

强于大市

化工行业 2021 年策略

景气继续向上，龙头优势凸显

疫情影响逐渐减弱。展望 2021 年，我们继续看好因国内外需求复苏带来的产品涨价及盈利回升。维持行业*强于大市*评级。

支撑评级的要点

- 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。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。展望 2021 年，我们继续乐观。**看好因国内外需求复苏带来的产品涨价及盈利回升**。
- 需求端，从国内市场来看，地产、家电等市场有望触底回暖。农业领域，农产品价格有望持续走高，农化需求环比向好。另一个下游需求的重点是汽车领域。从分月数据来看，产销量同比数值自二季度起均持续向好。从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，化工品出口有望持续回暖。尤其对于纺织服装产业链，海外地产、家电产业链等相关产品。另一方面，半导体、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。
- 供给端来看，自疫情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，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。
- 成本端，我们判断经济恢复和石油需求复苏成为大概率事件，油价上涨的趋势得以延续。2021 年 Brent 油价中枢将在 52 美元/桶左右，比 2020 年提高约 10 美元/桶，生产国整体恢复盈利。

投资建议

- 截至 2020 年 11 月 24 日，申万化工动态 PE 为 30.99，动态 PB 为 2.56，当前估值相对合理。随着未来行业盈利向好基本面改善，板块估值有望延续上行趋势。**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。重点关注以下四条主线：**
- 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，降低单一产品周期大幅波动风险，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。**长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。**
- **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。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。
- **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。推荐**联化科技、利尔化学**等。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，推荐**苏博特**。
- **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。推荐**万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料**等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐**皇马科技、金禾实业**等。

风险提示：

- 油价异常波动风险；环保政策变化带来的风险；经济异常波动；疫情持续时间与影响超预期。

中银证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

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

目录

行业数据回顾及展望：环比向好显著，展望继续乐观 7

疫情冲击逐渐减小 7
1-9 月行业营收和利润总额同比下滑 7
需求端展望：国内外或将继续复苏 11
供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中 13
成本端：2021 年油价将继续反弹，但上涨之路不会平坦 14
上市公司业绩逐步改善，三季度业绩环比显著向好 17
小结及展望 23

行业优胜劣汰，长期看好多元发展的优秀龙头企业 24

万华化学：依托强研发优势，打造石化与新材料新增长极 24
华鲁恒升：拓展新材料产业链，打造第二基地 26
新和成：维生素维持较高景气，“精细化工+”平台持续发展 27

集中度提升，供给格局优化 30

民营大炼化：新增产能提供较大业绩增量 30
农药：或受益于农产品涨价，且有成长 31
减水剂行业：受益外加剂集中度提升与基建需求，龙头扩张成长加速 33

自主可控，进口替代—新材料新产品迎来发展良机 36

受益国内外产业大发展，上游电子材料发展或提速 36
特种表面活性剂：受益海外订单转移，行业迎来快速成长期 41
碳纤维：军民市场齐共振，龙头尽享行业发展红利 45

投资建议 49

重点公司估值表 50

风险提示 51

图表目录

图表 1.摩根大通全球制造业 PMI 7
图表 2.发达经济体制造业 PMI 7
图表 3.IMF 预测 2020 年全球 GDP 7
图表 4.全球主要经济体出口增速 7
图表 5.化工行业营业收入同比增速 8
图表 6.化学原料及化学制品利润总额走势 8
图表 7.化学纤维利润总额走势 8
图表 8.橡胶和塑料制品利润总额走势 8
图表 9.化学工业 PPI 走势 8
图表 10.化学原料和化学纤维 PPI 走势 8
图表 11.主要化工产品价格情况 9
续 图表 11.主要化工产品价格情况 10
图表 12.化学原料及制品历史产成品存货 11
图表 13.橡胶和塑料制品业历史产成品存货 11
图表 14.化学纤维制造业历史产成品存货 11
图表 15.工业企业产成品存货情况 11
图表 16.国内汽车产量 12
图表 17.国内汽车销量当月同比 12
图表 18.家电产品产量累计同比 12
图表 19.房地产新开工面积和竣工面积累计同比 12
图表 20.2019 年我国出口占比较高的产品 12
图表 21.化学原料及制品固定资产投资完成额累计同比 13
图表 22.化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比 13
图表 23.化工上市公司在建工程情况 13
图表 24.化工上市公司（剔除涤纶）在建工程情况 13
图表 25.塑料与橡胶固定资产投资完成额累计同比 14
图表 26.化工上市公司在建工程占比 14
图表 27.国际原油期货价格走势 14
图表 28.世界石油需求 15
图表 29.原油供需平衡表 15
图表 30 美国石油库存 15
图表 31.OECD 陆上商业石油库存 15
图表 32.美国大选后第一年 WTI 均价涨幅 16

图表 33.OPEC 减产协议成果及执行情况.....16
图表 34.化工板块经营数据分析.....17
图表 35.化工子行业 2020 前三季度营业收入同比增长率.....18
图表 36.化工子行业 2020 前三季度归母净利润同比增长率.....18
图表 37.化工子行业 2020 第三季度营业收入环比增长率.....19
图表 38.化工子行业 2020 第三季度归母净利润环比增长率.....20
图表 39.近年化工行业毛利率、净利率走势.....20
图表 40.近年化工行业 ROE（摊薄）走势.....20
图表 41. 2020 前三季度化工子行业毛利率、ROE 变化情况.....21
图表 42. 2020 前三季度化工子行业应收账款周转率、存货周转率变化情况.....22
图表 43.板块市盈率.....22
图表 44.板块市净率.....22
图表 45. 万华化学、华鲁恒升、新和成资本开支情况.....24
图表 46. 龙头企业 ROE（摊薄）情况.....24
图表 47. 龙头企业研发支出占收入比重.....24
图表 48. 全球 MDI 需求.....24
图表 49. MDI 产品价格.....24
图表 50.2019 年全球 MDI 产能占比.....25
图表 51.2024 年全球 MDI 产能占比预测.....25
图表 52. 万华化学石化系列产品营业收入及其增速.....25
图表 53. 万华化学石化系列产品毛利及毛利率.....25
图表 54. 万华化学新材料系列产品营业收入及其增速.....26
图表 55. 万华化学新材料系列产品毛利及毛利率.....26
图表 56.华鲁恒升主要产品产能.....26
图表 57.新和成产业链图.....27
图表 58. 能繁母猪存栏变化率.....27
图表 59.生猪存栏量与出栏量.....27
图表 60.2010 年至今维生素 A 价格走势.....28
图表 61.全球间甲酚主要生产企业及份额.....28
图表 62.以间甲酚为原料的 VE 产能占比.....28
图表 63.2009 年至今维生素 E 价格走势.....29
图表 64.民营炼化项目情况.....30
图表 65. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化近四个季度营业收入情况.....30
图表 66. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化近四个季度归母净利润情况.....30
图表 67.产业链各产品价差.....31

图表 68. 全球粮食价格.....31
图表 69 我国农药产量.....32
图表 70.我国农药出口情况.....32
图表 71.农药行业在建工程走势.....32
图表 72.重点农药上市公司在建工程.....32
图表 73.扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程.....32
图表 74.扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程/固定资产.....32
图表 75.棉花价格走势.....33
图表 76.磷肥、尿素价格走势.....33
图表 77.钾肥价格走势.....33
图表 78.粘胶短纤价格走势.....33
图表 79.历年减水剂需求量.....34
图表 80.聚羧酸减水剂占比较大.....34
图表 81.混凝土外加剂行业竞争格局.....34
图表 82.2019 年行业前十聚羧酸减水剂销售量.....34
图表 83.行业前五的市占率走势.....34
图表 84.房地产公司集中度提升.....35
图表 85.八大建筑央企季度收入占比.....35
图表 86.全球集成电路产业销售额.....36
图表 87.中国集成电路产业销售额.....36
图表 88.半导体产业发展路径.....37
图表 89. 半导体产业链环节市占率情况.....37
图表 90.国家支持集成电路行业发展的政策.....38
图表 91.集成电路产业未来几年的发展目标.....39
图表 92.2018-2019 各地区半导体材料市场规模.....39
图表 93.晶圆制造领域材料销售规模具体占比.....40
图表 94.2015-2019-2023 年全球液晶面板市场份额.....40
图表 95 全球 AMOLED 面板行业收入情况.....41
图表 96. 中国大陆 AMOLED 面板行业收入情况.....41
图表 97.全球 OLED 显示面板出货量预测.....41
图表 98.OLED 材料市场占有率.....41
图表 99.全球表面活性剂市场规模占比.....42
图表 100.全球主要地区表面活性剂市场消耗量占比.....42
图表 101.印度和中国表面活性剂人均消费量低于发达国家.....42
图表 102.我国表面活性剂销量.....43

图表 103.海外主要特种表面活性剂生产企业 43
图表 104.斯泰潘公司表面活性剂业务营业收入 44
图表 105.斯泰潘公司表面活性剂业务营业利润 44
图表 106.国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖 44
图表 107.皇马科技来自阿科玛的订单快速增长 44
图表 108.国内表面活性剂产量（不含聚醚大单体） 45
图表 109.皇马科技小品种产品销量 45
图表 110.全球碳纤维需求量 45
图表 111.2019 年全球碳纤维需求结构—模量 46
图表 112.2019 年全球碳纤维需求结构—下游应用 46
图表 113.中国碳纤维需求量 46
图表 114.2019 年中国碳纤维需求结构—下游应用 46
图表 115.2019 年中国碳纤维下游应用结构与全球市场对比 47
图表 116.2019 年全球碳纤维主要生产商产能情况 47
图表 117.中国碳纤维产能情况 48
图表 118.中国主要碳纤维生产商产能 48
图表 119.中国碳纤维供应结构 48
图表 120.报告中提及上市公司估值表 50

行业数据回顾及展望：环比向好显著，展望继续乐观

疫情冲击逐渐减小

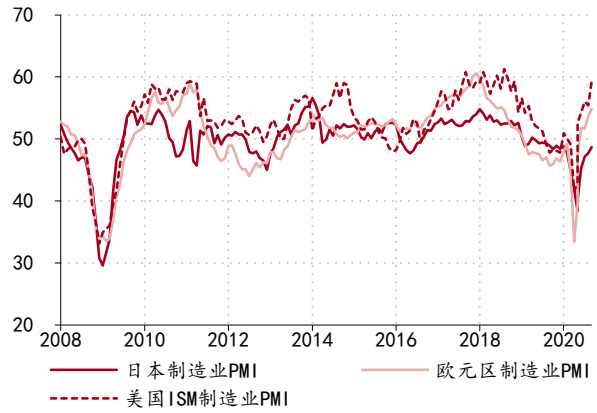
由于新冠疫情趋于稳定，摩根大通全球制造业 PMI 数据在 2020 年 4 月份下滑至多年来新低的 26.20 后，连续 6 个月呈现反弹趋势，10 月份 PMI 指数已经升至 53.30。

图表 1.摩根大通全球制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

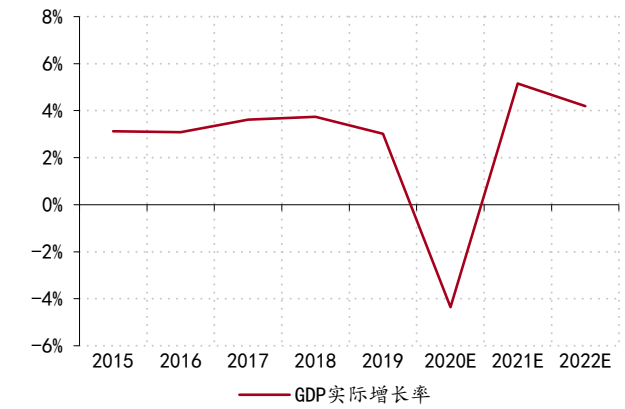
图表 2.发达经济体制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

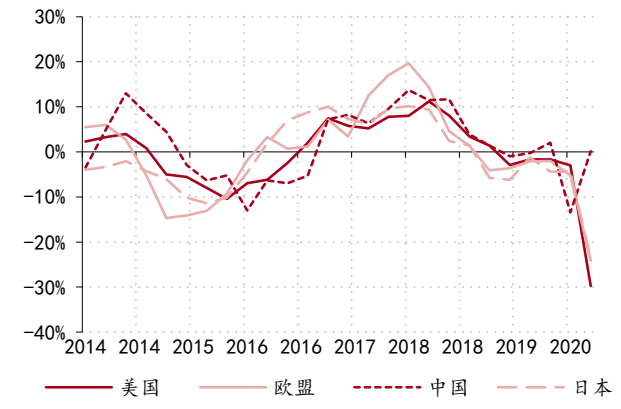
根据 IMF10 月份《世界经济展望报告》的预测，全球 2020 年 GDP 增速为-4.36%，同比下滑 7.37pct。从全球主要经济体出口金额同比增速来看，2020 年上半年，美国、欧盟和日本等主要经济体的出口金额均呈现负增长态势，分别同比下滑 29.78%、24.12%和 23.69%，中国则实现了同比 0.14%的正增长。

图表 3.IMF 预测 2020 年全球 GDP



资料来源：IMF，中银证券

图表 4.全球主要经济体出口增速



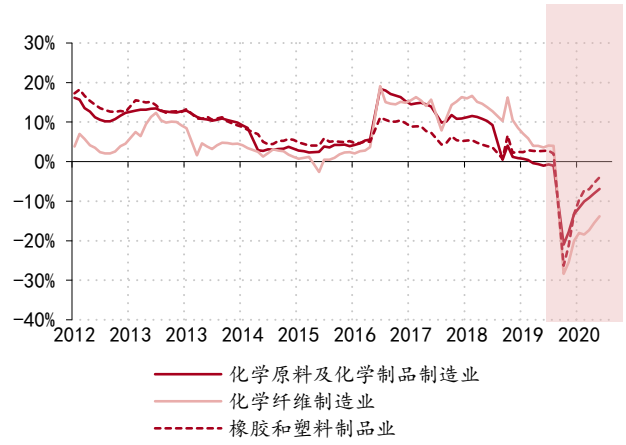
资料来源：万得，中银证券

1-9 月行业营收和利润总额同比下滑

2020 年 1-9 月，国内化学原料与化学制品业、化学纤维业、橡胶和塑料制品等子行业的营业收入和利润出现负增长。但自二季度起，同比增速的降幅开始收窄。

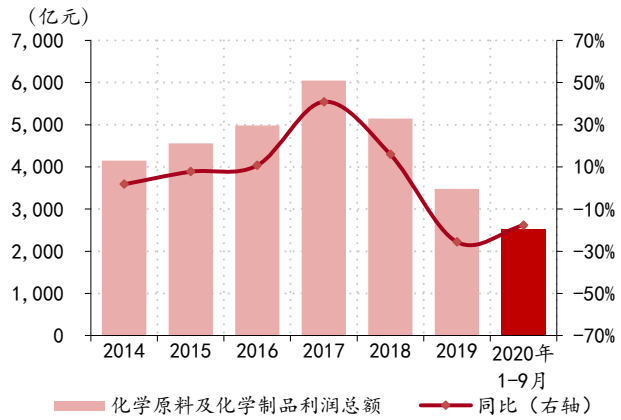
从产品价格来看，10 月份国际油价环比 9 月微跌不足 1%，我们跟踪的重点产品中，占比约 60%的化工产品的价格环比 9 月份上涨，价格涨幅超过 10%的产品占比接近 20%。与 2019 年同期相比，占比约 38%的化工产品价格同比上涨。其中 MDI、DMF、环氧丙烷等产品更是在短期内出现了较大幅度的涨价。

图表 5.化工行业营业收入同比增速



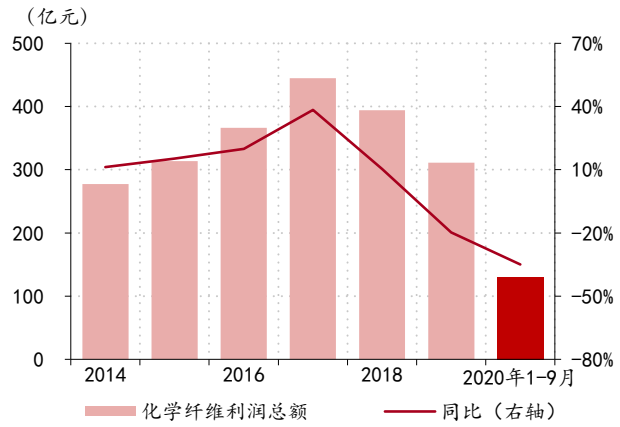
资料来源：万得，中银证券

图表 6.化学原料及化学制品利润总额走势



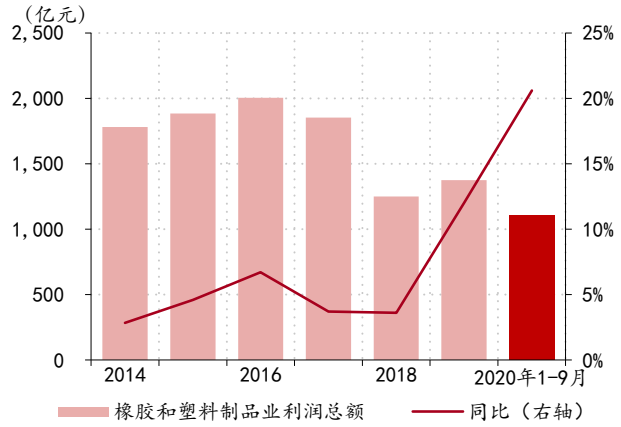
资料来源：万得，中银证券

图表 7.化学纤维利润总额走势



资料来源：万得，中银证券

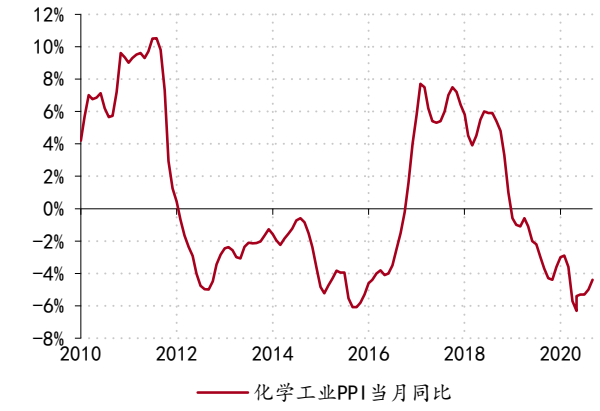
图表 8.橡胶和塑料制品利润总额走势



资料来源：万得，中银证券

注：累计同比数据取自国家统计局，与利润总额计算同比数值有所差异

图表 9.化学工业 PPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 10.化学原料和化学纤维 PPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 11.主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)
WTI 原油	美元/桶	41.74	38.74	57.03	(32.07)
NYMEX 天然气	美元/mbtu	2.59	2.07	2.53	(18.19)
石脑油（新加坡）	美元/桶	40.99	39.80	56.88	(30.03)
纯苯（FOB 韩国）	美元/吨	548.00	470.01	640.84	(26.66)
苯乙烯（FOB 韩国）	美元/吨	1,014.50	705.54	978.64	(27.91)
乙烯（东南亚 CFR）	美元/吨	790.00	673.19	832.27	(19.11)
丙烯（韩国 FOB）	美元/吨	895.00	779.59	882.86	(11.70)
丁二烯（东南亚 CFR）	美元/吨	1,270.00	611.26	1,050.38	(41.81)
天然橡胶（上海地区）	元/吨	13,600.00	11,116.87	11,186.30	(0.62)
丁苯橡胶（华东 1502）	元/吨	11,700.00	9,190.11	11,126.66	(17.40)
顺丁橡胶 BR9000	元/吨	14,800.00	14,800.00	14,800.00	0.00
LLDPE(余姚 7042/吉化)	元/吨	8,150.00	7,084.69	8,054.90	(12.04)
PP(余姚市场 J340/扬子)	元/吨	9,100.00	8,423.10	9,371.23	(10.12)
乙二醇	元/吨	3,765.00	3,875.70	4,794.19	(19.16)
甲醇（长三角）	元/吨	2,210.00	1,821.72	2,240.90	(18.71)
二甲醚（长三角）	元/吨	3,040.00	2,613.07	3,188.49	(18.05)
煤焦油（山西）	元/吨	2,760.00	2,172.85	2,989.85	(27.33)
炭黑（黑猫 N330）	元/吨	5,000.00	5,000.00	6,469.45	(22.71)
PVA	元/吨	11,300.00	10,766.26	13,606.71	(20.88)
醋酸乙烯（华东）	元/吨	6,250.00	5,513.80	6,784.93	(18.73)
醋酸（华东）	元/吨	3,100.00	2,435.95	2,940.38	(17.16)
醋酐（华东）	元/吨	5,100.00	4,992.94	5,700.55	(12.41)
轻质纯碱（华东）	元/吨	1,575.00	1,434.00	1,723.92	(16.82)
重质纯碱（华东）	元/吨	1,775.00	1,576.95	1,917.51	(17.76)
隔膜烧碱（30%折百）	元/吨	1,333.33	2,142.51	2,731.90	(21.57)
PVC(华东电石法)	元/吨	8,220.00	6,346.68	6,717.75	(5.52)
PVC(华东乙烯法)	元/吨	8,443.00	6,703.40	7,044.78	(4.85)
液氯（长三角）	元/吨	1,535.00	743.36	379.25	96.01
盐酸（长三角 31%）	元/吨	400.00	269.20	134.82	99.67
电石（华东）	元/吨	3,888.00	3,056.05	3,187.89	(4.14)
原盐（山东海盐）	元/吨	175.00	143.59	166.72	(13.87)
EDC(长三角)	元/吨	500.00	288.02	346.96	(16.99)
DMF（华东）	元/吨	9,050.00	6,127.30	4,927.81	24.34
甲苯（华东）	元/吨	3,500.00	3,819.20	5,494.70	(30.49)
苯胺（华东）	元/吨	7,000.00	5,664.65	6,592.84	(14.08)
甲醛（华东）	元/吨	1,300.00	1,098.13	1,466.58	(25.12)
甲乙酮（华东）	元/吨	7,850.00	6,896.47	7,696.23	(10.39)
己二酸（华东）	元/吨	8,050.00	6,713.80	8,172.74	(17.85)
BDO（长三角）	元/吨	11,150.00	9,408.28	9,547.95	(1.46)
环氧丙烷（华东）	元/吨	18,900.00	11,597.32	10,112.05	14.69
硬泡聚醚（华东）	元/吨	15,250.00	10,657.52	10,016.16	6.40
软泡聚醚（华东散水）	元/吨	19,750.00	12,067.25	10,668.36	13.11
聚合 MDI（华东）	元/吨	21,250.00	14,379.29	13,797.67	4.22
纯 MDI（华东）	元/吨	27,750.00	16,738.80	19,596.71	(14.58)
TDI（华东）	元/吨	12,900.00	11,955.98	13,100.68	(8.74)
浆粕	元/吨	6,100.00	6,100.00	6,458.85	(5.56)
棉短绒	元/吨	3,700.00	3,700.00	3,713.75	(0.37)
粘胶短纤(华东)	元/吨	10,600.00	9,247.06	11,675.34	(20.80)
粘胶长丝(华东)	元/吨	36,500.00	36,970.55	37,786.58	(2.16)
PET 切片(华东)	元/吨	4,375.00	4,977.91	7,109.79	(29.99)
PTA(华东)	元/吨	3,280.00	3,661.03	5,767.29	(36.52)
涤纶短纤(华东)	元/吨	5,650.00	5,868.70	7,847.34	(25.21)
涤纶 FDY(华东)	元/吨	5,250.00	6,034.97	8,297.21	(27.27)
锦纶 FDY（华东）	元/吨	14,650.00	14,006.44	17,420.96	(19.60)

