

策略周报

半月谈之策略联合化工

我们对后续市场面临的估值压力以及业绩的持续性均保持乐观。

- **上周行业表现出现上中下游的分化。**我们认为有两点原因，一是估值因子还存在扰动，压制估值的因素可能从美债切换到了社融，体现在估值分位数与涨跌幅之间又出现了较强的负相关关系。另一方面，随着年报和一季报预报的发布，业绩因子在定价过程中的权重有所上升。
- **A 股盈利向好得到阶段性验证，目前中小市值和成长股业绩弹性较大。**截至 4 月 10 日 A 股归母净利润同比增长 5%，其中非金融石油石化口径下同比增长 16%。分板块来看，创业板和中小板目前的增速更高，分别录得 44%和 32%的利润增长，主板的利润增速是 11%。成长股和中小市值的领先同样体现在指数层面。
- **大部分行业延续了 2020 年中报以来逐季改善的趋势。**上游周期行业中，有色、钢铁、化工、建筑和建材的利润增速由负转正。中游制造行业的利润增速普遍在三季报转正，年报进一步上行，其中电新表现出较高的业绩弹性。服务消费还受到疫情对消费场景的限制，仍待改善；实物消费增长较为稳定，医药的业绩弹性较高。银行和非银金融的利润增速转正。成长板块中，电子的业绩得到验证，计算机在软件的带动下由负转正，军工维持高增长，传媒大幅改善，通信则继续放缓。
- **我们对后市面临的估值压力和盈利持续性保持乐观。**首先，今年社融增速向下的趋势是比较确定的，不过考虑到国内尤其是企业端信贷需求不弱，预计社融的下行是缓慢的、温和的，到年底低于市场预期的概率不大，对 A 股估值的压力有限。其次，我们对盈利的持续性也相对乐观，尤其是周期行业：供给侧改革和碳中和的政策背景下，周期行业依然面临供给收缩的局面，而需求端也有内外的共振。
- **化工行业整体展望。**2020 年以来，疫情对全球经济造成较大负面冲击，但二三季度开始影响逐渐减弱。从宏观大环境来看，需求的恢复叠加旺季的因素，化工部分产品涨价在 2020 年四季度如约而至。进入 2021 年以来，我们对行业盈利状况的判断继续保持乐观，国内外需求复苏带来的产品涨价及盈利回升有望成为大概率事件。
- **今年在化工子行业中，有哪些品种的涨价持续性会比较强？粘胶短纤。**上一次周期顶点出现在 2016 年底，至 2020 年本轮扩产周期结束。过去一轮的产能扩张集中在前三大龙头，头部企业的话语权大幅增强。未来两年内行业无新增产能，预计行业平均产能利用率将平稳回升。行业供需拐点已现，新一轮周期徐徐展开。**MDI。**春节之后，受寒潮天气影响，美国多套 MDI 装置遭遇不可抗力，引发全球性货源紧张，预计短期内美国 MDI 装置短期内难以恢复正常，全球性货源紧张局面短期内难改。总的来说，全球以原油为代表的大宗商品走高，将带动不少的化工品种持续涨价。
- **风险提示：信用收缩快于预期，海外经济修复不及预期**

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

宏观及策略: 策略研究

证券分析师：王君
(8610)66229061
jun.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060003

证券分析师：王永健
(8610)66229065
yongjian.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300520060006

证券分析师：余嫄嫄
(8621)20328550
yuanyuan.yu@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300517050002

证券分析师：王海涛
(8610)66229353
haitao.wang@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300518020002

联系人：郭晓希
(8610)66229019
xiaoxi.guo@bocichina.com
一般证券业务证书编号：S1300119040001

目录

观点回顾.....4
A 股盈利向好得到阶段性验证.....5
半月谈之策略联合化工.....10
风险提示.....13

图表目录

图表 1.上周行业涨跌幅出现上中下游的分化 5
图表 2.最近 4 周股票估值分位与涨跌幅的关系 5
图表 3.全 A 非金融石油石化利润增速 13%（4 月 10 日） 5
图表 4.创业板和中小板的业绩弹性好于主板（4 月 10 日） 5
图表 5. 创业板指和中证 500 的业绩增长也领先于沪指与沪深 300 6
图表 6. 不同板块和指数的年报业绩增长情况（截至 4 月 10 日） 6
图表 7. 分行业的年报业绩增长情况（中信一级，截至 4 月 10 日） 7
图表 8. 部分业绩显著改善与稳定增长的二级行业（截至 4 月 10 日） 8

