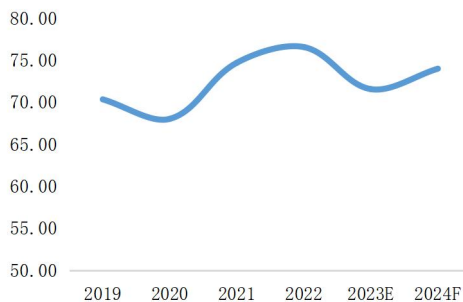
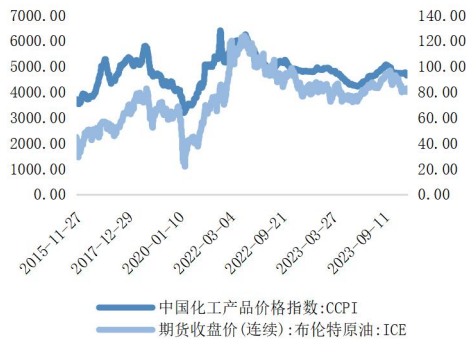


2024年化工行业信用风险展望

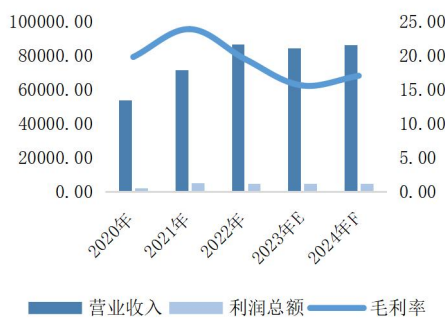
行业信用质量：企稳修复



布伦特原油及化工品价格（美元/桶、点）



样本企业主要数据和指标（亿元、%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

分析师：宋馨

- 2023年，美欧持续加息及银行危机冲击经济预期，宏观逆风阶段性冲击加剧，化工品需求复苏不及预期，化工品价格下行，利润率低位震荡，自由现金流回落
- 2024年，政策发力、库存底部，内需慢修复；美国经济延续韧性，持续去库或有助出口提升，高端材料国产替代延续。节能降碳政策短期束缚有限，产能投放周期脉冲延续；化工品价格核心驱动由成本向基本面转移，价格修复但高供给弹性压制利润回升空间
- 2024年，应收账款、存货周转向好，有助于经营性资金占用下降，资本支出侵蚀延续，自由现金流仍处近年低位，2024年利润修复、融资环境宽松，总体风险可控，行业信用质量将逐步企稳修复

一、行业基本面

(一) 需求

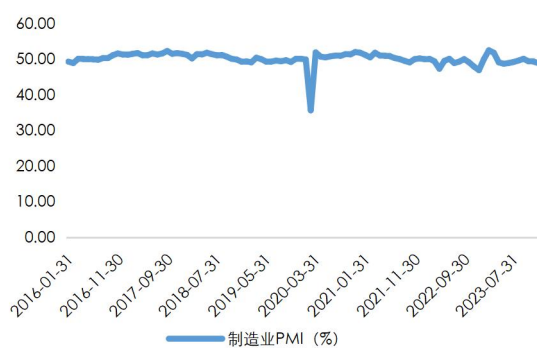
1. 国内困境与转机同在：地产等拖累，宏观波动，政策发力、库存底部，内需慢修复

受居民购房意愿、购房能力影响，房地产投资降幅扩大，同时居民商品消费偏弱，2023 年四季度国内经济下行压力再现，国内化工品有效需求不足

化工品约有 35%应用于房地产等建筑行业，其次是电子电器，家用、农业、汽车等。2023 年 8 月以来地产政策密集出台，但受居民整体购房意愿、购房能力等因素影响地产投资增速、商品房销售面积等数据改善却不明显。

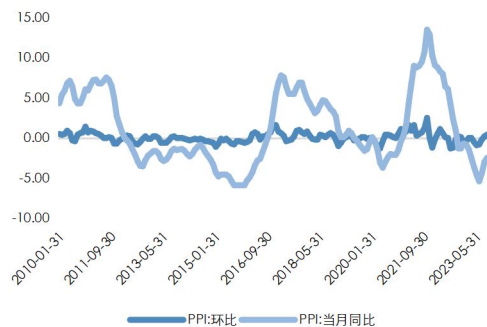
从宏观经济指标来看，2023 年四季度国内 GDP 同比增长 5.2%，主要受上年同期基数下沉影响，增速高于第三季度的 4.9%；环比增长 1.0%，增速较上季度放缓 0.3 个百分点，放缓幅度大于季节性，显示经济增长动能稳中略缓。2023 年 9~12 月，我国 PMI 分别为 50.2、49.50、49.40 和 49.0，四季度持续运行在收缩区间。生产者物价指数 (PPI) 方面，2023 年 9 月同比下降 2.5%，降幅较上月收窄 0.5 个百分点，10 月起降幅同比再次拉大；环比方面，2023 年 8 月、9 月 PPI 环比增长，10 月环比持平，11 月环比下降。2023 年四季度楼市持续处于调整状态，房地产投资降幅扩大，同时居民商品消费偏弱，抵消了当季旅游、出行等服务消费较快增长、外需有所回暖的影响，经济下行压力再现。国内有效需求不足，是我国包括化工企业在内的制造业企业需求面临的首要困难。

图 1：制造业采购经理指数



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

图 2：生产者物价指数



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

预计 2024 年，积极的财政政策、稳定的经济增长预期、加快保障性住房等三大工程建设、制造业补库、国内化工品库存持续去化将有助于化工品需求修复

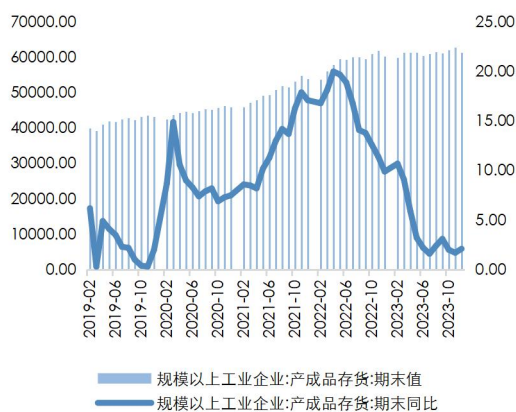
2023 年 10 月，十四届全国人大常委会第六次会议表决通过了全国人大常委会关于批准国务院增发国债和 2023 年中央预算调整方案的决议，决议表明中央财政将在 2023 年四季度增发

2023 年国债 10000 亿元，作为特别国债管理；同时全国财政赤字将由 38800 亿元增加到 48800 亿元，预计赤字率由 3% 提高到 3.8% 左右，调增预算赤字并增发国债或意味着财政思路在转变。此外，地方政府土地收入大幅下降，地方财政缺口较大，跟发达国家同样经济发展水平时的赤字率相比，我国的赤字率仍处于较低水平，我国中央赤字和政府负债率提升空间充足。经济增长方面，2024 年经济增长的主要拉动力居民消费还有较大修复空间，房地产对宏观经济的拖累效应有望减弱，同时政策面会保持一定稳增长力度。

