

化工

财务角度看化工（二） 疫情之下，化工企业现金流如何变化？

评级：增持（维持）

分析师 谢楠

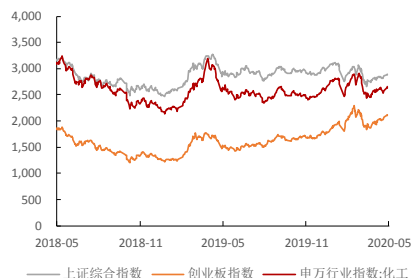
执业证书编号：S0740519110001

Email: xienan@r.qlzq.com.cn

基本状况

上市公司数	334
行业总市值(百万元)	30204.8
行业流通市值(百万元)	24281.0

行业-市场走势对比



相关报告

财务角度看化工（一）资产负债表：企业加杠杆了吗？

重点公司基本状况

简称	股价 (元)	EPS				PE				PEG	评级
		2019	2020E	2021E	2022E	2019	2020E	2021E	2022E		
华鲁恒升	17.44	1.51	1.38	1.72	1.98	13.2	12.7	10.1	8.8	-1.5	买入
桐昆股份	11.80	1.56	1.63	2.07	2.33	9.6	7.2	5.7	5.1	1.6	买入
扬农化工	80.60	3.77	4.27	5.10	5.85	18.2	18.9	15.8	13.8	1.4	买入
新和成	27.08	1.01	1.79	2.06	2.44	23.1	15.1	13.2	11.1	0.2	买入
万华化学	46.83	3.23	2.85	4.09	4.81	17.4	16.5	11.4	9.7	-1.4	买入
雅克科技	42.40	0.63	0.82	1.02	1.39	36.7	51.8	41.4	30.6	1.8	买入
恒力石化	14.14	1.42	1.71	2.04	2.25	11.3	8.3	6.9	6.3	0.4	买入

备注：股价取自 2020 年 5 月 8 日，数据来源 wind 一致预期

投资要点

■ Q1 宏观环境对化工行业利润产生双重压制

油价与疫情对化工行业的影响方式不同，前者主要从成本端影响价格，后者主要从需求端影响销量。一季度在油价与疫情的共同作用下，化工行业利润正受到双重压制。第一重压制在于，油价下跌对化工企业营收的影响程度比成本更大，从微观上导致企业的利润空间缩窄。第二重压制在于，PPI-CPI 剪刀差持续扩大，从宏观上进一步对工业企业利润空间进行了压缩。

我们以现金流为抓手，从现金流入、现金流出和现金周转效率三个角度，解析上市企业三张报表的变化，对“压力考验”之下的化工企业进行分析。

■ 现金流入：盈利存在韧性，中小企业加大融资

企业的现金流入主要包含经营所得和筹资所得两部分。经营层面，尽管一季度化工行业盈利能力下滑，但行业盈利质量继续提升，且企业已有意识地开始增加在手现金。筹资层面：2020Q1 化工行业筹资现金流大幅增加，中小企业融资需求更高。对比 2018 与 2019 年一季度 CFO 与 CFI 的差额，2020Q1 两者缺口未明显扩大，而企业 CFF 却较以往大幅增加，说明企业本次筹资更多为了补充流动资金，其中总资产小于 50 亿的化工企业 CFF 净额同比增幅高达 156%。企业大规模融资背后存在两层考量：一是短期存在切实的还债压力，二是融资环境明显改善，为化工企业提供了难得的窗口期。

■ 现金流出：投资持续放缓，关注后期折旧压力

企业现金流出主要用于经营、偿债、投资三方面，前两者为刚性支出，直接考验企业当下的现金流水平，而投资则关乎企业的长久发展。经营性支出方面，2020Q1 化工行业管理费用显著下降，中小企业融资规模大幅增加使得财务费用率同步增加。债务性支出方面，前期化工企业通过产业链内部加杠杆，持续缓解经营性负债压力，当下重点在于偿还债务性负债。投资性支出方面，化工行业投资意愿显著下滑，未来 1-2 年折旧的压力增大。

■ 现金效率：产业链现金周转放缓，去库存道阻且长

疫情对化工产业链现金周转产生冲击，中小企业资金周转能力明显减弱。2020Q1 化工行业应收账款周转天数环比上升 35 天，应付账款周转天数环比上升 28 天，化工产业链整体资金周转效率放缓，龙头企业依然体现出较好的经营能力。疫情冲击也导致企业库存再度高企，进入被动累库阶段。

■ 投资建议：现金流入角度：周期下行阶段，盈利能力稳定的优质企业具备更高的安全边际，建议关注 20Q1 毛利率变化相对平稳或环比改善的子行业，如粘胶、氮肥、其他塑料制品、氨纶等。现金流出角度：Q1 持续扩张的企业一定程度上说明对行业未来前景看好，且具备相对充裕的现金流，建议关注华鲁恒升、海利尔、神马股份、苏利股份、万华化学、扬农化工。

■ 风险提示：原油价格大幅波动；宏观经济下行，导致大宗产品价格大幅下滑；疫情全球蔓延导致供应链风险。

内容目录

现金流入：盈利存在韧性，中小企业加大融资	- 5 -
Q1 宏观环境对化工行业利润产生双重压缩	- 5 -
经营层面：化工行业盈利质量改善，抗压能力增强	- 7 -
筹资层面：中小企业融资规模加大，对冲 CFO 下滑	- 14 -
现金流出：投资持续放缓，关注后期折旧压力	- 18 -
经营性支出：管理费用显著下降，财务费用率抬升	- 18 -
债务性支出：企业经营性负债减少，当下重点在于偿还债务性负债	- 19 -
投资性支出：CAPEX 持续回落，折旧压力较大	- 20 -
现金效率：产业链现金周转放缓，去库存道阻且长	- 23 -
中小规模企业资金运转速度大幅放缓	- 23 -
存货同比大幅增加，企业去库存压力增大	- 24 -
投资观点	- 25 -
风险提示	- 25 -

图表目录

图表 1: 油价与疫情对化工品价格的影响方式.....	- 5 -
图表 2: 2020Q1 油价大幅下跌.....	- 6 -
图表 3: 化学原料及化学制品制造业营收与成本增速变化.....	- 6 -
图表 4: 2020 年一季度 PPI 同比拐头向下	- 7 -
图表 5: PPI-CPI 剪刀差与工业企业利润增速正相关	- 7 -
图表 6: 2019 年以来化工主体 PPI 同比持续为负	- 7 -
图表 7: 2020Q1 化工行业工业增加值同比下滑	- 7 -
图表 8: 20Q1 化工行业营业总收入同比下滑 10%.....	- 8 -
图表 9: 20Q1 化工行业归母净利润同比下滑 38%.....	- 8 -
图表 10: 龙头企业营收下滑幅度更小.....	- 8 -
图表 11: 化工行业销售毛利率变化	- 8 -
图表 12: 化工子行业 20Q1 毛利率同比与环比变化（整体法）	- 9 -
图表 13: 化工行业整体 20Q1 盈利质量持续改善（整体法）	- 10 -
图表 14: 化工行业销售商品收到的现金增速.....	- 10 -
图表 15: 化工行业自 19Q4 开始回笼现金	- 10 -
图表 16: 18Q1-20Q1 销售商品收到的现金/营业收入（%）	- 11 -
图表 17: 化工行业 20Q1 经营性现金流净额同比下滑 96%.....	- 12 -
图表 18: 化工行业 20Q1CFO 净额依旧为正	- 12 -
图表 19: 化工子行业 20Q1 经营性现金流净额	- 12 -
图表 20: 申万行业 20Q1 现金及现金等价物净增加额	- 13 -
图表 21: 化工行业整体 20Q1 现金及现金等价物净增加额（亿元）	- 13 -
图表 22: 化工各子行业 20Q1 现金及现金等价物净增加额.....	- 14 -
图表 23: 20Q1 中小化工企业明显加大筹资力度	- 14 -
图表 24: 化工企业筹资以应对经营性现金流短缺	- 15 -
图表 25: 化工行业 20Q1 筹资现金流净额大幅增加.....	- 15 -
图表 26: 化工行业面临较高的负债压力	- 16 -
图表 27: 化工行业 20Q1 负债增加额较高	- 16 -
图表 28: 企业贷款是 20Q1 社融的主要增量（亿元）	- 16 -
图表 29: 一季度 M2 同比大幅增加.....	- 17 -
图表 30: 一季度 LPR 与 MLF 利率持续下行	- 17 -
图表 31: 化工行业贷款取得的现金增加	- 17 -
图表 32: 化工行业发展取得的现金减少	- 17 -
图表 33: 化工行业三费变化	- 18 -

图表 34: 化工行业管理费用率同步下降	- 18 -
图表 35: 20Q1 化工行业支付给职工及为职工支付的现金	- 18 -
图表 36: 中小规模企业销售费用率下降明显	- 19 -
图表 37: 大型企业财务费用率增加	- 19 -
图表 38: 企业经营性负债同比减少	- 20 -
图表 39: 企业经营性负债压力持续下降	- 20 -
图表 40: 化工行业在建工程同比放缓	- 20 -
图表 41: 化工行业固定资产投资完成额累计同比	- 21 -
图表 42: 19Q1 VS 20Q1 各子行业 CAPEX 同比变化	- 21 -
图表 43: 19Q1 VS 20Q1 化工企业 CAPEX 同比变化	- 22 -
图表 44: 化工行业应收与应付账款周转天数明显提升	- 23 -
图表 45: 龙头企业应收账款周转天数增加幅度较小	- 23 -
图表 46: 化工行业应付账款周转天数变化	- 23 -
图表 47: 20Q1 化工行业产成品存货占比再度提升	- 24 -
图表 48: 20Q1 化工行业存货同比大幅增加	- 24 -
图表 49: 20Q1 化工行业存货同比上升	- 24 -
图表 50: 小规模企业存货周转天数大幅上升	- 24 -

前言:

2020 年以来, 突如其来的疫情打乱了正常的经济发展节奏, 其影响的程度和时间远超预期, 化工行业正面临前所未有的“压力考验”, 财务指标的变化最直观地反映了各企业在疫情冲击下的运行情况。“疫情之下, 现金为王”, 本文作为财务角度看化工系列的第二篇, 将从现金流入、现金流出和现金周转效率三个角度, 解析上市企业三张报表的变化。

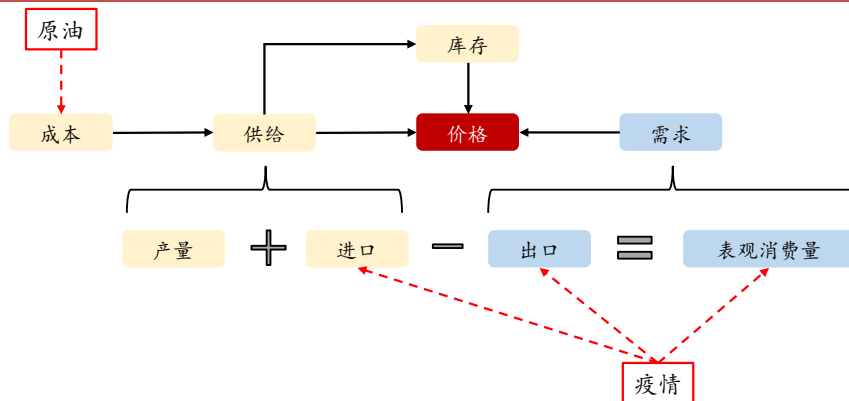
现金流入: 盈利存在韧性, 中小企业加大融资

- 按来源分, 企业的现金流入主要包含经营所得和筹资所得两部分, 前者在报表中与企业的收入、净利润、应收项目等有关, 后者则涉及企业吸收投资、长短期借款、发债等行为。从宏观角度看, 两者都与经济增长、社融规模、PMI、PPI 等指标息息相关。

