基础化工

基础化工行业 2020 年上半年业绩综述

报告原因：深度报告

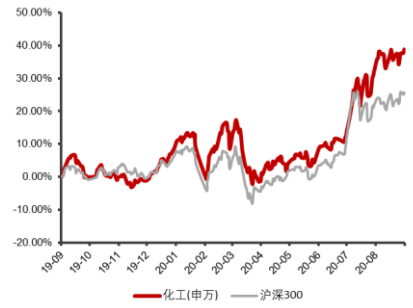
后疫情时代，关注需求复苏带来的投资机会

看好

2020 年 9 月 2 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，一方面，自八月初 OPEC+放松减产，原油供给量增加；另一方面，随着全球疫情的逐步稳定及疫苗的陆续研制，需求逐步复苏，原油价格在相对较低位置缓慢震荡上行。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，并于二季度逐步回暖。（2）需求端：2020 年上半年化工行业几大需求端除涉及外贸的部分外，其他方面均在从疫情影响中逐步恢复，需求逐渐回暖。
- **基础化工行业 2020 年上半年业绩表现。**（1）化工行业 2020 年上半年营业收入同比下滑 20.75%，归母净利润同比下滑 70.76%，在所有申万一级行业中业绩增速排名靠后。（2）整体看来，营收及净利润增速持续下滑，行业景气度触底；在建工程数据回暖，经营性现金流持续稳定上升，行业整体回暖趋势显现。（3）细分子行业表现分化，综合各业绩指标，2019 年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 年第二季度业绩表现。**二季度企业复工复产比例较高，疫情对经济的影响逐渐消退。受石油化工业绩拖累，化工行业 2020 年第二季度营业收入同比下降 22.64%，归母净利润同比下降 41.95%，在所有申万一级行业中排名靠后。剔除石油化工影响后，行业二季度单季营收增速打破了自 2018 年以来连续下降的趋势，归母净利润相较上年同期实现正增长，基础化工行业需求复苏、景气回升趋势明显。
- **投资建议。**后疫情时代的需求复苏有望改善化工产品供需格局，行业景气程度有望触底回升，建议关注需求复苏带来的投资机会。同时，全球疫情仍然未能得到完全控制，我们仍需考虑疫情带来的风险，寻找抗风险属性较强的细分子行业。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；（2）需求复苏带来的近需求端机会；（3）受益行业集中度提升的头部企业；（4）拥有进口替代逻辑的新材料行业。**建议关注扬农化工（600486.SH）、新和成（002001.SZ）、龙蟒佰利（002601.SZ）、万华化学（600309.SH）、万润股份（002643.SZ）、泰和新材（002254.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：供需两端有望共同扩张，引领油价震荡运行 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 8

2.1 一季度疫情影响固定资产投资受阻，二季度逐步回暖 8

2.2 内需逐步回暖，外贸仍受疫情影响 9

3. 基础化工行业 2020 年上半年业绩表现 10

3.1 2020 年上半年化工行业业绩表现排名靠后 10

3.2 利润表：营收及净利润增速持续下滑，行业景气度触底 11

3.3 资产负债表：在建工程回暖，二季度去库存明显 12

3.4 现金流量表：经营性现金流持续稳定上升，筹资性现金流大幅增长 14

3.5 细分子行业 2020 年上半年业绩表现 14

3.5.1 利润表：改性塑料行业上半年需求增长，盈利能力相对突出 14

3.5.2 资产负债表：细分子行业产能扩张情况尚可，资产负债率多上升 17

3.5.3 现金流量表：过半细分子行业经营性现金流实现改善 19

4.基础化工行业 2020 年第二季度业绩表现 20

4.1 基础化工行业需求复苏、景气回升趋势明显 20

4.2 细分子行业 2020 年第二季度业绩表现 21

5.投资建议 24

5.风险提示 25

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（%）.....9
图 5：2015 年至今房地产销售面积及新开工面积.....10
图 6：2015 年至今汽车产量累计值及其累计增速.....10
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 2020H1 营业收入同比增速（%）.....11
图 10：申万一级行业 2020H1 归母净利润同比增速（%）.....11
图 11：SW 化工（除石油化工）营收及增速.....11
图 12：SW 化工（除石油化工）归母净利润及增速.....11
图 13：2015H1-2020H1 总费用率（包含研发费用，%）.....12
图 14：2015H1-2020H1 三项费用率（包含研发费用，%）.....12
图 15：2015H1-2019H1 化工行业毛利率、净利率（%）.....12
图 16：2015H1-2019H1 化工行业 ROE（%）.....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 Q2 营业收入同比增速（%） 20
图 25：各一级行业 2020 年 Q2 归母净利润同比增速（%） 20
图 26：各一级行业 2020 年 Q2 营业收入环比增速（%） 21
图 27：各一级行业 2020 年 Q2 归母净利润环比增速（%） 21
图 28：SW 化工（除石油化工）单季营收及增速 21
图 29：SW 化工（除石油化工）单季归母净利润及增速 21
图 30：各细分子行业单季营收同比增速排行（%） 24
图 31：各细分子行业单季归母净利润同比增速排行（%） 24

表 1 重要化工品价格变化情况（价格数据截止到 2020 年 8 月 27 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 22
表 8 SW 化工（除石油化工）细分子行业归母净利润变化情况 23
表 9 细分子行业表现分化 24

1. 重要化工品价格走势

1.1 原油价格走势：供需两端有望共同扩张，引领油价震荡运行

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。截至目前，一方面，自八月初 OPEC+放松减产，原油供给量增加；另一方面，随着全球疫情的逐步稳定及疫苗的陆续研制，需求逐步复苏，原油价格在相对较低位置缓慢震荡上行。

图 1：2015 年至今 WTI 及 BRENT 原油价格走势（美元/桶）



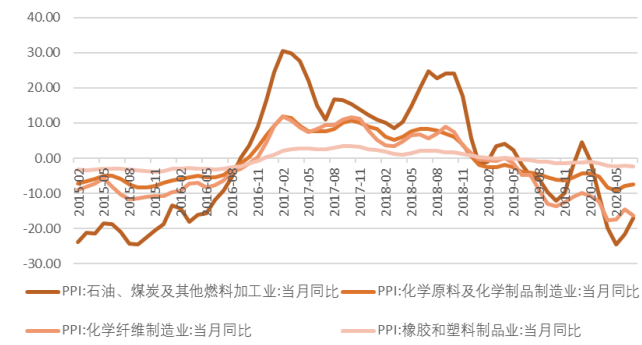
资料来源：Wind，山西证券研究所

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。

分品种来看，2020 年年初至今，我们统计的 93 个重要化工品中 28 个品种的价格实现上涨，涨幅较大的主要是受疫情及检修影响供给收缩、同时需求端具备刚性特征的维生素 A、维生素 D_3 及维生素 E 等品种，以及受需求回暖带动景气上行的 MDI、TDI 及其下游产品。与一季度相比，多数化工品产品价格降幅有所收窄，景气缓慢回升，其中石油化工相关产品降幅收窄最为明显，而维生素等品种价格走势根据各细分品种的供需格局不同而出现明显分化。

