16.32%	-3.20%	2.56%	10.98%	9.11%	-1.87%	1.44%
粘胶	13.88%	15.59%	1.71%	-1.73%	0.08%	2.47%	2.38%	1.20%
锦纶	10.53%	9.54%	-1.00%	-0.40%	0.84%	2.25%	1.41%	1.27%
碳纤维	37.85%	17.89%	-19.96%	10.86%	26.80%	0.70%	-26.09%	13.87%
纯碱	28.84%	25.16%	-3.68%	-5.43%	17.58%	12.49%	-5.09%	0.83%
氯碱	12.04%	12.85%	0.81%	-0.05%	2.70%	1.88%	-0.82%	5.87%
无机盐	25.64%	25.63%	-0.02%	0.52%	11.09%	10.07%	-1.02%	1.10%
其他化学原料	10.72%	14.46%	3.75%	-0.33%	1.83%	4.85%	3.02%	2.37%
钛白粉	17.59%	21.99%	4.40%	0.41%	6.57%	9.80%	3.23%	-0.44%
日用化学品	40.11%	47.48%	7.37%	-1.93%	8.00%	11.24%	3.24%	1.81%
民爆用品	22.48%	23.08%	0.59%	-2.47%	6.57%	6.17%	-0.40%	4.16%
涂料油墨颜料	23.46%	23.37%	-0.09%	-2.52%	0.96%	2.66%	1.70%	4.95%
印染化学品	21.04%	23.15%	2.12%	1.91%	5.22%	6.72%	1.50%	3.80%

其他化学制品III	17.38%	17.08%	-0.30%	2.50%	5.00%	5.89%	0.89%	5.85%
食品及饲料添加剂	21.25%	22.98%	1.73%	-0.66%	9.11%	10.11%	1.00%	2.40%
电子化学品	31.28%	29.92%	-1.36%	-1.98%	8.90%	11.29%	2.39%	4.63%
锂电化学品	14.69%	12.27%	-2.42%	0.95%	5.50%	3.13%	-2.38%	5.83%
氟化工	15.31%	14.46%	-0.85%	0.61%	4.23%	6.07%	1.84%	3.73%
有机硅	25.28%	19.86%	-5.42%	4.69%	12.49%	8.11%	-4.37%	2.87%
聚氨酯	17.53%	16.88%	-0.65%	0.82%	10.24%	9.28%	-0.95%	0.73%
橡胶助剂	8.56%	10.91%	2.35%	0.10%	1.12%	4.87%	3.75%	2.19%
改性塑料	13.95%	12.57%	-1.38%	2.25%	3.67%	2.21%	-1.46%	2.18%
合成树脂	25.79%	26.25%	0.46%	-2.19%	13.90%	13.75%	-0.15%	-1.95%
膜材料	13.92%	12.21%	-1.72%	-0.01%	3.24%	-0.01%	-3.25%	10.21%
其他塑料制品	11.90%	11.04%	-0.86%	-1.75%	4.60%	1.64%	-2.96%	-0.44%
轮胎	16.99%	22.56%	5.57%	-2.81%	4.90%	10.20%	5.30%	0.21%
橡胶制品	11.58%	11.78%	0.20%	1.32%	3.00%	2.51%	-0.48%	8.40%

