

强于大市

化工行业 2020 年中期策略

迎接复苏，抱紧龙头

2020 年以来行业受疫情冲击较大。展望下半年，国内外需求或呈现不同程度的复苏，供给端延续分化，油价大幅波动的概率很小。目前行业估值处于底部区域。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。内外需走弱叠加油价暴跌，化工产品价格跌至谷底，上市公司一季度盈利创多年新低。**但是展望下半年，我们认为可以乐观一些。**
- **需求端来看，**随着疫情逐渐受到控制，下游汽车家电等行业触底回暖，**总体经济环境或将呈现国内较强复苏、海外弱复苏的情况。**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。
- **供给端仍然延续我们之前提出的分化趋势。**进入 2020 年，受到疫情影响，化工几大子行业整体投资扩产意愿低。各子行业固定资产投资完成额累计同比均为负值。但 2020Q1 化工行业上市公司在建工程为 4,387.93 亿元，同比上升 1.13%。从公司来看，中国石化、恒力石化、荣盛石化、万华化学和广汇能源在建工程较高，合计占比达到 67.42%。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乐观。**
- 成本端，上半年国际原油价格跌至多年新低。根据三大机构预测，二季度全球原油需求同比下降幅度在 20%-30%之间，从全年来看，预计原油需求降幅将达到 5%-10%。展望下半年，我们认为油价大幅上行不具备需求基础，但大跌亦概率很小。按照行业平均生产成本，我们预计到 2020 年底，油价有望回升到 45-50 美元/桶区间。

投资建议

- 从估值的角度，石油化工 PB 连创历史新低，基础化工同样处于底部区域，存在修复空间。**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：**
- **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**扬农化工、联化科技、利尔化学**。二是维生素供给端格局优化，推荐**新和成**，关注**浙江医药**。三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、飞凯材料等，关注雅克科技、光威复材、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。
- **民营大炼化陆续投产。**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。
- **行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。长期推荐万华化学、华鲁恒升。**

风险提示：

- 油价异常波动风险；环保政策变化带来的风险；宏观经济大幅下行风险。

相关研究报告

《化工行业 2019 年报与 2020 年一季报综述》20200507

《化工行业 2019 年报前瞻》20200210

《新冠肺炎疫情对化工行业影响》20200202

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

证券分析师：鞠龙
(8621)20328513
long.ju@bocichina.com
证券投资咨询业务证书编号：S1300519060002

目录

行业数据回顾及展望：疫情冲击不小，展望较乐观 8

新冠疫情对全球经济带来较大冲击 8
1-4 月行业营收和利润总额同比下滑 9
需求端展望：国内外或将呈现不同程度的复苏 12
供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中 13
成本端：油价暴跌之后开始震荡回升，年底有望回升至成本中枢水平 14
上市公司 2020Q1 业绩回顾：利润大幅下滑 22
小结及展望 26

集中度提升，供给格局优化 28

农药竞争格局优化，关注龙头新增产能 28
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 29
维生素需求环比现改善，行业格局向好 32
民营大炼化投产 37

自主可控，进口替代—新材料新产品迎来发展良机 39

受益国内外产业大发展，上游电子材料发展或提速 39
特种表面活性剂：受益海外订单转移，行业迎来快速成长期 45
碳纤维：军民市场齐共振，龙头尽享行业发展红利 48

行业优胜劣汰，长期看好优秀龙头企业 53

万华化学：依托强研发优势，打造石化与新材料新增长极 53
华鲁恒升：优秀的煤化工企业，拓展新材料产业链 54

投资建议 56

重点公司估值表 57

风险提示 58

图表目录

图表 1.摩根大通全球制造业 PMI 8
图表 2.发达经济体制造业 PMI 持续下滑 8
图表 3.IMF 预测 2020 年全球 GDP 8
图表 4.全球主要经济体出口增速下滑 8
图表 5.全球化工行业 PMI 新订单指数持续下滑 9
图表 6.化工行业营业收入同比增速 9
图表 7.化学原料及化学制品利润总额走势 9
图表 8.化学纤维利润总额走势 9
图表 9.橡胶和塑料制品利润总额走势 9
图表 10.化学工业 PPI 走势 10
图表 11.化学原料和化学纤维 PPI 走势 10
图表 12.主要化工产品价格情况 10
续 图表 12.主要化工产品价格情况 11
图表 13.化学原料及制品历史产成品存货 11
图表 14.橡胶和塑料制品业历史产成品存货 11
图表 15.化学纤维制造业历史产成品存货 12
图表 16.工业企业产成品存货情况 12
图表 17.汽车产量增速回落 12
图表 18.汽车销量触底向好 12
图表 19.家电行业产量同比增速 13
图表 20.房地产新开工面积和竣工面积同比 13
图表 21.2019 年我国出口占比较高的产品 13
图表 22.化学原料及制品固定资产投资完成额累计同比 14
图表 23.化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比 14
图表 24.化工上市公司在建工程情况 14
图表 25.化工上市公司（剔除涤纶）在建工程情况 14
图表 26.塑料与橡胶固定资产投资完成额累计同比 14
图表 27.化工上市公司在建工程占比 14
图表 28.国际原油期货价格走势 15
图表 29.原油供需平衡表 15
图表 30.OPEC 减产协议成果及执行情况 16
图表 31.俄罗斯原油产量 16
图表 32.美国原油产量变化和美国动用钻机数 16