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 8 月 27 日）

品种	单位	最新价格	2019 年年初价格	2020 年年初价格	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	43.04	46.54	61.18	31.20%	-29.65%
BRENT 原油	美元/桶	45.09	54.91	66.25	20.20%	-31.94%
焦煤	元/吨	1,226.50	1,438.50	1,215.00	-16.09%	0.95%
NYMEX 天然气	美元/百万英热单位	2.58	2.96	2.13	-26.27%	21.13%
石脑油	美元/桶	397.75	442.50	528.25	19.15%	-24.70%
乙烯	美元/吨	721.00	931.00	751.00	-19.33%	-3.99%
丙烯	元/吨	856.00	942.00	831.00	-12.85%	3.01%
丁二烯	元/吨	575.00	1,185.00	960.00	-18.99%	-40.10%
苯乙烯	元/吨	665.50	978.50	896.00	-8.23%	-25.73%
纯苯	元/吨	441.50	543.00	729.00	35.27%	-39.44%
甲苯	元/吨	3,380.00	4,750.00	5,470.00	15.37%	-38.21%
纯碱氯碱						
原盐	元/吨	260.00	282.00	280.00	-0.71%	-7.14%
轻质纯碱	元/吨	1,557.00	1,957.00	1,507.00	-22.99%	3.32%
重质纯碱	元/吨	1,664.00	2,014.00	1,614.00	-19.12%	3.10%
电石	元/吨	25,70.00	2,710.00	2,650.00	-2.21%	3.77%
烧碱	元/吨	1,900.00	4,000.00	2,650.00	-33.75%	-28.30%
液氯	元/吨	820.00	10.00	320.00	2400.00	156.25%
PVC（电石法）	元/吨	6,555.00	6,535.00	6,891.00	6.38%	-4.88%
PVC（乙烯法）	元/吨	6,891.00	7,058.00	7,155.00	1.77%	-3.69%
化肥农药						
液氨	元/吨	2,950.00	3,290.00	2,880.00	-12.46%	2.43%
甲醇	元/吨	1,767.00	2,301.00	2,094.00	-7.13%	-15.62%
尿素	元/吨	1,763.40	2,045.80	1,768.20	-13.57%	-0.27%
硫酸铵	元/吨	560.00	600.00	450.00	-25.00%	24.44%
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	2,200.00	2,625.00	2,050.00	-21.90%	7.32%
氯化钾	元/吨	1,620.00	2,130.00	1,850.00	-13.15%	-12.43%
硫酸钾	元/吨	2,550.00	2,850.00	2,600.00	-8.77%	-1.92%
三聚氰胺	元/吨	5,100.00	6,700.00	5,300.00	-19.40%	-3.77%
钾肥	元/吨	1,700.00	2,450.00	2,090.00	-14.69%	-18.66%
草甘膦	元/吨	21,662.50	26,408.30	20,900.00	-20.86%	3.65%
氟化工						
氢氟酸	元/吨	7,800.00	13,000.00	9,100.00	-30.77%	-14.29%
氟化铝	元/吨	7,750.00	11,200.00	7,900.00	-29.46%	-1.90%
三氯甲烷	元/吨	1,910.00	2,430.00	2,200.00	-9.47%	-13.18%
二氯甲烷	元/吨	2,380.00	2,840.00	2,550.00	-8.45%	-6.67%
R22	元/吨	14,000.00	20,500.00	15,000.00	-29.27%	-6.67%
R134a	元/吨	17,000.00	33,000.00	21,000.00	-36.36%	-19.05%
磷化工						
磷矿石	元/吨	370.00	500.00	420.00	-16.00%	-11.90%
黄磷	元/吨	15,200.00	15,100.00	16,900.00	12.58%	-10.06%
磷酸	元/吨	5,050.00	4,950.00	5,600.00	13.13%	-9.82%
三聚磷酸钠	元/吨	5,550.00	5,100.00	6,000.00	17.65%	-7.50%
聚氨酯						
苯胺	元/吨	4,400.00	5,600.00	6,700.00	19.64%	-34.33%
甲醛	元/吨	795.00	1,195.00	1,130.00	-5.44%	-29.65%
硝酸	元/吨	1,500.00	1,625.00	1,600.00	-1.54%	-6.25%
丁二醇	元/吨	7,950.00	10,000.00	8,850.00	-11.50%	-10.17%
己二酸	元/吨	6,100.00	8,000.00	7,600.00	-5.00%	-19.74%
聚合 MDI	元/吨	14,900.00	11,450.00	12,850.00	12.23%	15.95%
纯 MDI	元/吨	15,400.00	21,650.00	16,000.00	-26.10%	-3.75%
TDI	元/吨	13,950.00	16,250.00	11,300.00	-30.46%	23.45%
硬泡聚醚	元/吨	11,550.00	9,300.00	9,000.00	-3.23%	28.33%
软泡聚醚	元/吨	13,750.00	11,700.00	10,800.00	-7.69%	27.31%
化学纤维						
PX	元/吨	549.17	928.33	841.00	-7.65%	-34.70%
PTA	元/吨	3,545.00	5,950.00	4,845.00	-18.32%	-26.83%
MEG	元/吨	3,770.00	5,060.00	5,010.00	-1.98%	-24.75%
棉花	元/吨	12,660.77	15,451.54	13,612.31	-13.49%	-6.99%
棉短绒	元/吨	3,758.00	3,778.00	3,819.00	1.48%	-1.60%
PTMEG	元/吨	16,750.00	22,250.00	17,900.00	-19.55%	-6.42%
CPL	元/吨	11,525.00	14,000.00	11,050.00	-20.00%	4.30%
涤纶短纤	元/吨	5,400.00	8,725.00	6,900.00	-20.92%	-21.74%
涤纶 FDY	元/吨	5,875.00	9,250.00	7,390.00	-20.11%	-21.72%
涤纶 DTY	元/吨	6,600.00	10,299.17	8,650.00	-15.44%	-23.70%
涤纶 POY	元/吨	5,265.00	8,274.17	7,065.00	-14.61%	-25.48%

氨纶	元/吨	30,250.00	33,500.00	32,250.00	-3.73%	-6.20%
锦纶 FDY	元/吨	13,500.00	19,100.00	14,920.00	-21.88%	-9.52%
锦纶 DTY	元/吨	15,100.00	21,183.33	16,700.00	-21.16%	-9.58%
锦纶 POY	元/吨	12,500.00	18,300.00	13,950.00	-23.77%	-10.39%
粘胶短纤	元/吨	8,500.00	13,680.00	9,500.00	-30.56%	-10.53%
粘胶长丝	元/吨	36,000.00	37,700.00	37,500.00	-0.53%	-4.00%
塑料橡胶						
LLDPE	元/吨	7,356.00	9,350.00	7,450.00	-20.32%	-1.26%
HDPE	元/吨	8,500.00	9,908.33	7,970.00	-19.56%	6.65%
LDPE	元/吨	8,926.00	9,175.00	7,600.00	-17.17%	17.45%
PP	元/吨	9,000.00	10,300.00	9,300.00	-11.65%	-3.23%
ABS	元/吨	13,550.00	13,400.00	12,780.00	-4.63%	6.03%
PA6	元/吨	34,500.00	33,500.00	34,500.00	2.99%	0.00%
PA66	元/吨	27,000.00	38,000.00	29,000.00	-23.68%	-6.90%
BOPP	元/吨	9,000.00	10,416.67	9,900.00	-4.96%	-9.09%
天然橡胶	元/吨	13,100.00	12,000.00	14,400.00	21.67%	-9.03%
丁苯橡胶	元/吨	8,200.00	11,983.33	11,320.00	-5.54%	-27.56%
顺丁橡胶	元/吨	8,266.67	12,800.00	11,250.00	-13.28%	-26.52%
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	435.00	460.00	307.50	-33.15%	41.46%
维生素 B_1	元/千克	157.50	195.00	157.50	-19.23%	0.00%
维生素 B_2	元/千克	102.50	175.00	95.00	-45.71%	7.89%
维生素 B_3	元/千克	51.00	36.50	44.50	21.92%	14.61%
维生素 B_5	元/千克	75.00	170.00	380.00	123.53%	-80.26%
维生素 B_6	元/千克	127.50	190.00	142.50	-25.00%	-10.53%
维生素 B_7	元/千克	120.00	57.50	175.00	204.35%	-31.43%
维生素 B_9	元/千克	200.00	245.00	215.00	-12.24%	-6.98%
维生素 B_{12}	元/千克	157.50	270.00	167.50	-37.96%	-5.97%
维生素 C	元/千克	26.50	33.50	26.00	-22.39%	1.92%
维生素 D_3	元/千克	185.00	340.00	92.50	-72.79%	100.00%
维生素 E	元/千克	67.50	41.00	48.50	18.29%	39.18%
维生素 K_3	元/千克	85.00	71.50	58.00	-18.88%	46.55%

资料来源：Wind，山西证券研究所

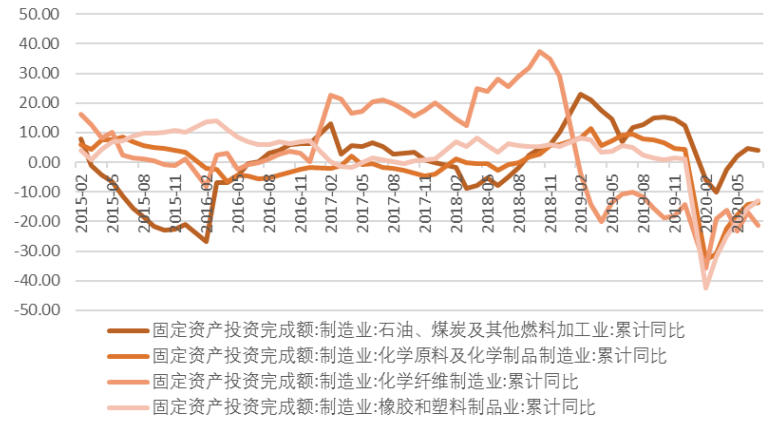
2. 行业供需情况逐步回暖，景气回升

2.1 一季度疫情影响固定资产投资受阻，二季度逐步回暖

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，二季度逐步复苏，截至 2020 年 7 月累计增速为 4.00%；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 7 月累计增速为-13.60%；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 7 月累计增速为-21.20%；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 7 月累计增速为-12.90%。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 年一季度均有所回暖，其中石油、煤炭及其他燃料加工业投资已恢复正增长。