2023 年 10 月底中央金融工作会议指出加快保障性住房、城中村改造和“平急两用”公共基础设施建设三大工程建设，构建了房地产发展新模式，11 月 2 日央行和外管局扩大会议延续了该会议精神。预计 2024 年城中村改造、保障房、平急两用基础设施将承担重要的稳增长作用有利于缓解地产投资端的下行态势。

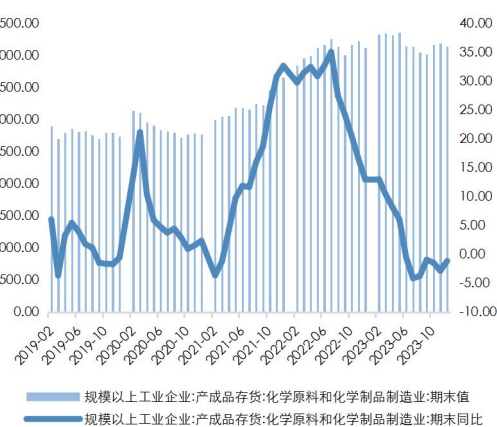
2020 年以来，技改、扩大设备更新改造等政策支持先后出台，制造业尤其是高新技术产业增速稳定，在“加快建设以实体经济为支撑的现代化产业体系”导向下，2024 年制造业投资有望实现增长，有助于化工品需求增长。此外，随着国内宏观经济陆续慢复苏，相关工业产品的终端需求将得到恢复，而由于此前工业企业低生产负荷影响，相关产品或行业将由“主动去库存”转向“被动去库存”阶段，高位库存的去化，对于相关化工产品的需求将产生相对积极的影响。

图 3：工业企业库存情况（亿元、%）



资料来源：国家统计局，东方金诚整理

图 4：化工品库存情况（亿元、%）



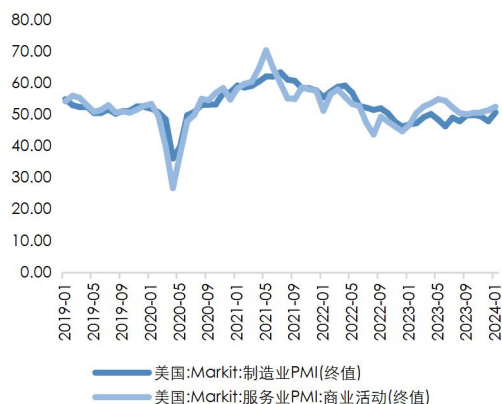
资料来源：国家统计局，东方金诚整理

2. 国外：美国经济延续韧性，持续去库或有助出口提升

2023 年全年美国居民名义可支配收入同比增长 8.1%，实际可支配收入同比增长 4.0%，同时商品消费环比动能居高，美国 2023 年消费保持强劲。2023 年 4 季度，美国商品和服务支出持续攀升，经济的最主要增长引擎——个人消费支出季度环比增长 2.8%，交通、食品服务和娱乐方面综合支出创 2022 年第二季度以来最大增幅。此外，美国住宅投资自 2021 年初以来首次

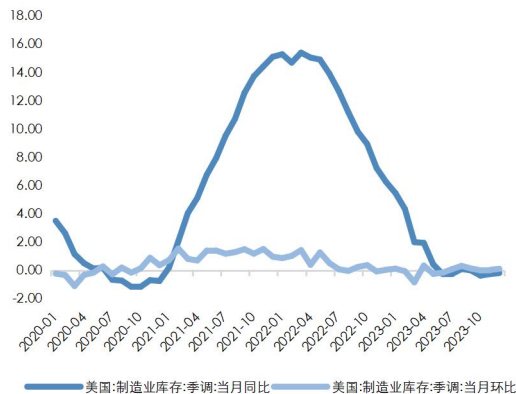
连续两个季度增长，商业投资和住宅市场复苏也推动了高于预期的经济增长。根据美国政府公布的 GDP 初步统计数据，美国第四季度 GDP 年化季率为 3.3%，超出经济学家普遍预期的 2%，2023 年全年，美国经济增长 2.5%，超出 2022 年实现的 1.9%，美国经济延续韧性。美国当前或仍在持续去库存过程中，需求回升或将推动我国出口企稳回升。

图 5：美国主要经济指标情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 6：美国制造业库存情况（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

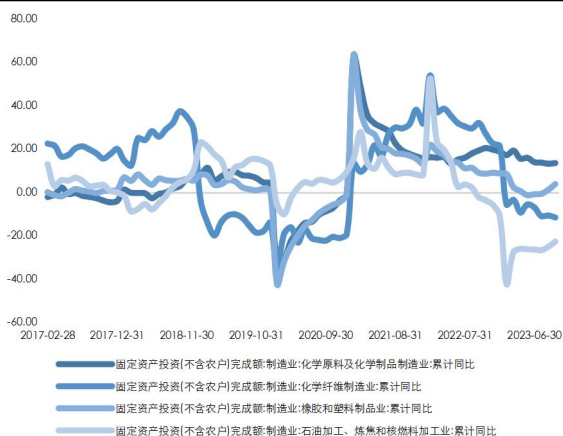
（二）供给

新一轮产能投放周期已经开始，结构性产能过剩问题或进一步凸显

2019~2023 年，炼化一体化的快速推进、行业龙头企业的扩产增产、原料多元化的推动、终端产业发展对于原料端产品驱动的背景下，我国化工行业产能持续扩张，其中 2020~2023 年产能增速提升较快。2023 年国内化工行业维持产能扩张态势，具体到细分产品，2023 年 PX、聚丙烯产能增长速度较快，增幅均超过了 20%，聚丙烯在原料多元化驱动之下增幅呈现了扩大趋势，甲醇、聚乙烯、PVC、PTA 等增幅较 2022 年相比也有不同程度的扩大。在产能持续增长及海内外经济增速放缓等因素影响下，化工行业景气度有所降低，各细分行业普遍通过开工负荷率的调节来适配需求降温预期。

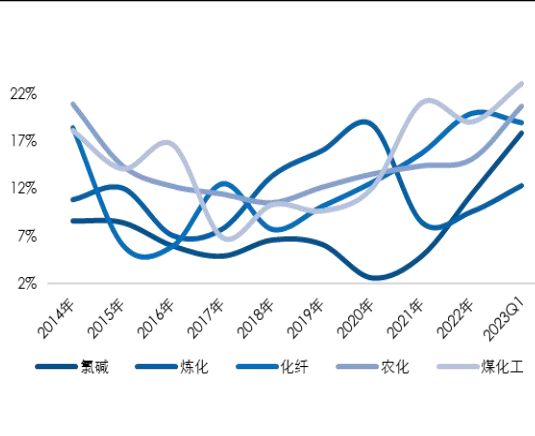
未来主要化工品的产能增幅将逐步放缓，但 2024 年化工行业仍有部分产品维持高增长率，比如乙烯、丙烯及主要下游聚乙烯、聚丙烯等供给压力仍相对较大。尽管国家推出了区分原料用能和燃料动力用能推进行业高质量转型发展、节能降碳新政策有望缓解远期新产能投放预期，同时受到供需格局、盈利预期、现金流压力等因素影响存在推迟投产的可能，但供大于求的格局短期内较难有所改变。

图 7：近年化工行业固定资产投资情况（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 8：近年化工子行业潜在产能增速（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