图表 33.未来全球原油需求预测 17
图表 34.全球原油累积库存 17
图表 35.OECD 地区石油库存 17
图表 36.主要 OPEC+产油国的原油盈利平衡点 18
图表 37.油价和 C2 产品价格走势对比 18
图表 38.油价和 C3 产品价格走势对比 18
图表 39.油价和 C4 产品价格走势对比 19
图表 40.油价和聚酯产品价格走势对比 19
图表 41.油价和 PVC 产品价格走势对比 19
图表 42.油价和聚氨酯产品价格走势对比 19
图表 43.油价和钛白粉产品价格走势对比 19
图表 44.油价和化肥产品价格走势对比 19
图表 45.历史油价走势 20
图表 46.2009 年化工子行业分季度毛利率变化 21
图表 47.2016 年化工子行业分季度毛利变化 21
图表 48.2009 年化工行业上市公司分季度毛利率涨幅 TOP20 22
图表 49.2016 年化工行业上市公司分季度毛利率涨幅 TOP20 22
图表 50.化工板块经营数据分析 23
图表 51.化工子行业 2020 年一季度营业收入同比增长率比较 23
图表 52.化工子行业 2020 年一季度归母净利润同比比较 24
图表 53.近年化工行业毛利率、净利率走势 24
图表 54.近年化工行业 ROE（摊薄）走势 24
图表 55.2020 年一季度化工子行业各指标及同比增长 25
图表 56.化工子行业 2019 年和 2020Q1 同比上升的板块 25
图表 57.板块市盈率处于较低水平 26
图表 58.板块市净率处于较低水平 26
图表 59.万华化学和华鲁恒升市盈率（TTM）走势 26
图表 60.万华化学和华鲁恒升市净率（TTM）走势 26
图表 61.我国农药产量 28
图表 62.我国农药出口情况 28
图表 63.草铵膦分企业产能 28
图表 64.功夫菊酯价格走势 29
图表 65.草铵膦和草甘膦价格走势 29
图表 66.农药行业在建工程走势 29
图表 67.农药上市公司在建工程 29

图表 68.三家公司在建工程情况 29
图表 69.三家公司在建工程/固定资产 29
图表 70.2007-2017 年我国混凝土外加剂需求量（商品类） 30
图表 71.2017 年各种混凝土外加剂使用量占比 30
图表 72.历年减水剂需求量 30
图表 73.聚羧酸减水剂占比较大 30
图表 74.混凝土外加剂行业竞争格局 30
图表 75.2018 年行业前十聚羧酸减水剂销售量 31
图表 76.行业前五的市占率走势 31
图表 77.房地产公司集中度提升 31
图表 78.八大建筑央企收入占比 31
图表 79.维生素 A 下游需求结构 32
图表 80.2019 年我国饲料分类 32
图表 81.肉禽饲料产量持续增长 32
图表 82.猪饲料产量有所下滑 32
图表 83.能繁母猪存栏量环比改善 33
图表 84.生猪存栏量环比现改善 33
图表 85.维生素 A 出口增速较快 33
图表 86.全球维生素 A 产能分布 34
图表 87.全球柠檬醛产能分布 34
图表 88.2010 年至今维生素 A 价格走势 35
图表 89.维生素 E 下游需求结构 35
图表 90.全球维生素 E 市场判断 35
图表 91.全球间甲酚主要生产企业及份额 36
图表 92.以间甲酚为原料的 VE 产能占比 36
图表 93.全球维生素 E 产能分布（折维生素 E 油计） 36
图表 94.2009 年至今维生素 E 价格走势 37
图表 95.民营炼化项目情况 37
图表 96.产业链各产品价差与油价走势 38
图表 97.全球集成电路产业销售额 39
图表 98.中国集成电路产业销售额 39
图表 99.半导体产业发展路径 40
图表 100.我国集成电路国产化率缓慢上升 40
图表 101.国家支持集成电路行业发展的政策 41
图表 102.集成电路产业未来几年的发展目标 41

图表 103.2018-2019 各地区半导体材料市场规模.....42
图表 104.晶圆制造领域材料销售规模具体占比.....42
图表 105.2015 年全球液晶面板市场份额.....43
图表 106.2019 年全球液晶面板市场份额.....43
图表 107.2023 年全球液晶面板市场份额.....43
图表 108.TFT 全球市场份额.....44
图表 109.国内 TFT 液晶材料市场需求.....44
图表 110.OLED 面板出货量及预测值.....44
图表 111.OLED 和 LCD 面板渗透率及预测值.....44
图表 112.全球 OLED 材料收入规模扩大.....44
图表 113.OLED 材料市场占有率.....44
图表 114.全球表面活性剂市场规模占比.....45
图表 115.全球主要地区表面活性剂市场消耗量占比.....45
图表 116.印度和中国表面活性剂人均消费量低于发达国家.....45
图表 117.我国表面活性剂销量.....46
图表 118.全球表面活性剂产量占比.....46
图表 119.国内表面活性剂产量占比.....46
图表 120.海外主要特种表面活性剂生产企业.....47
图表 121.斯泰潘公司表面活性剂业务营业收入.....47
图表 122.斯泰潘公司表面活性剂业务营业利润.....47
图表 123.国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖.....48
图表 124.皇马科技来自阿科玛的订单快速增长.....48
图表 125.国内表面活性剂产量（不含聚醚大单体）.....48
图表 126.皇马科技小品种产品销量.....48
图表 127.全球碳纤维需求量.....49
图表 128.2019 年全球碳纤维需求结构—模量.....49
图表 129.2019 年全球碳纤维需求结构—下游应用.....49
图表 130.中国碳纤维需求量.....50
图表 131.2019 年中国碳纤维需求结构—下游应用.....50
图表 132.2019 年中国碳纤维下游应用结构与全球市场对比.....50
图表 133.2019 年全球碳纤维主要生产商产能情况.....51
图表 134.中国碳纤维产能情况.....51
图表 135.中国主要碳纤维生产商产能.....51
图表 136.中国碳纤维供应结构.....52
图表 137.全球 MDI 需求稳步增长.....53