资料来源：百川资讯，卓创资讯，中银证券

注：截止 2020 年 11 月 20 日

续 图表 11.主要化工产品价格情况

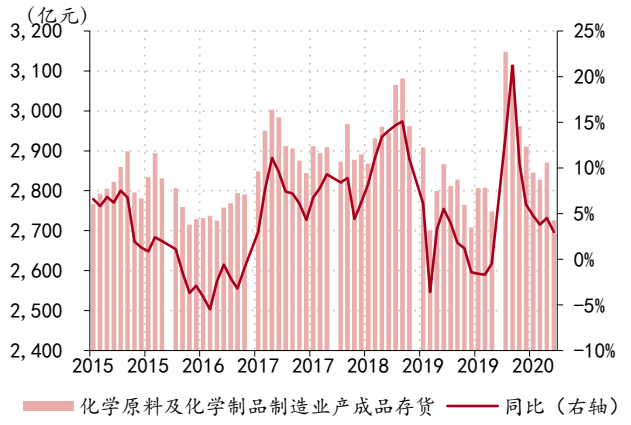
品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)
PTMEG(华东)	元/吨	16,750.00	14,737.73	15,867.95	(7.12)
氨纶 40D(华东)	元/吨	38,000.00	29,755.83	31,100.27	(4.32)
己内酰胺(CPL)	元/吨	10,850.00	9,751.53	12,560.82	(22.37)
丙烯腈	元/吨	10,500.00	8,579.10	12,477.80	(31.25)
PA66（华东)	元/吨	30,000.00	21,376.69	27,283.84	(21.65)
磷矿石（摩洛哥)	美元/吨	99.00	111.40	132.11	(15.67)
磷矿石(湖北 28%)	元/吨	350.00	373.10	445.67	(16.28)
黄磷（四川）	元/吨	15,700.00	15,672.70	16,524.66	(5.16)
磷酸（澄星 85%）	元/吨	4,800.00	4,818.56	4,809.18	0.20
三聚磷酸钠（兴发 95%）	元/吨	6,200.00	6,281.60	6,388.49	(1.67)
硫磺(CFR 中国现货价)	美元/吨	85.00	56.14	81.88	(31.43)
硫酸(浙江巨化 98%)	元/吨	280.00	125.40	344.08	(63.56)
DAP(西南工厂褐色)	元/吨	2,250.00	2,170.69	2,549.93	(14.87)
MAP(四川金河 55%)	元/吨	2,050.00	2,050.00	2,124.38	(3.50)
液氨（河北新化）	元/吨	2,950.00	2,908.99	2,988.36	(2.66)
尿素(华鲁恒升(小颗粒))	元/吨	1,800.00	1,680.31	1,856.08	(9.47)
尿素(波罗的海小粒装))	美元/吨	225.00	219.19	238.48	(8.09)
硝酸(华东地区)	元/吨	2,100.00	1,448.93	1,747.53	(17.09)
硝酸铵（陕西兴化）	元/吨	1,950.00	1,826.29	1,935.21	(5.63)
氯化钾(青海盐湖 60%)	元/吨	1,950.00	1,948.25	2,308.14	(15.59)
硫酸钾（罗布泊 51%粉）	元/吨	3,150.00	3,118.56	3,100.00	0.60
草甘膦(长三角)	元/吨	25,000.00	21,976.69	24,986.99	(12.05)
甘氨酸（河北）	元/吨	11,000.00	11,000.00	11,152.60	(1.37)
纯吡啶(华东)	元/吨	17,500.00	17,239.72	19,843.84	(13.12)
百草枯（沙隆达）	元/吨	16,000.00	16,000.00	16,076.71	(0.48)
多氟多氟化铝	元/吨	8,150.00	8,221.47	10,189.18	(19.31)
多氟多冰晶石	元/吨	3,600.00	4,813.65	5,765.89	(16.52)
二氯甲烷（华东）	元/吨	2,932.00	2,481.57	3,184.36	(22.07)
三氯乙烯（华东）	元/吨	5,150.00	4,828.60	4,946.51	(2.38)
无水氢氟酸（华东）	元/吨	7,600.00	8,405.98	10,023.70	(16.14)
R22（巨化）	元/吨	15,000.00	15,720.86	16,339.45	(3.79)
R134a（巨化）	元/吨	17,000.00	18,610.43	27,163.01	(31.49)
丙酮（华东）	元/吨	9,350.00	6,852.91	3,928.63	74.44
苯酚（华东）	元/吨	6,350.00	6,276.92	7,865.41	(20.20)
双酚 A（华东）	元/吨	18,350.00	10,794.71	10,597.26	1.86
环氧氯丙烷（华东）	元/吨	12,300.00	10,540.49	13,358.36	(21.09)
金属硅	元/吨	12,900.00	11,640.34	11,952.33	(2.61)
甲基环硅氧烷	元/吨	29,000.00	17,361.35	18,816.16	(7.73)

资料来源：百川资讯，卓创资讯，中银证券

注：截止 2020 年 11 月 20 日

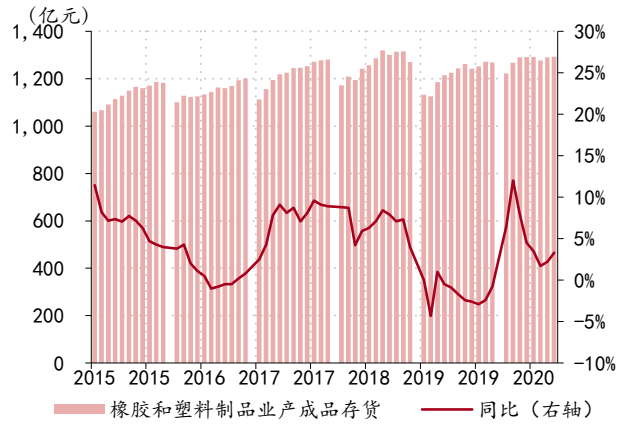
从库存数据来看，由于疫情得到控制，2020 第三季度行业需求端恢复良好，行业库存水平较一二季度有明显下降。

图表 5.化学原料及制品历史产成品存货



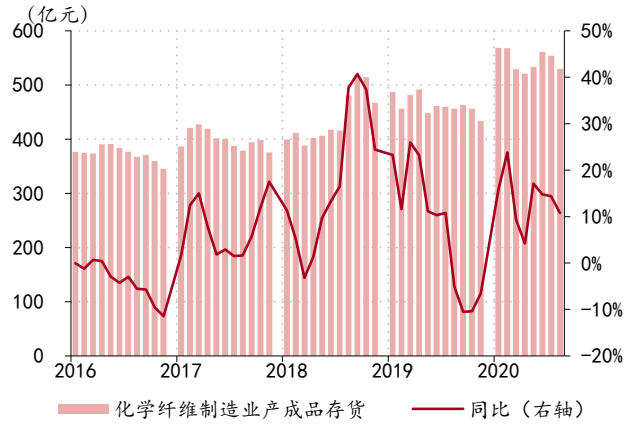
资料来源：万得，中银证券

图表 63.橡胶和塑料制品业历史产成品存货



资料来源：万得，中银证券

图表 74.化学纤维制造业历史产成品存货



资料来源：万得，中银证券

图表 85.工业企业产成品存货情况



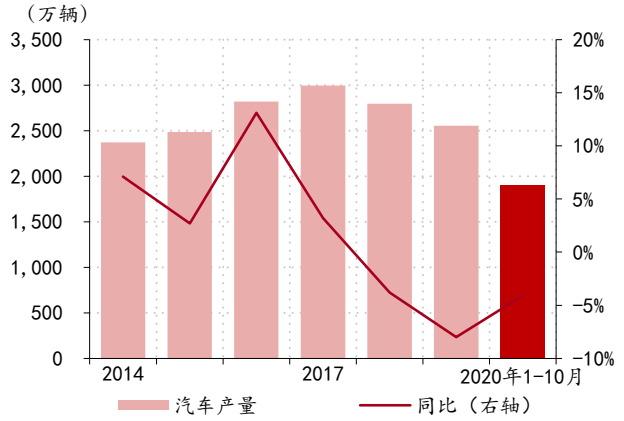
资料来源：万得，中银证券

需求端展望：国内外或将继续复苏

从国内市场来看，地产、家电等市场有望触底回暖。农业领域，农产品价格有望持续走高，农化需求环比向好。另一个下游需求的重点是汽车领域。根据中国汽车工业协会的统计，2020 年 1-10 月，中国汽车产量、销量分别为 1897.90 万辆和 1969.90 万辆，同比分别下降了 4.10%和 4.70%。但从分月数据来看，产销量同比数值自二季度起均持续向好。

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。展望后市，仍然看好因国内外需求复苏带来的涨价持续性。

图表 16.国内汽车产量



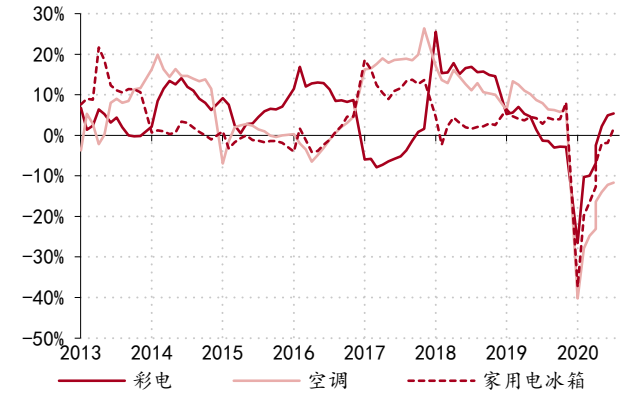
资料来源：万得，中银证券

图表 17.国内汽车销量当月同比



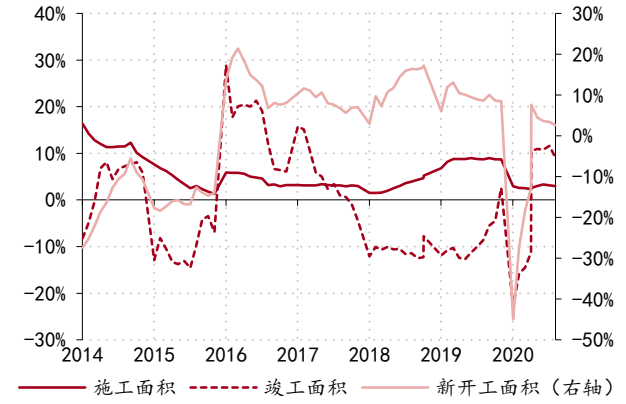
资料来源：万得，中银证券

图表 18.家电产品产量累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 19.房地产新开工面积和竣工面积累计同比



资料来源：万得，中银证券

国际市场：化工品出口有望持续回暖

从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，化工品出口有望持续回暖，尤其是处于纺织服装产业链、海外地产、家电产业链等的相关产品。

图表 20.2019 年我国出口占比较高的产品

	产品	出口量（万吨）	出口占比(%)
基础化工	石蜡	57.40	37.68
	异丙醇	16.80	43.39
	丙二醇	14.82	40.03
化纤	粘胶长丝	7.17	39.19
	PET 瓶级	290.24	33.26
磷化工	磷酸二氢钾	13.05	42.11
	磷酸	44.06	36.72
	三聚磷酸钠	10.52	36.91
钛白粉	钛白粉	100.70	35.55
染料	分散染料	9.28	32.08
橡胶助剂	促进剂	24.34	61.62
	防老剂	22.80	51.62
氟化工	聚四氟乙烯	2.16	33.35
化肥	硫酸铵	702.64	61.31
	磷酸二铵	647.68	52.14
聚氨酯	聚合 MDI	62.86	53.72
	丁酮	15.12	35.35
其他	胶带母卷	71.89	40.67

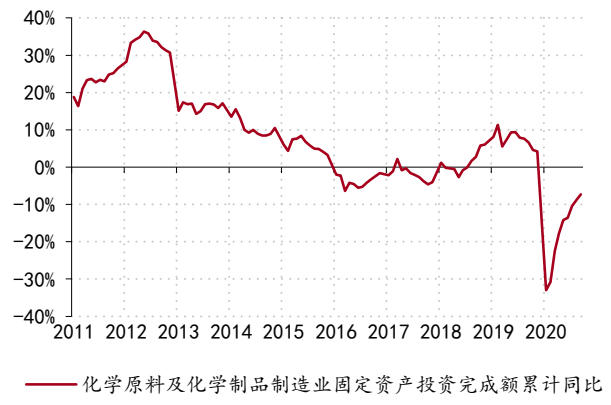
资料来源：卓创资讯，中银证券

供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中

根据国家统计局披露的数据，2020 年 1-10 月份化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比下降 7.30%，自疫情后行业投资扩产意愿有所回升，但仍属于较低水平。

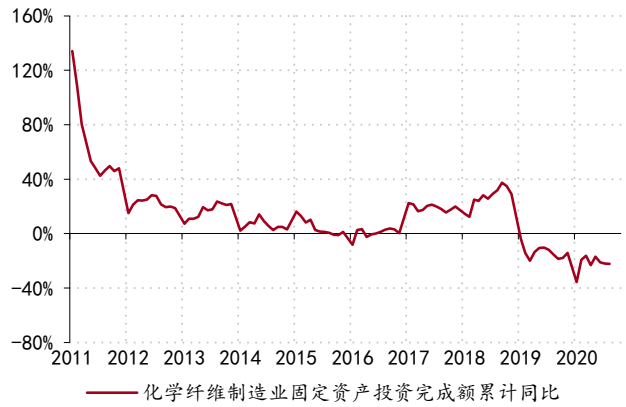
从化工行业上市公司在建工程数据来看，2020Q3 化工行业在建工程为 4,316.06 亿元，同比下降 8.63%，扣除涤纶板块后同比增长 3.98%。从上市公司在建工程数据来看，中国石化、荣盛石化、万华化学、广汇能源、卫星石化在建工程较高，合计占比达到 60.16%。

图表 21.化学原料及制品固定资产投资完成额累计同比



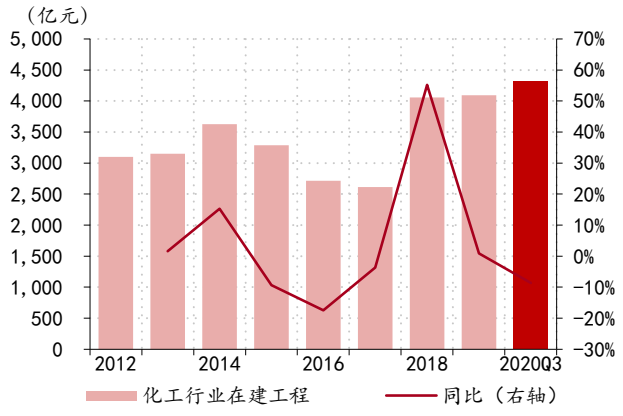
资料来源：万得，中银证券

图表 22.化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比



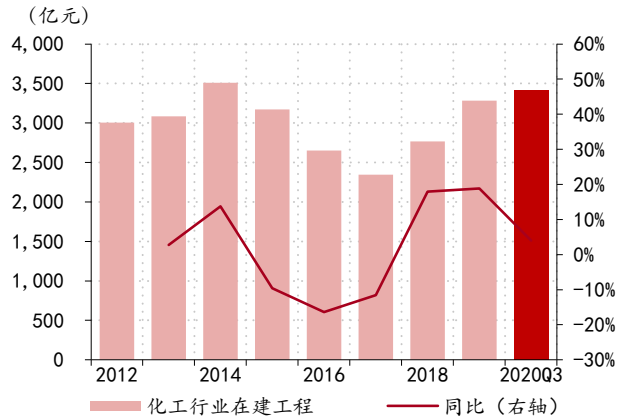
资料来源：万得，中银证券

图表 23.化工上市公司在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

图表 24.化工上市公司（剔除涤纶）在建工程情况



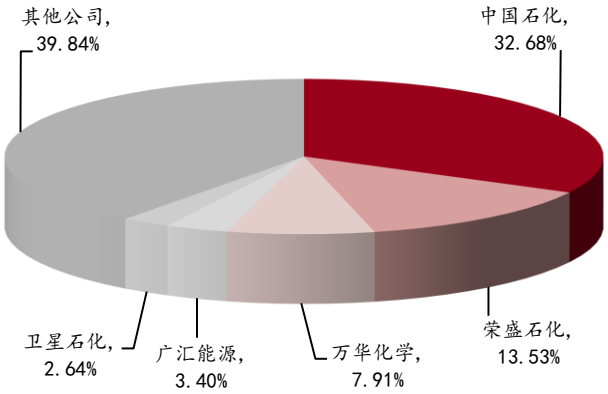
资料来源：万得，中银证券

图表 25.塑料与橡胶固定资产投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 26.化工上市公司在建工程占比

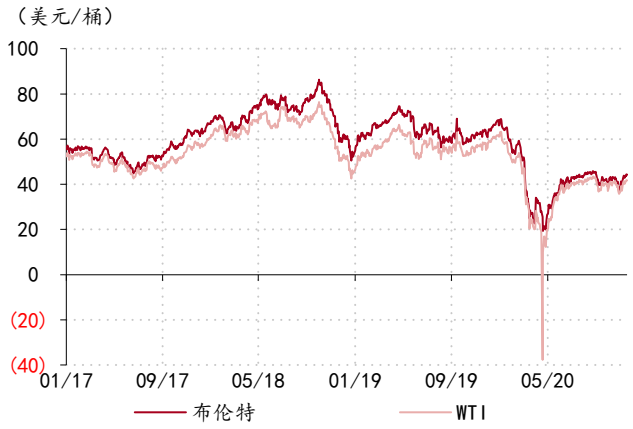


资料来源：万得，中银证券

成本端：2021 年油价将继续反弹，但上涨之路不会平坦

触底回升，疫情仍是近期油价走势最重要的影响因素。截至 2020 年 11 月 19 日，2020 年 WTI 均价为 38.59 美元/桶，同比下降了 32%，Brent 均价为 42.42 美元/桶，同比下降了 33.83%。年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦仍不断持续等事件的冲击下，全球经济受到了沉重打击，石油需求出现大幅回落，导致原油供过于求，各国库存高企。在市场情绪极度悲观的 4 月份，甚至出现 WTI 价格在盘中一度跌至-37.63 美元/桶的罕见情况。在悲观情绪充分释放之后，油价开始逐步回升。10 月下旬，由于担心欧美地区爆发第二波疫情，市场避险情绪再度升温，油价反复震荡，在美国疫苗研发实现阶段性突破后恢复上涨。由此可见，疫情仍然是近期影响油价走势的主要矛盾，市场对于基本面的信息和风险偏见皆可归因于此。目前，WTI 和布伦特均运行于 40 美元/桶上方。

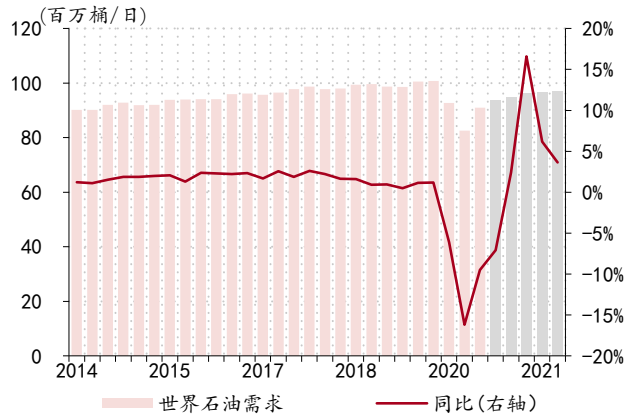
图表 27.国际原油期货价格走势



资料来源：万得，中银证券

需求复苏是油价恢复上涨的主要拉动力。根据 OPEC 最新的月报，2020 年以来，疫情在全球爆发对经济活动造成了严重的负面冲击，全球原油需求在 2020 年二季度同比下降了约 1600 万桶/日，全球供应过剩约 890 万桶/日，是此次疫情以来全球石油业面临的最糟糕的局面。几乎所有国家，尤其是美国、欧洲、印度和中东阶段性采取了交通限制措施，显著降低了汽油和航空燃油的需求。另一方面，制造业活动降温也会限制工业燃油需求。三季度开始，全球疫情未见继续扩散，需求缓慢复苏，降幅开始收窄，并出现局部供应紧张。展望未来，需求复苏仍将是未来拉动油价上涨的主要动力，特别是对市场信心的建立尤为重要。

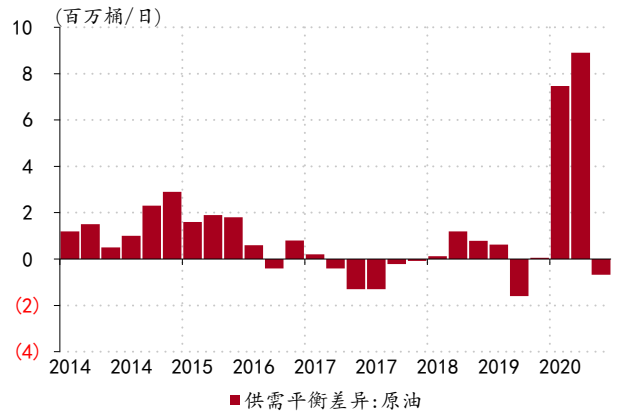
图表 28.世界石油需求



资料来源：万得，OPEC，中银证券

注：2020 年 12 月及以后数据为 OPEC 预测值

图表 29.原油供需平衡表



资料来源：万得，OPEC，中银证券

注：供需平衡差异=供给-需求

市场进入去库存周期，助力油价回升。随着需求复苏，全球石油库存也开始拐头向下，呈现出库存去化的良好态势。根据 EIA 披露的美国石油库存数据，截至 11 月 13 日，美国石油库存已经下降至过去五年库存水平区间内，逐步恢复正常。而在 OECD 国家，自 7 月份开始，石油库存也开始从高位回落。库存去化将为油价回升提供更多动力。

