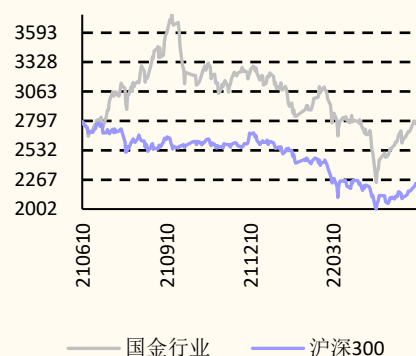


基础化工行业研究买入(维持评级)

行业中期策略报告

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	2766
沪深 300 指数	4176
上证指数	3239
深证成指	11811
中小板综指	12043



相关报告

- 1.《关注需求端变化，成长股具备布局价值-【国金化工】行业研究周报》，2022.6.3
- 2.《光伏需求驱动，三氯氢硅开启景气周期-【国金化工】光伏级三氯氢...》，2022.6.1
- 3.《继续看好抗通胀以及卡脖子的新能源化工材料-【国金化工】行业研...》，2022.5.29
- 4.《反弹继续，分化后看好业绩确定成长股-【国金化工】行业研究周报》，2022.5.21
- 5.《成长股大反弹，看好业绩确定的成长及化肥股-【国金化工】行业研...》，2022.5.14

通胀+疫情集中释放，下半年将呈现边际改善

投资建议

- 上半年，化工行业先后经历了能源价格急速上行和疫情爆发两大变动，产业链成本压力提升，疫情严重影响需求导致盈利传导能力相对较弱，综合以上看，4月居民消费和企业的投资意愿相对有限，整体房地产投资更是有下行趋势，基建投资虽然年初势头不错，但整体也受到疫情的影响有下行压力，基本上“三驾马车”在4月疫情最为严重的时间表现相对承压。
- 但综合看，上半年原材料价格和需求两大不确定性风险集中释放，后期伴随稳经济的多重举措的不断出台，行业将逐步呈现边际向好的态势，今年政策的关注重点也逐步由供给端向需求端转移，从大的方向，我们首先建议关注自上而下的细分赛道机遇，建议关注提振经济带来的细分产业链发展机会：
- ①地产链：后周期产品的上游材料端有望缓解产业链价格压力；建材需求提升，支撑产品景气度，比如纯碱、减水剂等行业；
- ②新能源基建链：新能源建设投资有望大幅提升，建议关注上游材料端，如光伏化工材料产业链，投资建设拉动提升，将有望带动细分领域材料需求快速释放。以光伏为例，多晶硅原材料三氯氢硅、光伏玻璃的原料纯碱、背板基膜、封装EVA、光伏胶等；
- ③消费复苏链条：汽车零部件及上游材料端、化纤链条等能源、疫情的影响压力集中释放后，有望呈现一定程度的盈利好转；
- 全球能源、农产品价格预计仍将位于高位，建议关注行业内具有抗风险属性，或者顺应产业发展趋势的细分领域：
- ①顺应行业趋势，能够顺利进行价格传导的细分领域，建议关注生物柴油；
- ②具有抗风险属性的农资领域，建议关注磷矿（资源端）及化肥、龙头农药企业。
- 成长股估值相对较低，产业链上下游影响逐步减弱，整体运行在逐步恢复，建议关注估值相对低，具有持续成长动能的相关公司：
- ①历史上获得市场认可，不断实现业绩兑现的细分赛道龙头，此时具有相对较低的估值水平，如光学膜等；
- ②构建成平台型企业，具有可持续性发展的空间，具备内伸外延的产业、技术和管理基础，如万润股份、国瓷材料等企业；
- ③在优质赛道形成突破，可以持续享受量价的双重利好，逐步带动公司发展战略转型，如黑猫股份等；
- ④发展空间相对较大，整体估值相对便宜，经营业务呈现逐步改善的细分赛道，如国六尾气催化行业等。
- 关注国有企业改革重新焕发实力，提升发展积极性的优质企业，同时建议关注行业龙头企业，具有产业链优势和平台效应，能够快速向新型应用领域进行切入，如华鲁恒升，万华化学等。

风险提示

- 能源价格剧烈波动；政策变动风险；疫情反复风险。

陈屹

分析师 SAC 执业编号：S1130521050001
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣

分析师 SAC 执业编号：S1130520090002
yangyiyong@gjzq.com.cn

内容目录

一、上半年压力集中释放，稳经济有望带动细分领域需求提升	4
1.1、产业链价格压力+疫情影响，上半年两大压力集中释放	4
1.2、重点由供给向需求端转移，关注细分领域需求拉动的投资机会	6
二、全球局势变化联动影响依然存在，关注抗风险属性较强的领域	11
2.1、局部地区局势紧张，能源价格高位波动，最大压力于上半年释放	11
2.2、局部地区供需失衡，带动部分细分领域产品出口提升	13
2.2、全球粮食供给相对紧张，农资领域仍将持续高景气需求	14
三、成长股经历较深的调整，关注具有持续业绩释放动力的企业	16
3.1、成长股估值位于底部区间，具备良好的布局基础	16
3.2、国企改革收官年，龙头企业具有平台延伸的能力和空间	18
四、投资建议	21
五、风险提示	22

图表目录

图表 1: 能源和农产品大宗商品价格指数变化	4
图表 2: PPI 价格指数变化	4
图表 3: 工业生产者购进价格指数 (%)	4
图表 4: 工业生产者出厂价格指数 (%)	4
图表 5: 我国社零销售数据变化 (亿元)	5
图表 6: 我国工业增加值变化 (%)	5
图表 7: 我国社融数据情况 (亿元)	5
图表 8: 我国进出口金额变化情况 (亿美元)	5
图表 9: 固定资产及房地产投资累计同比 (%)	6
图表 10: 制造业及基建投资完成额累计同比 (%)	6
图表 11: 我国新增无症状感染者和确诊人数变化情况	6
图表 12: 国家持续出台政策支撑经济稳定运行	7
图表 13: 空调产品产量及出口变化 (万吨)	8
图表 14: 冰箱产品产量及出口变化 (万吨)	8
图表 15: 水泥产量及变化 (万吨)	8
图表 16: 平板玻璃产量及变化 (万重量箱)	8
图表 17: 发电新增设备容量累计值 (万千瓦)	9
图表 18: 汽车产品产量及出口变化 (万辆)	10
图表 19: 新能源汽车产量及销量变化 (万辆)	10
图表 20: 汽车制造业营收、盈利及库存变化 (亿元)	10
图表 21: 橡胶和塑料业营收、盈利及库存变化 (亿元)	10
图表 22: 我国纺织及下游工业增加值变化	11

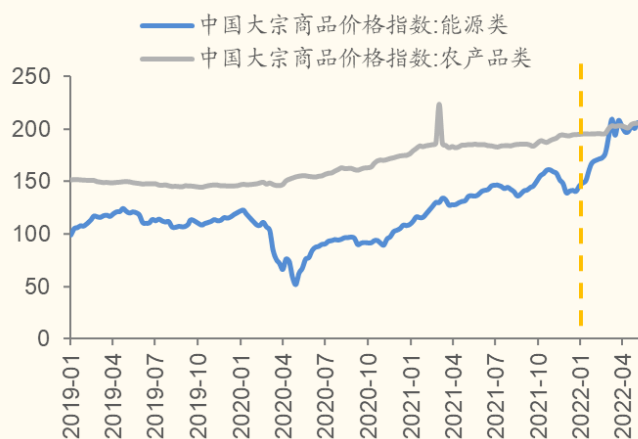
图表 23: 我国纺织及下游出口交货值变化.....	11
图表 24: 化学纤维行业营收、盈利及库存变化 (亿元)	11
图表 25: 原油及煤炭价格变化.....	12
图表 26: 规模较大的化工产品 5 月份价差分位数.....	12
图表 27: 化学原料及制品行业营收及库存变化	13
图表 28: 化学原料及制品行业用电量变化 (亿千瓦时)	13
图表 29: 生物柴油月度进出口及价格变化情况 (万吨, 美元/吨)	13
图表 30: 醋酸产品出口变化 (万吨)	14
图表 31: 炭黑产品出口变化 (万吨)	14
图表 32: MDI 产品出口变化 (万吨)	14
图表 33: TDI 产品出口变化 (万吨)	14
图表 34: 我国化肥农药板块指数变化情况 (收盘价)	15
图表 35: 尿素海内外价差 (元/吨)	15
图表 36: 钾肥海内外价差 (元/吨)	15
图表 37: 2004—2020 年全球农药销售额 (十亿美元)	16
图表 38: 化工标的 PE-PB 分位数 (2010 年起)	17
图表 39: 原油价格 (右) 以及精细化工指数 PE (左) 变化情况.....	18
图表 40: 国有企业通过改革焕发自身活力.....	19
图表 41: 2022 年资产规模前 20 固定资产占比	21
图表 42: 2022 年资产规模前 20 在建工程占比	21

一、上半年压力集中释放，稳经济有望带动细分领域需求提升

1.1、产业链价格压力+疫情影响，上半年两大压力集中释放

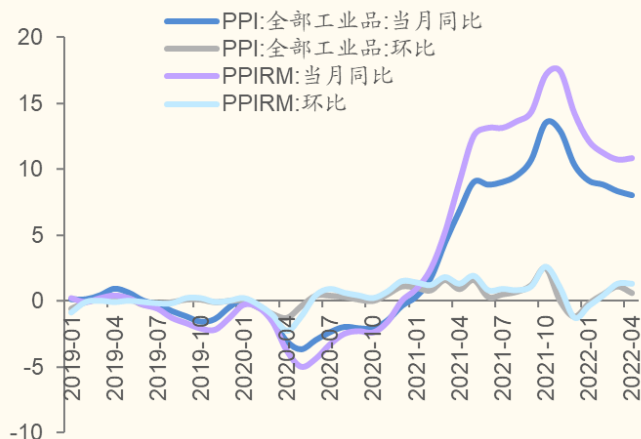
- 大宗化工产品价格攀升，工业企业各环节产业链分散成本压力。整体来看，由于受到能源价格等多因素影响，我国工业品价格水平不断提升，工业生产者购进价格指数较出厂价格指数同比提升明显。受到疫情等因素的影响，我国多个东部经济发展重要区的经济活动整体受到较大程度的抑制，生产、物流运输、消费等受到不小的影响，而此外延伸的上下游产业链的连锁反应更是带动了辐射性的影响，产业链偏下游端的企业将同时受到需求支撑不足和成本上行的制约，盈利短期受到影响。

