基础化工

基础化工行业 2020 年三季报业绩综述

报告原因：深度报告

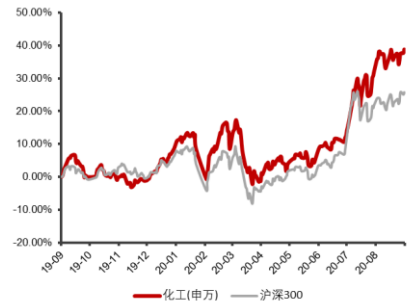
行业景气持续回升，关注外需复苏

看好

2020 年 11 月 10 日

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

执业登记编码：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：

- **化工产品价格指数触底回升。**2020 年年初至今，国际原油价格经历了一轮大幅震荡。截至目前，由于国外疫情出现二次爆发，加剧原油需求担忧，加之利比亚恢复原油供应，油价承压，低位震荡。2020 年上半年，随着原油价格的崩盘，化工产品价格指数急速下行，一度达到近五年以来的新低，2016 年以来的全面景气周期结束。此后，随着下游需求的逐步复苏，原油价格缓慢回升，CCPI 及 PPI 同比增速均出现回暖。
- **行业供需情况逐步回暖，景气回升。**（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 年一季度受疫情影响，化工行业固定资产投资完成额出现大幅下滑，并于二、三季度逐步回暖。（2）需求端：2020 年前三季度化工行业几大需求端除涉及外贸的部分外，其他方面均有明显复苏，需求逐渐回暖。
- **基础化工行业 2020 年前三季度业绩表现。**（1）基础化工行业 2020 年前三季度营业收入同比下滑 3.21%，归母净利润同比下滑 11.67%，较上半年有明显好转，但业绩增速排名仍然相对靠后。（2）整体看来，行业盈利情况较上年同期基本持平，增速有所回暖；行业在建工程快速增长，同比增速整体呈上升趋势；经营性现金流持续稳定上升，行业整体回暖趋势凸显。（3）细分子行业表现分化，综合各业绩指标，2020 年前三季度景气程度最高的细分子行业为改性塑料行业。
- **基础化工行业 2020 年第三季度业绩表现。**第三季度疫情对经济的影响逐渐消退。基础化工行业在 2020 年二季度回暖明显，三季度平稳运行，营业收入环比下降 2.70%，归母净利润环比下降 1.74%，整体排名靠后。行业单季度归母净利润相较上年同期实现正增长，扭转了前两季度的同比负增长趋势，需求复苏、景气回升趋势明显。
- **投资建议。**展望后市，全球化工品需求复苏有望继续改善化工产品供需格局，行业景气程度继续回升，建议关注近需求端投资机会及出口型化工企业投资机会。在化工新材料方面，我们应更多关注石化和化工行业十四五规划指南发布会上提出的重点发展产业。我们建议关注具备如下特点的行业及公司：（1）需求复苏带来的近需求端机会；（2）出口型化工企业投资机会；（3）“十四五”规划重点发展的新材料产业。**建议关注龙蟒佰利（002601.SZ）、万华化学（600309.SH）、新和成（002001.SZ）、万润股份（002643.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。

目录

1. 重要化工品价格走势 5

1.1 原油价格走势：供需两弱，低位震荡 5

1.2 化工产品价格指数触底回升，七成化工品价格仍较年初下行 5

2. 行业供需情况逐步回暖，景气回升 10

2.1 固定资产投资逐步回暖，化学纤维制造业依旧低迷 10

2.2 内需逐步回暖，外贸仍受疫情影响 11

3. 基础化工行业 2020 年前三季度业绩表现 12

3.1 2020 年前三季度化工行业业绩表现排名靠后 12

3.2 利润表：归母净利润增速回暖，费用率保持平稳 13

3.3 资产负债表：行业资产负债率缓慢下行，在建工程加速增长 14

3.4 现金流量表：经营性现金流持续稳定上升，筹资性现金流由负转正 16

3.5 细分子行业 2020 年前三季度业绩表现 16

3.5.1 利润表：改性塑料行业需求增长，盈利能力相对突出 16

3.5.2 资产负债表：细分子行业产能扩张情况尚可，整体负债水平健康 19

3.5.3 现金流量表：16 个细分子行业经营性现金流实现改善 21

4.基础化工行业 2020 年第三季度业绩表现 22

4.1 基础化工行业需求复苏、景气回升趋势明显 22

4.2 细分子行业 2020 年第三季度业绩表现 24

5.投资建议 26

5.风险提示 27

图表目录

图 1：2015 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（%）.....11
图 5：2015 年至今房地产销售面积及新开工面积.....11
图 6：2015 年至今汽车产量累计值及其累计增速.....11
图 7：2015 年至今家电产量及其累计增速.....12
图 8：2015 年至今纺织服装行业出口交货值及其累计增速.....12
图 9：中信一级行业营业收入同比增速（%）.....13
图 10：中信一级行业归母净利润同比增速（%）.....13
图 11：中信基础化工行业三季报营收及增速.....13
图 12：中信基础化工行业三季报归母净利润及增速.....13
图 13：2015Q3-2020Q3 总费用率（包含研发费用，%）.....14
图 14：2015Q3-2020Q3 三项费用率（包含研发费用，%）.....14
图 15：2015Q3-2020Q3 行业毛利率、净利率（%）.....14
图 16：2015Q3-2020Q3 行业 ROE（%）.....14
图 17：2015 年至今中信基础化工行业固定资产净值.....15
图 18：2015 年至今中信基础化工行业在建工程合计.....15
图 19：中信基础化工行业资产负债率（%）.....15
图 20：中信基础化工行业存货.....16
图 21：中信基础化工行业现金流变化情况.....16
图 22：各细分子行业营业收入增速排行（%）.....18

图 23：各细分子行业归母净利润增速排行（%） 18
图 24：各二级行业 2020 年 Q3 营业收入同比增速（%） 23
图 25：各二级行业 2020 年 Q3 归母净利润同比增速（%） 23
图 26：各二级行业 2020 年 Q3 营业收入环比增速（%） 23
图 27：各二级行业 2020 年 Q3 归母净利润环比增速（%） 23
图 28：中信基础化工行业单季营收及增速 24
图 29：中信基础化工行业单季归母净利润及增速 24
图 30：各细分子行业单季营收同比增速排行（%） 26
图 31：各细分子行业单季归母净利润同比增速排行（%） 26

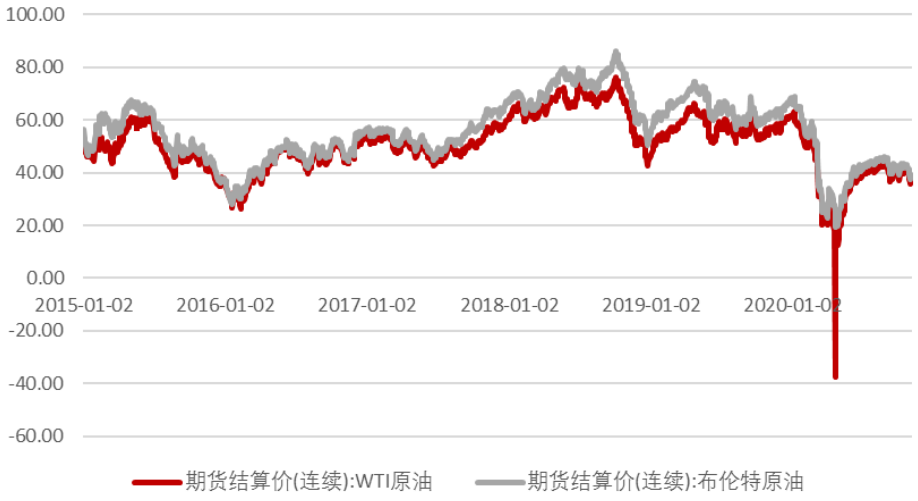
表 1 重要化工品价格跟踪（最新数据截至 2020 年 11 月 2 日） 6
表 2 中信基础化工细分子行业营业收入及归母净利润变化情况 17
表 3 中信基础化工细分子行业毛利率、净利率及 ROE（摊薄）变化情况 18
表 4 中信基础化工细分子行业固定资产及在建工程变化情况 19
表 5 中信基础化工细分子行业资产负债率变化情况 20
表 6 中信基础化工细分子行业经营性现金流净额及投资性现金流净额变化情况 21
表 7 中信基础化工细分子行业营业收入变化情况 24
表 8 中信基础化工细分子行业归母净利润变化情况 25
表 9 细分子行业表现分化 26

1. 重要化工品价格走势

1.1 原油价格走势：供需两弱，低位震荡

2020 年年初至今，国际原油价格经历了一轮大幅震荡，上半年由于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，市场恐慌情绪一度飙升。下半年，原油价格在供需逐步恢复的背景下缓慢震荡上行。截至目前，由于国外疫情出现二次爆发，加剧原油需求担忧，加之利比亚恢复原油供应，油价承压，低位震荡。

图 1：2015 年至今 WTI 及 BRENT 原油价格走势（美元/桶）



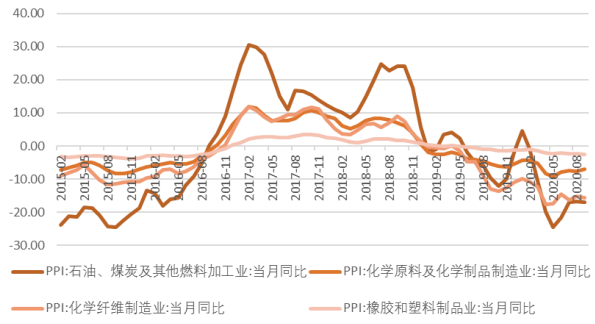
资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 化工产品价格指数触底回升，七成化工品价格仍较年初下行

2019 年至 2020 年一季度，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 2020 年上半年，随着原油价格的崩盘，化工产品价格指数急速下行，一度达到近五年以来的新低，2016 年以来的全面景气周期结束。此后，随着疫情的控制，下游需求逐步复苏，CCPI 及 PPI 同比增速均出现回暖。

分品种来看，2020 年年初至今，我们统计的 146 个重要化工品中 37 个品种的价格实现上涨，年内价格涨幅较大的主要是受需求复苏带动的聚氨酯系列产品及重点新材料（如碳纤维）等品种；近期涨幅较大的品种包括橡胶、塑料、聚氨酯等。

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 重要化工品价格跟踪（最新数据截至 2020 年 11 月 2 日）

