

信义山证 汇通天下

证券研究报告

基础化工

报告原因：深度报告

2020 年 5 月 9 日

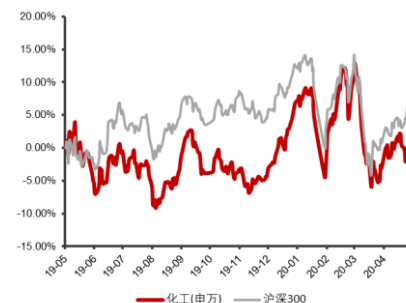
基础化工行业 2019 年&2020Q1 业绩综述

行业景气度下行，扩张期告一段落，危中寻机

中性

行业研究/深度报告

化工板块近一年市场表现



分析师：张莲玮

执业证书编号：S0760518090001

电话：010-83496301

邮箱：zhanglianwei@sxzq.com

地址：

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心 7 层

山西证券股份有限公司

http://www.i618.com.cn

投资要点：

➤ **2019 年至今重要化工品价格多呈下行趋势。**2019 年，国际油价在 OPEC 推行减产和美国页岩油扩大产量的博弈下呈宽幅震荡格局；2020 年，新冠疫情影响原油需求，叠加全球原油减产执行情况不理想、页岩油产量持续上升，原油价格崩盘。在下游需求疲软和行业产能扩张的共同作用下，化工行业 PPI 当月同比增速及中国化工产品价格指数（CCPI）均呈下行趋势，我们统计的 93 个重要化工品中，73 个品种价格下跌，仅 20 个品种价格较年初有上涨，以维生素产品价格上涨最为强势。

➤ **行业产能扩张减速，需求总体下行。**（1）供给端：化工行业固定资产投资完成额在 2016 年开始的景气周期中经历了一轮扩张，并于 2019 年开始出现回落；2020 年第一季度，在新冠肺炎影响各行业开工的情况下，化工行业各子行业固定资产投资完成额大幅下降，均为负增长。（2）需求端：2019 年化工行业几大需求端除家电有所回暖外，其他方面均处增速下行趋势，景气程度较低；2020 年第一季度各需求端受新冠疫情重创，大幅下降。

➤ **基础化工行业 2019 年业绩表现。**（1）化工行业 2019 年营业收入同比增长 1.99%，归母净利润同比下降 37.69%，在所有申万一级行业中业绩增速排名靠后。（2）整体看来，行业景气度下行，行业营收及归母净利润增速持续下滑，产能扩张期告一段落，投资性现金流增速放缓。（3）细分子行业表现分化，综合各业绩指标，2019 年景气程度相对较高的细分子行业有涤纶行业、氨纶行业和改性塑料行业。

➤ **基础化工行业 2020 年第一季度业绩表现。**在新冠疫情拖累和油价崩盘影响的共同作用下，化工行业 2020 年第一季度营业收入同比下降 18.6%，归母净利润同比下降 107.14%，在所有申万一级行业中业绩增速排名靠后。两项主要影响因素对绝大部分细分子行业造成明显影响，仅氨纶、涤纶等少数子行业业绩增速表现较为良好。

➤ **投资建议。**从二季度开始新冠疫情对国内工业品生产的影响趋弱，但海外疫情的持续蔓延可能拉长出口产品受影响的时间周期；此外，化工行业本轮全面景气周期已进入下行通道，子行业表现分化，危中寻机。我们建议关注具备如下特点的行业及公司：（1）需求具备刚性特征的行业，如农药行业及维生素行业；（2）受益行业集中度提升的头部企业；（3）周期性弱化的热点新材料行业，如动力电池新材料、碳纤维、5G 新材料等。建议关注扬农化工（600486.SH）、新和成（002001.SZ）、兄弟科技（002562.SZ）、万华化学（600309.SH）、当升科技（300073.SZ）、光威复材（300699.SZ）。

风险提示：

➤ 宏观经济不及预期风险，新冠疫情持续大范围扩张风险，油价大幅波动风险，环保督察政策变动风险，系统性风险。



请务必阅读最后一页股票评级说明和免责声明

1

目录

1. 2019 年至今重要化工品价格走势	5
1.1 原油价格走势：供需两端共同作用迫使油价崩盘	5
1.2 近八成化工品价格环比下降	5
2. 行业产能扩张减速，需求总体下行	8
2.1 行业扩张期告一段落，产能释放速度减缓	8
2.2 需求总体下行，家电生产回暖	9
3. 基础化工行业 2019 年业绩表现	10
3.1 2019 年化工行业业绩表现排名靠后	10
3.2 利润表：行业景气度下降，营收及净利润增速持续下滑	11
3.3 资产负债表：产能扩张期告一段落	12
3.4 现金流量表：经营性现金流持续增长，投资性现金流增速放缓	14
3.5 细分子行业 2019 年业绩表现	14
3.5.1 利润表：改性塑料及维纶行业盈利能力相对突出	14
3.5.2 资产负债表：涤纶行业产能集中释放，大幅扩产告一段落	17
3.5.3 现金流量表：细分子行业现金流涨跌各半	19
4. 基础化工行业 2020 年第一季度业绩表现	20
4.1 化工行业一季度业绩受新冠疫情及油价下跌影响明显	20
4.2 细分子行业 2020 年第一季度业绩表现	21
5. 投资建议	23
6. 风险提示	24

图表目录

图 1：2010 年至今 WTI 及 BRENT 原油价格走势（美元/桶）	5
图 2：2015 年至今化工行业 PPI 当月同比（%）	6
图 3：2015 年至今中国化工产品价格指数（CCPI）	6
图 4：2015 年至今化工子行业固定资产投资完成额累计同比增速（%）	9
图 5：2015 年至今房地产销售面积及新开工面积	9
图 6：2015 年至今汽车产量累计值及其累计增速	9
图 7：2015 年至今家电产量及其累计增速	10
图 8：2015 年至今纺织服装行业出口交货值及其累计增速	10
图 9：申万一级行业 2019 年营业收入同比增速（%）	11
图 10：申万一级行业 2019 年归母净利润同比增速（%）	11
图 11：SW 化工（除石油化工）2019 年营收及增速	11
图 12：SW 化工（除石油化工）2019 归母净利润及增速	11
图 13：2015-2019 年总费用率（包含研发费用，%）	12
图 14：2015-2019 年三项费用率（包含研发费用，%）	12
图 15：2015-2019 年单季度毛利率、净利率（%）	12
图 16：2015-2019 年化工行业 ROE（摊薄，%）	12
图 17：SW 化工行业（除石油化工）固定资产净值	13
图 18：SW 化工行业（除石油化工）在建工程合计	13
图 19：SW 化工行业资产负债率（%）	13
图 20：SW 化工行业（除石油化工）存货	14
图 21：SW 化工行业（除石油化工）现金流变化情况	14
图 22：各细分子行业营业收入增速排行（%）	16

图 23：各细分子行业归母净利润增速排行（%）	16
图 24：各一级行业 2020 年 Q1 营业收入同比增速（%）	20
图 25：各一级行业 2020 年 Q1 归母净利润同比增速（%）	20
图 26：SW 化工（除石油化工）单季营收及增速	21
图 27：SW 化工（除石油化工）单季归母净利润及增速	21
图 28：各细分子行业单季营收同比增速排行（%）	23
图 29：各细分子行业单季归母净利润同比增速排行（%）	23
图 30：基础化工行业上市公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金前 20	24
表 1 重要化工品价格变化情况（价格数据截止到 2020 年 4 月 30 日）	6
表 2 SW 化工（除石油化工）细分子行业营业收入及归母净利润变化情况	15
表 3 SW 化工（除石油化工）细分子行业毛利率、净利率及 ROE（摊薄）变化情况	16
表 4 SW 化工（除石油化工）细分子行业固定资产及在建工程变化情况	17
表 5 SW 化工（除石油化工）细分子行业资产负债率变化情况	18
表 6 SW 化工（除石油化工）细分子行业营业收入及归母净利润变化情况	19
表 7 SW 化工（除石油化工）细分子行业营业收入变化情况	21
表 8 SW 化工（除石油化工）细分子行业归母净利润变化情况	22
表 9 细分子行业表现分化	23

1. 2019 年至今重要化工品价格走势

1.1 原油价格走势：供需两端共同作用迫使油价崩盘

2019 年，OPEC 持续推行减产以支撑油价，美国页岩油行业继续扩大产量利空油价，两方博弈使得国际油价整体呈现宽幅震荡格局。2020 年年初至今，国际原油需求在新冠疫情影响下出现历史性倒退，同时全球原油减产执行情况不理想、页岩油产量持续上升导致原油市场长期面临供过于求的局面，供需两端共同作用迫使油价崩盘，部分原油品种甚至在 4 月 20 日跌入负值，市场恐慌情绪飙升。

图 1：2010 年至今 WTI 及 BRENT 原油价格走势（美元/桶）

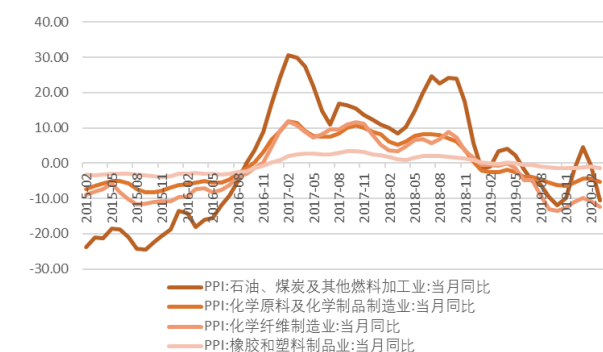


资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 近八成化工品价格环比下降

2019 年至今，在下游需求疲软和行业产能扩张的共同作用下，化工行业 PPI 当月同比增速及中国化工产品价格指数（CCPI）均呈下行趋势，尤其是进入 2020 年后，随着原油价格的崩盘，化工产品价格指数急速下行，目前已达到近五年以来的新低，2016 年以来的全面景气周期已进入尾声。分品种来看，2019 年全年，我们统计的 93 个重要化工品中，仅 20 个品种价格较年初有上涨，73 个品种价格下跌；2020 年 1-4 月，93 个重要化工品中 25 个品种的价格实现上涨，涨幅较大的主要是受原油价格下跌影响较小的、并且下游需求在新冠疫情影响下较为刚性的品种，例如各维生素品种。