图表 1：能源和农产品大宗商品价格指数变化



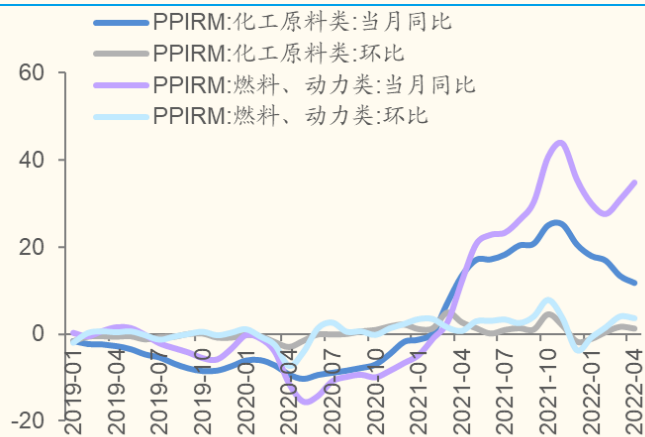
来源：Wind，国金证券研究所

图表 2：PPI 价格指数变化



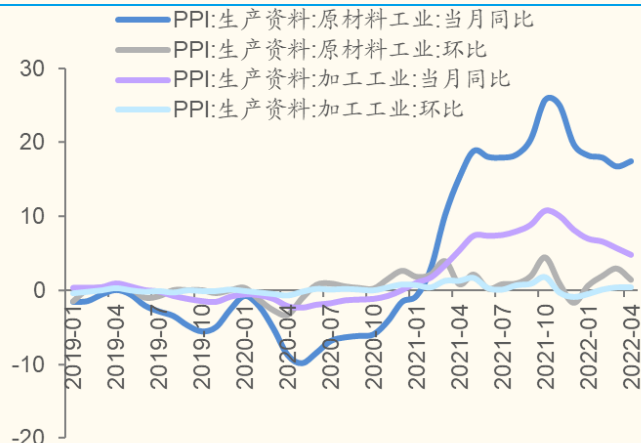
来源：Wind，国金证券研究所

图表 3：工业生产者购进价格指数 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

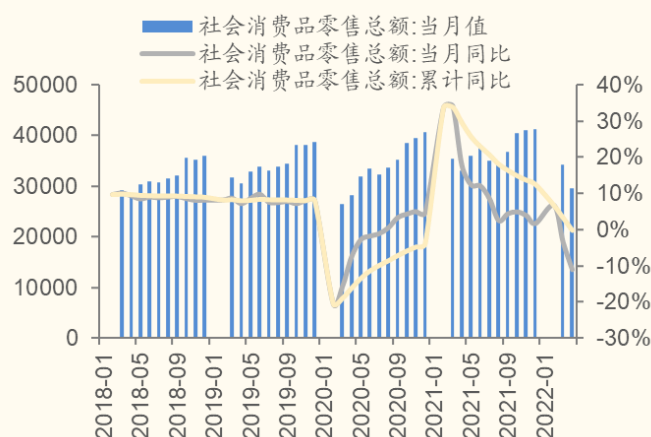
图表 4：工业生产者出厂价格指数 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

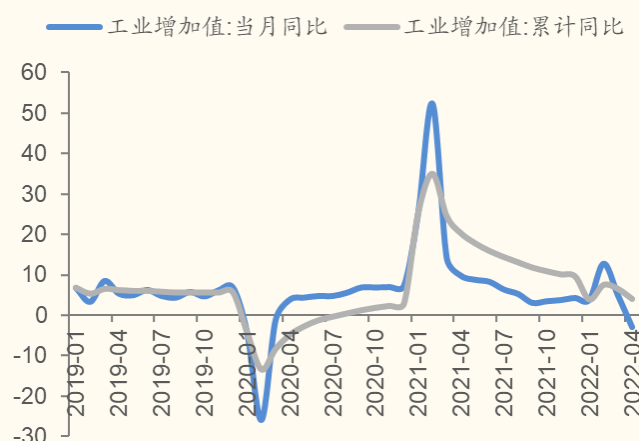
- 4 月预计是整体经济相对承压最大阶段，整体生产和消费的经济活动都较大程度受到影响。社零销售当月同比下降 11%，工业增加值当月同比下降 2.9%，4 月是我国疫情最为严重的时间，整体经历了加速上行，高位持续和逐步缓和的状态，也是疫情影响下对于各个地区管控最为严格的时间段。

图表5：我国社零销售数据变化（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

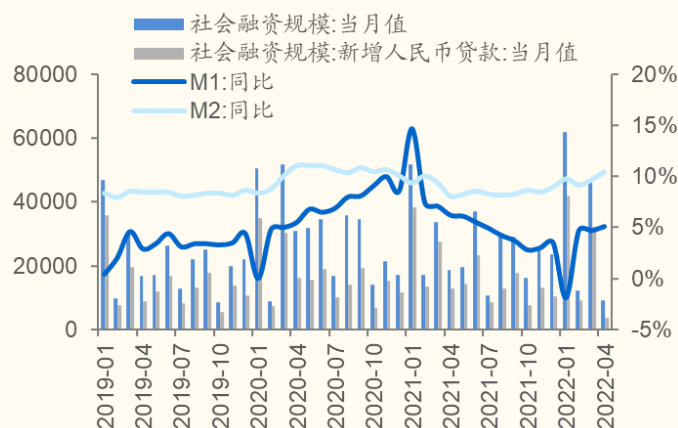
图表6：我国工业增加值变化（%）



来源：Wind，国金证券研究所

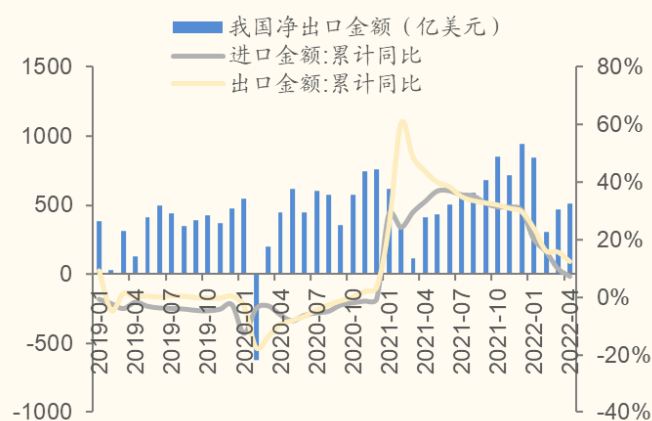
- 短期由于疫情等因素影响，实体经济的发展动力受到影响。目前来看，在疫情的影响下，我国的4月份新增社会融资规模约9102亿元，比上年同期少9468亿元，下降程度非常大，4月份新增人民币贷款增加3616亿元，不足去年同期的两成。短期受到疫情的影响，企业长期贷款明显下行，企业投资意愿明显减弱，实体经济发展相对疲软，同样的，4月居民的中长期贷款减少313.72亿元，同比少增6553亿元，居民的住房贷款需求有所减弱。
- 同样在海外通胀压力大幅提升的状态下，海外的需求支撑力度也相对一般，我国4月进口金额累计同比增长7%，出口金额累计同比增长13%，环比3月数据皆下行了约3个点，在产业链价格提升的压力下，我国的出口需求拉动的支撑也相对有限。

图表7：我国社融数据情况（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

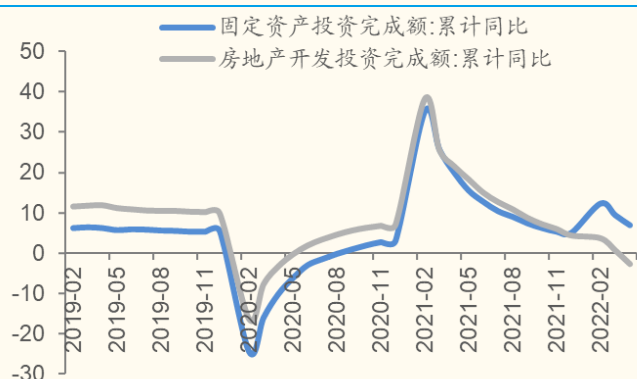
图表8：我国进出口金额变化情况（亿美元）



来源：Wind，国金证券研究所

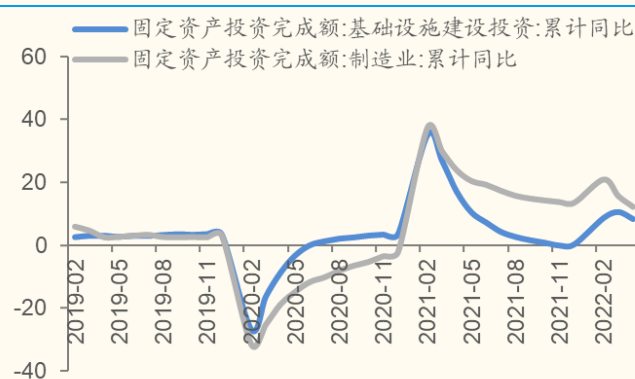
- 4月投资对于经济的拉动也相对有限，整体也受到较大的影响。截止4月，房地产的投资完成额累计同比-2.7%（3月+0.7%），固定资产投资完成额累计同比+6.8%（3月+9.3%），从3月开始制造业、房地产的投资同比增速就已经开始下行，4月下行极为严重，投资相对承压，整体对于经济支撑力度较弱。

图表 9：固定资产投资及房地产投资累计同比 (%)



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：制造业及基建投资完成额累计同比 (%)



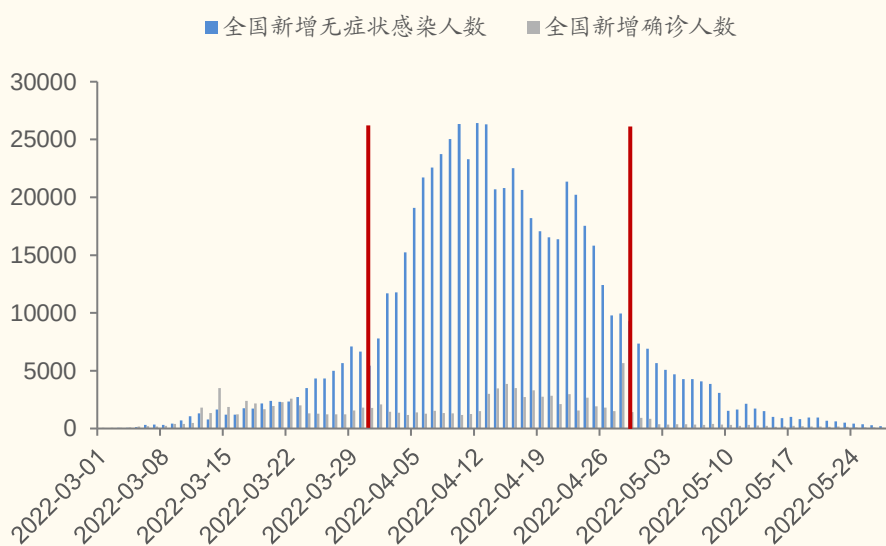
来源：Wind，国金证券研究所

- 综合以上看，4 月居民消费和企业的投资意愿相对有限，整体房地产投资更是有下行趋势，基建投资虽然年初势头不错，但整体也受到疫情的影响有下行压力，“三驾马车”在 4 月疫情最为严重的时间表现相对承压。

1.2、重点由供给向需求端转移，关注细分领域需求拉动的投资机会

- 疫情的影响在 4 月已经实现边际压力的最大释放，5 月以来，我国的感染人数在快速下行，各地也都相继进行了复工复产，生产逐步开启，物流运输逐步好转，各地企业有望加速进行业务生产以弥补前期由于疫情带来的影响，可以预期，我国经济生产、消费等经济活动将逐步恢复，最大的边际影响已经过去，行业在逐步向正常领域进行恢复。

图表 11：我国新增无症状感染者和确诊人数变化情况



来源：国家卫健委，国金证券研究所

- 国家稳增长的相关政策有望开始逐步提振经济活力。今年以来，我国持续召开稳定经济发展的相关会议，稳经济、稳就业、稳产业链，特别进入 5 月以来，国家更是大力推动经济恢复发展，5 月 24 日更是布局 6 方面 33 项措施稳定经济发展，在财政相关政策、金融政策、稳产业链供应链、促消费和有效投资、保能源安全、保障基本民生等方面，为经济恢复提供良好的保证，可以说在前期消费、投资、出口都相对承压的状态下，后期疫情好转叠加政策发力将带动后期经济形成明显的边际好转。