Q1 宏观环境对化工行业利润产生双重压缩

- 油价与疫情对化工行业的影响方式不同, 前者主要从成本端影响价格, 后者主要从需求端影响销量。疫情与油价均对 2020 Q1 化工行业产生了深远的影响, 然而两者的影响形式存在较明显的差异。原油作为三大石化原料之一, 从成本端对油头化学品价格产生冲击, 成本坍塌从上游向下游呈扩散型传导, 且影响程度逐渐减弱; 而疫情则先后从内需和外需对终端消费领域产生冲击, 各行业订单减少使得下游制品出现累库, 对应原材料需求量减少, 最终从供需格局上影响化学品长期价格走势。在油价与疫情的共同作用下, 化工行业利润正受到双重压缩。

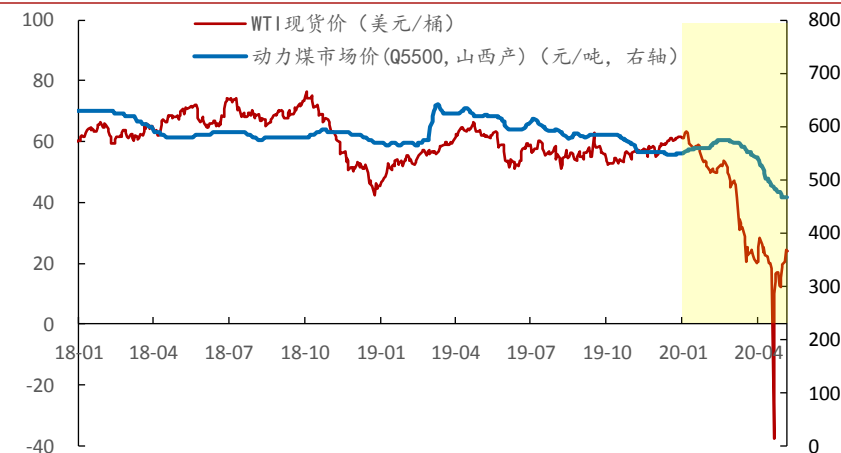
图表 1: 油价与疫情对化工品价格的影响方式



资料来源: wind, 中泰证券研究所

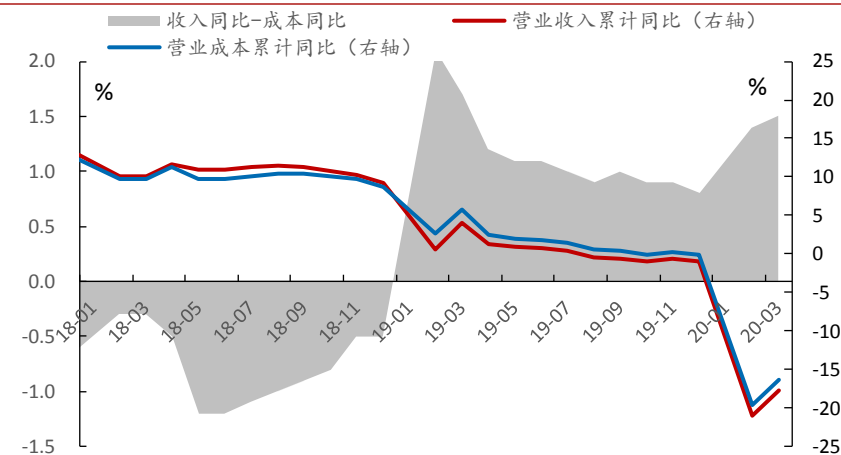
- 第一层压缩: 油价下跌对化工企业营收的影响程度比成本更大, 从微观上导致企业利润空间缩窄。化工企业在购进原材料到出售产成品的过程中, 均会受到油价下跌的影响, 然而从历史数据来看, 油价下跌对收入端的影响比成本更大。在 2018Q4 和 2020Q1 两段油价大幅下跌的时期, 化学原料及化学制品制造业营收与成本增速均大幅下跌, 其中营收跌幅均超过成本跌幅, 化工企业实际利润空间收窄。

图表 2：2020Q1 油价大幅下跌



资料来源：wind，中泰证券研究所

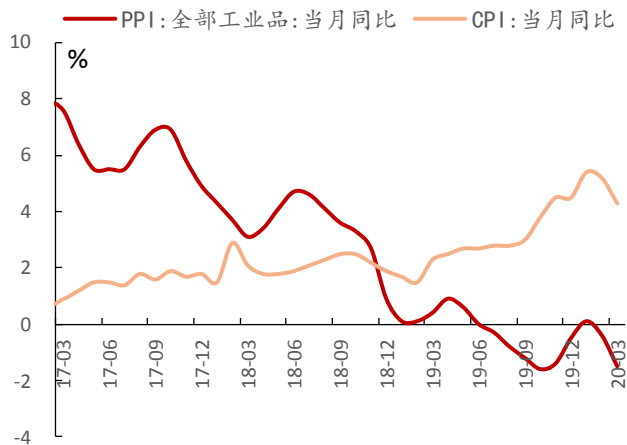
图表 3：化学原料及化学制品制造业营收与成本增速变化



资料来源：wind，中泰证券研究所

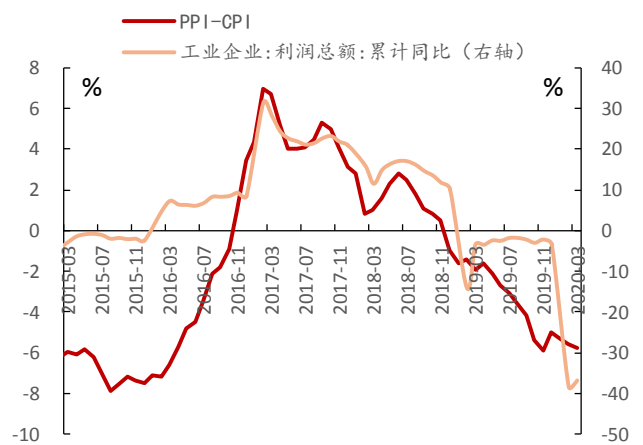
- **第二层压缩：PPI-CPI 剪刀差持续扩大，从宏观上压缩工业企业利润空间。**化工行业下游覆盖衣食住行，一季度全国范围的停工停产对内需产生明显冲击，导致大多化工产品出现量价齐跌。CPI 与 PPI 均是衡量物价水平的重要指标，2019 年底工业品 PPI 同比逐渐收复跌幅，并于 1 月份转正，然而 2-3 月份再度向下，化学原料及化学制品制造业 PPI 当月同比更是从 2019 年以来持续为负；CPI 则由于个别食品供需出现阶段性紧张，涨幅长期处于高位。PPI 与 CPI 分别靠近生产端和消费端，两者剪刀差一定程度上反映了工业企业的盈利空间。2019 年以来 PPI-CPI 剪刀差持续扩大，2020 年 1-3 月工业企业利润累计同比下滑 36.7%，企业利润空间持续收窄。

图表 4：2020 年一季度 PPI 同比拐头向下



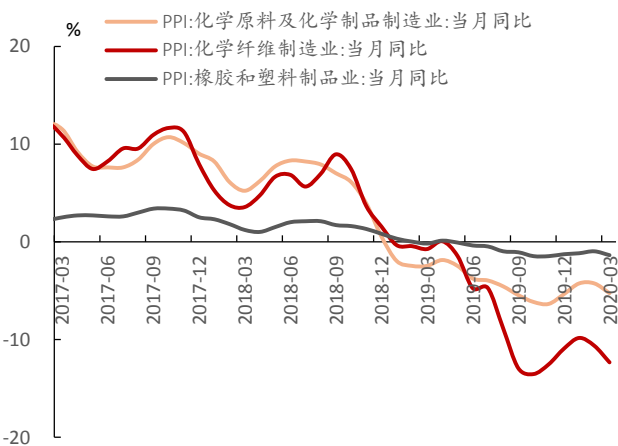
来源：wind，中泰证券研究所

图表 5：PPI-CPI 剪刀差与工业企业利润增速正相关



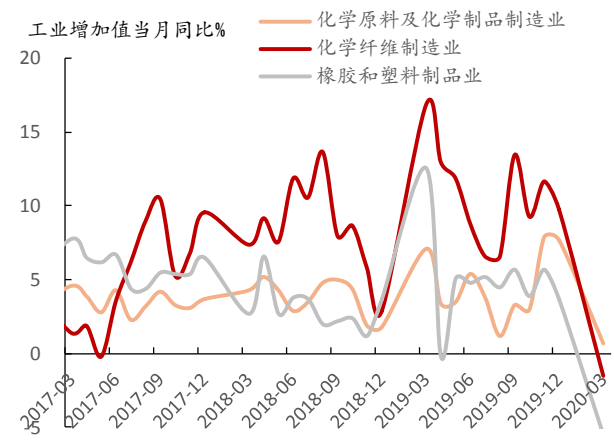
来源：wind，中泰证券研究所

图表 6：2019 年以来化工主体 PPI 同比持续为负



来源：wind，中泰证券研究所

图表 7：2020Q1 化工行业工业增加值同比下滑



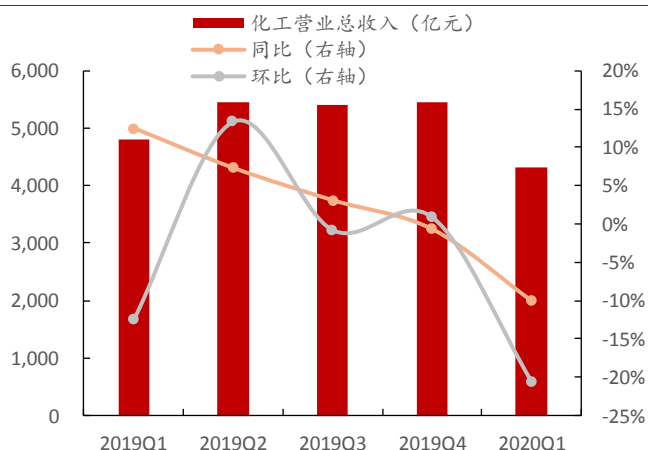
来源：wind，中泰证券研究所

经营层面：化工行业盈利质量改善，抗压能力增强

- 一季度业绩回顾：化工行业整体营收与净利润出现负增长。一季度在疫情冲击下，国内企业大范围停工停产，对化工行业盈利产生负面影响。Q1 化工行业营业总收入同比下滑 10%，环比下滑 21%；归母净利润同比下滑 38%，环比持平，环比主要是部分企业年末计提减值导致 19Q4 净利润基数过低。