图 2：2015 年至今化工行业 PPI 当月同比（%）



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 3：2015 年至今中国化工产品价格指数（CCPI）



资料来源：Wind，山西证券研究所

表 1 重要化工品价格变化情况（价格数据截止到 2020 年 4 月 30 日）

品种	单位	最新价格	2019 年年初 价格	2019 年年底 价格	2019 年 价格变化幅度	2020 年 价格变化幅度
石油化工						
WTI 原油	美元/桶	18.84	46.54	61.06	31.20%	-69.15%
BRENT 原油	美元/桶	25.27	54.91	66.00	20.20%	-61.71%
焦煤	元/吨	1,234.50	1,438.50	1,207.00	-16.09%	2.28%
NYMEX 天然气	美元/百万英热单位	1.94	2.96	2.18	-26.27%	-11.22%
石脑油	美元/桶	149.75	442.50	527.25	19.15%	-71.60%
乙烯	美元/吨	376.00	931.00	751.00	-19.33%	-49.93%
丙烯	元/吨	686.00	942.00	821.00	-12.85%	-16.44%
丁二烯	元/吨	350.00	1,185.00	960.00	-18.99%	-63.54%
苯乙烯	元/吨	616.50	978.50	898.00	-8.23%	-31.35%
纯苯	元/吨	341.00	543.00	734.50	35.27%	-53.57%
甲苯	元/吨	3,320.00	4,750.00	5,480.00	15.37%	-39.42%
纯碱氯碱						
原盐	元/吨	280.00	282.00	280.00	-0.71%	0.00%
轻质纯碱	元/吨	1,357.00	1,957.00	1,507.00	-22.99%	-9.95%
重质纯碱	元/吨	1,418.00	2,014.00	1,629.00	-19.12%	-12.14%
电石	元/吨	2,380.00	2,710.00	2,650.00	-2.21%	-10.19%
烧碱	元/吨	1,925.00	4,000.00	2,650.00	-33.75%	-27.36%
液氯	元/吨	800.00	10.00	250.00	2400.00	150.00%
PVC（电石法）	元/吨	5,325.00	6,535.00	6,952.00	6.38%	-22.73%
PVC（乙烯法）	元/吨	5,575.00	7,058.00	7,183.00	1.77%	-22.08%
化肥农药						
液氨	元/吨	2,790.00	3,290.00	2,880.00	-12.46%	-3.13%
甲醇	元/吨	1,697.00	2,301.00	2,137.00	-7.13%	-18.96%
尿素	元/吨	480.00	2,045.80	1,768.20	-13.57%	-72.85%
硫酸铵	元/吨	520.00	600.00	450.00	-25.00%	15.56%
氯化铵	元/吨	600.00	750.00	550.00	-26.67%	9.09%

磷酸一铵	元/吨	2,061.00	2,415.00	1,950.00	-19.25%	5.69%
磷酸二铵	元/吨	1,980.00	2,625.00	2,050.00	-21.90%	-3.41%
氯化钾	元/吨	1,650.00	2,130.00	1,850.00	-13.15%	-10.81%
硫酸钾	元/吨	2,650.00	2,850.00	2,600.00	-8.77%	1.92%
三聚氰胺	元/吨	4,850.00	6,700.00	5,400.00	-19.40%	-10.19%
钾肥	元/吨	1,930.00	2,450.00	2,090.00	-14.69%	-7.66%
草甘膦	元/吨	20,625.00	26,408.30	20,900.00	-20.86%	-1.32%
氟化工						
氢氟酸	元/吨	7,700.00	13,000.00	9,000.00	-30.77%	-15.38%
氟化铝	元/吨	8,500.00	11,200.00	7,900.00	-29.46%	7.59%
三氯甲烷	元/吨	1,400.00	2,430.00	2,200.00	-9.47%	-36.36%
二氯甲烷	元/吨	2,050.00	2,840.00	2,600.00	-8.45%	-19.61%
R22	元/吨	13,000.00	20,500.00	14,500.00	-29.27%	-10.34%
R134a	元/吨	18,000.00	33,000.00	21,000.00	-36.36%	-14.29%
磷化工						
磷矿石	元/吨	370.00	500.00	420.00	-16.00%	-11.90%
黄磷	元/吨	17,550.00	15,100.00	17,000.00	12.58%	3.85%
磷酸	元/吨	5,700.00	4,950.00	5,600.00	13.13%	1.79%
三聚磷酸钠	元/吨	6,200.00	5,100.00	6,000.00	17.65%	3.33%
聚氨酯						
苯胺	元/吨	4,800.00	5,600.00	6,700.00	19.64%	-28.36%
甲醛	元/吨	830.00	1,195.00	1,130.00	-5.44%	-26.55%
硝酸	元/吨	1,465.00	1,625.00	1,600.00	-1.54%	-8.44%
丁二醇	元/吨	8,700.00	10,000.00	8,850.00	-11.50%	-1.69%
己二酸	元/吨	5,800.00	8,000.00	7,600.00	-5.00%	-23.68%
聚合 MDI	元/吨	11,700.00	11,450.00	12,850.00	12.23%	-8.95%
纯 MDI	元/吨	13,250.00	21,650.00	16,000.00	-26.10%	-17.19%
TDI	元/吨	9,450.00	16,250.00	11,300.00	-30.46%	-16.37%
硬泡聚醚	元/吨	8,400.00	9,300.00	9,000.00	-3.23%	-6.67%
软泡聚醚	元/吨	8,050.00	11,700.00	10,800.00	-7.69%	-25.46%
化学纤维						
PX	元/吨	471.00	928.33	857.33	-7.65%	-44.00%
PTA	元/吨	3,215.00	5,950.00	4,860.00	-18.32%	-33.85%
MEG	元/吨	3,475.00	5,060.00	4,960.00	-1.98%	-29.94%
棉花	元/吨	11,499.23	15,451.54	13,366.92	-13.49%	-13.97%
棉短绒	元/吨	3,767.00	3,778.00	3,834.00	1.48%	-1.75%
PTMEG	元/吨	17,250.00	22,250.00	17,900.00	-19.55%	-3.63%
CPL	元/吨	11,525.00	14,000.00	11,200.00	-20.00%	4.30%
涤纶短纤	元/吨	5,375.00	8,725.00	6,900.00	-20.92%	-22.10%
涤纶 FDY	元/吨	5,241.67	9,250.00	7,390.00	-20.11%	-29.07%
涤纶 DTY	元/吨	6,383.33	10,299.17	8,650.00	-15.44%	-26.20%
涤纶 POY	元/吨	4,808.33	8,274.17	7,065.00	-14.61%	-31.94%

氨纶	元/吨	32,250.00	33,500.00	32,250.00	-3.73%	0.00%
锦纶 FDY	元/吨	13,525.00	19,100.00	14,920.00	-21.88%	-9.35%
锦纶 DTY	元/吨	17,533.33	21,183.33	16,700.00	-21.16%	4.99%
锦纶 POY	元/吨	14,091.67	18,300.00	13,950.00	-23.77%	1.02%
粘胶短纤	元/吨	8,600.00	13,680.00	9,500.00	-30.56%	-9.47%
粘胶长丝	元/吨	36,800.00	37,700.00	37,500.00	-0.53%	-1.87%
塑料橡胶						
LLDPE	元/吨	6,200.00	9,350.00	7,450.00	-20.32%	-16.78%
HDPE	元/吨	8,775.00	9,908.33	7,970.00	-19.56%	10.10%
LDPE	元/吨	7,258.33	9,175.00	7,600.00	-17.17%	-4.50%
PP	元/吨	8,100.00	10,300.00	9,100.00	-11.65%	-12.90%
ABS	元/吨	11,308.33	13,400.00	12,780.00	-4.63%	-11.52%
PA6	元/吨	34,500.00	33,500.00	34,500.00	2.99%	0.00%
PA66	元/吨	27,900.00	38,000.00	29,000.00	-23.68%	-3.79%
BOPP	元/吨	9,250.00	10,416.67	9,900.00	-4.96%	-6.57%
天然橡胶	元/吨	12,200.00	12,000.00	14,600.00	21.67%	-15.28%
丁苯橡胶	元/吨	8,366.67	11,983.33	11,320.00	-5.54%	-26.09%
顺丁橡胶	元/吨	7,750.00	12,800.00	11,100.00	-13.28%	-31.11%
白炭黑	元/吨	19,500.00	30,000.00	22,000.00	-26.67%	-11.36%
维生素-						
维生素 A	元/千克	510.00	460.00	307.50	-33.15%	65.85%
维生素 B ₁	元/千克	240.00	195.00	157.50	-19.23%	52.38%
维生素 B ₂	元/千克	108.50	175.00	95.00	-45.71%	14.21%
维生素 B ₃	元/千克	55.00	36.50	44.50	21.92%	23.60%
维生素 B ₅	元/千克	365.00	170.00	380.00	123.53%	-3.95%
维生素 B ₆	元/千克	164.00	190.00	142.50	-25.00%	15.09%
维生素 B ₇	元/千克	295.00	57.50	175.00	204.35%	68.57%
维生素 B ₉	元/千克	285.00	245.00	215.00	-12.24%	32.56%
维生素 B ₁₂	元/千克	164.00	270.00	167.50	-37.96%	-2.09%
维生素 C	元/千克	31.00	33.50	26.00	-22.39%	19.23%
维生素 D ₃	元/千克	325.00	340.00	92.50	-72.79%	251.35%
维生素 E	元/千克	75.50	41.00	48.50	18.29%	55.67%
维生素 K ₃	元/千克	97.50	71.50	58.00	-18.88%	68.10%