图表 12：国家持续出台政策支持经济稳定运行

会议名称	时间	主要内容
国务院常务会议	2022.1.10	部署加快推进“十四五”规划《纲要》和专项规划确定的重大项目，扩大有效投资。会议指出，当前经济运行处于爬坡过坎的关口。要按照中央经济工作会议要求，把稳增长放在更加突出的位置，坚定实施扩大内需战略，坚持不搞“大水漫灌”，有针对性扩大最终消费和有效投资。
国务院常务会议	2022.2.16	确定促进工业经济平稳增长和服务业特殊困难行业纾困发展的措施。会议指出，工业和服务业在经济发展和稳定就业中起着骨干支撑作用。主要提出加大工业、服务业所得税减免力度；引导加强金融服务；推进制造业强链补链和产业基础再造，加快新型基础设施建设、重点领域节能降碳技术改造等，扩大有效投资；针对餐饮、零售、旅游、交通客运等特殊困难行业，在阶段性税收减免、部分社保费缓缴等方面加大支持力度，促进稳就业和消费恢复等措施。
政府工作报告	2022.3.5	确定 2022 年中国经济发展的预期目标：国内生产总值增长 5.5% 左右；城镇新增就业 1100 万人以上，城镇调查失业率全年控制在 5.5% 以内；居民消费价格涨幅 3% 左右；居民收入增长与经济增长基本同步；进出口保稳提质，国际收支基本平衡；粮食产量保持在 1.3 万亿斤以上；生态环境质量持续改善，主要污染物排放量继续下降；能耗强度目标在“十四五”规划期内统筹考核，并留有适当弹性，新增可再生能源和原料用能不纳入能源消费总量控制。
国务院常务会议	2022.4.27	决定加大稳岗促就业政策力度，部署从推进企业复工复产、支持市场主体稳岗、拓展就业岗位、加强就业服务、压实地方责任等五方面发力，保持就业稳定和经济平稳运行。
国务院常务会议	2022.5.5	部署进一步为中小微企业和个体工商户纾困举措，以保市场主体稳就业；确定推动外贸保稳提质的措施，助力稳经济稳产业链供应链。
全国稳就业工作电视电话会议	2022.5.7	加大就业优先政策实施力度，保持就业稳定和经济平稳运行
国务院常务会议	2022.5.11	财政货币政策以就业优先为导向，稳住经济大盘；部署进一步盘活存量资产，拓宽社会投资渠道、扩大有效投资；决定阶段性免除经济困难高校毕业生国家助学贷款利息并允许延期还本。
稳增长稳市场主体保就业座谈会	2022.5.18	研究部署进一步稳增长稳市场主体保就业，加大宏观政策调节。已出台政策要尽快落实到位，中央经济工作会议和《政府工作报告》确定的政策上半年基本实施完毕；各地区各部门要增强紧迫感，挖掘政策潜力，看得准的新举措能用尽用，5 月份能出尽出，确保上半年和全年经济运行在合理区间，努力使经济较快回归正常轨道。
国务院常务会议	2022.5.24	围绕财政及相关政策、金融政策、稳产业链供应链、促消费和有效投资、保能源安全，以及保障基本民生的政策六个方面提出 33 项措施，努力推动经济回归正常轨道、确保运行在合理区间。

来源：政府网站，国金证券研究所

- **财政和货币宽松依然持续，在承压状态下，预期重点将由供给端向需求端进行转移。**近两年来，由于海内外的疫情影响，叠加我国进行双碳治理等因素，大宗化工品经历了比较大周期变动，2022 年，在开年承压运行状态下，海外又承受着明显的通胀压力，预期今年大宗化工品的侧重点将更多地由供给端向需求端进行转移，自上而下的需求释放将有利于带动相关细分产业链维持需求景气，从而支撑细分行业景气运行。

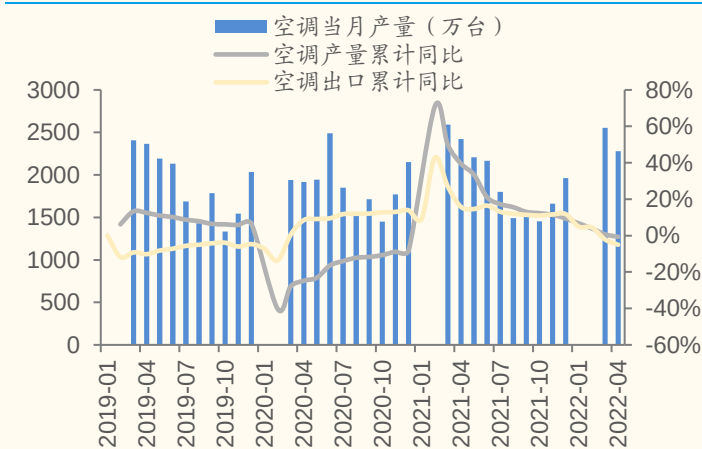
(1) 房地产关联产业链需求

- **房地产：限购限贷等政策有望持续放松，有望逐步拉动房地产产业链细分需求提升或恢复。**目前来看由于疫情等因素影响，居民中长期贷款大幅下行，房地产投资完成额 4 月也开始大幅下行，房地产景气度在短期内相对疲软，因而为了稳定经济发展，我国从中央到地方开始有序的进行房地产领域的宽松政策，一方面在房地产销售方面，放开限购要求，降低首付比例，降低首套房贷款利率下行等；同时对于房企来说，支持房地产企业合理融资需求，允许优质房地产进一步扩宽债券融资渠道等，通过对购房和

房地产商双重支持，有望通过逐步提升房地产行业的景气度，从而带动整体经济逐步恢复，稳定运行。

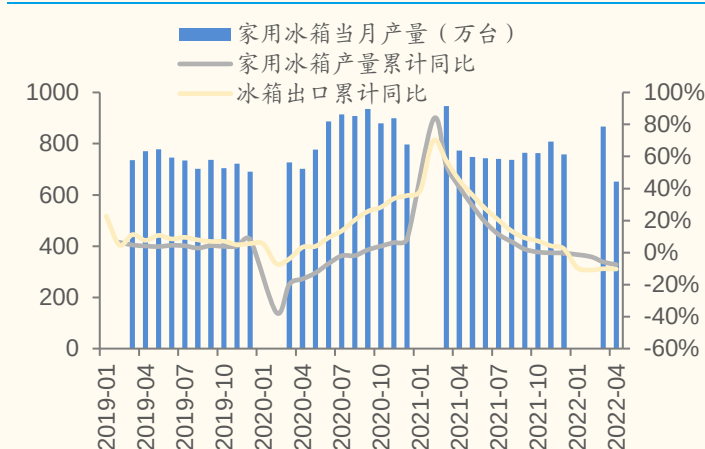
- **房地产后周期产业链：**伴随限购、限贷政策的逐步放松，购房需求有望进一步提升，带动家电等领域需求恢复。从 4 月数据看，主要的家电空调、冰箱等生产、出口数据都有相对承压，对于上游的聚氨酯、制冷剂等产品需求支撑明显减弱，需求支撑不足，带动产品价格回落，截止目前，聚合 MDI 二季度均价约为 18210 元/吨，相比于去年四季度均价下行约 2104 元/吨（-10.36%），硬泡聚醚二季度均价约为 11007 元/吨，相比于去年四季度均价下行约 2808 元/吨（-20.33%）；制冷剂 R32 二季度均价约为 13667 元/吨，相比于去年四季度均价下行约 4301 元/吨（-23.94%），同时受到原材料的成本压力，相关材料的价格下行较多。
- 预计伴随着房地产后周期的需求提升，预计将带动上游细分产业链聚氨酯、制冷剂等材料盈利回归，呈现一定程度的改善。

图表 13：空调产品产量及出口变化（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

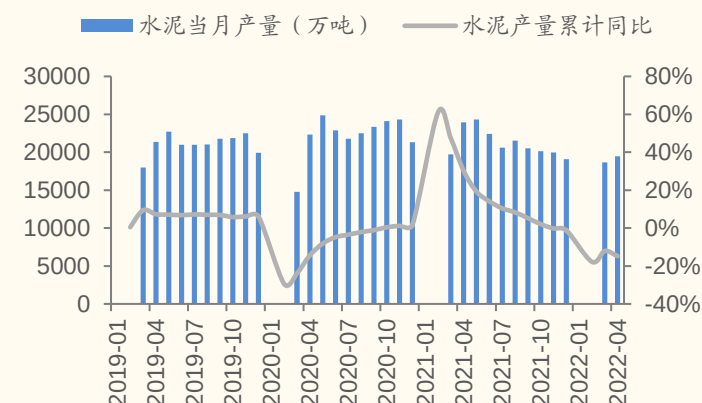
图表 14：冰箱产品产量及出口变化（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

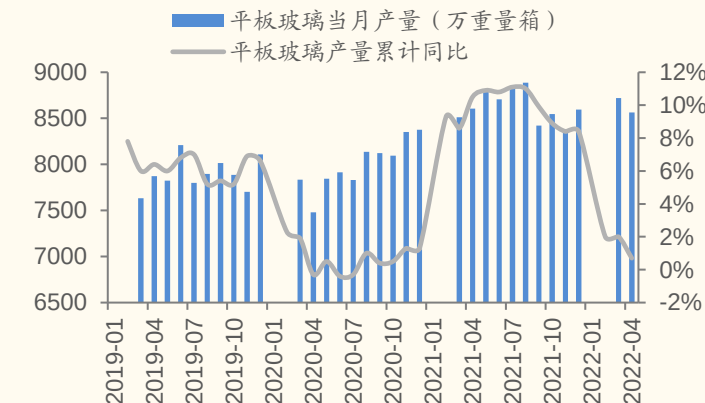
- **房地产建筑材料产业链：**后期为了拉动经济增长，预期对于部分房地产企业的金融支持将进一步释放，带动上游建筑产业链的需求提升。今年以来水泥产量同比大幅下行，玻璃增速较去年有明显下行，若房地产投资建设提升，将有望带动上游建筑材料比如纯碱（玻璃需求）、减水剂（混凝土需求）、焦炭（炼钢需求）等需求提振，支撑行业平稳运行。

图表 15：水泥产量及变化（万吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 16：平板玻璃产量及变化（万重量箱）