品种	单位	最新价格	周涨幅	月均价	月涨幅	2020 年均价	2020 年涨幅
化肥							
液氨	元/吨	3,240.00	3.85%	3,146.00	3.18%	2,958.11	3.18%
甲醇	元/吨	1,790.00	0.00%	1,759.35	3.73%	1,755.48	-14.05%
尿素（小颗粒）	元/吨	1,743.30	0.00%	1,737.45	0.69%	1,753.69	-1.76%
硫酸铵	元/吨	543.00	0.18%	539.05	2.07%	534.68	-0.91%
氯化铵（湿铵）	元/吨	430.00	0.00%	446.00	-8.51%	470.77	-18.87%
磷酸一铵 MAP	元/吨	2,035.00	0.00%	1,981.25	4.63%	1,945.19	2.78%
磷酸二铵 DAP	元/吨	2,420.00	0.00%	2,399.00	1.26%	2,358.34	0.83%
氯化钾（60%粉）	元/吨	1,950.00	5.41%	1,854.00	6.56%	1,918.34	-4.88%
硫酸钾（50%粒）	元/吨	2,550.00	0.00%	2,550.00	0.00%	2,671.54	-13.56%
三聚氰胺	元/吨	5,470.00	1.67%	5,220.50	6.21%	5,065.25	1.30%
钾肥	元/吨	1,890.00	5.29%	1,798.00	7.39%	1,898.63	-10.00%
硫酸钾复合肥	元/吨	2,235.00	0.00%	2,235.00	0.00%	2,379.99	-11.13%
农药							
甘氨酸	元/吨	11,700.00	0.00%	11,458.06	9.35%	10,034.25	9.35%
二乙醇胺	元/吨	950.00	0.00%	943.55	4.40%	930.96	0.00%
草甘膦	元/吨	24,500.00	0.00%	24,500.00	0.00%	21,815.89	2.08%
草铵膦	元/吨	157,500.00	3.28%	151,935.48	5.00%	127,959.86	54.41%
双甘膦	元/吨	13,250.00	0.00%	13,250.00	0.00%	13,598.36	-11.07%
百草枯 42%母液	元/吨	13,750.00	0.00%	13,572.58	4.17%	13,633.15	-6.14%
吡啶	元/吨	17,500.00	0.00%	17,500.00	0.00%	17,518.90	-10.26%
敌草隆	元/吨	35,750.00	0.00%	35,750.00	0.00%	36,555.83	-10.63%
阿特拉津	元/吨	17,250.00	0.00%	17,250.00	0.00%	17,849.32	-13.75%
麦草畏	元/吨	76,000.00	0.00%	76,000.00	0.00%	80,742.47	-12.14%
2.4D	元/吨	15,500.00	0.00%	15,500.00	0.00%	15,029.32	-2.52%
毒死蜱	元/吨	39,250.00	-0.63%	39,750.00	-1.88%	42,899.32	-12.78%
吡虫啉	元/吨	92,500.00	3.93%	89,790.32	3.93%	112,059.59	-30.19%
啶虫脒	元/吨	98,500.00	1.55%	97,290.32	1.55%	124,987.67	-32.07%

氯氰菊酯	元/吨	87,500.00	0.00%	87,500.00	0.00%	88,328.77	-16.67%
联苯聚酯	元/吨	187,500.00	0.00%	188,387.10	-1.32%	225,465.75	-42.31%
菊酯	元/吨	255,000.00	0.00%	255,000.00	0.00%	264,794.52	-17.74%
代森锰锌	元/吨	20,000.00	2.56%	19,596.77	2.56%	19,508.22	2.56%
多菌灵	元/吨	34,500.00	0.00%	34,500.00	0.00%	35,245.21	-2.82%
百菌清	元/吨	25,500.00	0.00%	25,774.19	-1.92%	34,852.05	-42.70%
磷化工							
磷矿石（30%）	元/吨	525.00	0.00%	525.00	0.00%	525.00	0.00%
黄磷	元/吨	16,900.00	0.00%	16,900.00	0.00%	16,900.00	0.00%
磷酸（85%）	元/吨	5,400.00	0.00%	5,326.32	3.85%	5,414.29	-6.90%
三聚磷酸钠（工业级 94%）	元/吨	5,900.00	0.00%	5,826.32	3.51%	5,894.69	-4.84%
化纤							
对二甲苯 PX	美元/吨	508.00	-6.16%	538.40	-2.43%	615.69	-35.30%
精对苯二甲酸 PTA	元/吨	3,125.00	-4.73%	3,307.10	-3.25%	3,858.02	-35.70%
乙二醇 MEG	元/吨	3,745.00	-0.66%	3,763.06	3.17%	4,013.79	-18.68%
棉花	元/吨	14,586.92	-0.22%	14,098.09	13.19%	12,694.26	12.11%
二道绒	元/吨	3,811.00	0.34%	3,632.87	34.52%	3,759.87	-0.37%
聚四亚甲基醚二醇 PTMEG1000	元/吨	19,500.00	1.30%	18,725.81	8.33%	17,562.13	8.03%
己内酰胺 CPL	元/吨	11,525.00	0.00%	11,525.00	0.00%	11,552.57	-9.61%
涤纶短纤	元/吨	5,650.00	-2.59%	5,666.94	7.11%	6,020.23	-17.82%
涤纶长丝 FDY 150D/96F	元/吨	5,565.00	-2.11%	5,569.52	3.53%	6,268.81	-22.65%
涤纶长丝 DTY 150D/48F	元/吨	6,955.00	-0.22%	6,732.58	8.67%	7,432.45	-19.32%
涤纶长丝 POY 150D/48F	元/吨	5,365.00	-1.29%	5,277.50	6.77%	5,892.59	-23.08%
氨纶 40D	元/吨	35,500.00	0.00%	33,629.03	10.94%	31,951.63	10.08%
锦纶丝 FDY	元/吨	13,800.00	0.80%	13,447.74	3.76%	14,291.46	-14.76%
锦纶丝 DTY	元/吨	15,600.00	0.26%	15,269.19	4.00%	16,170.30	-12.31%
锦纶丝 POY	元/吨	12,950.00	0.47%	12,575.16	4.44%	13,384.05	-15.14%
粘胶短纤	元/吨	10,400.00	0.00%	9,687.10	22.35%	9,132.83	-2.80%
粘胶长丝	元/吨	36,000.00	0.00%	36,000.00	0.00%	36,867.57	-4.76%
纯碱氯碱							
原盐	元/吨	260.00	0.00%	260.00	0.00%	274.64	-10.34%
轻质纯碱	元/吨	1,786.00	-1.16%	1,808.17	-1.54%	1,469.66	4.38%
重质纯碱	元/吨	1,986.00	-1.39%	2,018.44	-2.12%	1,558.54	14.86%
电石	元/吨	2,870.00	3.24%	2,778.33	5.13%	2,631.36	3.99%
烧碱（99%）	元/吨	2,000.00	-1.23%	2,020.83	0.00%	2,252.00	-29.82%
液氯	元/吨	2,030.00	23.03%	1,418.33	81.25%	695.36	480.00%
聚氯乙烯 PVC	元/吨	7,155.00	3.40%	6,933.89	6.25%	6,366.36	8.79%

（电石法）							
聚氯乙烯 PVC（乙烯法）	元/吨	7,708.00	5.52%	7,316.94	7.19%	6,704.55	9.47%
聚氨酯							
苯胺	元/吨	6,800.00	0.00%	6,458.06	25.93%	5,695.20	-21.84%
甲醛	元/吨	965.00	0.00%	951.61	6.04%	978.56	-24.31%
硝酸（98%）	元/吨	1,615.00	1.89%	1,559.35	7.67%	1,525.08	-5.56%
1,4-丁二醇 BDO（散水）	元/吨	10,650.00	5.45%	9,504.84	22.41%	8,596.25	23.84%
己二酸 AA（500KG）	元/吨	6,900.00	6.56%	6,429.84	10.84%	6,806.27	-16.87%
聚合 MDI（桶装）	元/吨	23,650.00	5.11%	20,512.90	37.10%	13,399.18	94.65%
纯 MDI（桶装）	元/吨	33,000.00	-5.71%	29,403.23	57.14%	16,404.22	87.50%
TDI（T80，桶装）	元/吨	14,750.00	-9.23%	16,461.29	-13.24%	12,038.01	18.00%
硬泡,聚醚（桶装）	元/吨	16,700.00	10.96%	15,117.74	12.08%	9,958.99	96.47%
软泡聚醚（散水）	元/吨	17,500.00	-6.42%	19,032.26	-10.94%	11,561.65	67.46%
橡胶							
天然橡胶（进口 3 号烟胶片）	元/吨	14,228.00	0.00%	13,683.55	7.63%	13,029.64	7.29%
丁苯橡胶 1502	元/吨	12,000.00	2.56%	10,650.00	30.43%	9,606.23	10.09%
顺丁橡胶 BR9000	元/吨	9,513.60	0.00%	9,182.18	8.76%	9,133.11	-14.71%
丁基橡胶 1751	元/吨	15,700.00	11.35%	14,150.00	18.94%	15,154.67	-7.10%
丁腈橡胶 N41	元/吨	16,700.00	5.70%	15,285.00	19.29%	13,393.19	3.09%
氯丁橡胶	元/吨	56,300.00	0.00%	56,300.00	0.00%	57,024.12	0.54%
三元乙丙橡胶 4045	元/吨	15,400.00	5.48%	14,612.50	8.07%	14,185.41	-0.65%
异戊二烯	元/吨	7,700.00	1.99%	7,557.50	1.99%	8,572.92	-16.12%
塑料							
LLDPE（7050）	元/吨	7,510.00	0.00%	7,582.79	-0.31%	7,264.23	0.13%
HDPE（9001）	元/吨	8,030.00	-1.71%	8,198.49	-1.67%	8,151.34	-3.72%
LDPE（15803）	元/吨	9,950.00	-1.19%	10,054.09	0.51%	8,095.48	22.84%
PP（T300）	元/吨	9,100.00	0.00%	9,100.00	0.00%	8,990.79	0.00%
ABS 聚合物（PA-757K）	元/吨	16,620.00	3.88%	15,614.85	15.68%	12,827.80	28.94%
PA6（35EG3）	元/吨	34,500.00	0.00%	34,500.00	0.00%	34,500.00	0.00%
PA66（1300S）	元/吨	29,350.00	4.30%	27,749.55	7.90%	28,083.91	0.34%
BOPP（厚光膜）	元/吨	10,420.00	0.19%	10,181.82	9.68%	9,352.34	5.68%
PS（PH-88）	元/吨	13,700.00	1.48%	12,712.73	15.13%	10,653.85	20.81%
EVA（14-2）	元/吨	17,620.00	18.57%	14,454.55	30.52%	12,226.13	31.49%
PC（通用）	元/吨	16,400.00	0.61%	16,313.64	4.46%	15,105.92	1.23%
POM（共聚）	元/吨	13,300.00	1.53%	13,159.09	2.31%	11,973.36	6.40%
PMMA（注塑，2.0）	元/吨	17,800.00	1.14%	17,481.82	2.30%	18,570.39	-12.32%
氟化工							
萤石（≥97%干粉）	元/吨	2,900.00	0.00%	2,900.00	0.00%	2,976.78	-9.38%