资料来源：Wind，山西证券研究所

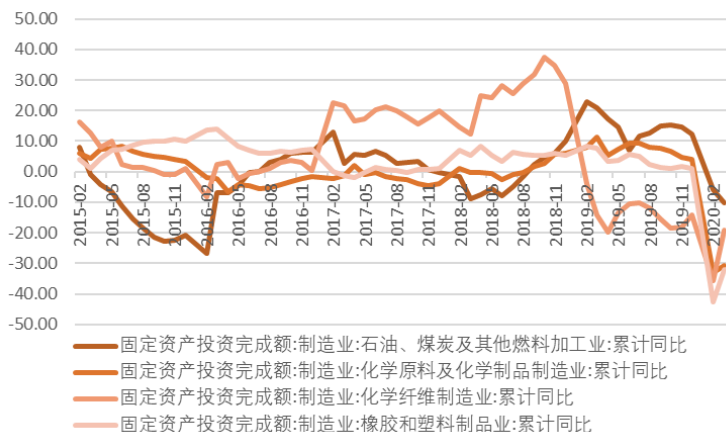
2. 行业产能扩张减速，需求总体下行

2.1 行业扩张期告一段落，产能释放速度减缓

根据国家统计局数据显示，化工行业固定资产投资完成额在 2016 年开始的景气周期中经历了一轮扩张，并于 2019 年开始出现回落。分子行业来看，石油、煤炭及其他燃料加工业固定资产投资完成额在 2019 年

上半年经历了一轮扩张，下半年出现回落，全年累计增速 12.4%；化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额在 2019 年 3 月同比增速达到 11.3%后回落，全年累计增速 4.2%；化学纤维制造业固定资产投资完成额经历了 2017-2018 年两年的大幅扩张，基数较大，2019 年累计下降-14.1%；橡胶和塑料制品业固定资产投资完成额累计增速在 2019 年持续走低，全年累计增长 1%。2020 年第一季度，在新冠肺炎影响各行业开工的情况下，化工行业各子行业固定资产投资完成额大幅下降，均为负增长。

图 4：2015 年至今化工子行业固定资产投资完成额累计同比增速（%）

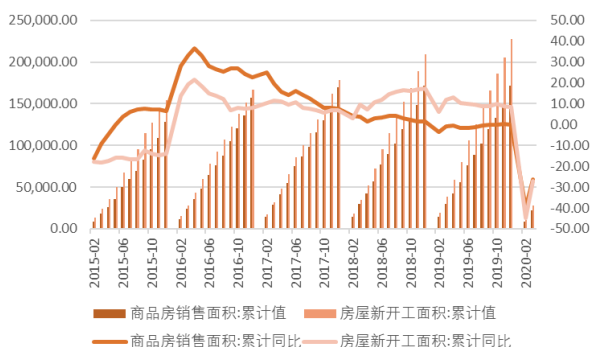


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2.2 需求总体下行，家电生产回暖

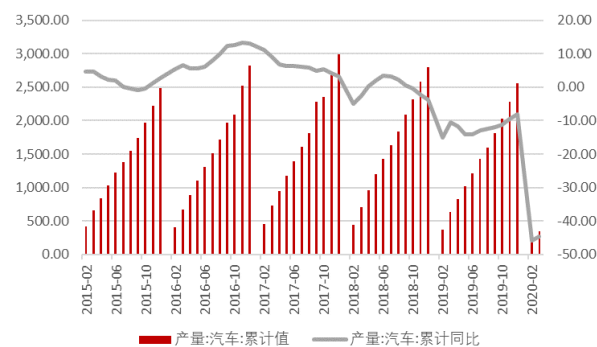
根据国家统计局数据，2019 年商品房销售面积增速较 2018 年进一步下降，全年累计增长 0.1%，房屋新开工面积增速较 2018 年有所下行，全年累计增长 8.5%，房地产行业景气程度较低。2019 年汽车产量仍然不改颓势，全年维持负增长，较 2018 年累计下降 8%。2020 年第一季度，新冠疫情重创房地产及汽车销量，商品房销售面积及房屋新开工面积分别下降 26.3%和 27.2%，汽车销量下降 44.6%。

图 5：2015 年至今房地产销售面积及新开工面积



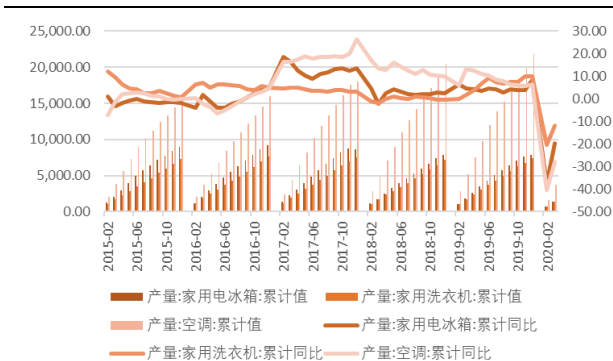
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：2015 年至今汽车产量累计值及其累计增速



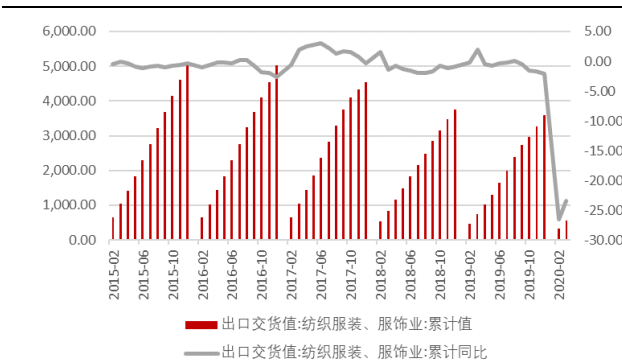
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 7：2015 年至今家电产量及其累计增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 8：2015 年至今纺织服装行业出口交货值及其累计增速



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2019 年家电产量较 2018 年回暖，其中电冰箱累计生产 7,904.3 万台，累计增长 8.1%，累计增速较 2018 年增加 5.6 个百分点；洗衣机累计生产 7,433 万台，累计增长 9.8%，累计增速较 2018 年增加 10.2 个百分点；空调累计生产 21,866.2 万台，累计增长 6.5%，较 2018 年有所下降。纺织服装行业景气程度维持低水平，2019 年出口交货值仍然维持负增长，全年累计下降 2.1%。2020 年第一季度，家电生产及纺织服装出口均受疫情影响，三种家电产量均下降 10%以上，服装纺织出口交货值下降 23.4%。

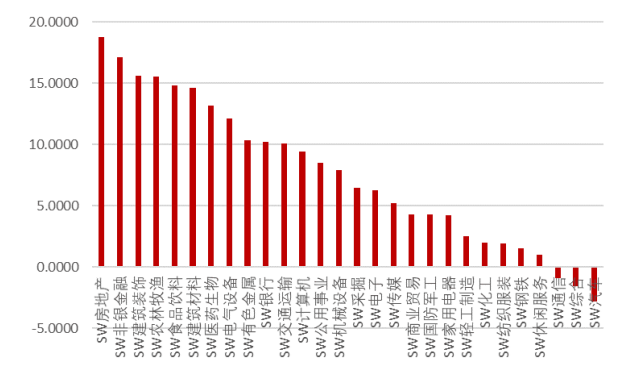
总的来说，2019 年化工行业几大需求端除家电有所回暖外，其他方面均处增速下行趋势，景气程度较低；2020 年第一季度各需求端受新冠疫情重创，大幅下降，但疫情对经济的影响逐渐削弱，房地产和汽车行业数据有望回升至正常水平。

3. 基础化工行业 2019 年业绩表现

3.1 2019 年化工行业业绩表现排名靠后

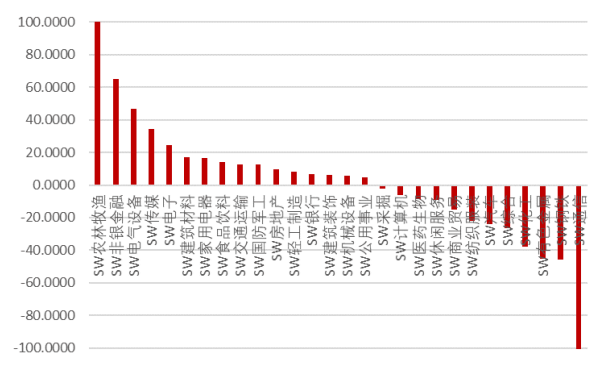
我们统计了 2019 年申万各一级行业营收及归母净利润同比增长情况。2019 年营业收入同比增速排名前五的行业分别为房地产、非银金融、建筑装饰、农林牧渔及食品饮料；归母净利润同比增速排名前五的行业分别为农林牧渔、非银金融、电气设备、传媒及电子。化工行业 2019 年营业收入同比增长 1.99%，归母净利润同比下降 37.69%，业绩增速排名靠后。

图 9：申万一级行业 2019 年营业收入同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：申万一级行业 2019 年归母净利润同比增速（%）

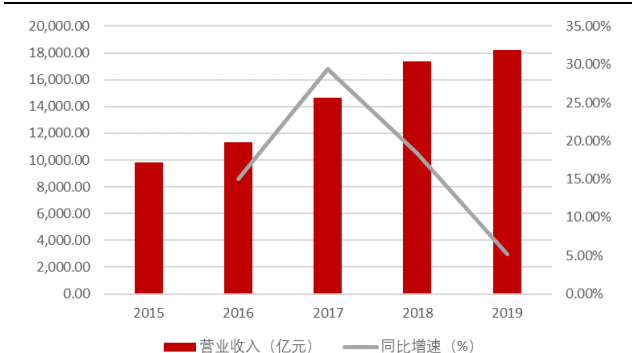


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 利润表：行业景气度下降，营收及净利润增速持续下滑

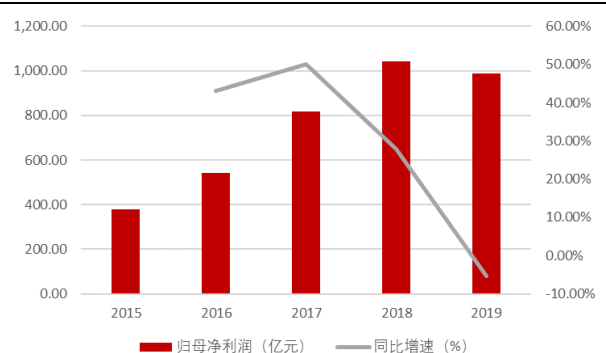
2019 年，SW 化工行业（除石油化工）合计实现营业收入 18,240.46 亿元，较上年同期增长 5.17%；合计实现归母净利润 987.10 亿元，较上年同期下降 5.36%（已剔除*ST 盐湖业绩影响）。基础化工行业营收及利润增速持续下滑，行业景气度下降。