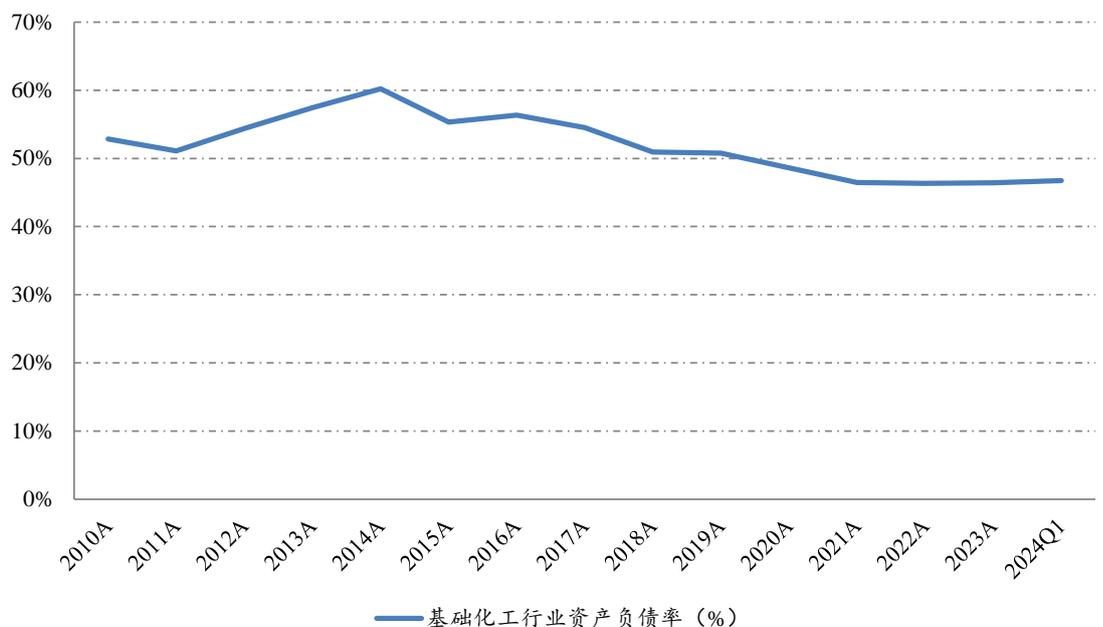
资料来源：中原证券研究所、wind

### 3. 基础化工行业财务指标分析

#### 3.1. 资产负债率保持稳定

2024 年一季度，中信基础化工行业总资产规模达 4.29 万亿元，同比增长 9.07%，环比提升 2.40%。资产负债率 46.77%，同比提升 0.30 个百分点，环比提升 0.33 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 年以来，行业资产负债率总体保持稳定，处于历史较低位置。

图 5：基础化工行业资产负债率

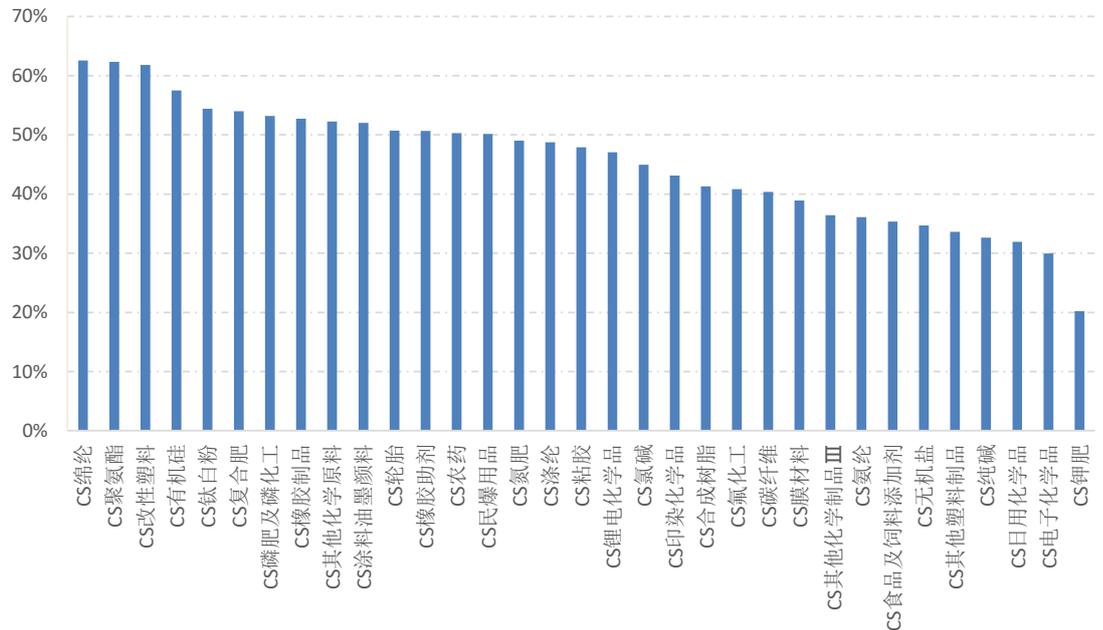


资料来源：中原证券研究所、wind

2024 年一季度，基础化工 33 个子行业中，共有 18 个子行业资产负债率高于行业整体水平，其中锦纶、聚氨酯、改性塑料、有机硅、钛白粉行业资产负债率较高，分别为 62.57%、