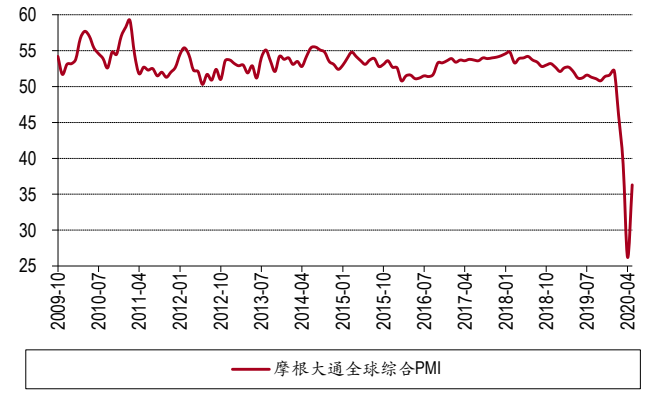
图表 138.2019 年全球 MDI 产能占比 53
图表 139.2024 年全球 MDI 产能占比预测 53
图表 140.公司石化系列主要中间品及产品产能 54
图表 141.公司主要产品产能 55
图表 142.报告中提及上市公司估值表 57

行业数据回顾及展望：疫情冲击不小，展望较乐观

新冠疫情对全球经济带来较大冲击

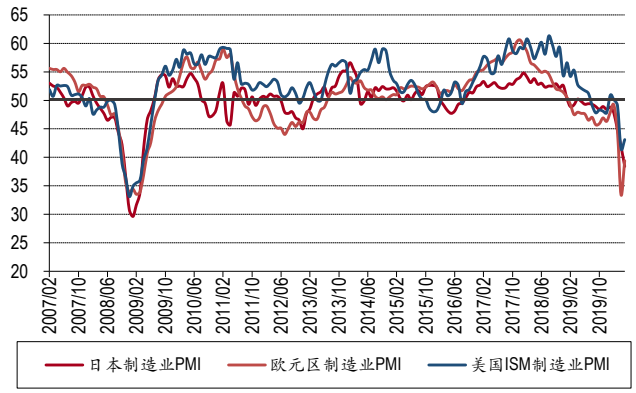
受到新冠疫情影响，摩根大通全球制造业 PMI 数据在 2020 年 2 月份后大幅下滑，2020 年 4 月仅为 26.20，5 月份 PMI 指数为 36.30，创多年来新低。

图表 1.摩根大通全球制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

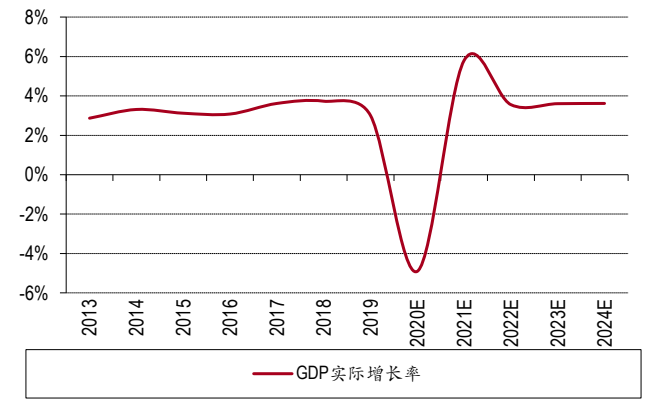
图表 2.发达经济体制造业 PMI 持续下滑



资料来源：万得，中银证券

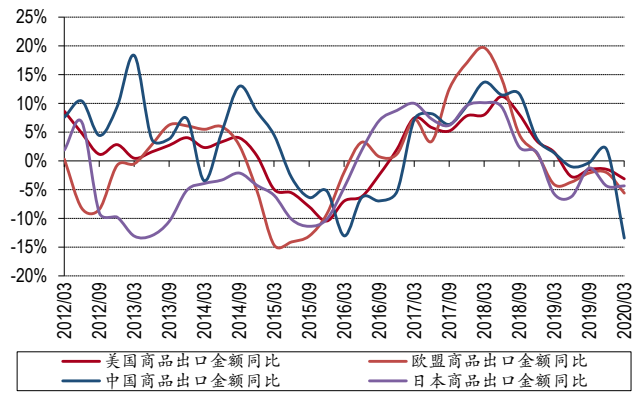
根据 IMF 数据，预计全球 2020 年 GDP 增速为-4.90%，同比下滑 7.91pct。从全球主要经济体出口金额同比增速来看，四个主要经济体（美国、欧盟、中国、日本）出口金额继续呈现负增长态势，2020 年一季度商品出口金额分别下滑 3.14%、5.61%、13.41%、4.35%。