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（%）

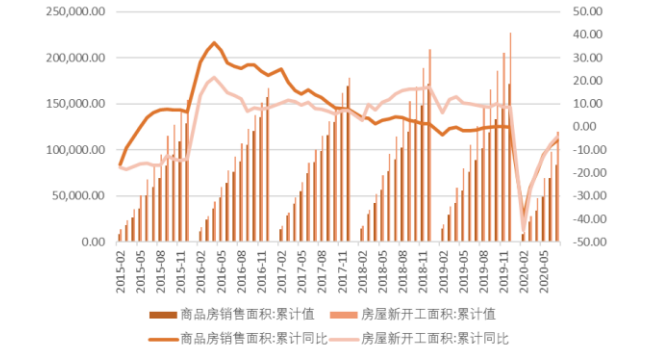


资料来源：国家统计局，山西证券研究所

2.2 内需逐步回暖，外贸仍受疫情影响

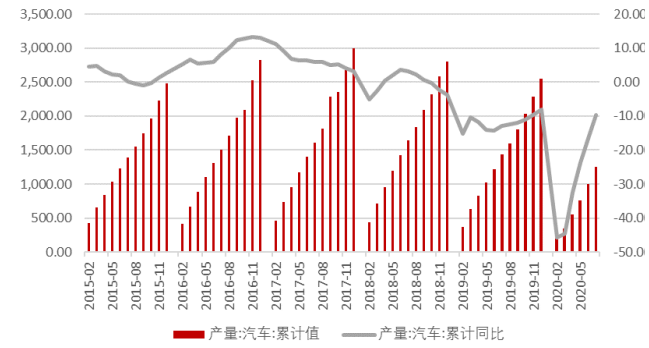
根据国家统计局数据，2020 年年初至今，商品房销售面积及房屋新开工面积均受到新冠肺炎疫情影响，呈大幅负增长态势，随着疫情影响的逐渐渐弱，两项数据降幅收窄，截至 2020 年 7 月，商品房销售面积累计下滑 5.80%，房屋新开工面积累计下滑 4.50%。汽车行业同样受到疫情重创，需求量大幅下滑，随着疫情影响渐弱，汽车产量降幅收窄，截至 2020 年 7 月，国内汽车产量累计下滑 9.70%，逐步回暖。

图 5：2015 年至今房地产销售面积及新开工面积



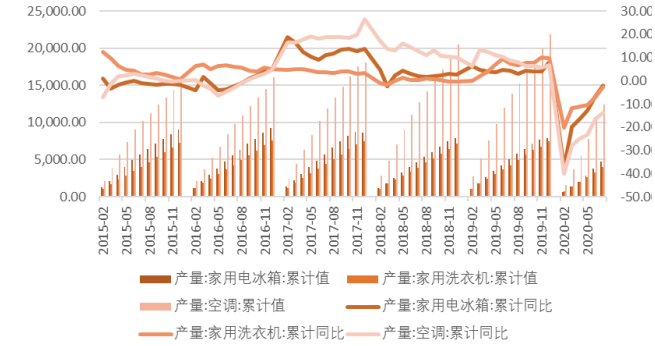
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

图 6：2015 年至今汽车产量累计值及其累计增速



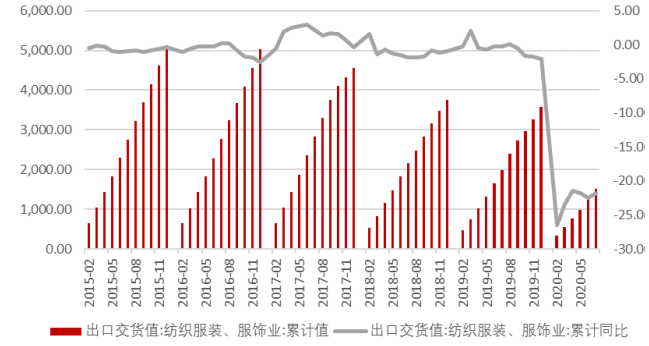
资料来源：国家统计局，山西证券研究所

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 年上半年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，虽然仍较 2019 年数据有所下行，但下滑幅度逐步收窄的趋势明显，与商品房销售面积累计同比走势保持一致。截至 2020 年 7 月，电冰箱累计生产 4,691.30 万台，累计下滑 2.00%；洗衣机累计生产 3,984.90 万台，累计下滑 2.60%，；空调累计生产 12,353.00 万台，累计下滑 14.00%。纺织服装出口交货值数据由于涉及外贸，在全球疫情仍然未能得到有效控制，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 7 月，纺织服装出口交货值累计下降 21.80%。

总的来说，2020 年上半年化工行业几大需求端除涉及外贸的部分外，其他方面均在从疫情影响中逐步恢复，需求逐渐回暖。

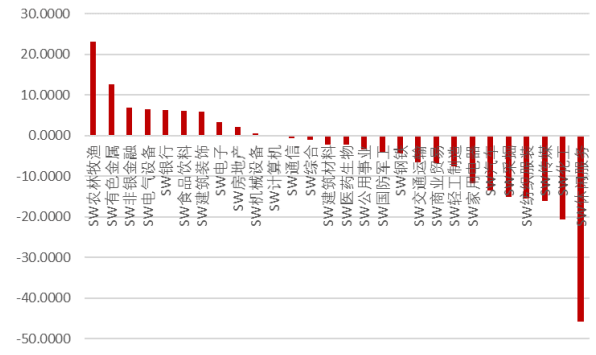
3. 基础化工行业 2020 年上半年业绩表现

3.1 2020 年上半年化工行业业绩表现排名靠后

我们统计了 2020 年上半年申万各一级行业营收及归母净利润同比增长情况。2020 年上半年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、非银金融、电气设备及银行；归母净利润同比增速排

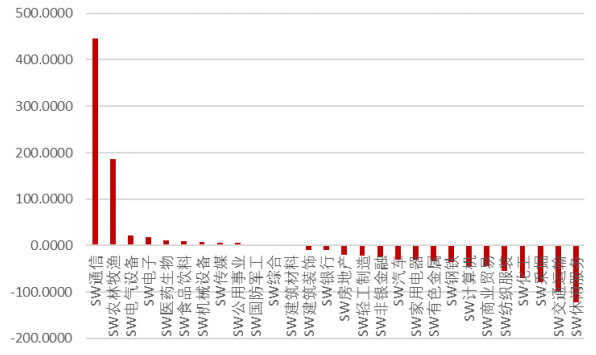
名前五的行业分别为通信、农林牧渔、电气设备、电子及医药生物。化工行业 2020 年上半年营业收入同比下滑 20.75%，归母净利润同比下滑 70.76%，业绩增速排名靠后。

图 9：申万一级行业 2020H1 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 2020H1 归母净利润同比增速（%）

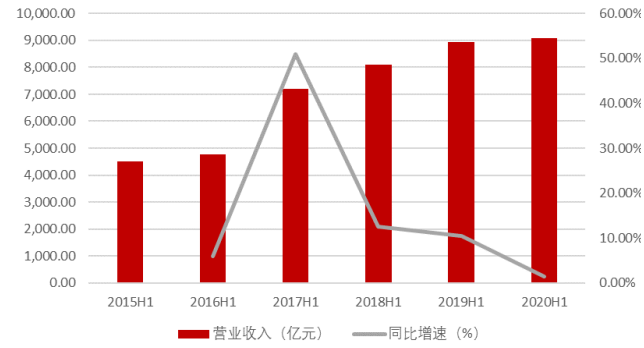


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.2 利润表：营收及净利润增速持续下滑，行业景气度触底

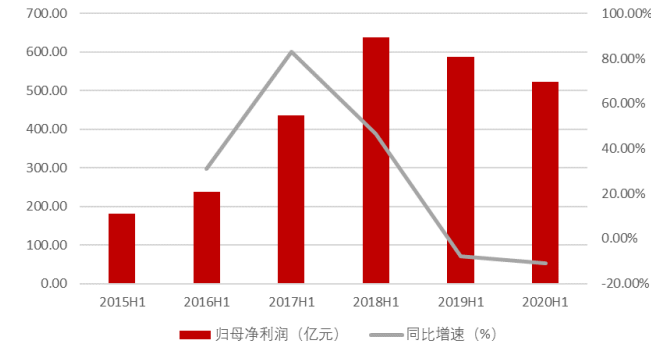
2020 年上半年，SW 化工行业（除石油化工）合计实现营业收入 9,077.29 亿元，较上年同期增长 1.38%；合计实现归母净利润 523.40 亿元，较上年同期下降 10.91%。基础化工行业上半年营收及利润增速受疫情及油价影响持续下滑，行业景气度触底。