（三） 价格及盈利

化工品价格核心驱动因素由成本向基本面转移，需求慢修复带动价格回暖，供给冲击价格回升空间

化工品的价格走势跟供给、需求以及成本支撑有关。从原料成本端来看，OPEC+减产持续、巴以冲突扰动，供需紧平衡态势下，原油价格中枢高位，对化工品价格形成较强的成本支撑，核心驱动由成本向基本面转移。从需求端来看，宏观波动、政策发力、库存底部，内需慢修复，美国经济韧性仍较强，但高利率环境形成一定掣肘。供给端来看，短期产能投放压力较大。整体综合来看，价格修复空间受压制，对利润形成压制。

成本端原油供需延续紧平衡态势，价格中枢偏高侵蚀化工企业利润

化工品最初的主要原料之一是原油，原油价格对化工企业利润具有较大影响。基于供需分布失衡、自然地理条件和运输成本等因素，以苏伊士运河为界，全球原油贸易大致可划分为两个区域，苏伊士运河以西区域形成大西洋贸易平衡，苏伊士运河以东区域形成东西流向贸易平衡。大西洋贸易平衡中，一是大西洋西岸的北美和中、南美洲的生产和消费的自我均衡，二是大西洋东岸的欧洲消费以及独联体、美洲、西北非和中东生产的均衡。东西向贸易平衡，大致是以亚太地区为目的地，主要来自中东地区，辅以美洲、独联体、西北非地区。

2023 年上半年和下半年，全球原油价格走势呈现分化。上半年在宏观弱需求背景下，原油价格震荡下行，此后引发 OPEC+ 主动减产调控；2023 年下半年，在 OPEC+ 一系列减产发力下，市场逐渐回暖，叠加对原油低库存的担忧，油价回归趋势上涨行情；10 月，随着“巴以冲突”爆发，原油价格走势向上。

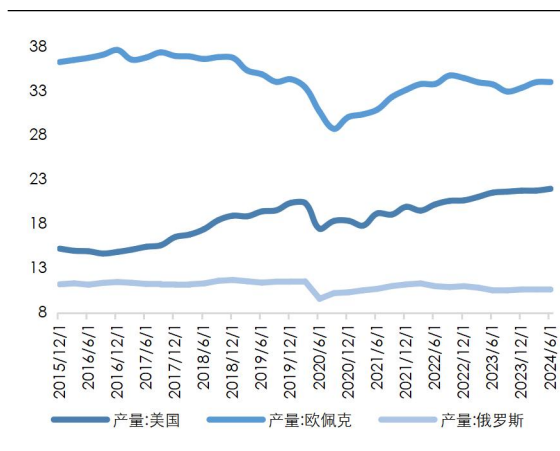
从供给端来看，2023 年全球原油新增供应量约 180 万桶/日；其中，OPEC+ 成员国增加 20 万桶/日，非 OPEC+ 国家增加了 160 万桶/日。OPEC+ 国家中，主要供应增量来自伊朗、委内瑞拉、俄罗斯以及尼日利亚等。非 OPEC 国家中，美国页岩油贡献 100 万桶/日的增量。展望 2024 年，

美国产量先行指标活跃钻机数年内已经持续下滑，同时近年主要页岩油公司资本开支趋势下滑，不支持产量继续大幅爬坡。OPEC+成员国产量主要取决于中东国家和俄罗斯的政治诉求。2023 年 11 月，OPEC+达成了 2024 年继续减产 220 万桶/日的协议，俄罗斯总统普京访问沙特阿拉伯时表明了成员间在加大合作与沟通，可能采取进一步减产措施以维持高油价。整体来看，2024 年全球原油减产可能性较大。

从需求端来看，根据 OPEC 组织数据，预计 2023 年全球石油需求将增加 246 万桶/日，同比增长 2.47%。从结构上看，得益于航空燃料需求的恢复和汽油需求的改善，OECD（经合组织）发达国家总体需求小幅正增长；欧洲地区经济受到高通胀、地缘政治等影响，经济复苏缓慢，需求同比下滑；非 OECD 国家中，随着工业和运输业持续恢复，中国和印度贡献了较大的增量。2024 年原油需求增速主要取决于宏观复苏，美联储的加息进程也在进入尾声，尽管部分地区经济复苏的节奏仍然不及预期，整体来看，目前全球经济进入见底回暖阶段。

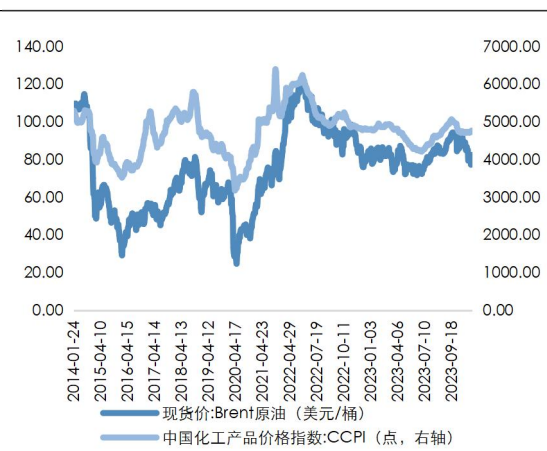
综上，预计 2024 年原油整体供给、需求将延续双边偏紧的趋势，考虑原油生产边际成本以及中东国家对油价下跌的容忍度，原油价格进一步下探空间不大，整体中枢仍将维持中高位，对化工品的成本造成一定侵蚀。

图 9：主要产油国产量（千桶/天）



资料来源：公开资料，东方金诚整理

图 10：原油价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

期间费用率仍有控制空间，精细化管理是关键，毛利率修复及期间费用管理提升背景下，净利润率有望触底回升

从化工企业的期间费用构成来看，管理费用和销售费用占比相对较高，近年来整体延续下行的态势，2020 年起运输费用计入成本之后，费用率降速加快。同时，在行业负债率提升背景下，化工企业财务费用率以有所上行，未来在盈利空间承压的背景下，费用的精细化管理或将成为主要关键。

2023 年 3 季度以来，受益于毛利率环比修复及期间费用管理效率提升，化工企业净利润率触底回升，但是受需求复苏力度偏弱及供给宽松拖累，净利润率水平仍偏低，预计 2024 年盈利

慢修复、成本及效率提升背景下，净利率水平将逐渐回暖。

图 11：化工化工企业期间费用率情况（%）

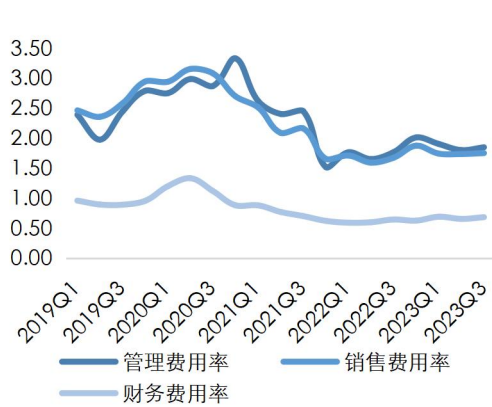
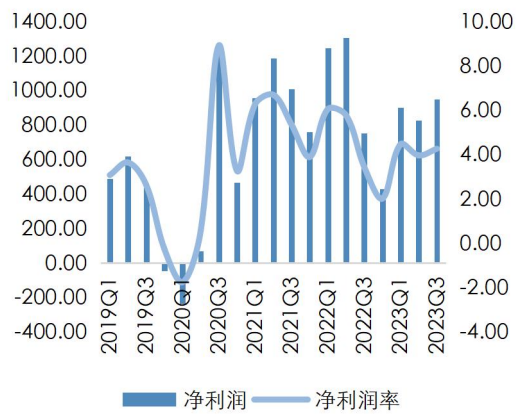