观点回顾

——**20201101《布局周期正当时》：复苏趋势下静候海外不确定因素落地。**盈利复苏趋势延续但节奏或有放缓，海外风险冲击尚存但盈利修复下市场中期趋势不改，静候海外不确定因素的落地。

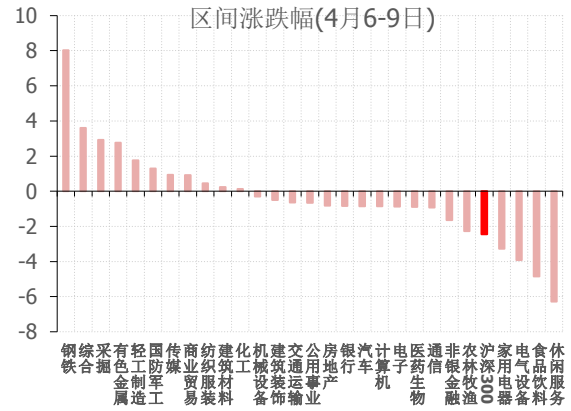
——**20201129《循环牛 大周期》：商品资本双循环，A 股有望迎来循环牛，拥抱大周期行情。**全球共生模式重启，中国双循环迎接虚拟经济繁荣。周期盈利驱动和海外资本流入有望带领 A 股进入技术性牛市。

——**20201206《拥抱周期》：回应市场对大周期行情的五点分歧。**相比于 2016-2017 年全球补库带动的短周期上行，这次复苏伴有更强的全球总需求扩张和中周期房地产上行的推动，持续性更强，中国作为全球产业链中的一环必然享有全球复苏的红利。

A 股盈利向好得到阶段性验证

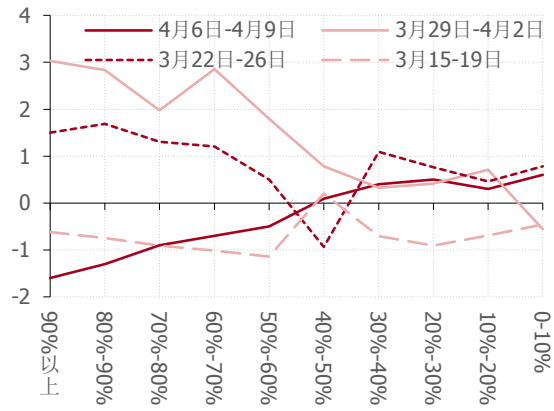
短期内估值因子对市场表现还存在扰动，而业绩在定价中的权重有所上升。上周钢铁、采掘和有色等上游资源行业涨幅居前；化工、机械涨幅居中；而家电、电气设备、食品饮料和社服跌幅居前，行业表现上呈现出上中下游的分化特征。我们认为有两点原因，一是估值因子还存在扰动，而压制估值的因素可能从美债切换到了社融。春节至 3 月 15 日当周，随着美债收益率涨势放缓，市场对高估值的敏感度下降，并且在 3 月 29 日当周上演了高估值的反弹行情。近期因为关键会议即将召开等原因，市场对高估值板块相对谨慎，体现在股票估值分位数与涨跌幅之间又出现了较强的负相关关系。另一方面，随着年报和一季报预报的发布，业绩因子在定价过程中的权重有所上升。最直观的是中远海控、中国铝业、神火和江西铜业等龙头公司发布财报后，短期内股价都有所表现。