图 11：SW 化工（除石油化工）营收及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

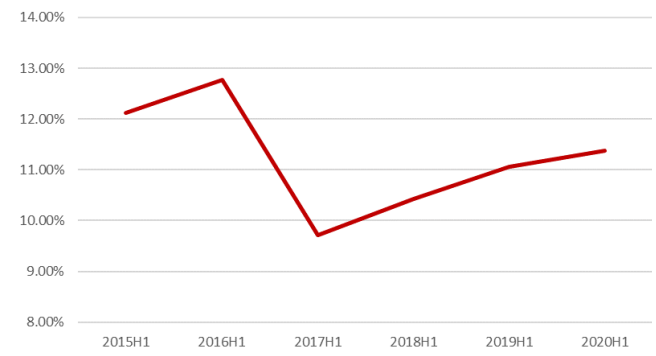
图 12：SW 化工（除石油化工）归母净利润及增速



资料来源：Wind，山西证券研究所

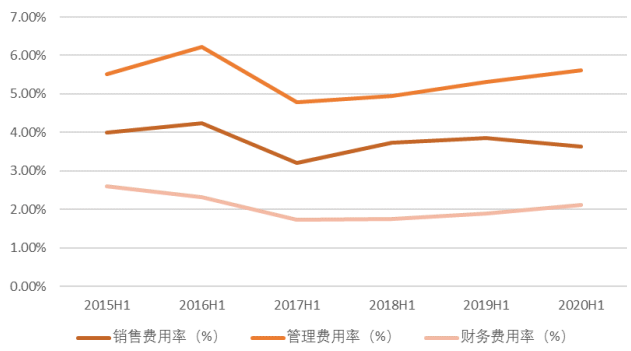
2020 年上半年，SW 化工行业（除石油化工）期间费用率（包含研发费用）为 11.37%，较上年同期略有增长，整体保持相对稳定的水平，控制良好。分项来看，2020 年上半年行业整体销售费用率、管理费用率及财务费用率分别为 3.63%、5.62%及 2.12%，均处于较为稳定的水平（注：为方便比较，我们暂时将剥离后的研发费用加入管理费用）。

图 13：2015H1-2020H1 总费用率（包含研发费用，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

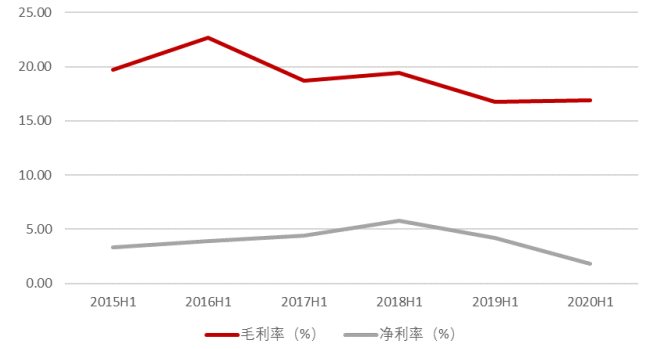
图 14：2015H1-2020H1 三项费用率（包含研发费用，%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

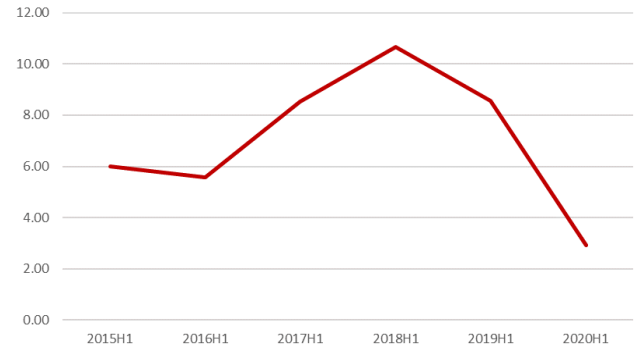
2020 年上半年 SW 化工行业销售毛利率（整体法）为 16.91%，较上年同期提高 0.17 个百分点，基本保持稳定；销售净利率（整体法）为 1.79%，较上年同期大幅减少 2.38 个百分点，盈利能力明显下降，其中石油化工行业的盈利下滑占主要地位，基础化工各行业净利率则相对稳定或略有上行。行业整体 ROE 持续下滑，2020 年上半年 ROE 为 2.93%，较上年同期大幅减少 5.64 个百分点，同样以石油化工行业的 ROE 大幅下滑为主。

图 15：2015H1-2019H1 化工行业毛利率、净利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 16：2015H1-2019H1 化工行业 ROE（%）



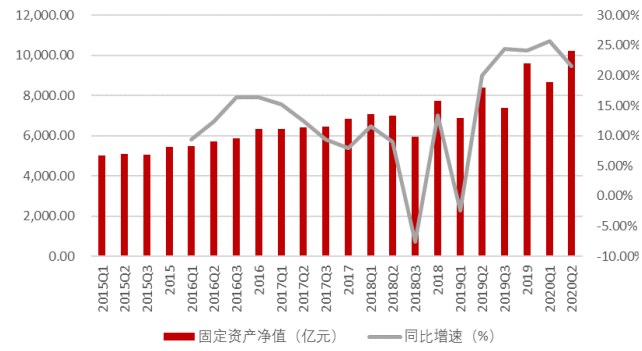
资料来源：Wind，山西证券研究所

3.3 资产负债表：在建工程回暖，二季度去库存明显

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 2020 年上半年，SW 基础化工行业固定资产净值为 10,221.32 亿元，较上年同期增长 21.56%。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；受疫情影响，2020

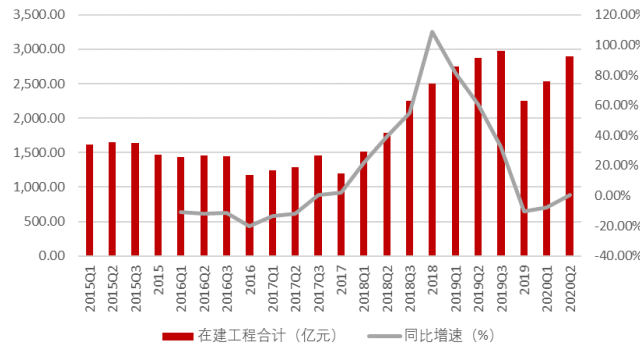
年一季度行业内在建工程（合计）数据仍然维持负增长，但随着疫情影响的减弱，二季度增速转正，在建工程增长情况有所回暖。截至 2020 年上半年，基础化工行业在建工程（合计）为 2,893.56 亿元，较上年同期增长 0.56%。

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

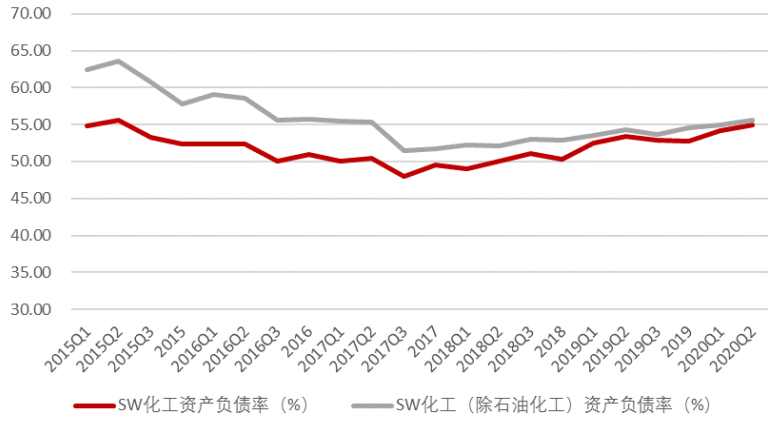
图 18：SW 化工行业（除石油化工）在建工程合计



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 2020 年上半年，化工行业及基础化工行业资产负债率分别为 54.98%及 55.55%，整体处于较健康水平。

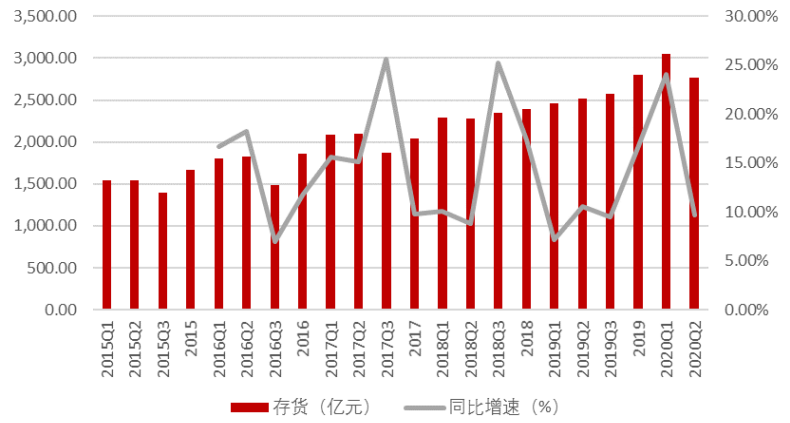
图 19：SW 化工行业资产负债率（%）



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，二季度去库存趋势明显，截至 2020 年上半年，SW 化工行业（除石油化工）上市公司存货总计 2,766.34 亿元，同比增长 9.67%。

图 20：SW 化工行业（除石油化工）存货

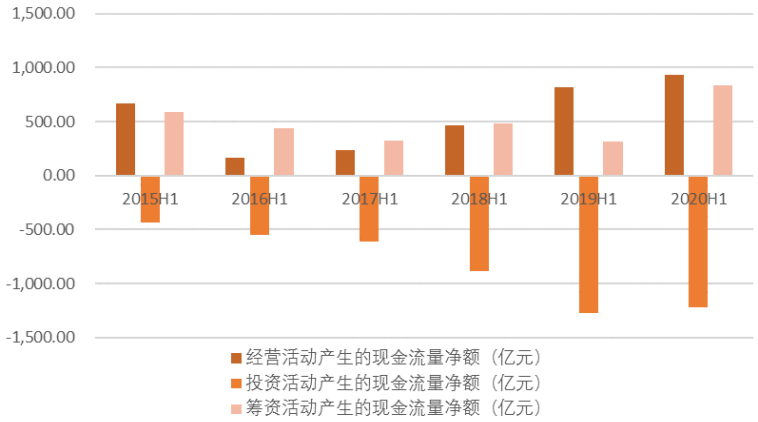


资料来源：Wind，山西证券研究所

3.4 现金流量表：经营性现金流持续稳定上升，筹资性现金流大幅增长

2020 年上半年，SW 化工行业（除石油化工）经营性现金流净额 930.34 亿元，同比增长 13.46%；投资性现金流净额-1,221.39 亿元，绝对值同比下降 3.93%，相对平稳；筹资性现金流净额 835.12 亿元，同比大幅增长 167.20%。