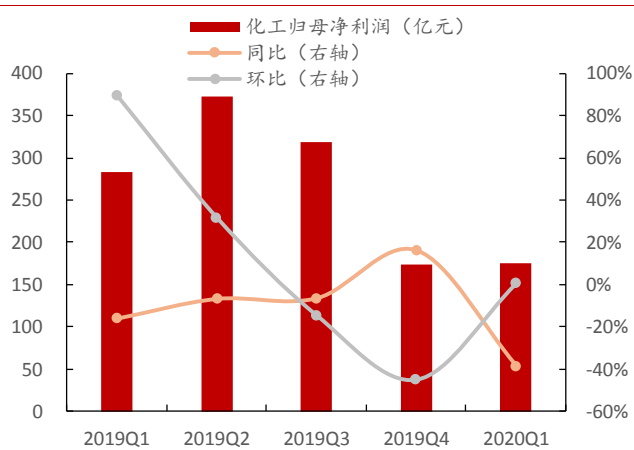
备注：统计范围不包含两桶油、广东榕泰、ST 盐湖、ST 康得、华峰氨纶（并表波动）、鸿达兴业（19Q3 成本大幅波动）、B 股，若未注明均采用整体法。

图表 8：20Q1 化工行业营业总收入同比下滑 10%



来源：wind，中泰证券研究所

图表 9：20Q1 化工行业归母净利润同比下滑 38%

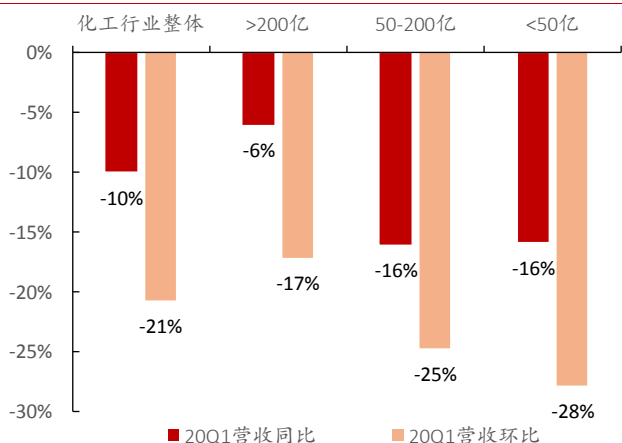


来源：wind，中泰证券研究所

■ 尽管一季度化工行业盈利能力下滑，但行业盈利质量继续提升，且企业已有意识地开始增加在手现金。我们认为当下时点不应过度悲观，化工行业实则已具备较强的抗风险能力与盈利韧性，未来随着内外需逐渐改善，化工行业有望快速走出阴霾。

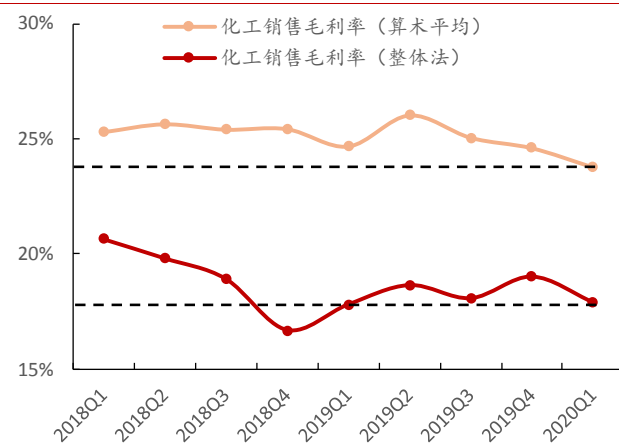
1) 龙头效应仍在，大规模企业一季度受到的量价冲击相对较小。如我们在财务角度看化工(一)中所述，供改之后龙头企业议价权明显提升。议价权体现在量和价两方面，综合来看即营收的变化。20Q1 资产规模大于 200 亿的上市企业营收同比下滑 6%，环比下滑 17%，下滑程度明显小于资产规模较小的企业。行业景气度低迷时，产业链地位较高的龙头企业依旧表现强劲。

图表 10：龙头企业营收下滑幅度更小



来源：wind，中泰证券研究所

图表 11：化工行业销售毛利率变化



来源：wind，中泰证券研究所

2) 行业整体盈利韧性较强，毛利率下滑空间有限。以整体法计算，由于油价下跌使得企业成本端同步下降，一季度化工行业销售毛利率为 17.9%，环比下滑 1.1pct，接近 2019Q1 的水平。以算术平均口径，化工企业毛利水平自 2019Q2 开始持续下滑，说明占营收权重较少的中小型企业毛利率下滑更为明显。整体来看，由于化工行业仍在筑底阶段，

企业毛利率已压缩至较低水平，未来需求回暖叠加油价低位，有望带来收入端的边际改善。

分行业看，大部分化工子行业毛利率出现下滑，但依旧不乏毛利率同比与环比均出现改善的行业，主要原因是原材料价格大幅下跌。如泰和新材（属于氨纶）由于一季度纯 MDI 和 PTMEG 的大幅降价导致毛利率改善；新乡化纤（属于粘胶）因粘胶长丝和氨纶纤维的主要原料干浆、烧碱、PTMEG 价格下降，Q1 平均毛利率提高。而炭黑行业（黑猫股份、龙星化工等）毛利率提升主要是冲回坏账及存货跌价准备所致。

图表 12：化工子行业 20Q1 毛利率同比与环比变化（整体法）

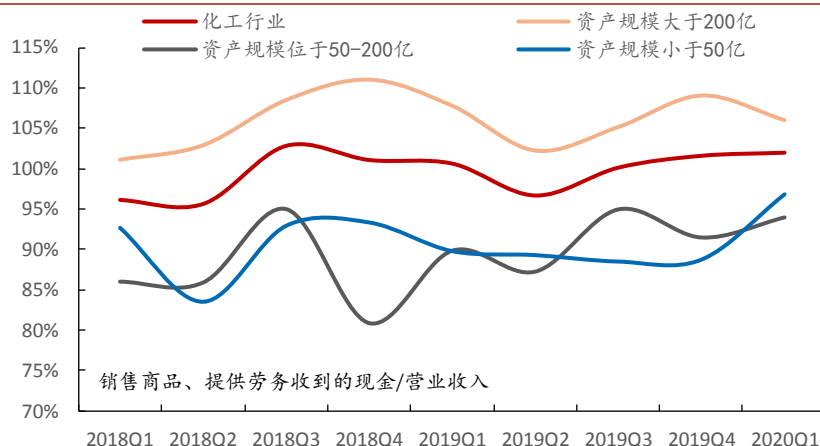
	2019Q1	2019Q4	2020Q1	毛利率环比变化	毛利率同比变化
粘胶	12.4	5.1	9.6	90.4%	-22.1%
炭黑	10.1	9.4	14.1	49.4%	39.9%
石油贸易	12.8	6.6	9.4	43.6%	-26.6%
氮肥	10.3	14.7	19.2	30.4%	85.5%
玻纤	31.9	29.2	32.5	11.6%	2.2%
其他塑料制品	20.4	19.4	21.3	9.5%	4.2%
氨纶	18.2	21.5	23.3	8.6%	28.0%
无机盐	33.1	29.2	31.6	8.3%	-4.6%
其他纤维	38.5	35.8	38.4	7.5%	-0.2%
钾肥	44.7	36.0	37.9	5.4%	-15.1%
氟化工及制冷剂	26.6	17.3	17.8	3.0%	-33.0%
磷肥	18.1	16.3	16.6	1.8%	-8.2%
复合肥	18.1	16.8	16.9	0.5%	-6.5%
改性塑料	14.9	15.1	15.0	-0.3%	1.2%
其他化学制品	26.4	25.5	25.2	-1.2%	-4.7%
合成革	22.6	22.6	22.3	-1.7%	-1.5%
轮胎	18.5	19.7	19.2	-2.3%	4.0%
日用化学产品	37.1	37.8	36.7	-3.0%	-1.2%
农药	31.2	29.7	28.8	-3.1%	-7.5%
其他橡胶制品	37.0	38.0	36.6	-3.7%	-1.3%
聚氨酯	23.5	23.8	22.7	-4.7%	-3.5%
涤纶	10.7	14.3	13.5	-5.8%	26.1%
化学原料药	42.7	45.5	42.7	-6.2%	-0.1%
磷化工及磷酸盐	19.7	21.3	19.8	-7.2%	0.3%
涂料油漆油墨制造	30.0	33.7	31.1	-7.7%	3.7%
氯碱	20.4	20.7	18.5	-10.5%	-9.3%
纺织化学用品	33.8	34.2	29.9	-12.5%	-11.5%
石油加工	16.9	15.6	12.9	-17.4%	-24.0%
民爆用品	26.9	32.8	27.0	-17.8%	0.4%
维纶	18.8	23.2	18.5	-20.1%	-1.7%
其他化学原料	20.9	26.2	18.5	-29.4%	-11.5%
油气钻采服务	3.4	18.7	11.9	-36.4%	254.7%
纯碱	24.7	21.3	12.5	-41.3%	-49.5%

资料来源：wind，中泰证券研究所

化工采用申万分类，不含中石化、广东榕泰、B 股、鸿达兴业

3) 化工行业盈利质量持续改善, 中小企业加速现金回流。2019 年下半年以来, 化工行业整体销售商品收到的现金占营收比例持续提升, 行业盈利质量得以改善。其中龙头企业收现比虽小幅下滑, 但依旧高于 19Q3 的水平; 中小企业收现比则大幅提升, 说明在疫情的冲击下, 企业更关注现金和营收质量, 加速回流资金“过冬”。

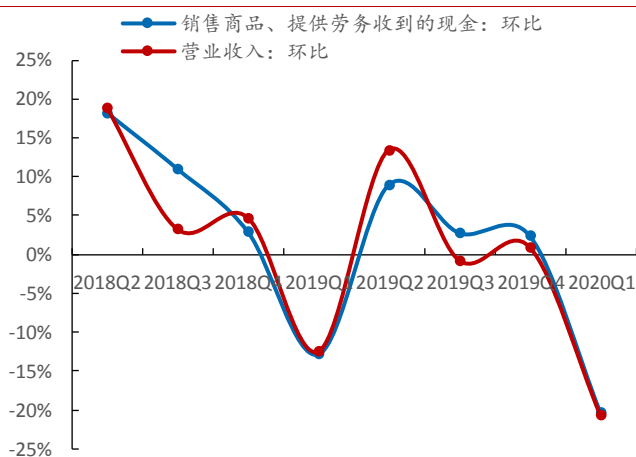
图表 13: 化工行业整体 20Q1 盈利质量持续改善 (整体法)



资料来源: wind, 中泰证券研究所

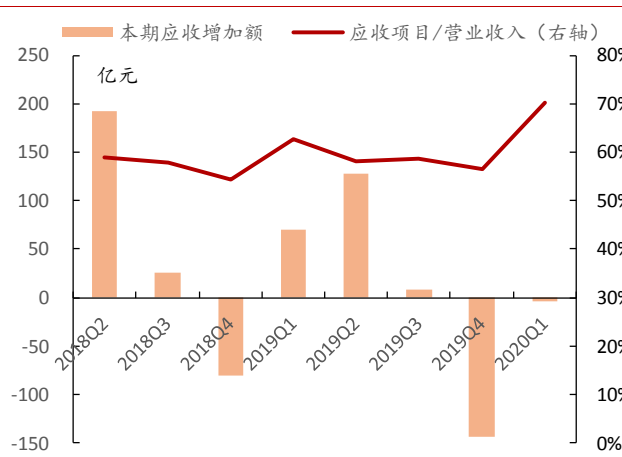
简单来说, 销售商品、提供劳务收到的现金=营业收入+销项税-应收项目本期增加+预售账款本期增加, 大致能反映企业销售收到的现金。(由于会计准则变动, 此处应收项目为应收票据、应收账款、应收款项融资之和)。20Q1 化工行业盈利质量提升的本质在于应收增加额的减少, 企业实则从 2019 年三季度开始就重视现金回流。20Q1 应收项目占营收比例的增加主要是由于 Q1 营收基数较小, 而应收存量依旧较大。