图表 1.上周行业涨跌幅出现上中下游的分化



资料来源：万得，中银证券

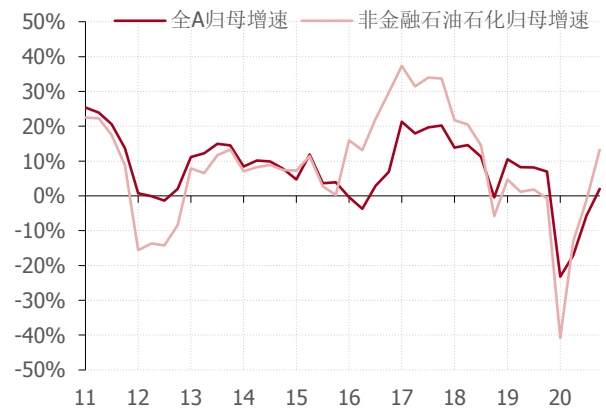
图表 2.最近 4 周股票估值分位与涨跌幅的关系



资料来源：万得，中银证券

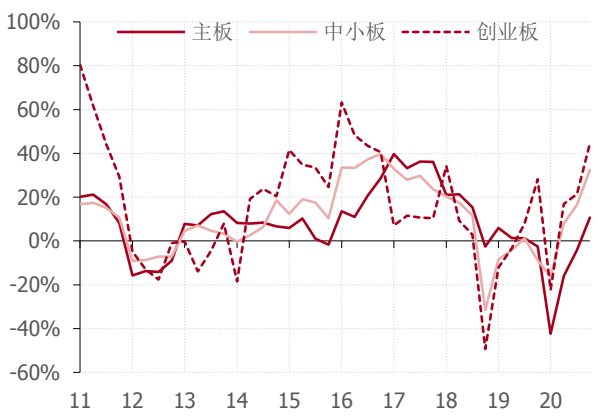
上市公司盈利向好得到阶段性验证，目前中小市值和成长股目前表现出来的业绩弹性较高。截至 4 月 10 日 A 股共有 2043 家上市公司披露年报，可比口径下归母净利润同比增长 5%，其中非金融石油石化口径下同比增长 16%，延续了中报以来的修复趋势并且由负转正（以下均为可比公司、非金融石油石化口径）。分板块来看，创业板和中小板目前的增速更高，分别录得 44%和 32%的利润增长，主板的利润增速是 11%。成长股和中小市值的领先同样体现在指数层面，创业板指和中小板指的利润增速领先于沪指和沪深 300。

图表 3.全 A 非金融石油石化利润增速 13%（4 月 10 日）



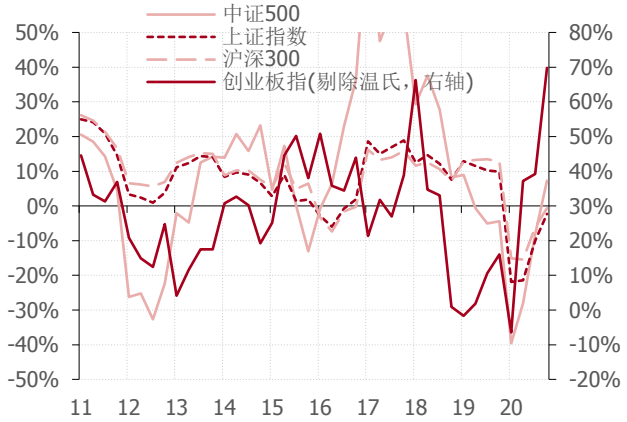
资料来源：万得，中银证券

图表 4.创业板和中小板的业绩弹性好于主板（4 月 10 日）



资料来源：万得，中银证券

图表 5. 创业板指和中证 500 的业绩增长也领先于沪指与沪深 300



资料来源：万得,中银证券

图表 6. 不同板块和指数的年报业绩增长情况（截至 4 月 10 日）

板块和指数	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
全部A股	5%	-6%	-17%	-23%	7%
非金融石油石化	16%	-1%	-13%	-41%	-1%
主板	3%	-7%	-18%	-23%	6%
主板非金融石油石化	11%	-4%	-16%	-42%	-3%
创业板	44%	22%	17%	-22%	28%
创业板剔除温氏	64%	21%	13%	-31%	14%
中小板	29%	17%	9%	-14%	-3%
中小板非金融石油石化	32%	17%	8%	-16%	-9%
沪深300	-1%	-6%	-15%	-15%	13%
上证指数	-2%	-10%	-21%	-22%	10%
中证500	7%	-8%	-28%	-40%	-4%
创业板指	32%	12%	44%	39%	40%

