

2024年06月24日

## 标配

## 证券分析师

吴骏燕 S0630517120001

wjyan@longone.com.cn

## 证券分析师

谢建斌 S0630522020001

xjb@longone.com.cn

## 证券分析师

张季恺 S0630521110001

zjk@longone.com.cn

## 联系人

张晶磊

zjlei@longone.com.cn

## 联系人

马小萱

mxxuan@longone.com.cn



## 相关研究

1. 节能降碳行动方案有望缓解产能过剩压力，提升行业景气度——基础化工行业简评
2. 内需维稳，出口景气度持续——轮胎行业月报（2024年4月）
3. 成本需求同步向好，产业升级守护成长——卫星化学一季报及行业跟踪解读

## 从财务指标透析化工产能出清几何

——化工系列研究（二十一）

## 投资要点：

- **财务指标选择：**我们摘取三个财务指标，包括资本支出/折旧和摊销、ROE（摊薄）、经营活动产生的现金流量净额/营业收入，综合判断近十年化工整体及各子板块产能投放（出清）情况，以及是否匹配ROE和现金流。
- **基础化工整体产能2023年仍处于出清初期，行业竞争依旧激烈。**基础化工产能经历了2015-2017年的出清后，一直延续着扩张趋势，2019年尽管化工行业ROE达到低谷，但行业现金流依然维持稳定，支撑了产能的继续投放，更是在2022年达到顶峰，资本支出/摊销和折旧的比值超过2。2023年，化工行业整体环境紧张，ROE和现金流同时趋势向下，产能同步开始收缩。但从截至2023年的数据来看，产能出清仍处于初期阶段，还需观察2024年相关数据。
- **子板块筛选分类：**我们继而统计了申万基础化工33个子板块的相关情况，并提取部分重要子板块的龙头数据作为进一步验证。重要假设如下：1) 2023年资本支出/摊销和折旧的比值较2022年同比下降，且低于2014-2023年的均值，代表该子板块产能控制或出清较好；2) 2024年一季度ROE（摊薄）较2023年一季度同比上升且为正值，说明该子板块盈利修复较好，行业竞争格局向好；3) 2023年经营活动产生的现金流量净额/营业收入的比值理论上应与ROE趋势同步，若两者相悖，需警惕行业产能投放可能性，若资本支出比值合理，可视为景气复苏先行指标。我们将子板块产能出清情况大致作出以下分类：
  - 1) 据上次资本支出高峰以来，产能投入明显下降或放缓，且盈利有所修复的板块，如化纤中的涤纶、粘胶长丝，氟化工中的制冷剂；
  - 2) 据上次资本支出高峰以来，产能投入明显下降或放缓，但盈利水平还有待修复的板块，如改性塑料、氨纶、磷肥及磷化工等；
  - 3) 据上次资本支出高峰以来，产能投入有所下降，现金流有转好迹象的板块，如胶黏剂及胶带、涂料油墨；
  - 4) 据上次资本支出高峰以来，产能投入有所下降，但仍处于历史较高位的板块，如钛白粉、锦纶、膜材料、煤化工、农药、其他化学纤维等；
  - 5) 资本支出继续处于上行通道的板块，盈利情况同时向上，如非金属材料、民爆制品；
  - 6) 资本支出继续处于上行通道的板块，但盈利情况不佳，如有机硅、氯碱、其他橡胶制品。
- **投资建议：**在基础化工整体产能2023年仍处于出清初期，行业竞争依旧激烈的背景下，已有部分子行业产能出清更为迅速，龙头代表公司盈利情况修复较快，建议关注：1) 涤纶长丝龙头桐昆股份、新凤鸣；2) 磷化工龙头云天化；3) 氟化工中的制冷剂代表公司巨化股份、永和股份；4) 轻烃一体化龙头卫星化学。可适当关注其他产能去化较快子板块，如涂料油墨、胶黏剂及胶带等。
- **风险提示：**财务指标选取主观性风险；财务指标时效性风险；下游需求修复不及预期风险。