来源：Wind，国金证券研究所

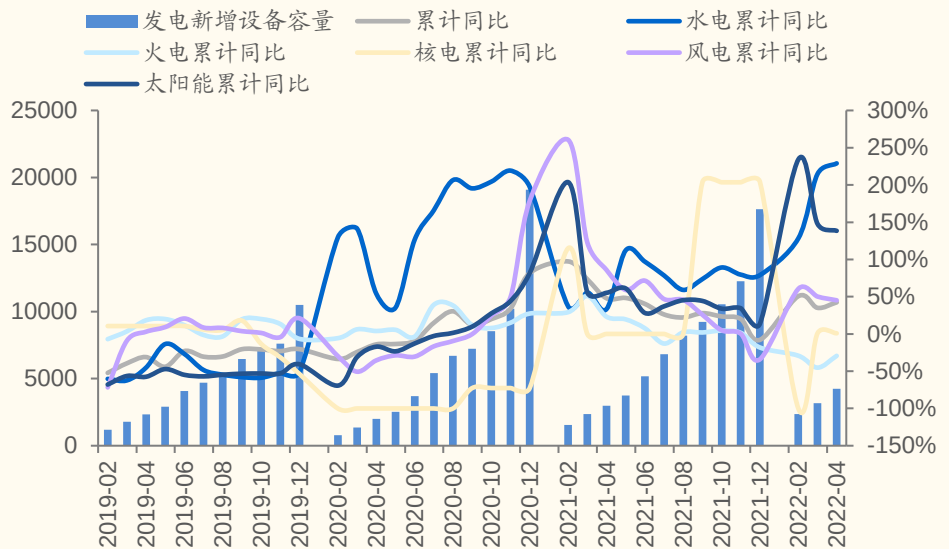
（2）新能源建设上游材料需求

- **新基建——新能源建设投入有望提升，优化基建投资结构，带动经济发展，同时解决长期能源优化问题。**今年基建投资较往年同比有所提升，稳经济预期较强，但进入 4 月也有受到一定程度的影响，从稳经济的角度看，整

体基建仍需持续发力，而相比于传统基建的投资，新能源建设投入更将优化投资结构，同时解决长远发展问题，预期在整体基建较高预期下，新能源建设也将有所提升。而今年年初以来，我国电源建设投资完成额累计同比增长 5%，发电新增设备容量累计同比增长 42%，其中新能源新增发电设备容量同比增长尤为明显，截止 4 月，水电、光伏新增设备容量累计同比增长 229%、138%，而风电新增设备容量也实现累计同比增长 45%，能源建设结构的改善将带动新能源投资占比的提升，带动细分环节材料需求的提升。

- **新能源投资建设拉动提升，将有望带动细分领域材料需求快速释放。**以光伏为例，多晶硅原材料三氯氢硅、光伏玻璃的原料纯碱、背板基膜、封装 EVA、光伏胶等，下游需求大幅提升，将带动细分领域需求持续释放，其中具有相对较高技术壁垒，产能短期供给有限的行业仍将面临供给缺口，带动产品景气度持续维持高位。

图表 17：发电新增设备容量累计值（万千瓦）

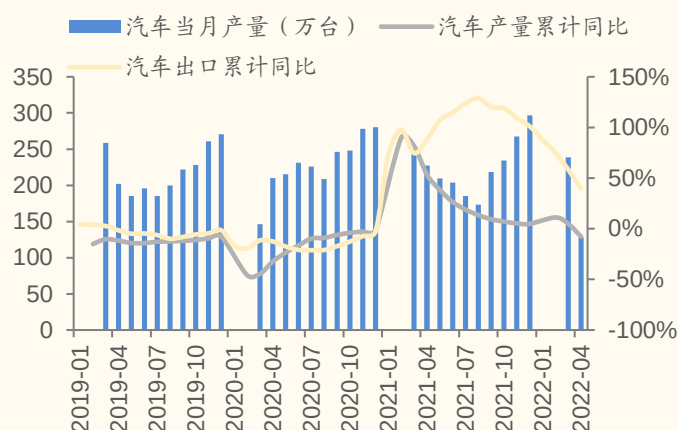


来源：Wind，国金证券研究所

（3）消费复苏需求——汽车、服装等产业链

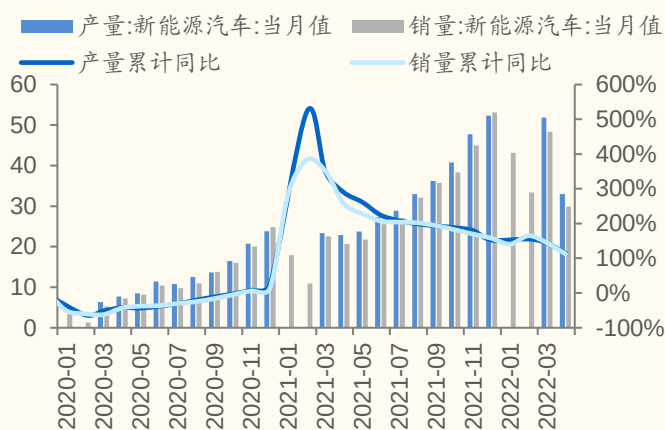
- **汽车产业链，本轮疫情对汽车行业整体影响较为严重。**一方面，汽车本身就受到海外缺芯等因素影响，同时由于疫情集中地区是我国重要的汽车产业链供给地，疫情对于整体的产业链稳定生产产生了极大的影响，4 月我国汽车单月产量环比下行 46%，新能源车环比下行 36%；另一方面，由于整体经济景气度有限，汽车消费也呈现断崖式下跌，购车意愿明显下降，带动整体汽车产业链的需求明显承压，部分环节更是受到“价”、“量”的双重影响。

图表 18: 汽车产品产量及出口变化 (万辆)



来源: Wind, 国金证券研究所

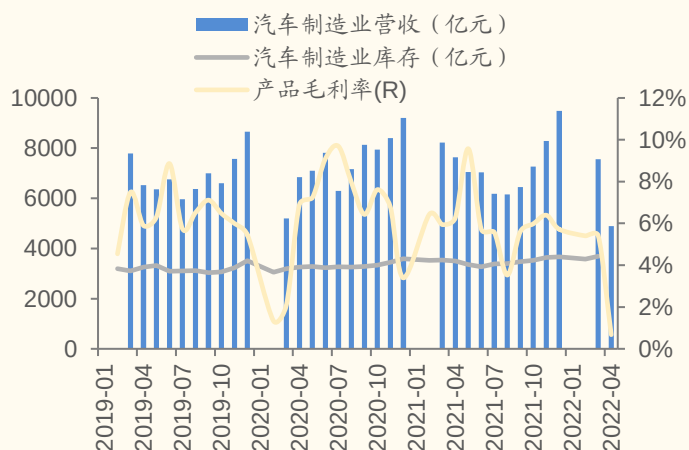
图表 19: 新能源汽车产量及销量变化 (万辆)



来源: Wind, 国金证券研究所

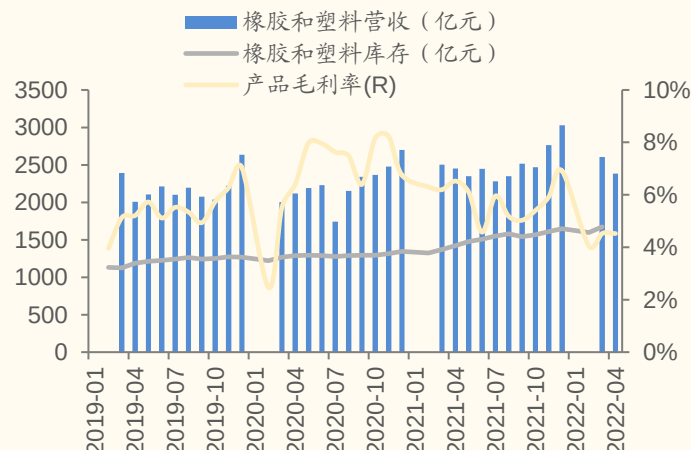
- 汽车制造零部件企业受到终端生产影响, 汽车部分零部件生产企业、尾气催化企业等都受到一定程度的影响, 不仅自身的生产受到影响, 产业链的不顺畅还导致整体的盈利能力大幅下降, 4 月汽车制造业的行业盈利情况快速下降至历史低点, 行业整体明显承压; 同样作为上游材料供应端, 橡胶及塑料行业整体的盈利也相对承压, 在原材料价格形成支撑的条件下, 营收同比回落、库存提升, 产品盈利水平也明显较去年有所下行。
- 购车补贴有望逐步提升购车积极性, 带动产业链复苏。而伴随着拉动内需、促进消费等带动经济平稳增长的政策出台, 汽车作为重要的消费领域, 是各地关注的重点, 包括上海等多个地方 4、5 月份相继出台了汽车消费补贴政策, 购车补贴几千到万元/辆不等, 有望带动购车积极性提升。伴随后期汽车消费提振, 行业内汽车产业链零部件生产上以及上游材料供应企业有望受到下游需求提升影响, 整体运行回归正轨, 库存逐步消化后, 有望逐步改善盈利能力。

图表 20: 汽车制造业营收、盈利及库存变化 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

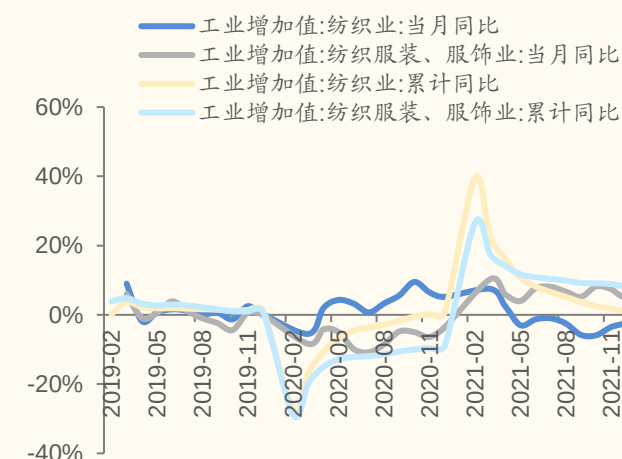
图表 21: 橡胶和塑料业营收、盈利及库存变化 (亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

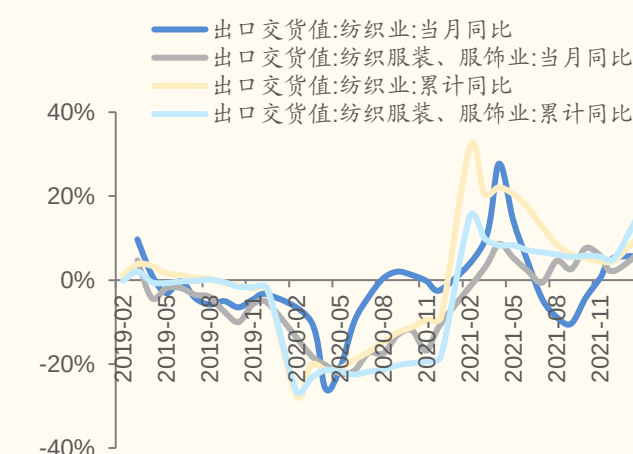
- 消费疲软, 成本难以有效传导, 带动上游化纤产业链盈利快速收窄。疫情对于消费需求有所减弱, 需求支撑力度有限, 叠加原材料价格上行, 在细分的多个环节, 成本传导能力相对较差, 因而从上游原料到中端加工, 到下游成品都受到不景气的影响, 运行一般, 成本传导不畅也就导致上游材料, 中端加工环节的盈利受到较大程度的压缩, 整体盈利水平位于相对低位。