氢氟酸	元/吨	7,600.00	0.00%	7,638.71	-2.56%	8,528.55	-9.52%
制冷剂 R22	元/吨	14,500.00	0.00%	14,758.06	-6.45%	15,572.40	7.41%
制冷剂 R32	元/吨	12,000.00	0.00%	12,000.00	0.00%	13,277.32	-21.57%
制冷剂 R143a	元/吨	16,500.00	0.00%	16,500.00	0.00%	18,215.85	-25.00%
制冷剂 R125	元/吨	15,000.00	0.00%	15,000.00	0.00%	15,856.56	-18.92%
制冷剂 R134a	元/吨	17,000.00	0.00%	17,000.00	0.00%	18,991.80	-20.93%
制冷剂 R410a	元/吨	13,500.00	0.00%	13,500.00	0.00%	14,826.50	-25.00%
聚四氟乙烯（悬浮中粒）	元/吨	38,000.00	0.00%	38,000.00	0.00%	41,784.15	-17.39%
六氟丙烯	元/吨	30,000.00	0.00%	30,000.00	0.00%	37,844.26	-34.78%
聚全氟乙丙烯（模压料）	元/吨	66,000.00	0.00%	66,000.00	0.00%	73,968.58	-22.81%
聚偏氟乙烯（粒料）	元/吨	70,000.00	0.00%	70,000.00	0.00%	75,532.79	-9.68%
氟橡胶 FKM26	元/吨	60.00	0.00%	60.00	0.00%	67.12	-25.00%
食品与饲料添加剂							
维生素 A（50 万 IU/g）	元/千克	290.00	-15.94%	353.29	-23.68%	398.56	-8.66%
维生素 B1（98%）	元/千克	152.50	0.00%	154.87	-3.17%	191.96	-10.29%
维生素 B2（80%）	元/千克	90.00	0.00%	90.71	-1.64%	100.11	-9.09%
烟酸（99%）	元/千克	50.00	0.00%	50.37	-1.96%	50.35	14.94%
泛酸钙（98%）	元/千克	72.50	0.00%	73.68	-3.33%	261.24	-79.86%
维生素 B6（98%）	元/千克	122.50	0.00%	122.97	-0.81%	144.02	-22.22%
生物素（2%）	元/千克	87.50	0.00%	98.55	-20.45%	189.12	25.00%
叶酸（98%）	元/千克	195.00	0.00%	197.63	-2.50%	236.26	-30.36%
维生素 B12（液相 1%）	元/千克	132.50	0.00%	136.05	-5.36%	160.93	-22.06%
包衣维生素 C（97%）	元/千克	26.50	0.00%	26.50	0.00%	27.62	1.92%
维生素 D3（50 万 IU/g）	元/千克	140.00	0.00%	157.11	-17.65%	172.20	21.74%
维生素 E（50%）	元/千克	57.50	-2.54%	61.03	-10.85%	62.48	40.24%
维生素 K3（MSB96%）	元/千克	70.00	-6.67%	78.68	-17.65%	79.93	-2.10%
赖氨酸	元/千克	8.04	4.55%	7.66	9.32%	7.16	19.04%
色氨酸（99%）	元/千克	55.00	5.77%	51.34	11.11%	52.76	18.28%
苏氨酸	元/千克	9.30	3.91%	8.94	8.45%	7.93	36.76%
固体蛋氨酸	元/千克	16.75	0.00%	16.67	1.21%	20.11	-11.84%
液体蛋氨酸	元/千克	13.75	0.00%	13.75	0.00%	16.26	-14.06%
碳纤维							
T300（国产，12K）	元/千克	125.00	0.00%	125.00	0.00%	122.97	8.70%
T300（国产，24/25K）	元/千克	115.00	0.00%	115.00	0.00%	112.97	9.52%
T300（国产，48/50K）	元/千克	105.00	0.00%	105.00	0.00%	102.97	10.53%
T700（国产，12K）	元/千克	160.00	0.00%	160.00	0.00%	156.04	14.29%

锂电材料							
三元前驱体 523	元/吨	85,000.00	0.00%	85,000.00	0.00%	79,515.03	-14.57%
三元前驱体 622	元/吨	92,000.00	0.00%	92,000.00	0.00%	87,161.20	-14.81%
三元前驱体 811	元/吨	97,500.00	0.00%	97,500.00	0.00%	86,382.51	15.38%
三元材料 523	元/吨	119,000.00	0.00%	119,000.00	0.00%	123,767.76	-20.67%
三元材料 622	元/吨	139,000.00	0.00%	139,000.00	0.00%	142,734.97	-16.77%
三元材料 811	元/吨	165,000.00	0.00%	165,000.00	0.00%	179,844.26	-16.24%
磷酸铁锂	元/吨	35,000.00	0.00%	35,000.00	0.00%	38,729.51	-20.45%
钴酸锂	元/吨	235,000.00	0.00%	235,000.00	0.00%	211,387.98	-5.24%
负极材料人造石墨	元/吨	42,000.00	0.00%	42,000.00	0.00%	42,681.01	-3.45%
负极材料天然石墨	元/吨	31,500.00	0.00%	31,500.00	0.00%	32,144.81	-4.55%
负极材料 MCMB	元/吨	68,500.00	0.00%	68,500.00	0.00%	69,185.79	-6.80%
六氟磷酸锂	元/吨	95,000.00	2.70%	90,241.94	15.85%	80,038.25	0.00%
隔膜干法双拉 16μm	元/平方米	0.90	0.00%	0.90	0.00%	0.97	-18.18%
隔膜干法单拉 16μm	元/平方米	0.90	0.00%	0.90	0.00%	0.97	-18.18%
隔膜湿法 16μm	元/平方米	1.20	0.00%	1.20	0.00%	1.36	-29.41%
铜箔电池级 6μm	元/吨	94,000.00	0.00%	94,580.65	-1.05%	95,576.50	-5.53%
铜箔电池级 8μm	元/吨	76,000.00	0.00%	76,580.65	-1.30%	79,175.90	-15.08%
方形电芯（动力三元）	元/wh	0.68	0.00%	0.68	0.00%	0.73	-18.18%
方形电芯（动力磷酸铁锂）	元/wh	0.53	0.00%	0.53	0.00%	0.59	-22.79%

资料来源：Wind，山西证券研究所

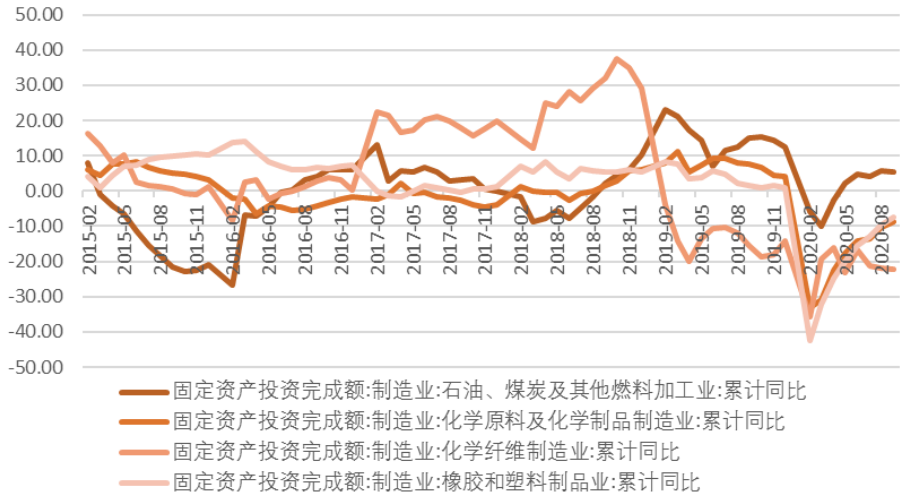
2. 行业供需情况逐步回暖，景气回升

2.1 固定资产投资逐步回暖，化学纤维制造业依旧低迷

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；2020 年一季度受疫情影响，化工行业固定资产投资完成额出现大幅下滑，并于二、三季度逐步回暖。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，2020 年年初受疫情影响呈现负增长，第二、第三季度逐步复苏，截至 2020 年 9 月累计增速为 5.40%；化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额 2019 年较为稳定增长，2020 年年初受疫情影响增速大幅下行后降幅逐步收窄，截至 2020 年 9 月累计增速为-8.80%；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-2020 年始终保持负增长态势，截至 2020 年 9 月累计增速仍旧低迷，为-22.30%；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，2020 年受疫情影响至今仍为负增长，但降幅逐步收窄，截至 2020 年 9 月累计增速为-7.50%。总的来说，除化学纤维制造业外，化工其他三个细分行业固定资产投资额增速较 2020 年上半年均有所回暖，其中石油、

煤炭及其他燃料加工业投资连续两个季度保持正增长。

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（%）

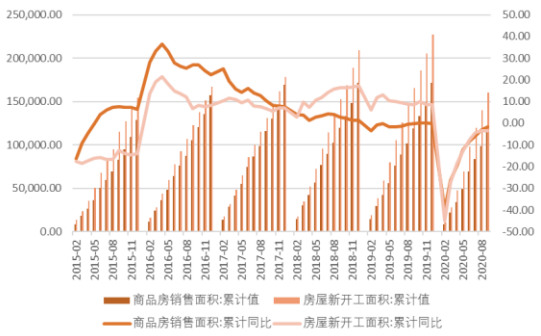


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2.2 内需逐步回暖，外贸仍受疫情影响

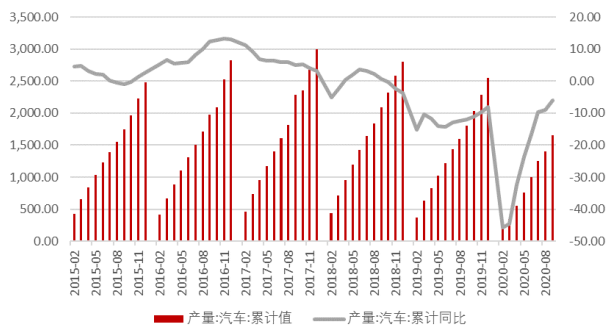
根据国家统计局数据，2020 年年初至今，商品房销售面积及房屋新开工面积均受到新冠肺炎疫情影响，呈负增长态势，但随着疫情影响的逐渐渐弱，房地产市场的逐渐复苏，两项数据降幅持续收窄，截至 2020 年 9 月，商品房销售面积累计下滑 1.80%，房屋新开工面积累计下滑 3.40%，与 2019 年同期水平基本持平。汽车行业同样受到疫情重创，需求量大幅下滑，随着需求的逐渐复苏，汽车产量降幅收窄，截至 2020 年 9 月，国内汽车产量累计下滑 6.10%，逐步回暖。

图 5：2015 年至今房地产销售面积及新开工面积



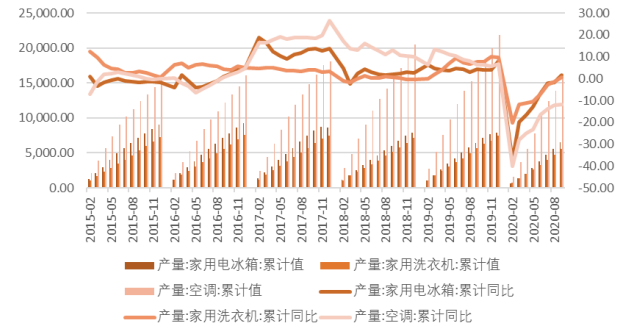
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：2015 年至今汽车产量累计值及其累计增速