## 正文目录

1. 研究方法和行业整体情况综述 .....	4
2. 重点子板块分析.....	5
3. 投资建议 .....	12
4. 风险提示 .....	12

## 图表目录

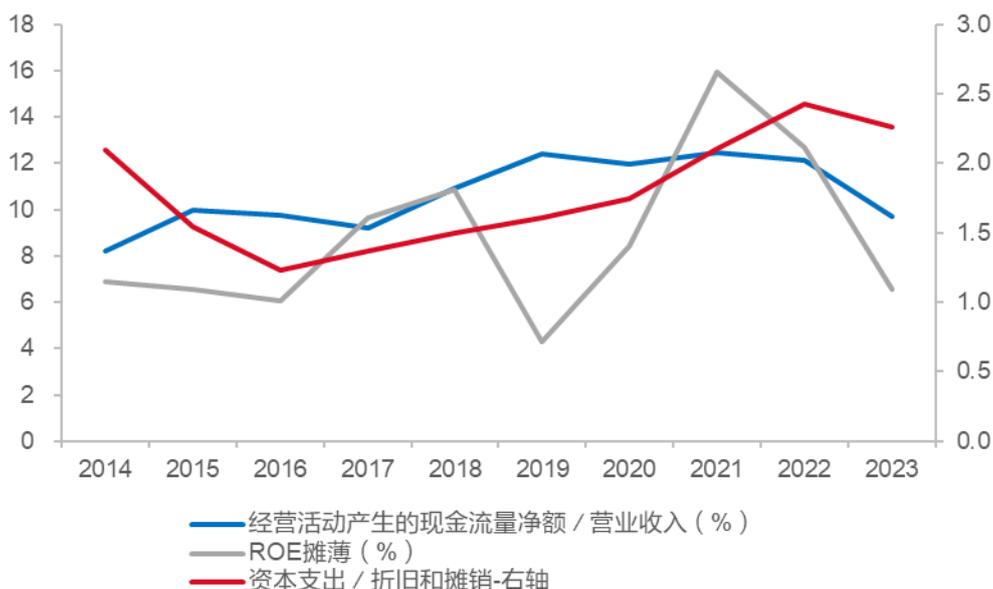
图 1 申万基础化工行业整体产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	4
图 2 涤纶子板块及代表龙头产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	6
图 3 氨纶子板块及代表龙头产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	6
图 4 粘胶子板块及代表龙头产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	7
图 5 磷化工板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	7
图 6 氟化工板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	8
图 7 制冷剂 R32 价格.....	8
图 8 巨化股份近年一季度单季度 ROE 及现金质量情况.....	8
图 9 改性塑料板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	9
图 10 胶黏剂及胶带板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	9
图 11 胶黏剂及胶带板块上市公司近年一季度单季度 ROE 情况（%）.....	10
图 12 彤程新材产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	10
图 13 阳谷华泰产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	10
图 14 涂料油墨板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	11
图 15 其他化学原料板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况.....	11
图 16 卫星化学产能投放（出清）和现金流情况.....	12
图 17 卫星化学近年一季度单季度 ROE 情况.....	12
表 1 各子板块资本支出/摊销和折旧的比值情况.....	5

## 1.研究方法和行业整体情况综述

我们摘取三个财务指标，包括资本支出/折旧和摊销、ROE（摊薄）、经营活动产生的现金流量净额/营业收入，综合判断近十年化工整体及各子板块产能投放（出清）情况，以及是否匹配 ROE 和现金流。

资本支出/摊销和折旧，代表企业资本总开支与维护性资本支出的比值，从变化的角度，当该指标上升，代表企业战略开始激进，反之代表保守。与 ROE 相比，若两者协同向上，一定程度代表行业景气周期上行；若开支向上而 ROE 向下，则代表行业竞争加剧；若开支向下而 ROE 回升，说明行业产能一定程度出清，行业景气度有望修复。

图1 申万基础化工行业整体产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

**基础化工整体产能 2023 年仍处于出清初期，行业竞争依旧激烈。**从上图申万基础化工行业整体情况来看，化工产能经历了 2015-2017 年的出清后，一直延续着扩张趋势，2019 年尽管化工行业 ROE 达到低谷，但行业现金流依然维持稳定，支撑了产能的继续投放，更是在 2022 年达到顶峰，资本支出/摊销和折旧的比值超过 2。2023 年，化工行业整体环境紧张，ROE 和现金流同时趋势向下，产能同步开始收缩。但从截至 2023 年的数据来看，产能出清仍处于初期阶段，还需观察 2024 年相关数据。

我们继而统计了申万基础化工 33 个子板块的相关情况，并提取部分重要子板块的龙头数据作为进一步验证。重要假设如下：

1) 2023 年资本支出/摊销和折旧的比值较 2022 年同比下降，且低于 2014-2023 年的均值，代表该子板块产能控制或出清较好；

2) 2024 年一季度 ROE（摊薄）较 2023 年一季度同比上升且为正值，说明该子板块盈利修复较好，行业竞争格局向好；

3) 2023 年经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入的比值理论上应与 ROE 趋势同步，若两者相悖，需警惕行业产能投放可能性，若资本支出比值合理，可视为景气复苏先行指标。

表1 各子板块资本支出/摊销和折旧的比值情况

子板块	2023-2022	2023-十年平均	子板块	2023-2022	2023-十年平均
改性塑料	(1.34)	(0.45)	钾肥	(0.20)	0.30
钛白粉	(1.22)	0.19	粘胶	(0.05)	(0.53)
氟化工	(1.15)	0.50	氮肥	0.08	1.07
其他化学制品	(1.09)	(0.13)	纯碱	0.12	0.80
其他化学纤维	(0.94)	1.27	非金属材料Ⅲ	0.18	0.48
氨纶	(0.86)	(0.91)	食品及饲料添加剂	0.19	0.33
胶黏剂及胶带	(0.67)	(1.04)	民爆制品	0.23	(0.02)
磷肥及磷化工	(0.66)	(0.06)	无机盐	0.31	0.75
锦纶	(0.65)	1.40	聚氨酯	0.31	0.20
涤纶	(0.61)	(0.86)	合成树脂	0.37	0.19
其他化学原料	(0.52)	(0.16)	氯碱	0.44	0.49
膜材料	(0.42)	0.21	其他塑料制品	0.48	0.26
橡胶助剂	(0.41)	(0.27)	复合肥	0.62	1.11
煤化工	(0.35)	0.79	炭黑	0.67	0.63
农药	(0.26)	0.11	有机硅	0.93	4.04
涂料油墨	(0.25)	(0.08)	其他橡胶制品	1.90	2.53
纺织化学制品	(0.25)	(0.50)			

资料来源：同花顺，东海证券研究所

注：表中数值分别代表 2023 年数值与 2022 年数值相减的差值，2023 年数值与 2014 年至 2023 年的十年均值相减的差值。

我们将子板块产能出清情况大致作出以下分类：

- 1) 据上次资本支出高峰以来，产能投入明显下降或放缓，且盈利有所修复的板块，如化纤中的涤纶、粘胶长丝，氟化工中的制冷剂；
- 2) 据上次资本支出高峰以来，产能投入明显下降或放缓，但盈利水平还有待修复的板块，如改性塑料、氨纶、磷肥及磷化工等；
- 3) 据上次资本支出高峰以来，产能投入有所下降，现金流有转好迹象的板块，如胶黏剂及胶带、涂料油墨；
- 4) 据上次资本支出高峰以来，产能投入有所下降，但仍处于历史较高位的板块，如钛白粉、锦纶、膜材料、煤化工、农药、其他化学纤维等；
- 5) 资本支出继续处于上行通道的板块，盈利情况同时向上，如非金属材料、民爆制品；
- 6) 资本支出继续处于上行通道的板块，但盈利情况不佳，如有机硅、氯碱、其他橡胶制品。