图表 14: 化工行业销售商品收到的现金增速



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 15: 化工行业自 19Q4 开始回笼现金



来源: wind, 中泰证券研究所

分行业看, 一季度日用化学品、改性塑料、涂料、其他塑料制品、氨纶等行业营收质量改善较为明显, 而农药、聚氨酯、复合肥、其他纤维等行业销售商品收到的现金占营收比重出现下滑。

图表 16: 18Q1-20Q1 销售商品收到的现金/营业收入 (%)

	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1
日用化学产品	107	112	107	100	107	98	103	107	132
民爆用品	95	84	59	68	80	71	88	87	120
合成革	67	77	75	75	68	86	85	74	117
石油贸易	130	125	124	126	140	143	123	120	117
改性塑料	79	83	84	83	89	91	87	91	115
涂料油漆油墨制造	95	83	85	93	90	83	81	88	113
其他塑料制品	100	91	94	92	109	96	92	91	110
涤纶	98	101	103	106	119	106	106	109	109
磷肥	106	109	102	109	102	101	103	109	108
石油加工	113	112	111	110	106	106	106	107	108
氯碱	105	99	104	110	101	105	108	107	106
氮肥	95	101	106	100	101	100	105	99	105
其他化学原料	87	83	84	83	101	97	101	92	103
聚氨酯	115	108	112	113	113	115	118	118	103
其他化学制品	96	92	99	96	95	94	97	97	100
氟化工及制冷剂	101	100	100	103	93	88	94	94	100
氨纶	78	80	74	77	71	78	77	83	99
其他橡胶制品	78	73	73	74	77	75	78	79	96
轮胎	102	100	102	100	104	102	92	91	96
维纶	82	66	64	45	77	82	85	94	94
玻纤	81	85	84	79	77	75	75	79	92
钾肥	163	113	111	108	77	77	79	87	89
纺织化学用品	82	80	65	73	70	73	68	75	85
复合肥	78	81	89	90	81	85	85	91	85
其他纤维	84	83	87	91	92	91	82	89	81
无机盐	65	67	73	76	70	76	78	67	80
农药	92	97	89	88	78	86	90	90	78
磷化工及磷酸盐	77	105	85	74	76	104	87	76	75
炭黑	59	60	64	62	65	64	65	66	74
纯碱	72	62	65	70	68	67	66	67	71
粘胶	62	49	50	53	55	60	58	54	59

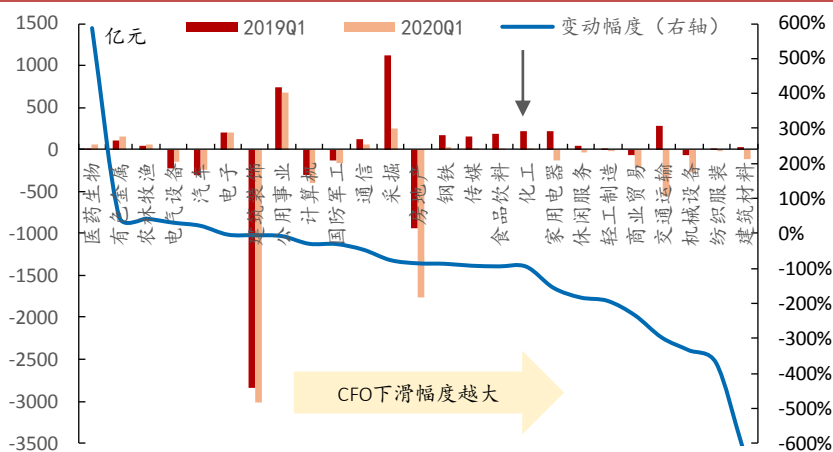
资料来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 化工采用申万分类, 不含中石化、广东榕泰、B 股

4) 20Q1 行业整体 CFO 净额为正, 抗压能力增强。一季度在疫情冲击下, 除医药生物、有色金属、农林牧渔等少数行业外, 大部分上市企业经营性现金流均同比恶化。其中 20Q1 化工行业 CFO 净额同比减少 96%, 变动幅度接近 A 股非金融行业均值-93%。相对而言, 化工行业经营现金流恶化程度小于家电、休闲服务、轻工制造、交运、纺织等更靠近消费端的行业。

分子行业看, 复合肥和农药行业一季度 CFO 由负转正, 现金流明显改善。一方面, 农化作为必选消费, 春耕需求较为刚性; 另一方面, 受农产品价格持续低位影响, 2019 年主要农化产品, 如草甘膦、草铵膦、复合肥、尿素等价格持续走低, 节前下游备货较少, 为节后价格抬升创造了条件。

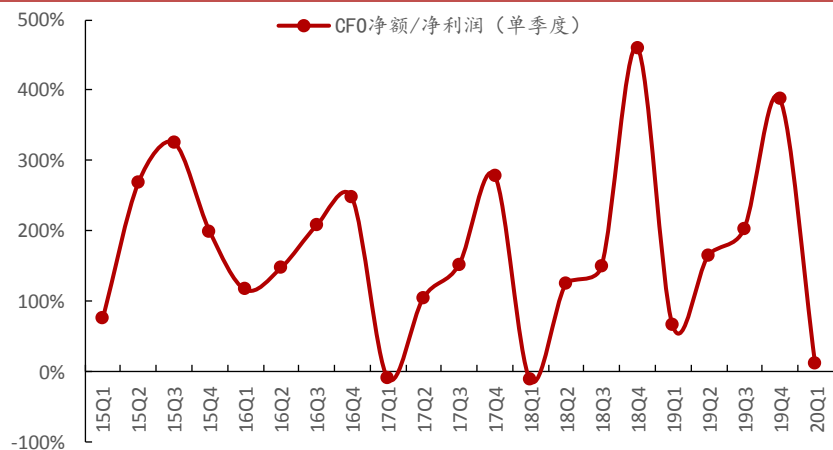
图表 17: 化工行业 20Q1 经营性现金流净额同比下滑 96%



资料来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 化工采用申万分类, 不含中石化、广东榕泰、B 股

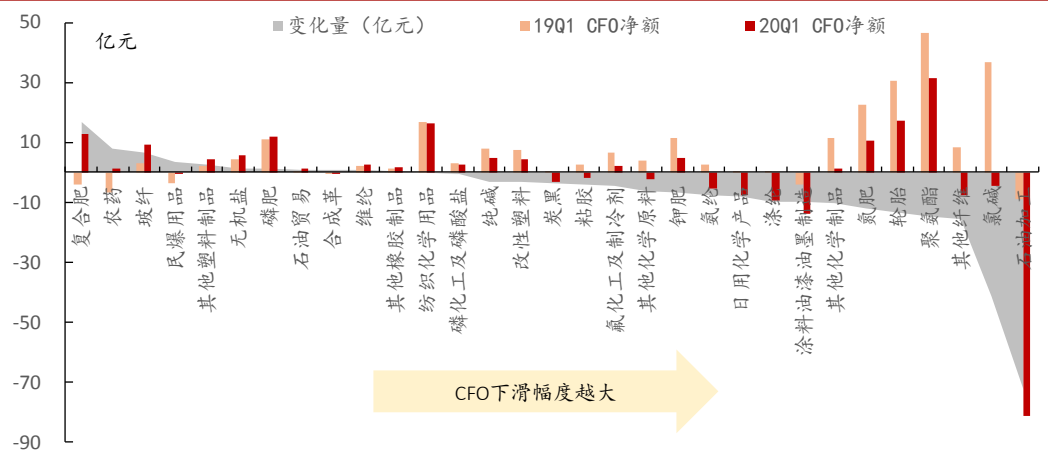
图表 18: 化工行业 20Q1CFO 净额依旧为正



资料来源: wind, 中泰证券研究所

备注: 化工采用申万分类, 不含中石化、广东榕泰、B 股

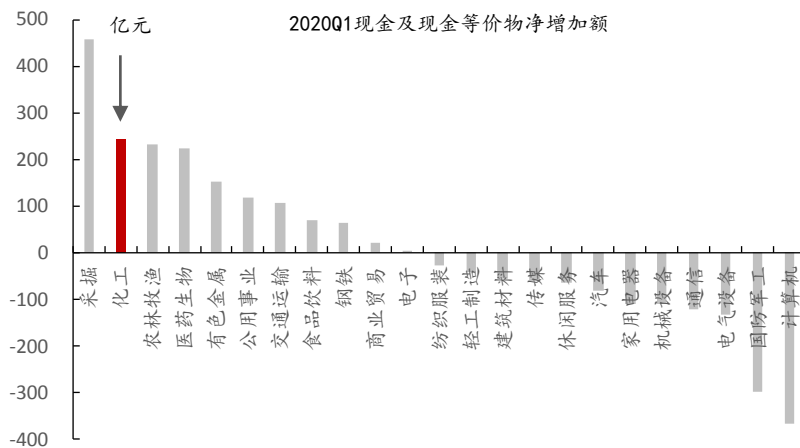
图表 19: 化工子行业 20Q1 经营性现金流净额



资料来源: wind, 中泰证券研究所

5) 化工行业“可短期变现的资本”大幅增加，具备较高的安全垫。现金及现金等价物与货币资金最大的不同在于，前者只包括持有期限短、流动性强、可短期变现的资金，是企业流动性最好的体现。20Q1 化工行业现金及现金等价物净增加额仅次于采掘行业，且自 19Q4 以来连续两个季度环比增幅均达到 10%左右。其中涤纶、氯碱、纺织化学品、复合肥、农药、轮胎等行业现金及现金等价物增量领先。