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 2020 年上半年业绩表现

3.5.1 利润表：改性塑料行业上半年需求增长，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，仅 10 个子行业 2020 年上半年营业收入实现同比增长，其中氨纶、其他化学制品、改性塑料、无机盐及涤纶增速排名靠前，前三者增速超过 30%。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上半年防疫物资需求带动大幅增长。19 个子行业 2020 年上半年营业收入较去年有所下滑，其中民爆用品、轮胎、其他纤维、氮肥及炭黑行业营业收入同比下降超过 30%。

29 个细分子行业中仅 11 个行业归母净利润实现同比增长，其中钾肥、其他塑料制品、改性塑料及氨纶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，2020 年上半年扭亏为盈；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。上半年疫情影响行业整体需求，景气度大幅下滑，18 个子行业归母净利润下滑，其中以粘胶及纯碱行业降幅最大，超过 100%。

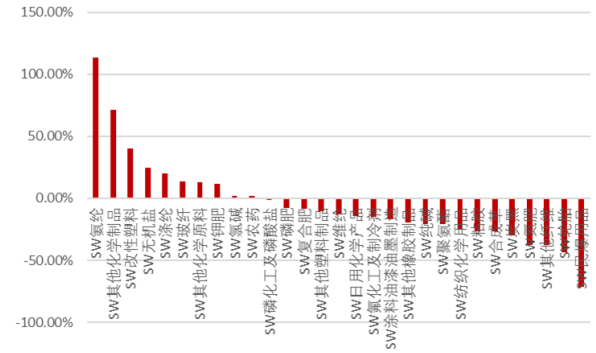
表 2 SW 化工（除石油化工）细分子行业营业收入及归母净利润变化情况

三级子行业	2019H1 营业收入（亿元）	2020H1 营业收入（亿元）	营业收入同比增长（%）	20119H1 归母净利润（亿元）	2020H1 归母净利润（亿元）	归母净利润同比增长（%）
SW 纯碱	206.83	164.17	-20.62%	13.08	-6.75	-151.65%
SW 氯碱	854.57	871.16	1.94%	39.49	18.53	-53.07%
SW 无机盐	61.90	77.04	24.47%	8.59	6.41	-25.40%
SW 其他化学原料	77.32	87.03	12.55%	7.12	6.31	-11.38%
SW 氮肥	557.38	349.00	-37.39%	25.39	8.72	-65.66%
SW 磷肥	311.18	285.84	-8.14%	2.69	1.15	-57.14%
SW 钾肥	107.38	119.80	11.57%	-1.87	17.40	1032.46%
SW 复合肥	266.79	244.17	-8.48%	15.88	10.28	-35.28%
SW 农药	559.99	570.58	1.89%	46.25	43.88	-5.11%
SW 日用化学产品	202.36	173.18	-14.42%	12.03	7.71	-35.88%
SW 涂料油漆油墨制造	105.16	87.54	-16.76%	6.31	7.49	18.73%
SW 民爆用品	435.81	123.64	-71.63%	27.94	7.77	-72.20%
SW 纺织化学用品	175.75	131.45	-25.21%	40.70	27.52	-32.40%
SW 氟化工及制冷剂	142.42	121.46	-14.71%	13.69	4.54	-66.84%
SW 磷化工及磷酸盐	123.68	121.59	-1.69%	2.43	2.61	7.36%
SW 聚氨酯	574.15	454.29	-20.87%	67.21	33.59	-50.02%
SW 玻纤	132.53	150.30	13.41%	19.55	21.05	7.67%
SW 其他化学制品	1,055.09	1,807.59	71.32%	93.44	99.12	6.08%
SW 涤纶	1,766.38	2,122.31	20.15%	92.06	123.05	33.67%
SW 维纶	30.92	26.93	-12.91%	1.76	2.12	20.12%
SW 粘胶	58.89	43.36	-26.37%	-0.58	-2.03	-249.87%
SW 氨纶	33.69	71.87	113.33%	3.31	7.88	138.16%
SW 其他纤维	131.67	82.07	-37.67%	8.98	4.57	-49.08%
SW 合成革	25.15	18.37	-26.95%	0.83	0.39	-52.91%
SW 改性塑料	204.44	286.94	40.36%	9.49	38.78	308.73%
SW 其他塑料制品	118.13	105.60	-10.61%	-0.58	2.74	572.31%

SW 轮胎	517.06	292.04	**-43.52%**	24.81	22.84	**-7.95%**
SW 其他橡胶制品	57.22	45.96	**-19.68%**	8.03	6.09	**-24.25%**
SW 炭黑	60.18	41.99	**-30.23%**	-0.54	-0.35	**34.48%**

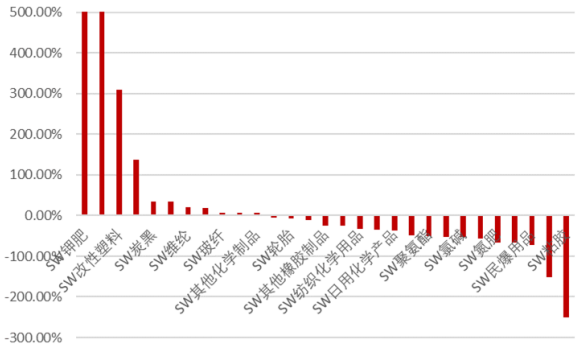
资料来源：Wind，山西证券研究所

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，仅 10 个子行业的毛利率实现同比增长，其中改性塑料、民爆用品及轮胎增幅排名靠前。仅 9 个子行业净利率实现同比增长，其中钾肥及改性塑料增幅排名靠前；仅 7 个子行业 ROE 实现同比增长，其中改性塑料及氨纶增幅排名靠前。

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	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）
SW 纯碱	24.09	13.06	**-11.03**	7.28	-4.31	**-11.59**	7.04	0.08	**-6.96**
SW 氯碱	13.65	11.13	**-2.52**	4.76	2.04	**-2.72**	9.32	3.96	**-5.36**
SW 无机盐	39.40	28.47	**-10.93**	16.53	9.10	**-7.43**	11.63	9.12	**-2.51**
SW 其他化学原料	22.76	21.92	**-0.84**	9.37	7.29	**-2.08**	11.16	8.22	**-2.95**
SW 氮肥	13.85	11.52	**-2.33**	4.67	2.07	**-2.59**	11.93	1.73	**-10.20**
SW 磷肥	12.84	11.88	**-0.97**	1.02	0.67	**-0.35**	-0.35	0.38	**0.73**
SW 钾肥	29.90	30.71	**0.81**	-1.66	14.96	**16.62**	-8.56	-2,970.74	**-2,962.18**
SW 复合肥	19.64	18.91	**-0.73**	5.91	4.31	**-1.60**	4.90	0.58	**-4.32**
SW 农药	29.61	28.66	**-0.96**	8.82	8.09	**-0.73**	7.37	5.73	**-1.64**
SW 日用化学产品	27.11	32.50	**5.40**	6.00	4.14	**-1.85**	10.30	4.81	**-5.49**
SW 涂料油漆油墨制造	30.52	35.11	**4.59**	6.66	8.95	**2.30**	5.98	8.72	**2.74**
SW 民爆用品	19.96	28.87	**8.91**	6.87	7.37	**0.49**	15.56	5.86	**-9.70**
SW 纺织化学用品	42.48	36.17	**-6.31**	23.05	20.64	**-2.41**	16.30	11.62	**-4.68**
SW 氟化工及制冷剂	23.00	14.66	**-8.35**	9.91	3.77	**-6.14**	12.35	1.48	**-10.87**
SW 磷化工及磷酸盐	14.01	13.70	**-0.31**	2.74	2.33	**-0.40**	6.36	4.90	**-1.46**
SW 聚氨酯	22.36	17.81	**-4.54**	12.21	7.89	**-4.32**	19.52	14.04	**-5.48**
SW 玻纤	33.04	30.88	**-2.16**	14.88	14.08	**-0.81**	12.73	11.64	**-1.09**