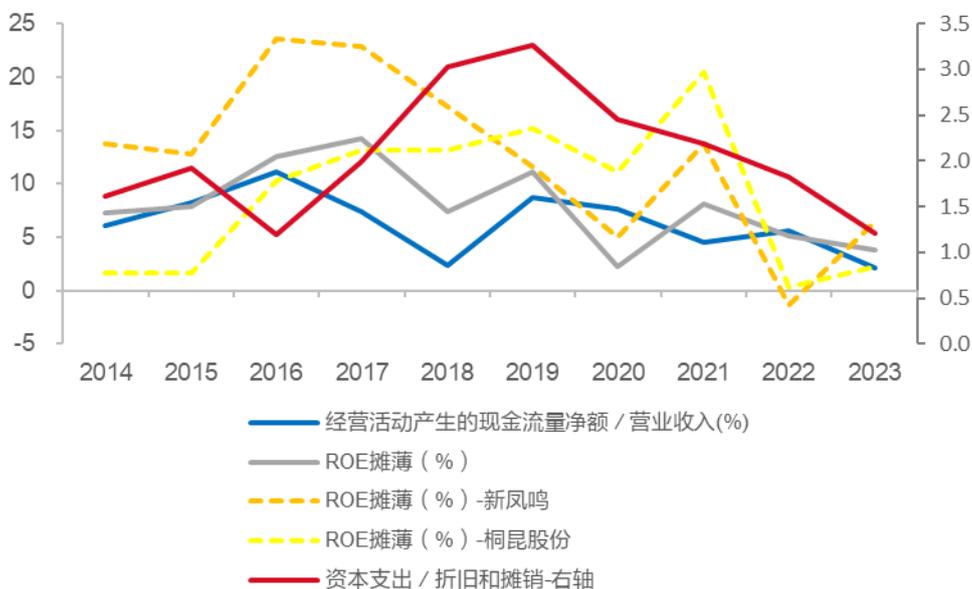
## 2.重点子板块分析

我们根据上文表 1 统计数据，选取 2023 年资本支出/摊销和折旧比值低于 2022 年的重点子板块进一步结合 ROE 和现金情况分析。

化纤行业整体产能出清较快，涤纶、氨纶、粘胶较突出，其中涤纶行业竞争格局更佳，龙头强势，ROE 修复明显。

涤纶行业经过了 2018-2019 年投产高峰后，资本开支连续下降，目前已接近十年最低点；且龙头桐昆股份和新凤鸣的 2023 年 ROE 同比上升，和行业趋势相反，体现了行业集中度高，强者愈强的特点。而从 2024 年一季度 ROE 来看，龙头继续延续同比修复趋势，桐昆股份和新凤鸣一季度 ROE 分别同比增长 3.04pct 和 0.42pct，龙头话语权有望进一步加强，产能投放调控下，涤纶竞争格局有望进一步向好。

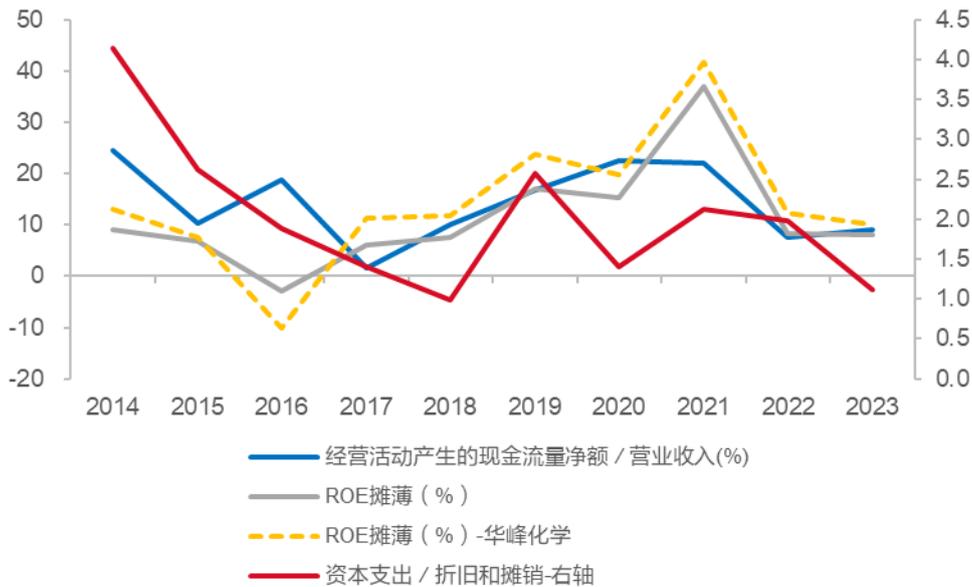
图2 涤纶子板块及代表龙头产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

氨纶行业的资本支出/摊销和折旧比值较 2022 年急速下降，而从龙头代表华峰化学的 ROE 情况来看，2024 年一季度 ROE 同比持平，行业或仍处于周期底部。