图表 3.IMF 预测 2020 年全球 GDP



资料来源：IMF，中银证券

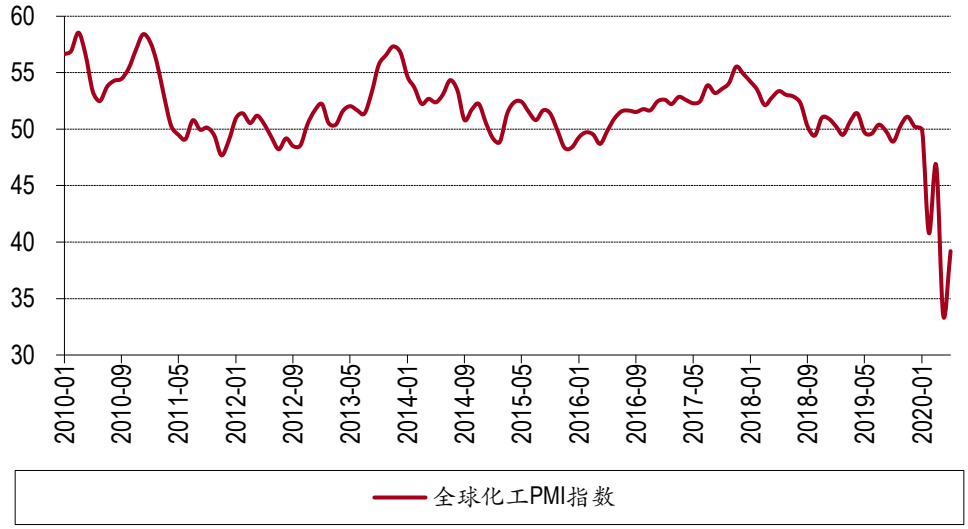
图表 4.全球主要经济体出口增速下滑



资料来源：万得，中银证券

全球化工业 PMI 指数创十年最低。根据 IHS 发布的全球化工业 PMI 数据，2019 年后指数持续低迷。进入 2020 年后，由于国际疫情的冲击，4 月份指数下降至 33.5，5 月份有所反弹至 39.2。

图表 5.全球化工行业 PMI 新订单指数持续下滑

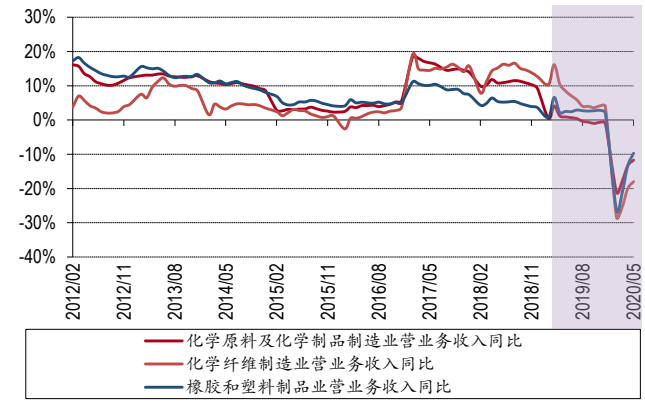


资料来源：IHS，中银证券

1-4 月行业营收和利润总额同比下滑

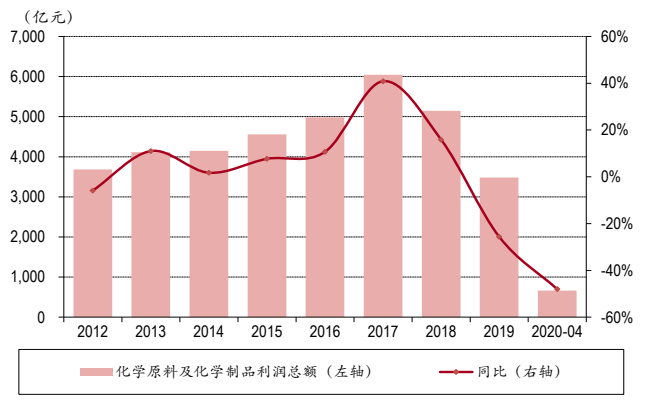
2020 年 1-4 月，国内化学原料与化学制品业、化学纤维业、橡胶和塑料制品营业收入和利润总额出现负增长。从产品价格来看，进入 6 月份，大部分产品价格同比下滑，环比有所企稳。