图表 22：我国纺织及下游工业增加值变化



来源：Wind，国金证券研究所

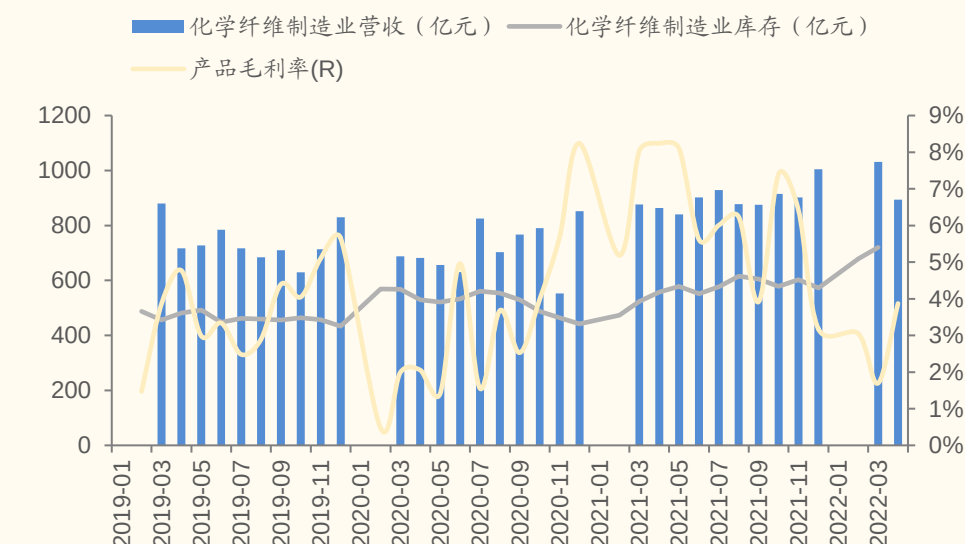
图表 23：我国纺织及下游出口交货值变化



来源：Wind，国金证券研究所

- 在扩大内需等促进消费政策执行过程中，化纤行业有望逐步消化库存，带动上游产品的盈利稍有回归。

图表 24：化学纤维行业营收、盈利及库存变化（亿元）



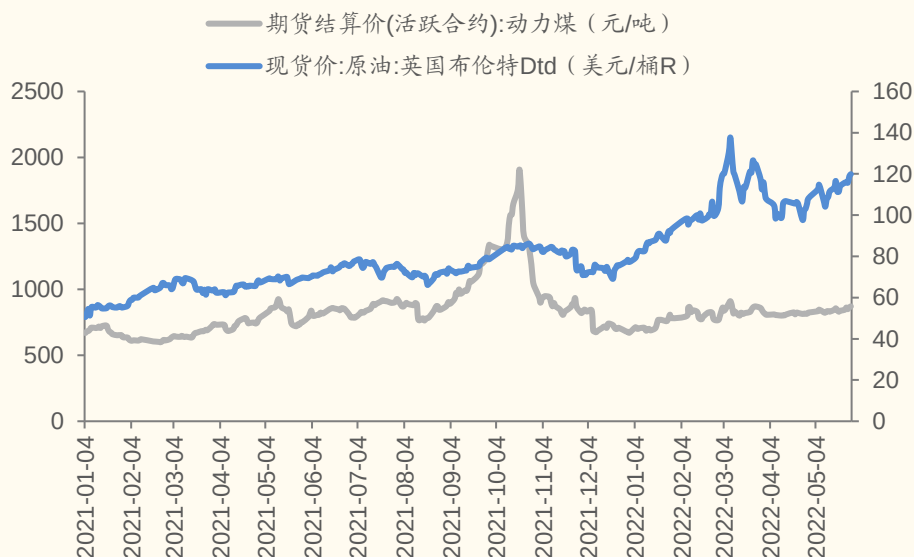
来源：Wind，国金证券研究所

二、全球局势变化联动影响依然存在，关注抗风险属性较强的领域

2.1、局部地区局势紧张，能源价格高位波动，最大压力于上半年释放

- 经历原料和需求的双重影响，大宗化工产品基本经历两轮价格压缩状态。从 2021 年底，全球原油价格在 2021 年整体震荡上行的基础上，进入加速上行阶段，在原有价格高位加速上行阶段，成本在产业链的传导能力是相对有限的，经过历史复盘，在原有价格上行至相对高位继续上行过程中，在没有非常强劲的需求支撑状态下，多数化工产品将逐步处于价差收缩状态。

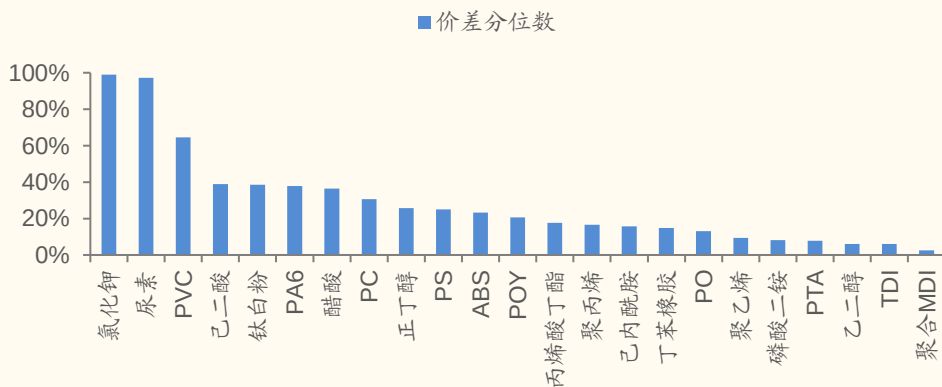
图表 25: 原油及煤炭价格变化



来源: Wind, 国金证券研究所

- 3 月后原油价格回落后开始震荡, 部分化工产品价差获得一定程度恢复, 但紧接着叠加局部疫情爆发, 终端需求锐减, 需求支撑不足, 部分下游企业开工不畅, 导致多数稍微获得稳定价差的大宗品, 再次进入价差压缩区间, 当然不同行业、不同产品的运行有所差异, 但多数需求压力的释放价差在 4、5 月形成了再次收窄。截止 5 月份, 多数规模较大的大宗化工产品的价差基本已经位于历史相对低位水平, 除氮肥、钾肥外, 多数产品的价差分位数不足 40%, 有的更是已经接近历史低位水平, 相对来说能源对于成本的压力、疫情导致需求的压力已经在上半年获得比较明显的释放, 伴随疫区复工复产, 行业将逐步呈现边际向好。

图表 26: 规模较大的化工产品 5 月份价差分位数

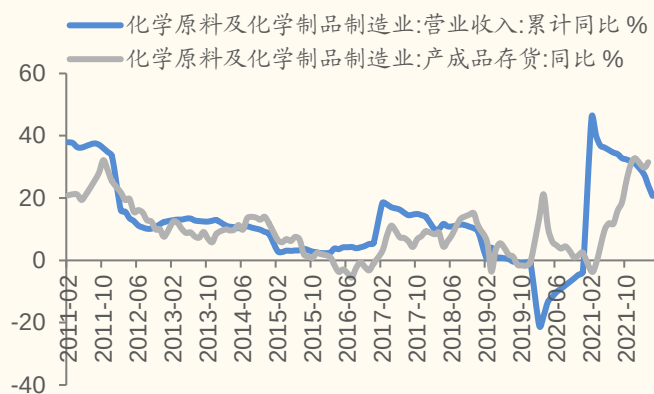


注: 数据自 2016 年起, 钾肥价差选取钾肥价格数据

来源: Wind, 百川资讯, 国金证券研究所

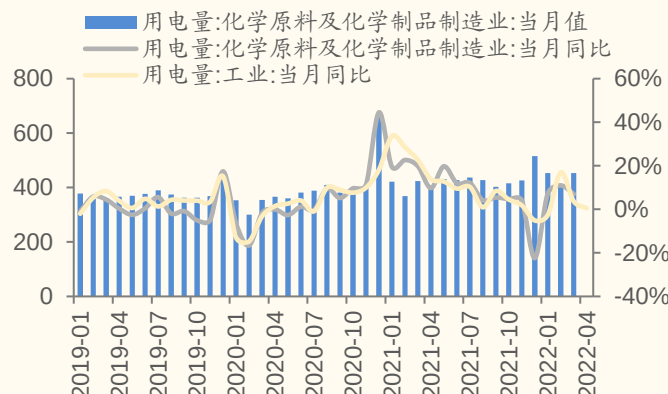
- 行业库存压力短期累计, 伴随需求逐步回升, 部分化工产品在主动去库后有望形成盈利修复。目前大宗化工产品生产多数集中于化工园区, 在没有供给端集中度扰动因素基础上, 化工产品的生产受到疫情的影响相对有限, 而需求的弱化一定程度上形成了库存的累积。伴随需求恢复, 库存压力相对较小的细分行业有望逐步形成盈利修复, 建议关注受到出口需求拉动, 行业协同性相对较好的细分领域。

图表 27：化学原料及制品行业营收及库存变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 28：化学原料及制品行业用电量变化（亿千瓦时）



来源：Wind，国金证券研究所

2.2、局部地区供需失衡，带动部分细分领域产品出口提升

- **欧洲能源供应紧张，叠加短期油品贸易限制，生物柴油盈利持续向好。**全球来看，虽然欧洲是落实绿色能源最为积极的地区，但是仍然较大程度依赖油气资源，受到俄乌冲突以及区域制裁等因素影响，欧洲从俄罗斯进口能源受到较大制约，而全球主要的产油区生产又相对平稳，局部的供给限制导致了油品价格大幅上行。
- **全球能源价格上行，为了保证国内用能安全，印尼连续限制棕榈油出口，**作为生物柴油主要的原材料，棕榈油的供给减少，持续抬升了生物柴油的价格。我国主要以地沟油为原材料进行产品生产，受到海外生物柴油供给不足等因素的影响，我国生物柴油的出口需求不断提升，且价差持续性放大，带动了国内生物柴油产品盈利大幅提升，具有相关生产和出口能力的细分行业企业大幅受益。

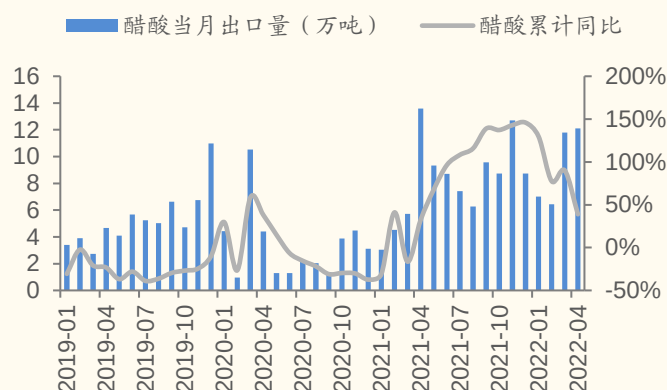
图表 29：生物柴油月度进出口及价格变化情况（万吨，美元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

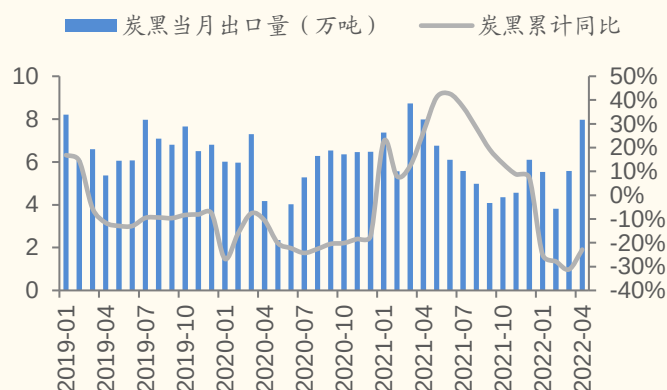
- **能源供给不足进一步延伸至能源加工品，带动细分领域需求提升，缓解国内短期的供需压力。**由于资源禀赋的差异，我国在部分细分化工产品主流生产链条中，采用以煤产业链为主要原材料，比如煤化工产品醋酸、炭黑等，海外由于油、气供应的短缺，较大程度上影响了细分产品的生产供给，局部供需不足，带动了我国产品出口需求提升，4月我国醋酸出口 12 万吨，炭黑出口 8 万吨，位于相对高位，同时由于海外能源定价不同，且出现区域供给短缺，产品价格支撑相对较好，较大程度上缓解了国内短期的供需压力。