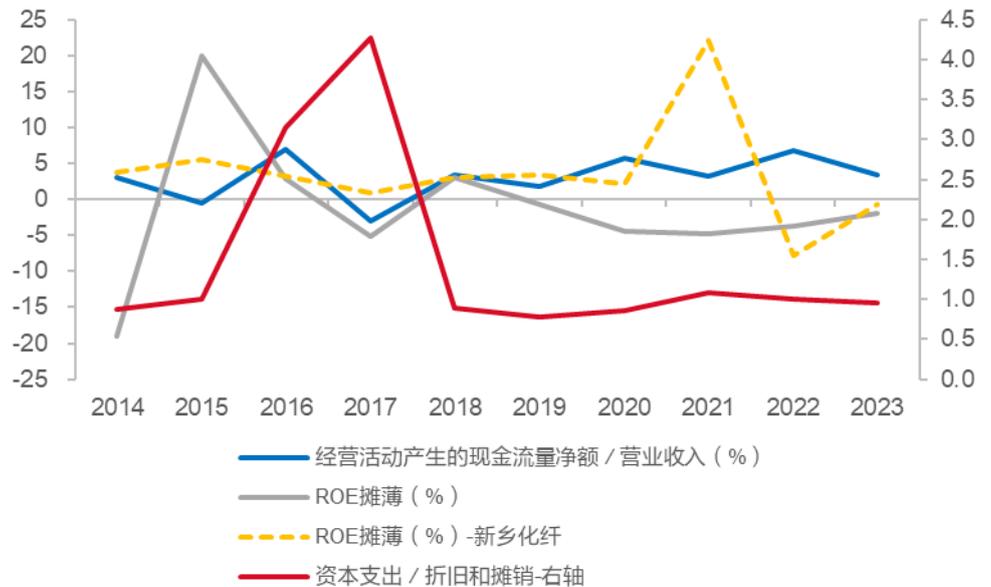
图3 氨纶子板块及代表龙头产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

粘胶行业的资本开支自 2017 年后一直维持低位，但行业 ROE 长期处于负值，粘胶长丝龙头新乡化纤 2024 年一季度 ROE 转正，但其他粘胶企业仍有差距。

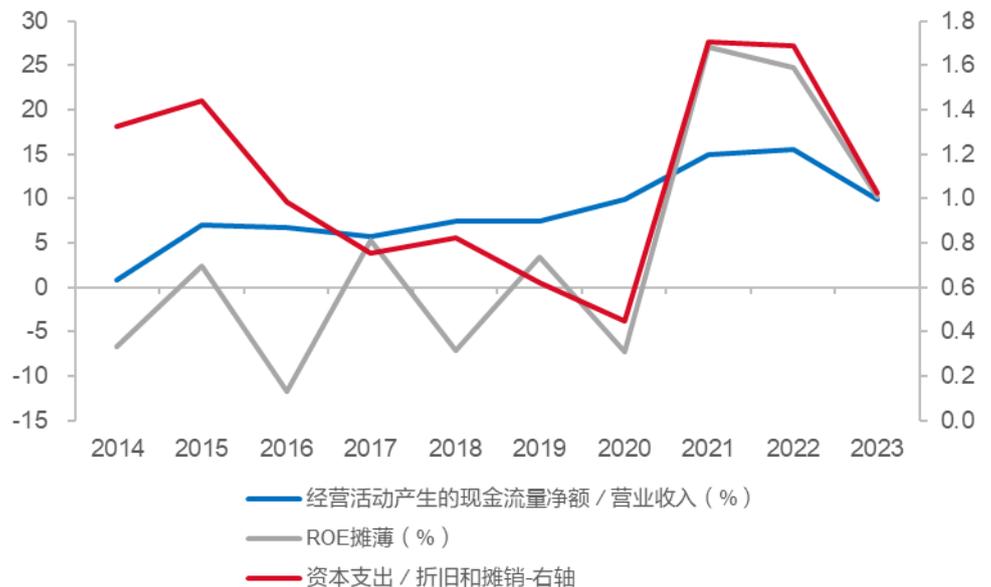
图4 粘胶子板块及代表龙头产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

**磷化工 2023 年产能快速收缩，但仍待消化：**磷化工产业链在 2021 年和 2022 年经历大幅价格上涨，随着产业链价格回落，资本支出也快速下降，2023 年资本支出与折旧摊销之比为 1.03，相比上年有明显下降，但较历史低点仍有差距。尽管行业 ROE 经历高峰有所下降，但仍处于近十年较好水平，随着后续产业链价格企稳，有望实现前期产能有效消化。