图表 30 美国石油库存



资料来源：EIA，万得，中银证券

注：截至 2020 年 11 月 13 日

图表 31.OECD 陆上商业石油库存

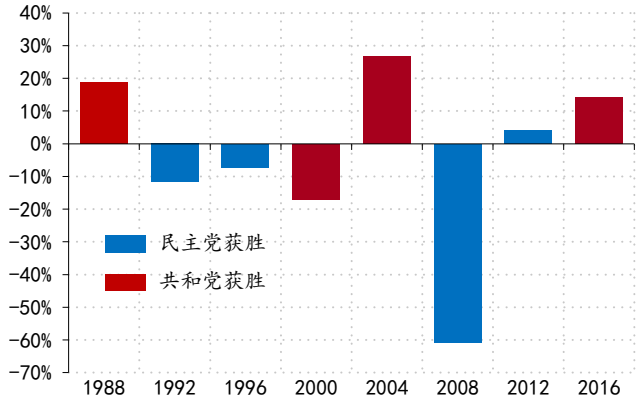


资料来源：OEPC，万得，中银证券

注：截至 2020 年 8 月

美国由民主党执政或将在一定程度上抑制油价反弹幅度。自 1983 年原油期货开始在纽约商品交易所交易以来，到 2016 年先后经历了 8 次美国大选。梳理民主党/共和党获胜后第一年的 WTI 价格走势的规律发现，民主党大选获胜后，油价同比下降的概率较大，降幅分别为 11.7%（1992 年）、7.3%（1996 年）、60.9%（2008 年），以及上涨 4.0%（2012 年）。而共和党获胜之后，油价同比上涨的概率较大，分别是 18.7%（1988 年）、26.7%（2004 年）、14.3%（2016 年），以及下降 16.9%（2000 年）（主要是因为互联网泡沫破裂所致）。两党执政理念不同，尤其在针对传统能源发展方面存在较为明显的差异。民主党倾向自由主义，对于传统行业的支持相对有限，倡议节能减排，支持发展新能源、新技术。而共和党相对保守，乐于扶持传统行业，在特朗普执政期间，美国政府通过补贴和减税来支持油气行业的发展，并且反对《京都议定书》和控制碳排放，甚至退出《巴黎气候协定》。虽然还没有正式官方公告，但是随着 2020 年民主党大选获胜并大概率将于 2021 年开始执政，预计美国将重回《巴黎气候协定》，清洁能源行业有望获得大力发展，这在一定程度上将减少对原油的需求。另一方面，民主党的获胜或许还将有利于缓解紧张的地缘政治局面，对伊朗等国的政策暂时回归温和。从以上信息来看，或许 2021 年油价的反弹之路走的将会相对平稳，大幅反弹的概率降低。

图表 32.美国大选后第一年 WTI 均价涨幅



资料来源：万得，中银证券

注：横坐标时间为大选年，图中数据为大选年后第一年的 WTI 均价涨幅

OPEC+减产协议总体执行较好，但也恐将对未来油价的大幅反弹形成掣肘。表面上看，2020 年以来的油价暴跌起始于俄罗斯与沙特之间的产能博弈。但是，在疫情爆发之后，持续恶化的需求和大幅下跌的价格让生产国不得不再次回到谈判桌并达成了一份新的两年减产协议。根据这份新的协议，自 2020 年 5 月 1 日起减产 970 万桶/日，为期两个月；自 2020 年 7 月 1 日至 12 月减产 770 万桶/日；自 2021 年 1 月至 2022 年 4 月减产 580 万桶/日。俄罗斯和沙特将于 2020 年 5-6 月各减产 250 万桶/日，减产的基准均是 1100 万桶/日，其他国家都以 2018 年 10 月的产量为减产的基准水平。除承担减产份额外，沙特、阿联酋和科威特三国同意额外联合削减原油出口量 200 万桶/日；伊朗、委内瑞拉和利比亚被豁免在减产决议之外；G20 产油国可能额外减产 450 万桶/日，美国、巴西、加拿大将共同减产 370 万桶/日，墨西哥将从 5 月起减产 10 万桶/日，美国将减产 30 万桶/日来弥补墨西哥的减产幅度。截至目前，各国的减产协议执行率都比较高，主要是因为偏低的油价促使各生产国成为阶段性的利益共同体。一旦油价恢复到较高水平，同时疫情得到部分缓解，生产国为了市场份额而竞相提高产量的局面或将再次出现，油价大幅上涨的趋势恐将被抑制。

图表 33.OPEC 减产协议成果及执行情况

	国家	基准产量（2018 年 10 月）	减产后的生产规模（2020 年 7-12 月）	2020 年 7 月产量	2020 年 8 月产量	2020 年 9 月产量
OPEC	沙特	1,100	899	842	892	896
	阿联酋	317	259	250	277	253
	科威特	281	230	216	229	229
	阿尔及利亚	106	86	81	86	85
	加蓬	19	15	19	18	18
	安哥拉	153	125	119	122	125
	尼日利亚	173	150	147	147	146
	赤道几内亚	13	10	11	12	10
	刚果	33	27	29	29	28
	伊拉克	465	380	375	365	369
OPEC 豁免国	利比亚	112	-	35	35	38
	伊朗	333	-	193	194	196
	委内瑞拉	121	-	11	10	16

资料来源：OPEC，中银证券，单位：（万桶/日）

2021 年油价将继续反弹，但上涨之路不会平坦。回顾 2020 年中期策略，我们判断“2020 年二季度已经是全球石油市场供需状况最差的阶段，后面供需双方大概率将得到修复，油价逐步回归到理性水平。但需求恢复非旦夕之功，因此油价回升到之前 60 美元/桶以上的水平在短期内恐怕难以看到，但是恢复到行业平均生产成本附近应该是值得期待的结果。我们判断，到 2020 年底，油价有望回升到 45-50 美元/桶区间”。初步来看，以上判断与市场走势大体一致，但对于四季度以来欧美第二波疫情的反弹估计不足，油价运行在 40 美元/桶以上的时间相对有限，导致中枢水平与预估结果略有偏差。展望 2021 年，考虑到近期疫苗研发方面的进展，全球各国大概率将在疫情防控方面取得更大的成果，经济恢复和石油需求复苏成为大概率事件，油价上涨的趋势得以延续。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 52 美元/桶左右，比 2020 年提高约 10 美元/桶，生产国整体恢复盈利。**

上市公司业绩逐步改善，三季度业绩环比显著向好

前三季度受疫情影响较大

根据申万化工分类，剔除掉部分主业脱离化工业务的企业，化工行业共有 366 家上市公司。366 家上市公司在 2020 年前三季度实现营业收入合计 30481.25 亿元，同比下滑 19.01%；实现归母净利润 1112.19 亿元，同比下滑 18.55%，与上半年相比降幅显著收窄。

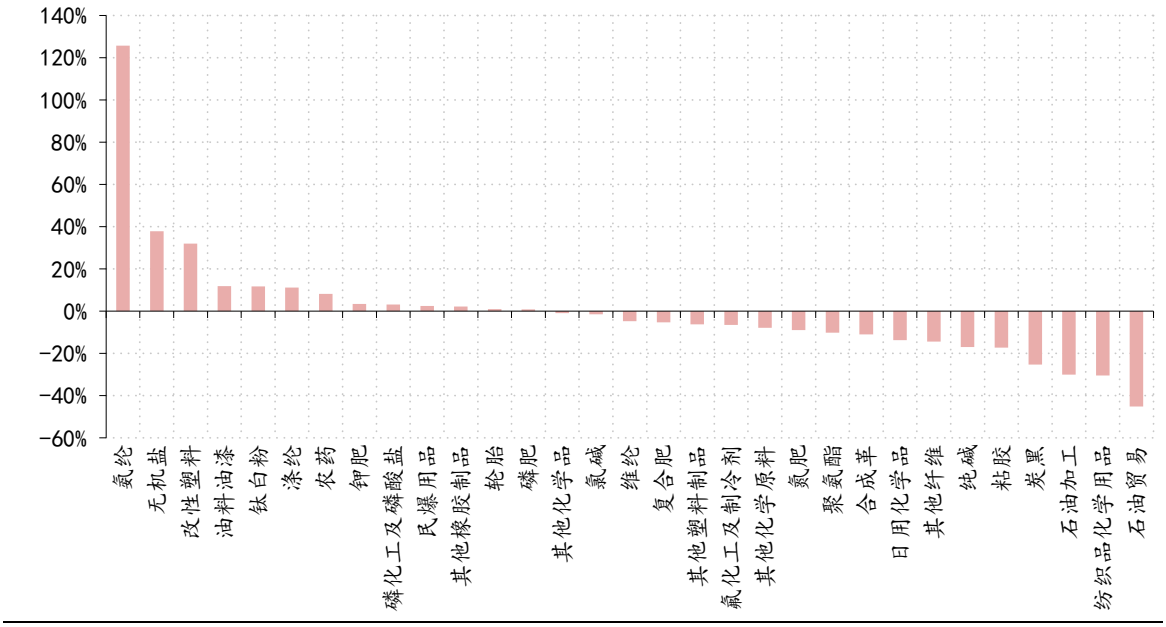
图表 34.化工板块经营数据分析

类别	2020 前三季度	2020 上半年	2019 年	2019 前三季度	2018 年
营业收入（亿元）	30,481.25	19,876.36	50,207.33	37,634.23	48,799.45
收入增速(%)	(19.01)	(20.52)	2.89		
归母净利润（亿元）	1,112.19	275.10	1,153.61	1,365.44	1,812.90
业绩增速(%)	(18.55)	(70.87)	(36.37)		

资料来源：万得，中银证券

产业链上游行业以及外向型行业的营业收入同比下滑明显。在基础化工与石油化工共 31 个子行业中，2020 前三季度氨纶、无机盐、改性塑料、油料油漆、钛白粉、涤纶、农药、钾肥、磷化工及磷酸盐、民爆用品、其他橡胶制品、轮胎、磷肥等行业营业收入实现正增长。其中，氨纶、无机盐、改性塑料行业营业收入增速超过 30%。氨纶增速较高是因为华峰氨纶收购华峰新材，子公司纳入华峰氨纶合并报表范围带来业绩增长。改性塑料行业增幅较大的主要原因是，以道恩股份为代表的若干公司开展了熔喷料业务，在疫情期间取得了丰厚的回报。油料油漆、钛白粉、涤纶等行业营业收入增速超过 10%。显著下滑的子行业中，产业链上游行业以及外向型行业受到的影响更大。其中，石油贸易和纺织品化学用品板块的营业收入下滑幅度最大，分别下滑了 45.26%与 30.47%。

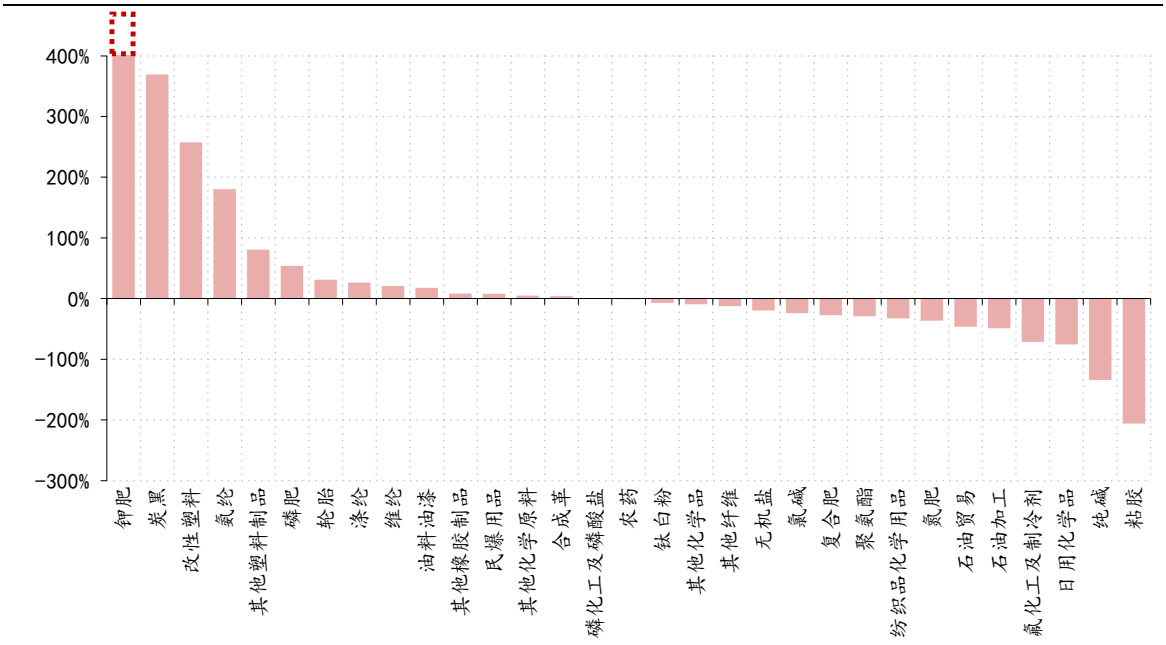
图表 35.化工子行业 2020 前三季度营业收入同比增长率



资料来源：万得，中银证券

行业盈利同比总体下滑，资本运作导致盈利情况略有失真。2020 年前三季度，化工行业实现归母净利润 1112.19 亿元，同比下滑 18.55%。子行业中，钾肥、炭黑、改性塑料、氨纶等行业增速超过 100%。其中，钾肥行业归母净利润增速为 1778.00%，主要是由于*ST 盐湖通过大幅剥离亏损资产实现了扭亏为盈；氨纶增速较高是因为华峰氨纶收购华峰新材带来业绩增长；改性塑料增速较好是因为金发科技、道恩股份、国恩股份等口罩产业链企业业绩大幅增长。受下游需求萎靡的影响，粘胶、纯碱等行业归母净利润大幅下降超过 100%，且是 2020 年前三季度唯二亏损的子行业。

图表 36.化工子行业 2020 前三季度归母净利润同比增长率



资料来源：万得，中银证券

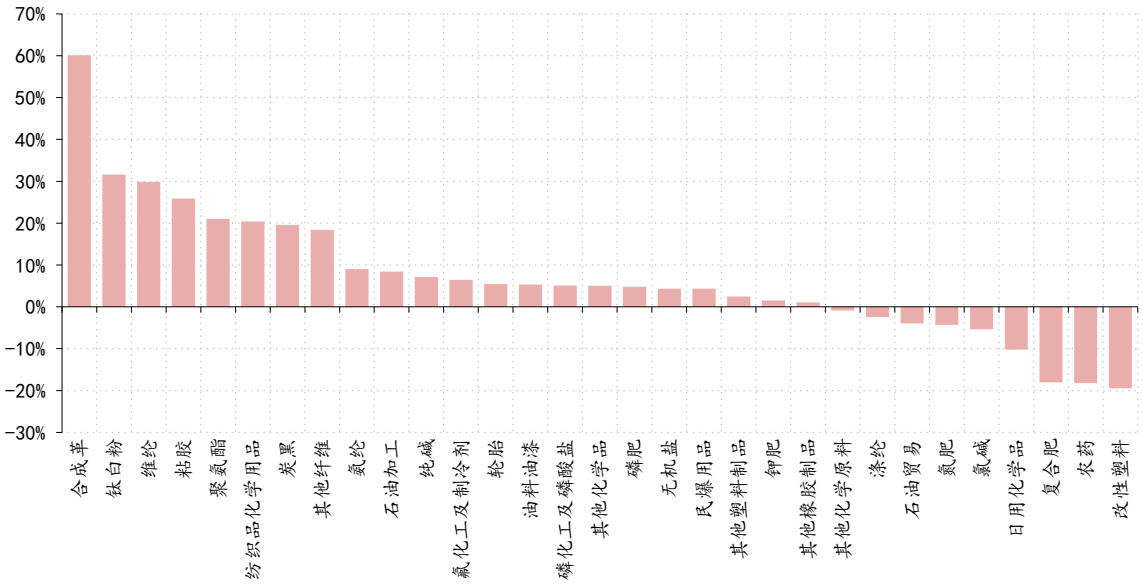
注：因基数较低，钾肥行业的同比增幅达到 1778%，显著高于其他子行业，在图中未予完全显示

三季度大部分子行业环比向好

各化工子行业整体营业收入环比增长。第三季度国内下游复苏，海外需求略有回升，另外，以纺服为代表的一些海外订单出现回流，行业整体收入出现环比改善。全行业收入环比增长 4.06%。

其中，合成革和钛白粉板块营业收入环比增长最为明显，分别环比增长 60.12%和 31.59%。受产品涨价等影响，维纶、粘胶、聚氨酯及纺织品化学用品等行业营业收入环比增速均超过了 20%。改性塑料、农药、复合肥、日用化学品、氯碱、氮肥、石油贸易、涤纶及其他化学原料行业营业收入出现环比下降。其中，改性塑料降幅最大，下降了 19.46%，主要是因为疫情平稳以及供给增加导致熔喷料业务收入从高点回落。

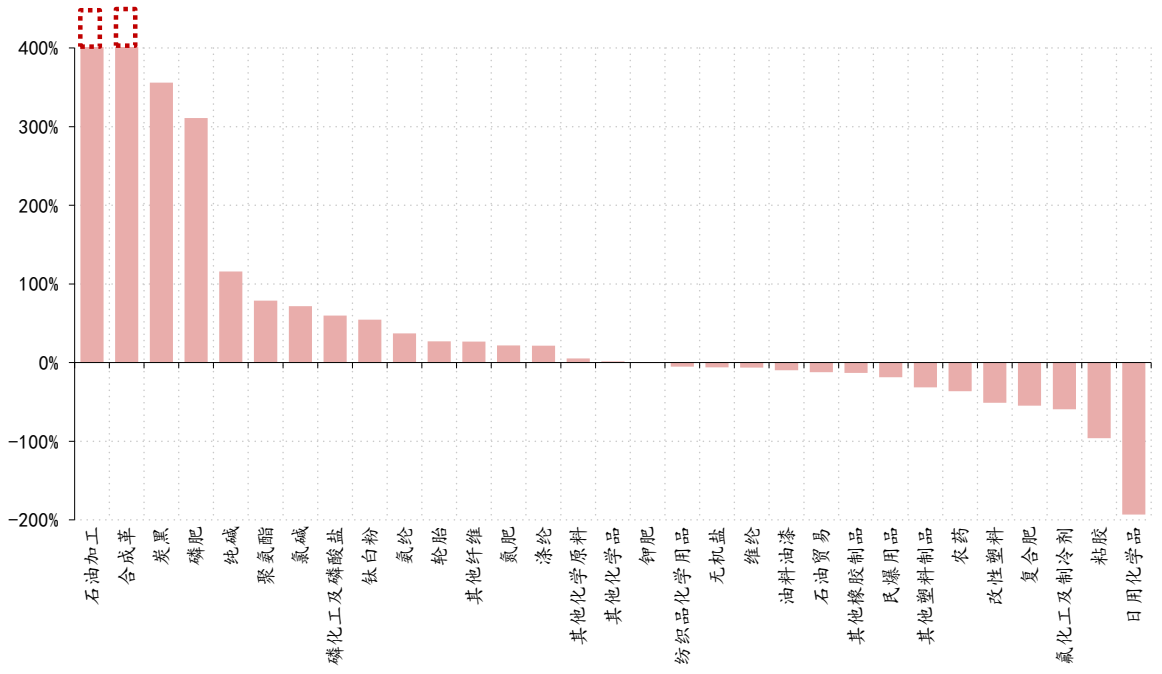
图表 37.化工子行业 2020 第三季度营业收入环比增长率



资料来源：万得，中银证券

油价回升拉动上游企业盈利环比显著改善。2020 年第三季度化工行业归母净利润为 837 亿元，环比增长 169.08%。子行业分化较为明显，石油加工、合成革行业归母净利润环比增速超过 1000%。其中石油加工行业归母净利润环比增速为 2119.35%，主要是由于中国石化三季度扭亏。合成革行业基数较低，加上海外需求好转，华峰超纤、安利股份等企业业绩环比向好，带动行业环比增长。炭黑、磷肥及纯碱等行业归母净利润环比增速也超过 100%。日用化学品行业归母净利润大幅下降 193.24%，主要是因为广州浪奇第三季度亏损严重。相较于二季度，三季度环比扭亏的子行业包括石油加工、炭黑、纯碱。日用化学品却出现由盈转亏。

图表 38.化工子行业 2020 第三季度归母净利润环比增长率



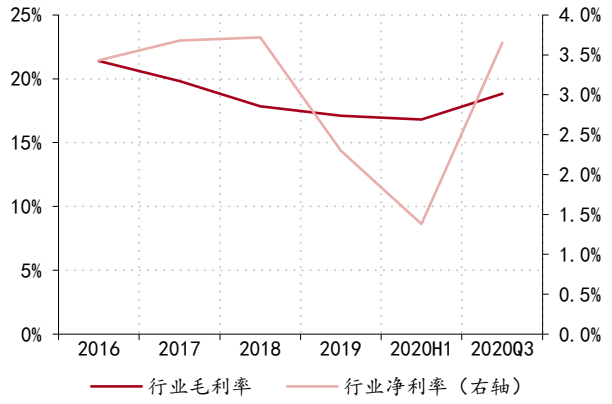
资料来源：万得，中银证券

注：石油加工、合成革行业的环比变化显著高于其他子行业，在图中未予完全显示。石油加工环比上涨了 2119.35%，合成革环比上涨了 1021.81%

盈利能力触底回升

2020 年前三季度全行业毛利率、净利率分别为 18.84%和 3.65%，同比分别提高了 2.70 个百分点和 0.02 个百分点，也好于上半年的 16.81%和 1.38%的水平。行业 ROE（摊薄）触底回升，2020Q3 行业平均 ROE（摊薄）为 5.33%，仍低于 2019 年同期的 7.05%。其中，前三季度毛利率同比上升较多的行业有氯碱、改性塑料、其他纤维、日用化学品、涤纶、轮胎、氨纶等。无机盐、纯碱、氟化工及制冷剂、粘胶等行业的销售毛利率下降较多。