资料来源：万得,中银证券

大部分行业延续了 2020 年中报以来逐季改善的趋势，周期和成长股的业绩弹性较高。上游周期行业中，有色、钢铁、化工、建筑和建材的利润增速由负转正，石油石化和煤炭的负增长情况有所改善。中游制造行业的利润增速普遍在三季报转正，年报进一步上行，其中电新表现出较高的业绩弹性。服务消费还受到疫情对消费场景的限制，仍待改善，商贸零售和社服目前还是负增长；实物消费增长较为稳定，医药的业绩弹性较高。金融板块中，银行和非银金融的利润增速转正。成长板块中，电子的业绩得到验证，计算机在软件的带动下由负转正，军工维持高增长，传媒大幅改善，通信则继续放缓。**整体来看，除了服务消费和自身景气周期下行的行业，大部分行业的业绩都验证了“走出疫情”的特征，其中有色、化工等周期行业，以及电新、军工等成长行业的业绩弹性得到明显释放。**

图表 7. 分行业的年报业绩增长情况（中信一级，截至 4 月 10 日）

中信一级行业	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
石油石化	-46%	-43%	-151%	-205%	-3%
煤炭	-16%	-12%	-21%	-27%	-1%
有色金属	43%	1%	-24%	-47%	-29%
电力及公用事业	15%	18%	7%	-26%	9%
钢铁	16%	-14%	-30%	-41%	-42%
基础化工	742%	-7%	-21%	-42%	-68%
建筑	-6%	0%	-8%	-27%	7%
建材	11%	6%	1%	-36%	5%
轻工制造	22%	3%	-6%	-25%	11%
机械	38%	20%	9%	-41%	44%
电力设备及新能源	80%	35%	19%	-14%	26%
国防军工	47%	42%	32%	131%	24%
汽车	7%	-1%	-28%	-83%	-32%
商贸零售	-33%	-47%	-44%	-68%	-7%
消费者服务	-125%	-68%	-117%	-141%	23%
家电	33%	-11%	-27%	-52%	20%
纺织服装	310%	0%	-24%	-64%	-11%
医药	52%	26%	16%	-13%	-11%
食品饮料	21%	13%	10%	0%	14%
农林牧渔	-13%	119%	184%	463%	150%
银行	-2%	-8%	-9%	6%	7%
非银行金融	5%	-5%	-22%	-24%	65%
房地产	-5%	-16%	-22%	-44%	14%
综合金融	7%	-9%	-27%	-64%	8%
交通运输	-64%	-76%	-101%	-123%	4%
电子	93%	29%	15%	-13%	18%
通信	-4%	79%	517%	-44%	-39%
计算机	10%	-22%	-35%	-109%	2%
传媒	2155%	-19%	-30%	-51%	8%
综合	41%	-27%	-58%	-103%	-489%