图5 磷化工板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况

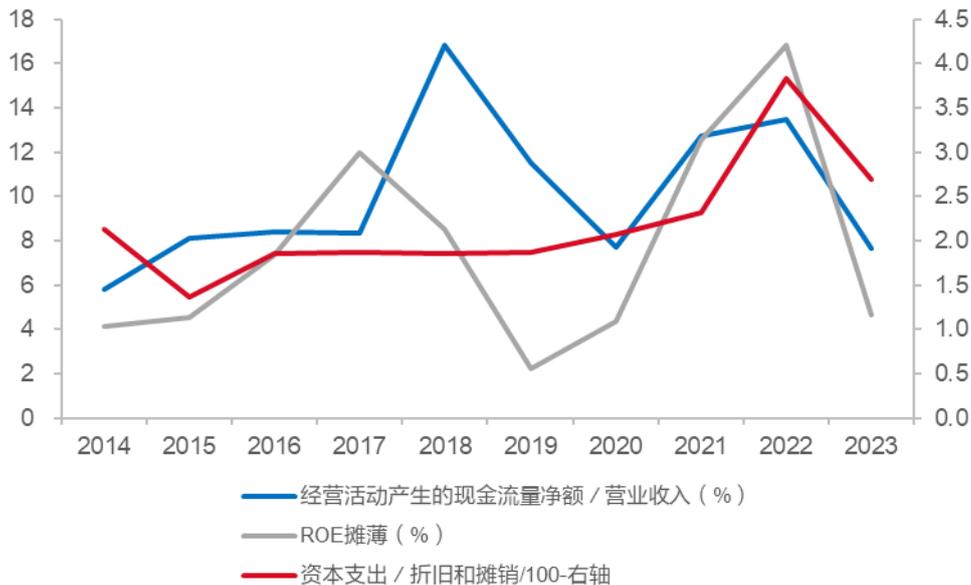


资料来源：同花顺，东海证券研究所

**氟化工关注制冷剂受配额管理约束的产品：**2023 年，氟化工行业资本支出与折旧摊销之比为 2.69，相比上年同期大幅下降。氟化工领域除制冷剂等少数产品受配额管理影响价格上涨外，大部分产品进入下行通道。虽然氟化工行业产能扩张速度在 2023 年相比上年已经有所放缓，从历史看这一扩张速度仍旧属于较高水平，产能出清仍有待时日。建议关注供

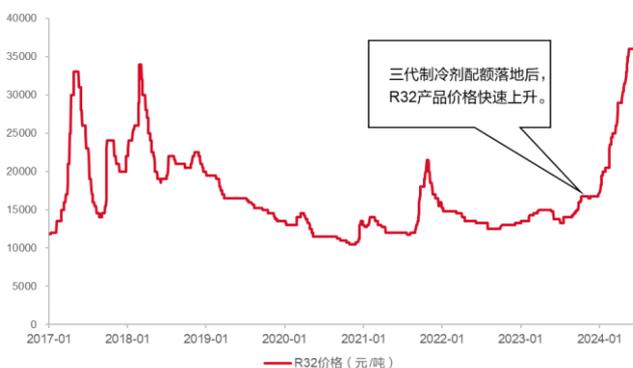
应端受配额管理约束的制冷剂相关个股，龙头代表巨化股份 2024 年一季度 ROE 重回近年较高位，现金流亦有明显改善。

图6 氟化工板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



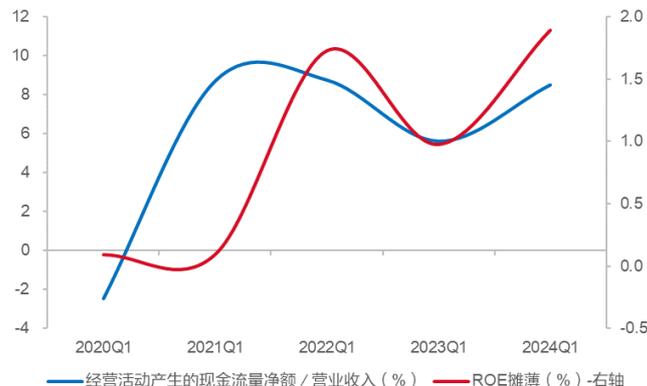
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图7 制冷剂 R32 价格



资料来源：东海证券研究所

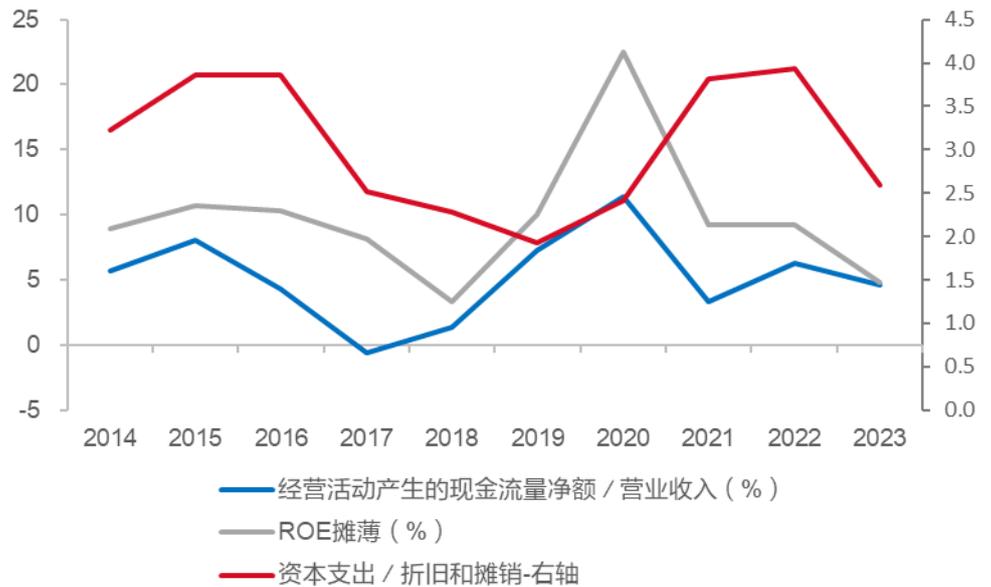
图8 巨化股份近年一季度单季度 ROE 及现金质量情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

**改性塑料行业竞争依旧激烈，产能有待进一步去化：**尽管改性塑料子板块 2023 年的资本支出与折旧摊销比值较 2022 年有较大下降，且已接近近十年历史低位，但由于 2021 和 2022 年的大幅产能投入，行业盈利情况恶化，且子板块 2024 年一季度 ROE（整体摊薄）为 1.19%，仍较 2023 年同期下滑 0.38pct，说明改性塑料行业竞争仍然激烈。