图 11：SW 化工（除石油化工）2019 年营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

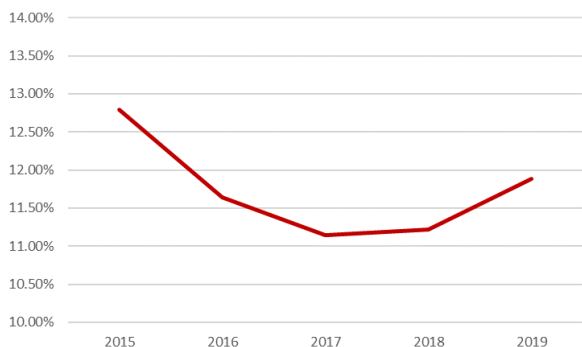
图 12：SW 化工（除石油化工）2019 年归母净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

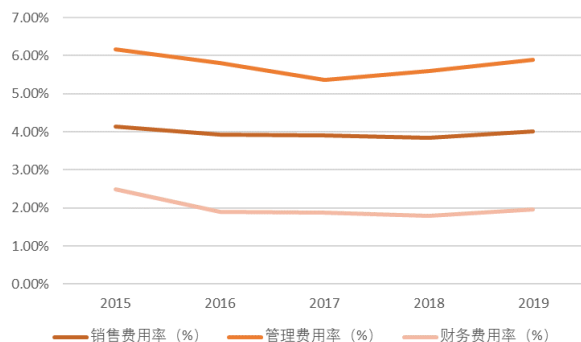
2019 年，SW 化工行业（除石油化工）期间费用率（包含研发费用）为 11.88%，较上年同期略有增长，整体始终保持相对稳定的水平，控制良好。分项来看，2019 年行业整体销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 4.01%、5.09%及 1.97%，均处于较为稳定的水平（注：为方便比较，我们暂时将剥离后的研发费用加入管理费用）。

图 13：2015-2019 年总费用率（包含研发费用，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

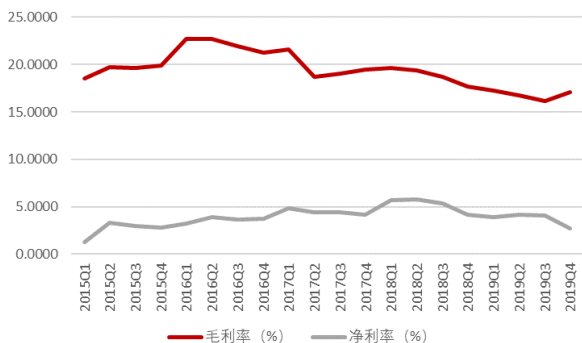
图 14：2015-2019 年三项费用率（包含研发费用，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

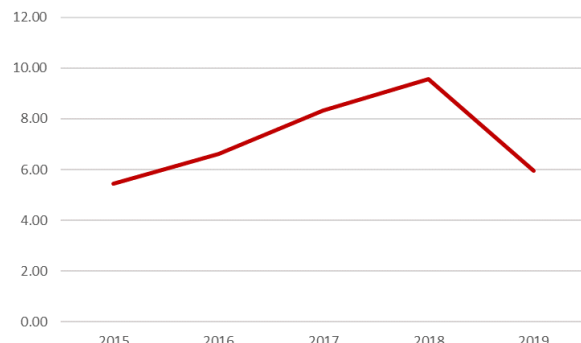
2019 年 SW 化工行业销售毛利率（整体法）为 17.10%，较上年同期减少 0.61 个百分点，维持从 2017 年开始的下降趋势，季度数据方面，2019 年第四季度行业销售毛利率有所回暖；2019 年销售净利率（整体法）为 2.72%，由前几年的上升趋势转而下行，盈利能力下降。行业整体 ROE（摊薄）结束了多年的连续增长趋势，转而向下，2019 年 ROE 为 5.95%，较 2018 年下降 3.61 个百分点。

图 15：2015-2019 年单季度毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：2015-2019 年化工行业 ROE（摊薄，%）

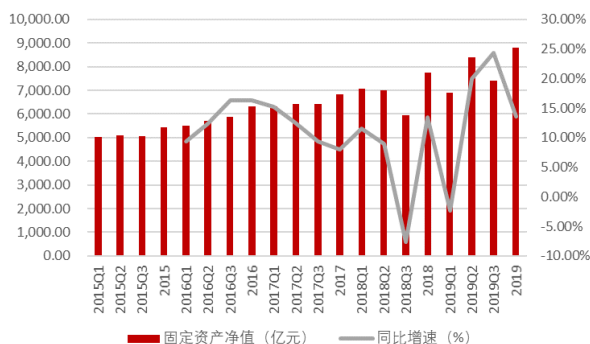


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 资产负债表：产能扩张期告一段落

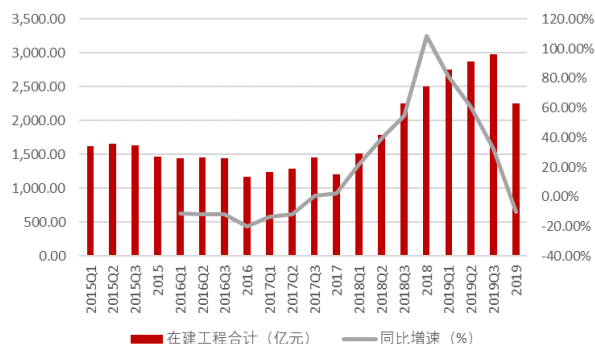
2015 年-2017 年，SW 化工行业（除石油化工）固定资产净值基本维持 10-15% 的速度稳定增长，从 2018 年起，新产能的积极建设和旧产能的淘汰置换共同作用使得行业内固定资产净值呈现较大的波动性，但其大趋势仍然向上，截至 2019 年年底，SW 基础化工行业固定资产净值为 8,802.89 亿元，较上年同期增长 13.65%。在建工程方面，在行业去产能的背景下，2015-2017 年，化工行业（除石油化工）在建工程（合计）增长缓慢或负增长，2018 年行业在建工程快速增长，同比增速经历了一轮连续上升，行业进入扩张期；2019 年，行业在建工程（合计）同比增速明显放缓，并于年底结束了连续 7 个季度的正增长，截至 2019 年年底，SW 基础化工行业在建工程（合计）为 2249.69 亿元，同比下降 10.24%，行业内产能的大幅扩张告一段落。

图 17：SW 化工行业（除石油化工）固定资产净值



资料来源：Wind，山西证券研究所

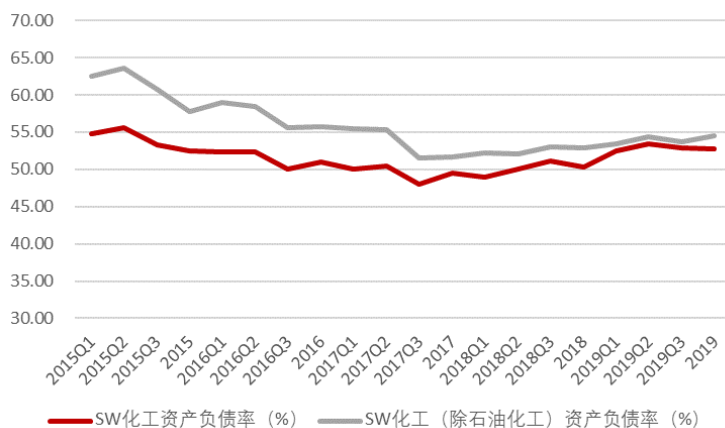
图 18：SW 化工行业（除石油化工）在建工程合计



资料来源：Wind，山西证券研究所

2015-2017 年，SW 化工行业及基础化工行业资产负债率均呈现下行趋势，2018 年之后整体呈现平稳略有上升的态势，但仍然处于历史较低位置。截至 2019 年底，化工行业及基础化工行业资产负债率分别为 52.72% 及 54.54%，整体处于较健康水平。

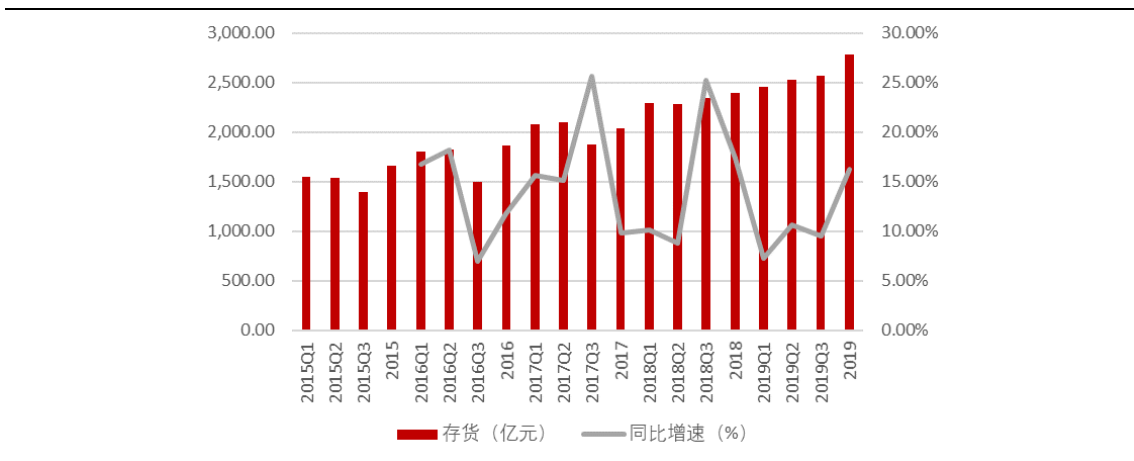
图 19：SW 化工行业资产负债率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