图表 30: 醋酸产品出口变化 (万吨)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

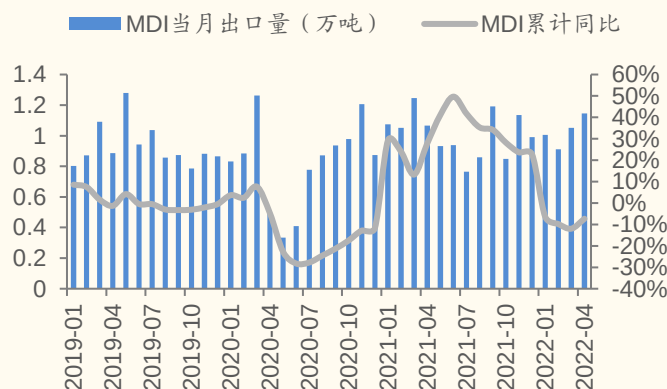
图表 31: 炭黑产品出口变化 (万吨)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

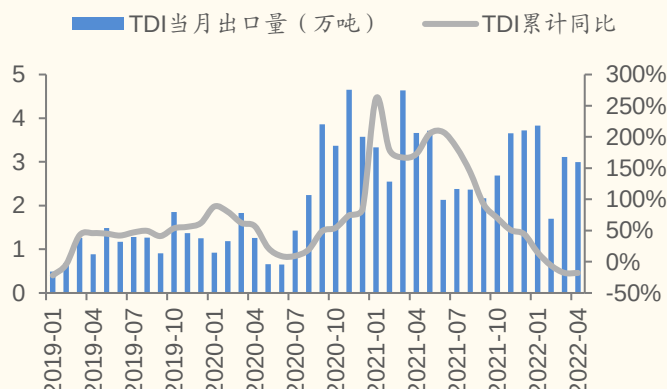
- 由于海外能源供应不足, 且价格位于高位, 因而多数海外化工企业进行停车, 全球集中度较好的细分产品的出口需求相对较好, 一定程度上缓解了国内的供给压力。

图表 32: MDI 产品出口变化 (万吨)



来源: 海关总署, 国金证券研究所

图表 33: TDI 产品出口变化 (万吨)

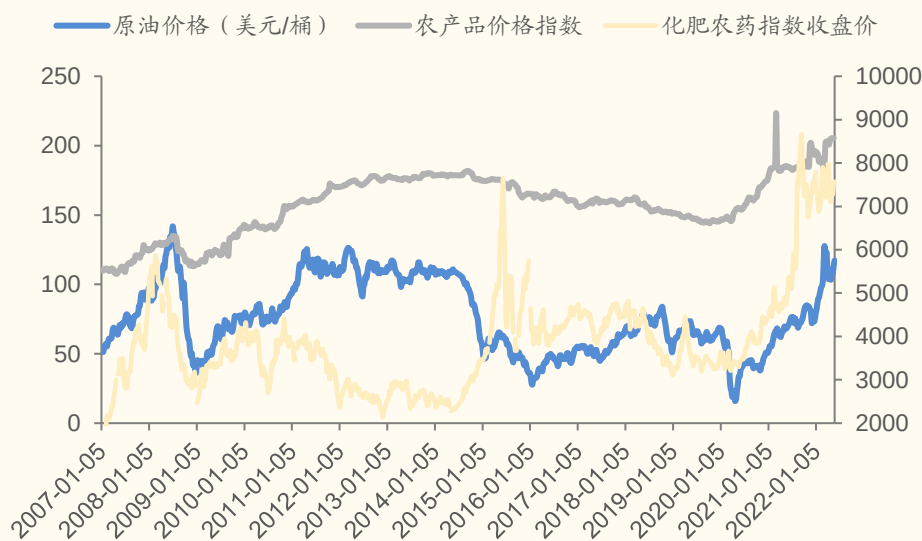


来源: 海关总署, 国金证券研究所

2.2、全球粮食供给相对紧张, 农资领域仍将持续高景气需求

- **化肥、农药板块同石油联动性相对较小, 具有避险属性。**从我国历史上的化肥和农药板块的走势来看, 化肥及农药的整体板块走势同原油价格走势具有比较明显的差异, 虽然在一定程度上原油价格上行带动大宗产品的价格上行, 对农化产品产生成本影响, 但农化下游应用主要集中于农业生产, 需求相对稳定, 波动有限, 需求确定性相对较强。
- **农化板块在发展前期经历了产能过剩和行业优化的过程。**而农化板块的运行除了受到整体市场的影响外, 在过去 10 多年的运行中也比较明显的显示出中枢下行, 然后再次抬升的过程, 我国的农业发展时间相对较为久远, 因而伴随着我国的生产能力和基础产品的规模建设, 我国农化产能也在持续建设, 出现产能明显过剩状态, 行业相对分散, 小规模企业众多, 盈利中枢下行; 而伴随着我国 2015-2016 年对产能过剩行业进行供给侧改革, 化肥行业进行了持续的产能出清, 3·21 事故后农药进行了大批小规模企业的淘汰, 农化板块整体的行业运行中枢较前期有明显上行。
- **新的发展阶段, 行业供给相对有序, 行业格局持续优化, 在农产品价格的指引下, 农化板块整体运行预计将相对坚挺。**

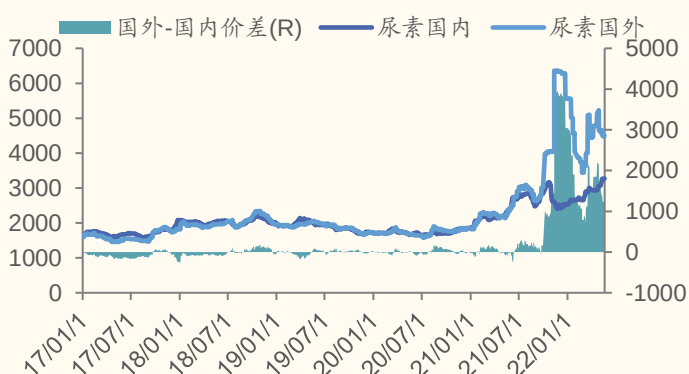
图表 34：我国化肥农药板块指数变化情况（收盘价）



来源：Wind，国金证券研究所

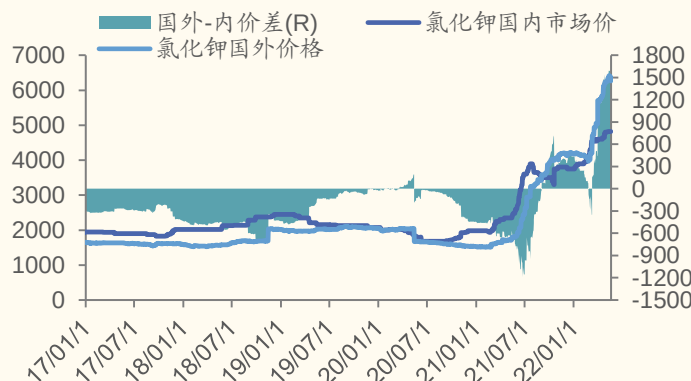
- **全球粮食安全供给受到局部冲突影响，供给不足，价格提升，粮食安全问题引起重视，带动农资价格大幅提振。**自从 2020 年疫情爆发以来，化肥生产就开始受到影响，化肥的价格从低位开始提升，且叠加其中的供给不足，船运紧张，具有明显资源属性和区域分布的化肥品种供给逐步出现明显不足。进入 2022 年，全球局部区域冲突进一步加剧，主要的能源和化肥供应国家俄罗斯，主要的钾肥供给国白俄罗斯受到制裁，主要的产量大国乌克兰陷入战争，生产受到影响，粮食价格不断提升，带动了其他区域的种粮积极性，农资供给缺口，需求支撑，价格一路上行。
- **受到需求支撑影响，氮肥、钾肥盈利位于高位。**在我国的化肥供给中，钾肥需要依赖进口，因而全球的钾肥供不应求持续抬升钾肥价格，我国虽然能够形成部分自给，但进口货源的高价格仍然带动我国钾肥价格持续提升；国内主要的氮肥品种属于煤化工产品，受到成本支撑，出口预期，供需格局好转等因素影响，价格也再创新高，由于我国法检一定程度上限制了化肥出口，国内尿素主要以满足国内需求为主，目前国内尿素供给相对有序，整体产品盈利维持较好。预期化肥在施肥淡季以小幅震荡为主，全年仍有良好支撑。

图表 35：尿素海内外价差（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 36：钾肥海内外价差（元/吨）



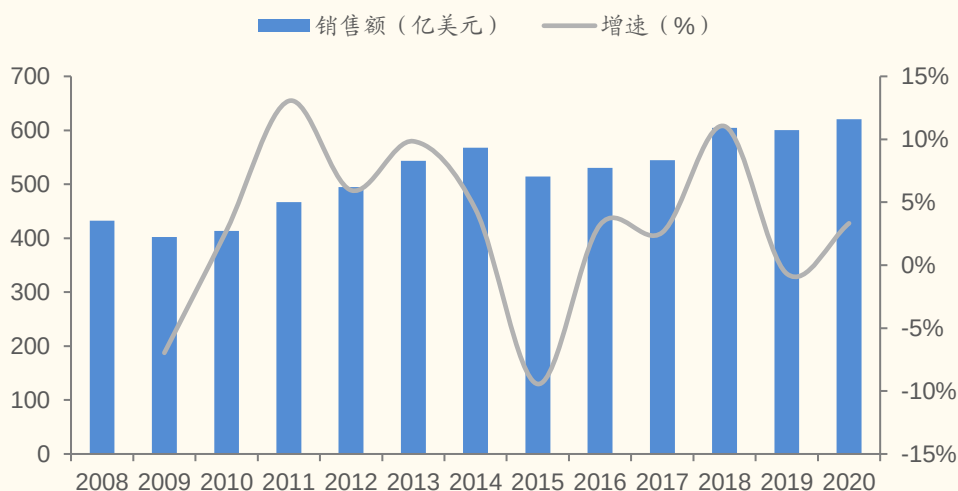
来源：Wind，国金证券研究所

- **磷肥原本出口占比相对较高，虽然短期单化肥环节盈利承压，但具有资源属性的企业仍能实现全产业链良好盈利。**相比之下，磷肥产业链相对较长，原料较多。受到原材料不断提价的影响，我国磷肥成本不断提升，而由于法检限制出口，原本出口的货源需要部分流入国内市场，导致产品价格价

差大幅压缩，国内外价差明显，单环节生产企业明显承压，开工下行；然而国内拥有磷矿的一体化磷化工企业，虽然磷肥环节盈利较差，但磷矿持续位于高景气，库存低，流通货源少，上半年生产又受到安全事故的影响，供给不足，产品价格易涨难跌，一体化的企业有望通过卖肥赚矿维持良好盈利。