资料来源：万得,中银证券

图表 8. 部分业绩显著改善与稳定增长的二级行业（截至 4 月 10 日）

中信二级行业	2020Q4	2020Q3	2020Q2	2020Q1	2019Q4
煤炭化工	26%	-38%	-69%	-89%	-53%
工业金属	15%	-22%	-41%	-64%	-1787%
稀有金属	78%	-4%	-43%	-66%	-125%
普钢	16%	-16%	-38%	-47%	-50%
农用化工	136%	16%	-14%	-36%	-309%
其他化学制品Ⅱ	17%	-20%	-28%	-38%	-11%
塑料及制品	1246%	58%	59%	-42%	-74%
橡胶及制品	44%	20%	-3%	-24%	42%
建筑装修Ⅱ	27%	-28%	-42%	-89%	-14%
装饰材料	72%	62%	96%	-71%	-5%
造纸Ⅱ	26%	10%	6%	12%	-23%
工程机械Ⅱ	48%	33%	25%	-31%	56%
通用设备	457%	112%	77%	-16%	-25%
运输设备	22%	-15%	-31%	-78%	49%
仪器仪表Ⅱ	22%	9%	-3%	-60%	86%
电气设备	60%	25%	10%	-37%	-8%
电源设备	58%	51%	37%	13%	30%
新能源动力系统	43%	7%	-9%	-39%	160%
兵器兵装Ⅱ	40%	17%	20%	-39%	7%
其他军工Ⅱ	137%	85%	67%	239%	64%
汽车零部件Ⅱ	10%	-14%	-40%	-64%	-52%
专营连锁	17%	5%	-33%	-79%	928%
教育	22%	-5%	-98%	-63%	-2555%
白色家电Ⅱ	4%	-19%	-34%	-51%	10%
黑色家电Ⅱ	66%	52%	2%	-164%	-866%
小家电Ⅱ	11%	-3%	-10%	-40%	3%
纺织制造	748%	50%	1%	-65%	17%
化学制药	19%	8%	9%	-4%	3%
中药生产	19%	-18%	-27%	-29%	-48%
生物医药Ⅱ	100%	42%	32%	1%	24%
其他医药医疗	102%	69%	52%	-8%	-2%
酒类	17%	8%	6%	5%	19%
食品	38%	40%	39%	10%	0%
国有大型银行Ⅱ	2%	-9%	-11%	4%	5%
全国性股份制银行Ⅱ	-3%	-7%	-8%	8%	10%
区域性银行	3%	-2%	2%	9%	13%
证券Ⅱ	37%	41%	27%	-23%	71%
半导体	126%	84%	88%	58%	66%
消费电子	184%	50%	48%	7%	75%
其他电子零组件Ⅱ	55%	23%	7%	-16%	38%
计算机软件	63%	-30%	-45%	-163%	-114%
广告营销	85%	23%	-50%	-97%	-64%

资料来源：万得,中银证券

我们对后市面临的估值压力和盈利持续性保持乐观。策略角度，当前急需解决的问题主要有两个，一是年内市场面临的估值下行压力究竟有多大，二是上市公司的业绩持续性如何。首先，我们认为后续估值下行的压力还在，但是影响有限：影响估值的关键因素还是在社融，今年社融增速向下的趋势是比较确定的，市场对此预期也比较充分。不过考虑到国内尤其是企业端信贷需求不弱，预计社融的下行是缓慢的、温和的，到年底低于市场预期的概率不大，对 A 股估值的压力有限。其次，我们对盈利的持续性也相对乐观，尤其是周期行业。一方面，供给侧改革和碳中和的政策背景下，周期行业依然面临供给端收缩的局面，比如最近市场表现较好的钢铁、电解铝等；另一方面，需求端也有内外需求的共振，外需主要是海外经济从疫情中的修复和补库存带动出口维持高景气，内需则是基建随着专项债下发的启动和制造业的技改需求。**本周我们邀请了中银化工行业，就周期行业的业绩持续性问题进行具体讨论。**

半月谈之策略联合化工

化工行业整体展望。2020 年以来，疫情对全球经济造成较大负面冲击，但二三季度开始影响逐渐减弱。从宏观大环境来看，需求的恢复叠加旺季的因素，化工部分产品涨价在 2020 年四季度如约而至。进入 2021 年以来，我们对行业盈利状况的判断继续保持乐观，国内外需求复苏带来的产品涨价及盈利回升有望成为大概率事件。

从需求端来看，国内市场的地产、家电等行业有望触底回暖；农业领域，农产品价格有望持续走高，农化需求环比向好；汽车行业自 2020 年二季度开始反弹，有望持续保持复苏态势。从海外情况看，随着海外疫情逐渐受到控制，尤其对于纺织服装产业链、海外地产、家电产业链等相关领域的产品，出口有望持续回暖。另一方面，半导体、显示屏、新能源、航空航天、军工等领域关键材料的自主化水平日益关键，相关领域的优秀企业有望迎来发展良机。

从供给端来看，自疫情之后，行业投资扩产意愿有所回升，但仍属于较低水平。但上市公司财报显示，部分优势企业持续扩产。中长期来看，行业集中度有望持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额和更多利润空间。总体来说，我们对于行业中优秀龙头企业的长期发展与表现更加乐观。

从成本端来看，在产业合作、货币投放、需求企稳等诸多因素的共同作用下，国际原油价格自 2020 年二季度跌至历史低位之后开始逐步回升。展望后市，我们判断经济恢复和石油需求复苏成为大概率事件，油价上涨的趋势有望延续。但是，OPEC+在减产协议到期之后的决策以及各国对于新能源产业的支持力度，将成为抑制油价过快上涨的主要压力。我们判断，2021 年 Brent 油价中枢将在 57 美元/桶左右，比 2020 年提高约 15 美元/桶，生产国整体恢复盈利。