随着化工行业整体收入规模的明显扩大，行业内存货总量亦逐年上升。截至 2019 年年底，SW 化工行业（除石油化工）上市公司存货总计 2,785.70 亿元，同比增长 16.26%。行业内存货规模已连续 7 个月保持上升，2018 年 Q3 和 2019 年 Q3 未先以前年度一样出现明显的去库存迹象。

图 20：SW 化工行业（除石油化工）存货

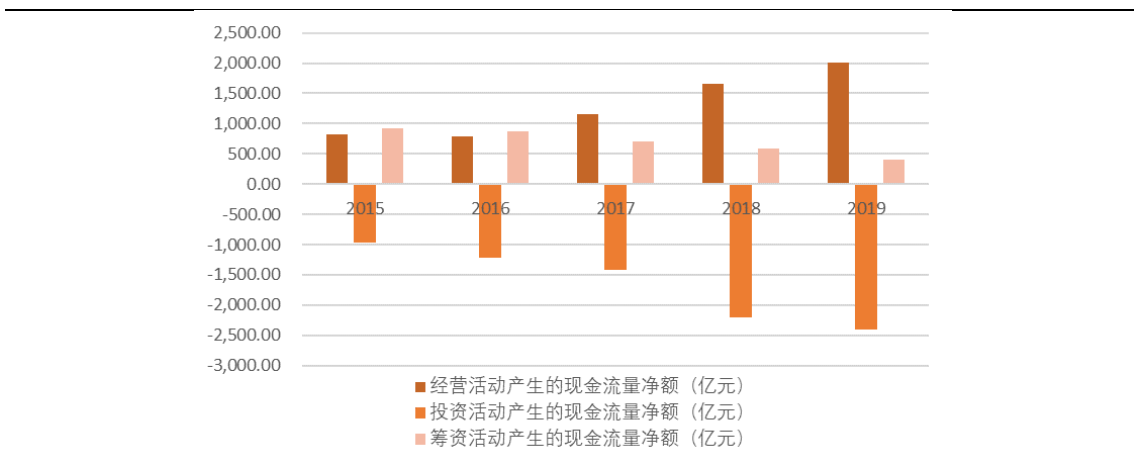


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.4 现金流量表：经营性现金流持续增长，投资性现金流增速放缓

2019 年，SW 化工行业（除石油化工）经营性现金流净额 2,002.22 亿元，同比增长 20.93%，行业经营性现金流连续三年正增长；投资性现金流净额 -2,409.31 亿元，绝对值同比增长 8.89%，较 2018 年增速放缓，从另一个侧面印证行业大幅扩张告一段落；筹资性现金流净额 399.75 亿元，同比下降 32.73%，行业筹资现金流逐年下降。

图 21：SW 化工行业（除石油化工）现金流变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5 细分子行业 2019 年业绩表现

3.5.1 利润表：改性塑料及涤纶行业盈利能力相对突出

SW 化工（除石油化工）的 29 个三级子行业中，17 个子行业 2019 年营业收入实现同比增长，其中无

机盐、其他化学原料、其他化学制品及氨纶同比增速较大，超过 30%，无机盐及氨纶行业的营业收入大幅增长主要来自成分股的重大资产重组。12 个子行业 2019 年营业收入较去年有所下滑，其中民爆用品及轮胎行业营业收入同比下降超过 30%。

29 个细分子行业中 12 个行业归母净利润实现同比增长，改性塑料、氨纶、维纶及涤纶行业归母净利润增速超过 100%。其中改性塑料行业主要受益于原材料价格下降，盈利能力提升；氨纶行业业绩暴涨主要来自成分股重大资产重组；维纶行业主要受益于 PVA 价格上行；涤纶行业的增长则主要来自行业内新增产能的投放，产销量大幅增长，以量补价。行业景气度下滑使得大部分子行业归母净利润下滑，其中以钾肥、粘胶、炭黑及化肥行业降幅最大，降幅最大的钾肥行业巨亏主要来自*ST 盐湖一次性计提青海盐湖镁业有限公司和青海盐湖海纳化工有限公司损失。

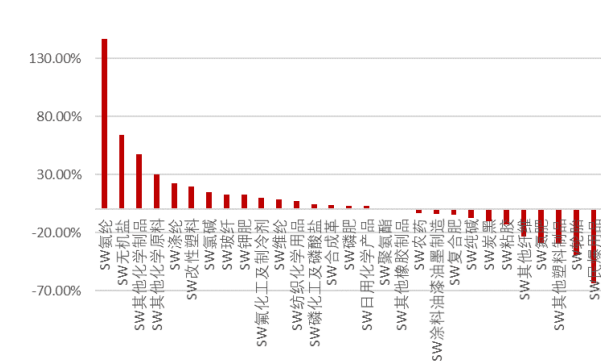
表 2 SW 化工（除石油化工）细分子行业营业收入及归母净利润变化情况

三级子行业	2018 年 营业收入 (亿元)	2019 年 营业收入 (亿元)	营业收入 同比增长 (%)	2018 年 归母净利润 (亿元)	2019 年 归母净利润 (亿元)	归母净利润 同比增长 (%)
SW 纯碱	444.57	412.15	-7.29%	38.33	18.11	-52.76%
SW 氯碱	1,583.16	1,817.94	14.83%	90.41	67.53	-25.30%
SW 无机盐	112.43	184.27	63.90%	12.81	19.28	50.51%
SW 其他化学原料	154.19	200.97	30.34%	13.14	16.38	24.68%
SW 氮肥	1,093.31	777.77	-28.86%	77.32	22.56	-70.83%
SW 磷肥	578.02	596.20	3.15%	-3.87	0.55	-114.08%
SW 钾肥	205.70	231.25	12.42%	-25.96	-451.54	-1639.09%
SW 复合肥	502.91	479.68	-4.62%	20.59	15.64	-24.06%
SW 农药	1,037.92	1,003.73	-3.29%	87.03	52.99	-39.11%
SW 日用化学产品	408.21	420.55	3.02%	17.20	19.48	13.25%
SW 涂料油漆油墨制造	196.49	188.82	-3.90%	11.18	12.97	16.00%
SW 民爆用品	822.32	298.62	-63.69%	49.63	16.18	-67.40%
SW 纺织化学用品	353.00	377.37	6.90%	67.16	72.03	7.24%
SW 氟化工及制冷剂	249.67	275.20	10.22%	32.39	13.42	-58.57%
SW 磷化工及磷酸盐	232.58	242.24	4.15%	5.63	6.16	9.43%
SW 聚氨酯	1,110.02	1,106.38	-0.33%	136.56	116.01	-15.04%
SW 玻纤	258.30	291.93	13.02%	37.49	41.01	9.41%
SW 其他化学制品	2,131.01	3,141.09	47.40%	155.13	194.86	25.61%
SW 涤纶	3,236.11	3,972.71	22.76%	101.56	230.47	126.93%
SW 维纶	58.57	63.56	8.52%	1.30	3.85	195.91%
SW 粘胶	127.58	111.34	-12.72%	2.62	-3.36	-228.28%
SW 氨纶	66.08	163.27	147.08%	6.02	20.58	242.06%
SW 其他纤维	235.52	179.58	-23.75%	14.37	11.02	-23.31%
SW 合成革	52.14	53.92	3.41%	3.47	2.69	-22.55%
SW 改性塑料	405.46	484.45	19.48%	4.66	21.24	355.64%

SW 其他塑料制品	356.10	249.59	-29.91%	20.16	-55.69	-376.22%
SW 轮胎	1,047.43	631.35	-39.72%	45.10	39.71	-11.97%
SW 其他橡胶制品	102.42	101.60	-0.80%	13.45	12.70	-5.56%
SW 炭黑	135.66	122.06	-10.02%	8.12	-1.66	-120.46%

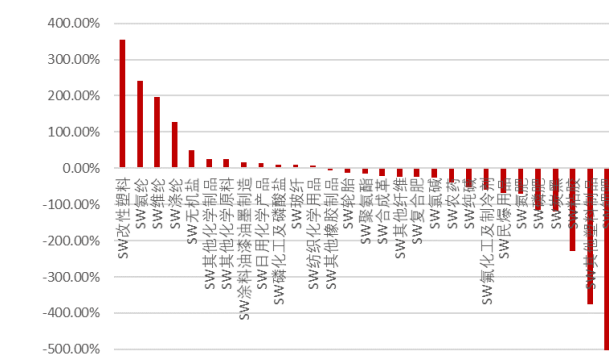
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 22：各细分子行业营业收入增速排行（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 23：各细分子行业归母净利润增速排行（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

SW 化工行业（除石油化工）的 29 个细分子行业中，13 个子行业的毛利率实现同比增长，其中轮胎、维纶及民爆用品增幅排名靠前。仅 9 个子行业净利率实现同比增长，其中维纶、氨纶及改性塑料增幅排名靠前；11 个子行业 ROE（摊薄）实现同比增长，其中钾肥、磷肥、涤纶、氨纶及改性塑料增幅排名靠前。