图 12：化工化工企业盈利情况（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

资料来源：iFind，东方金诚整理

1. 炼化行业：需求向好带动芳烃、长丝景气回升，烯烃供需两弱盈利承压

《2030 年前碳达峰行动方案》要求到 2025 年，国内原油一次加工能力小于 10 亿吨，截至 2022 年末，现有产能 9.24 亿吨/年，在建产能 1.65 亿吨/年，合计 10.7 亿吨/年，因此双碳背景下远期产能投放有限。但从近两年产能投放数据来看，乙烯、丙烯、聚丙烯等在 2024、2025 年都有较大的产能投放，面临较大的产能供给压力，炼化产能供给呈现“远虑”可控，“近忧”较大的态势。

炼化主要的两条产业链是烯烃和芳烃。烯烃方面，供给端，国内大乙烯项目在建产能 3255 万吨，2024 年在建产能或投放过快。需求端，主要的下游产品以聚乙烯塑料等与地产联系较为紧密的产品为主，2023 年以来，国内房屋新开工面积、施工面积同比增速悲观，建材、家电等地产相关行业景气度受损，影响塑料、橡胶、树脂等上游原材料的需求量和价格。烯烃产业链整体呈现供需两弱的态势，烯烃类产品利润将承压。

芳烃方面，行业内企业沿着“从一滴油到一根丝到世间万物”进行产业布局。从供给端来看，目前国内 PX 产能已达约 4194.5 万吨/年，PX 的主流工业化生产装置是炼厂的芳烃装置，目前国内 PX 在建产能合计约 500 万吨/年，未来整体国内 PX 新增产能有限。需求端来看，下游 PTA 新装置的投产、终端纺服及涤纶长丝行业回暖提振 PX 需求。利润方面，2023 年一、二、三季度我国 PX-石脑油的季度平均价差约为 310 美元/吨、405 美元/吨、400 美元/吨，价差整体有所提升。

图 13: 近年地产开工数据 (%)

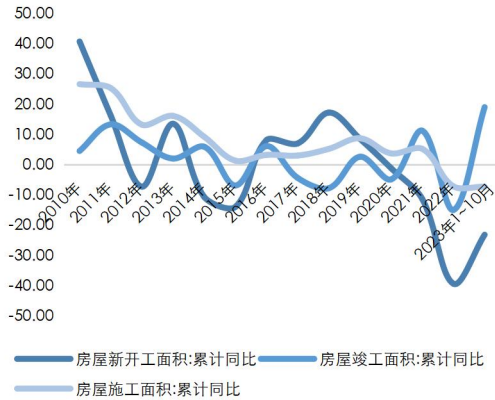


图 14: 国内纺服销售情况



资料来源: iFind, 东方金诚整理

资料来源: iFind, 东方金诚整理

2. 化纤: 国内外需求的持续恢复, 长丝基本面或进一步改善, 未来上行弹性充足

需求端, 虽然受海外宏观环境、当前终端库存仍未明显去化、贸易壁垒、全球纺服产业中心转移趋势等因素影响, 2023 年我国纺织服装累计出口金额约为 2.07 万亿元, 同比下降约 2.9%。但 2023 年 1~8 月, 国内涤纶长丝出口量 229.64 万吨, 同比增长 31.89%。受益于内需复苏、直接出口增加, 国内涤纶长丝市场表现为“淡季不淡, 旺季恒旺”。2023 年 5 月、6 月, 国内涤纶长丝表观消费量分别为 246.48 万吨、254.80 万吨, 分别同比增加 13.39%、25.59%, 表现为“淡季不淡”; 2023 年 7 月、8 月, 国内涤纶长丝表观消费量分别为 272.28 万吨、268.91 万吨, 分别同比增加 29.25%、25.02%, 表现为“旺季恒旺”。受益于“淡季不淡, 旺季恒旺”, 自 2023 年 5 月以来, 涤纶长丝库存加速去化, 同时, 涤纶长丝及下游织机开工率持续攀升。未来随着国内外需求的持续恢复, 涤纶长丝行业需求将进一步改善。

从供给端来看, 2023 上半年国内新投产涤纶长丝产能 385 万吨/年, 下半年预计整体新增产能 150 万吨以上, 全年中小厂商会有约 40 万吨/年产能关停, 预计 2023 年中国涤纶长丝行业的产能净增量约为 500 万吨。进入 2024 年之后, 国内涤纶长丝产能增速或将显著放缓, 预计 2024 年国内将新投产 140 万吨, 产能同比增加约 3%, 整体产能投产高峰已过, 且新增产能主要来自于头部企业, 行业供给格局持续集中。未来随着国内外需求的稳步复苏, 国内涤纶长丝头部企业有望充分受益于行业供需格局改善。

3. 煤化工: 煤价中枢下行助力行业利润修复, 子领域需求差异导致价差分化

我国能源结构仍然是“富煤、贫油、少气”, 油气对外依存度高。以乙烯和丙烯为主的低碳烯烃是重要的基本有机化工原料, 传统的低碳烯烃生产技术以石脑油蒸汽裂解为主, 强烈依赖石油资源。一般来说, 一个百万吨级的烯烃工厂需要有千万吨级的炼油厂配套提供石脑油原料。发展煤化工替代石油资源, 充分发挥国内煤炭资源优势, 有利于保障国家能源战略安全。

2023 年 3 季度，受到夏季用煤高峰和煤炭主产地加强安监工作的影响，煤价出现反弹行情。2023 年 12 月 6 日，国家发改委发布关于《关于建立煤矿产能储备制度的实施意见（征求意见稿）》公开征求意见的通知，提出建立健全煤矿产能储备制度，保障煤炭稳定供应，夯实能源安全保障基础，计划到 2030 年，产能储备制度更加健全，产能管理体系更加完善，力争形成 3 亿吨/年的可调度产能储备，全国煤炭供应保障能力显著增强，供给弹性和韧性持续提升。在保供政策持续发力的背景下，煤炭供给仍将在高位运行，煤价短期上行空间有限，中长期煤价中枢仍将下行，成本端有望对煤化工利润持续支撑。

煤化工的子领域分为甲醇、尿素、乙二醇等。甲醇方面，国内甲醇最大下游需求为甲醇制烯烃（MTO），基于产能过剩的烯烃行业背景，以及乙烷裂解等烯烃生产工艺对甲醇制烯烃线条的挤压，竞争优势不足的 MTO 行业生产利润或难见起色。供给方面，MTO 行业盈利不佳或带来落后产能的淘汰，同时受国内能耗双控政策影响，煤化工装置投产逐渐趋严，2024 年暂无新增 MTO 产能投产计划，2024 年甲醇下游 MTO 需求仍将承压，或对煤制甲醇链条利润产生影响。