- **农药需求相对刚性，行业集中度也在不断提升。**全球农药在 2008 年销售额是 423 亿美元，到 2020 年增长至 620.3 亿美元，年复合增速为 3.1%。我国农药行业处于结构性调整过程中，集中度不断提升。从结构来看，具有资金优势和规模优势的头部企业通过扩张产能抢占更多市场份额，在资源环境的约束强化下以及相关产业政策的引导下，行业加速向集约化、规模化方向发展。

图表 37：2004—2020 年全球农药销售额（十亿美元）



来源：Wind，国金证券研究所

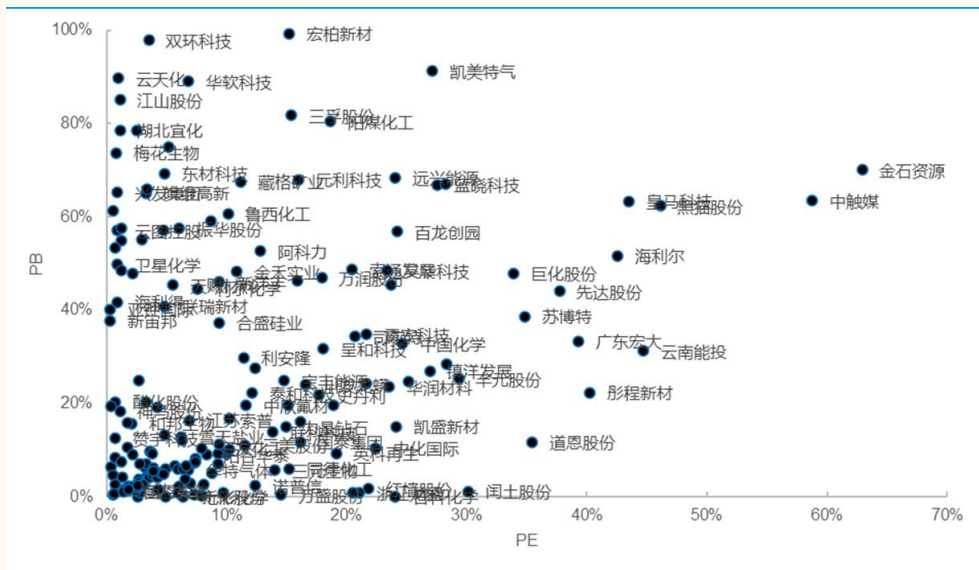
- **农药行业进入上行区间。**2021 年 10 月份后，全行业库存持续低位，加上化工原材料价格上涨推动，农药原药价格持续上涨，随着冬储春耕传统旺季来临，各厂家订单量持续饱和，预计未来产品价格有望维持高位，头部企业的盈利有望加速向上。
- 同样的，从毛利率和净利率来看，行业内龙头企业的毛利率和净利率在 2016 年之后逐步增长，在 2018 达到顶峰，2019 年受价格因素的影响而逐步回落。我们认为，2021 年 3 季度之后，农化企业的毛利率、净利率将迎来向上拐点。当前市场纠结的点在于价格，我们认为，看待价格需要以 2-3 年的周期维度来看，相较于 2019.03-2021.10、2021.10-2023,预计大部分产品的价格均价好于过去两年。

三、成长股经历较深的调整，关注具有持续业绩释放动力的企业

3.1、成长股估值位于底部区间，具备良好的布局基础

- **化工企业估值进行了大幅调整，位于底部区域。**年初以来，受到原油价格以及疫情的影响，化工成长型公司的估值受到较大程度的影响，海外通胀压力巨大，有加息缩表预期。多重因素影响叠加，化工整体板块估值大幅调整，绝大部分化工企业，尤其是精细化工企业 PE 估值已经回落至历史分位数 40%以下。

图表 38：化工标的 PE-PB 分位数 (2010 年起)



注：自 2010 年起，截止至 2022 年 5 月底

来源：Wind，国金证券研究所

- 然而伴随着上半年最大风险因素集中释放，成长型化工企业的成本压力最大的时间点已经过去，需求在不断的投资、消费的刺激下也将逐步回升，企业将回归正常的生产经营状态。其中精细化工生产企业整体布局细分市场，盈利除极端特殊情况外，整体相对平稳。可以说现阶段基本已经位于估值底部区域，风险释放后的起点。
- 我国精细化工获得持续性发展，开始进行细分领域的国产替代。我国化工行业发展相对较晚，在产业链发展过程中，产业链前端也相对成熟，但涉及到产业链后端的精细化工环节，整体的技术和基础较海外发达国家仍有差距，而经过持续的技术投入和针对性的产品研发，我国已经能够实现在细分领域进行中高端材料的国产替代，从而带动细分材料布局企业享受行业整体的发展增速的同时，市占率也将有进一步的提升。因而相比于产业链前段，后端部分精细化工产品针对细分领域应用，具有国产替代的方向或者享有新的应用领域的快速需求释放，具有较强的成本支撑力度。
- 相比于大宗化工品，精细化工产品的盈利空间相对较高，价格传导相对有所滞后。一般精细化工产品下游客户具有特殊的应用领域以及特殊需求，下游客户的粘性相对较强，一般不会像前端大宗化工产品一样进行较为频繁的价格调整，调整周期以月或者季度以及年度为主，原材料价格上行较难进行时时价格反馈，因而在原有价格持续上行阶段，一般或多或少会对终端化工产品盈利情况进行压制，从而影响当期的业绩，同时也伴随着股价的调整。
- 而原油价格回落区间，精细化工板块相对受益。价格调整的滞后性一般会使得精细化工产品在原油价格快速回落阶段，仍然享受相对高价，因而放大产品的盈利空间，而根据历史的复盘，原油价格的回落阶段将迎来精细化工产品的估值回升区间，在原油价格处于高位阶段，精细化工板块估值基本位于相对底部，具有相对良好的投资机会。

图表 39：原油价格（右）以及精细化工指数 PE（左）变化情况



注：此处精细化工指数选取的 wind 精细化工指数（包含新能源材料、精细化工等）

来源：Wind，国金证券研究所

- 综合来看，从细分方向来看，具有可持续的竞争壁垒，具有良好的市场空间（或进口替代空间，或需求提振空间）的细分赛道的生产企业将充分享受相对良好的产品盈利水平，同时通过产能、产量释放不断提升产品市占空间，建议关注：
 - ①历史上获得市场认可，不断实现业绩兑现的细分赛道龙头，此时具有相对较低的估值水平，如光学膜等；
 - ②构建成平台型企业，具有可延续性发展的空间，具备内伸外延的产业、技术和管理基础，如万润股份、国瓷材料等企业；
 - ③在优质赛道形成突破，可以持续享受量价的双重利好，逐步带动公司发展战略转型，如黑猫股份等；
 - ④发展空间相对较大，整体估值相对便宜，经营业务呈现逐步改善的细分赛道，如国六尾气催化行业等。

3.2、国企改革收官年，龙头企业具有平台延伸的能力和空间

- 国企改革收官之年，具有良好基础的企业有望通过改革重新进入发展快车道。2022 年是国有企业的收官之年，前期有相当多的国有企业具有资源优势、技术储备优势等，但未能充分发挥积极性，而通过国企改革，企业更多的像国际优秀的龙头企业对标发展，综合来看，国有企业在技术储备上，具有相对完善的基础，具有良好的资金实力，而部分企业还具有细分赛道的资源优势和产业链一体化优势，在不断改革过程中，可以凭借良好的基础实现优势重整，提升发展空间和优势。
 - 技术体系更为完善，有望在卡脖子材料领域进行突破：相比于一般的民营企业，国有企业的技术布局体系相对完善，布局相对全面，结合更为积极的市场发展机制，国有企业有望结合优秀的团队实现细分领域是加速布局，从而逐步重新确立市场竞争地位；
 - 资金实力相对较好，可以进行更多赛道和领域的布局和延伸：国有企业一般具有相对良好的资金基础，能够较好的综合区域优势、资金优势、资源优势，形成赛道布局，从而可以在现有发展的基础上实现进一步的空间拓展，形成多赛道延伸；
 - 国有企业通过市场机制的举措提升技术和业务骨干的积极性，有望可以加速实现技术市场化，产品多元化，优化对原有业务的管控，加速对新赛道进行拓展，从而夯实基础贡献业绩，扩展赛道提升空间。

图表 40：国有企业通过改革焕发自身活力

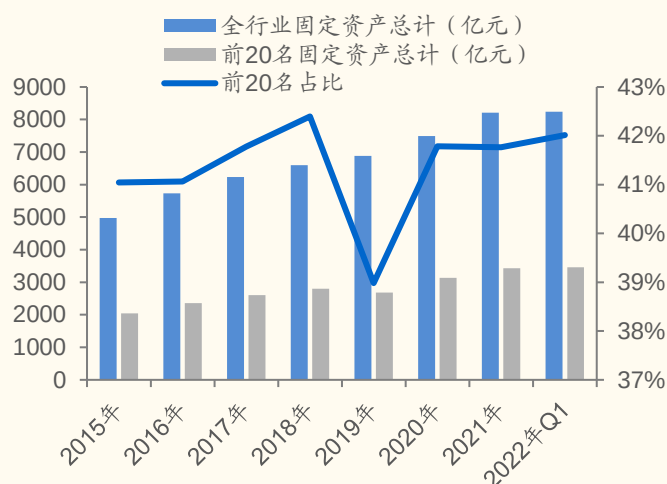
国有企业	激励时间	激励比例	股权激励业绩	激励人数
英力特	2022/6/9	0.50%	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润复合增长率不低于 15%，2022 年扣非加权平均净资产收益率不低于 2.8%，资产负债率不高于 30%；2023 年净利润复合增长率不低于 15%，扣非加权平均净资产收益率不低于 3.1%，资产负债率不高于 35%；2024 年净利润复合增长率不低于 15%，扣非加权平均净资产收益率不低于 7.0%，资产负债率不高于 40%	92
中盐化工	2022/5/27	1.50%	2022 年公司加权平均净资产收益率不低于 11.0%且前述指标不低于对标企业 75 分位值，净利润较 2020 年净利润年复合增长率不低于 17%；2023 年公司加权平均净资产收益率不低于 11.5%，2023 年公司净利润较 2020 年净利润年复合增长率不低于 17%；2024 年公司加权平均净资产收益率不低于 12.0%，2024 年公司净利润较 2020 年净利润年复合增长率不低于 17%；且前述指标不低于对标企业 75 分位值，EVA 达到中盐集团的考核目标	357
鲁西化工	2022/5/12	1.00%	以 2020 年净利润为基数，2022 年净利润复合增长率不低于 61%，且不低于对标企业 75 分位值水平，ROE 不低于 10.63%；2023 年净利润复合增长率不低于 42%，ROE 不低于 11.03%；2024 年净利润复合增长率不低于 43%，ROE 不低于 14.77%，且不低于对标企业 75 分位值水平，同时对 EVA 做集团要求	263
苏盐井神	2022/3/25	1.34%	以 2019 年-2021 年度平均利润总额为基数，2022 年，2021-2022 年利润总额平均增长率不低于 18%，2022 年扣非基本每股收益不低于 0.31 元；2022-2023 年利润总额平均增长率不低于 12%，2023 年扣非基本每股收益不低于 0.33 元；2023-2024 年利润总额平均增长率不低于 19%，2024 年扣非基本每股收益不低于 0.35 元，现金分红不低于当年可供分配利润的 30%	115
中泰化学	2022/3/18	1.00%	以 2018-2020 年业绩均值为基数，2022 年营业利润增长率不低于 100%；2023 年增长率不低于 130%，或 2023 年和 2024 年平均不低于 130%；2024 年增长率不低于 160%；且不低于对标企业 75 分位值水平或同行业平均水平，同时对净资产现金回报率以及应收账款周转率做明确要求	1031
川发龙蟒	2022/2/26	0.86%	以 2020 年扣除已剥离非主营 BPO 后的营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 35.00%，扣非后净资产收益率不低于 6.00%，扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22；2023 年营业收入增长率不低于 46.00%，扣非后净资产收益率不低于 6.50%，扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 22.25；2024 年营业收入增长率不低于 57.00%，扣非后净资产收益率不低于 7.10%，扣除已剥离非主营 BPO 后的应收账款周转率不低于 23	320
华鲁恒升	2022/2/12	0.39%	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入增长率不低于 80%，税前每股分红高于 0.40 元；2023 年营业收入增长率不低于 85%，税前每股分红高于 0.45 元；2024 年营业收入增长率不低于 160%，税前每股分红高于 0.50 元。	160
南岭民爆	2021/9/25	2.84%	2022 年净资产收益率 ≥ 5.60%，营业总收入基于 2020 年增长率 ≥ 22%，主营业务收入占营业收入的比重不低于 96%；2023 年净资产收益率 ≥ 5.65%，营业总收入基于 2020 年增长率 ≥ 44%，主营业务收入占营业收入的比重不低于 97%；2024 年净资产收益率 ≥ 5.75%，营业总收入基于 2020 年增长率 ≥ 69%，主营业务收入占营业收入的比重不低于 98%	116
万润股份	2021/9/16	2.33%	以 2020 年营业收入为基数，2022 年营业收入复合增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 10.2%；2023 年营业收入复合增长率不低于 11%，净资产收益率不低于 10.5%；2024 年营业收入复合增长率不低于 12%，净资产收益率不低于 10.8%。	610
凯龙股份	2021/8/20	4.29%	以 2020 年扣非归母净利润为基数，2021 年增长率不低于 10%，净资产现金回报率不低于 17%，资产负债率不超过 65%；2022 年扣非归母净利润增长率不低于 30%，净资产现金回报率不低于 17%，资产负债率不超过 65%；2023 年扣非归母净利润增长率不低于 50%，净资产现金回报率不低于 17%，资产负债率不超过 65%。	445
*ST 达志	2021/6/24	1.48%	目标 2021 年新能源动力电池业务营业收入不低于 9,000 万元，2021-2022 年两年收入累计不低于 36,000 万元，2021-2023 年三年新能源动力电池业务营业收入累计不低于 108,900 万元。	47
沧州大化	2021/5/7	2.06%	以 2019 年为基数，2021 年归母平均净资产收益率不低于 10.0%，营业收入复合增长率不低于 15.0%；2022 年归母平均净资产收益率不低于 10.0%，营业收入复合增长率不低于 16.0%；2023 年归母平均净资产收益率不低于 10.5%，营业收入复合增长率不低于 16.0%。	154