表 3 SW 化工（除石油化工）细分子行业毛利率、净利率及 ROE（摊薄）变化情况

三级子行业	2018 年 毛利率 (%)	2019 年 毛利率 (%)	同比增 长(百分 点)	2018 年 净利率 (%)	2019 年 净利率 (%)	同比增 长(百分 点)	2018 年 ROE (%)	2019 年 ROE (%)	同比增 长(百分 点)
SW 纯碱	25.39	22.66	-2.73	9.37	5.03	-4.34	10.82	5.02	-5.80
SW 氯碱	16.67	13.74	-2.92	6.03	3.67	-2.36	10.92	7.10	-3.82
SW 无机盐	36.74	32.01	-4.73	13.33	11.91	-1.42	10.39	10.98	0.59
SW 其他化学原料	20.60	24.37	3.76	8.85	8.26	-0.59	9.81	8.89	-0.92
SW 氮肥	17.03	15.01	-2.02	7.13	2.68	-4.45	16.13	5.41	-10.72
SW 磷肥	14.84	13.26	-1.58	-0.31	0.27	0.58	-5.48	0.78	6.26
SW 钾肥	31.68	29.82	-1.86	-13.37	-198.72	-185.35	-10.75	398.58	409.33
SW 复合肥	18.53	17.70	-0.83	4.24	3.18	-1.06	6.42	4.72	-1.70
SW 农药	30.56	30.60	0.04	8.96	5.83	-3.13	9.96	6.18	-3.78
SW 日用化学产品	27.70	29.99	2.30	4.35	4.65	0.29	8.39	8.09	-0.30
SW 涂料油漆油墨制造	31.35	33.48	2.13	6.92	7.21	0.29	5.92	8.23	2.31
SW 民爆用品	22.92	28.75	5.83	6.92	6.55	-0.36	11.54	5.87	-5.67
SW 纺织化学用品	41.99	39.05	-2.94	19.26	19.66	0.40	16.39	15.00	-1.39
SW 氟化工及制冷剂	24.86	19.38	-5.48	13.32	4.90	-8.42	14.33	5.37	-8.96
SW 磷化工及磷酸盐	18.35	15.87	-2.48	4.36	3.23	-1.13	4.75	4.81	0.06
SW 聚氨酯	25.35	21.16	-4.19	14.39	10.92	-3.47	23.59	18.98	-4.61

SW 玻纤	34.07	30.62	-3.46	14.77	14.16	-0.61	12.68	12.12	-0.56
SW 其他化学制品	22.09	20.67	-1.42	8.01	6.70	-1.31	8.95	7.17	-1.78
SW 涤纶	8.12	12.17	4.05	3.37	6.31	2.94	9.94	15.96	6.02
SW 维纶	16.54	22.37	5.84	2.22	6.06	3.84	2.82	7.52	4.70
SW 粘胶	11.73	13.52	1.79	1.68	-4.22	-5.90	2.63	-3.51	-6.14
SW 氨纶	21.03	23.10	2.07	9.01	12.59	3.58	10.10	20.36	10.26
SW 其他纤维	19.07	12.99	-6.08	7.53	6.60	-0.92	9.70	12.21	2.51
SW 合成革	23.12	23.75	0.63	6.75	5.02	-1.73	5.15	3.87	-1.28
SW 改性塑料	14.29	15.81	1.52	1.13	4.46	3.33	2.40	10.57	8.17
SW 其他塑料制品	26.18	19.75	-6.44	5.77	-22.19	-27.96	4.02	-15.34	-19.36
SW 轮胎	15.68	22.71	7.04	4.31	6.37	2.06	7.99	9.46	1.47
SW 其他橡胶制品	30.73	32.77	2.04	13.18	12.63	-0.55	12.00	9.89	-2.11
SW 炭黑	16.97	9.55	-7.42	5.99	-1.70	-7.69	13.30	-2.81	-16.11

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5.2 资产负债表：涤纶行业产能集中释放，大幅扩产告一段落

截至 2019 年年底，SW 化工行业（除石油化工）的 29 个细分子行业中，14 个子行业固定资产净值实现同比增长，其中涤纶行业产能集中释放，固定资产净值大幅增长 185.33%。17 个子行业在建工程（合计）实现同比增长，其中维纶、氨纶、合成革及炭黑等行业同比增速超过 100%，扩产势头依旧强劲；12 个子行业在建工程（合计）同比下降，其中纯碱、钾肥、民爆用品及粘胶同比下降超过 50%。

下表中还统计了各细分子行业的在建工程（合计）与固定资产（合计）的比值，其中其他化学原料、日用化学产品、氟化工及制冷剂、聚氨酯、涤纶、其他纤维及其他橡胶制品行业比值超过 30%。涤纶行业 2018 年在建工程（合计）超过固定资产（合计），比值达到 151.82%，2019 年该项比值下降至 33.04%，大幅扩产告一段落。

表 4 SW 化工（除石油化工）细分子行业固定资产及在建工程变化情况

三级子行业	2018 年 固定资产 (亿元)	2019 年 固定资产 (亿元)	同比增长 (%)	2018 年 在建工程 (亿元)	2019 年 在建工程 (亿元)	同比增长 (%)	2018 年在 建工程/ 固定资产 (%)	2019 年在 建工程/ 固定资产 (%)
SW 纯碱	337.28	382.68	13.46%	78.35	36.21	-53.79%	23.21%	9.46%
SW 氯碱	871.69	906.17	3.95%	117.91	163.99	39.08%	13.28%	16.69%
SW 无机盐	81.71	175.56	114.85%	25.29	21.21	-16.12%	30.52%	12.00%
SW 其他化学原料	55.65	66.30	19.14%	26.03	52.68	102.37%	46.77%	67.46%
SW 氮肥	664.74	642.29	-3.38%	54.89	50.87	-7.31%	8.26%	7.91%
SW 磷肥	245.38	213.79	-12.88%	14.82	10.82	-26.99%	6.04%	4.51%
SW 钾肥	550.09	33.96	-93.83%	99.45	15.09	-84.82%	18.08%	10.49%
SW 复合肥	195.48	128.43	-34.30%	31.87	21.15	-33.64%	16.30%	9.99%

SW 农药	405.74	353.20	-12.95%	73.55	105.53	43.48%	15.57%	23.04%
SW 日用化学产品	57.04	32.14	-43.65%	12.73	15.93	25.15%	22.31%	32.86%
SW 涂料油漆油墨制造	70.52	52.06	-26.18%	14.26	16.01	12.29%	20.21%	27.41%
SW 民爆用品	451.08	147.35	-67.34%	62.98	23.61	-62.51%	13.95%	14.82%
SW 纺织化学用品	133.39	142.66	6.95%	21.14	30.40	43.77%	15.85%	21.31%
SW 氟化工及制冷剂	92.47	108.23	17.05%	25.60	35.04	36.91%	27.68%	32.38%
SW 磷化工及磷酸盐	166.75	173.61	4.12%	24.60	34.53	40.37%	14.75%	19.89%
SW 聚氨酯	417.19	463.83	11.18%	141.74	270.96	91.17%	33.97%	58.42%
SW 玻纤	311.51	355.25	14.04%	56.45	47.46	-15.94%	18.12%	12.91%
SW 其他化学制品	727.46	1,111.60	52.81%	171.64	291.18	69.65%	22.90%	20.40%
SW 涤纶	844.79	2,410.44	185.33%	1,282.54	832.91	-35.06%	151.82%	33.04%
SW 维纶	47.17	43.00	-8.83%	1.50	3.95	163.25%	3.18%	9.19%
SW 粘胶	99.74	141.14	41.51%	40.24	9.35	-76.77%	40.34%	6.62%
SW 氨纶	32.95	72.60	120.32%	6.02	19.81	228.80%	18.28%	27.28%
SW 其他纤维	55.13	40.99	-25.66%	22.54	16.64	-26.20%	40.41%	40.56%
SW 合成革	43.74	42.95	-1.81%	2.02	7.39	265.90%	4.62%	17.22%
SW 改性塑料	97.00	144.42	48.89%	9.11	8.53	-6.38%	9.39%	5.91%
SW 其他塑料制品	162.30	99.75	-38.54%	18.99	19.40	2.17%	11.70%	13.11%
SW 轮胎	455.72	252.85	-44.52%	58.11	64.55	11.07%	9.93%	18.22%
SW 其他橡胶制品	24.95	19.97	-19.97%	10.12	20.77	105.19%	40.58%	75.33%
SW 炭黑	47.20	45.68	-3.22%	1.56	3.49	124.20%	3.26%	7.55%

资料来源：Wind，山西证券研究所

截至 2019 年年底，SW 化工行业（除石油化工）的 29 个细分子行业中，18 个子行业资产负债率同比上升，11 个子行业资产负债率有所下降，钾肥、磷肥及涤纶行业资产负债率高企，超过 70%。

表 5 SW 化工（除石油化工）细分子行业资产负债率变化情况

三级子行业	2018 年资产负债率 (%)	2019 年资产负债率 (%)	同比增长 (百分点)
SW 纯碱	46.72	45.52	-1.21
SW 氯碱	56.87	54.42	-2.45
SW 无机盐	40.59	44.70	4.11
SW 其他化学原料	37.17	41.34	4.17
SW 氮肥	61.00	60.47	-0.52
SW 磷肥	88.09	86.16	-1.93
SW 钾肥	68.92	119.93	51.00
SW 复合肥	46.07	44.72	-1.35
SW 农药	44.27	46.73	2.46
SW 日用化学产品	48.54	45.23	-3.31
SW 涂料油漆油墨制造	41.27	45.91	4.64
SW 民爆用品	56.53	47.91	-8.62
SW 纺织化学用品	45.19	37.67	-7.52
SW 氟化工及制冷剂	30.88	32.35	1.47
SW 磷化工及磷酸盐	64.67	63.66	-1.01

SW 聚氨酯	44.43	50.32	5.89
SW 玻纤	51.14	51.28	0.14
SW 其他化学制品	36.43	41.02	4.60
SW 涤纶	68.16	70.53	2.37
SW 维纶	49.59	44.84	-4.75
SW 粘胶	57.12	61.28	4.16
SW 氨纶	35.70	50.72	15.02
SW 其他纤维	46.79	54.46	7.67
SW 合成革	34.23	37.08	2.84
SW 改性塑料	48.21	55.71	7.50
SW 其他塑料制品	41.29	41.53	0.24
SW 轮胎	56.06	55.42	-0.64
SW 其他橡胶制品	29.57	29.77	0.19
SW 炭黑	47.96	50.84	2.88