煤制尿素方面，供给端，2021 年起国内尿素行业进入了新一轮产能集中释放周期，2024 年总体投产近 842 万吨/年，国内尿素供应强度继续增加。由于环境和质量问题，中方决定限制尿素的出口，在出口政策没有发生改变的情况下，对于尿素上涨的空间将有所限制。

乙二醇主要用于聚酯等产品生产，2023 年 1~10 月，聚酯行业产量累计同比增长超 13%，2023 年聚酯行业新产能计划量预计在 700 万吨附近，年内产能增速将维持在 8%附近的高位，预计 2024 年将保持稳定增长。同时供给端经过持续的高投产之后，2024 年国内乙二醇新产能增速将明显放缓，海外供应增长空间有限，预计 2024 年可能会出现库存去化、开工率提升的局面。

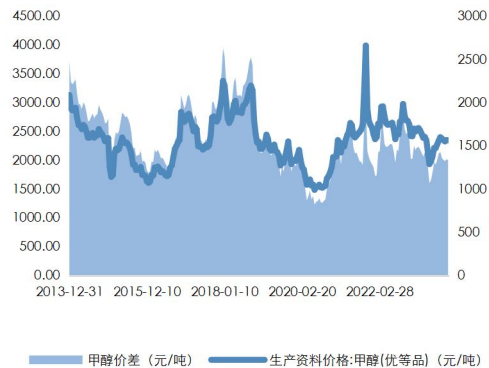
从长期来看，高油价背景下，煤化工路线具备成本优势，“富煤贫油少气”的能源资源结构特点决定长期坚持走煤炭清洁高效利用发展道路是必然趋势。

图 13：近年煤炭价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 14：煤制甲醇价格、价差



资料来源：iFind，东方金诚整理

4. 氯碱：产能持续新增，需求总体弱势，行业利润仍承压，光伏、锂电贡献增量需求，纯碱景气度相对较好

主要氯碱产品有纯碱、烧碱和聚氯乙烯。

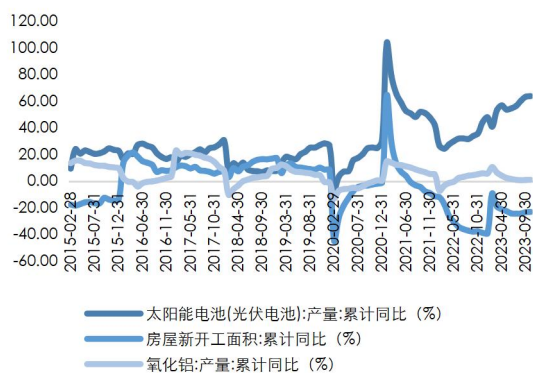
纯碱是重要的有机化工原料，有“化工之母”的美誉。其工业产品主要有两种：轻质纯碱和重质纯碱。轻碱下游应用较为分散，包括日用玻璃、无机盐、洗涤剂等，轻质纯碱下游需求年变化量小，较为稳定。重碱主要用于平板玻璃、光伏玻璃的生产，平板玻璃终端是房地产领域，需求受国内房地产景气度影响，但近年来光伏玻璃、碳酸锂需求提升为纯碱行业贡献增量。

供给端方面，2023 年下半年随着远兴能源一期项目 500 万吨产能投产后，行业供给产能有望逐步提升，新增产能或有一定爬坡周期。整体来看，随着光伏等领域贡献增量，房地产三大工程的投建，纯碱利润有望逐步回暖。

烧碱，即氢氧化钠，是一种具有较强腐蚀性的强碱，下游应用领域极为广泛，包括用于造纸、肥皂、染料、人造丝、制铝、石油、食品加工、木材加工及机械工业等多个领域。从需求来看，氧化铝、印染企业生产积极性不高，烧碱需求有限；纸浆、新能源等行业有新增产能待投，但对烧碱需求贡献增量有限。供给端方面，国内烧碱仍处于产能扩张期，2024 年国内烧碱产能预计将增加 250 万吨，产能增速约 5%，新增产能冲击较大。整体来看，需求相对弱势、供给冲击，盈利总体偏弱。

聚氯乙烯方面，需求端方面，前三季度 PVC 消费恢复有限，出口下滑明显、地产政策放松到现实传递仍需时间；供给端方面，新增产能不多，但主要厂商在低利润格局下仍然保持平稳开工，行业未有效去库，社会库存仍处高位。整体行业仍面临较大过剩压力，盈利偏弱。

图 15：氯碱下游需求情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

图 16：氯碱价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

5. 农药：种植刚性、库存去化、寡头竞争，农药价格下行有限，行业盈利趋稳

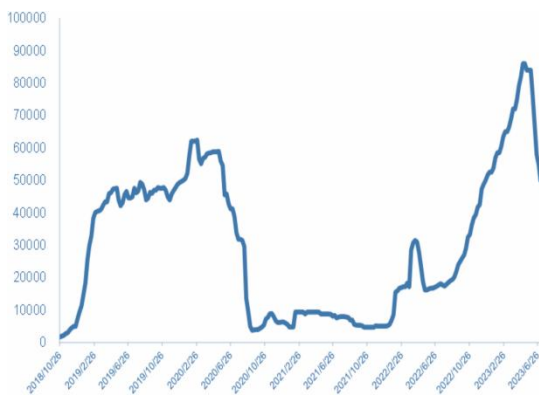
农药的直接应用领域是种植行业。2020 年公共卫生事件发生后，粮食价格开始上涨；2022 年，俄乌战争导致乌克兰玉米、大豆、小麦等农产品的出口受到较大影响，全球粮食危机加剧，

进一步推动粮食价格上涨；2022 年下半年以来，随着俄乌两国粮食重返国际市场、各国食品贸易管制政策陆续松绑、全球加息周期下能源价格中枢下移，国际粮价有所下降。

2021 年，农作物价格大幅上涨带动农民播种意愿提升，推动种植面积增加，带动农药、化肥等农资产品需求同步增长。2022 年大豆种植面积基本稳定，玉米种植面积有所下降。近年来，在复杂多变的国际社会和气候环境背景下，各经济体将粮食安全战略提升至前所未有的高度。同时，世界人口的稳步增长和人均耕地面积的下降，也对粮食的生产效率和稳定性提出了更高的要求。农药防治病虫害、提升单位面积的粮食产量，是满足粮食需求的重要解决途径之一，因此农药使用需求具有刚性。

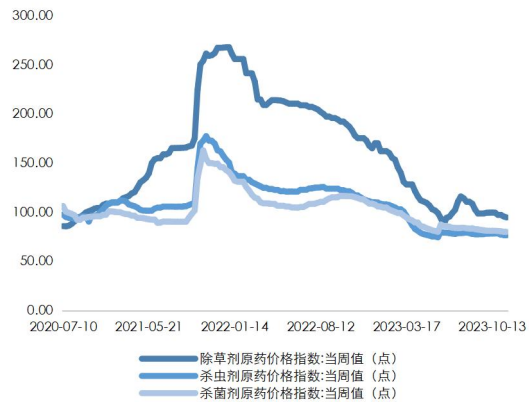
从供给来看，上半年高库存、低利润下企业降负荷生产，国内农药产量持续下滑。部分产品比如除草剂草甘膦近年来由于环保政策趋严导致新增产能受限，呈现寡头垄断竞争格局，整体竞争格局较好，后续随着海外高库存的陆续去化，需求好转将有利于行业盈利提升。同时，未来随着农药使用及管理政策严格，高效低毒的环保新型农药受到青睐，新型产品推出、新技术应用、符合环保要求的产品对旧产品替代，环保新型农药需求增长更快。