62.34%、61.82%、57.52%和 54.39%，钾肥、电子化学品、日用化学品、纯碱、其他塑料制品行业资产负债率较低，分别为 20.22%、29.97%、31.93%、32.62%和 33.60%。

图 6：2024Q1 基础化工各行业资产负债率



资料来源：中原证券研究所、wind

2024 年一季度，基础化工各子行业中，19 个子行业资产负债率同比提升，14 个子行业同比下降，出现较大分化。其中有机硅、碳纤维、涤纶、氨纶和农药行业资产负债率提升幅度较大，分别提升 11.04、7.59、4.78、2.96 和 2.08 个百分点，日用化学品、无机盐、其他塑料制品、磷肥及磷化工和锂电化学品行业资产负债率下降幅度较大，分别降低 4.50、4.11、4.09、3.07 和 2.41 个百分点。

表 7：2024Q1 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	2152.69	49.03%	1.19%
钾肥	777.35	20.22%	-2.39%
复合肥	848.86	54.00%	0.31%
农药	3041.26	50.27%	2.08%
磷肥及磷化工	1514.09	53.17%	-3.07%
涤纶	413.41	48.74%	4.78%
氨纶	527.66	36.09%	2.96%
粘胶	516.75	47.89%	-1.73%
绵纶	419.66	62.57%	-1.96%
碳纤维	222.91	40.35%	7.59%
纯碱	944.43	32.62%	-1.35%
氯碱	2911.66	44.96%	1.94%
无机盐	307.27	34.71%	-4.11%
其他化学原料	1891.11	52.27%	0.59%
钛白粉	1021.10	54.39%	0.95%

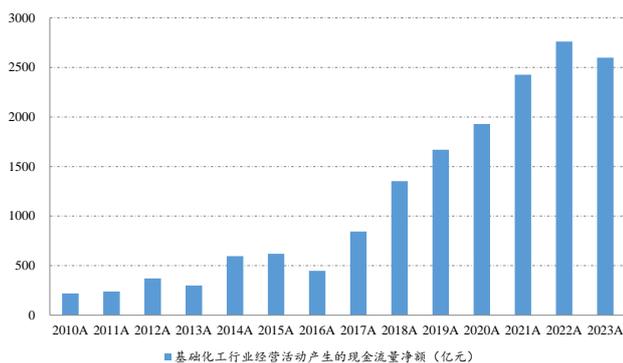
日用化学品	726.12	31.93%	-4.50%
民爆用品	930.24	50.17%	-0.99%
涂料油墨颜料	559.07	52.00%	-1.53%
印染化学品	1183.79	43.11%	1.89%
其他化学制品III	3192.13	36.44%	-0.62%
食品及饲料添加剂	1475.25	35.36%	-0.10%
电子化学品	919.64	29.97%	1.28%
锂电化学品	4635.24	47.07%	-2.41%
氟化工	744.31	40.84%	0.89%
有机硅	1140.91	57.52%	11.04%
聚氨酯	2998.79	62.34%	0.42%
橡胶助剂	286.23	50.64%	0.78%
改性塑料	1213.89	61.82%	2.01%
合成树脂	1116.54	41.31%	1.30%
膜材料	916.67	38.90%	1.62%
其他塑料制品	651.57	33.60%	-4.09%
轮胎	1482.51	50.72%	-1.76%
橡胶制品	1251.51	52.73%	1.39%