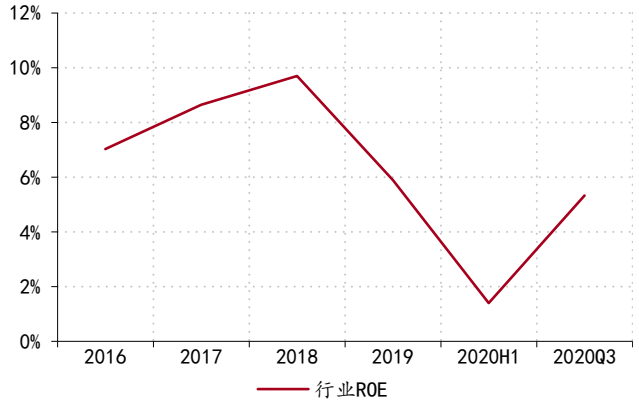
图表 39.近年化工行业毛利率、净利率走势



资料来源：万得，中银证券

注：此处为归母净利率，归母净利率=归母净利润/营业收入

图表 40.近年化工行业 ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

从各子行业财务数据来看，2020 年前三季度毛利率与 ROE 均同比提升的子行业包括改性塑料、轮胎、炭黑、其他塑料制品、氨纶等。存货周转率和应收账款周转率均向好的子行业包括无机盐、磷肥、钾肥、农药、氟化工及制冷剂、维纶、其他塑料制品等。

图表 41. 2020 前三季度化工子行业毛利率、ROE 变化情况

板块名称	2020 前三季度毛利率（%）	2020 前三季度毛利率同比（%）	2020 前三季度毛利率环比（%）	2019 前三季度 ROE（%）	2020 前三季度 ROE（%）	ROE 同比（%）
氯碱	12.81	15.87	2.67	7.16	4.89	(2.27)
改性塑料	25.88	10.22	(9.22)	8.02	21.93	13.91
其他纤维	18.10	4.92	9.19	11.24	6.82	(4.42)
日用化学品	33.60	4.84	2.80	8.01	1.85	(6.16)
涤纶	15.87	4.78	2.83	12.60	12.47	(0.13)
轮胎	25.68	2.99	1.29	9.25	9.53	0.28
氨纶	23.79	2.70	2.84	7.96	10.58	2.62
其他橡胶制品	34.86	2.61	(0.59)	7.41	7.36	(0.05)
石油加工	18.18	2.51	3.57	6.04	3.07	(2.97)
其他塑料制品	22.81	2.26	0.05	0.51	1.04	0.53
石油贸易	9.62	2.21	(0.11)	7.78	3.38	(4.40)
油料油漆	35.27	2.03	(0.52)	8.54	8.39	(0.15)
炭黑	12.01	1.93	9.49	(0.61)	1.57	2.18
民爆用品	29.73	1.21	(0.11)	5.36	5.31	(0.05)
其他化学品	21.61	0.85	0.19	6.58	4.93	(1.65)
其他化学原料	23.97	0.48	(0.38)	7.28	6.77	(0.51)
合成革	23.32	0.17	3.76	2.64	2.54	(0.10)
复合肥	16.61	0.05	(1.20)	5.74	4.14	(1.60)
钾肥	29.08	(0.79)	(0.04)	0.40	11.20	10.80
磷肥	11.96	(0.89)	1.42	3.79	5.28	1.49
磷化工及磷酸盐	14.35	(1.11)	0.86	4.42	3.99	(0.43)
维纶	20.95	(1.18)	(4.55)	6.04	6.52	0.48
农药	28.70	(2.05)	(0.25)	7.19	6.82	(0.37)
聚氨酯	19.55	(2.16)	4.53	15.60	10.08	(5.52)
纺织品化学用品	35.41	(3.05)	(2.81)	12.61	7.90	(4.71)
氮肥	12.12	(3.06)	3.10	5.98	3.76	(2.22)
钛白粉	32.86	(3.29)	(3.09)	12.55	10.22	(2.33)
粘胶	9.43	(4.39)	(4.13)	(1.37)	(4.49)	(3.12)
氟化工及制冷剂	14.71	(7.07)	(2.09)	7.70	2.29	(5.41)
纯碱	15.77	(7.36)	10.24	5.18	(1.82)	(7.00)
无机盐	24.45	(10.63)	(0.41)	7.37	4.08	(3.29)

资料来源：万得，中银证券

图表 42. 2020 前三季度化工子行业应收账款周转率、存货周转率变化情况

板块名称	2019 前三季度应收账款周转率（次）	2020 前三季度应收账款周转率（次）	2019 前三季度存货周转率（次）	2020 前三季度存货周转率（次）
石油贸易	32.74	56.85	10.45	6.67
维纶	10.83	17.16	5.88	6.98
磷肥	11.53	14.03	3.81	4.72
其他纤维	6.26	7.55	7.13	5.08
改性塑料	4.07	5.36	4.77	4.71
钾肥	8.42	9.63	2.73	3.72
氟化工及制冷剂	6.99	7.71	5.11	5.44
涤纶	35.35	35.83	6.82	4.06
其他塑料制品	2.01	2.43	2.97	3.51
无机盐	5.48	5.88	3.40	4.10
农药	3.82	3.97	2.10	2.23
其他化学品	3.88	3.90	4.16	3.70
其他化学原料	7.28	7.22	4.76	4.25
轮胎	5.00	4.92	3.59	3.54
民爆用品	1.88	1.75	4.29	5.16
其他橡胶制品	2.05	1.78	2.81	2.48
油料油漆	2.48	2.17	3.83	3.72
合成革	5.76	5.18	3.34	3.13
磷化工及磷酸盐	12.97	12.35	4.63	4.73
炭黑	3.99	3.29	5.74	4.84
钛白粉	6.99	6.23	2.89	2.95
纺织品化学用品	4.23	3.43	0.68	0.49
氨纶	6.64	5.72	3.47	3.81
日用化学品	5.16	3.93	3.71	2.97
粘胶	6.33	4.55	2.84	2.70
氯碱	17.93	15.41	14.51	12.44
纯碱	21.06	18.47	5.44	5.79
聚氨酯	12.03	9.27	6.07	5.50
石油加工	33.06	30.19	9.51	6.96
复合肥	22.75	18.97	3.28	2.90
氮肥	42.86	31.02	6.76	7.57

资料来源：万得，中银证券

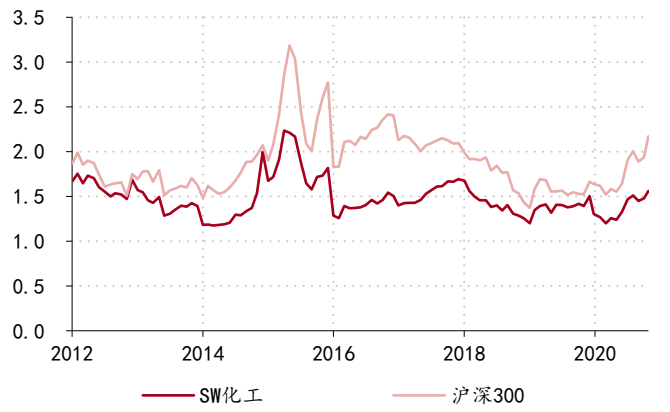
从估值的角度，截至 2020 年 11 月 24 日，申万化工一级的动态 PE 为 30.99，动态 PB 为 2.56，当前估值相对合理。随着未来行业盈利向好基本面改善，板块估值有望延续上行趋势。

图表 43.板块市盈率



资料来源：万得，中银证券

图表 44.板块市净率



资料来源：万得，中银证券

小结及展望

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。**

展望 2021 年，我们继续乐观。**看好因国内外需求复苏带来的产品涨价及盈利回升。**

需求端从国内市场来看，地产、家电等市场有望触底回暖。农业领域，农产品价格有望持续走高，农化需求环比向好。另一个下游需求的重点是汽车领域。根据中国汽车工业协会的统计，2020 年 1-10 月，中国汽车产销量分别为 1897.90 万辆和 1969.90 万辆，同比分别下降了 4.10%和 4.70%。但从分月数据来看，产销量同比数值自二季度起均持续向好。从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，化工品出口有望持续回暖。尤其对于纺织服装产业链，海外地产、家电产业链等相关产品。另一方面，半导体、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

供给端来看，自疫情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，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。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。

成本端，上半年国际原油价格跌至多年新低。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，油价上涨的趋势得以延续。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 52 美元/桶左右，比 2020 年提高约 10 美元/桶，生产国整体恢复盈利。

从估值的角度，截至 2020 年 11 月 24 日，申万化工一级的动态 PE 为 30.99，动态 PB 为 2.56，当前估值相对合理。随着未来行业盈利向好基本面改善，板块估值有望延续上行趋势。

重点关注以下投资主线：

1、 **国内优秀龙头公司在建立某些产品在全国（乃至全球）的竞争优势后，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。长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。**

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。**推荐桐昆股份、卫星石化。关注恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

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。推荐**联化科技、利尔化学**等。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，推荐**苏博特**。

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。推荐**万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料**等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐**皇马科技、金禾实业**等。

行业优胜劣汰，长期看好多元发展的优秀龙头企业

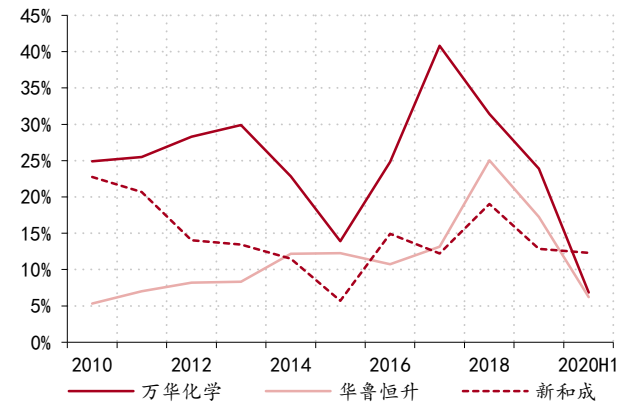
行业几家优质企业在建立某些产品在全国（乃至全球）竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他大类产品。谋求多品类发展，降低单一产品周期大幅波动风险。另一方面，几个优质企业持续进行研发投入与创新，向世界级优秀化工企业迈进。

图表 45. 万华化学、华鲁恒升、新和成资本开支情况

	在建工程（亿元）				固定资产（亿元）			
	2017	2018	2019	2020Q3	2017	2018	2019	2020Q3
万华化学	73.06	102.51	240.66	341.39	276.1	291.2	374.78	404.25
华鲁恒升	14.85	2.03	5.35	18.72	107.2	129.83	119.32	114.84
新和成	5.94	35.18	61.04	10.83	46.48	53.51	77.69	135.02

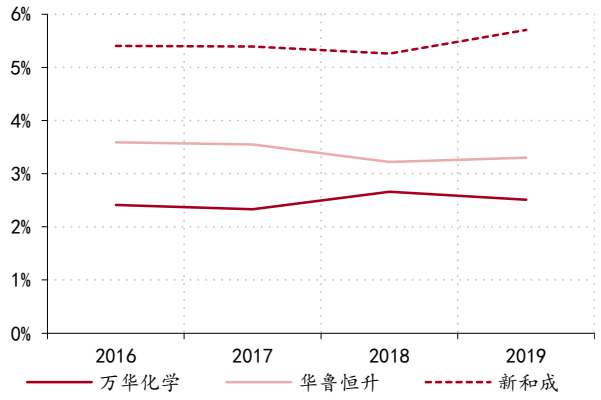
资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 46. 龙头企业 ROE（摊薄）情况



资料来源：万得，中银证券

图表 47. 龙头企业研发支出占收入比重

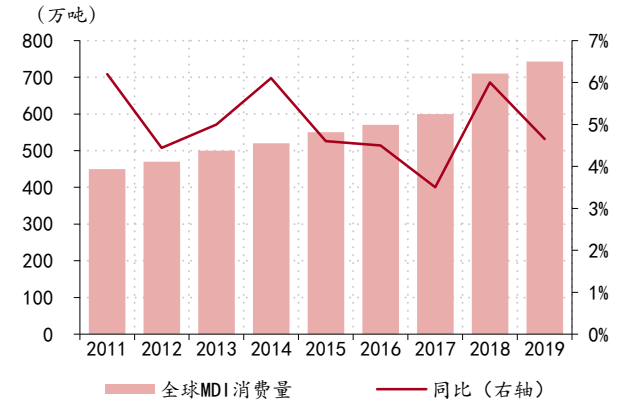


资料来源：万得，中银证券

万华化学：依托强研发优势，打造石化与新材料新增长极

MDI 全球需求稳步增长。伴随全球经济的发展，MDI 消费量自 2011 年的 456 万吨增长至 2019 年的 743 万吨，复合增长率达 6.47%。2015 年以来，MDI 需求量增速有所降低，假设全球 MDI 需求增速维持 5%，每年将有 36 万吨需求增量。

图表 48. 全球 MDI 需求



资料来源：IHS，中银证券

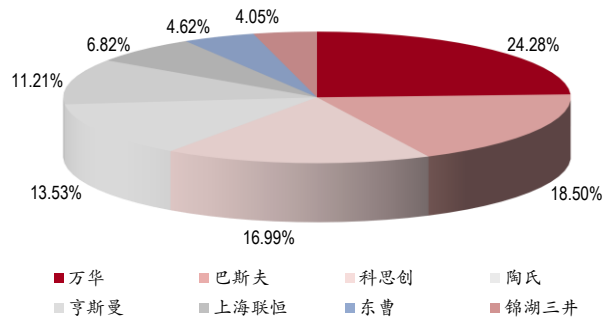
图表 49. MDI 产品价格



资料来源：万得，天天化工网，中银证券

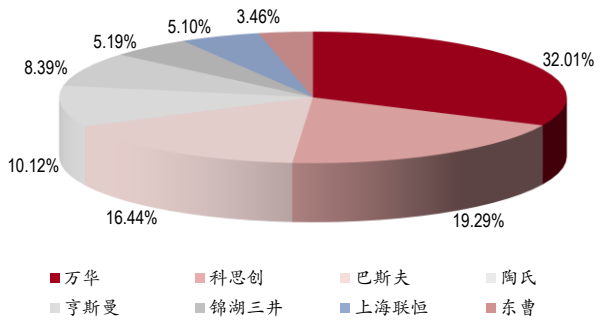
全球 MDI 产能集中度较高。由于 MDI 具备较高的技术壁垒，全球仅有少数厂商生产。根据彭博数据，2019 全球 MDI 产能为 865 万吨，前五大厂商产能占比为 84.51%，分别为万华化学、巴斯夫、科思创、陶氏和亨斯迈，行业集中度较高。万华化学吸收合并万华化工后，其 MDI 产能达 210 万吨/年（BC 化学具备 30 万吨产能），一举超过巴斯夫 MDI 产能（160 万吨/年）。根据各公司基地公开披露数据，预计到 2024 年远期，全球 MDI 产能将增至 1,156 万吨/年，前五大厂商产能占比为 86.25%。

图表 50.2019 年全球 MDI 产能占比



资料来源：彭博，天天化工，中银证券

图表 51.2024 年全球 MDI 产能占比预测

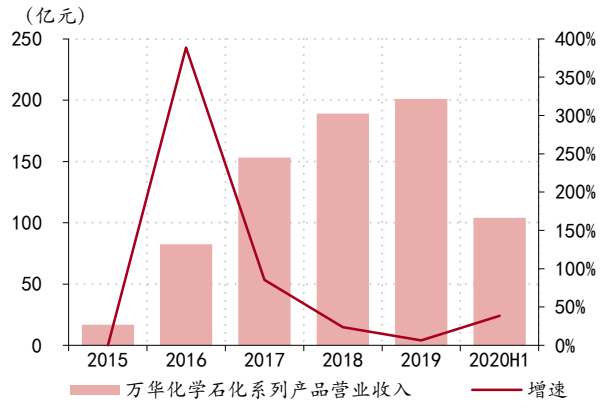


资料来源：彭博，天天化工，中银证券

MDI 一体化优势明显，万华具备较强的成本优势。万华化学自主研发并掌握了先进的液相光气法 MDI 生产技术。公司 PDH 副产氢气可用于苯胺合成，苯胺自给率已经达到 65%以上，同时公司在园区内自备热电站和循环水装置，完善的产业链使得公司 MDI 成本在行业内处于领先的位置，保持较强的市场竞争力。

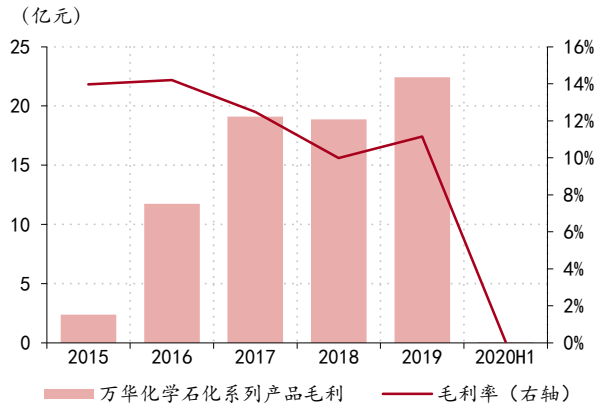
乙烯项目投产，石化产业布局渐成规模。近年公司依托丙烯为核心，发展丙烯酸及酯产业链、环氧丙烷等产业链。此前公告烟台工业园乙烯项目及配套设施已于 2020 年 11 月 9 日成功产出乙烯产品，标志着项目全部一次开车成功。

图表 9. 万华化学石化系列产品营业收入及其增速



资料来源：万得、公司公告，中银证券

图表 53. 万华化学石化系列产品毛利及毛利率



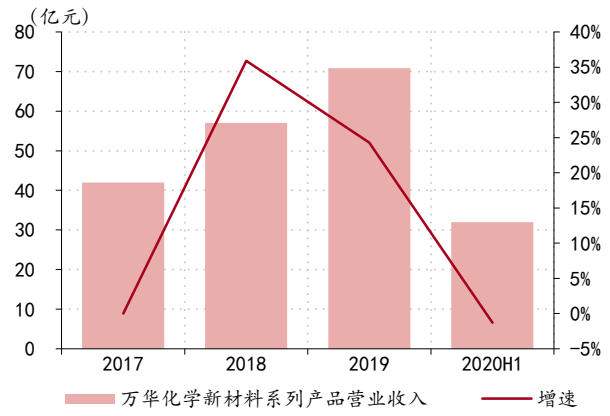
资料来源：万得、公司公告，中银证券

注：2020 年上半年万华化学石化业务实现毛利 0.04 亿元，毛利率 0.04%

另一方面，烟台工业园 PC 二期 13 万吨已于 2020 年完工。此外，后续将持续推进尼龙-12、柠檬醛等项目的研发和产业化。多个项目完成后竞争实力进一步增强。

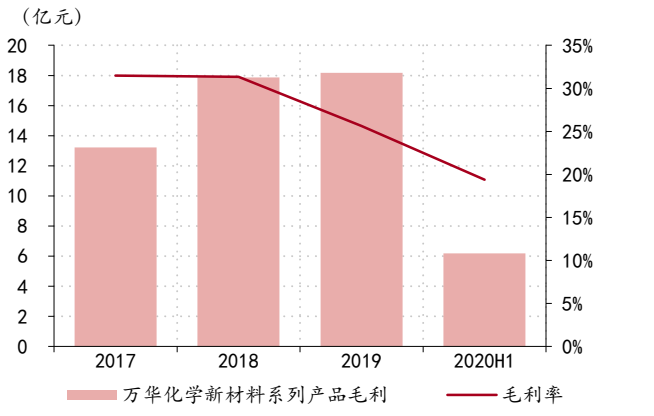
四川基地建设进展顺利。根据四川眉山政府环保批复文件，公司此前投资 13.6 亿元，建设 25 万吨高性能改性树脂（包括 10 万吨/年改性聚丙烯树脂，10 万吨/年水性树脂，5 万吨/年改性 PC），该项目已于 2019 年开工建设。而根据 2020 年 6 月公布的环评信息，年产 1 万吨锂电池三元材料项目计划投资 11.6 亿元，年产 6 万吨生物降解聚酯项目计划投资 3.6 亿元，标志着公司眉山基地二期项目正式启动。眉山基地后续仍规划有多个新材料项目，打造新材料产业集群与公司新的长期增长极。

图表 54. 万华化学新材料系列产品营业收入及其增速



资料来源：万得、公司公告，中银证券

图表 55. 万华化学新材料系列产品毛利及毛利率



资料来源：万得、公司公告，中银证券

华鲁恒升：拓展新材料产业链，打造第二基地

华鲁恒升专注于资源综合利用和协同发展，打造了“一头多线”的循环经济产业链，主要产品包括尿素、醋酸及衍生品、DMF、己二酸及中间品、有机胺、乙二醇等。公司作为我国煤化工行业的优秀企业，以技术领先的煤气化平台为抓手，坚持节能降耗为导向。经过多年发展，形成了尿素、DMF、醋酸、己二酸、丁辛醇和乙二醇等产品线。

基于现有的煤气化平台，结合公司一体化优势，公司正在建设己内酰胺及尼龙新材料和精己二酸项目，拓展新材料产业链。项目建成投产后，可年产己内酰胺 30 万吨/年、甲酸 20 万吨/年、尼龙 6 切片 20 万吨/年等，盈利有望上一个新的台阶。

签订湖北荆州项目投资协议，打造第二基地：公司此前公告，与湖北省江陵县人民政府、荆州市政府签订了投资建设现代煤化工基地协议，计划一期项目总投资不少于人民币 100 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品。二期及后续投资规模另行协商确定。新基地的落地有利于公司解决煤气化等产能扩张瓶颈，打开长期增长空间。

图表 56.华鲁恒升主要产品产能

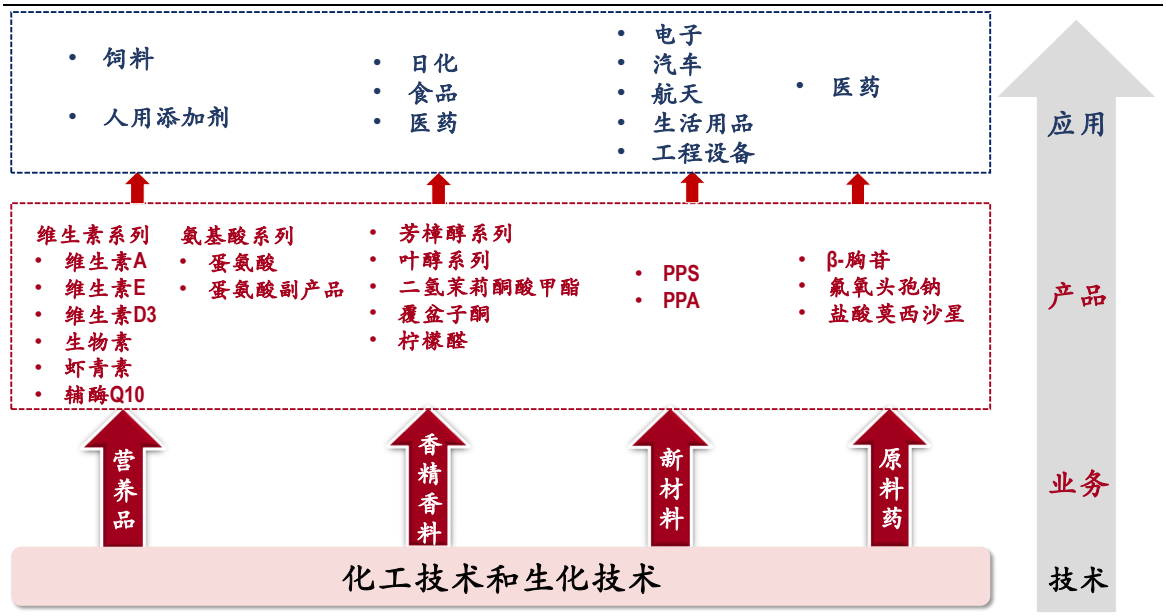
类别	产品	现有产能（万吨/年）	备注
肥料	尿素	220	主要用于农业生产、工业加工
	复合肥	60	
有机胺	DMF	25	主要用于 PU 浆料、医药、农药、食品添加剂、电子行业、其他行业
	混甲胺	20	
醋酸及其衍生品	醋酸	60	主要用于制作醋酸酯、PTA，醋酸乙烯，氯乙酸和甘氨酸
	醋酐	5	
己二酸及中间体	己二酸	16	己二酸用于生产 PU 浆料、尼龙 66 等；环己酮用于生产己二酸和己内酰胺。另有 16.6 万吨/年精己二酸项目在建。
	环己酮	10	
多元醇	丁醇	8	正丁醇主要应用在丙烯酸丁酯、醋酸丁酯、DBP；异辛醇主要应用在 DOP，DOT；乙二醇主要应用在聚酯、防冻液、不饱和树脂、聚氨酯等
	辛醇	12	
	煤制乙二醇	55	
	草酸	10	