图 17：农药海外库存情况



资料来源：公开资料，东方金诚整理

图 18：农药价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

6. 化肥：磷、钾肥供需平稳景气可持续，复合肥供给过剩压制利润空间

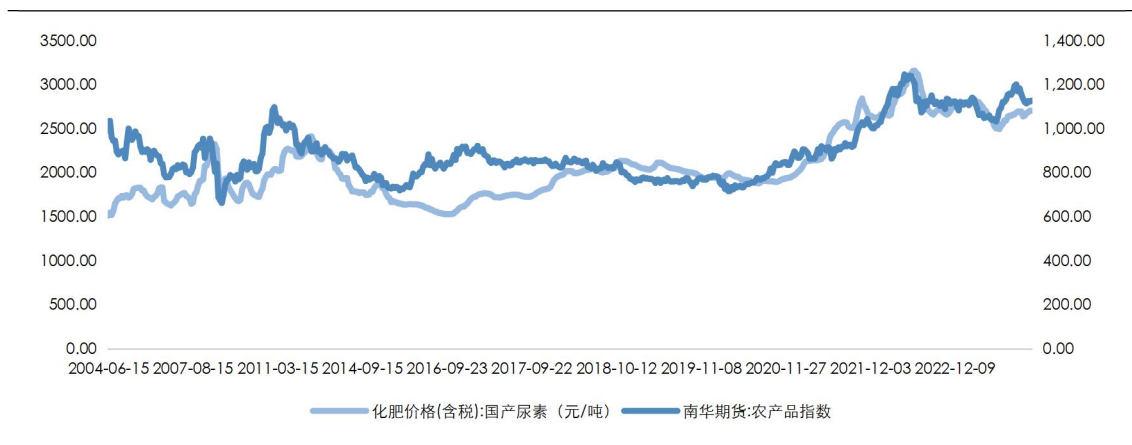
2023 年厄尔尼诺发生早，强度持续加强，对于粮食作物的生长季影响时间拉长；黑海协议中断，俄空袭乌港口，印度限制大米出口，印度、孟加拉国等化肥进口需求增长；法检对于氮肥和磷肥影响有所减弱，化肥价格与农产品价格背离修复。

磷肥方面，磷肥下游关系粮食安全，需求较为刚性。供给端，磷肥的主要原料是磷矿石，虽然下游需求较弱，但自 2016 年以来，三磷整治的开展、环保以及能耗政策的趋严，行业开工率在 45%左右，供应偏紧，2023 年磷矿石价格继续维持高位，磷矿下游约 70%去向磷复肥，主要原料供应偏紧支撑磷酸一铵和磷酸二铵价格。随着行业落后产能去化，磷肥价格中枢有望维持较高水平。

钾肥方面，中国钾肥产量增长缓慢，供给长期存较大缺口，对进口依赖度较大。在 2023 年上半年，国内氯化钾市场呈现了高位一路走跌的状态，2023 年 6 月，中国签订了 2023 年度的钾肥海运大合同，大合同谈判价格为 CFR¹307 美元/吨，后续货源相对集中的情况下，市场价格出现了反转。亚钾国际、东方铁塔、藏格矿业等钾肥企业也纷纷在老挝地区加速了原有钾盐项目的建设进度或进行了新增布局，扩产较快，有望进一步反哺国内。整体来看，全球新建产能增长有限。需求端，耕地单位面积产量要求带动化肥需求，未来全球钾肥需求仍将保持稳定增长，供求趋紧的情况下有望支撑钾肥价格。

尿素方面，2023 年国内尿素市场价格先跌后涨，国内秋肥销售结束后尿素需求进入淡季，叠加海外印度尿素招标量不及预期，检修复产，累库有限，新增产能投产、基本面偏弱。复合肥方面，国内总产能超过 1.3 亿吨/年，全年总产量不超过 5000 万吨，平均产能利用率低于 40%，产能过剩较为严重，压制利润。

图 19：尿素价格情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

（四）化工新材料：产业升级、技术进步带动新材料需求增长，“卡脖子”材料国产替代长坡厚雪，久久为功

化工新材料是指发展的和正在发展之中具有传统化工材料不具备的优异性能或某种特殊功能的新型化工材料。与传统化工材料相比，化工新材料具有质量轻、性能优异、功能性强、技术含量高、附加价值高等特点。根据《“十四五”原材料工业发展规划》表述，新材料航空航天、半导体、5G、生物技术、新能源等的发展，包括高温合金、航空轻合金材料、超高纯稀土金属及化合物、光刻胶、可降解生物材料、特种分离膜、高性能特种钢等。

从行业内主要化工企业新材料产业布局来看，以新能源相关产品为主。炼化龙头恒力集团下属子公司康辉新材重点打造全球领先的高端化、差异化、绿色环保型的功能性膜材料、高性能工程塑料和生物可降解材料。东方盛虹自主研发的光伏级 EVA 率先突破国外垄断，为全球最

¹ 指成本加运费。

大的光伏 EVA 胶膜原料供应商，800 吨/年 POE 中试装置已经于 2022 年 9 月顺利投产；锂电领域已经深入布局多种锂电原材料，涉及正极材料、锂电隔膜、电解液等多个细分领域，已建成 2 万吨/年超高分子量聚乙烯项目，在建 10 万吨/年碳酸乙烯酯及碳酸二甲酯（EC/DMC）装置，拟建磷酸铁锂正极材料全产业链。煤化工龙头宝丰能源布局高端乙烯类产品，具备生产高端聚乙烯双峰产品、茂金属聚乙烯产品的能力，三期项目具备生产高端产品 25 万吨/年 EVA 的能力。涉“磷”企业依托资源优势构建新能源材料产业链，兴发集团公告布局锂电新材料行业，计划建设磷酸铁、磷酸铁锂产能；云天化致力于打造磷矿—湿法磷酸—磷酸精制—磷酸盐产业链，与合作方以交叉持股的方式实现磷酸铁和磷酸铁锂上下游一体化运营，构建新能源材料产业链。聚氨酯龙头万华化学 2024 年起，预计 POE、柠檬醛、聚乳酸等项目陆续投产，精细化学品和新材料业务将再上台阶。