图表 6.化工行业营业收入同比增速



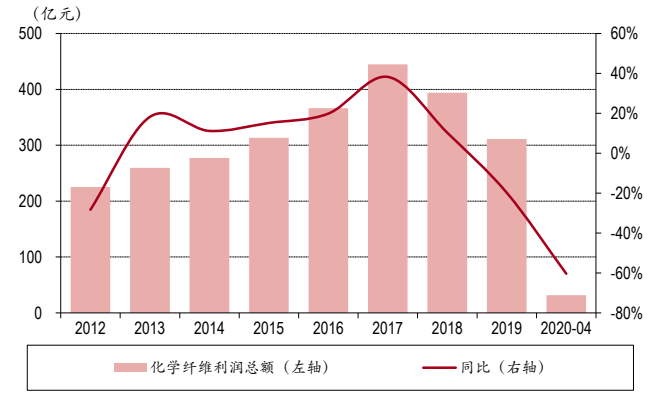
资料来源：万得，中银证券

图表 7.化学原料及化学制品利润总额走势



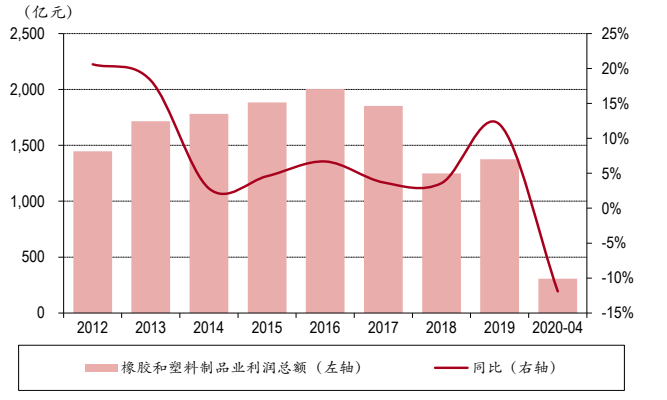
资料来源：万得，中银证券

图表 8.化学纤维利润总额走势



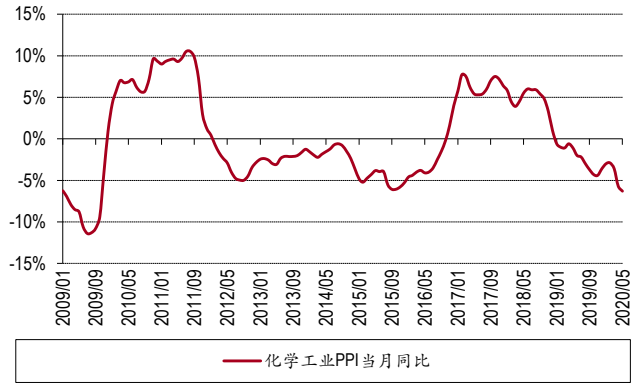
资料来源：万得，中银证券

图表 9.橡胶和塑料制品利润总额走势



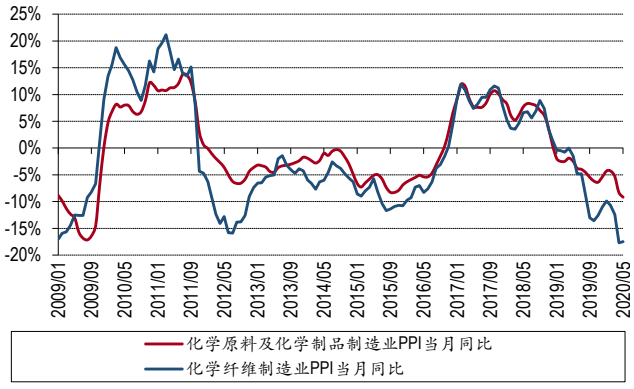
资料来源：万得，中银证券

图表 10.化学工业 PPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 11.化学原料和化学纤维 PPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 12.主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	最新价格同比(%)	年初至今价格变化(%)	2020Q1	2020Q2	环比(%)	2019Q2	同比(%)
WTI 原油	美元/桶	40.65	(29.32)	(33.43)	46.35	28.42	(38.68)	59.86	(52.52)
NYMEX 天然气	美元/mbtu	1.75	(27.31)	(20.13)	1.87	1.75	(6.65)	2.51	(30.41)
石脑油（中石化）	元/吨	4,350	(29.50)	(35.36)	5,962	4,340	(27.21)	6,423	(32.44)
纯苯（华东地区）	元/吨	3,105	(40.35)	(46.00)	5,196	3,311	(36.27)	4,527	(26.86)
苯乙烯（CFR 华东）	元/吨	5,375	(39.94)	(26.87)	6,554	5,254	(19.83)	8,477	(38.02)
丙烯（汇丰石化）	元/吨	6,900	(15.34)	2.99	6,557	6,428	(1.97)	7,225	(11.03)
天然橡胶（上海地区）	元/吨	10,200	(7.27)	(15.70)	11,075	9,881	(10.78)	11,372	(13.11)
丁苯橡胶（华东 1502）	元/吨	8,225	(18.56)	(26.23)	10,299	8,028	(22.05)	11,126	(27.85)
顺丁橡胶	元/吨	8,300	(19.81)	(24.20)	10,170	7,755	(23.75)	11,386	(31.89)
乙二醇	元/吨	3,500	(20.45)	(29.51)	4,438	3,470	(21.83)	4,454	(22.10)
甲醇（长三角）	元/吨	1,575	(30.92)	(28.25)	2,068	1,595	(22.88)	2,341	(31.87)
煤焦油（山西）	元/吨	2,290	(32.25)	(8.76)	2,239	1,913	(14.57)	3,269	(41.48)
炭黑（黑猫 N330）	元/吨	5,000	(27.54)	0.00	5,000	5,000	0.00	7,262	(31.14)
醋酸（华东）	元/吨	2,300	(14.81)	(6.12)	2,471	2,278	(7.83)	2,686	(15.20)
醋酐（华东）	元/吨	5,100	(4.67)	5.15	4,793	5,023	4.79	5,365	(6.37)
轻质纯碱（华东）	元/吨	1,155	(26.67)	(23.00)	1,493	1,251	(16.21)	1,834	(31.77)
重质纯碱（华东）	元/吨	1,275	(29.17)	(22.73)	1,615	1,373	(15.00)	1,945	(29.40)
32%隔膜烧碱（华东）	元/吨	600	(16.67)	(15.73)	702	641	(8.62)	799	(19.72)
PVC(华东电石法)	元/吨	6,140	(10.66)	(10.76)	6,344	5,784	(8.84)	6,829	(15.30)
PVC(华东乙烯法)	元/吨	6,650	(5.18)	(7.98)	6,789	5,913	(12.91)	7,017	(15.73)
电石（华东）	元/吨	2,867	(13.72)	(4.66)	3,174	2,835	(10.68)	3,213	(11.76)
DMF（华东）	元/吨	5,000	6.95	(6.10)	5,260	4,815	(8.46)	4,795	0.41
己二酸（华东）	元/吨	6,225	(22.43)	(23.15)	7,858	6,037	(23.17)	8,027	(24.79)
环氧丙烷（华东）	元/吨	10,150	1.50	1.50	9,140	8,903	(2.59)	9,897	(10.04)
硬泡聚醚（华东）	元/吨	9,400	(3.59)	(3.59)	9,370	8,865	(5.39)	9,914	(10.59)
软泡聚醚（华东散水）	元/吨	10,250	1.99	(1.91)	9,796	8,870	(9.45)	10,412	(14.81)
聚合 MDI（烟台万华）	元/吨	12,100	(3.20)	(7.98)	12,800	11,953	(6.62)	15,430	(22.54)
纯 MDI（华东）	元/吨	13,650	(20.41)	(13.88)	15,278	13,584	(11.09)	21,530	(36.91)
TDI（华东）	元/吨	9,600	(26.72)	(13.90)	11,019	9,955	(9.65)	14,226	(30.02)
浆粕	元/吨	5,400	(15.63)	0.00	5,400	5,400	0.00	6,837	(21.02)
棉短绒	元/吨	3,100	0.00	0.00	3,100	3,100	0.00	3,100	0.00
粘胶短纤(华东)	元/吨	8,750	(25.53)	(8.38)	9,620	8,960	(6.86)	11,946	(24.99)
对二甲苯（PX）	元/吨	4,430	(34.32)	(34.13)	6,283	4,183	(33.41)	7,720	(45.81)
PTA(华东)	元/吨	3,580	(45.68)	(27.16)	4,266	3,397	(20.37)	6,163	(44.89)
PET 切片(华东)	元/吨	4,700	(41.61)	(25.69)	5,886	4,710	(19.98)	7,357	(35.98)
涤纶短纤(华东)	元/吨	5,600	(34.88)	(19.42)	6,563	5,731	(12.68)	8,169	(29.85)