资料来源：中原证券研究所、wind

### 3.2. 一季度现金流环比下降

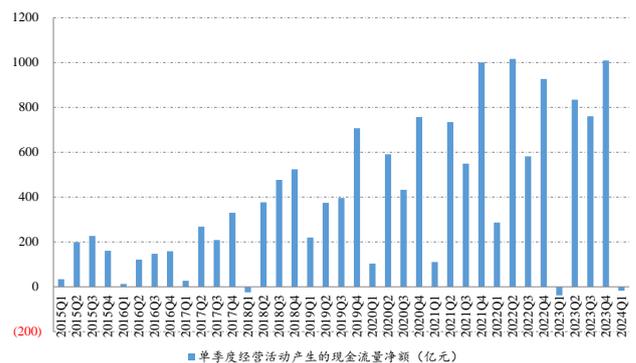
2023年，基础化工行业经营活动产生的现金流量金额为2597.88亿元，同比减少162.29亿元，减少5.88%。由于2023年化工行业景气下行，企业利润下降，导致了经营活动现金流的减少。2024年一季度，基础化工行业经营活动产生的现金流量金额为-17.64亿元，同比增加20.19亿元，环比减少1027.31亿元。

图7：基础化工年度经营现金流净额（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，2023年基础化工各子行业的经营现金流多数下降。其中14个子行业现金流净额同比增长，锂电化学品、轮胎、膜材料、合成树脂和其他化学制品等行业现金流量净额增长较快。此外，涤纶和碳纤维行业经营现金流净额由正转负，农药、氮肥、氯碱、聚氨酯和钾肥等行业经营现金流净额同比下滑幅度较大。

2024年一季度，基础化工各子行业中有12个子行业现金流同比增长，其中锂电化学品、

氯碱、其他化学原料、农药和磷肥及磷化工等行业增长幅度较大;21 个子行业现金流同比减少,其中聚氨酯、印染化学品、有机硅、钾肥、纯碱行业现金流下降幅度较大。

**表 8: 基础化工各子行业经营活动产生的现金流净额 (亿元)**

三级子行业	2022 年现金流 净额 (亿元)	2023 年现金流 净额 (亿元)	2023 年同比增 减 (亿元)	2023Q1 经营现 金流净额(亿元)	2024Q1 经营现 金流净额(亿元)	2024Q1 同比增 减 (亿元)
氮肥	284.69	144.38	-140.31	9.41	7.68	-1.73
钾肥	247.24	169.49	-77.76	20.60	10.28	-10.31
复合肥	67.11	43.81	-23.30	-15.95	-18.53	-2.59
农药	271.55	129.69	-141.86	-26.52	-14.60	11.92
磷肥及磷化工	207.92	133.09	-74.83	2.24	11.92	9.68
涤纶	16.46	-15.03	-31.48	-4.71	-0.69	4.02
氨纶	30.42	28.25	-2.17	1.44	-2.98	-4.42
粘胶	26.51	24.19	-2.32	0.70	0.01	-0.69
绵纶	8.39	4.19	-4.20	-2.78	-5.72	-2.94
碳纤维	16.00	-1.44	-17.44	0.44	-3.33	-3.77
纯碱	96.85	61.59	-35.26	12.12	4.39	-7.74
氯碱	217.61	118.19	-99.42	-18.76	1.68	20.44
无机盐	29.21	29.81	0.60	4.53	4.21	-0.32
其他化学原料	126.86	133.29	6.43	-6.77	12.30	19.07
钛白粉	47.96	36.18	-11.78	2.37	0.50	-1.87
日用化学品	36.42	64.24	27.81	9.04	12.06	3.01
民爆用品	45.26	55.89	10.63	-7.40	-10.00	-2.60
涂料油墨颜料	17.29	28.42	11.13	-7.75	-9.92	-2.17
印染化学品	23.11	31.48	8.37	14.88	0.94	-13.94
其他化学制品III	62.10	94.17	32.07	-12.95	-11.83	1.11
食品及饲料添加剂	159.61	158.89	-0.72	7.61	6.04	-1.57
电子化学品	43.32	62.83	19.50	4.64	8.51	3.87
锂电化学品	-4.19	351.54	355.73	-57.37	-22.02	35.35
氟化工	72.08	35.73	-36.35	2.58	0.03	-2.55
有机硅	7.42	7.30	-0.13	-14.45	-27.32	-12.87
聚氨酯	371.64	286.08	-85.56	42.18	26.43	-15.75
橡胶助剂	2.75	13.27	10.52	-5.15	0.08	5.23
改性塑料	50.41	42.63	-7.78	6.29	5.11	-1.18
合成树脂	74.49	108.35	33.86	19.76	15.26	-4.50
膜材料	-17.67	18.97	36.64	-20.70	-11.23	9.46
其他塑料制品	28.13	22.45	-5.69	-6.50	-13.11	-6.61
轮胎	48.68	123.32	74.64	9.90	6.89	-3.02
橡胶制品	44.51	52.62	8.11	-0.82	-0.65	0.16