二、化工企业信用表现

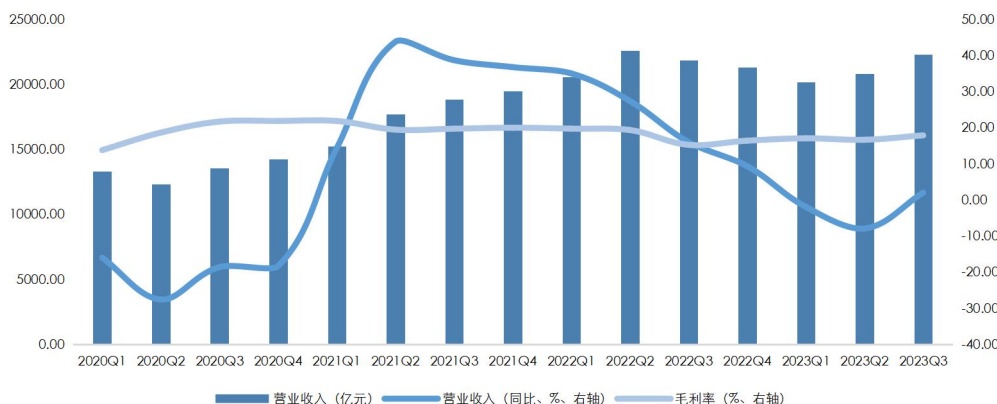
（一）盈利能力及营运效率

1. 盈利能力

政策发力、库存底部，内需慢复苏，原油供需紧平衡态势下价格中枢高位，对化工品价格形成较强的成本支撑，化工品价格有所修复，样本企业营业收入同比增长，毛利率有所修复

2023 年上半年，下游出口放缓和内需表现偏弱，但供给端投产大影响，部分企业被迫停工。偏上游化工品开工负荷跌幅略大，偏下游化工品受影响相对较弱，企业生产开工情况相对平稳，整体变化不大。受价格下降、需求疲弱影响，上半年化工行业毛利率 12.7%，同比下降 2.2 个百分点，利润总额下降 54%。2023 年 3 季度，政策发力、库存底部，内需慢复苏，OPEC+减产持续、巴以冲突扰动，供需紧平衡态势下，原油价格中枢高位，对化工品价格形成较强的成本支撑，化工品价格有所修复，样本企业营业收入同比增长，毛利率有所修复。

图 20：化工企业收入、毛利率情况（亿元、%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

毛利率修复及期间费用管理提升背景下，预计 2024 年化工行业企业净利润率有望触底回升

化工企业期间费用中，管理费用占比最高，且近年费用率总体处于很高水平，内部挖潜仍有空间；销售费用控制良好；财务费用在杠杆率提升背景下仍有所上行。预计 2024 年化工企业费用率整体延续下行趋势，在负债率提升背景下，化工企业财务费用率以有所上行，未来提升精细化管理水平是控制费用的关键。2024 年毛利率修复及期间费用管理提升背景下，预计化工行业企业净利润率将触底回升，但受需求复苏力度偏弱及供给宽松拖累，全年净利润率水平仍处于近年较低水平。

图 21：化工企业期间费用率情况（%）

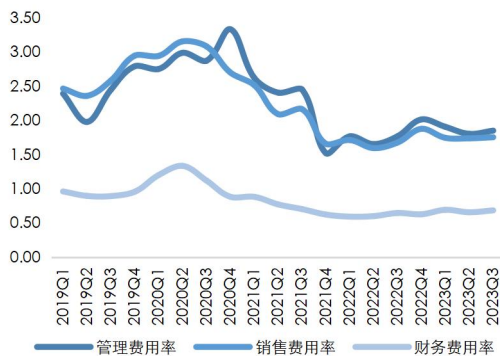
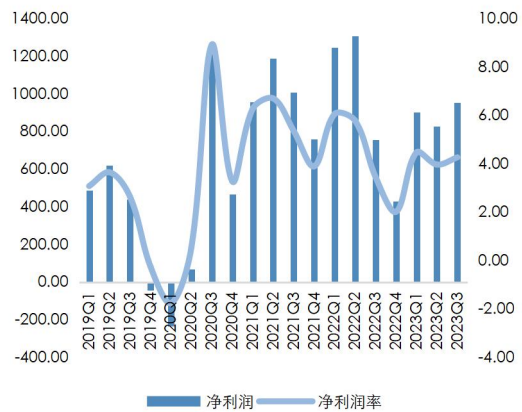


图 22：化工企业盈利情况（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

资料来源：iFind，东方金诚整理

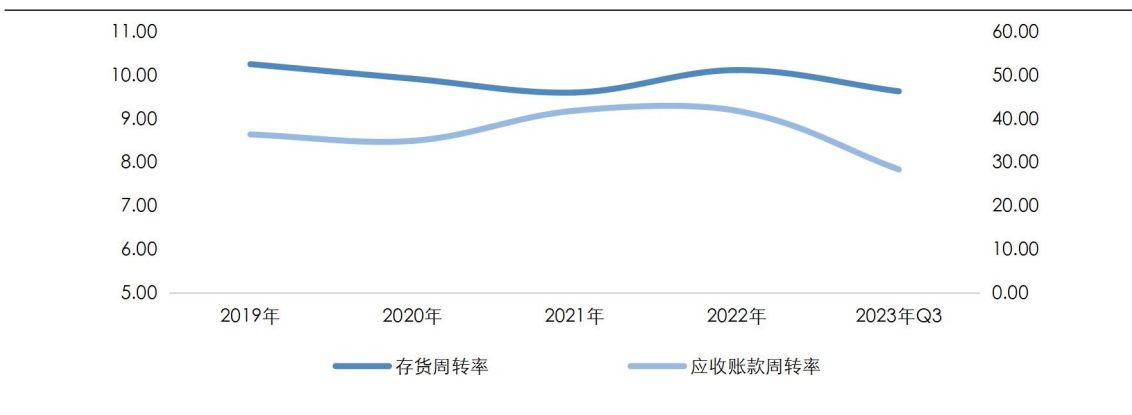
2. 营运效率

预计 2024 年，随着下游需求缓慢修复，存货及应收账款周转情况将有所好转，能源价格总体坚挺，化工企业被上游能源企业资金占用规模仍较大

从应收账款周转率和存货周转率来看，2023 年前三季度应收账款周转率和存货周转率较以往年度有所下降，存货及应收账款对企业资金的占用压力仍较大。预计 2024 年，随着下游需求缓慢修复，存货及应收账款周转情况将有所好转。

化工企业应付周转率与能源价格相关性很强，2023 年下半年来，能源价格总体坚挺，化工企业被上游能源企业资金占用规模仍较大。

图 23：化工企业存货与应收账款周转情况（%）



资料来源：iFind，东方金诚整理

（二） 资本支出及自由现金流

2024 年，盈利修复是经营性现金流改善的主要动力，资本支出偏高部分侵蚀经营现金流，自由现金流修复仍滞后

2024 年盈利修复是经营性现金流改善主要动力，受益于盈利修复及存货周转向好，样本企业总体现金流净流入将有所回升。近年化工企业资本本开支保持一定规模增速，目前驱动因素仍较强，开支强度仍在。国家严控电石烧碱投资，预计氯碱行业资本支出延续低位，农化企业资本开支可控；炼油产能收紧，新材料成为炼化企业投资重点；煤化工高端低碳发展将保持较大规模。预计 2024 年自由现金流将小幅回升，整体仍处近年低位。