资料来源：百川资讯，卓创资讯，中银证券

注：截止 7 月 5 日

续 图表 12.主要化工产品价格情况

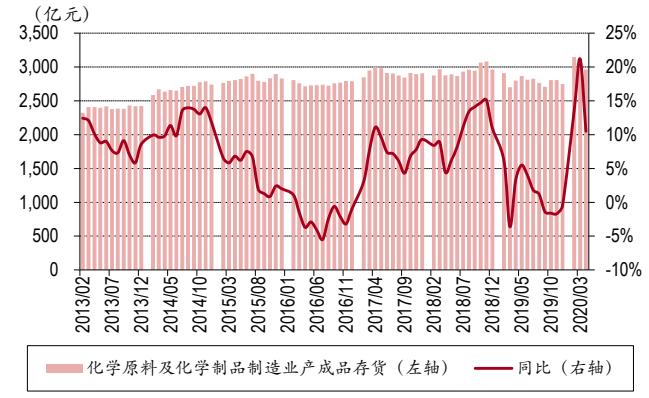
品种	单位	最新价格	最新价格同比(%)	年初至今价格变化(%)	2020Q1	2020Q2	环比(%)	2019Q2	同比(%)
涤纶 FDY(华东)	元/吨	6,550	(33.16)	(19.14)	7,780	6,609	(15.05)	9,280	(28.78)
氨纶 40D(华东)	元/吨	28,500	(6.56)	(3.39)	29,473	28,973	(1.70)	32,160	(9.91)
己内酰胺(CPL)	元/吨	10,000	(19.35)	(9.50)	10,415	9,439	(9.37)	13,145	(28.19)
丙烯酸	元/吨	6,900	(0.72)	1.47	6,847	6,862	0.22	7,615	(9.90)
丙烯酸甲酯	元/吨	9,300	1.09	11.38	8,335	8,898	6.76	10,175	(12.55)
丙烯酸乙酯	元/吨	9,400	(7.39)	3.30	9,193	9,091	(1.11)	10,544	(13.78)
PA66 长丝（华东)	元/吨	18,900	(25.88)	(17.83)	22,888	19,900	(13.05)	28,691	(30.64)
黄磷（四川）	元/吨	14,000	(2.78)	(16.17)	16,690	15,898	(4.75)	15,078	5.44
磷酸	元/吨	4,600	0.00	(10.68)	5,135	4,823	(6.07)	4,600	4.85
硫酸(浙江巨化 98%)	元/吨	310	(53.73)	(31.11)	450	362	(19.51)	670	(45.94)
DAP（长三角）	元/吨	2,075	(20.19)	(14.43)	2,215	2,130	(3.80)	2,641	(19.32)
MAP(四川金河 55%)	元/吨	2,050	(2.38)	0.00	2,050	2,050	0.00	2,100	(2.38)
液氨（河北新化）	元/吨	2,900	1.75	3.57	2,895	2,859	(1.27)	2,856	0.10
尿素(华鲁恒升(小颗粒))	元/吨	1,600	(15.34)	(4.76)	1,704	1,645	(3.41)	1,957	(15.92)
硝酸(长三角)	元/吨	1,400	(22.22)	(6.67)	1,494	1,376	(7.91)	1,719	(19.97)
三聚氰胺(长三角）	元/吨	5,200	(13.33)	(8.77)	5,555	5,255	(5.40)	6,320	(16.85)
氯化钾(青海盐湖 60%)	元/吨	1,820	(22.55)	(16.51)	2,101	1,943	(7.51)	2,350	(17.32)
草甘膦(长三角 95%)	元/吨	21,750	(9.38)	(3.33)	21,269	21,632	1.70	24,467	(11.59)
甘氨酸（河北）	元/吨	10,500	(7.08)	10.53	9,601	10,495	9.31	12,043	(12.86)
甲基环硅氧烷	元/吨	17,500	4.17	(5.41)	17,941	15,516	(13.51)	19,299	(19.60)
离子膜烧碱（99%）	元/吨	2,025	(33.61)	(26.36)	2,634	2,190	(16.85)	2,992	(26.81)
华东萤石粉（湿粉）	元/吨	2,725	(12.80)	(7.63)	3,106	2,569	(17.28)	2,882	(10.87)
R22（巨化）	元/吨	15,500	(9.88)	3.33	17,126	14,808	(13.54)	17,253	(14.17)
R134a（巨化）	元/吨	17,500	(37.50)	(14.63)	20,797	18,890	(9.17)	28,659	(34.09)
钛白粉	元/吨	13,000	(11.56)	(10.34)	14,855	14,010	(5.69)	15,546	(9.88)