资料来源：万得，公司公告，中银证券

新和成：维生素维持较高景气，“精细化工+”平台持续发展

新和成在国内布局四大基地，打造事营养品、香精香料、高分子新材料和原料药的四大业务板块。

图表 57.新和成产业链图

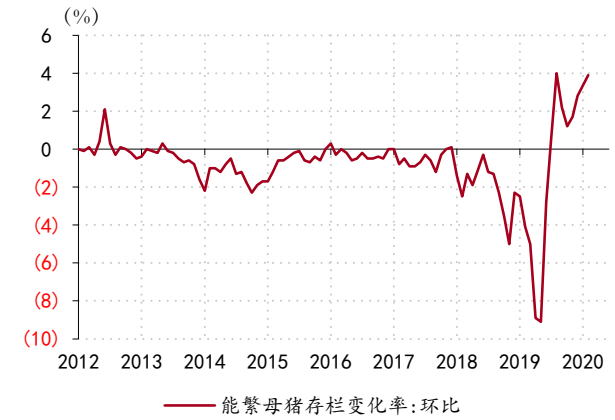


资料来源：公司公告，中银证券

维生素 A/E：需求环比现改善，维持较高景气

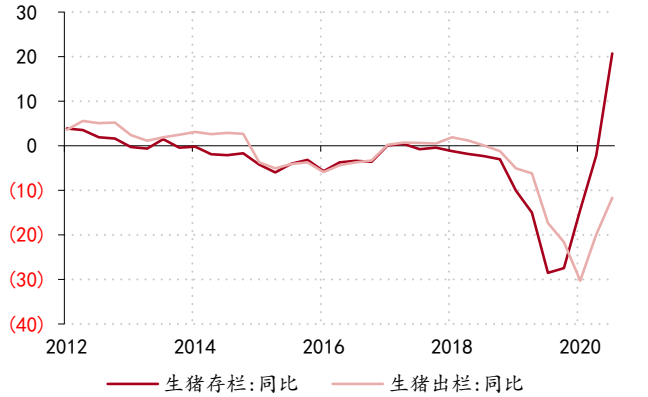
非洲猪瘟对生猪存栏量影响较大，环比现改善。受到非洲猪瘟影响，我国生猪和可繁母猪存栏量持续下降，一定程度上影响了上游饲料需求。但从最新数据来看，环比出现改善。根据国家统计局数据，截止 2020 年三季度末，生猪存栏同比提升 20.7%，生猪出栏虽同比下降 11.7%，但降幅较一二季度明显收窄。

图表 58. 能繁母猪存栏变化率



资料来源：国家统计局，中银证券

图表 59.生猪存栏量与出栏量

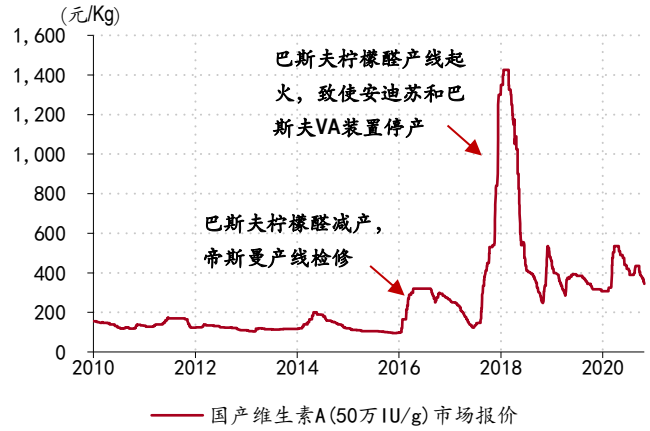


资料来源：国家统计局，中银证券

2020 年年初以来，维生素 A 价格上涨势头强劲，主要原因为海外疫情蔓延，欧洲生产企业产能恐受影响，加上物流等受阻，市场供货呈现阶段性紧张。6 月上旬，BASF 德国 VA1000 和 VAD3 因质量原因（稳定性低），现有订单停止发货，3 季度订单暂停。中长期来看，随着饲料需求环比向好，行业景气度有望维持较高水平。

多年来，由于维生素 A 及上游原料生产的高壁垒，行业鲜有新进入者。国内以新和成与浙江医药为代表的维生素 A 生产企业生产工艺水平持续提升，在全球市场份额有逐年提升趋势。新和成目前有 1 万吨维生素 A 产能，已实现关键原料柠檬醛自供，将充分受益行业景气度上行。

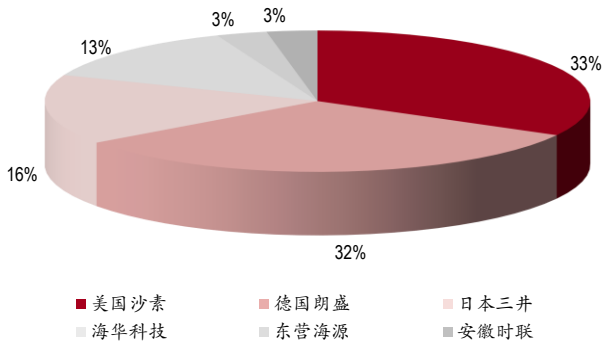
图表 60.2010 年至今维生素 A 价格走势



资料来源：万得，中银证券

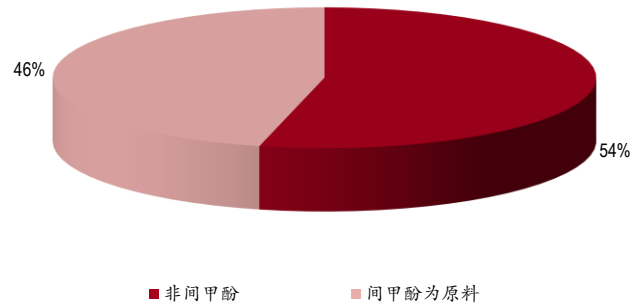
维生素 E 中间体间甲酚反倾销价格或上涨：2020 年 11 月，商务部初步认定，原产于美国、欧盟和日本的进口间甲酚存在倾销。自 2020 年 11 月 6 日起，对进口间甲酚分别按 27.9%～131.7%收取相应的保证金。根据间甲酚产业反倾销调查申请书，2017 年与 2018 年我国间甲酚总进口量分别为 4,879 吨与 6,641 吨，进口量分别占需求量的 40%与 48%。若后续间甲酚价格上涨，将抬升间甲酚路线维生素 E 生产成本。

图表 61.全球间甲酚主要生产企业及份额



资料来源：辉隆股份公告，中银证券

图表 62.以间甲酚为原料的 VE 产能占比



资料来源：饲料巴巴，中银证券

帝斯曼收购能特科技，维生素 E 行业供给格局进一步优化。由于维生素 E 具备较高的技术壁垒，行业集中度较高，主要生产企业有帝斯曼、浙江医药、巴斯夫等。行业新进入者能特科技以较为廉价的对二甲苯替代间甲酚作为三甲基氢醌生产的初始原料，同时与 Amryris 公司签署了法尼烯独家采购协议，以法尼烯为初始原料合成异植物醇。2019 年 1 月，帝斯曼和能特科技签署合作协议，计划组建新公司，帝斯曼直接持有新公司 75%的股权。2019 年 8 月，帝斯曼与能特科技签署《股权购买协议》。维生素 E 行业供应商由六家减少为五家，行业集中度提升，供给格局优化。

维生素 E 价格有望上行。2019 年，帝斯曼收购能特科技后，维生素 E 行业竞争格局发生变化，加上下游饲料等需求边际改善，维生素 E 价格底部企稳上行。而今年维生素 E 价格受疫情影响已呈现上涨趋势。

新和成目前具备 2 万吨维生素 E 产能，采用异佛尔酮法路线，关键中间体异植物醇、三甲基氢醌可以自给，摆脱对间甲酚的依赖。山东基地新建的 2 万吨产能自 2019 年底试车完成投入生产，实现原料、中间体一体化，生产连续化、自动化，后续生产成本有望进一步降低，竞争优势逐渐提升。

图表 63.2009 年至今维生素 E 价格走势



资料来源：万得，中银证券

突破多个高壁垒产品，精细化工龙头持续成长：多年来，凭借产业链及工艺技术的优势，公司努力打造“精细化工+”平台，陆续突破香精香料、蛋氨酸、PPS/PPA 等高壁垒产品的生产销售，且各个业务板块实现良好协同。2018 年来，公司启动多个新项目的建设，其中山东潍坊年产 25 万吨蛋氨酸项目其中 10 万吨装置与黑龙江绥化生物发酵项目（一期）经过前期调试、试运行，生产线已正式投产，目前生产正常。后续 15 万吨蛋氨酸等项目还将于 2021 年起逐渐投产释放业绩，届时公司的营收规模有望再上台阶，且单一产品的价格波动对公司的业绩影响也将大幅降低，逐步打造国际化精细化工龙头。

集中度提升，供给格局优化

民营大炼化：新增产能提供较大业绩增量

2020 年一季度，受到国际油价暴跌引起的库存损失影响，国内相关石油石化业绩受到较大负面冲击。其中中国石化亏损 197.8 亿元，中国石油亏损 162.3 亿元，并对全行业数据造成较大负面拖累。展望后市，在疫情可控的背景下，油价再次大幅暴跌的概率较小，而温和上行的概率较大。对炼化企业形成较大利好。

另一方面，民营炼化项目于 2019 年开始陆续投产。民营炼化项目装置规模大多达到大型/特大型经济规模，居世界领先水平。且从产品结构来看，下游化工品占比更高，盈利能力或将高于传统炼厂。经过充分调试与工艺打通，有望对相关公司业绩带来较大增量。

图表 64.民营炼化项目情况

公司	炼化项目	原油一次加工能（万吨）	主要产品	投产时间
恒逸石化	文莱 PMB 项目	800	成品油 600 万吨、芳烃 200 万吨	2019 年 11 月
荣盛石化和桐昆股份		2000	汽油 378 万吨、柴油 173 万吨、航空煤油 284 万吨、PX 400 万吨、纯苯 452 万吨、150 万吨乙烯及下游聚乙烯、苯乙烯、MMA 等	2019 年 12 月
恒力石化	恒力炼化	2000	汽油 460 万吨、柴油 161 万吨、航空煤油 370 万吨、PX 450 万吨、纯苯 97 万吨、聚丙烯 43 万吨	2019 年 3 月
东方盛虹	盛虹炼化	1600	汽油 240 万吨、柴油 200 万吨、航空煤油 150 万吨、PX 280 万吨、苯乙烯、EVA、丙烯腈等	2021 年底

资料来源：各公司公告，中银证券

图表 65. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化近四个季度营业收入情况

（单位：亿元）	2019 年第四季度	同比(%)	2020 年第一季度	同比(%)	2020 年第二季度	同比(%)	2020 年第三季度	同比(%)
恒逸石化	174.16	(19.48)	188.73	(14.32)	205.42	4.25	219.07	6.99
荣盛石化	228.42	(19.53)	210.53	27.89	292.3	26.92	273.33	35.54
恒力石化	244.54	50.62	297.71	97.77	375.87	37.78	359.76	5.83

资料来源：万得，公司公告，中银证券

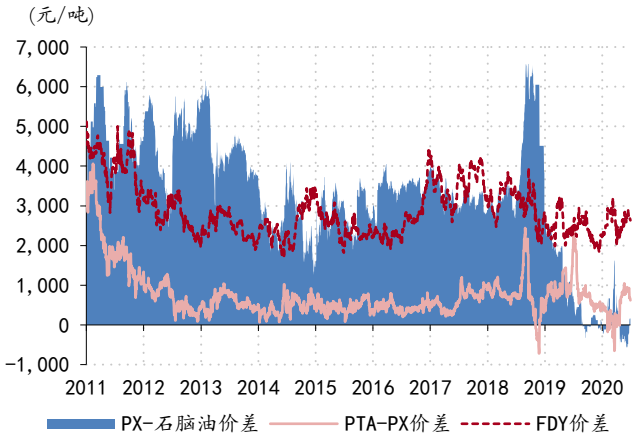
图表 66. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化近四个季度归母净利润情况

（单位：亿元）	2019 年第四季度	同比(%)	2020 年第一季度	同比(%)	2020 年第二季度	同比(%)	2020 年第三季度	同比(%)
恒逸石化	9.88	274	8.12	82.88	10.91	30.94	11.54	23.22
荣盛石化	3.61	262.87	12.26	102.64	19.82	348.92	24.44	205.68
恒力石化	32.08	10.72	21.43	323.84	33.74	(4.03)	43.79	56.60

资料来源：万得，公司公告，中银证券

另外，民营炼化相继投产后，国内 PX 自给率将大幅提升。从下游几个环节的项目扩产情况统计，PTA 的产能扩张较大，而涤纶长丝相对缓和，且涤纶长丝环节集中度持续提升。未来涤纶长丝环节盈利有望随需求复苏而向好。

图表 67.产业链各产品价差

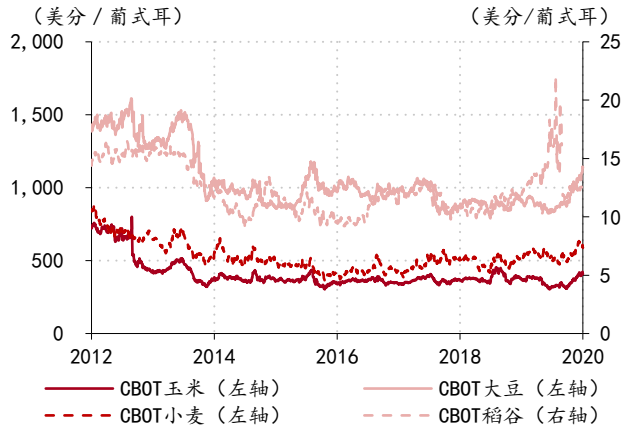


资料来源：中纤网，百川资讯，中银证券

农药：或受益于农产品涨价，且有成长

农产品价格有望走高，利好上游农化产品需求。截止 2020 年 11 月 13 日，CBOT 玉米和 CBOT 小麦价格分别为 410.00 美分/蒲式耳、592.75 美分/蒲式耳，同比上涨 9.12%、16.51%。2021 年全球大宗商品价格有望带动农产品价格继续走高，而在农产品价格走高的背景下，农化产品需求有望提升。

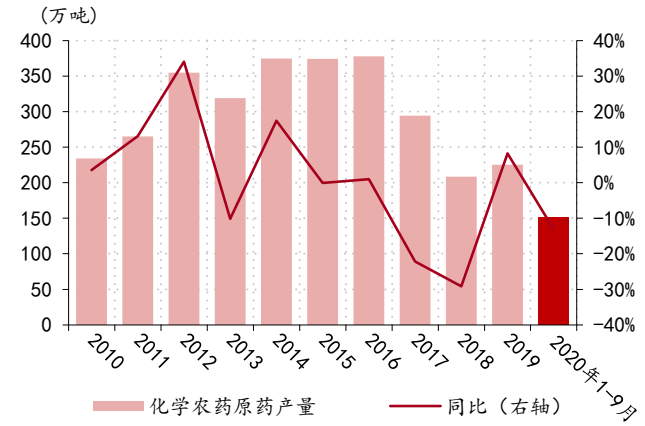
图表 68. 全球粮食价格



资料来源：中纤网，百川资讯，中银证券

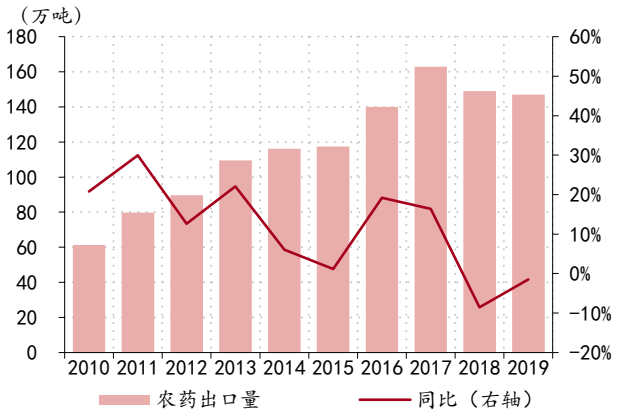
农药产量持续下滑。自 2016 年下半年开始，从中央到地方保持安全重问责、环保严监管的高压态势。我国 2018 年化学农药产量为 208.30 万吨，同比减少 28.79%。2019 年虽然受到盐城事故影响，不过各地农药企业陆续复产，2019 年农药原药产量为 225.40 万吨，同比增长 1.40%。2019 年原药出口为 147 万吨，同比下滑 1.50%。2020 年 1-9 月农药原产量 150.50 万吨，同比下降 13.16%。

图表 69 我国农药产量



资料来源：万得，中银证券

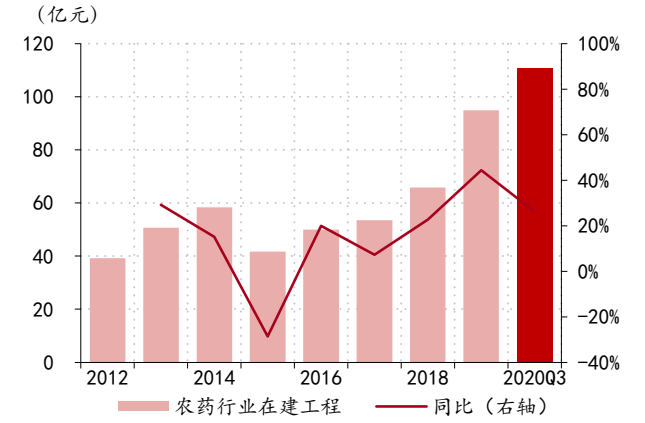
图表 70.我国农药出口情况



资料来源：万得，中银证券

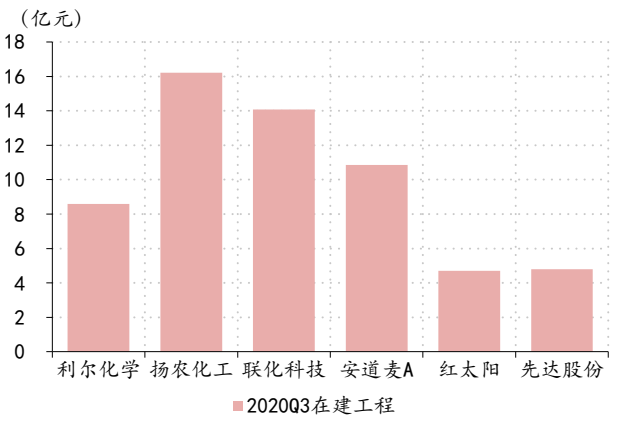
农药合成污染大、对环保要求高。并且随着小企业的退出，龙头企业通过扩产来抢占市场份额。行业龙头公司有较大的资本开支及多个投扩产计划，这为公司盈利的长期增长奠定了基础。从成本角度，利尔化学投资建设的 15,000 吨/年甲基二氯化磷项目投产后有望进一步降低成本，提高竞争优势。联化科技的江苏基地有望复产，此外，在台州德州等多个基地持续扩张带来业绩增量。**继续推荐联化科技、利尔化学等公司。**

图表 71.农药行业在建工程走势



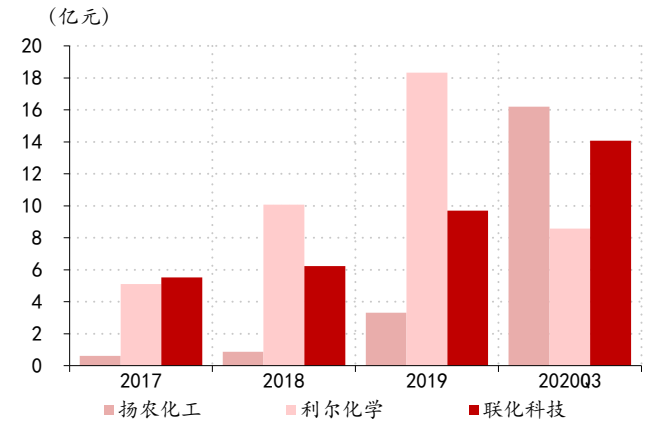
资料来源：万得，中银证券

图表 72.重点农药上市公司在建工程



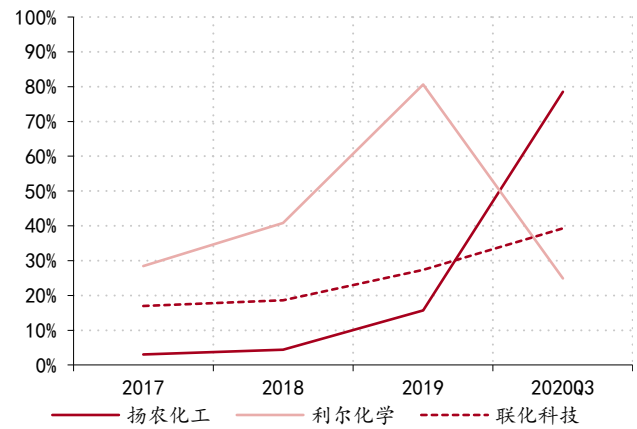
资料来源：万得，中银证券

图表 73.扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程



资料来源：万得，中银证券

图表 74.扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程/固定资产



资料来源：万得，中银证券

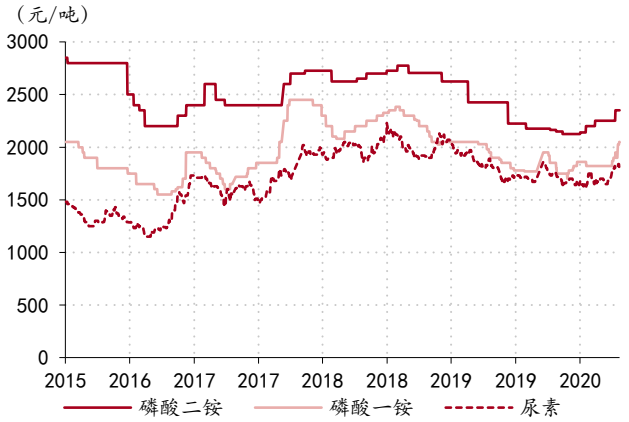
此外，受到农产品涨价的影响，化肥、棉花等产品价格均有望走高，并进一步传导至粘胶等产品。