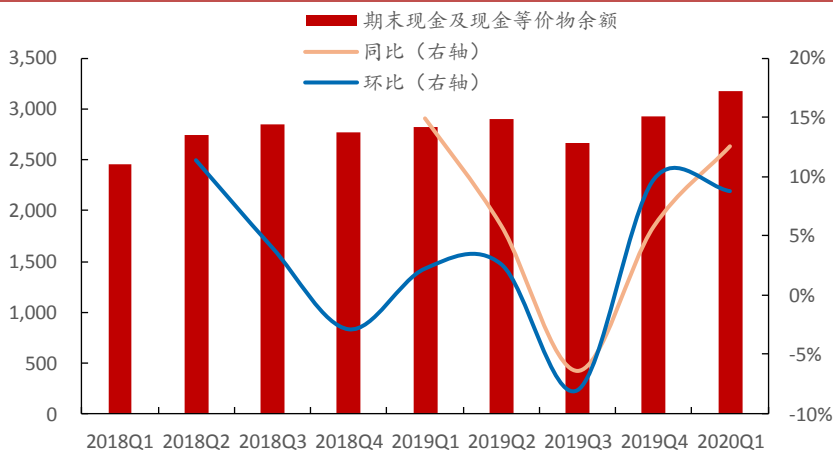
图表 20：申万行业 20Q1 现金及现金等价物净增加额



资料来源：wind，中泰证券研究所

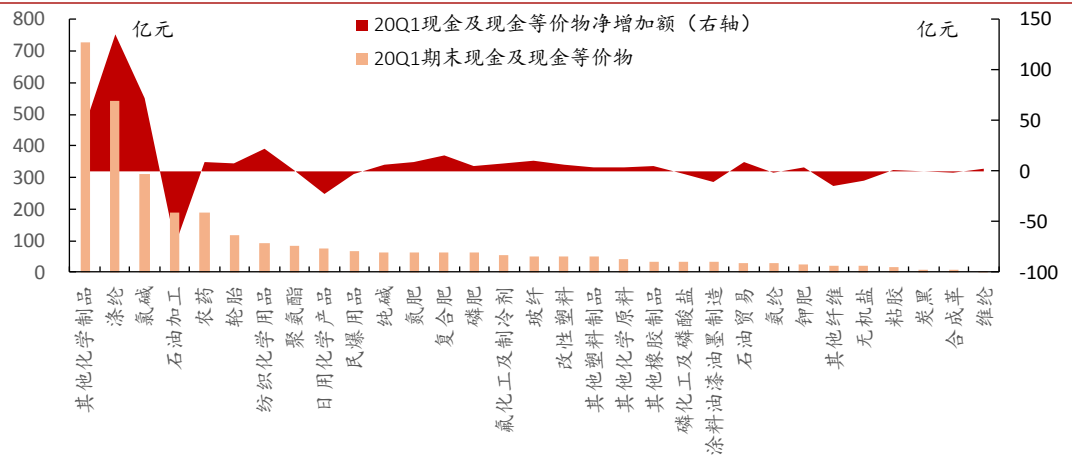
备注：化工采用申万分类，不含中石化、广东榕泰、B 股

图表 21：化工行业整体 20Q1 现金及现金等价物净增加额 (亿元)



资料来源：wind，中泰证券研究所

图表 22：化工各子行业 20Q1 现金及现金等价物净增加额

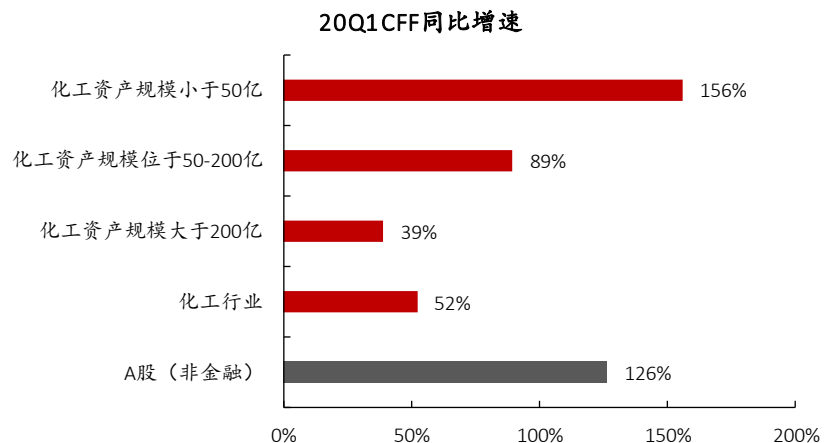


资料来源：wind，中泰证券研究所

筹资层面：中小企业融资规模加大，对冲 CFO 下滑

- **20Q1 化工行业筹资现金流大幅增加，中小企业融资需求更高。**一季度 A 股非金融企业整体筹资现金流同比大增 126%，化工行业 CFF 净额同比增加 52%，增幅小于 A 股平均。然而资金压力更大的中小企业融资规模显著增加，总资产位于 50-200 亿的化工企业 CFF 净额同比增加 89%，总资产小于 50 亿的化工企业 CFF 净额同比增加 156%。

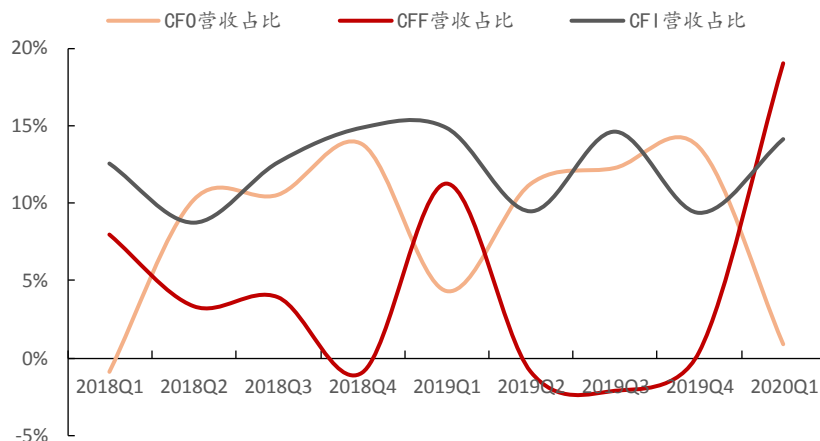
图表 23：20Q1 中小化工企业明显加大筹资力度



资料来源：wind，中泰证券研究所

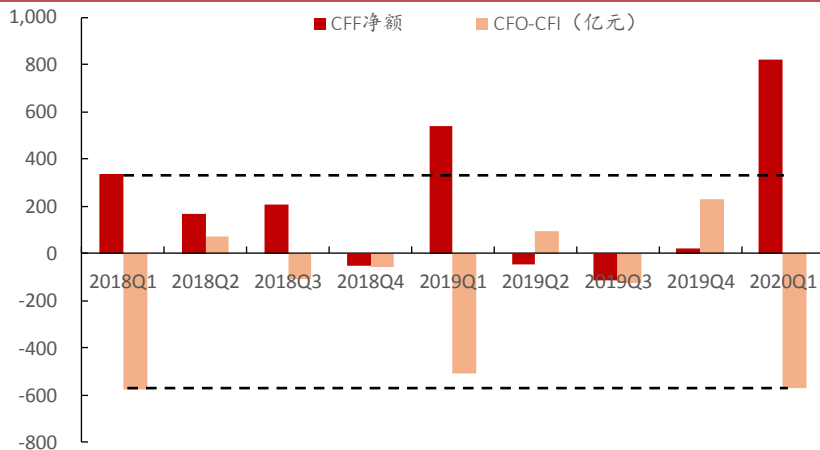
- **本轮筹资主要为补充流动资金与还债所需，投资需求相对较小。**从企业现金流相对变化来看，每一轮筹资现金流大幅增加都伴随 CFO 净额营收占比的回落，企业筹资最主要的目的或为缓解经营性现金流下滑的压力。结合投资现金流量净额来看，每当经营性现金流无法覆盖投资支出时，企业往往会选择筹资来补充流动资金，然而对比 2018 与 2019 年一季度 CFO 与 CFI 的差额，20Q1 (CFO-CFI) 缺口并未明显扩大，而企业 CFF 却较以往大幅增加，说明企业本次筹资更多为了补充流动资金。

图表 24：化工企业筹资以应对经营性现金流短缺



资料来源：wind，中泰证券研究所

图表 25：化工行业 20Q1 筹资现金流净额大幅增加

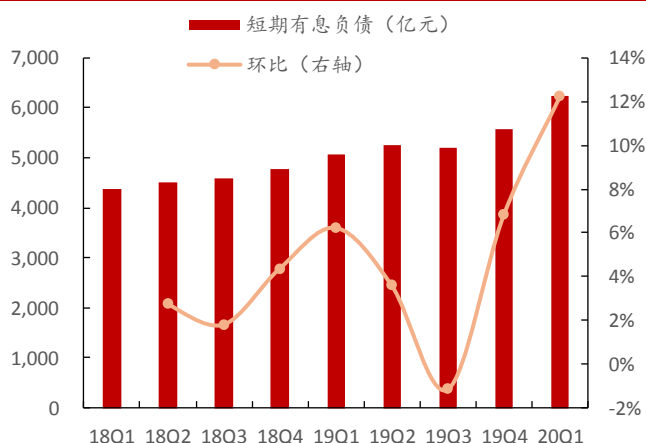


资料来源：wind，中泰证券研究所

企业大规模融资背后的两层考量：一是短期存在切实的还债压力，二是融资环境明显改善，企业可未雨绸缪应对宏观环境的不确定性。

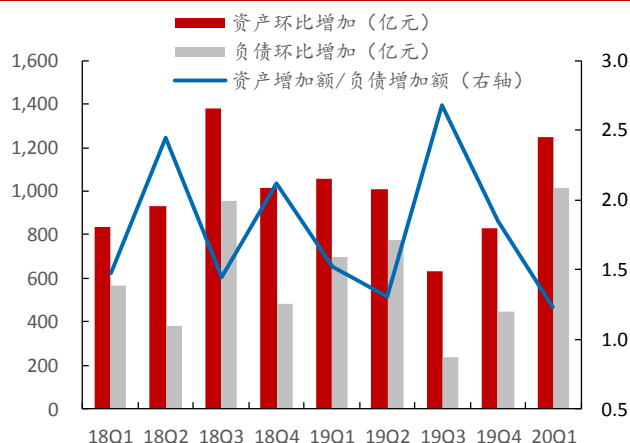
- **企业短期还债压力较大。**化工企业短期有息负债主要包含短期借款和一年内到期的非流动负债两部分，2019 年底至今化工企业短期还款压力增加，而行业盈利水平仍在磨底阶段，自身造血能力受损，只能以融资形式“补血”。从前两轮融资来看，18Q1 化工企业筹资主要用于加大投资，表现为 18Q2-18Q4 资产环比增加额持续攀升；而 19Q1 化工行业盈利高点已过，企业筹资或为维持前期项目资本开支。本轮筹资的背景与前两轮最大不同在于，20Q1 化工行业资产与负债几乎等额增加，一方面前期项目转固带来了折旧摊销压力，另一方面企业负债明显上升，对企业现金流产生双重考验。