资料来源：百川资讯，卓创资讯，中银证券

注：截止 7 月 5 日

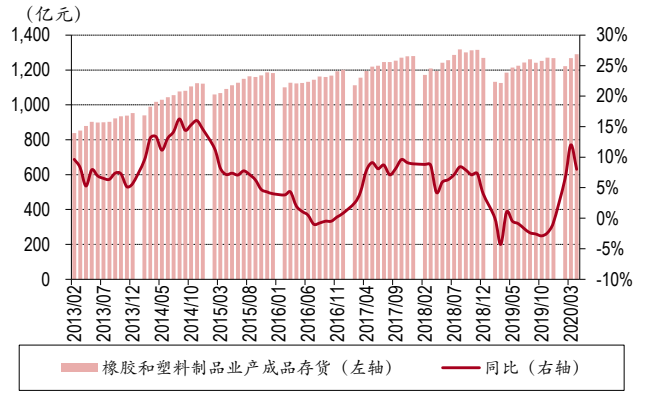
从库存数据来看，受疫情影响，行业供给端恢复情况快于需求侧，部分子行业出现被动垒库。

图表 13.化学原料及制品历史产成品存货



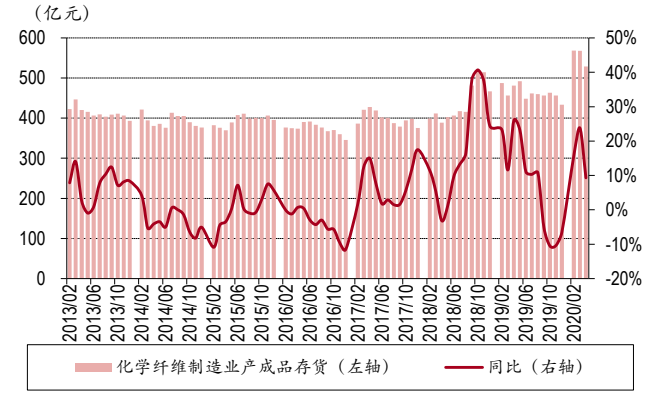
资料来源：万得，中银证券

图表 14.橡胶和塑料制品业历史产成品存货



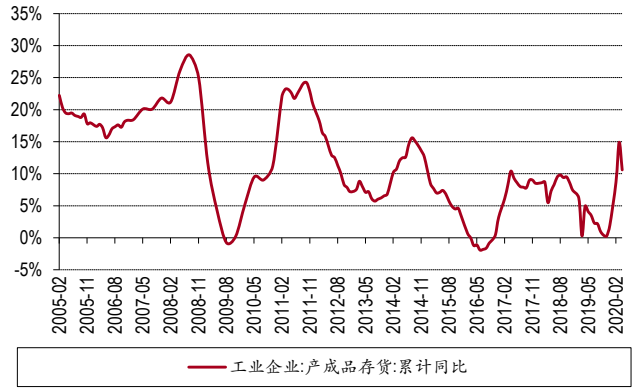
资料来源：万得，中银证券

图表 15.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 16.工业企业产成品存货情况



资料来源：万得，中银证券

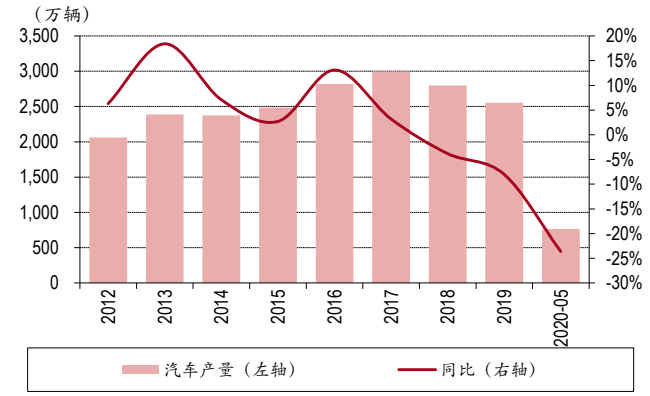
需求端展望：国内外或将呈现不同程度的复苏

从国内市场来看，地产、家电等市场有望触底回暖。在国家财政等支持下，基建等领域需求有望持续增长。

另一个下游需求的重点是汽车领域。2018 年，中国汽车行业迎来近 28 年以来的第一次同比下降。2019 年，国内宏观经济下行的压力仍然较大，叠加年内新能源补贴大幅退坡，国内汽车行业延续了 2018 年的低迷态势。根据中国汽车工业协会的统计，2020 年 1-5 月，中国汽车产销量分别为 765.60 万辆和 795.70 万辆，同比分别下降了 23.60%和 22.60%。但从分月数据来看，5 月份汽车同比销量增长 14.48%，背后原因一方面来自基数变小，另一方面也得益于国五换国六的政策推动。