图表 75.棉花价格走势



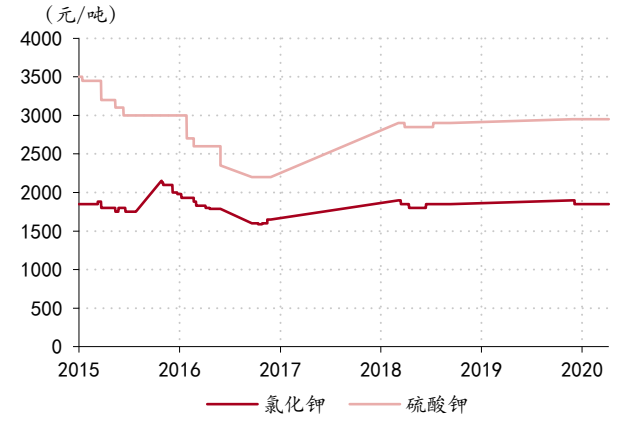
资料来源：万得，中银证券

图表 76.磷肥、尿素价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 77.钾肥价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 78.粘胶短纤价格走势



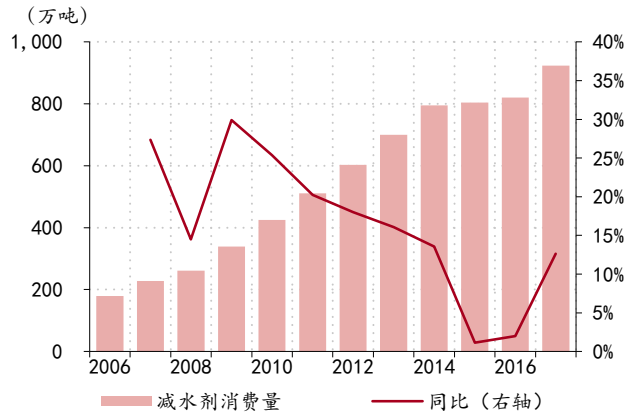
资料来源：万得，中银证券

减水剂行业：受益外加剂集中度提升与基建需求，龙头扩张成长加速

根据中国建筑材料联合会数据，2017 年我国商品类混凝土外加剂需求为 1,399.10 万吨，折合销售额为 478.60 亿元，近 10 年的平均复合增长率为 13.49%，其中高性能减水剂占比超过 50.00%。

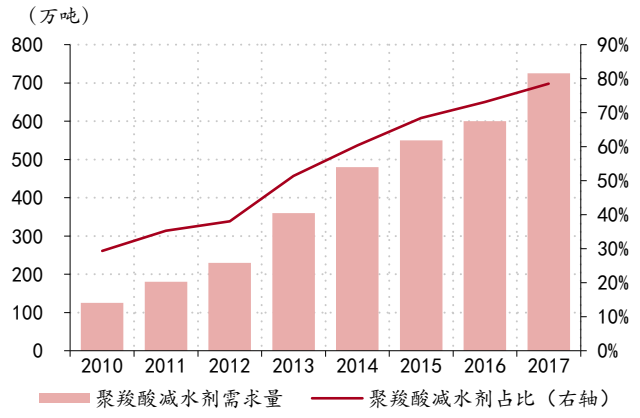
三代减水剂渗透率大幅提升。根据中国混凝土网数据，聚羧酸减水剂占减水剂消费总量的比重从 2006 年的 8.40%上升到 2017 年的 78.56%。2017 年聚羧酸减水剂需求量为 725.43 万吨，同比增长 20.86%。**这主要源于大部分基建工程有混凝土泵送施工需要，且三代减水剂合成过程较为环保。**

图表 79.历年减水剂需求量



资料来源：中国混凝土网，中银证券

图表 80.聚羧酸减水剂占比较大



资料来源：中国混凝土网，中银证券

行业竞争格局较为分散。目前我国从事混凝土外加剂业务的企业数量众多，其中包括大量不具备合成能力、仅通过外购粉剂复配后出售的小型企业，在新产品研发水平和技术服务方面与业内领先企业存在较大差距的企业。以各企业的生产规模和模式、研发能力、人才基础等多项指标衡量，目前国内外加剂企业大致可以分为如下四个梯队。

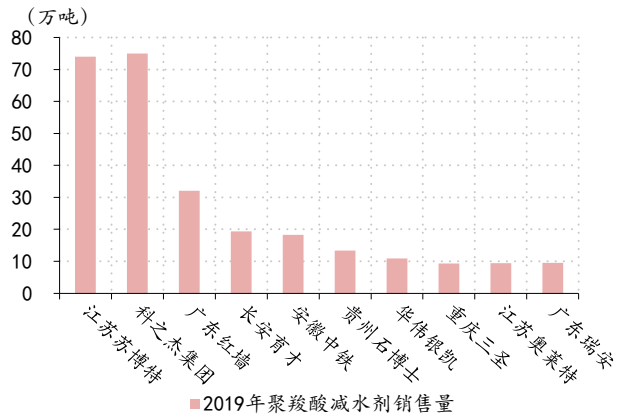
图表 81.混凝土外加剂行业竞争格局

分类	代表企业及特征
第一梯队	**江苏苏博特等**。凭借其较高的生产规模、雄厚的研发能力和人才基础，以及健全的质量体系、完善的销售网络及良好的技术服务，在市场上具有良好的口碑和知名度，国内市场占有份额较高。**具有全国辐射能力并进军全球市场**
第二梯队	**红墙股份等**。具体特征：企业规模、生产能力、产品品质等各方面在行业内排位靠前。人才队伍建设、研发能力、技术服务水平、营销网络等各方面均具有一定优势。**具有区域辐射能力，逐步向全国市场布局**
第三梯队	**具有一定合成能力**，但在企业规模、生产能力、产品品质、人才队伍建设、技术水平、营销网络等各方面均与第一梯队、第二梯队企业存在一定差距，**主要客户均为小型混凝土企业，短期内规模较难快速扩张**
第四梯队	**不具有合成能力**，仅通过外购粉剂的方式进行简单加工后出售，实力相对较弱，本梯队企业占同行企业数量的**比例较高**，进入和退出行业相对频繁

资料来源：苏博特公司招股说明书，中银证券

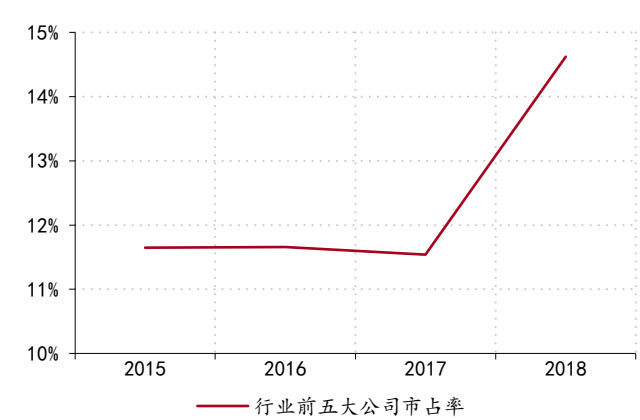
根据中国混凝土网站数据，2018 年聚羧酸减水剂市场 CR5 为 14.62%，同比增加 3.08 个百分点，行业集中度仍然较低。根据行业前两大企业为江苏苏博特和垒知集团旗下的科之杰，按照聚羧酸减水剂 20%浓度计算，2019 年聚羧酸减水剂销量分别为 74.00 万吨、75.00 万吨，与第三名的差距进一步拉大。

图表 82.2019 年行业前十聚羧酸减水剂销售量



资料来源：中国混凝土网，中银证券

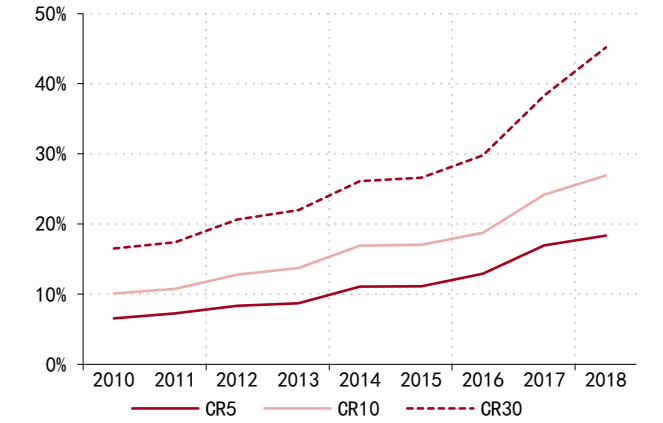
图表 83.行业前五的市占率走势



资料来源：中国混凝土网，中银证券

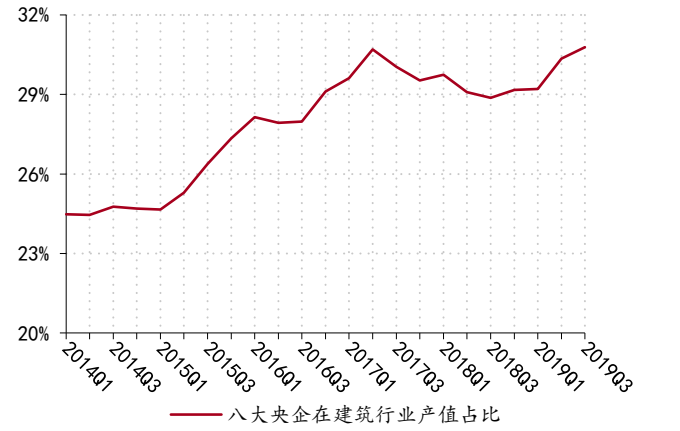
房地产行业和基建行业集中度提升，集中采购趋势更加明显。集中采购可发挥规模经济优势，利于企业管控成本，提高企业效益，与供应商签订长期战略合作协议可以保障稳定充足且可靠的产品供应。较大的客户对减水剂企业提出更高要求，包括产品质量和资金实力，传统的小企业没有资金实力应对规模较大的订单，而上市减水剂龙头则资金优势明显，得以顺利进入大房企集采名单。没有进入集采名录的企业后续可能会慢慢退出市场。

图表 84.房地产公司集中度提升



资料来源：万得，中银证券

图表 85.八大建筑央企季度收入占比



资料来源：万得，中银证券

未来行业增速减弱，重“量”转向重“质”，研发能力巩固竞争优势。过去十年，随着建筑行业快速增长，减水剂需求同比提升，多数企业注重扩展销量而不是产品质量。未来 3-5 年后，建筑需求，减水剂普及率等驱动行业需求提升的因素减弱，甚至连龙头集中度提升的红利都将逐步减弱，下游对质量提出更高要求，唯有做好产品研究提升质量，才能在未来竞争中脱颖而出。

总体看，苏博特相比同行的优势在于研发实力与服务能力强，产品附加值高，可获取比同行更高的毛利率。随着公司两大基地产能投放，高性能减水剂产能翻番，可支撑未来三年业绩持续增长。此外，**公司深度绑定大央企，订单增长有望高于行业。重点推荐苏博特。**

自主可控，进口替代—新材料新产品迎来发展良机

受益国内外产业大发展，上游电子材料发展或提速

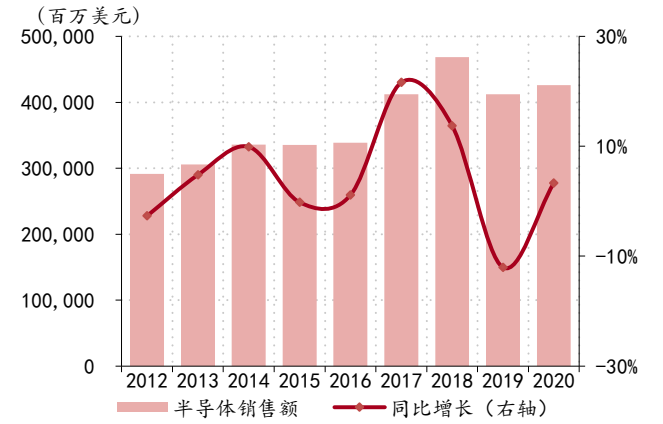
“十四五”规划提出“把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”，“打好关键核心技术攻坚战”，“瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。”提出“加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。”

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。

受益国内外半导体产业大发展，上游半导体材料迎来发展良机

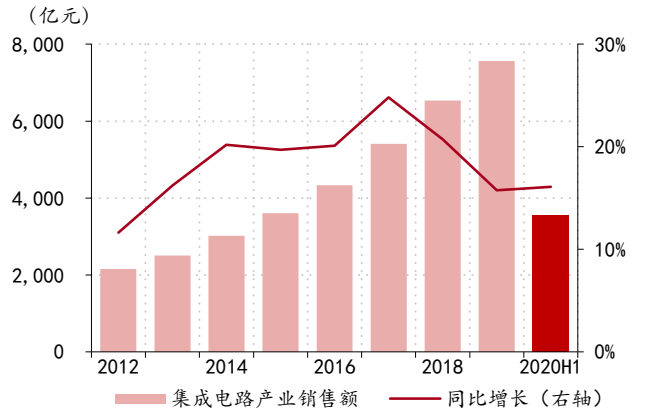
首先，下游芯片需求的增长：随着 5G、物联网、人工智能、智能驾驶、云计算和大数据、机器人和无人机等新兴领域蓬勃发展，对芯片的需求持续提升。

图表 86.全球集成电路产业销售额



资料来源：世界半导体贸易统计协会（WSTS），中银证券

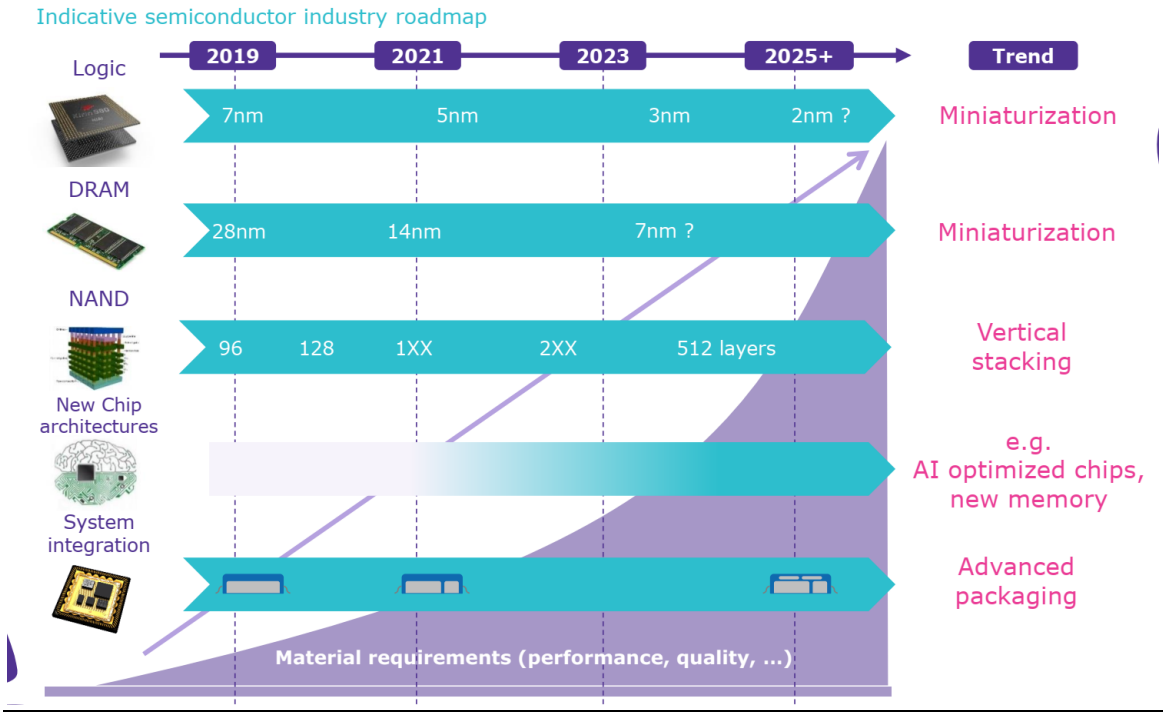
图表 87.中国集成电路产业销售额



资料来源：中国半导体行业协会，中银证券

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。半导体新的工艺节点，需要更多更复杂的刻蚀、薄膜工艺、清洗工艺、检测工艺等等，这也会带动每万片晶圆产能的投资额大幅增加。另一方面，器件从二维平面结构变成 3D 立体结构。比如逻辑应用，Planar 演变成了 FinFET，而存储里面出现了 3D NAND。随着 FinFET 技术的发展，诸如外延和原子层沉积（ALD）等需求在不断增加。这推动了对更多外延材料的需求。而 3D-NAND 需要较少的光刻图形材料，但需要更多的电介质沉积和刻蚀。

图表 88.半导体产业发展路径



资料来源：versum material，中银证券

政策支持、技术进步下的半导体产业链国产化：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。

图表 89. 半导体产业链环节市占率情况

类别		美国	日本	欧洲	中国台湾	中国大陆
产业链环节	EDA 软件	75%	0%	25%	0%	0%
	设备	40%	29%	22%	0%	1%
	材料	15%	52%	15%	0%	0%
	晶圆代工	11%	1%	0%	70%	10%
	封装测试	15%	0%	12%	44%	20%

资料来源：Ganner，WSTS，中银证券

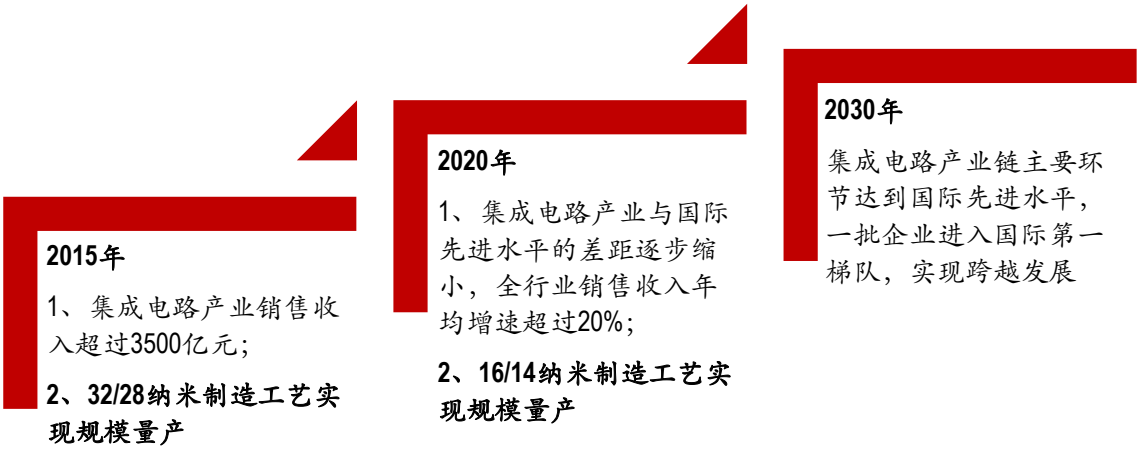
随着国家对半导体产业化扶持政策的陆续出台、半导体大基金一二期的投资，以及国内上下游企业近年在技术积累、客户服务等方面的持续进步，半导体产业国产化率将继续提升，产业链中优势企业迎来发展良机。

图表 90.国家支持集成电路行业发展的政策

发布时间	颁布部门	法律法规名称	主要内容
2016	财政部、国税总局、发改委、工信部	《关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》（财税[2016]49 号）	明确了集成电路企业的税收优惠资格认定的非行政许可审批取消，规定了享受税收优惠的条件，进一步从政策上支持集成电路产业发展。
2016	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》（国发[2016]67 号）	启动集成电路重大生产力布局规划工程，实施一批带动作用强的项目，推动产业能力实现快速跃升。
2016	国务院	《“十三五”国家信息化规划》（国发[2016]73 号）	大力推进集成电路创新突破，加大面向新型计算、5G、智能制造、工业互联网、物联网的芯片设计研发部署，推动 32/28nm，15/14nm 工艺生产线建设，加快 10/7nm 工艺技术研发。
2016	中国工业气体工业协会	《中国气体工业“十三五”发展指南》	提出未来行业发展方向为：推动企业联合重组提升竞争力；鼓励自主创新，推广应用新技术；建立和完善空分能耗指标，提升行业整体水平；推进行业知名品牌建设，提升产品质量；推行行业信用评价；推动社会责任报告的发布；优化产业布局，推进气体行业发展；大力发展清洁能源，推进广泛应用等。
2017	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划（2018-2020 年）》	加快先进有机材料关键技术产业化。重点发展新一代锂离子电池用特种化学品、电子气体、光刻胶、高纯试剂等高端专用化学品等产品。
2017	科技部	《国家高新技术产业开发区“十三五”发展规划》（国科发高[2017]90 号）	优化产业结构，推进集成电路及专用装备关键核心技术突破和应用。
2017	上海市人民政府	《关于本市进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》（沪府发[2017]23 号）	将集成电路产业作为上海具有全球影响力的科技创新中心建设和战略性新兴产业发展的核心领域。
2018	财政部、国税总局、发改委、工信部	《关于集成电路生产企业有关企业所得税政策问题的通知》（财税[2018]27 号）	对集成电路生产企业所得税优惠政策做了进一步规定和调整。
2018	国家统计局	《战略性新兴产业分类（2018）》	在“1.2.4 集成电路制造”的重点产品和服务中包括了“超高纯度气体外延用原料”，在“3.3.6 专用化学品及材料制造”的重点产品和服务中包括了“电子大宗气体、电子特种气体”。
2019	深圳市人民政府	《深圳市人民政府办公厅关于印发加快集成电路产业发展若干措施的通知》（深府办规[2019]4 号）	支持具有国际竞争力的集成电路企业在深圳设立研发中心和投资产业化项目。
2019	工信部	《重点新材料首批次应用示范指导目录（2019 版）》	将用于集成电路和新型显示的电子气体的特种气体：高纯氯气、三氯氢硅、锗烷、氯化氢、氧化亚氮、羰基硫、乙硼烷、砷烷、磷烷、甲硅烷、二氯二氢硅、高纯三氯化硼、六氟乙硅烷、四氯化硅等列为重点新材料。
2020	国务院	《国务院关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	对 28nm 及以下的晶圆厂/企业加大税费优惠支持力度，集成电路设计的税收优惠力度也进一步加大，多维度支持集成电路企业的债权、股权融资增强资本实力，聚焦高端芯片、设备、材料、EDA 等集成电路关键技术研发与创新，半导体底层基础备受重视，对半导体企业采购的原材料、设备和零部件进口实施免征进口关税等优惠，加快推进集成电路一级学科设置工作，并严格落实集成电路知识产权保护制度，深化集成电路产业和软件产业全球合作。