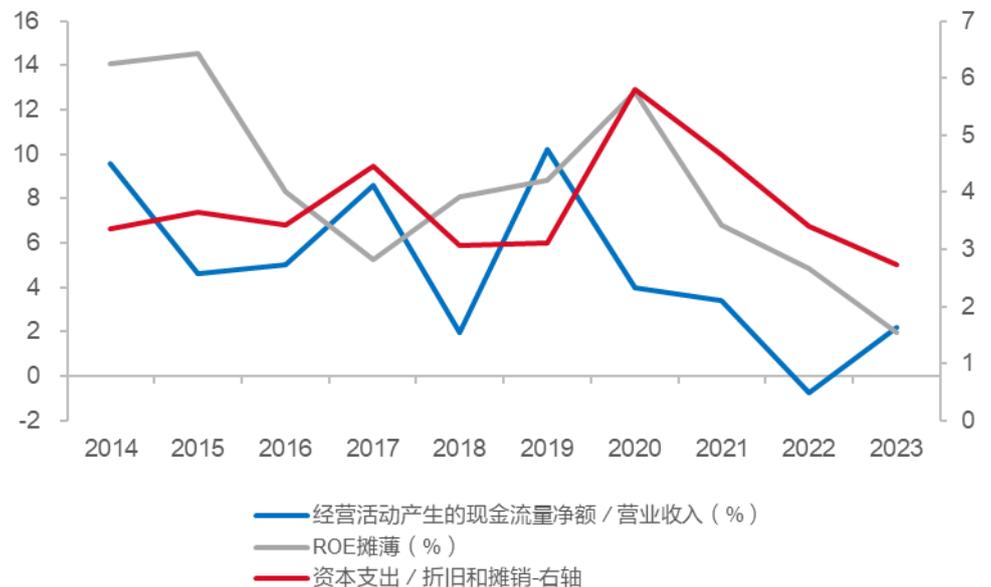
图9 改性塑料板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

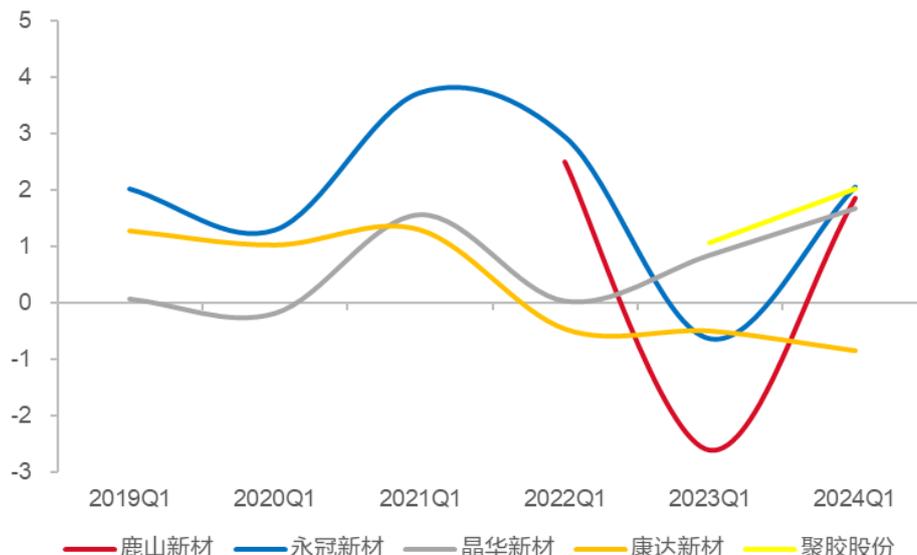
**胶黏剂及胶带产能出清快,但行业内盈利情况分化:**该行业在 2020 年资本支出高峰后,行业竞争加剧,盈利下滑,2023 年该子行业在基础化工中资本支出与折旧摊销比值下滑最快的,回到近十年历史低位。该子板块所属上市公司市值目前均在 20-30 亿元左右,且盈利情况根据各公司产品属性有所分化,部分具有高端产品线的公司盈利情况改善更为明显。

图10 胶黏剂及胶带板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

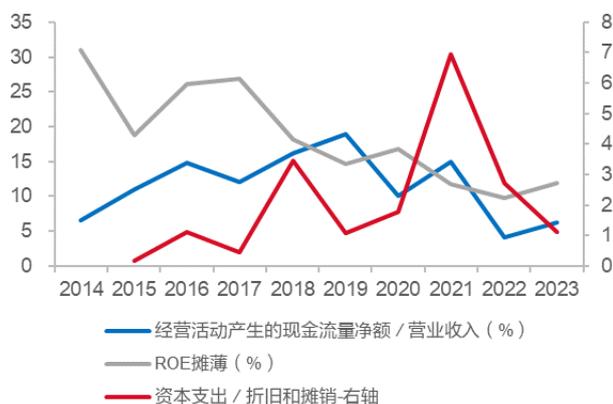
图11 胶黏剂及胶带板块上市公司近年一季度单季度 ROE 情况 (%)