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5.3 现金流量表：细分子行业现金流涨跌各半

2019 年，SW 化工行业（除石油化工）的 29 个细分子行业中，15 个子行业经营性现金流净额实现同比增长，其中复合肥、纺织化学用品、涤纶、改性塑料等 7 个子行业同比增长超过 100%，经营性现金流得到明显改善。15 个子行业较 2018 年进一步扩大投资规模，其中复合肥、维纶及氨纶投资性现金流净额同比增速超过 100%。

表 6 SW 化工（除石油化工）细分子行业营业收入及归母净利润变化情况

三级子行业	2018 年 经营性现金流 (亿元)	2019 年 经营性现金流 (亿元)	同比增长 (%)	2018 年 投资性现金流 (亿元)	2019 年 投资性现金流 (亿元)	同比增长 (%)
SW 纯碱	52.54	32.47	-38.20%	-23.09	-22.65	-1.88%
SW 氯碱	183.40	191.82	4.59%	-126.04	-91.79	-27.18%
SW 无机盐	15.63	30.01	91.98%	-12.07	-11.43	-5.34%
SW 其他化学原料	8.44	27.78	229.08%	-17.85	-42.45	137.76%
SW 氮肥	96.58	87.71	-9.19%	-67.77	-69.26	2.20%
SW 磷肥	34.27	47.93	39.87%	-17.04	-10.71	-37.16%
SW 钾肥	80.36	35.59	-55.71%	-24.06	-5.02	-79.13%
SW 复合肥	-7.65	38.17	599.08%	-0.32	-33.16	10354.00%
SW 农药	124.56	118.77	-4.64%	-104.72	-112.35	7.28%
SW 日用化学产品	11.77	13.79	17.17%	-22.88	8.86	-138.72%
SW 涂料油漆油墨制造	19.85	17.95	-9.58%	-27.15	-18.15	-33.14%
SW 民爆用品	102.24	35.15	-65.62%	-50.44	-27.90	-44.68%
SW 纺织化学用品	35.78	97.04	171.23%	-34.84	2.56	-107.35%
SW 氟化工及制冷剂	43.51	30.75	-29.33%	-29.45	-38.07	29.27%

SW 磷化工及磷酸盐	25.29	20.93	-17.24%	-23.22	-17.37	-25.21%
SW 聚氨酯	237.21	274.74	15.82%	-131.78	-212.02	60.89%
SW 玻纤	59.30	68.56	15.62%	-75.91	-90.47	19.19%
SW 其他化学制品	183.28	313.81	71.22%	-210.51	-355.48	68.87%
SW 涤纶	139.60	306.32	119.42%	-963.24	-1,037.48	7.71%
SW 维纶	13.58	9.80	-27.79%	-2.81	-8.59	205.33%
SW 粘胶	-0.71	-3.69	-420.70%	-14.65	-20.00	36.54%
SW 氨纶	9.62	31.41	226.58%	-8.66	-23.13	167.23%
SW 其他纤维	17.81	26.93	51.21%	-14.74	-12.71	-13.73%
SW 合成革	3.43	10.27	199.13%	-7.81	-11.32	45.05%
SW 改性塑料	7.09	36.45	414.17%	-30.85	-54.49	76.60%
SW 其他塑料制品	45.82	0.10	-99.78%	-61.73	-6.79	-89.01%
SW 轮胎	87.53	82.33	-5.93%	-82.82	-68.31	-17.52%
SW 其他橡胶制品	10.88	10.44	-4.07%	-22.78	-13.04	-42.76%
SW 炭黑	14.71	8.89	-39.53%	-3.34	-6.58	97.44%

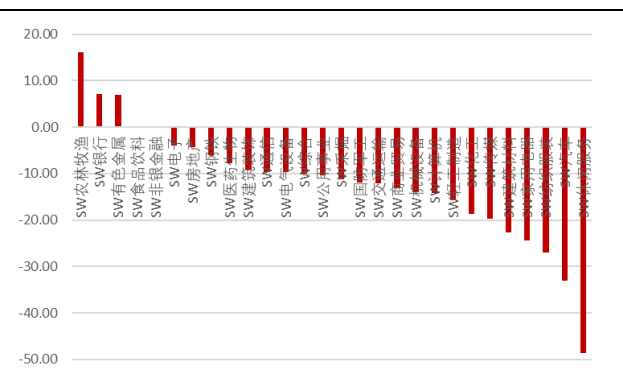
资料来源：Wind，山西证券研究所

4. 基础化工行业 2020 年第一季度业绩表现

4.1 化工行业一季度业绩受新冠疫情及油价下跌影响明显

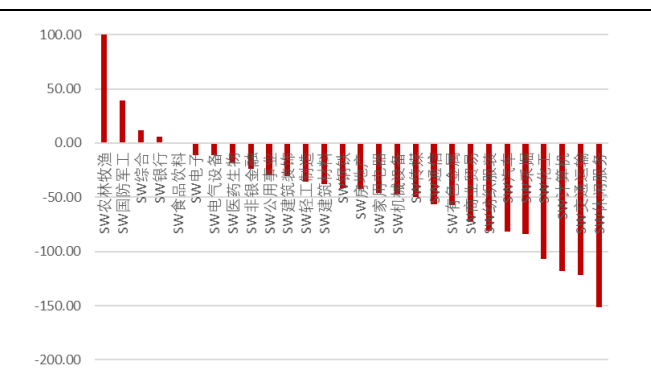
我们统计了 2020 年第一季度申万各一级行业营收及归母净利润同比增长情况。一季度绝大多数行业收入及利润受新冠疫情拖累呈负增长态势，营业收入仅农林牧渔、银行、有色金属、食品饮料及非银金融 5 个行业增速为正，归母净利润仅农林牧渔、国防军工、综合及银行 4 个行业增速为正。化工行业 2020 年第一季度营业收入同比下降 18.6%，归母净利润同比下降 107.14%，排名靠后，行业业绩一方面受疫情拖累，另一方面受原油价格崩盘影响较大。

图 24：各一级行业 2020 年 Q1 营业收入同比增速(%)



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 25：各一级行业 2020 年 Q1 归母净利润同比增速(%)

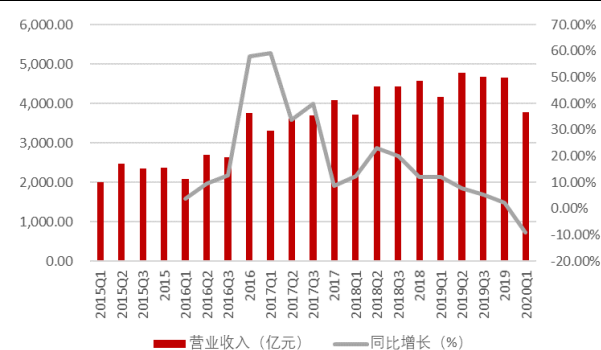


资料来源：Wind，山西证券研究所

2020 年第一季度，SW 化工行业(除石油化工)合计实现营业收入 3,787.08 亿元，较上年同期下降 9.08%；

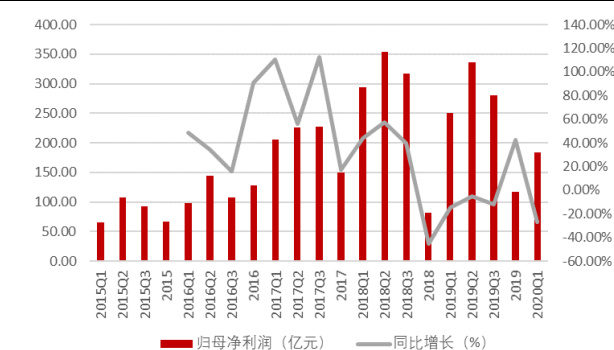
合计实现归母净利润 184.19 亿元，较上年同期下降 26.64%。基础化工行业单季营收增速自 2018 年以来连续下降，2020 年第一季度在疫情影响下开工及产品销售受阻，同时油价崩盘对各子行业产品价格形成负面影响，营收增速由正转负。

图 26：SW 化工（除石油化工）单季营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 27：SW 化工（除石油化工）单季归母净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.2 细分子行业 2020 年第一季度业绩表现

一季度新冠疫情及油价崩盘对基础化工各细分子行业造成较大影响。由下表可见，2020 年第一季度，SW 化工（除石油化工）29 个细分子行业中的绝大部分子行业营业收入环比增速和同比增速均为负值，仅无机盐、钾肥、玻纤、涤纶、氨纶等子行业同比增速为正。

表 7 SW 化工（除石油化工）细分子行业营业收入变化情况

三级子行业	2019 年 Q1 营业收入 (亿元)	2019 年 Q4 营业收入 (亿元)	2020 年 Q1 营业收入 (亿元)	环比增长 (%)	同比增长 (%)
SW 纯碱	100.33	100.88	76.85	-23.83%	-23.40%
SW 氯碱	399.59	422.55	356.20	-15.70%	-10.86%
SW 无机盐	30.69	93.29	35.20	-62.26%	14.71%
SW 其他化学原料	34.72	47.30	33.50	-29.16%	-3.49%
SW 氮肥	268.99	194.14	158.58	-18.32%	-41.05%
SW 磷肥	148.30	144.08	123.80	-14.08%	-16.52%
SW 钾肥	45.17	42.89	46.03	7.32%	1.90%
SW 复合肥	135.88	85.22	119.35	40.05%	-12.17%
SW 农药	273.99	238.42	257.11	7.84%	-6.16%
SW 日用化学产品	99.10	114.54	73.57	-35.77%	-25.76%
SW 涂料油漆油墨制造	43.11	56.17	24.84	-55.78%	-42.39%
SW 民爆用品	51.08	89.98	38.37	-57.35%	-24.88%
SW 纺织化学用品	90.20	82.83	70.55	-14.83%	-21.79%
SW 氟化工及制冷剂	57.77	70.21	55.66	-20.72%	-3.65%
SW 磷化工及磷酸盐	56.81	52.55	51.19	-2.60%	-9.89%