SW 其他化学制品	23.73	21.11	-2.63	9.87	7.45	-2.42	9.23	6.65	-2.58
SW 涤纶	10.24	15.13	4.89	5.65	7.20	1.55	10.64	16.08	5.44
SW 维纶	21.89	21.79	-0.10	5.70	7.85	2.16	4.57	8.16	3.58
SW 粘胶	13.80	11.92	-1.88	-2.56	-4.75	-2.19	0.10	-5.51	-5.61
SW 氨纶	21.43	22.63	1.20	9.55	11.03	1.48	8.89	21.65	12.76
SW 其他纤维	19.55	14.08	-5.47	7.40	5.53	-1.87	10.63	8.69	-1.94
SW 合成革	23.62	22.57	-1.05	3.27	2.08	-1.19	3.32	3.22	-0.09
SW 改性塑料	15.38	27.11	11.74	4.70	13.59	8.89	3.47	22.57	19.11
SW 其他塑料制品	19.61	21.82	2.21	-0.28	2.80	3.08	-1.01	-16.79	-15.78
SW 轮胎	16.39	23.90	7.51	4.91	7.87	2.96	7.86	9.77	1.91
SW 其他橡胶制品	33.08	34.12	1.04	14.16	13.25	-0.91	11.23	9.83	-1.40
SW 炭黑	9.82	9.62	-0.20	-1.15	-1.21	-0.06	3.22	-3.17	-6.39

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，资产负债率多上升

截至 2020 年上半年，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 117.25%，氨纶行业固定资产净值同比增长 137.33%，主要来源于华峰氨纶资产重组。19 个子行业在建工程（合计）实现同比增长，产能扩张情况尚可，其中其他化学原料、维纶、合成革等行业同比增速超过 100%，扩产势头依旧强劲；10 个子行业在建工程（合计）同比下降，其中钾肥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%。涤纶行业上年同期在建工程（合计）与固定资产（合计）比值达到 115.48%，2020 年上半年该项比值下降至 39.03%，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	2019H1 固定资产（亿元）	2020H1 固定资产（亿元）	同比增长（%）	2019H1 在建工程（亿元）	2020H1 在建工程（亿元）	同比增长（%）	2019H1 在建工程/固定资产（%）	2020H1 在建工程/固定资产（%）
SW 纯碱	369.25	370.27	0.27%	48.48	38.74	-20.09%	13.12%	10.46%
SW 氯碱	842.31	978.32	16.15%	146.81	179.13	22.01%	17.11%	18.05%
SW 无机盐	108.87	171.63	57.64%	21.63	23.01	6.39%	19.66%	13.32%
SW 其他化学原料	65.60	78.76	20.06%	23.64	84.07	255.70%	36.03%	106.72%
SW 氮肥	659.80	611.52	-7.32%	54.05	68.97	27.60%	8.19%	11.28%
SW 磷肥	242.36	224.95	-7.18%	13.55	13.19	-2.66%	5.59%	5.86%
SW 钾肥	533.08	140.26	-73.69%	104.58	18.24	-82.56%	19.62%	13.00%
SW 复合肥	204.76	204.02	-0.36%	21.50	23.50	9.31%	10.50%	11.52%

SW 农药	413.84	389.97	-5.77%	92.16	127.09	37.91%	18.98%	27.65%
SW 日用化学产品	51.28	46.64	-9.04%	13.52	16.89	24.95%	26.37%	35.87%
SW 涂料油漆油墨制造	76.57	62.95	-17.79%	19.45	17.26	-11.26%	25.40%	27.42%
SW 民爆用品	449.30	158.40	-64.74%	69.32	33.96	-51.01%	15.41%	21.36%
SW 纺织化学用品	131.27	140.93	7.36%	30.48	32.48	6.56%	23.22%	23.05%
SW 氟化工及制冷剂	98.71	110.51	11.95%	33.12	40.14	21.18%	33.55%	36.31%
SW 磷化工及磷酸盐	165.77	172.67	4.16%	32.61	40.63	24.61%	19.67%	23.53%
SW 聚氨酯	493.66	454.25	-7.98%	199.23	370.82	86.13%	40.35%	81.63%
SW 玻纤	330.08	357.86	8.42%	47.86	71.10	48.54%	14.50%	19.56%
SW 其他化学制品	796.98	1,698.21	113.08%	232.02	442.57	90.75%	28.36%	24.02%
SW 涤纶	1,270.19	2,759.45	117.25%	1,466.87	1,077.13	-26.57%	115.48%	39.03%
SW 维纶	45.17	41.50	-8.14%	2.15	6.82	217.61%	4.75%	16.42%
SW 粘胶	110.17	135.41	22.91%	37.55	14.76	-60.70%	34.08%	10.89%
SW 氨纶	34.81	82.62	137.33%	5.88	11.67	98.33%	16.90%	14.12%
SW 其他纤维	58.28	51.64	-11.40%	29.06	16.09	-44.63%	49.34%	31.14%
SW 合成革	41.97	40.91	-2.54%	2.71	8.93	229.42%	6.46%	21.84%
SW 改性塑料	139.72	146.32	4.72%	11.74	13.35	13.73%	8.40%	9.12%
SW 其他塑料制品	147.02	154.16	4.86%	20.90	17.43	-16.59%	14.20%	11.30%
SW 轮胎	453.55	362.89	-19.99%	77.81	58.64	-24.63%	13.48%	16.16%
SW 其他橡胶制品	28.37	28.93	1.98%	17.17	24.21	41.01%	60.52%	83.69%
SW 炭黑	45.85	45.37	-1.07%	1.74	2.75	57.63%	3.75%	5.98%

资料来源：Wind，山西证券研究所

截至 2020 年上半年，SW 化工行业（除石油化工）的 29 个细分子行业中，21 个子行业资产负债率同比上升，8 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	2019H1 资产负债率（%）	2020H1 资产负债率（%）	相对提高（百分点）
SW 纯碱	47.55	45.06	-2.49
SW 氯碱	56.18	57.77	1.59
SW 无机盐	41.56	41.83	0.27
SW 其他化学原料	40.36	47.98	7.62
SW 氮肥	61.67	63.10	1.43
SW 磷肥	85.95	83.95	-2.01
SW 钾肥	68.75	72.97	4.22
SW 复合肥	46.71	49.10	2.39
SW 农药	45.69	48.10	2.40
SW 日用化学产品	46.98	45.02	-1.96
SW 涂料油漆油墨制造	41.97	45.37	3.41
SW 民爆用品	56.53	48.91	-7.62
SW 纺织化学用品	43.03	38.61	-4.42
SW 氟化工及制冷剂	29.20	35.89	6.69
SW 磷化工及磷酸盐	65.61	64.17	-1.44

SW 聚氨酯	52.34	57.31	4.98
SW 玻纤	52.39	52.91	0.52
SW 其他化学制品	38.99	46.21	7.21
SW 涤纶	70.60	70.92	0.32
SW 维纶	49.32	49.72	0.41
SW 粘胶	60.53	64.11	3.58
SW 氨纶	37.17	42.69	5.52
SW 其他纤维	48.48	54.75	6.27
SW 合成革	34.87	35.37	0.50
SW 改性塑料	54.79	50.24	-4.55
SW 其他塑料制品	40.51	43.30	2.80
SW 轮胎	55.46	56.32	0.85
SW 其他橡胶制品	30.89	31.27	0.38
SW 炭黑	52.97	46.44	-6.53

资料来源：Wind，山西证券研究所

3.5.3 现金流量表：过半细分子行业经营性现金流实现改善

2019 年，SW 化工行业（除石油化工）的 29 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，其中其他化学制品、氨纶、改性塑料、其他塑料制品及其他橡胶制品同比增长超过 100%，经营性现金流得到明显改善。12 个子行业较 2019 年上半年进一步扩大投资规模，其中无机盐、日用化学产品、纺织化学用品、维纶、氨纶及合成革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	16.81	20.46	21.70%	-11.08	-0.64	-94.19%
SW 氯碱	82.86	51.75	-37.55%	-65.06	62.90	-196.67%
SW 无机盐	9.07	13.12	44.64%	-4.92	-20.90	325.02%
SW 其他化学原料	5.50	-0.55	-110.03%	-17.04	-21.54	26.39%
SW 氮肥	23.83	24.68	3.59%	-36.63	-26.06	-28.85%
SW 磷肥	20.72	18.77	-9.44%	-7.32	-2.44	-66.68%
SW 钾肥	24.74	-3.71	-114.98%	-4.61	21.15	-558.57%
SW 复合肥	23.80	40.87	71.68%	-9.32	-13.02	39.66%
SW 农药	33.09	49.87	50.71%	-44.83	-21.14	-52.84%
SW 日用化学产品	-0.57	-9.07	-1491.00%	8.48	-1.79	121.10%
SW 涂料油漆油墨制造	6.35	-4.76	-174.88%	-12.45	-9.38	-24.67%
SW 民爆用品	47.42	14.98	-68.41%	-38.33	-19.34	-49.54%
SW 纺织化学用品	46.32	34.42	-25.70%	2.91	-1.60	154.83%
SW 氟化工及制冷剂	9.50	8.15	-14.26%	-19.52	-7.59	-61.11%