综上所诉，我们维持行业强于大市评级，尤其看好优秀龙头企业长期发展。

重点关注以下几条主线：

1. **国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国（乃至全球）竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他领域产品，谋求多品类发展，降低单一产品周期大幅波动风险，另一方面，几个优质企业持续进行研发投入与创新，向世界级优秀化工企业迈进。看好其穿越周期，走向全球的能力。**
2. **民营大炼化陆续投产，国内部分石化产品在全球产业链占比持续提升。民营炼化项目工艺成本优势明显，业绩持续超预期。**
3. **集中度提升，供给格局优化：一是农药随着小企业的退出，行业龙头公司有较大的资本开支及多个投扩产计划，未来行业集中度将持续提升。需要指出的是，若 2021 年农产品价格持续走高，农化板块农药化肥以及棉花相关产品粘胶均有可能受益涨价。二是减水剂行业集中度提升。**
4. **自主可控，进口替代：一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。**

Q：化工整体是比较受益于涨价逻辑的行业，请问今年在化工子行业中，有哪些品种的涨价持续性会比较强？

1. **粘胶短纤。**我国粘胶短纤自 2009 年以来经历了两轮大规模扩张，每轮周期大致会历经 4-5 年左右。上一次周期顶点出现在 2016 年底，最高价格达到 17500 元/吨左右。然后行业进入扩产周期，至 2020 年本轮扩产周期结束。2020 年底国内粘胶短纤名义产能 511.5 万吨，实际有效产能为 457.5 万吨。且过去一轮的产能扩张集中在前三大龙头，头部企业的话语权大幅增强。产能过剩导致价格逐步走低，并在 2020 年出现历史最低价格 8300 元/吨。行业自 2018 年下半年起开始全面亏损，长达两年的亏损使行业内中小产能陆续退出。未来两年内行业无新增产能，预计行业平均产能利用率将平稳回升。行业供需拐点已现，新一轮周期徐徐展开。2020 年下半年开始，粘胶短纤价格开始逐级反弹，目前价格已经恢复到 15000 元/吨附近。

2. **MDI。**2020 年上半年，受疫情影响，国外市场欠佳，出口量大幅减少，但从 6 月份开始出口情况转好，7 月份开始大幅改善。下半年随着欧洲市场的改善，美国飓风影响美国部分装置遭遇不可抗力，国外市场货源紧张，下半年整体出口量增加。2021 年以来，国内整体供应量有所增加但整体仍偏紧，国内厂家收紧供货量，贸易商惜售拉涨。春节之后，受寒潮天气影响，美国多套 MDI 装置遭遇不可抗力，引发全球性货源紧张，年前中国市场价处于历史高位囤货少，节后国内市场社会库存低位，市场疯狂上涨。预计短期内美国 MDI 装置短期内难以恢复正常，预计全球性货源紧张局面短期内难改。

   总的来说，全球以原油为代表的大宗商品走高，将带动不少的化工品种持续涨价。这里不一一列举了。

Q: 化工行业里的部分龙头股正在逐渐摆脱周期属性，并且从股价表现上来看成功打开了估值空间。能不能介绍一下诸如万华是如何成长为行业龙头，并且打开估值空间的？

1. **在国际竞争中突围，参与或者掌握市场定价权。**自改革开放以来，我国化工产业的发展经历了从无到有、从弱变强的过程。尤其是最近十年，我们已经可以看见一些优秀的国内企业逐步的在全球竞争中实现突围。如万华化学的 MDI 产品，从突破 MDI 的生产工艺，到不断扩大规模降低成本，到成为全球成本最低，竞争优势持续提升。市场竞争地位的改变，带来了公司面临的市场空间的变化以及对于产品定价权掌控力的变化。估值也就发生了变化。