图表 26：化工行业面临较高的负债压力



来源：wind，中泰证券研究所

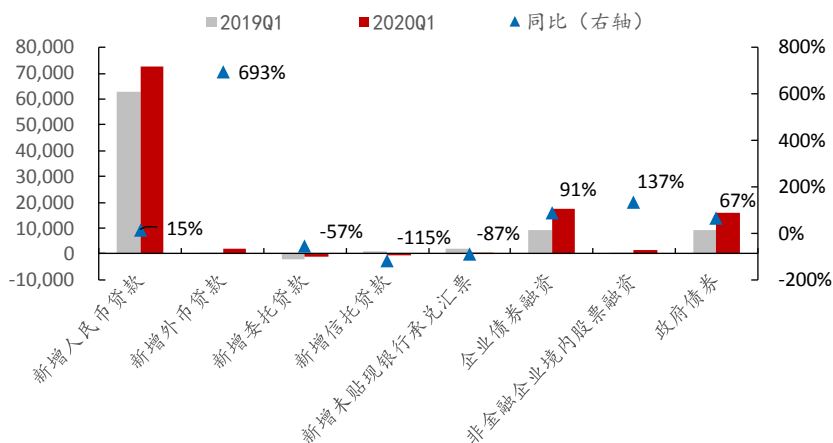
图表 27：化工行业 20Q1 负债增加额较高



来源：wind，中泰证券研究所

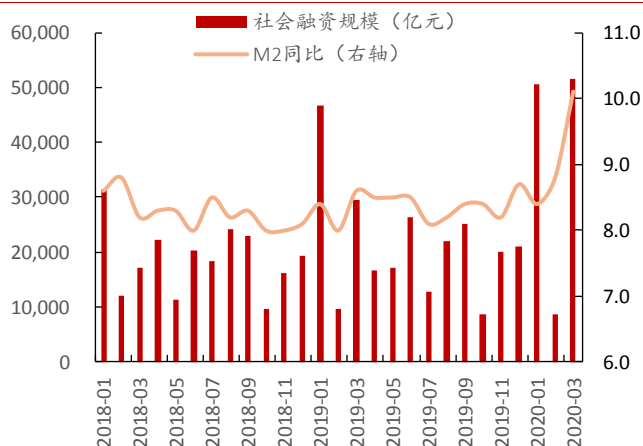
- 良好的融资环境为化工企业带来喘息之机。2020 一季度在政府纾困政策的支持下，社融规模显著增加，企事业新增人民币贷款达 72501 亿元，同比增加 15%，构成了社融的主要增量。3 月份 M2 同比大幅增加 10.1%，一季度 LPR（一年期）下调 0.1pct 至 4.05%，MLF（一年期）下调 0.1pct 至 3.15%，并于四月份继续下调，化工企业融资环境实质性改善。事实上，随着 2019 年行业景气下行，化工企业不断消耗在手现金（详见财务角度看化工（一）中对资产端的详细解读），一季度宽松的融资环境为化工企业提供了难得的窗口期，导致了筹资现金流的大幅增加。

图表 28：企业贷款是 20Q1 社融的主要增量（亿元）



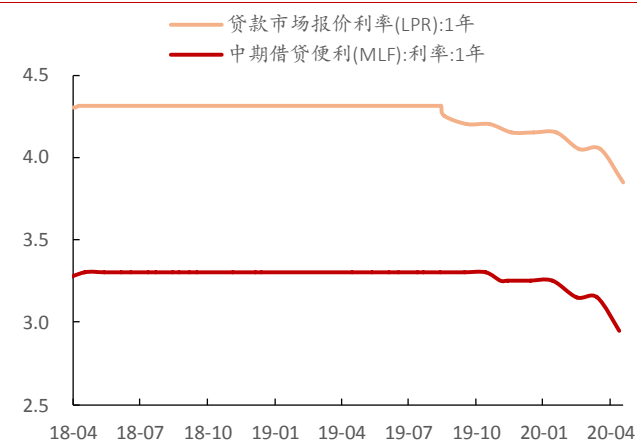
资料来源：wind，中泰证券研究所

图表 29：一季度 M2 同比大幅增加



来源：wind，中泰证券研究所

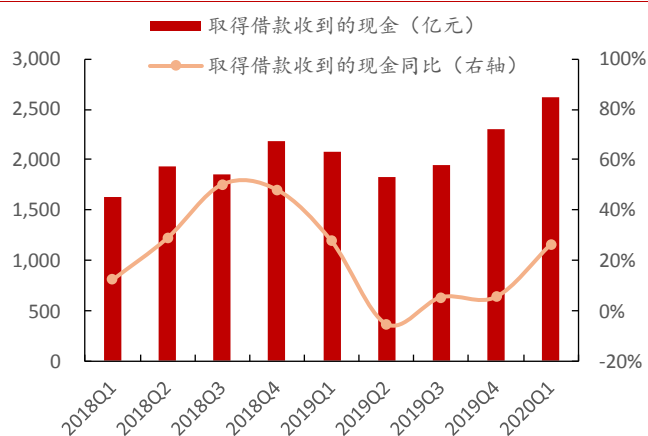
图表 30：一季度 LPR 与 MLF 利率持续下行



来源：wind，中泰证券研究所

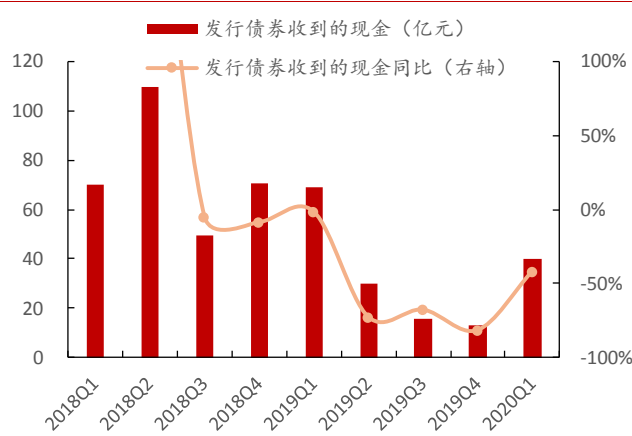
- **化工企业筹资现金流依旧以借款为主。**化工企业一季度更多依靠贷款获得现金，而在市场化程度较高的债券市场筹资依然困难。一季度化工行业（不含中石化）发行债券数目 28 只，合计 194 亿元，且集中在信用评级较高的企业，说明债券市场对化工行业依旧较为谨慎。

图表 31：化工行业贷款取得的现金增加



来源：wind，中泰证券研究所

图表 32：化工行业发展取得的现金减少



来源：wind，中泰证券研究所

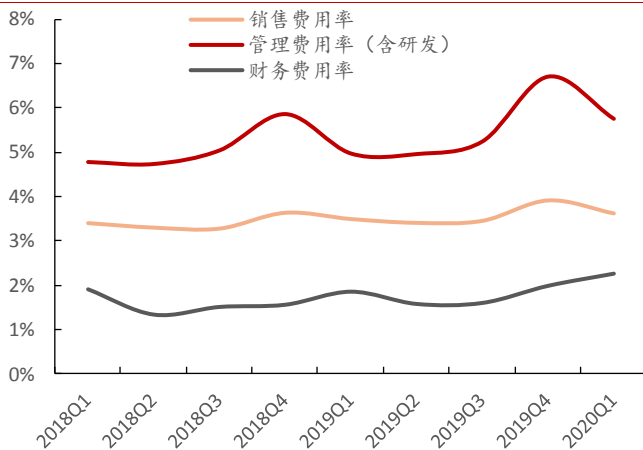
现金流出：投资持续放缓，关注后期折旧压力

- 按目的分，企业现金流出主要用于经营、偿债、投资三方面，前两者为刚性支出，直接考验企业当下的现金流水平，而投资则关乎企业的长久发展。报表中与经营有关的支出包含三费、所得税、人工工资等，与投资有关的支出主要为在建工程与固定资产的变化，偿债支出则可进一步分为经营性负债和债务性负债。

经营性支出：管理费用显著下降，财务费用率抬升

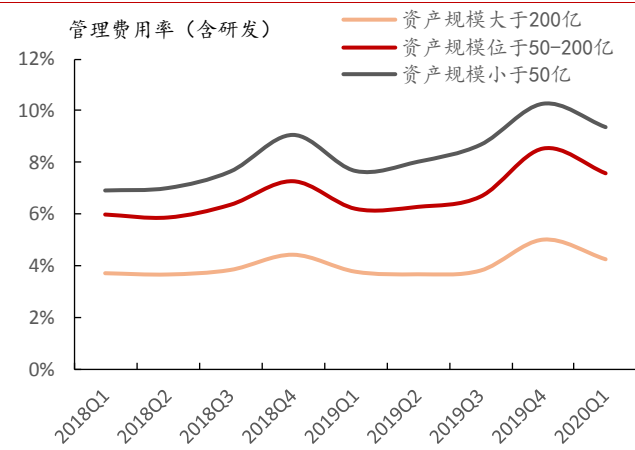
- 化工行业期间费用率环比下降，同比上升，管理费用率下滑较为明显。20Q1 化工行业期间费用率为 11.6%，环比下降 1.0pct，同比上升 1.3pct，其中管理费用率（含研发）大幅下降，一方面是由于研发费用下滑，另一方面员工薪酬增速持续降低，企业自 2019Q1 开始即控制薪酬增速，以应对宏观经济下行。

图表 33：化工行业三费变化



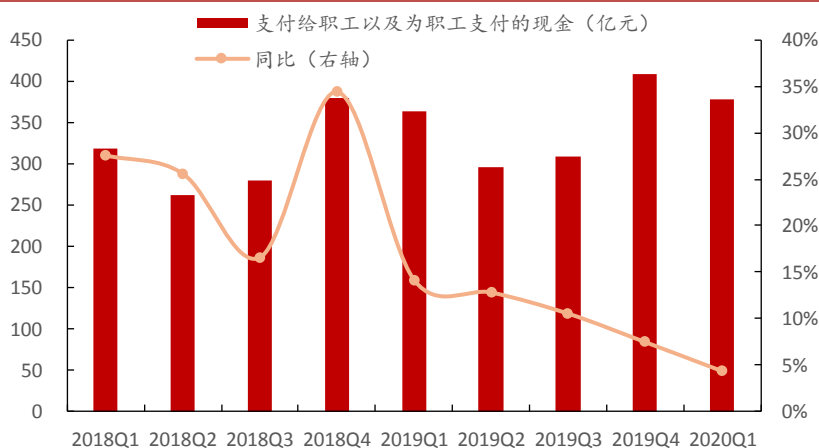
来源：wind，中泰证券研究所

图表 34：化工行业管理费用率同步下降



来源：wind，中泰证券研究所

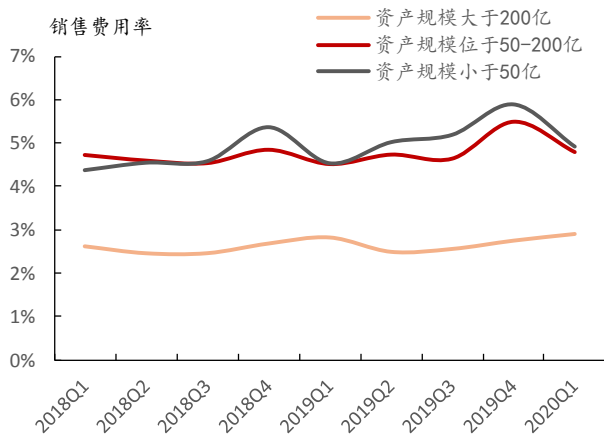
图表 35：20Q1 化工行业支付给职工及为职工支付的现金



资料来源：wind，中泰证券研究所

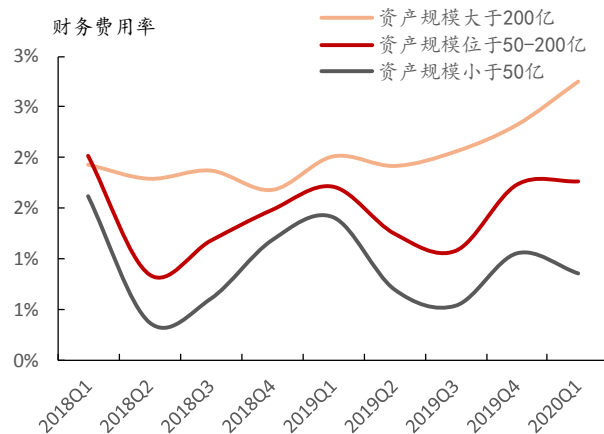
- **销售费用率与财务费用率分化明显。**销售费用方面，由于 20Q1 执行新收入准则，原在“销售费用”核算的产品运输费和港杂费调整到“营业成本”，导致销售费用率下滑。龙头企业销售费用率变化不大，本质是由于收入端同步下滑，部分抵消了分子端调整带来的影响。20Q1 大、中、小型企业营业总收入分别同比下滑 6%、16%、16%，销售费用分别同比下滑 3%、11%、9%。财务费用方面，如上所述，中小企业融资规模大幅增加使得财务费用率同步增加。