图 24：近年化工企业资本支出情况（亿元）

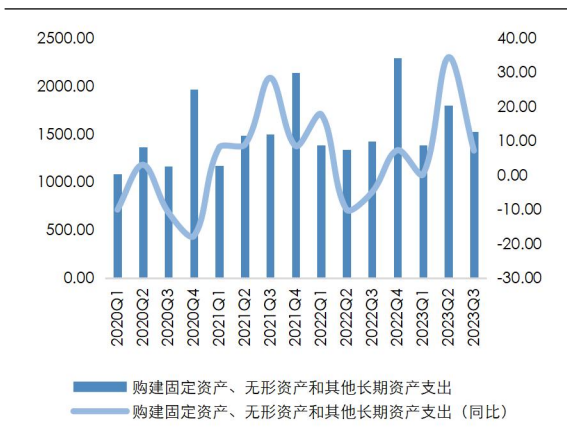
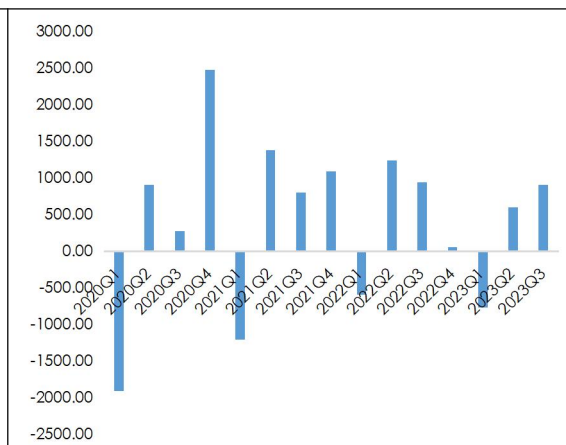


图 25：近年化工企业自有现金流情况（亿元）



资料来源：iFind，东方金诚整理

（三） 债务负担和保障程度

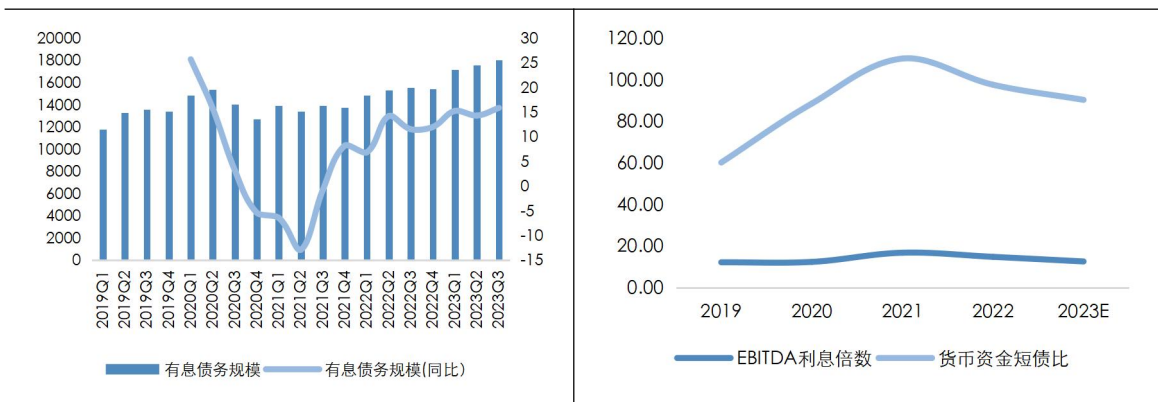
2023 年前三季度资本开支延续扩张背景下，化工行业企业负债率增长较快，预计 2024 年，资本开支推动长期债务回升，资产负债率延续上行态势，自由现金流对债务保护总体偏低

2023 年前三季度资本开支延续扩张背景下，化工行业企业负债率增长较快，行业龙头延续长期扩张趋势，细分子行业头部企业凭借技术及成本优势逆势增长，产业链广度和深度深化。

2024 年化工企业仍将保持温和资本开支，长期债务占比提升；行业盈利修复空间有限，经营性现金流对资本开支覆盖保障总体偏弱；化工企业资本支出仍将维持较大规模，负债率延续提升。经营性现金流对短期债务覆盖仍偏低，盈利好转将助力偿债能力提升。

图 26：近年化工企业债务负担情况（亿元、%）

图 27：近年化工企业偿债能力（倍）



资料来源：iFind，东方金诚整理

三、化工行业债市表现

化工行业利差处于上游行业偏高位置，细分行业景气度对个体利差影响增大，2024 年利润修复、融资环境宽松，总体风险可控

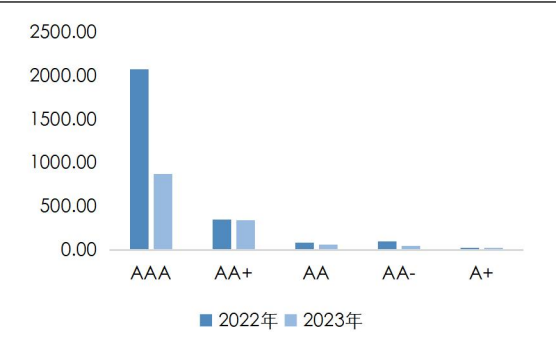
2023 年，化工样本企业信用债发行规模、发行数量均较上年同期有所下降，新发行债券主要为短期融资券、中期票据，且以 AAA 和 AA+ 高信用等级发行人为主，低等级主体发行债券难度仍较大；从发行利差来看，一季度债市资产荒带动产业债利差大幅下行，化工行业利差跟随收窄，以理财为代表的需求增幅放缓及降息后赎回压力，二季度以来产业债利差走扩。受盈利下行偏大影响，化工行业利差走扩幅度在上游产业中领先。2024 年化工行业债券到期规模较 2023 年同期有所减少，主体信用等级普遍较高，在当前融资整体较为宽松的环境下，化工行业系统性风险可控。

2024 年龙头国企凭借不断强化的市场地位和完善的产业链条优势，预计利差仍将很低；同时，细分行业景气度对个体利差影响加大，部分炼化、弱资质氯碱民企及地方国企信用利差仍处高位。

图 28：化工行业利差（BP）



图 29：化工行业债券发行情况



资料来源：iFind，东方金诚整理

四、 结论

2024年，化工行业产能投放周期脉冲延续，宏观预期向好背景下，化工品价格核心驱动由成本向基本面转移，但高供给弹性压制利润回升空间，资本支出偏高导致自由现金流修复滞后，行业整体信用质量将逐步企稳修复

2023年，美欧持续加息及银行危机冲击经济预期，宏观逆风阶段性冲击加剧，化工品需求复苏不及预期，化工品价格下行，利润率低位震荡，自由现金流回落。

2024年，政策发力、库存底部，内需慢修复；美国经济延续韧性，持续去库或有助出口提升，高端材料国产替代延续。节能降碳政策短期束缚有限，产能投放周期脉冲延续；化工品价格核心驱动由成本向基本面转移，价格修复但高供给弹性压制利润回升空间。

2024年，应收账款、存货周转利好，有助于经营性资金占用下降，资本支出侵蚀延续，自由现金流仍处近年低位，2024年利润修复、融资环境宽松，总体风险可控，行业信用质量将逐步企稳修复。

声明

本报告是东方金诚的研究性观点，并非是某种决策的结论、建议等。本报告引用的相关资料均为已公开信息，东方金诚进行了合理审慎地核查，但不应视为东方金诚对引用资料的真实性及完整性提供了保证。本报告的著作权归东方金诚所有，东方金诚保留一切与此相关的权力，任何机构和个人未经授权不得修改、复制、销售和分发，引用必须注明来自东方金诚且不得篡改或歪曲。