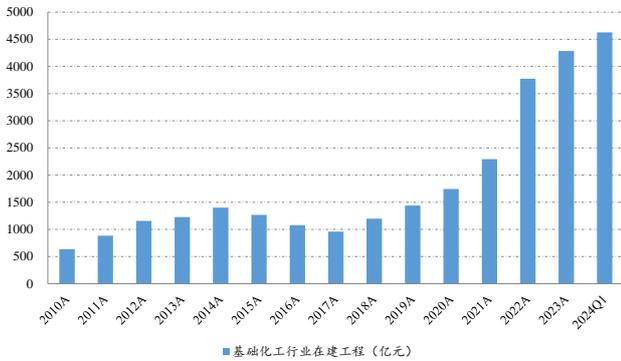
资料来源: 中原证券研究所、wind

### 3.3. 在建工程规模增速放缓

2021 年以来,随着基础化工行业盈利规模的增长,基础化工行业的投资力度明显加大,在建工程规模快速提升。2024 年一季度,基础化工行业期末在建工程总额为 4628.71 亿元,同比增加 425.91 亿元,增长 10.13%,环比增加 342.46 亿元。在建工程同比增速较 2023 年年报

和一季报均有所放缓。基础化工行业在建工程占总资产比重为 10.78%，较 2023 年年报提升 0.56 个百分点。

图 9：基础化工在建工程规模（亿元）



资料来源：中原证券研究所、wind

图 10：基础化工在建工程占总资产比重



资料来源：中原证券研究所、wind

从子行业来看，2024 年一季度基础化工各子行业中，17 个子行业在建工程同比增长，有机硅、钾肥、聚氨酯、民爆用品、粘胶等行业在建工程同比增幅较大。从绝对规模上看，聚氨酯、锂电化学品、有机硅、其他化学制品、氯碱等行业在建工程规模较大。

表 9：2024Q1 基础化工各行业在建工程

三级子行业	2023Q1 在建工程（亿元）	2024Q1 在建工程（亿元）	在建工程同比
氮肥	362.88	152.14	-58.08%
钾肥	26.56	42.88	61.44%
复合肥	57.81	73.57	27.25%
农药	225.24	277.69	23.29%
磷肥及磷化工	87.43	99.96	14.33%
涤纶	20.71	21.30	2.84%
氨纶	44.07	30.61	-30.54%
粘胶	25.05	35.20	40.54%
绵纶	53.04	48.36	-8.84%
碳纤维	31.28	27.31	-12.67%
纯碱	101.39	57.09	-43.69%
氯碱	355.36	339.30	-4.52%
无机盐	18.77	18.40	-1.96%
其他化学原料	236.22	222.41	-5.84%
钛白粉	88.45	98.96	11.88%
日用化学品	21.32	15.54	-27.10%
民爆用品	29.28	42.17	43.99%
涂料油墨颜料	41.12	40.80	-0.77%
印染化学品	41.59	36.90	-11.26%
其他化学制品III	283.76	340.28	19.92%
食品及饲料添加剂	105.77	129.66	22.59%
电子化学品	56.52	75.31	33.24%
锂电化学品	414.01	504.40	21.83%
氟化工	102.25	90.35	-11.64%