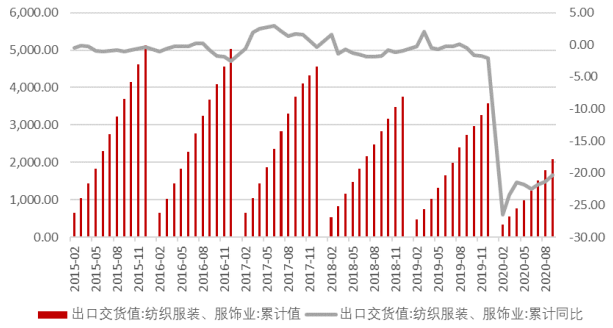
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

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

2020 年前三季度家电生产情况在疫情影响下同样经历了大幅下滑到逐步回暖的过程，其中冰箱和洗衣机累计产量增速已转正，较 2019 年同期有所增长，空调产量虽然较 2019 年同期数据有所下行，但下滑幅度逐步收窄的趋势明显。截至 2020 年 9 月，电冰箱累计生产 6,476.10 万台，累计增长 1.70%；洗衣机累计生产 5,533.10 万台，累计增长 0.50%，；空调累计生产 15,602.90 万台，累计下滑 11.70%。纺织服装出口交货值数据由于涉及外贸，在全球疫情二次爆发，对外贸有较大影响的情况下，景气度仍然维持较低水平，截至 2020 年 9 月，纺织服装出口交货值累计下降 20.30%。

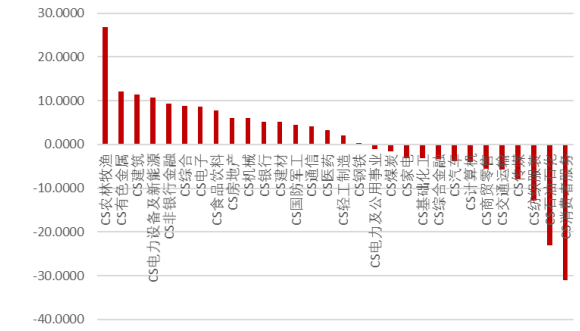
总的来说，2020 年前三季度化工行业几大需求端除涉及外贸的部分外，其他方面均有明显复苏，需求逐渐回暖。

3. 基础化工行业 2020 年前三季度业绩表现

3.1 2020 年前三季度化工行业业绩表现排名靠后

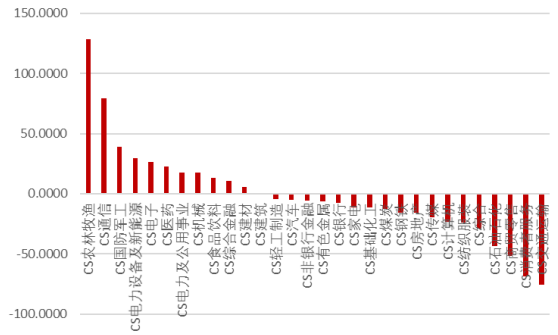
我们统计了 2020 年前三季度中信各一级行业营收及归母净利润同比增长情况。2020 年前三季度营业收入同比增速排名前五的行业分别为农林牧渔、有色金属、建筑、电气设备新能源及非银金融；归母净利润同比增速排名前五的行业分别为农林牧渔、通信、国防军工、电力设备新能源及电子。基础化工行业 2020 年前三季度营业收入同比下滑 3.21%，归母净利润同比下滑 11.67%，较上半年有明显好转，但业绩增速排名仍然相对靠后。

图 9：中信一级行业营业收入同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 10：中信一级行业归母净利润同比增速（%）

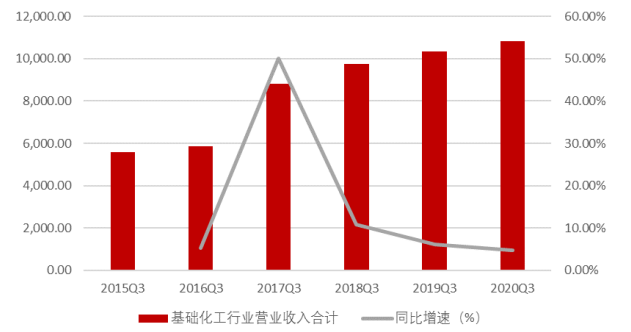


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 利润表：归母净利润增速回暖，费用率保持平稳

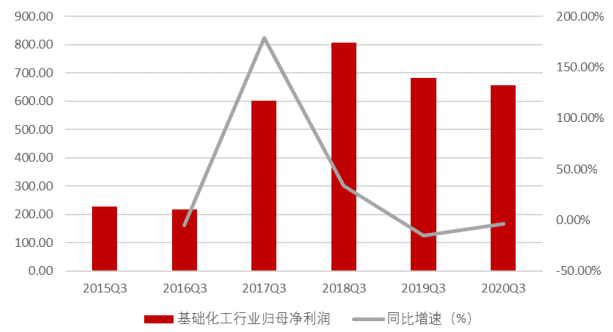
2020 年前三季度，中信基础化工行业合计实现营业收入 10,818.93 亿元，较上年同期增长 4.63%；合计实现归母净利润 656.46 亿元，较上年同期下降 3.84%，行业整体盈利情况较上年同期基本持平，增速有所回暖。

图 11：中信基础化工行业三季报营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

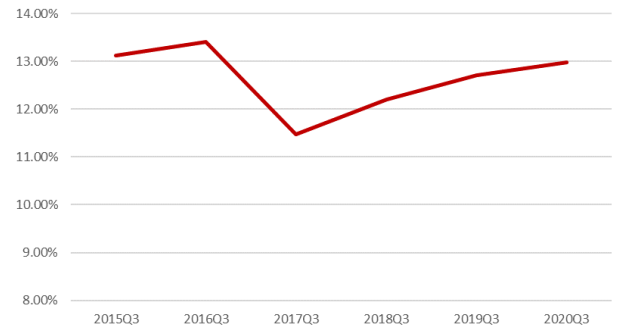
图 12：中信基础化工行业三季报归母净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

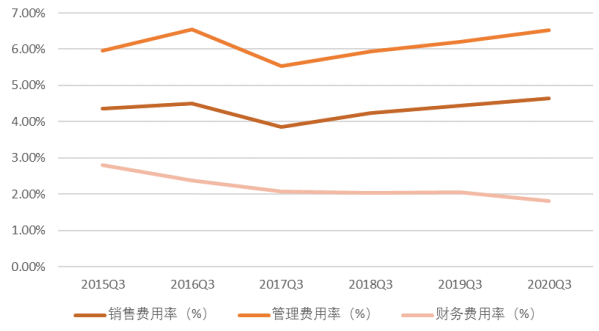
2020 年前三季度，中信基础化工行业期间费用率（包含研发费用）为 12.97%，较上年同期略有增长，整体保持相对稳定的水平，控制良好。分项来看，2020 年前三季度行业整体销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 4.64%、6.52%及 1.81%，均处于较为稳定的水平（注：为方便比较，我们暂时将剥离后的研发费用加入管理费用）。

图 13：2015Q3-2020Q3 总费用率（包含研发费用，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

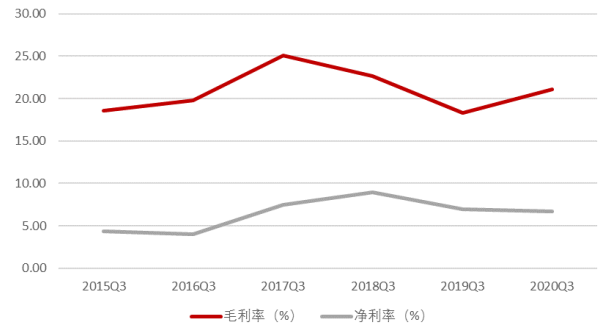
图 14：2015Q3-2020Q3 三项费用率（包含研发费用，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

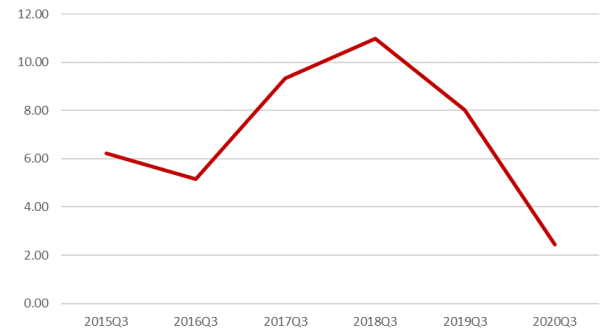
2020 年前三季度中信基础化工行业销售毛利率（整体法）为 21.08%，较上年同期提高 2.72 个百分点，有较明显改善；销售净利率（整体法）为 6.69%，较上年同期减少 0.28 个百分点，较上年同期基本持平。行业整体 ROE 持续下滑，2020 年前三季度 ROE 为 2.46%，较上年同期大幅减少 5.56 个百分点，其中以农用化工行业的 ROE 大幅下滑为主。

图 15：2015Q3-2020Q3 行业毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：2015Q3-2020Q3 行业 ROE（%）

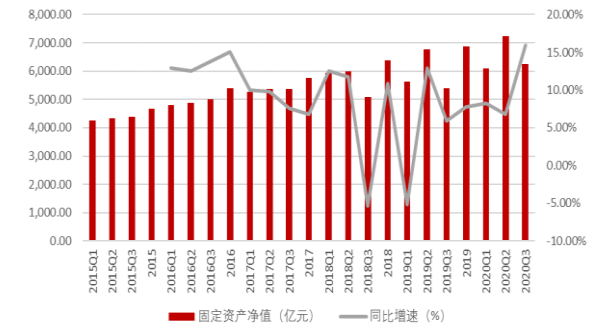


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 资产负债表：行业资产负债率缓慢下行，在建工程加速增长

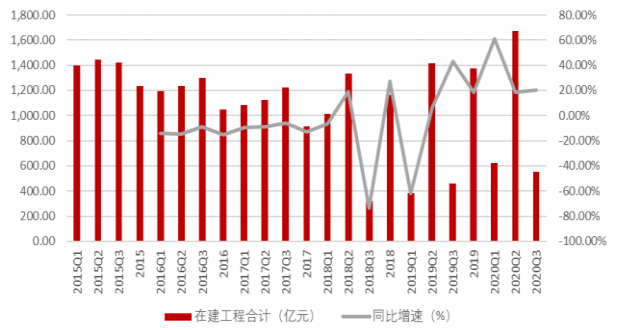
2015 年-2017 年，中信基础化工行业固定资产净值基本维持 10-15%的速度稳定增长，从 2018 年起，新产能的积极建设和旧产能的淘汰置换共同作用使得行业内固定资产净值呈现较大的波动性，但其大趋势仍然向上，截至 2020 年第三季度，中信基础化工行业固定资产净值为 6249.40 亿元，较上年同期增长 15.88%。在建工程方面，在行业去产能的背景下，2015-2017 年，基础化工行业在建工程（合计）增长缓慢或负增长 ，2018 年起，行业在建工程快速增长，同比增速整体呈上升趋势。截至 2020 年第三季度，中信基础化工行业在建工程（合计）为 551.25 亿元，较上年同期增长 20.34%。