资料来源：中芯国际招股书，金宏气体招股书，中银证券

图表 91.集成电路产业未来几年的发展目标



资料来源：《国家集成电路产业发展推进纲要》，中银证券

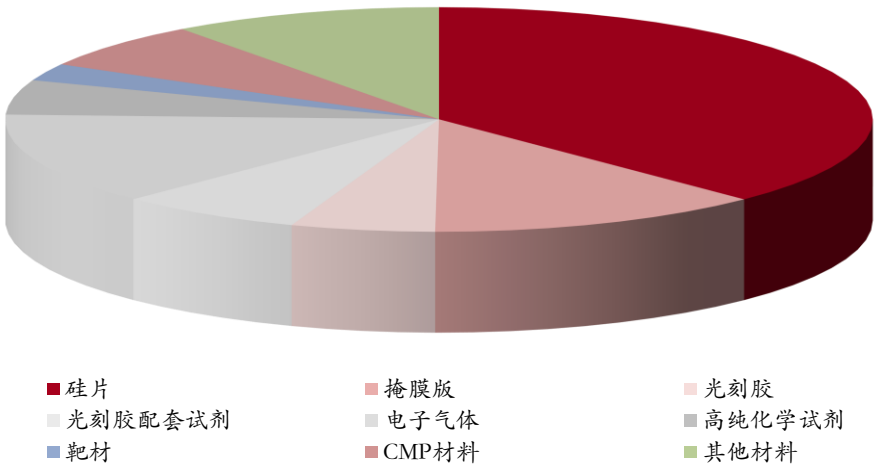
从半导体材料市场空间来看，根据 SEMI 统计，2019 年全球半导体材料市场空间为 521.4 亿美元，同比下降 1.1%；中国（不含港澳台地区）为 86.9 亿美元，同比增长 1.9%。据中国电子材料行业协会统计，2019 年中国半导体材料市场规模 81.90 亿美元，同比 2018 年的 84.92 亿美元下降 3.56%，其中晶圆制造材料市场规模 27.62 亿美元，同比 2018 年的 28.17 亿美元下降 1.95%；封装材料市场规模 54.28 亿美元，同比 2018 年的 56.75 亿美元下降 4.35%。随着国内半导体产业链的快速发展，国内优秀材料企业迎来发展良机。

图表 92.2018-2019 各地区半导体材料市场规模

地区	2018 年（10 亿美元）	2019 年（10 亿美元）	数据变化（%）
中国台湾	11.62	11.34	(2.40)
韩国	8.94	8.83	(1.30)
中国大陆	8.52	8.69	1.90
日本	7.8	7.7	(1.30)
*其他地区	6.21	6.05	(2.60)
北美	5.73	5.62	(1.80)
欧洲	3.89	3.89	0.00
总计	52.73	52.14	(1.10)

资料来源：SEMI，中银证券

图表 93.晶圆制造领域材料销售规模具体占比

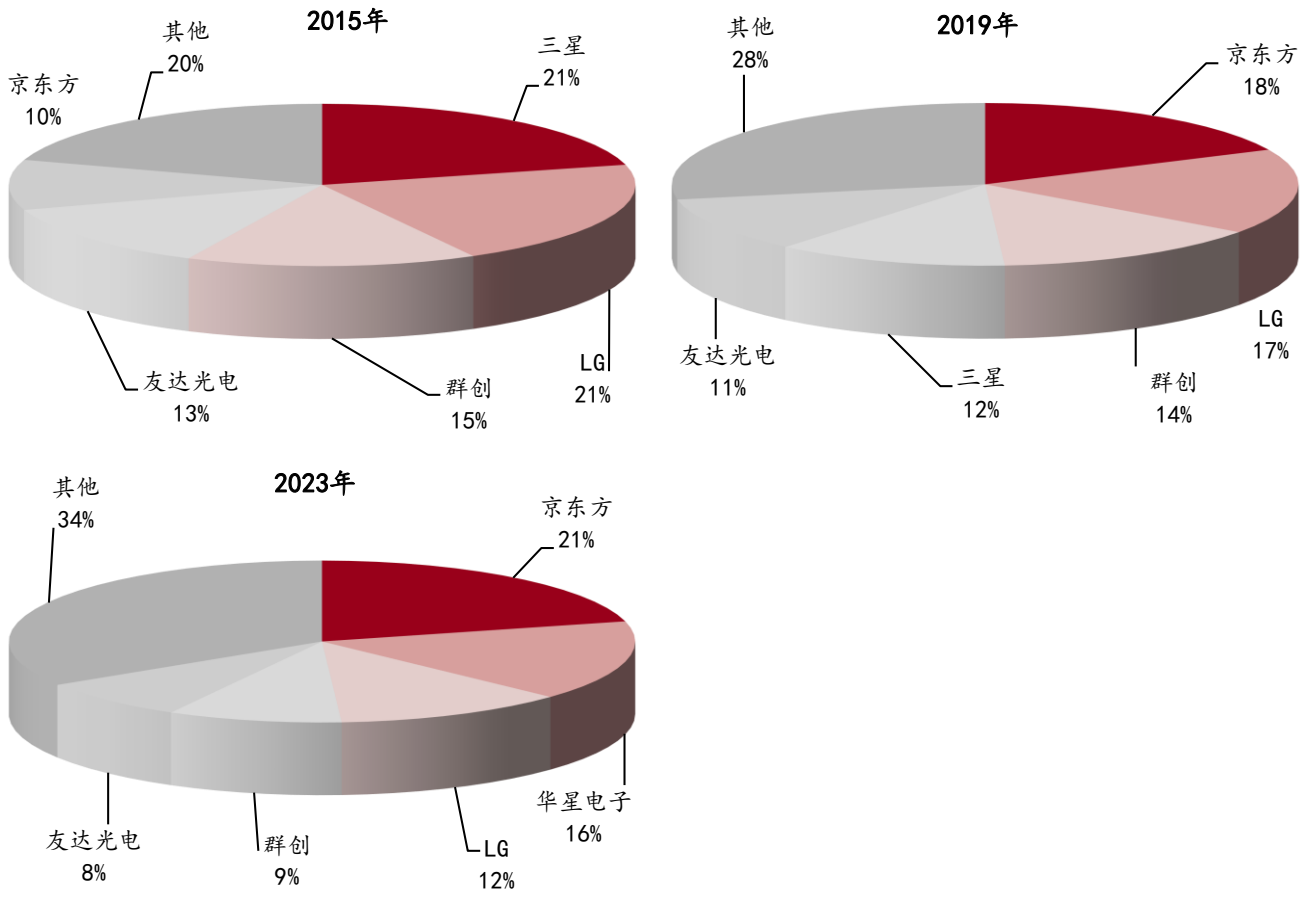


资料来源：SEMI，中银证券

显示材料等发展空间广阔

随着相关技术的发展，一方面，电视机的平均尺寸增加，带动大尺寸面板的出货面积呈现增长的趋势，从而提升液晶材料需求。而面板制造产能逐渐向国内转移，根据 HIS 数据，2018 年-2023 年，内地 LCD 产能占全球份额将由 39%提升至 55%，这也将提升液晶材料的需求。

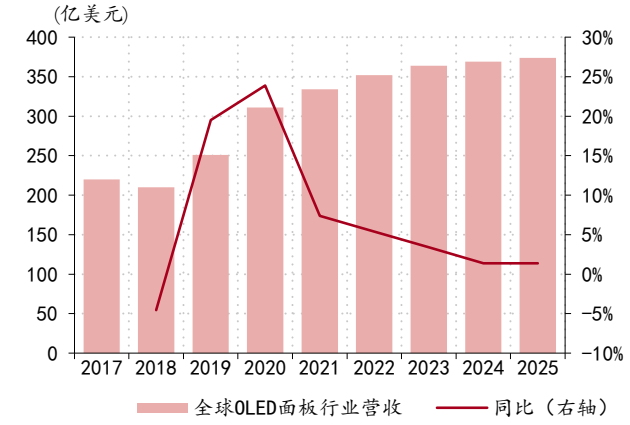
图表 94.2015-2019-2023 年全球液晶面板市场份额



资料来源：IHS Markit，八亿时空招股书，中银证券

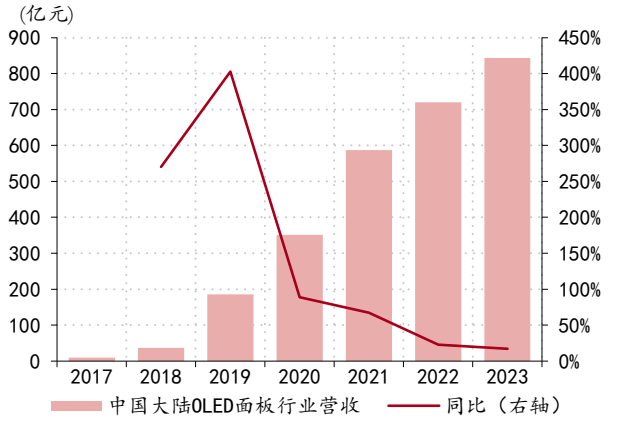
另一方面，随着 AMOLED 面板成本的逐渐下降和产能进一步增加，未来在消费电子产品渗透率将不断提升，电子终端产品对 OLED 面板需求将保持快速增长，对于目前处于起步阶段的我国 OLED 产业，良好的市场需求必将促进产业快速发展。上游材料端需求空间将被打开。

图表 95 全球 AMOLED 面板行业收入情况



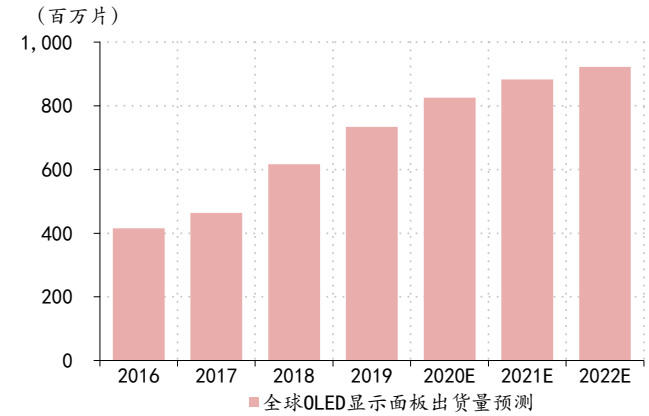
资料来源：IHS，奥来德招股书，中银证券

图表 96. 中国大陆 AMOLED 面板行业收入情况



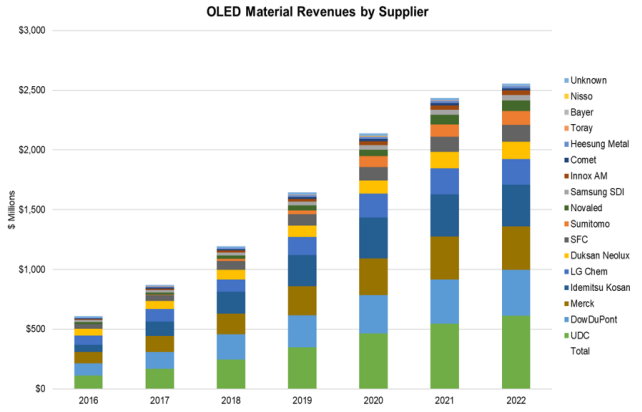
资料来源：IHS，奥来德招股书，中银证券

图表 97.全球 OLED 显示面板出货量预测



资料来源：IHS，前瞻产业研究院，中银证券

图表 98.OLED 材料市场占有率



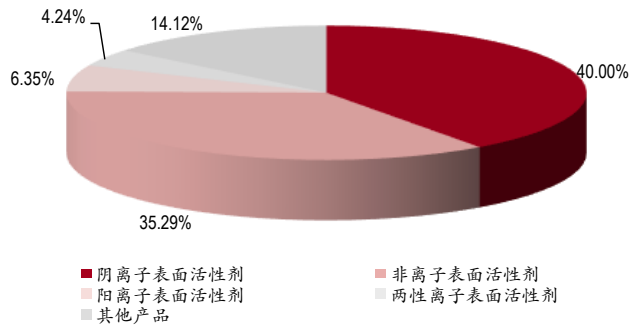
资料来源：DSCC，中银证券

在政策支持、产能转移以及相关企业技术不断突破的背景下，国内电子化学品进口替代空间巨大，部分龙头企业获得大基金持股，并进入国际企业供应链，**推荐万润股份，关注雅克科技、国瓷材料等。**

特种表面活性剂：受益海外订单转移，行业迎来快速成长期

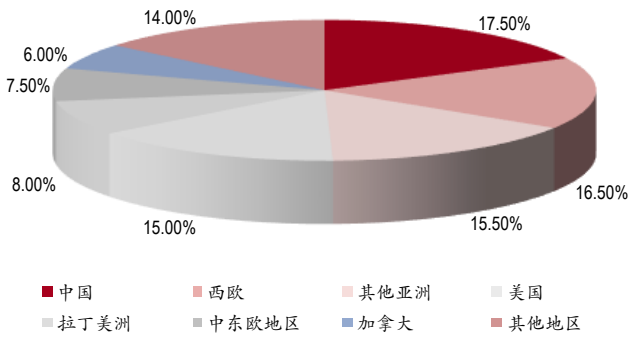
根据 PCSD2017 报告数据，2016 年全球表面活性剂市场规模超过 425 亿美元，2020 年将达到 540 亿美元，CAGR 为 5.5%。

图表 99.全球表面活性剂市场规模占比



资料来源：CNKI，中银证券

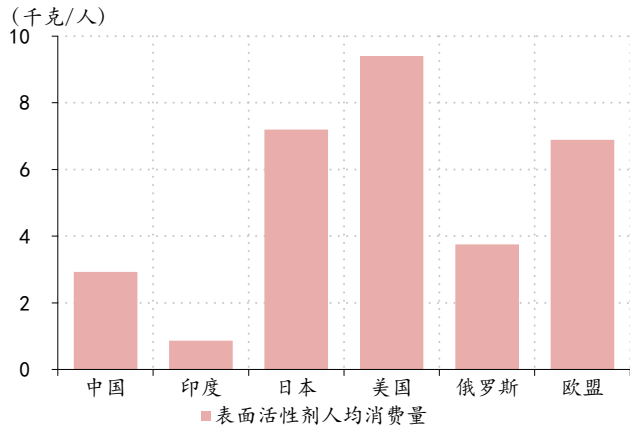
图表 100.全球主要地区表面活性剂市场消耗量占比



资料来源：CNKI，中银证券

印度和中国人均消费量低于发达国家，未来增长潜力较大。根据 PCSD 最新研究数据统计，2016 年全球主要地区人均表面活性剂产品消费情况：北美约为 9.5kg/年，中国人均消费约合 3.0kg/年，印度人均消费量仅为 0.87kg/年。根据 Allied Market Research 预测，亚洲地区市场的复合年增长率预计将达到 6.5%，高于全球平均水平，源于洗涤剂和家居清洁产品需求的增长。

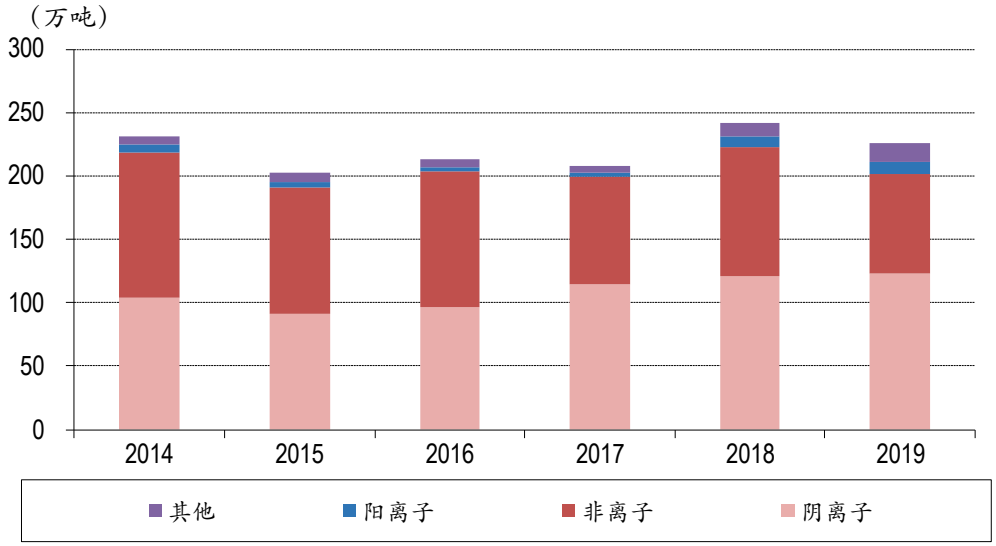
图表 101.印度和中国表面活性剂人均消费量低于发达国家



资料来源：CNKI，中银证券

据中国洗涤用品工业协会数据统计，除去聚醚大单体的销量，2018 年国内表面活性剂产品销量合计 242.11 万吨，同比增长 16.28%。其中阴离子和非离子表面活性剂销量分别为 120.71 万吨、102.10 万吨。2019 年国内表面活性剂产品合计销量为 225.80 万吨。

图表 102.我国表面活性剂销量



资料来源：CNKI，中银证券

表面活性剂生产企业分为两大类：海外精细化工巨头及特种表面活性剂生产商。海外方面，主要为巴斯夫、陶氏化学、宝洁等大型化工企业；其次还包括禾大、斯泰潘等特色小企业，专注于特种表面活性剂的研发生产。国内特种表面活性剂生产商，主要包括钟山化工、科隆精化、奥克股份、晨化股份等企业。

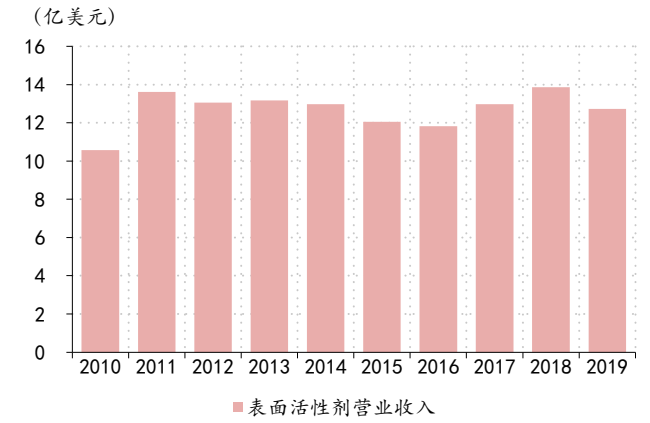
图表 103.海外主要特种表面活性剂生产企业

企业	总部所在地	2019 年营业收入（亿美元）	优势领域
陶氏化学（DOW)	美国	430.00	有机硅、涂料、个人护理等
巴斯夫（BASF)	德国	593.16	印染助剂等
禾大（Croda）	英国	17.55	润滑油、个人护理等
宝洁（P&G)	美国	677.00	个人护理
科莱恩（Clariant）	瑞士	68.66	涂料、润滑油等
斯泰潘（STEPAN）	美国	18.41	个人护理、农化、油田等

资料来源：公司公告，彭博，中银证券

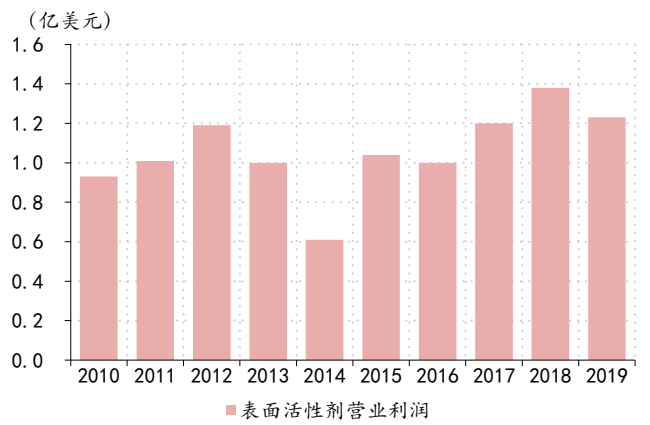
海外格局较稳定，巨头业绩平稳，成长能力较弱。以斯泰潘公司为例，该公司 2019 年表面活性剂业务实现营业收入 12.73 亿美元，同比下滑 8.15%；实现营业利润为 1.23 亿美元，同比下滑 10.87%。公司超过 80%营收来自于欧洲及美国市场，在这类相对饱和市场，公司表面活性剂营业收入自 2011 年以来营业收入相对比较平稳。

图表 104.斯泰潘公司表面活性剂业务营业收入



资料来源：彭博，中银证券

图表 105.斯泰潘公司表面活性剂业务营业利润

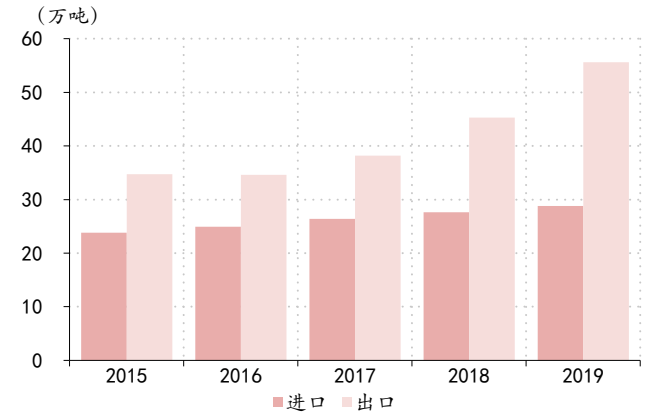


资料来源：彭博，中银证券

国内表面活性剂摆脱进口依赖，海外订单逐步转移到国内。伴随国内企业技术提升、产品质量逐步受到下游客户认可，同时基于管理及生产成本角度考虑，海外综合性化工企业逐步将生产订单转移至国内。根据海关总署数据，2012 年之前我国是表面活性剂净进口国，而后逐步成为表面活性剂重要出口国，2019 年净出口达到 26.8 万吨。