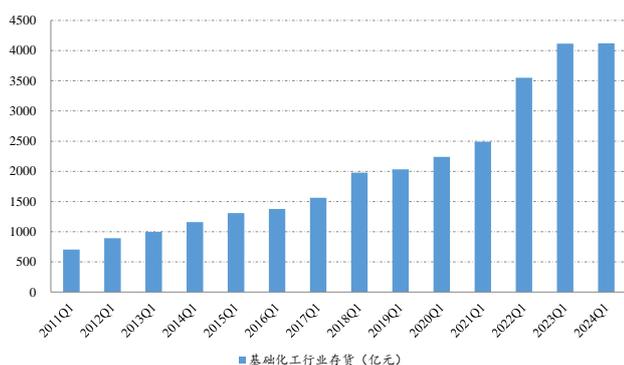
有机硅	193.82	446.70	130.47%
聚氨酯	383.40	591.28	54.22%
橡胶助剂	17.48	20.92	19.70%
改性塑料	160.08	142.91	-10.73%
合成树脂	212.41	175.94	-17.17%
膜材料	94.66	89.96	-4.96%
其他塑料制品	31.55	36.98	17.20%
轮胎	116.14	109.19	-5.98%
橡胶制品	163.37	194.23	18.89%

资料来源：中原证券、wind

### 3.4. 存货周转天数同比小幅提升，营运能力有所下滑

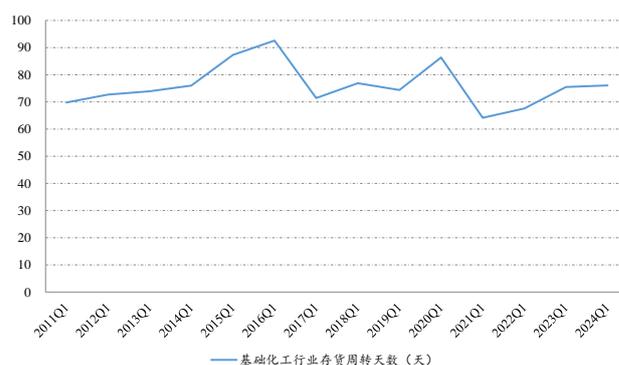
2024 年一季度，基础化工行业存货总额为 4120.85 亿元，同比减少 5.67 亿元，存货周转天数 76.08 天，同比提升 0.58 天，较 2023 年报的 69.87 天提升 6.21 天，显示行业整体营运能力有所下滑。

图 11：基础化工行业存货规模



资料来源：中原证券研究所、wind

图 12：基础化工存货周转天数



资料来源：中原证券研究所、wind

从子行业来看，2023 年三季度基础化工各子行业中，14 个子行业存货周转天数同比下降，营运能力有所改善，其中电子化学品、橡胶助剂、锦纶、食品及饲料添加剂和钾肥行业等改善幅度较大。19 个子行业存货周转天数上升，营运能力有所下滑。其中纯碱、碳纤维、复合肥、氨纶和钛白粉行业存货周转天数上升幅度较大。

表 10：2024Q1 基础化工各行业存货周转天数

三级子行业	2023Q1 存货周转天数	2024Q1 存货周转天数	同比
氮肥	37.85	40.15	6.08%
钾肥	119.73	101.27	-15.41%
复合肥	68.32	86.16	26.13%
农药	124.25	125.23	0.79%
磷肥及磷化工	61.63	55.56	-9.85%
涤纶	55.29	60.06	8.63%
氨纶	58.39	72.01	23.32%
粘胶	45.36	47.48	4.69%
绵纶	51.47	42.33	-17.74%