资料来源：同花顺，东海证券研究所

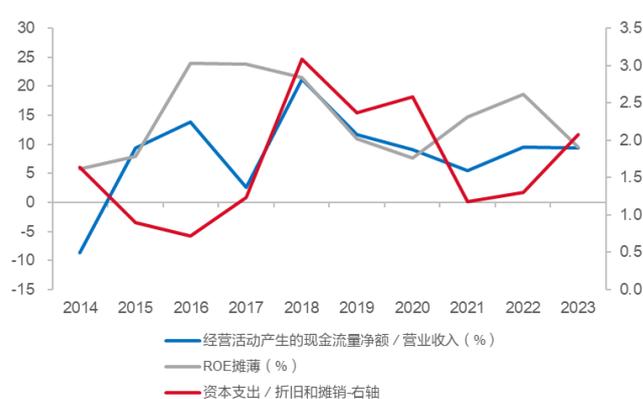
**橡胶助剂新增产能仍需消化空间：**子板块内两家上市公司均在 2017-2018 年扩大助剂产能，然后彤程新材 2021 年新加入半导体材料业务，当年资本支出创新高；而阳谷华泰深耕橡胶助剂领域，2023 年继续加大了产能投入。我们认为橡胶助剂整体受到环保政策影响，供给端具有一定约束力，但新增产能或仍需消化时间，主要需观察下游橡胶制品的需求以及原材料价格波动影响。单从 ROE 情况来看，彤程新材 2024 年一季度 ROE 回升较明显，而阳谷华泰则同比继续下滑，我们认为这与两家公司目前主营业务构成不同所致。

图12 彤程新材产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

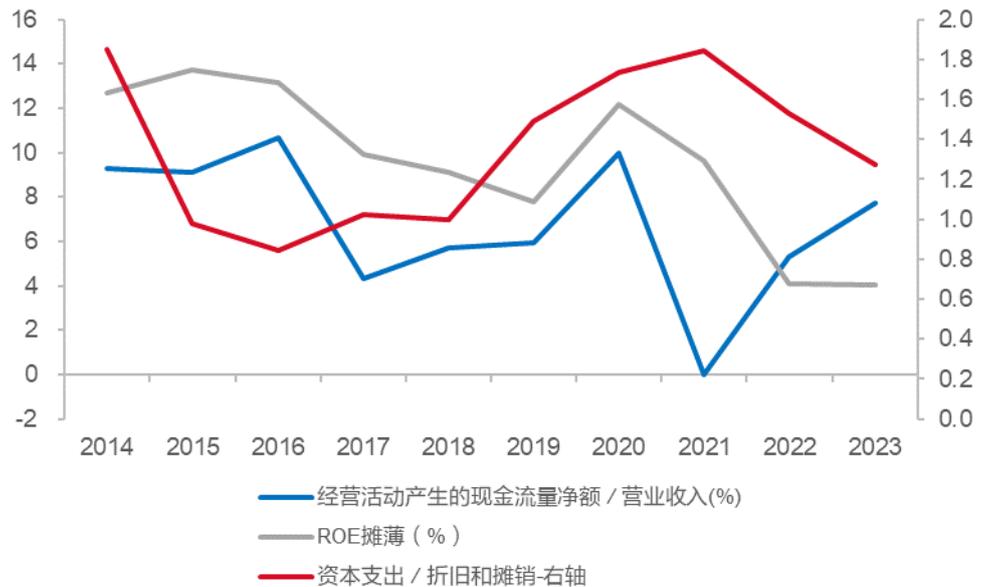
图13 阳谷华泰产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

**涂料油墨行业现金流快速修复，产能投放逐渐平缓。**涂料油墨子板块 15 家上市公司，均呈现小市值、专业化的特点，产品差异化明显。整体来看，涂料油墨行业在 2019-2021 年景气上行而产能扩大，之后持续下降至十年历史均值，而行业 ROE 在 2020 年峰值后下滑较快，2023 年同比持平，但现金流情况已走出 2021 年低谷，逐步回到行业历史较好水平。我们认为需关注个体后续产能投放节奏以及 ROE 修复情况再做进一步判断，若个体资本支出控制得当，且现金流和 ROE 同步向好，则有望整体改善，领先行业。

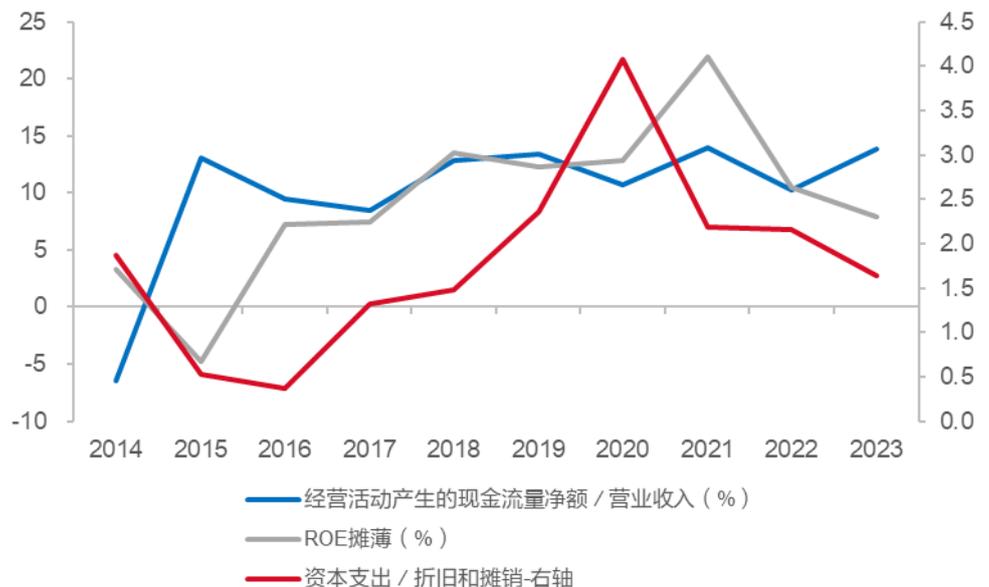
图14 涂料油墨板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