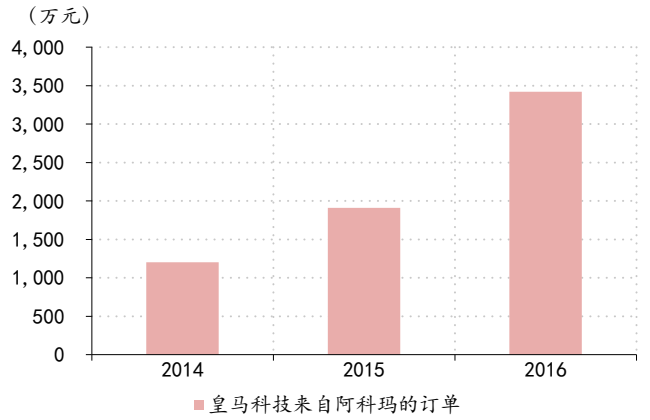
以皇马科技为例，在涂料领域，公司自 2014 年起来自阿科玛公司（全球高端涂料领先企业）的订单快速增长，根据公司公告，2016 年达 3,421 万元，较 2014 年增长 184%，而类似的过程亦在有机硅（赢创、道康宁）、水处理（GE、亚什兰）、个人护理（欧莱雅）等板块发生。**对表面活性剂这类产品分类多，单产品用量小，管理成本高的业务，预计海外综合性精细化工企业存在加速转移订单趋势。**

图表 10.国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖



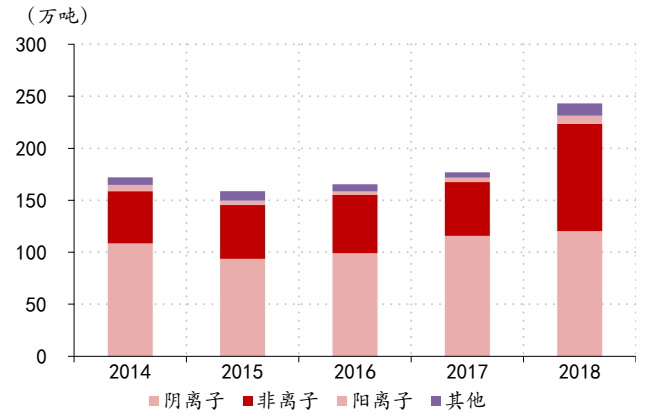
资料来源：新材料情报 NMT，中银证券

图表 107.皇马科技来自阿科玛的订单快速增长



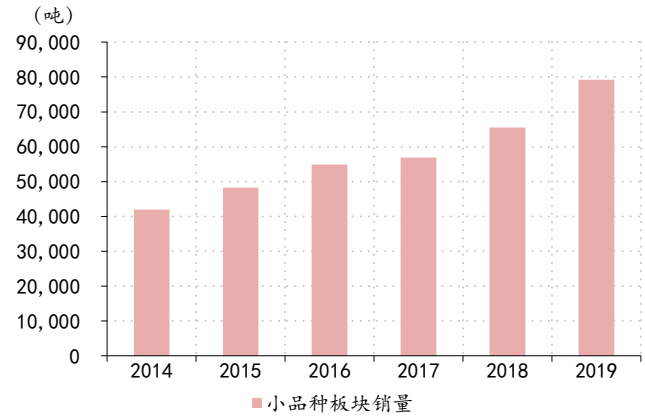
资料来源：皇马科技招股说明书，中银证券

图表 11.国内表面活性剂产量（不含聚醚大单体）



资料来源：万得，中银证券

图表 12.皇马科技小品种产品销量



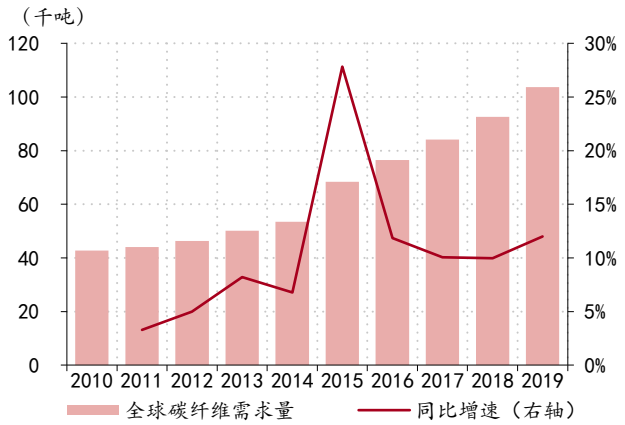
资料来源：皇马科技公告，中银证券

行业集中度较低，节能降耗、系统优化等方面仍有提升空间。皇马科技作为表面活性剂龙头，品种齐全，是行业内为数不多的上市公司。过去几十年，国内表面活性剂行业通过引进、消化、吸收海外制备技术，逐步实现规模化生产，装备国产化，并承接部分海外订单。未来一段时间，行业技术在节能降耗、系统优化、产品品质稳定性等方面仍有较大提升空间。皇马科技凭借技术、产品与客户优势有望充分受益行业发展，**推荐皇马科技。**

碳纤维：军民市场齐共振，龙头尽享行业发展红利

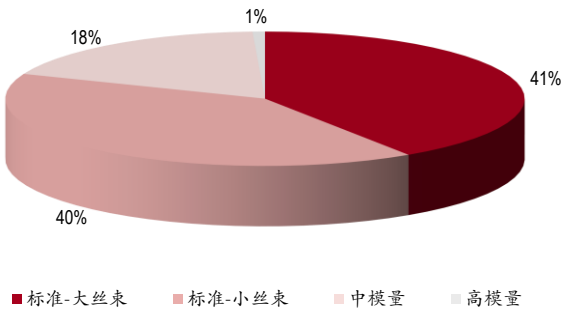
全球碳纤维需求持续增长。全球碳纤维需求量从 2010 年的 4.27 万吨提高到 2019 年的 10.37 万吨，首次突破 10 万吨以上的规模，年均增长率约 10.36%。从下游需求的结构来看，2019 年全球碳纤维需求量最大的三个领域分别是风电叶片、航空航天和体育休闲，分别占全球消费量的 25%、23%和 15%。从产品模量的角度来看，小丝束和大丝束分别占 40%左右，是用量最大的品种。

图表 110.全球碳纤维需求量



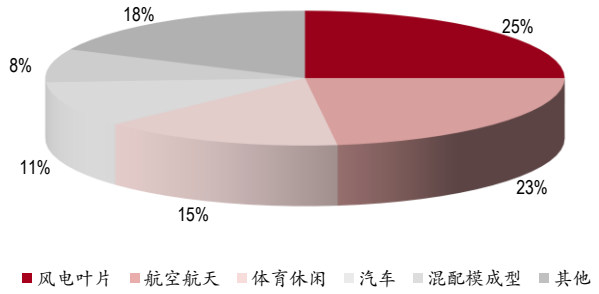
资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

图表 111.2019 年全球碳纤维需求结构—模量



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

图表 112.2019 年全球碳纤维需求结构—下游应用

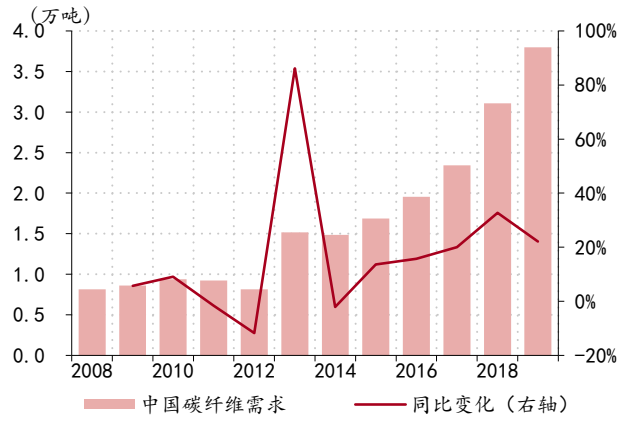


资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

中国碳纤维需求占全球的比重已经超过 1/3。根据广州赛奥碳纤维技术有限公司发布的《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，2019 年中国碳纤维消费规模估计为 3.78 万吨，占全球总需求的比重约为 36.45%。2010 年-2019 年，中国碳纤维需求年均增长率约为 16.79%，比同期全球市场的年均增速高 6.43 个百分点。尤其是 2017 年以来，每年增速均在 20%以上，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。

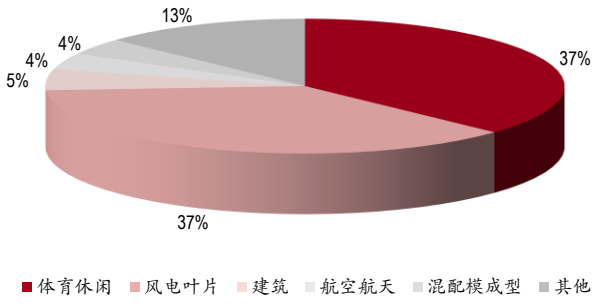
体育休闲、风电叶片分别占国内需求的 1/3 以上。从应用领域的机构来看，体育休闲、风电叶片是目前中国碳纤维市场应用最重点的领域，占比均为 37%左右。尤其是风电叶片需求快速增长，2019 年约消耗 1.38 万吨碳纤维，同比增长约 72.5%，约是 2017 年消费量的 4 倍。中国的碳纤维应用仍然集中在中低端领域，在航空航天等高端领域上的应用仍然很少，这与全球碳纤维的需求结构存在明显区别，体现了我国碳纤维市场发展仍处于起步阶段，国内高端产品的研发、生产和应用仍十分不足，而这也从另一个角度证明了未来中国市场的无限潜力。

图表 13.中国碳纤维需求量



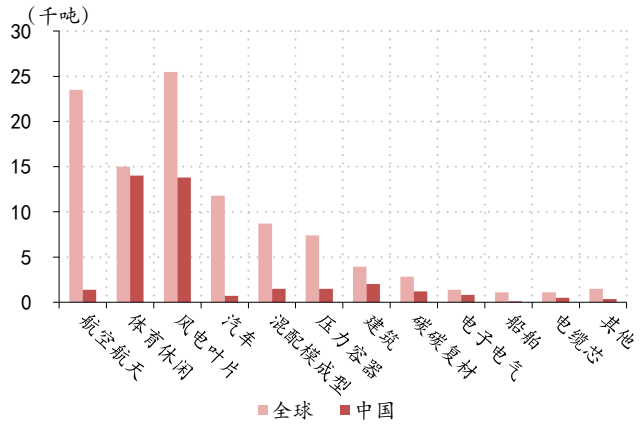
资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

图表 114.2019 年中国碳纤维需求结构—下游应用



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

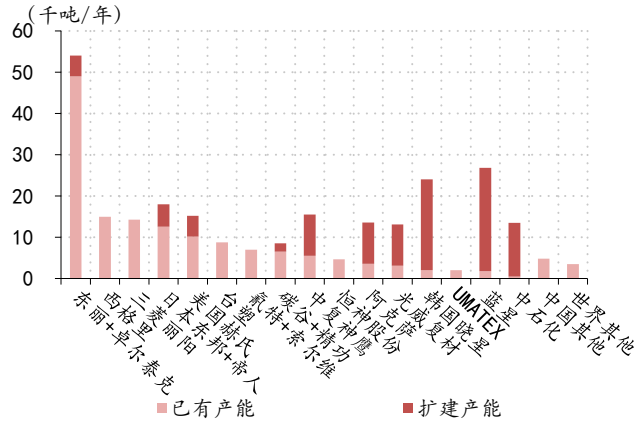
图表 115.2019 年中国碳纤维下游应用结构与全球市场对比



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

2020 年或将迎来全球碳纤维产能投产高峰。根据广州赛奥碳纤维技术有限公司发布的《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，2019 年全球碳纤维行业有效产能为 154,900 吨，比 2018 年增加了约 100 吨。但是在短暂的增长停滞之后，2020 年又将迎来一波较大的产能释放，比如卓尔泰克在匈牙利的 5,000 吨/年产能，Hexcel 的 5,000 吨/年产能，以及精功碳纤维、韩国晓星公司的 2,000 吨/年均有望在 2020 年投产。从制造商角度来看，日本的东丽和其收购的卓尔泰克是全球碳纤维生产商龙头，占全球总产能的 32%，其他主要厂商还包括西格里、三菱丽阳、日本东邦、台塑、美国赫氏、美国氰特等。

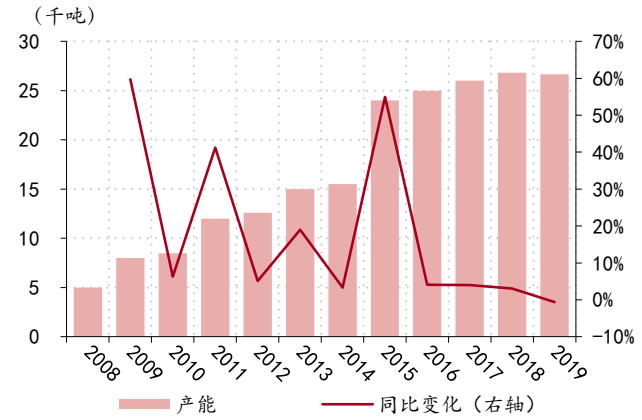
图表 116.2019 年全球碳纤维主要生产商产能情况



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

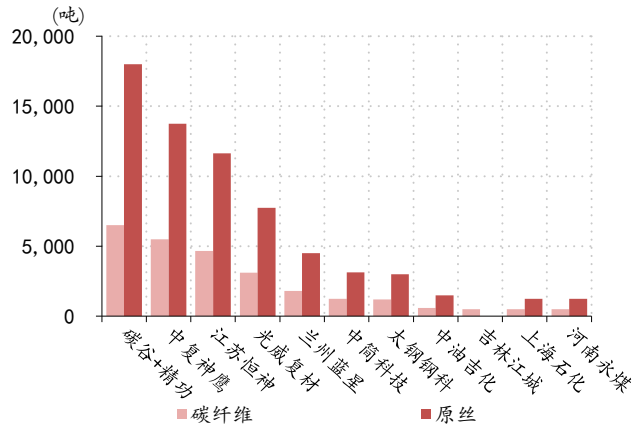
中国碳纤维产能规模扩张迅速，但部分项目运营情况不容乐观。2002 年，安徽华皖集团从英国引进 AMEC（DR.ROSE)的 PAN 和 CF 技术和设备，碳化能力 200 吨/年，中国才在一定程度上具备了工业化生产碳纤维的能力。2019 年，中国碳纤维有效产能约为 26650 吨/年，取得了快速发展。但是需要指出的是，因为各项目生产线产能的核算规格缺乏一致性，历史产能数据的可比性会受到一定的影响。另外，据中国碳纤维复合材料协会统计，在本世纪的前十年里，国内碳纤维项目立项超过 40 家，混杂了很多盲目、激进的投资决策，很多项目最终不了了之，这也给产能历史数据的可靠性带来了不小的扰动。正是在这样的产能建设背景下，有相当一部分项目的运营情况不容乐观。2019 年，国内实际碳纤维供应量约为 12000 吨，产量/产能比约为 45%。尽管这一比例与历史相比已经有所提高，但是与国际普遍的 65%-85%的水平还有较大差距，我国大多数碳纤维企业生产线运行及产品质量极不稳定，行业“有产能、无产量”的问题十分明显。

图表 117.中国碳纤维产能情况



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

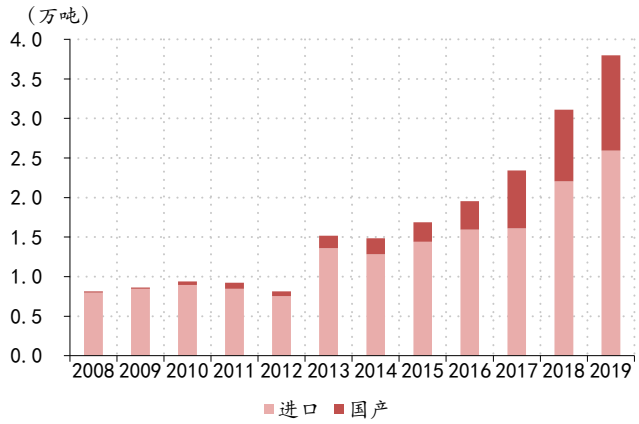
图表 118.中国主要碳纤维生产商产能



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

碳纤维供应的进口依赖度仍然很高。国内碳纤维供不应求，有较大的市场发展空间。2019 年，中国碳纤维消费量约为 3.8 万吨，其中国内供应量约为 1.2 万吨，进口量约为 2.6 万吨，进口依存度高达 68%。另一方面，也揭示出国内产品品质不高和供应无法满足高端需求的结构性矛盾问题。

图表 119.中国碳纤维供应结构



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

建议关注：光威复材

业绩持续快速增长。光威复材以高端装备设计制造技术为支撑，形成了从原丝开始的碳纤维、织物、树脂、高性能预浸材料、复合材料制品的完整产业链布局。公司主持制定了《聚丙烯腈基碳纤维》和《碳纤维预浸料》两项国家标准，先后获得专利 142 项，是国内碳纤维领域的技术领先企业。2014-2019 年，公司的收入规模年均增长 29.66%。2020 年前三季度公司实现营业收入 16.03 亿元，同比增长 22.49%。2014-2019 年，公司归母净利润年均增长 59.23%，2020 年前三季度实现归母净利润 5.24 亿元，同比增长 18.06%，成长势头强劲。随着碳梁业务的有序开展、包头大丝束项目的产能扩张，公司营收有望继续保持增长态势。

与军方紧密合作，实现强军目标。2005 年公司承担的两项“863”碳纤维专项通过国家鉴定，并启动了国产碳纤维在中国军用航空制造领域的应用验证工作。2007 年，公司 T300 级别的产品通过了验证，经过总装备部的批准立项后，公司正式进入军品供应链体系。主要为提供军方国防领域的不同标准和规格的碳纤维织物、碳纤维。2017-2019 年，公司军品订单量充足，军品销售营收年均增长率为 28.86%。目前我国三代机碳纤维复材应用占比仅在 3%-5%之间，四代机可能会突破 15%，碳纤维材料在军用航空中的使用比例将继续上升。未来公司产品销售仍然有较大的市场空间。

投资建议

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。

展望 2021 年，我们继续乐观。**看好因国内外需求复苏带来的产品涨价及盈利回升。**

需求端从国内市场来看，地产、家电等市场有望触底回暖。农业领域，农产品价格有望持续走高，农化需求环比向好。另一个下游需求的重点是汽车领域。根据中国汽车工业协会的统计，2020 年 1-10 月，中国汽车产销量分别为 1897.90 万辆和 1969.90 万辆，同比分别下降了 4.10%和 4.70%。但从分月数据来看，产销量同比数值自二季度起均持续向好。从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，化工品出口有望持续回暖。尤其对于纺织服装产业链，海外地产、家电产业链等相关产品。另一方面，半导体、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

供给端来看，自疫情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，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。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。

成本端，上半年国际原油价格跌至多年新低。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，油价上涨的趋势得以延续。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 52 美元/桶左右，比 2020 年提高约 10 美元/桶，生产国整体恢复盈利。

从估值的角度，截至 2020 年 11 月 24 日，申万化工一级的动态 PE 为 30.99，动态 PB 为 2.56，当前估值相对合理。随着未来行业盈利向好基本面改善，板块估值有望延续上行趋势。**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。长期推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。**

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。**推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。

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。推荐**联化科技、利尔化学**等。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，推荐**苏博特**。

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。推荐**万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料**等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐**皇马科技、金禾实业**等。

重点公司估值表

图表 14.报告中提及上市公司估值表

公司代码	公司简称	评级	股价(元)	股本(亿股)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产(元/股)
					2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E	
002258.SZ	利尔化学	买入	22.86	5.24	0.59	1.03	1.20	38.52	22.19	19.05	6.02
002250.SZ	联化科技	买入	29.02	9.23	0.16	0.42	0.85	181.38	69.10	34.14	6.39
002001.SZ	新和成	买入	33.97	21.49	1.01	1.76	2.00	33.63	19.30	16.99	7.84
603916.SH	苏博特	买入	36.10	3.11	1.14	1.39	1.71	31.67	25.97	21.11	7.70
300398.SZ	飞凯材料	增持	23.92	5.18	0.50	0.58	0.72	47.84	41.24	33.22	4.66
002643.SZ	万润股份	买入	18.66	9.09	0.56	0.61	0.73	33.32	30.59	25.56	5.30
002838.SZ	道恩股份	增持	31.01	4.07	0.41	0.86	0.91	75.63	36.06	34.08	2.67
002409.SZ	雅克科技	未评级	56.99	4.63	0.63	0.89	1.15	90.13	64.03	49.56	9.54
300699.SZ	光威复材	买入	79.00	5.18	1.01	1.18	1.53	78.22	66.95	51.63	6.26
603181.SH	皇马科技	买入	28.86	2.80	0.92	0.80	1.03	31.37	36.08	28.02	5.70
002597.SZ	金禾实业	买入	36.06	5.59	1.45	1.34	1.81	24.87	26.91	19.92	7.74
600426.SH	华鲁恒升	买入	26.39	16.27	1.51	1.11	1.59	17.50	23.77	16.60	8.75
601233.SH	桐昆股份	买入	16.50	18.48	1.57	1.61	2.03	10.51	10.25	8.13	9.91
002648.SZ	卫星石化	买入	19.16	10.66	1.20	1.24	1.90	15.97	15.45	10.08	8.67
600309.SH	万华化学	买入	77.50	31.40	3.23	2.56	4.11	23.99	30.27	18.86	13.49
600352.SH	浙江龙盛	买入	14.62	32.53	1.58	1.27	1.76	9.27	11.51	8.31	7.54
600346.SH	恒力石化	未评级	20.10	70.39	1.44	1.71	2.05	13.96	11.75	9.80	5.16
002493.SZ	荣盛石化	未评级	19.33	62.91	0.35	0.94	1.28	55.23	20.56	15.10	3.59
000703.SZ	恒逸石化	未评级	12.15	36.82	1.13	1.12	1.35	10.75	10.85	9.00	8.18

资料来源：万得，中银证券 注：股价截止日 2020 年 11 月 25 日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

（1）油价异常下跌风险。影响油价走势的不确定性风险有增加的趋势，美国加息、减产协议退出或者执行率下降、地缘政治风险等因素都有可能给油价走势带来影响，甚至在个别时点会引起油价异常巨大的波动，并因此给行业政策、企业盈利带来负面影响。

（2）环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和执行对于此类行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

（3）经济异常波动。化工产品与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。作为典型的周期性行业，化工行业又将面临供给侧改革的相关政策的影响。

（4）疫情持续时间与影响超预期。随着海外部分国家复产复工，海外疫情情况有所反弹，这将对海外需求复苏造成影响。

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证券股份有限公司的机构客户；2) 中银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