图 17：2015 年至今中信基础化工行业固定资产净值



资料来源：Wind，山西证券研究所

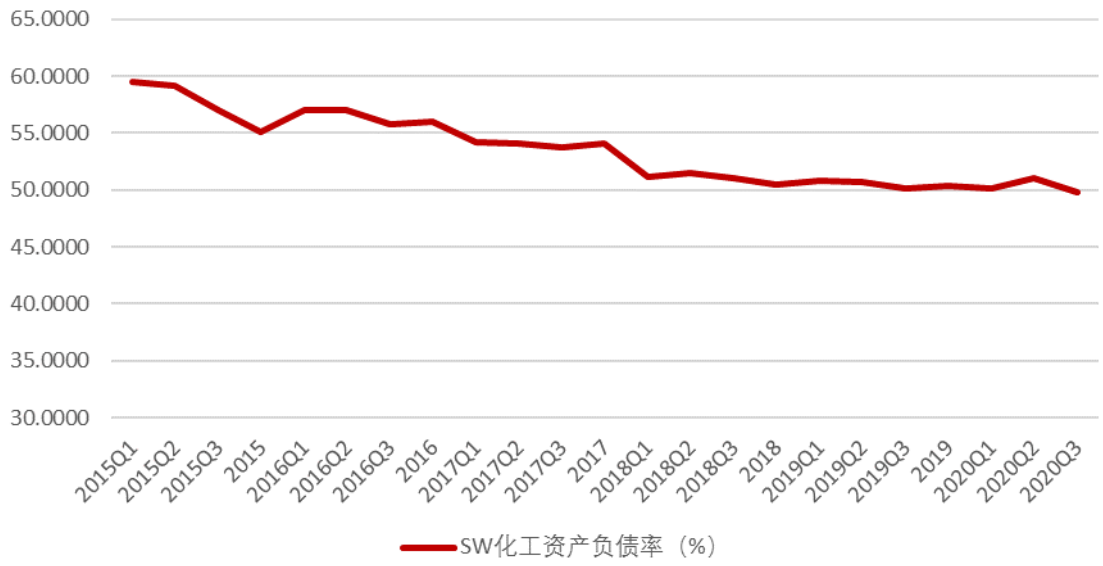
图 18：2015 年至今中信基础化工行业在建工程合计



资料来源：Wind，山西证券研究所

2015 年至今，中信基础化工行业资产负债率基本呈现下行趋势，至今仍处于历史较低位置。截至 2020 年第三季度，行业资产负债率分别为 49.76%，整体处于健康水平。

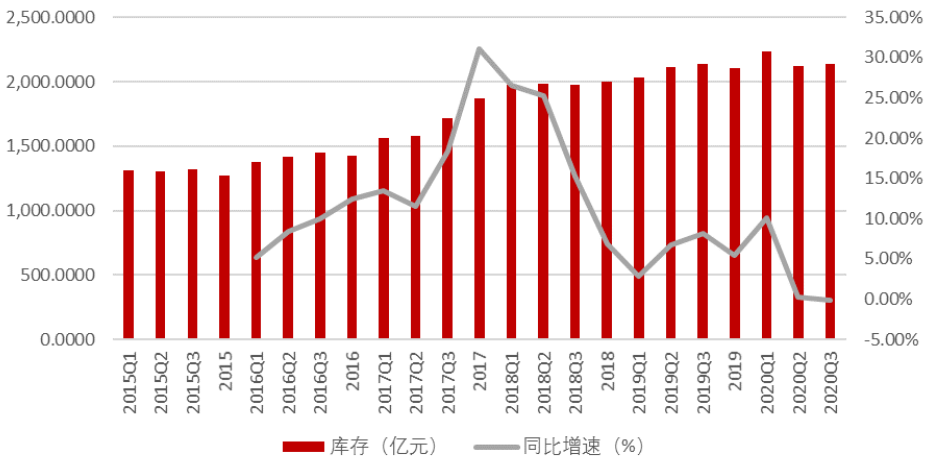
图 19：中信基础化工行业资产负债率（%）



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，行业内存货总量整体呈上升趋势。受疫情影响，2020 年第一季度行业需求不足，库存积压，二、三季度随着经济复苏去库存，行业存货总量回落。截至 2020 年第三季度，中信基础化工行业上市公司存货总计 2,140.05 亿元，同比下降 0.10%，与去年同期基本持平。

图 20：中信基础化工行业存货

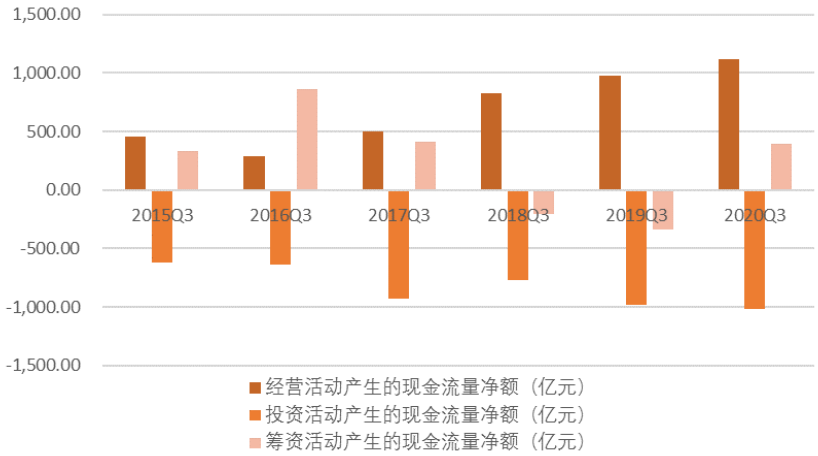


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.4 现金流量表：经营性现金流持续稳定上升，筹资性现金流由负转正

2020 年前三季度，中信基础化工行业经营性现金流净额 1,117.63 亿元，同比增长 14.34%；投资性现金流净额-1,020.50 亿元，绝对值同比增长 4.24%，相对平稳；筹资性现金流净额 391.52 亿元，同比大幅增长 216.97%。

图 21：中信基础化工行业现金流变化情况



资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5 细分子行业 2020 年前三季度业绩表现

3.5.1 利润表：改性塑料行业需求增长，盈利能力相对突出

中信基础化工行业的 33 个三级子行业中，20 个子行业 2020 年前三季度营业收入实现同比增长，其中

氨纶、改性塑料、碳纤维、合成树脂及氮肥行业增速排名靠前，氨纶行业增速超过 100%。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；改性塑料行业收入则主要由防疫物资需求带动大幅增长。13 个子行业 2020 年前三季度营业收入较去年有所下滑，其中印染化学品、涤纶及橡胶助剂行业营业收入同比下降超过 20%。

33 个细分子行业中 15 个行业归母净利润实现同比增长，其中钾肥、改性塑、氨纶及膜材料行业归母净利润增速超过 100%。钾肥行业归母净利润大幅增长主要是由于*ST 盐湖业务重整，剥离不良资产，业绩扭亏为盈；改性塑料行业主要受益于上半年防疫物资需求，业绩大幅提升；氨纶行业业绩暴涨主要来自成分股重大资产重组；膜材料行业盈利能力大幅增长主要来自双星新材的业绩大涨。18 个子行业归母净利润下滑，其中以粘胶、涤纶及纯碱行业降幅最大，超过 100%。

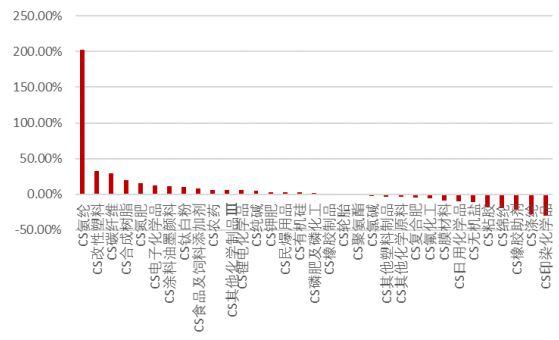
表 2 中信基础化工细分子行业营业收入及归母净利润变化情况

三级子行业	2019Q3 营业收入（亿元）	2020Q3 营业收入（亿元）	营业收入同比增长（%）	2019Q3 归母净利润（亿元）	2020Q3 归母净利润（亿元）	归母净利润同比增长（%）
CS 氮肥	1,357.84	1,566.36	15.36%	27.79	23.14	16.73%
CS 钾肥	171.00	175.39	2.57%	-1.17	23.91	2137.28%
CS 复合肥	551.78	527.69	-4.37%	18.37	16.70	-9.09%
CS 农药	1,065.89	1,131.39	6.15%	76.06	66.92	-12.02%
CS 磷肥及磷化工	659.80	667.44	1.16%	9.14	10.81	18.23%
CS 涤纶	74.25	53.04	-28.57%	6.14	-3.66	-159.61%
CS 氨纶	32.80	99.42	203.12%	3.57	12.41	247.67%
CS 粘胶	245.38	200.71	-18.21%	3.98	-3.75	-194.22%
CS 绵纶	138.54	112.06	-19.11%	4.28	1.58	-63.08%
CS 碳纤维	16.58	21.52	29.79%	5.89	7.70	30.76%
CS 纯碱	185.68	195.35	5.21%	16.31	-4.02	-124.65%
CS 氯碱	1,362.29	1,328.50	-2.48%	63.93	47.82	-25.20%
CS 无机盐	83.14	74.20	-10.75%	6.98	4.83	-30.80%
CS 其他化学原料	286.79	275.34	-3.99%	21.14	16.33	-22.76%
CS 钛白粉	138.51	152.80	10.32%	25.74	23.68	-8.00%
CS 日用化学品	342.42	306.57	-10.47%	22.29	9.22	-58.63%
CS 民爆用品	212.25	217.21	2.34%	14.60	15.76	7.95%
CS 涂料油墨颜料	116.58	129.65	11.21%	10.21	11.18	9.50%
CS 印染化学品	297.95	208.66	-29.97%	62.04	41.37	-33.32%
CS 其他化学制品Ⅲ	482.23	510.52	5.87%	46.18	46.60	0.91%
CS 食品及饲料添加剂	290.02	312.23	7.66%	29.84	32.17	7.79%
CS 电子化学品	132.55	148.92	12.35%	23.80	22.26	-6.47%
CS 锂电化学品	141.32	149.33	5.67%	18.12	19.19	5.91%
CS 氟化工	183.74	172.34	-6.20%	18.07	5.06	-72.02%
CS 有机硅	65.22	66.71	2.28%	10.00	7.71	-22.90%

CS 聚氨酯	529.83	530.07	**0.05%**	83.24	55.89	**-32.86%**
CS 橡胶助剂	122.61	96.15	**-21.58%**	4.31	5.01	**16.18%**
CS 改性塑料	330.40	436.81	**32.21%**	16.11	58.31	**261.93%**
CS 合成树脂	196.50	234.43	**19.30%**	36.99	36.40	**-1.60%**
CS 膜材料	218.47	198.69	**-9.05%**	2.61	7.33	**180.84%**
CS 其他塑料制品	182.72	175.60	**-3.89%**	14.24	8.98	**-36.92%**
CS 轮胎	470.75	473.55	**0.60%**	33.02	42.99	**30.20%**
CS 橡胶制品	570.23	574.34	**0.72%**	19.39	19.89	**2.58%**