碳纤维	69.46	111.80	60.97%
纯碱	43.70	72.29	65.44%
氯碱	35.51	37.77	6.37%
无机盐	84.60	78.62	-7.08%
其他化学原料	51.15	54.34	6.24%
钛白粉	87.09	97.03	11.42%
日用化学品	90.27	93.29	3.34%
民爆用品	40.08	41.92	4.60%
涂料油墨颜料	87.45	88.71	1.44%
印染化学品	491.58	516.27	5.02%
其他化学制品III	89.71	82.23	-8.34%
食品及饲料添加剂	78.34	65.11	-16.89%
电子化学品	152.79	115.06	-24.70%
锂电化学品	80.82	84.87	5.01%
氟化工	59.32	59.83	0.87%
有机硅	126.96	124.61	-1.85%
聚氨酯	48.06	50.20	4.44%
橡胶助剂	59.30	46.04	-22.37%
改性塑料	68.50	68.47	-0.05%
合成树脂	52.01	47.47	-8.73%
膜材料	98.01	97.49	-0.53%
其他塑料制品	75.37	79.79	5.86%
轮胎	91.31	90.01	-1.42%
橡胶制品	58.20	55.43	-4.77%

资料来源：中原证券研究所、wind

#### 4. 行业投资建议

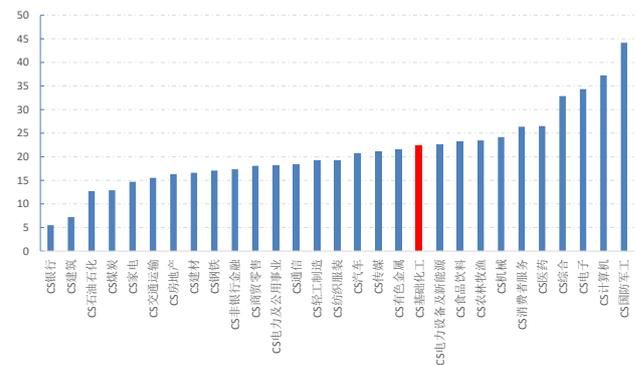
从行业估值情况来看，截止 2024 年 5 月 29 日，中信基础化工板块 TTM 市盈率（整体法，剔除负值）为 22.37 倍。2010 年以来，行业估值平均水平为 29.89 倍，目前估值水平低于历史平均水平。与其他中信一级行业横向对比，基础化工行业估值在 30 个行业中位居 19 位，维持行业“同步大市”的投资评级。

图 13：基础化工行业估值



资料来源：中原证券研究所、wind

图 14：中信一级行业估值对比



资料来源：中原证券研究所、wind

2023年以来，受美联储持续加息、全球化工品需求下滑等因素影响，化工产品价格持续回落，行业景气持续下行，对化工企业营收和利润均造成明显压制。从行业2023年年报和2024年一季报情况来看，目前化工行业景气总体仍处于低位，但行业景气度下滑态势显著放缓，部分子行业盈利环比出现改善，景气回暖迹象初显。随着下游需求的复苏以及行业新增产能的放缓，化工行业整体景气有望底部回升。未来化工行业的投资思路上，建议围绕两条投资思路，一方面随着近期原油、有色金属等大宗商品价格上涨，建议关注受益油价上涨的原油替代路线相关行业，包括煤化工和轻烃化工，另一方面建议从供需及行业景气度入手，关于受益磷矿石价格上涨的磷化工行业。

由于全球油气巨头近年来资本开支持续处于低位，原油供给提升空间较小，预计未来国际油价总体呈现中高位运行的态势。在此背景下，部分替代路线如煤化工、轻烃化工等，有望凭借成本优势，实现较好的盈利水平，建议继续关注。

受供应收缩影响，我国磷矿石供应保持紧张态势。下游需求层面，磷肥等农化领域需求总体稳中有升，新能源汽车和储能等领域的快速增长则有望大幅推动磷酸铁锂需求的提升，从而为磷矿需求带来新的增量；未来磷矿石价格有望保持上升态势，推动磷化工行业景气度的提升。

## 5. 风险提示

下游需求复苏不及预期；

行业竞争加剧；

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沪深 300 涨幅 10% 以上；

同步大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 涨幅 -10% 至 10% 之间；

弱于大市：未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 跌幅 10% 以上。

### 公司投资评级

买入：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 15% 以上；

增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 5% 至 15%；

谨慎增持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -10% 至 5%；

减持：未来 6 个月内公司相对沪深 300 涨幅 -15% 至 -10%；

卖出：未来 6 个月内公司相对沪深 300 跌幅 15% 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、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其他决定的唯一信赖依据。