雪天盐业	2021/5/7	1.74%	以 2019 年业绩为基数，2021 年营业收入复合增长率不低于 10%；扣非加权平均净资产收益率不低于 5.2%，资产负债率不高于 60%；2022 年营业收入复合增长率不低于 10%，扣非加权平均净资产收益率不低于 5.4%，资产负债率不高于 60%；营业收入复合增长率不低于 10%；扣非加权平均净资产收益率不低于 5.6%，资产负债率不高于 60%。	89
阳煤化工	2021/3/23	5.05%	2021 年净资产现金回报率不低于 28%，净利润不低于 2.1 亿元，带息负债占总资产的比例不高于 60%；2022 年净资产现金回报率不低于 30%，净利润不低于 2.5 亿元，带息负债占总资产的比例不高于 58%；2023 年净资产现金回报率不低于 32%，净利润不低于 2.8 亿元带息负债占总资产的比例不高于 55%。	不超过 500 人
青岛双星	2020/12/3	5.00%	以 2017-2018 年净利润均值为基数，2021 年度净利润增长率不低于 60%，净资产收益率增长率不低于 25%；2022 年度净利润增长率不低于 80%，净资产收益率增长率不低于 35%；2023 年度净利润增长率不低于 100%，净资产收益率增长率不低于 45%。	272
华谊集团	2020/11/25	1.33%	草案：以 2019 年为基数，2022 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.36%；2023 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.53%；2024 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.7%；华谊旗下蜂花、回力老字号品牌销售收入复合增长率不低于 3%，安全环保投入占制造业收入比例不低于 1.8%，研发费用占制造业收入比例不低于 2.2%。	284
黑猫股份	2020/9/11	2.92%	以 2017-2019 年净利润均值为基数，2021 年净利润增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 6.2%；2022 年净利润增长率不低于 50%，净资产收益率不低于 7%；2023 年净利润增长率不低于 125%，净资产收益率不低于 9%。	126
昊华科技	2020/5/19	2.52%	以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入复合增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 9.1%，研发投入占比不低于 7.0%；2021 年营业收入复合增长率不低于 12.3%，净资产收益率不低于 9.2%，研发投入占比不低于 7.0%；2022 年营业收入复合增长率不低于 13.4%，资产收益率不低于 9.4%，研发投入占比不低于 7.0%。	768
中化国际	2020/1/23	2.18%	以 2016-2018 平均利润总额为基数，2020 年利润总额增长率不低于 89%，净资产现金回报率（EOE）不低于 26.5%；2021 年利润总额增长率不低于 110%，净资产现金回报率（EOE）不低于 26.7%；2022 年利润总额增长率不低于 133%，净资产现金回报率（EOE）不低于 27%，较 2018 年利润总额的复合增长率不低于 11%，公司 EVA 达到集团下达的考核要求。	257
贵州轮胎	2020/1/17	2.89%	以 2018 年净利润为基数，2020 年公司净利润增长率不低于 50%，净资产收益率增长率不低于 38%；2021 年公司净利润增长率不低于 60%，净资产收益率增长率不低于 42%；2022 年公司净利润增长率不低于 70%，净资产收益率增长率不低于 46%。	444

来源：Wind，国金证券研究所

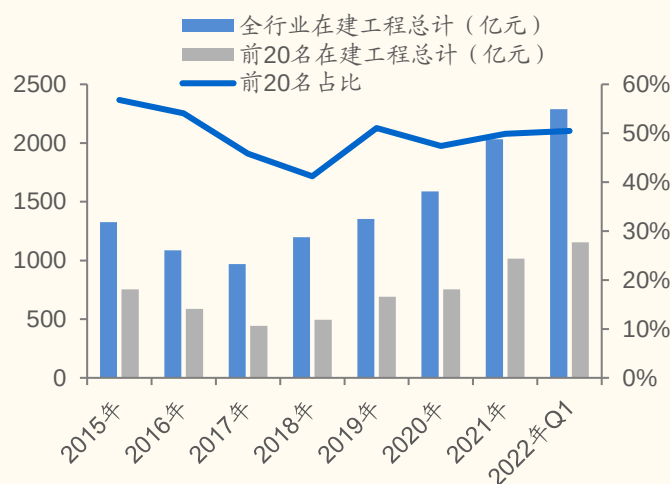
- **龙头企业具有产业链延展优势和持续的扩展投资动力，最终有望形成强者恒强的态势。**而从行业发展态势来看，根据基础化工行业分布来看，行业内头部企业的规模集中态势非常明显，行业共计 367 家企业，其中前 20 名头部企业的固定资产占比就已经达到了 40%以上，头部企业的投资实力、技术实力和区域优势往往能够形成正向循环，借助综合优势，往往可以更快的进行细分领域的技术突破。而从投资角度看，前 20 名的头部企业的在建工程占比已经达到了一半，龙头企业具有资金优势，更在持续大力投资，行业内有进一步集中的态势，龙头企业有望呈现强者恒强的态势，我们持续建议关注龙头企业多赛道拓展，借助自身在原有业务领域的优势和积淀，扩展发展空间。

图表 41：2022 年资产规模前 20 固定资产占比



来源：Wind，国金证券研究所（数据选取自申万基础化工行业）

图表 42：2022 年资产规模前 20 在建工程占比



来源：Wind，国金证券研究所（数据选取自申万基础化工行业）

四、投资建议

- 但综合看，上半年原材料价格和需求两大不确定性风险集中释放，后期伴随稳经济的多重举措的不断出台，行业将逐步呈现边际向好的态势，今年政策的关注重点也逐步由供给端向需求端转移，从大的方向，我们首先建议关注自上而下的细分赛道机遇，建议关注提振经济带来的细分产业链发展机会：
 - ①地产链：后周期产品的上游材料端有望缓解产业链价格压力；建材需求提升，支撑产品景气度，比如纯碱、减水剂等行业；
 - ②新能源基建链：新能源建设投资有望大幅提升，建议关注上游材料端，如光伏化工材料产业链，投资建设拉动提升，将有望带动细分领域材料需求快速释放。以光伏为例，多晶硅原材料三氯氢硅、光伏玻璃的原料纯碱、背板基膜、封装 EVA、光伏胶等；
 - ③消费复苏链条：汽车零部件及上游材料端、化纤链条等细分行业在能源、疫情的压力集中释放后，有望呈现一定程度的盈利好转；
- 全球能源、农产品价格预计仍将位于高位，建议关注行业内具有抗风险属性，或者顺应产业发展趋势的细分领域：
 - ①顺应行业趋势，能够顺利进行价格传导的细分领域，建议关注生物柴油；
 - ②具有抗风险属性的农资领域，建议关注磷矿（资源端）及化肥、龙头农药企业。
- 成长股估值相对较低，产业链上下游影响逐步减弱，整体运行在逐步恢复，建议关注估值相对低，具有持续成长动能的相关公司：
 - ①历史上获得市场认可，不断实现业绩兑现的细分赛道龙头，此时具有相对较低的估值水平，如光学膜等；
 - ②构建成平台型企业，具有可延续性发展的空间，具备内伸外延的产业、技术和管理基础，如万润股份、国瓷材料等企业；
 - ③在优质赛道形成突破，可以持续享受量价的双重利好，逐步带动公司发展战略转型，如黑猫股份等；
 - ④发展空间相对较大，整体估值相对便宜，经营业务呈现逐步改善的细分赛道，如国六尾气催化行业等。

- 关注国有企业改革重新焕发实力，提升发展积极性的优质企业，同时建议关注行业龙头企业，具有产业链优势和平台效应，能够快速向新型应用领域进行切入，如华鲁恒升，万华化学等。

五、风险提示

- **能源价格剧烈波动：**全球能源价格剧烈波动，将大幅影响化工产品生产成本，对产品盈利形成影响；
- **政策变动风险：**国内刺激经济、进出口等政策变动将大幅影响国内供需格局，从而影响细分行业的盈利变化；
- **疫情反复风险：**疫情较大程度上影响国内的消费，若终端需求较弱或将影响价格传导路径。

公司投资评级的说明:

买入: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上;

增持: 预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%;

中性: 预期未来 6-12 个月内变动幅度在-5%-5%;

减持: 预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明:

买入: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上;

增持: 预期未来 3-6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%-15%;

中性: 预期未来 3-6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%-5%;

减持: 预期未来 3-6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级（含C3级）的投资者使用；非国金证券C3级以上（含C3级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路1088号

紫竹国际大厦7楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街3号4层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路1-1号

嘉里建设广场T3-2402