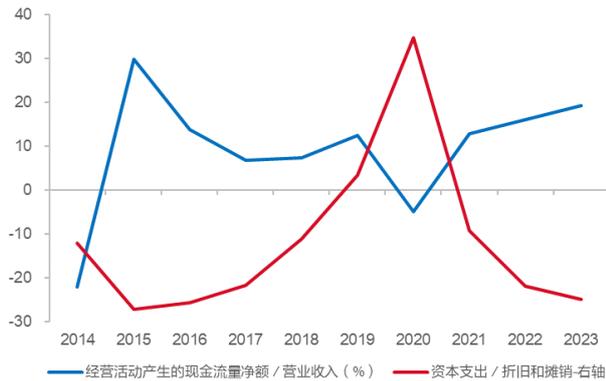
**其他化学原料产能去化进行时，现金流维稳：**其他化学原料板块包含 14 家上市公司，因各自产品业务不同财务情况大相径庭。从整体来看，2020 年投产高峰后，该板块资本支出快速下降，但整体现金流情况依旧维稳。我们认为还需关注现金流与 ROE 趋势背离的情况，注意产能去化的延续。ROE 方面，2024 年一季度同比明显增长的仅有卫星化学。卫星化学资本支出与折旧摊销比值 2020 年达峰，随后快速回落至历史低位，匹配其现金流和盈利情况，后续随着周期复苏其 ROE 有望进一步修复。

图15 其他化学原料板块产能投放（出清）和 ROE、现金流情况



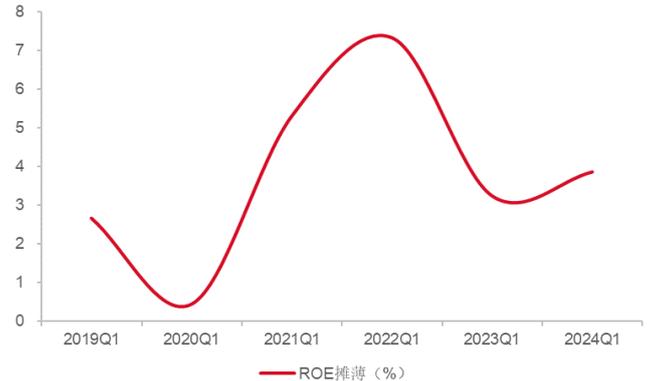
资料来源：同花顺，东海证券研究所

图16 卫星化学产能投放（出清）和现金流情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

图17 卫星化学近年一季度单季度 ROE 情况



资料来源：同花顺，东海证券研究所

### 3.投资建议

通过对三个财务指标，包括资本支出/折旧和摊销、ROE（摊薄）、经营活动产生的现金流量净额 / 营业收入，综合分析我们认为基础化工整体产能 2023 年仍处于出清初期，行业竞争依旧激烈。在此背景下，已有部分子行业产能出清更为迅速，龙头代表公司盈利情况修复较快，建议关注：1）涤纶长丝龙头**桐昆股份**、**新凤鸣**；2）磷化工龙头**云天化**；3）氟化工中的制冷剂代表公司**巨化股份**、**永和股份**；4）轻烃一体化龙头**卫星化学**。可适当关注其他产能去化较快子板块，如**涂料油墨**、**胶黏剂及胶带**等。

### 4.风险提示

- 1）选取财务指标主观性较强，虽有三个指标作综合筛选，但或仍具有主观性和片面性风险；
- 2）选取财务指标具有时效性，若 2024 年或近期某子行业具有重大产能投放变化，则具有结果失真性风险；
- 3）下游需求修复不及预期风险，下游需求仍是决定行业景气度的重要因素之一，若需求产生较大变化，产能出清或受较大影响。

## 一、评级说明

	评级	说明
市场指数评级	看多	未来 6 个月内沪深 300 指数上升幅度达到或超过 20%
	看平	未来 6 个月内沪深 300 指数波动幅度在-20%—20%之间
	看空	未来 6 个月内沪深 300 指数下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配	未来 6 个月内行业指数相对强于沪深 300 指数达到或超过 10%
	标配	未来 6 个月内行业指数相对沪深 300 指数在-10%—10%之间
	低配	未来 6 个月内行业指数相对弱于沪深 300 指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数达到或超过 15%
	增持	未来 6 个月内股价相对强于沪深 300 指数在 5%—15%之间
	中性	未来 6 个月内股价相对沪深 300 指数在-5%—5%之间
	减持	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数 5%—15%之间
	卖出	未来 6 个月内股价相对弱于沪深 300 指数达到或超过 15%

## 二、分析师声明：

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，具备专业胜任能力，保证以专业严谨的研究方法和分析逻辑，采用合法合规的数据信息，审慎提出研究结论，独立、客观地出具本报告。

本报告中准确反映了署名分析师的个人研究观点和结论，不受任何第三方的授意或影响，其薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

署名分析师本人及直系亲属与本报告中涉及的内容不存在任何利益关系。

## 三、免责声明：

本报告基于本公司研究所及研究人员认为合法合规的公开资料或实地调研的资料，但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究人员个人出具本报告当时的分析和判断，并不代表东海证券股份有限公司，或任何其附属或联营公司的立场，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告仅供“东海证券股份有限公司”客户、员工及经本公司许可的机构与个人阅读和参考。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何机构和个人的投资建议，任何形式的保证证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。本公司客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

本报告版权归“东海证券股份有限公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

## 四、资质声明：

东海证券股份有限公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

### 上海 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区东方路1928号 东海证券大厦  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8621 ) 20333275  
 手机：18221959689  
 传真：( 8621 ) 50585608  
 邮编：200125

### 北京 东海证券研究所

地址：北京市西三环北路87号国际财经中心D座15F  
 网址：Http://www.longone.com.cn  
 座机：( 8610 ) 59707105  
 手机：18221959689  
 传真：( 8610 ) 59707100  
 邮编：100089