SW 聚氨酯	261.45	285.69	221.86	-22.34%	-15.14%
SW 玻纤	61.87	82.15	63.79	-22.34%	3.11%
SW 其他化学制品	491.77	811.87	650.29	-19.90%	32.23%
SW 涤纶	796.36	1,001.79	916.83	-8.48%	15.13%
SW 维纶	14.38	14.68	11.83	-19.40%	-17.74%
SW 粘胶	31.45	26.76	22.23	-16.92%	-29.29%
SW 氨纶	18.12	111.75	31.13	-72.14%	71.84%
SW 其他纤维	66.73	44.21	37.33	-15.56%	-44.06%
SW 合成革	13.08	15.29	8.41	-45.01%	-35.73%
SW 改性塑料	98.42	150.81	96.51	-36.00%	-1.94%
SW 其他塑料制品	55.73	64.30	42.42	-34.03%	-23.89%
SW 轮胎	254.67	160.59	128.06	-20.26%	-49.71%
SW 其他橡胶制品	26.88	29.22	18.28	-37.45%	-32.00%
SW 炭黑	28.95	30.91	20.24	-34.54%	-30.10%

资料来源：Wind，山西证券研究所

归母净利润方面，同样受新冠疫情及油价因素拖累，绝大部分子行业环比增速及同比增速呈现大幅下跌态势，仅磷化工、涤纶、维纶、氨纶、轮胎等行业同比增速为正，以氨纶及涤纶行业同比增速最大，分别达到 113.71% 及 70.17%。

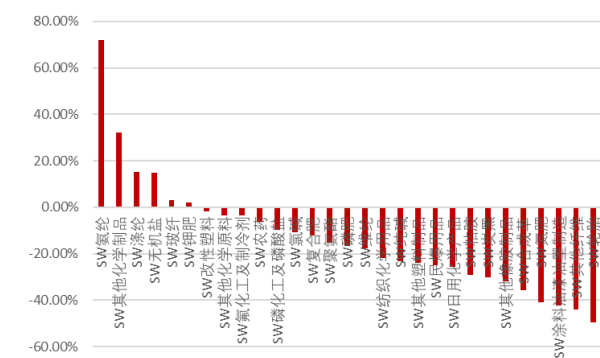
表 8 SW 化工（除石油化工）细分子行业归母净利润变化情况

三级子行业	2019 年 Q1 归母净利润 (亿元)	2019 年 Q4 归母净利润 (亿元)	2020 年 Q1 归母净利润 (亿元)	环比增长 (%)	同比增长 (%)
SW 纯碱	6.09	0.48	-4.69	-1085.78%	-177.00%
SW 氯碱	20.27	12.24	9.88	-19.28%	-51.25%
SW 无机盐	4.04	8.14	3.17	-60.99%	-21.47%
SW 其他化学原料	2.98	4.30	0.98	-77.12%	-66.96%
SW 氮肥	11.18	-2.17	2.97	-236.63%	-73.44%
SW 磷肥	0.97	-2.36	0.34	-114.60%	-64.68%
SW 钾肥	-1.42	-452.94	8.52	-101.88%	-700.74%
SW 复合肥	7.89	-3.35	4.17	-224.46%	-47.13%
SW 农药	23.51	-9.04	16.37	-281.11%	-30.38%
SW 日用化学产品	6.30	1.58	3.89	146.27%	-38.29%
SW 涂料油漆油墨制造	1.20	1.03	-0.31	-130.40%	-126.18%
SW 民爆用品	1.07	2.19	-1.08	-149.18%	-200.31%
SW 纺织化学用品	19.17	13.04	14.66	12.40%	-23.52%
SW 氟化工及制冷剂	5.29	-6.17	1.80	-129.22%	-65.92%
SW 磷化工及磷酸盐	0.73	0.59	0.73	24.61%	0.37%
SW 聚氨酯	32.45	24.48	16.35	-33.19%	-49.62%
SW 玻纤	8.20	10.79	7.02	-34.93%	-14.37%
SW 其他化学制品	37.07	23.66	34.37	45.24%	-7.28%

SW 涤纶	28.03	61.31	47.70	-22.19%	70.17%
SW 维纶	0.47	0.84	0.49	-41.66%	4.46%
SW 粘胶	-0.15	-2.02	-0.96	52.28%	-540.05%
SW 氨纶	1.52	15.50	3.25	-79.01%	113.71%
SW 其他纤维	5.00	2.37	1.79	-24.34%	-64.13%
SW 合成革	0.88	0.88	0.26	-70.92%	-70.83%
SW 改性塑料	5.87	5.54	3.39	-38.84%	-42.20%
SW 其他塑料制品	-1.07	-56.22	-0.80	98.58%	25.44%
SW 轮胎	8.11	6.68	8.22	23.07%	1.47%
SW 其他橡胶制品	3.56	3.44	1.54	-55.27%	-56.83%
SW 炭黑	-0.51	-1.31	0.15	-111.47%	-129.80%

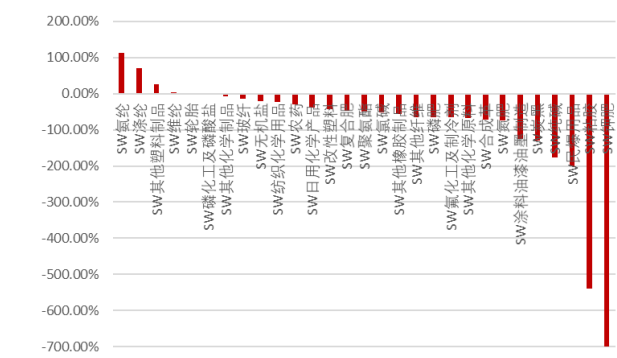
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 28：各细分子行业单季营收同比增速排行（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：各细分子行业单季归母净利润同比增速排行（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

5.投资建议

2019 年化工行业在下游需求疲软和行业产能扩张的共同作用下景气回落，产品价格指数下行，营业收入及归母净利润增速持续下降。在整体景气程度偏弱的背景下，基础化工各细分子行业表现分化，我们在下表统计了 2019 年各业绩指标表现优异的细分子行业，综合各业绩指标，2019 年景气程度相对较高的细分子行业有维纶行业、氨纶行业和改性塑料行业。

表 9 细分子行业表现分化

指标	细分子行业
营业收入	无机盐、其他化学原料、其他化学制品、氨纶
归母净利润	无机盐、涤纶、维纶、氨纶、改性塑料
毛利率	民爆产品、维纶、轮胎
净利率	维纶、氨纶、改性塑料
资产负债率	磷肥、涤纶、氨纶、改性塑料
在建工程	其他化学原料、维纶、氨纶、合成革、其他橡胶制品、炭黑
经营性现金流净额	其他化学原料、复合肥、纺织化学用品、涤纶、氨纶、合成革、改性塑料

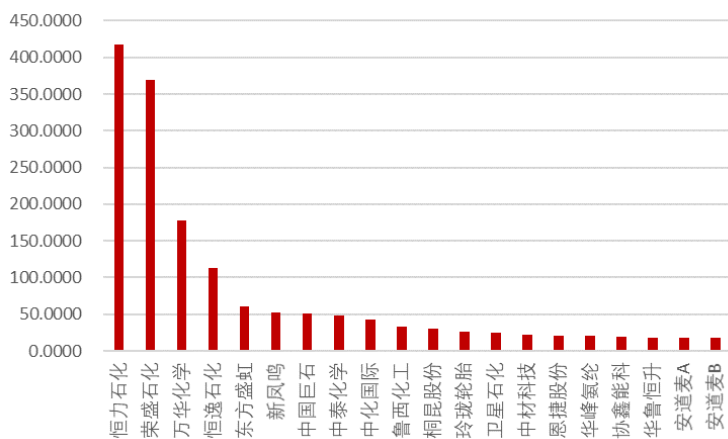
资料来源：Wind，山西证券研究所

展望后市，从二季度开始新冠疫情对国内工业品生产的影响趋弱，但海外疫情的持续蔓延可能拉长出口产品受影响的时间周期；此外，化工行业本轮全面景气周期已进入下行通道，子行业表现分化，危中寻机。此背景下，我们建议关注具备如下特点的行业及公司：

（1）需求具备刚性特征的行业。在化工行业下游需求整体疲弱，叠加疫情影响的情况下，需求具备刚性特征的行业能够保证相对较高的产能利用率，价格也能保证相对稳定甚至上行，例如农药行业和维生素行业。农药行业需求本就有一定的刚性特征，此次全球性蝗灾有望进一步提升农药出口需求，**建议关注扬农化工（600486.SH）**；维生素行业需求稳定增长，同时本轮新冠疫情全球蔓延使得供给端受影响大幅收缩，产品价格普遍上涨，景气上行，**建议关注新和成（002001.SZ）、兄弟科技（002562.SZ）**。

（2）受益行业集中度提升的头部企业。2019年国内外化工行业安全事故频发，化工行业安全整治及环保督察仍然是未来行业发展的长期影响因素，头部企业及具有园区优势的企业具备环保优势。我们统计了基础化工行业上市公司构建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金排名情况，如下图所示，资本支出较大的龙头企业更有望享受行业集中度提升红利，**建议关注万华化学（600309.SH）**。

图 30：基础化工行业上市公司购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金前 20



资料来源：国家统计局，山西证券研究所

（3）周期性弱化的热点新材料行业。化工行业本轮全面景气周期已进入尾声，建议关注周期性偏弱的新材料行业，例如动力电池相关新材料、碳纤维、5G 新材料等行业。**建议关注当升科技（300073.SZ）、光威复材（300699.SZ）**。

6.风险提示

宏观经济不及预期风险，新冠疫情持续大范围扩张风险，油价大幅波动风险，环保督察政策变动风险，系统性风险。

分析师承诺：

本人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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20%以上

增持： 相对强于市场表现 5~20%

中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动

减持： 相对弱于市场表现 5%以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现

中性： 行业与整体市场表现基本持平

看淡： 行业弱于整体市场表现

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。

山西证券研究所：

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层

邮编：030002

电话：0351-8686981

<http://www.i618.com.cn>

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海

国际中心七层

邮编：100032

电话：010-83496336