SW 磷化工及磷酸盐	11.07	10.78	-2.67%	-11.57	-9.40	-18.74%
SW 聚氨酯	94.00	69.35	-26.23%	-117.61	-132.33	12.52%
SW 玻纤	17.36	20.89	20.35%	-38.79	-34.02	-12.30%
SW 其他化学制品	55.22	160.72	191.08%	-121.00	-202.96	67.73%
SW 涤纶	214.75	246.17	14.63%	-594.04	-650.03	9.43%
SW 维纶	7.64	8.18	7.03%	-3.27	-10.93	234.77%
SW 粘胶	1.17	0.06	94.67%	-11.77	-8.90	-24.39%
SW 氨纶	5.23	13.74	162.86%	-1.41	-27.65	1855.26%
SW 其他纤维	13.55	2.52	-81.40%	-16.09	-7.59	-52.81%
SW 合成革	2.43	2.80	15.47%	-2.18	-4.82	121.34%
SW 改性塑料	14.11	77.98	452.68%	-43.66	-27.57	-36.85%
SW 其他塑料制品	2.60	11.56	345.23%	-12.58	-14.42	14.70%
SW 轮胎	28.35	42.50	49.89%	-28.79	-23.68	-17.75%
SW 其他橡胶制品	1.44	4.87	239.04%	-7.05	-5.72	-18.96%
SW 炭黑	1.59	-0.73	-145.92%	-1.81	0.05	-102.50%

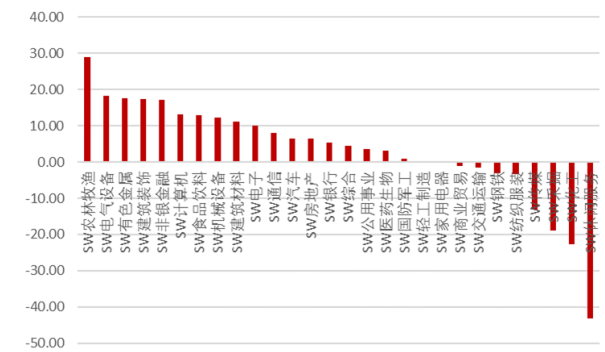
资料来源：Wind，山西证券研究所

4.基础化工行业 2020 年第二季度业绩表现

4.1 基础化工行业需求复苏、景气回升趋势明显

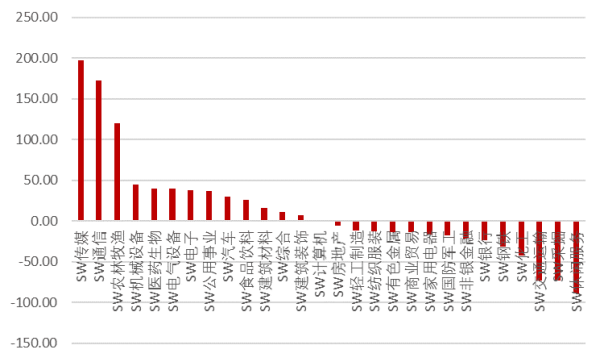
我们统计了 2020 年第二季度申万各一级行业营收及归母净利润同比增长情况。二季度企业复工复产比例较高，疫情对经济的影响逐渐消退。28 个一级行业中有 19 个行业营业收入同比增速为正，其中以农林牧渔增速最高，接近 30%；14 个行业归母净利润同比增速为正，其中传媒、通信及农林牧渔行业增速较高，超过 100%。化工行业 2020 年第二季度营业收入同比下降 22.64%，归母净利润同比下降 41.95%，排名靠后，主要为化工行业中石油化工部分受二季度原油价格崩盘影响较大。

图 24：各一级行业 2020 年 Q2 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 Q2 归母净利润同比增速（%）

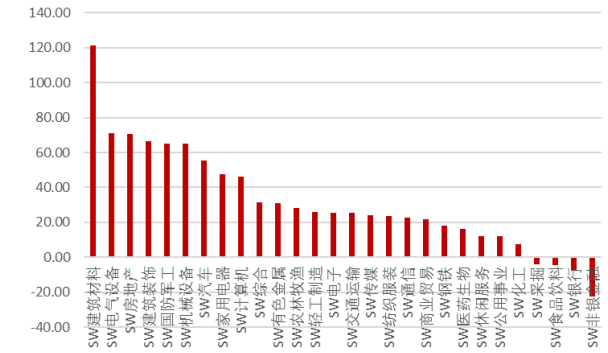


资料来源：Wind，山西证券研究所

我们还统计了 2020 年第二季度申万各一级行业营收及归母净利润环比增长情况。由于一季度绝大多数

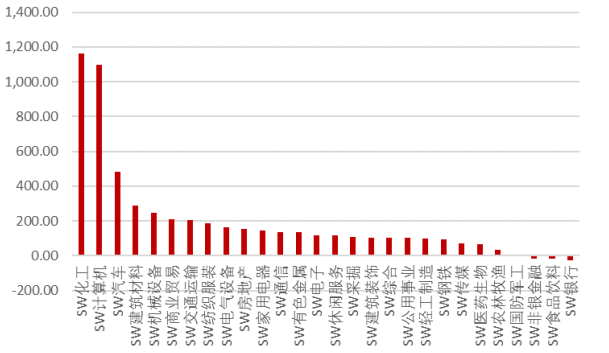
行业收入及利润受疫情重创，业绩触底，二季度在疫情影响逐渐消退的背景下，绝大多数行业营收及归母净利润环比增速为正。28 个一级行业中有 24 个行业营收环比增速为正，其中建筑材料、电气设备、房地产、建筑装饰、国防军工、机械设备及汽车行业环比增速较高，超过 50%；25 个行业归母净利润环比增速为正，其中有 19 个行业环比增速超过 100%，各行业盈利情况触底回升。化工行业 2020 年第二季度营业收入环比增长 7.43%，归母净利润环比增长 1161.29%，归母净利润环比增速排名第一，化工行业整体业绩较一季度大幅回暖。

图 26：各一级行业 2020 年 Q2 营业收入环比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

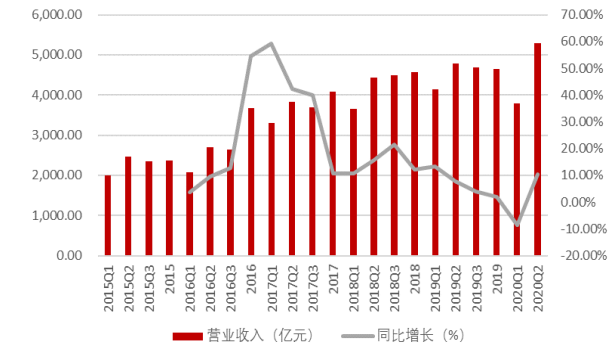
图 27：各一级行业 2020 年 Q2 归母净利润环比增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

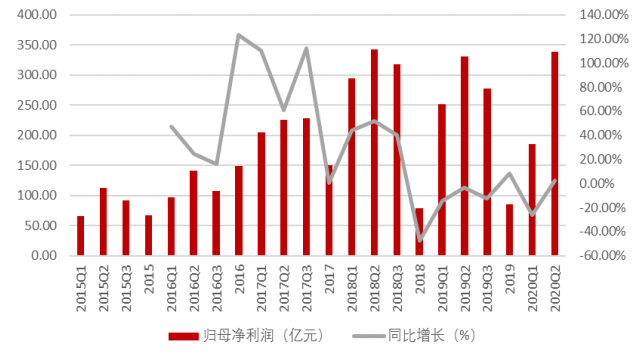
2020 年第二季度，SW 化工行业（除石油化工）合计实现营业收入 5,281.79 亿元，较上年同期增长 10.49%；合计实现归母净利润 338.53 亿元，较上年同期增长 2.35%。基础化工行业二季度单季营收创 2015 年以来的新高，增速打破了自 2018 年以来连续下降的趋势，扭转了一季度的负增长；归母净利润同样处于近几年单季归母净利润的较高值范围，并相较上年同期实现正增长，基础化工行业需求复苏、景气回升趋势明显。

图 28：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 29：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 年第二季度业绩表现

二季度各细分子行业生产经营逐步从一季度的疫情影响中恢复。由下表可见，2020 年第二季度，SW 化

工（除石油化工）29 个细分子行业中的 27 个行业营业收入环比增速为正，多实现了相对一季度的大幅增长，其中涂料油漆油墨制造、民爆用品、改性塑料、其他化学制品、钾肥、其他化学原料及其他橡胶制品增速较高，超过 50%；12 个子行业营业收入同比增速为正，其中氨纶、其他化学制品及改性塑料增速较高，超过 50%。