2. **持续进行资本投资，横向纵向扩张，降低单一产品周期性波动对业绩带来的影响。**传统化工子行业均表现有一定的周期性。产品价格的波动对业绩影响较大，市场也就不愿意给与一定的估值。近年来，国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国（乃至全球）竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他领域产品，谋求多品类发展，降低单一产品周期大幅波动风险。比如此前市场将万华认定为是一个纯周期股，因为 MDI 价格变化对业绩的影响非常大。现在来说，万华除了聚氨酯、还具备了大石化和新材料两个板块，虽然近几年 MDI 的价格仍然会对公司业绩产生较大影响，但肯定是跟过去不同了。另一方面，优质企业持续进行研发投入与创新，向世界级优秀化工企业迈进。市场认可了其此前的竞争优势后，认为这些扩张能为未来持续的增长奠定坚实的基础。

3. **行业内外比较，进一步受到认可。**在化工行业内，我们一直在强调，尤其看好行业里龙头企业的长期发展。自供给侧改革以来，行业中小企业受到主观客观等因素影响，比如环保、园区、资金等政策，我们发现行业的扩产持续向龙头企业集中。龙头企业的产业链完善，原料技术研发等各方面优势凸显，盈利能力将持续高于同业。而如果跳出化工行业，横向比较的话，在过去十年，除了 2015 年，万华的 ROE 没有低于 20%，高于很多其他行业的估值比他高很多的龙头。这或许也是其打开估值空间的另一个原因。

Q：除了周期属性以外，一些化工新材料的品种也具备成长属性，请问在这个领域内，您比较看好哪些品种？

“十四五”规划提出“把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”，“打好关键核心技术攻坚战”，“瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。”提出“加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。”

自贸易战以来，当既有产业链遭受破坏的时候，是否掌握核心材料和核心技术便成为产业生死存亡的关键。落脚到中国的化工产业，以石墨烯、碳纤维、改性塑料、高性能橡胶、液晶半导体材料、显示材料等为代表的国产新材料产业仍相对落后，不断突破技术瓶颈、加快国产替代是未来发展的当务之急，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

1. **半导体材料。**首先，随着 5G、物联网、人工智能、智能驾驶、云计算和大数据、机器人和无人机等新兴领域蓬勃发展，对芯片的需求持续提升。其次，半导体工艺与节点的提升，以及新的图形技术，带动更多的上游部分材料需求。最后，中国芯片的消费量大，但整体国产化率很低，高端芯片进口为主。根据 IC Insights 统计，从 2013 年到 2018 年仅中国半导体集成电路市场规模就从 820 亿美元扩大至 1,550 亿美元，约占全球集成电路市场的 40%。但在材料领域，不少高端材料仍主要依赖进口。随着国家对半导体产业化扶持政策的陆续出台、半导体大基金一、二期的投资，以及国内上下游企业近年在技术积累、客户服务等方面的持续进步，半导体产业国产化率将继续提升，产业链中优势企业迎来发展良机。

2. **碳纤维。**从全球市场来看，全球碳纤维需求量呈现加速增长的态势。近几年中国碳纤维需求的快速增长，既得益于国内产品质量提升、规模扩张，也有风电等下游领域需求旺盛的因素。然而，中国的碳纤维应用仍然集中在中低端领域，在航空航天等高端领域上的应用仍然很少，这与全球碳纤维的需求结构存在明显区别，体现了我国碳纤维市场发展仍处于起步阶段，国内高端产品的研发、生产和应用仍十分不足，而这也从另一个角度证明了未来中国市场的无限潜力。从产品供应的情况看，中国碳纤维供应的进口依赖度仍然很高。

风险提示

逆周期政策不及预期，疫情发展超预期恶化。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

公司投资评级：

买　　入：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 20%以上；

增　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内超越基准指数 10%-20%；

中　　性：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在-10%-10%之间；

减　　持：预计该公司股价在未来 6 个月内相对基准指数跌幅在 10%以上；

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

行业投资评级：

强于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现强于基准指数；

中　　性：预计该行业指数在未来 6 个月内表现基本与基准指数持平；

弱于大市：预计该行业指数在未来 6 个月内表现弱于基准指数。

未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券股份有限公司
中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司
香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 3988 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处
中国北京市西城区
西单北大街 110 号 8 层
邮编:100032
电话: (8610) 8326 2000
传真: (8610) 8326 2291

中银国际(英国)有限公司
2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司
美国纽约市美国大道 1045 号
7 Bryant Park 15 楼
NY 10018
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司
注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371