图表 36：中小规模企业销售费用率下降明显



来源：wind，中泰证券研究所

图表 37：大型企业财务费用率增加

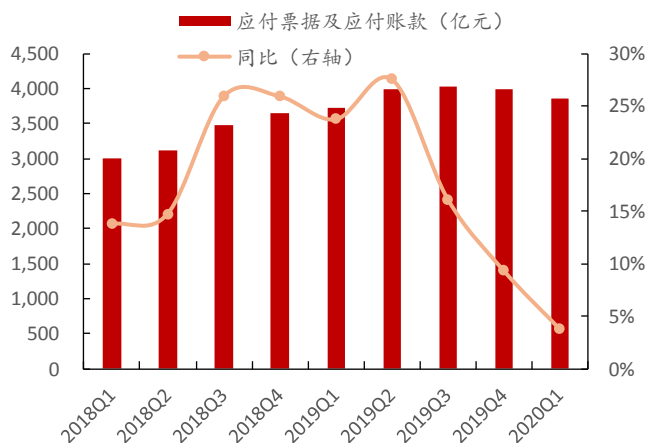


来源：wind，中泰证券研究所

债务性支出：企业经营性负债减少，当下重点在于偿还债务性负债

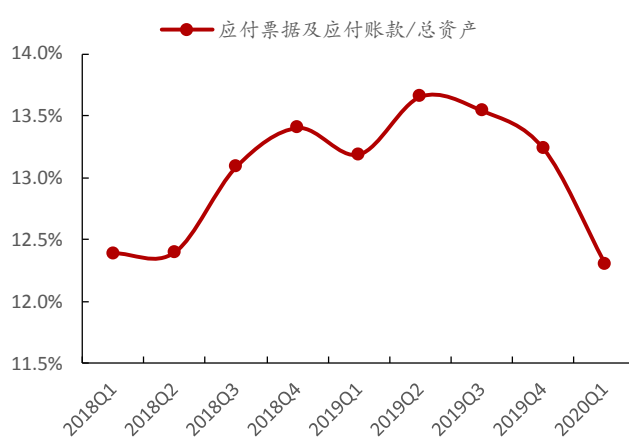
- **化工企业通过产业链内部加杠杆，持续缓解经营性负债压力。**经营性负债是指企业在生产经营活动中产生的负债，如应付票据、应付账款、预收账款和应付职工薪酬等。如我们在财务角度看化工（一）中提到，供改之后化工行业龙头企业议价权提升，在产业链内部进行加杠杆，表现为应收项目的同比减少与应付项目的同比增加。20Q1 化工企业延续产业链内加杠杆的趋势，应付票据与应付账款占总资产的比重大幅下滑。相比之下，仍然高企的债务性负债更值得我们重视。如前文 CFF 相关分析中提到，化工企业一季度短期有息负债增速依旧维持高位，行业仍处于“借新还旧”的状态，当下化工企业重点在于偿还债务性负债。

图表 38: 企业经营性负债同比减少



来源: wind, 中泰证券研究所

图表 39: 企业经营性负债压力持续下降

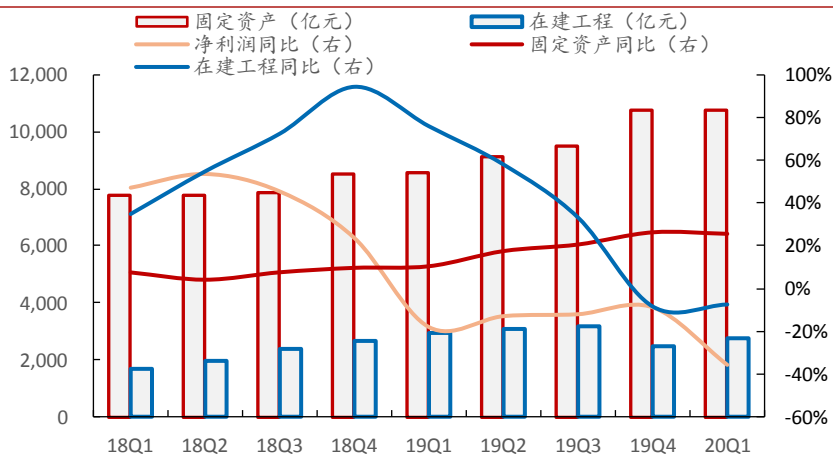


来源: wind, 中泰证券研究所

投资性支出: CAPEX 持续回落, 折旧压力较大

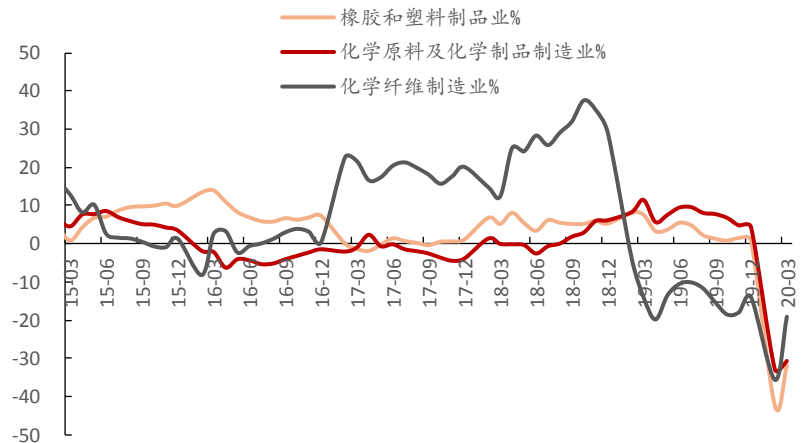
- 化工行业投资意愿显著下滑, 折旧压力增大。化工行业经历 2018 年的投资高峰期后, 在建工程自 19Q1 开始持续回落, 直至 2019 年底出现负增长。随着前期在建工程陆续转固, 行业固定资产增速持续增加, 20Q1 化工行业固定资产同比增加 25%, 在建工程同比下滑 7%, 未来 1-2 年折旧压力将显著增加。

图表 40: 化工行业在建工程同比放缓



资料来源: wind, 中泰证券研究所

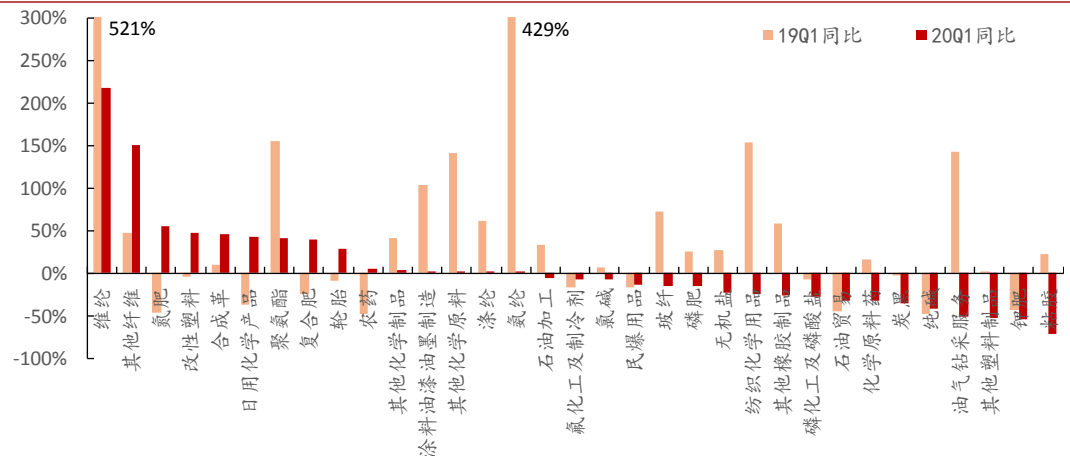
图表 41：化工行业固定资产投资完成额累计同比



资料来源：wind，中泰证券研究所

分行业看，尽管大部分子行业 20Q1 资本支出显著下滑，但依旧不乏持续进行投资的子行业。**20Q1 资本开支同比增速超过 40%的子行业有：**其他纤维、氮肥、改性塑料、合成革、日化聚氨酯、复合肥；**19Q1 和 20Q1 资本开支增速均为正的行业有**其他纤维、合成革、聚氨酯、其他化学制品、涂料、其他化学原料、涤纶、氨纶。

图表 42：19Q1 VS 20Q1 各子行业 CAPEX 同比变化



资料来源：wind，中泰证券研究所

从公司角度看，为排除基数过小的影响，我们选取 20Q1 CAPEX 占营收比大于 10%，且 CAPEX 大幅增加的企业。若企业 19Q1 和 20Q1 资本开支增速持续为正，则一定程度上可以说明企业有较强的投资决心，看好行业长期发展。然而，逆势扩张也对企业的资金实力和管理能力提出了更高的要求，具体评估单个企业的投资“安全边际”，还需关注项目具体细节与企业当下的现金流情况。

图表 43：19Q1 VS 20Q1 化工企业 CAPEX 同比变化

证券简称	19Q1 CAPEX同比	20Q1 CAPEX同比	CAPEX占营收比	证券简称	19Q1 CAPEX同比	20Q1 CAPEX同比	CAPEX占营收比
南京化纤	35%	4406%	70.9%	永冠新材	-1%	90%	16.2%
沧州大化	752%	2950%	142.5%	润禾材料	200%	75%	16.4%
和远气体		1464%	93.1%	国立科技	12%	72%	15.4%
洁特生物		1326%	50.5%	扬帆新材	345%	70%	76.9%
华鲁恒升	-84%	905%	19.6%	卓越新能		70%	11.7%
七彩化学	-7%	831%	66.8%	恒力石化	-18%	66%	27.2%
岳阳兴长	19%	758%	11.1%	玲珑轮胎	-32%	62%	10.0%
东方材料	-94%	745%	10.0%	恩捷股份	4631%	55%	79.6%
吉华集团	119%	591%	10.3%	华峰超纤	16%	54%	64.1%
宏和科技	-38%	569%	72.0%	江南化工	-77%	49%	16.0%
齐翔腾达	71%	560%	21.2%	苏利股份	129%	44%	30.3%
海利尔	10%	460%	15.8%	新日恒力	234%	40%	447.9%
神马股份	129%	440%	13.2%	泰和科技		40%	10.9%
中化国际	-25%	387%	13.8%	中材科技	83%	38%	25.4%
中科电气	-74%	377%	12.4%	丰山集团	18%	37%	10.3%
康达新材	42%	322%	48.8%	强力新材	-42%	33%	34.1%
世名科技	-14%	281%	21.2%	国泰集团	-35%	33%	10.3%
达志科技	41%	268%	47.3%	江化微	73%	29%	74.4%
天奈科技		249%	127.4%	鲁西化工	-53%	27%	16.4%
川金诺	-52%	236%	37.2%	渝三峡A	224%	26%	19.8%
德美化工	37%	222%	39.4%	海利得	-25%	25%	16.3%
贝斯美		219%	72.6%	联化科技	35%	25%	31.9%
皖维高新	521%	219%	10.2%	万华化学	181%	20%	34.2%
震安科技	-90%	214%	18.5%	嘉澳环保	236%	20%	14.5%
高争民爆	39%	197%	90.5%	扬农化工	37%	17%	10.6%
双一科技	76%	174%	13.8%	晶瑞股份	-42%	16%	11.5%
东方盛虹	6446%	174%	60.7%	凯龙股份	-3%	15%	63.2%
中石科技	-71%	173%	13.2%	永太科技	-12%	15%	34.7%
汇得科技	63%	154%	21.9%	怡达股份	164%	13%	60.9%
德方纳米	2031%	149%	87.2%	新凤鸣	132%	12%	35.2%
百川股份	78%	134%	66.7%	道氏技术	-55%	11%	14.2%
贵州轮胎	0%	119%	14.0%	当升科技	3763%	10%	19.5%
山东赫达	-28%	103%	22.6%	上海天洋	153%	10%	18.6%
达威股份	-31%	96%	55.8%	卫星石化	888%	8%	33.6%
建新股份	-22%	95%	18.4%	乐凯新材	63%	8%	45.8%