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	2019Q2 营业收入（亿元）	2020Q1 营业收入（亿元）	2020Q2 营业收入（亿元）	环比增长（%）	同比增长（%）
SW 纯碱	106.50	76.85	87.42	13.75%	-17.92%
SW 氯碱	454.98	356.20	514.96	44.57%	13.18%
SW 无机盐	31.21	35.20	41.84	18.85%	34.06%
SW 其他化学原料	42.61	33.50	53.52	59.75%	25.63%
SW 氮肥	288.39	158.58	190.42	20.08%	-33.97%
SW 磷肥	162.88	123.80	162.04	30.89%	-0.51%
SW 钾肥	62.20	46.03	73.77	60.27%	18.60%
SW 复合肥	130.90	119.35	124.82	4.58%	-4.65%
SW 农药	286.01	257.11	313.48	21.93%	9.61%
SW 日用化学产品	103.26	73.57	99.61	35.39%	-3.53%
SW 涂料油漆油墨制造	62.05	24.84	61.88	149.09%	-0.28%
SW 民爆用品	267.21	38.37	85.27	122.22%	-68.09%
SW 纺织化学用品	85.55	70.55	60.90	-13.68%	-28.82%
SW 氟化工及制冷剂	73.77	55.66	65.80	18.22%	-10.80%
SW 磷化工及磷酸盐	66.87	51.19	70.40	37.53%	5.28%
SW 聚氨酯	296.96	221.86	232.43	4.76%	-21.73%
SW 玻纤	70.66	63.79	86.51	35.61%	22.43%
SW 其他化学制品	546.05	652.45	1,157.01	77.33%	111.89%
SW 涤纶	1,013.51	916.83	1,205.48	31.48%	18.94%
SW 维纶	16.54	11.83	15.10	27.60%	-8.70%
SW 粘胶	27.45	22.23	21.13	-4.97%	-23.02%
SW 氨纶	15.57	31.13	40.74	30.86%	161.59%
SW 其他纤维	64.38	37.33	40.28	7.90%	-37.44%
SW 合成革	12.07	8.41	9.97	18.52%	-17.43%
SW 改性塑料	106.02	96.51	190.43	97.31%	79.62%
SW 其他塑料制品	62.72	42.42	63.18	48.96%	0.75%
SW 轮胎	262.39	128.06	163.97	28.04%	-37.51%
SW 其他橡胶制品	30.35	18.29	27.68	51.35%	-8.80%
SW 炭黑	31.23	20.24	21.75	7.50%	-30.35%

资料来源：Wind，山西证券研究所

归母净利润方面，SW 化工（除石油化工）29 个细分子行业中的 23 个环比增速为正，其中涂料油漆油

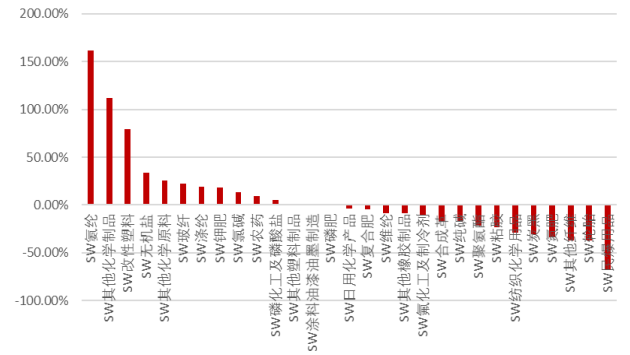
墨制造、改性塑料、民爆用品、其他塑料制品、其他化学原料、维纶、其他橡胶制品、磷化工及磷酸盐以及磷肥行业增速较高，超过 100%，较一季度盈利情况有明显改善；15 个子行业同比增速为正，其中钾肥、改性塑料、其他塑料制品、合成革及氨纶行业增速相对较高，超过 100%。

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	2019Q2 归母净利润（亿元）	2020Q1 归母净利润（亿元）	2020Q2 归母净利润（亿元）	环比增长（%）	同比增长（%）
SW 纯碱	6.98	-4.69	-2.34	50.13%	-133.52%
SW 氯碱	19.21	10.80	7.73	-28.42%	-59.77%
SW 无机盐	4.55	3.17	3.23	1.82%	28.90%
SW 其他化学原料	4.14	0.98	5.32	441.69%	28.55%
SW 氮肥	14.21	2.97	5.75	93.66%	-59.53%
SW 磷肥	1.71	0.34	0.81	134.66%	-52.86%
SW 钾肥	-0.45	8.52	8.89	4.33%	2080.50%
SW 复合肥	7.99	4.17	6.11	46.27%	-23.57%
SW 农药	22.74	16.37	27.52	68.13%	21.01%
SW 日用化学产品	6.89	3.89	3.83	-1.58%	-44.46%
SW 涂料油漆油墨制造	5.11	-0.31	7.66	2548.32%	49.88%
SW 民爆用品	17.77	-1.08	8.84	922.16%	-50.24%
SW 纺织化学用品	21.53	14.66	12.85	-12.34%	-40.30%
SW 氟化工及制冷剂	6.23	1.80	2.74	51.74%	-56.06%
SW 磷化工及磷酸盐	1.70	0.73	1.88	157.45%	10.34%
SW 聚氨酯	33.36	16.35	17.24	5.41%	-48.32%
SW 玻纤	11.35	7.02	14.03	99.81%	23.58%
SW 其他化学制品	53.16	34.48	65.61	90.30%	23.41%
SW 涤纶	64.03	47.70	75.35	57.95%	17.69%
SW 维纶	1.29	0.49	1.63	232.30%	25.81%
SW 粘胶	-0.43	-0.96	-1.06	-10.69%	-148.21%
SW 氨纶	1.79	3.25	4.63	42.42%	158.95%
SW 其他纤维	3.73	1.79	2.59	44.33%	-30.69%
SW 合成革	-0.05	0.26	0.13	-47.81%	366.27%
SW 改性塑料	3.62	3.39	35.39	943.86%	877.05%
SW 其他塑料制品	0.54	-0.80	3.54	544.16%	555.71%
SW 轮胎	13.61	8.22	14.62	77.71%	7.40%
SW 其他橡胶制品	4.47	1.55	4.54	193.15%	-1.44%
SW 炭黑	-0.04	0.15	-0.51	-435.52%	-1311.45%

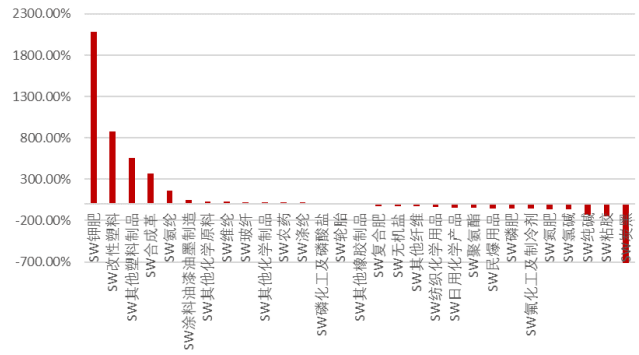
资料来源：Wind，山西证券研究所

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 年上半年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，二季度随着疫情影响的逐渐淡化，需求有所回暖，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，虽然营业收入及归母净利润数据表现仍旧处于底部，但从供需状况、产品价格及在建工程等方面可以窥见行业景气有望回暖。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 年上半年各业绩指标表现优异的细分子行业，综合各业绩指标，2020 年上半年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、其他化学制品、改性塑料、无机盐、涤纶
归母净利润	钾肥、其他塑料制品、改性塑料、氨纶
毛利率	改性塑料、民爆用品、轮胎
净利率	钾肥、改性塑料
在建工程	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、其他橡胶制品
经营性现金流净额	其他化学制品、氨纶、改性塑料、其他塑料制品、其他橡胶制品

资料来源：Wind，山西证券研究所

展望后市，后疫情时代的需求复苏有望改善化工产品供需格局，行业景气程度有望触底回升，建议关注需求复苏带来的投资机会。同时，全球疫情仍然未能得到完全控制，我们仍需考虑疫情带来的风险，寻找抗风险属性较强的细分子行业。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。在全球疫情尚未完全结束的情况下，需求具备刚性特征的行业具有明显的避险属性，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：**一方面，国内国外大豆种植品种差异导致的农药品种差异有望在“大豆振兴计划”背

景下带来结构性机会；另一方面，2020 年国内外作物虫害蔓延将促进杀虫剂内需外需同步增长，中国是农药生产及出口大国，相关上市公司有望受益，**建议关注扬农化工（600486.SH）。维生素行业：**从疫情影响的角度考虑，国外产能占比高的品种，尤其是国外产能占比超过 40%的维生素 A 和维生素 E 将面临较严重的供需失衡，国内供应商开工及出口占比可能增加；同时，国内外主要生产厂家进入检修期，新和成、浙江医药、帝斯曼、巴斯夫等均陆续公布检修计划，供需格局进一步改善，**建议关注新和成（002001.SZ）。**

（2）需求复苏带来的近需求端机会。后疫情时代的需求复苏将有望带来近需求端细分子行业的业绩回暖，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）。**

（3）受益行业集中度提升的头部企业。头部企业多具有产业链一体化优势及园区优势，且供给端扩产基本以龙头企业为主，长期来看头部企业市场份额有望不断提升，疫情影响更进一步加快了低端及中小产能的出清，有望加快行业集中度提升的步伐。**建议关注万华化学（600309.SH）、新和成（002001.SZ）。**

（4）拥有进口替代逻辑的新材料行业。近年来国家大力支持 5G、半导体、光电显示、碳纤维等具有重大意义的高新技术产业发展，产业相关新材料的进口替代趋势确定性高。**建议关注万润股份（002643.SZ）、泰和新材（002254.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