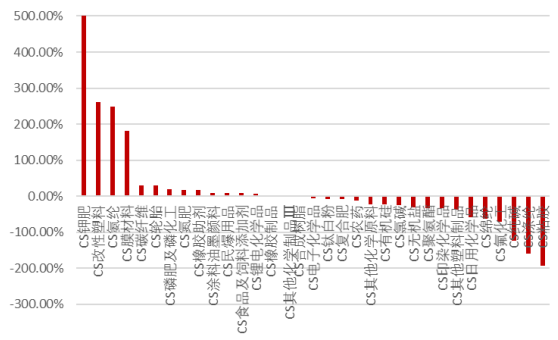
资料来源：Wind，山西证券研究所

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

中信基础化工行业的 33 个细分子行业中，仅 13 个子行业的毛利率实现同比增长，其中改性塑料、氮肥及膜材料行业增幅排名靠前。仅 10 个子行业净利率实现同比增长，其中氮肥、改性塑料及钾肥行业增幅排名靠前；仅 8 个子行业 ROE 实现同比增长，其中改性塑料、氨纶及氮肥行业增幅排名靠前。

表 3 中信基础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	2019H1 毛利率（%）	2020H1 毛利率（%）	相对提高（百分点）	2019H1 净利率（%）	2020H1 净利率（%）	相对提高（百分点）	2019H1 ROE（%）	2020H1 ROE（%）	相对提高（百分点）
CS 氮肥	9.60	12.82	**3.22**	-24.40	-2.90	**21.50**	-1.66	2.54	**4.20**
CS 钾肥	39.99	33.92	**-6.07**	11.79	13.66	**1.87**	0.83	1.83	**1.00**
CS 复合肥	16.76	18.16	**1.40**	4.67	4.66	**-0.01**	4.90	6.06	**1.16**
CS 农药	29.23	27.75	**-1.48**	10.15	10.57	**0.42**	8.58	8.36	**-0.22**
CS 磷肥及磷化工	19.82	17.85	**-1.97**	6.31	5.24	**-1.07**	5.04	5.52	**0.48**
CS 涤纶	12.08	14.10	**2.02**	8.32	-3.41	**-11.73**	5.72	-3.99	**-9.71**
CS 氨纶	22.37	23.40	**1.03**	10.89	12.48	**1.59**	9.03	13.54	**4.51**
CS 粘胶	14.04	7.32	**-6.72**	-1.48	-4.79	**-3.31**	-1.14	-3.67	**-2.53**
CS 绵纶	7.81	9.16	**1.35**	2.52	0.97	**-1.55**	8.93	2.65	**-6.28**
CS 碳纤维	63.69	65.93	**2.24**	39.27	40.95	**1.68**	19.24	14.50	**-4.74**
CS 纯碱	25.43	12.60	**-12.83**	9.16	-6.04	**-15.20**	4.26	-177.56	**-181.82**
CS 氯碱	11.67	10.23	**-1.44**	7.34	2.29	**-5.05**	7.27	1.70	**-5.57**

CS 无机盐	25.43	24.60	-0.83	8.94	6.82	-2.12	7.68	5.18	-2.50
CS 其他化学原料	19.61	19.47	-0.14	7.36	6.75	-0.61	4.67	3.34	-1.33
CS 钛白粉	24.90	21.93	-2.97	11.63	9.09	-2.54	9.56	6.65	-2.91
CS 日用化学品	35.71	36.51	0.80	8.30	8.34	0.04	8.58	1.63	-6.95
CS 民爆用品	32.48	32.76	0.28	10.67	9.97	-0.70	6.02	5.65	-0.37
CS 涂料油墨颜料	34.67	34.23	-0.44	10.51	8.75	-1.76	8.78	7.04	-1.74
CS 印染化学品	36.20	30.30	-5.90	17.37	8.91	-8.46	11.64	6.49	-5.15
CS 其他化学制品Ⅲ	30.06	30.04	-0.02	12.65	12.55	-0.10	10.91	8.45	-2.46
CS 食品及饲料添加剂	33.15	33.43	0.28	11.94	11.92	-0.02	8.98	7.80	-1.18
CS 电子化学品	37.60	35.30	-2.30	19.57	12.88	-6.69	9.33	5.89	-3.44
CS 锂电化学品	27.25	26.80	-0.45	14.64	10.93	-3.71	8.79	5.47	-3.32
CS 氟化工	30.55	25.51	-5.04	14.66	10.69	-3.97	10.10	5.79	-4.31
CS 有机硅	29.80	28.88	-0.92	15.27	14.20	-1.07	15.78	10.10	-5.68
CS 聚氨酯	26.35	23.39	-2.96	12.83	11.12	-1.71	11.21	6.92	-4.29
CS 橡胶助剂	18.52	18.21	-0.31	6.09	6.86	0.77	5.06	4.93	-0.13
CS 改性塑料	16.13	20.35	4.22	4.58	8.00	3.42	6.48	14.29	7.81
CS 合成树脂	26.54	24.25	-2.29	11.98	9.55	-2.43	8.28	6.12	-2.16
CS 膜材料	20.73	23.64	2.91	1.01	0.74	-0.27	4.57	4.61	0.04
CS 其他塑料制品	21.77	21.24	-0.53	8.12	4.84	-3.28	5.69	2.29	-3.40
CS 轮胎	19.70	21.80	2.10	5.85	7.10	1.25	7.15	7.69	0.54
CS 橡胶制品	32.56	33.70	1.14	13.62	15.01	1.39	8.13	8.13	0.00

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5.2 资产负债表：细分子行业产能扩张情况尚可，整体负债水平健康

截至 2020 年前三季度，中信基础化工行业的 33 个细分子行业中，30 个子行业固定资产（合计）实现同比增长，其中氨纶行业和碳纤维行业固定资产（合计）大幅增长，超过 100%。氨纶行业固定资产的同比增长主要来源于华峰氨纶资产重组；碳纤维行业固定资产的大幅增长主要来源于中简科技的募投项目转固。24 个子行业在建工程（合计）实现同比增长，产能扩张情况尚可，其中有机硅行业在建工程增速超过 100%。

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，其中其他化学原料及聚氨酯行业该项比值较大，超过 50%，且均较上年同期比值有进一步上升，扩产势头强劲。

表 4 中信基础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	2019Q3 固定资产（亿元）	2020Q3 固定资产（亿元）	同比增长（%）	2019Q3 在建工程（亿元）	2020Q3 在建工程（亿元）	同比增长（%）	2019Q3 在建工程/固定资产（%）	2020Q3 在建工程/固定资产（%）
CS 氮肥	1,151.96	1,475.79	28.11%	133.07	232.73	74.89%	11.55%	15.77%
CS 钾肥	529.82	114.87	-78.32%	112.70	13.48	-88.04%	21.27%	11.74%
CS 复合肥	173.94	174.22	0.16%	17.44	22.70	30.16%	10.03%	13.03%

CS 农药	506.47	517.28	2.13%	102.23	135.05	32.10%	20.18%	26.11%
CS 磷肥及磷化工	414.98	429.00	3.38%	65.75	61.82	-5.98%	15.84%	14.41%
CS 涤纶	29.73	29.46	-0.91%	6.00	4.54	-24.33%	20.18%	15.41%
CS 氨纶	19.85	72.18	263.63%	9.18	3.49	-61.98%	46.25%	4.84%
CS 粘胶	269.05	292.59	8.75%	45.62	17.12	-62.47%	16.96%	5.85%
CS 维纶	33.43	56.24	68.23%	9.34	15.58	66.81%	27.94%	27.70%
CS 碳纤维	7.50	16.35	118.00%	8.89	7.07	-20.47%	118.53%	43.24%
CS 纯碱	253.05	303.93	20.11%	35.35	37.93	7.30%	13.97%	12.48%
CS 氯碱	688.51	857.34	24.52%	133.75	148.86	11.30%	19.43%	17.36%
CS 无机盐	66.61	68.04	2.15%	8.51	14.79	73.80%	12.78%	21.74%
CS 其他化学原料	147.16	171.35	16.44%	119.81	220.50	84.04%	81.41%	128.68%
CS 钛白粉	101.96	122.44	20.09%	26.42	24.59	-6.93%	25.91%	20.08%
CS 日用化学品	59.58	59.75	0.29%	14.35	21.06	46.76%	24.09%	35.25%
CS 民爆用品	155.59	165.99	6.68%	19.24	34.53	79.47%	12.37%	20.80%
CS 涂料油墨颜料	53.98	62.38	15.56%	11.91	15.39	29.22%	22.06%	24.67%
CS 印染化学品	134.65	139.92	3.91%	33.12	34.23	3.35%	24.60%	24.46%
CS 其他化学制品Ⅲ	202.93	231.72	14.19%	55.88	88.91	59.11%	27.54%	38.37%
CS 食品及饲料添加剂	264.61	289.53	9.42%	54.62	59.18	8.35%	20.64%	20.44%
CS 电子化学品	68.82	87.12	26.59%	31.06	41.49	33.58%	45.13%	47.62%
CS 锂电化学品	89.28	137.28	53.76%	48.04	59.34	23.52%	53.81%	43.23%
CS 氟化工	86.79	99.36	14.48%	30.21	39.97	32.31%	34.81%	40.23%
CS 有机硅	19.38	25.29	30.50%	2.49	5.51	121.29%	12.85%	21.79%
CS 聚氨酯	381.97	432.39	13.20%	207.46	363.86	75.39%	54.31%	84.15%
CS 橡胶助剂	55.22	56.75	2.77%	5.99	5.29	-11.69%	10.85%	9.32%
CS 改性塑料	141.06	147.64	4.66%	14.22	16.40	15.33%	10.08%	11.11%
CS 合成树脂	227.97	315.31	38.31%	97.56	48.82	-49.96%	42.80%	15.48%
CS 膜材料	186.55	185.40	-0.62%	27.38	36.68	33.97%	14.68%	19.78%
CS 其他塑料制品	100.59	115.98	15.30%	17.54	22.22	26.68%	17.44%	19.16%
CS 轮胎	338.64	367.97	8.66%	56.79	57.66	1.53%	16.77%	15.67%
CS 橡胶制品	128.16	179.62	40.15%	55.56	87.68	57.81%	43.35%	48.81%

资料来源：Wind，山西证券研究所

截至 2020 年第三季度，中信基础化工行业的 33 个细分子行业中，18 个子行业资产负债率同比上升，15 个子行业资产负债率有所下降，行业整体负债率水平较为健康。

表 5 中信基础化工细分子行业资产负债率变化情况

三级子行业	2019Q3 资产负债率（%）	2020Q3 资产负债率（%）	相对提高（百分点）
CS 氮肥	56.12	48.65	-7.47
CS 钾肥	34.23	31.35	-2.88
CS 复合肥	40.37	47.74	7.37
CS 农药	37.04	37.98	0.94
CS 磷肥及磷化工	56.20	56.55	0.35
CS 涤纶	50.92	41.54	-9.38