资料来源：wind，中泰证券研究所

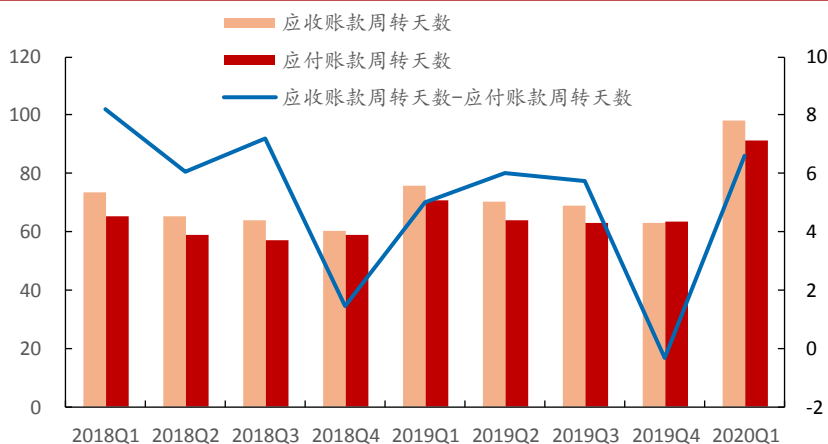
现金效率：产业链现金周转放缓，去库存道阻且长

中小规模企业资金运转速度大幅放缓

- 疫情对化工产业链现金周转产生较大冲击，中小企业资金周转能力明显减弱。20Q1 化工行业应收账款周转天数环比上升 35 天，应付账款周转天数环比上升 28 天，化工产业链整体资金周转效率放缓。

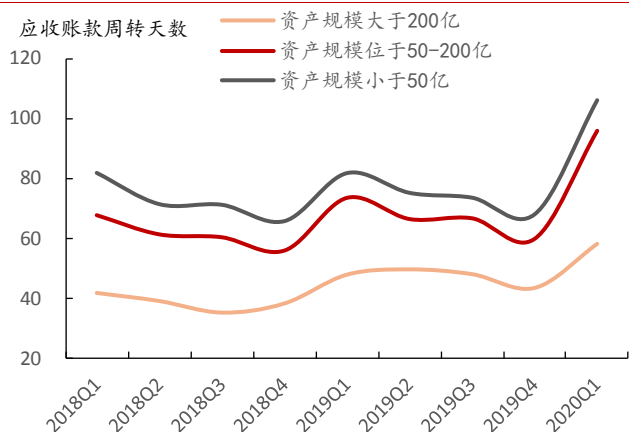
应收账款周转天数与企业对下游客户的议价能力有关。从企业规模看，20Q1 大型企业应收账款周转天数环比上升 15 天，而中小型企业分别上升 36 天和 38 天，在宏观环境承压的情况下，龙头企业依然体现出较好的经营能力。

图表 44：化工行业应收与应付账款周转天数明显提升



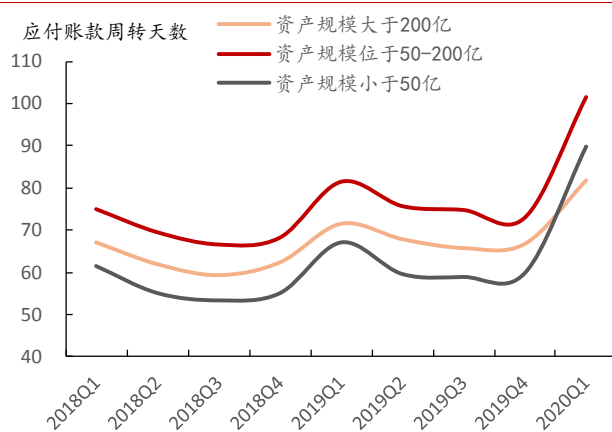
资料来源：wind，中泰证券研究所

图表 45：龙头企业应收账款周转天数增加幅度较小



来源：wind，中泰证券研究所

图表 46：化工行业应付账款周转天数变化

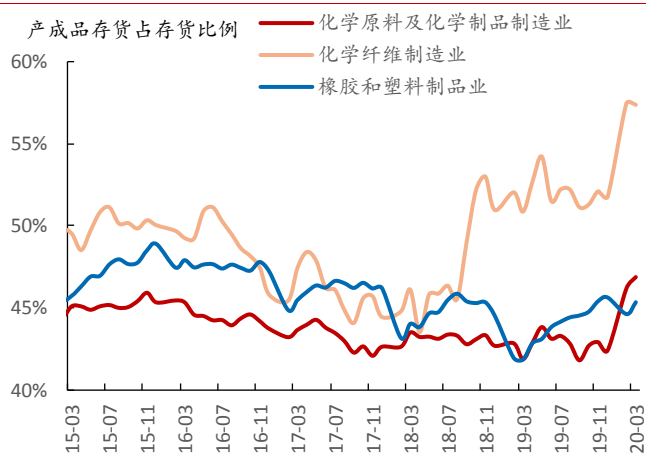


来源：wind，中泰证券研究所

存货同比大幅增加，企业去库存压力增大

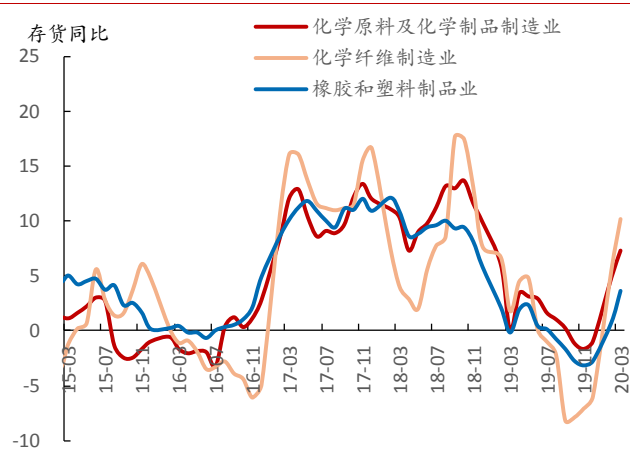
- 疫情冲击下企业库存再度高企，去库存进程被迫后延。2019 年开始化工行业存货同比持续下降，自第四季度开始转为负增长，行业处于主动去库存阶段。然而 2020 年一季度在疫情冲击下，下游行业复工延后，化工企业库存再次高企，去库存压力进一步加大。其中，小规模企业库存周转天数较 19 年底翻了 1.7 倍，增长幅度明显大于中大型企业，说明小型化工企业面临更大的滞销压力。

图表 47：20Q1 化工行业产成品存货占比再度提升



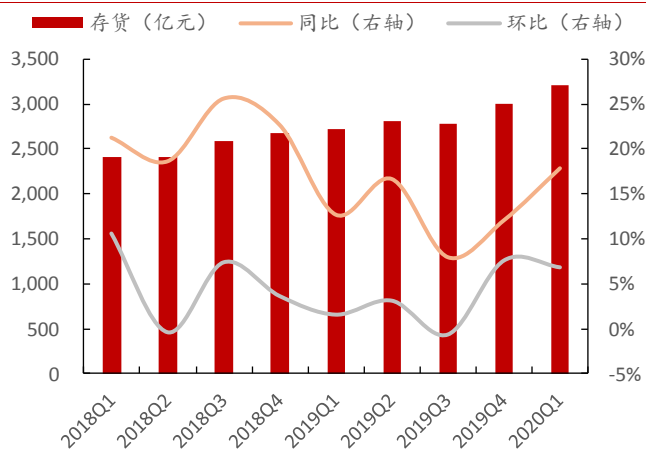
来源：wind，中泰证券研究所

图表 48：20Q1 化工行业存货同比大幅增加



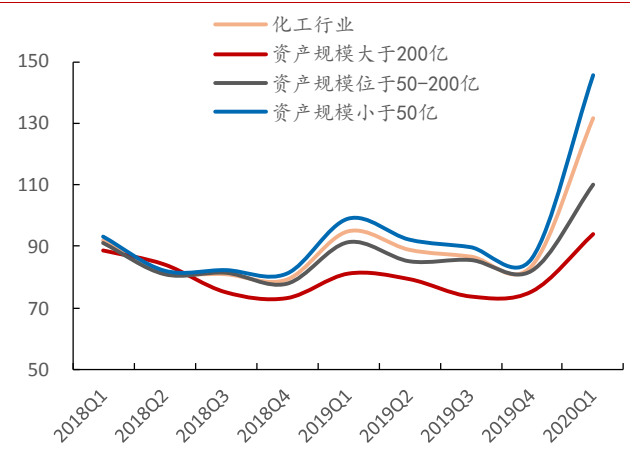
来源：wind，中泰证券研究所

图表 49：20Q1 化工行业存货同比上升



来源：wind，中泰证券研究所

图表 50：小规模企业存货周转天数大幅上升



来源：wind，中泰证券研究所

投资观点

- **现金流入角度：**周期下行阶段，盈利能力稳定的优质企业具备更高的安全边际，建议关注 20Q1 毛利率变化相对平稳或环比改善的子行业，如粘胶（吉林化纤、新乡化纤）、氮肥（华鲁恒升、四川美丰）、其他塑料制品（纳尔股份、茶花股份、美联新材）、氨纶（华峰氨纶、泰和新材）。
- **现金流出角度：**Q1 持续扩张的企业一定程度上说明对行业未来前景看好，且具备相对充裕的现金流，建议关注华鲁恒升、海利尔、神马股份、恒力石化、苏利股份、万华化学、扬农化工。

风险提示

- **原油价格大幅下滑。**国际油价影响因素繁多，油价长期维持低位可能抑制化工品价格。
- **宏观经济下行，导致大宗产品价格大幅下滑。**宏观经济下行，下游需求萎靡，影响化工产品需求端，导致化工品价格下跌。
- **疫情全球蔓延导致供应链风险。**化工行业处于制造业中游，疫情蔓延或导致供应链中断，影响行业开工与项目进度。

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上
备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。		

重要声明:

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。