CS 氨纶	35.10	40.53	5.43
CS 粘胶	49.46	50.60	1.14
CS 绵纶	60.94	55.88	-5.06
CS 碳纤维	18.62	13.67	-4.95
CS 纯碱	49.10	51.66	2.56
CS 氯碱	39.65	39.58	-0.07
CS 无机盐	30.24	30.79	0.55
CS 其他化学原料	36.64	38.80	2.16
CS 钛白粉	35.46	31.87	-3.59
CS 日用化学品	38.42	36.47	-1.95
CS 民爆用品	37.50	40.44	2.94
CS 涂料油墨颜料	33.68	35.95	2.27
CS 印染化学品	20.19	22.58	2.39
CS 其他化学制品Ⅲ	32.39	29.10	-3.29
CS 食品及饲料添加剂	32.73	35.04	2.31
CS 电子化学品	23.53	23.27	-0.26
CS 锂电化学品	41.63	41.22	-0.41
CS 氟化工	32.36	35.38	3.02
CS 有机硅	30.41	27.12	-3.29
CS 聚氨酯	22.95	27.52	4.57
CS 橡胶助剂	40.45	38.77	-1.68
CS 改性塑料	42.99	42.45	-0.54
CS 合成树脂	31.43	33.27	1.84
CS 膜材料	32.15	32.86	0.71
CS 其他塑料制品	33.19	37.38	4.19
CS 轮胎	54.90	54.58	-0.32
CS 橡胶制品	32.25	33.30	1.05

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5.3 现金流量表：16 个细分子行业经营性现金流实现改善

2020 年前三季度，中信基础化工行业的 33 个细分子行业中，16 个子行业经营性现金流净额实现同比增长，其中橡胶制品、膜材料、改性塑料、氨纶及粘胶行业同比增长超过 100%，经营性现金流得到明显改善。14 个子行业较上年同期进一步扩大投资规模，其中印染化学品、碳纤维、有机硅、氨纶及膜材料行业投资性现金流净额同比增速超过 100%。

表 6 中信基础化工细分子行业经营性现金流净额及投资性现金流净额变化情况

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（%）
CS 氮肥	64.07	142.47	122.37%	-70.36	-193.42	174.90%

CS 钾肥	20.77	8.77	-57.78%	-1.71	23.10	-1450.88%
CS 复合肥	32.09	49.83	55.28%	-27.96	-19.72	-29.47%
CS 农药	68.25	106.25	55.68%	-103.47	-71.61	-30.79%
CS 磷肥及磷化工	52.10	48.28	-7.33%	-33.03	-30.40	-7.96%
CS 涤纶	7.49	1.23	-83.58%	-6.71	7.09	-205.66%
CS 氨纶	6.26	20.82	232.59%	-4.61	-19.64	326.03%
CS 粘胶	5.11	16.08	214.68%	-18.58	-5.83	-68.62%
CS 绵纶	11.69	23.69	102.65%	-9.05	-11.42	26.19%
CS 碳纤维	5.91	2.79	-52.79%	-0.73	-12.16	1565.75%
CS 纯碱	24.60	24.42	-0.73%	-13.96	-8.64	-38.11%
CS 氯碱	123.19	124.22	0.84%	-77.47	9.18	-111.85%
CS 无机盐	10.01	5.34	-46.65%	-8.61	-14.28	65.85%
CS 其他化学原料	36.46	15.95	-56.25%	-76.68	-53.27	-30.53%
CS 钛白粉	15.50	16.98	9.55%	-10.36	-10.11	-2.41%
CS 日用化学品	10.86	5.06	-53.41%	-12.86	-15.93	23.87%
CS 民爆用品	14.41	27.18	88.62%	-22.05	-34.04	54.38%
CS 涂料油墨颜料	5.25	-9.90	-288.57%	-10.73	-9.08	-15.38%
CS 印染化学品	68.15	42.59	-37.51%	0.40	-14.35	3687.50%
CS 其他化学制品Ⅲ	33.30	25.19	-24.35%	-65.12	-67.48	3.62%
CS 食品及饲料添加剂	51.73	52.65	1.78%	-33.73	-59.70	76.99%
CS 电子化学品	19.74	19.79	0.25%	-27.29	-36.30	33.02%
CS 锂电化学品	13.00	22.34	71.85%	-36.79	-28.51	-22.51%
CS 氟化工	17.76	9.84	-44.59%	-27.03	-0.92	-96.60%
CS 有机硅	5.39	0.89	-83.49%	-0.77	-12.48	1520.78%
CS 聚氨酯	136.66	82.78	-39.43%	-161.48	-190.94	18.24%
CS 橡胶助剂	8.43	2.64	-68.68%	-9.48	-6.31	-33.44%
CS 改性塑料	24.01	81.79	240.65%	-54.64	-34.25	-37.32%
CS 合成树脂	31.07	46.54	49.79%	-48.04	-17.30	-63.99%
CS 膜材料	3.16	28.52	802.53%	-9.19	-29.93	225.68%
CS 其他塑料制品	7.99	7.89	-1.25%	-19.47	-20.92	7.45%
CS 轮胎	58.00	75.13	29.54%	-50.71	-47.71	-5.92%
CS 橡胶制品	18.31	422.62	2208.14%	-47.79	-32.50	-31.99%

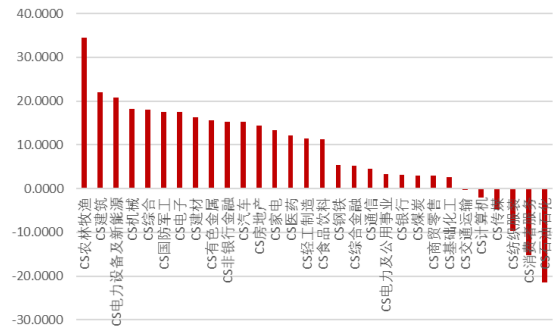
资料来源：Wind，山西证券研究所

4.基础化工行业 2020 年第三季度业绩表现

4.1 基础化工行业需求复苏、景气回升趋势明显

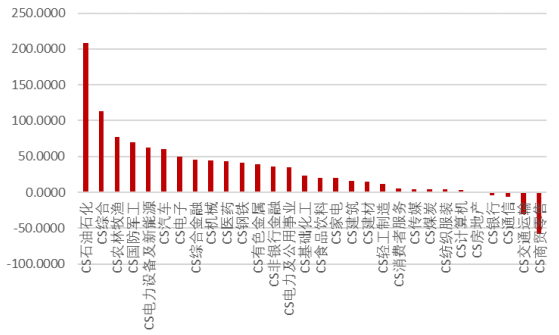
我们统计了 2020 年第三季度中信各二级行业营收及归母净利润同比增长情况。在第三季度，疫情对经济的影响逐渐消退，30 个二级行业中有 24 个行业营业收入同比增速为正，其中以农林牧渔增速最高，超过 30%；26 个行业归母净利润同比增速为正，其中石油石化、综合行业增速较高，超过 100%。

图 24：各二级行业 2020 年 Q3 营业收入同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

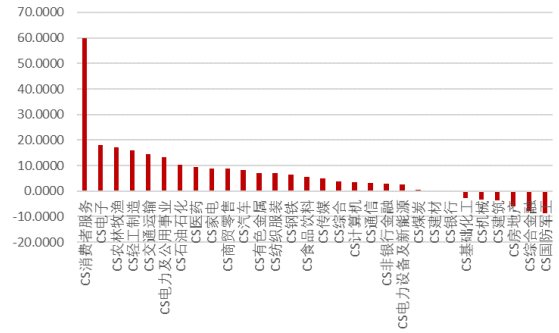
图 25：各二级行业 2020 年 Q3 归母净利润同比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

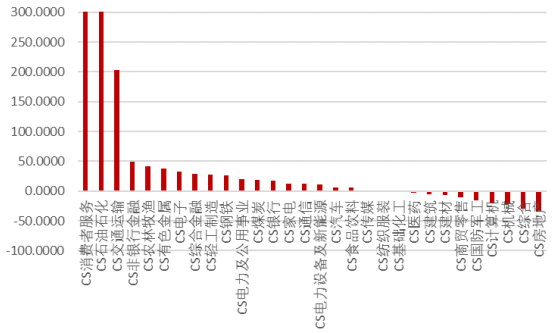
我们还统计了 2020 年第三季度中信各二级行业营收及归母净利润环比增长情况。30 个二级行业中有 23 个行业营收环比增速为正，其中消费者服务行业环比增速最高，超过 50%；19 个行业归母净利润环比增速为正，其中消费者服务、石油石化及交通运输行业增速超过 100%。基础化工行业在 2020 年二季度回暖明显，三季度平稳运行，2020 年第三季度营业收入环比下降 2.70%，归母净利润环比下降 1.74%，整体排名靠后。

图 26：各二级行业 2020 年 Q3 营业收入环比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

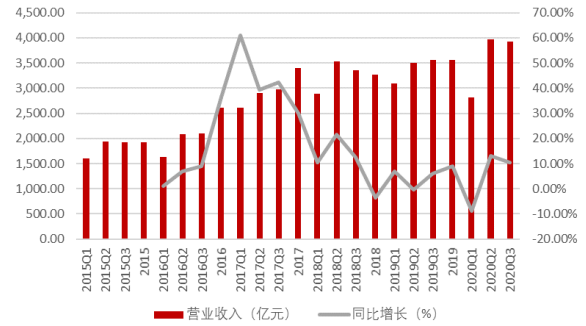
图 27：各二级行业 2020 年 Q3 归母净利润环比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

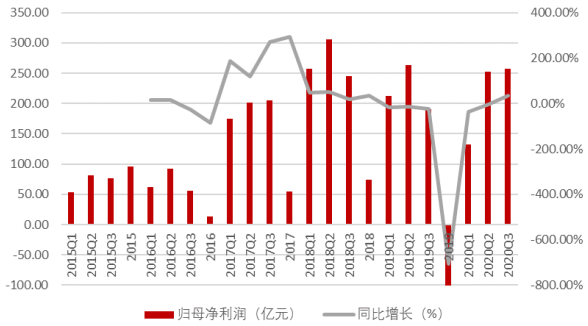
2020 年第三季度，中信基础化工行业合计实现营业收入 3,925.48 亿元，较上年同期增长 10.35%；合计实现归母净利润 256.87 亿元，较上年同期增长 34.70%。基础化工行业二季度单季营收创 2015 年以来的新高，增速打破了自 2018 年以来连续下降的趋势，三季度继续维持较高水平；归母净利润同样处于近几年单季归母净利润的较高范围，并相较上年同期实现正增长，扭转了前两季度的同比负增长趋势，化工行业景气继续回升。

图 28：中信基础化工行业单季营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 29：中信基础化工行业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 年第三季度业绩表现

第三季度各细分子行业生产经营情况进一步回暖。由下表可见，2020 年第三季度，中信基础化工行业 33 个细分子行业中的 28 个行业营业收入环比增速为正，其中绵纶、钛白粉行业环比增速较高，超过 30%；24 个子行业营业收入同比增速为正，其中氨纶行业同比增速最高，超过 100%，其次为碳纤维及锂电化学品行业，同比增速超过 30%。

表 7 中信基础化工细分子行业营业收入变化情况

三级子行业	2019Q3 营业收入（亿元）	2020Q2 营业收入（亿元）	2020Q3 营业收入（亿元）	环比增长（%）	同比增长（%）
CS 氮肥	442.06	705.22	557.66	-20.92%	26.15%
CS 钾肥	60.90	66.61	68.00	2.08%	11.65%
CS 复合肥	178.38	162.46	169.08	4.07%	-5.21%
CS 农药	335.53	422.60	355.06	-15.98%	5.82%
CS 磷肥及磷化工	212.69	237.40	243.74	2.67%	14.60%
CS 涤纶	24.79	15.48	18.27	18.02%	-26.30%
CS 氨纶	11.80	34.74	38.44	10.65%	225.76%
CS 粘胶	77.62	62.37	74.18	18.94%	-4.43%
CS 绵纶	46.73	33.87	50.27	48.42%	7.58%
CS 碳纤维	5.85	7.34	7.93	8.04%	35.56%
CS 纯碱	63.44	68.55	72.17	5.28%	13.76%
CS 氯碱	505.95	472.97	491.20	3.85%	-2.92%
CS 无机盐	27.32	24.55	26.34	7.29%	-3.59%
CS 其他化学原料	101.74	104.32	101.75	-2.46%	0.01%
CS 钛白粉	49.23	40.79	56.13	37.61%	14.02%
CS 日用化学品	115.70	113.48	104.36	-8.04%	-9.80%
CS 民爆用品	79.33	85.27	91.31	7.08%	15.10%
CS 涂料油墨颜料	45.03	51.09	56.67	10.92%	25.85%

CS 印染化学品	111.54	61.57	73.98	20.16%	-33.67%
CS 其他化学制品Ⅲ	169.86	187.44	190.69	1.73%	12.26%
CS 食品及饲料添加剂	99.86	108.95	102.32	-6.09%	2.46%
CS 电子化学品	45.73	49.23	57.14	16.07%	24.95%
CS 锂电化学品	48.52	49.75	63.13	26.89%	30.11%
CS 氟化工	60.12	57.04	61.28	7.43%	1.93%
CS 有机硅	23.35	22.50	25.62	13.87%	9.72%
CS 聚氨酯	185.33	168.02	199.78	18.90%	7.80%
CS 橡胶助剂	41.09	30.78	36.49	18.55%	-11.19%
CS 改性塑料	125.89	189.46	152.24	-19.65%	20.93%
CS 合成树脂	67.51	74.89	86.62	15.66%	28.31%
CS 膜材料	80.17	69.09	77.92	12.78%	-2.81%
CS 其他塑料制品	66.72	58.44	70.42	20.50%	5.55%
CS 轮胎	162.38	163.97	181.51	10.70%	11.78%
CS 橡胶制品	190.87	184.48	208.91	13.24%	9.45%

资料来源：Wind，山西证券研究所

归母净利润方面，中信基础化工行业 33 个细分子行业中的 19 个环比增速为正，其中绵纶、橡胶助剂、氯碱、橡胶制品、磷肥及磷化工行业环比增速较高，超过 100%，较二季度盈利情况有明显改善；22 个子行业同比增速为正，其中钾肥、氨纶、氮肥、改性塑料及橡胶助剂行业同比增速较高，超过 100%。

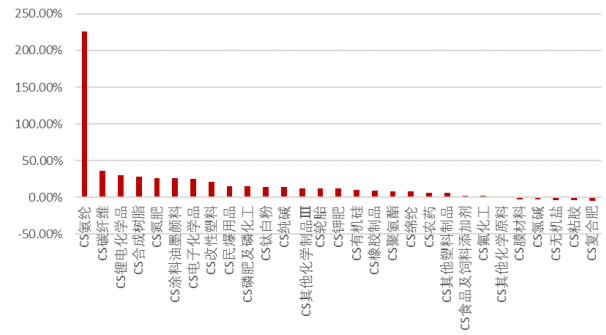
表 8 中信基础化工细分子行业归母净利润变化情况

三级子行业	2019Q3 归母净利润（亿元）	2020Q2 归母净利润（亿元）	2020Q3 归母净利润（亿元）	环比增长（%）	同比增长（%）
CS 氮肥	-11.10	11.59	15.78	36.15%	242.19%
CS 钾肥	0.53	7.68	8.17	6.38%	1441.51%
CS 复合肥	2.48	7.33	3.60	-50.93%	45.04%
CS 农药	19.78	31.41	19.04	-39.38%	-3.74%
CS 磷肥及磷化工	3.63	2.96	6.01	103.04%	65.56%
CS 涤纶	1.72	0.16	-1.91	-1293.75%	-211.05%
CS 氨纶	1.20	3.92	5.76	46.94%	380.40%
CS 粘胶	0.63	-1.61	0.95	-159.01%	50.79%
CS 绵纶	0.77	0.13	1.04	700.00%	35.06%
CS 碳纤维	1.80	2.78	2.51	-9.71%	39.44%
CS 纯碱	4.38	-1.36	-1.00	26.47%	-122.83%
CS 氯碱	16.03	8.58	21.56	151.28%	34.50%
CS 无机盐	1.56	1.87	1.16	-37.97%	-25.64%
CS 其他化学原料	7.29	7.56	8.01	5.95%	9.88%
CS 钛白粉	9.71	4.77	7.55	58.28%	-22.25%
CS 日用化学品	4.84	5.33	-2.63	-149.34%	-154.34%
CS 民爆用品	5.53	8.84	7.55	-14.59%	36.53%

CS 涂料油墨颜料	4.61	6.15	5.83	-5.20%	26.46%
CS 印染化学品	18.29	13.36	12.52	-6.29%	-31.55%
CS 其他化学制品Ⅲ	16.81	19.71	16.17	-17.96%	-3.81%
CS 食品及饲料添加剂	8.54	13.10	9.02	-31.15%	5.62%
CS 电子化学品	7.40	7.39	9.35	26.52%	26.35%
CS 锂电化学品	5.74	6.80	8.87	30.44%	54.53%
CS 氟化工	4.52	1.78	1.75	-1.69%	-61.28%
CS 有机硅	3.35	2.57	2.88	12.06%	-14.03%
CS 聚氨酯	24.31	14.71	26.79	82.12%	10.20%
CS 橡胶助剂	1.59	0.87	3.30	279.31%	107.55%
CS 改性塑料	6.15	36.02	18.54	-48.53%	201.46%
CS 合成树脂	12.94	14.01	14.65	4.57%	13.21%
CS 膜材料	2.89	2.50	4.45	78.00%	53.98%
CS 其他塑料制品	4.42	3.49	4.14	18.62%	-6.33%
CS 轮胎	13.27	14.62	20.15	37.82%	51.85%
CS 橡胶制品	5.00	4.64	9.60	106.90%	92.00%

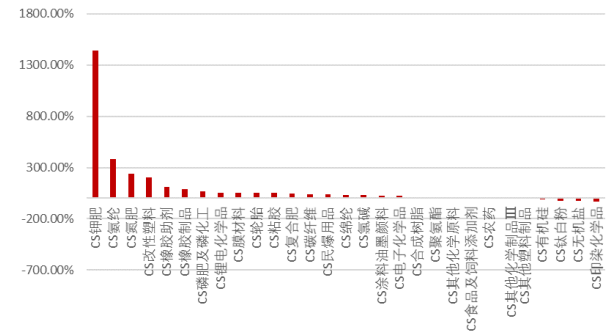
资料来源：Wind，山西证券研究所

图 30：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 31：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

2020 年以来化工行业在疫情全球蔓延、需求受到重创的背景下景气程度一度触底，随着疫情影响的逐渐淡化，化工品供需均有所回暖，尤其是国内疫情控制良好使得内需恢复良好，产品价格指数触底回升，行业景气持续回暖。在整体景气程度触底回升的背景下，基础化工各细分子行业表现分化，我们在下表统计了 2020 年前三季度各业绩指标表现优异的细分子行业，综合各业绩指标，2020 年前三季度景气程度最高的细分子行业为改性塑料行业。

表 9 细分子行业表现分化

指标	细分子行业
营业收入	氨纶、改性塑料、碳纤维、合成树脂、氮肥

归母净利润	钾肥、改性塑料、氨纶、膜材料
毛利率	改性塑料、氮肥、膜材料
净利率	氮肥、改性塑料、钾肥
在建工程	有机硅
经营性现金流净额	橡胶制品、膜材料、改性塑料、氨纶、粘胶

资料来源：Wind，山西证券研究所

截至目前，新冠肺炎疫情仍然在全球肆虐，对化工品的全球供需仍然存在较大的影响。2020 年 11 月 9 日，美国辉瑞制药公司宣布其与德国生物科技 BioNTech 联合研制的对抗新冠疫情的疫苗第三期临床试验效果超过 90%，2021 年将生产 13 亿剂疫苗，该消息将大幅提升全球经济回暖、需求复苏预期。展望后市，全球化工品需求复苏有望继续改善化工产品供需格局，行业景气程度继续回升，建议关注近需求端投资机会及出口型化工企业投资机会。在化工新材料方面，我们应更多关注石化和化工行业十四五规划指南发布会上提出的重点发展产业。综上，我们建议关注具备如下特点的行业及公司：

（1）需求复苏带来的近需求端机会。化工品需求持续复苏将有望带来近需求端细分子行业的业绩进一步回暖，如房地产及基建复苏带来的钛白粉、有机硅需求复苏；汽车产业链复苏带来的轮胎、聚氨酯需求复苏。**建议关注龙蟒佰利（002601.SZ）、万华化学（600309.SH）。**

（2）出口型化工企业投资机会。辉瑞制药公司新冠疫苗研制的重大进展有望开启化工品外需快速复苏，对出口型化工企业带来投资机会；同时，在疫情影响下化工行业集中度加速提升，龙头企业将获得更大优势。**建议关注龙蟒佰利（002601.SZ）、新和成（002001.SZ）。**

（3）“十四五”规划重点发展的新材料产业。在 2020 年 8 月召开的石化和化工行业“十四五”规划指南发布会上，石油和化学工业规划院李岩详细介绍了化工新材料行业“十四五”发展重点和实施路径等。“十四五”重点发展产业包括高端聚烯烃、工程塑料、生物可降解材料、特种合成橡胶、高性能化学纤维、功能性膜材料、电子化学品、无机新材料等。**建议关注万润股份（002643.SZ）、光威复材（300699.SZ）。**

5.风险提示

宏观经济不及预期风险，新冠疫情全球大范围扩张风险，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。本报告清晰准确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。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止我司员工将我司证券研究报告私自提供给未经我司授权的任何公众媒体或者其他机构；禁止任何公众媒体或者其他机构未经授权私自刊载或者转发我司的证券研究报告。刊载或者转发我司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示我司证券研究业务客户不要将我司证券研究报告转发给他人，提示我司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知我司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

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
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
电话：010-83496336