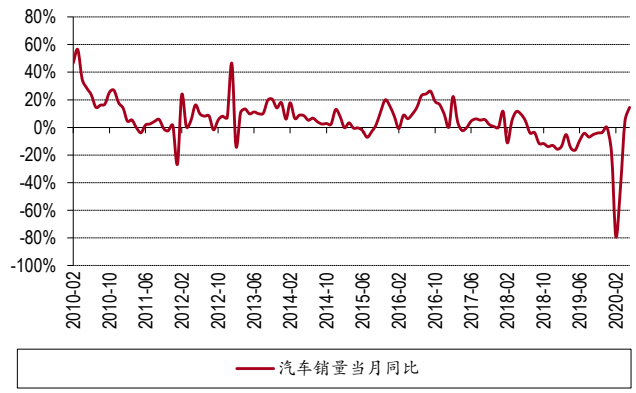
从宏观大环境来看，每年需求的旺季分别在 4-5 月以及“金九银十”，今年二季度的旺季可能被疫情打乱，而“金九银十”正在逐步到来，若到时需求的恢复叠加旺季的因素，不排除出现需求超预期而带来的化工部分产品涨价的情况。

图表 17.汽车产量增速回落



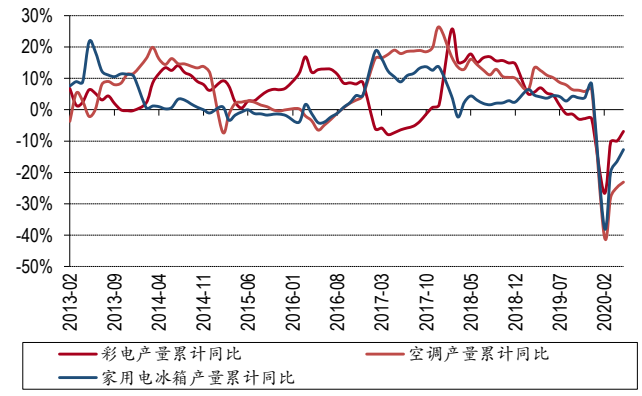
资料来源：万得，中银证券

图表 18.汽车销量触底向好



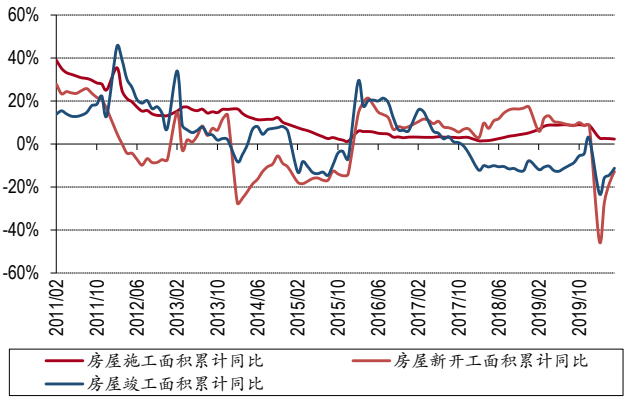
资料来源：万得，中银证券

图表 19.家电行业产量同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 20.房地产新开工面积和竣工面积同比



资料来源：万得，中银证券

国际市场：出口有望随海外疫情控制弱复苏

从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，化工品出口有望迎来部分回暖。

图表 21.2019 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

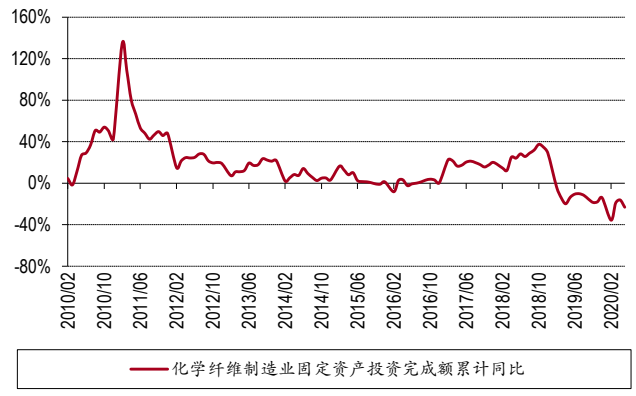
根据国家统计局披露的数据，2020 年 1-5 月份化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比下降 17.80%，行业投资扩产意愿很低。从化工行业上市公司在建工程数据来看，2020Q1 化工行业在建工程为 4,387.93 亿元，同比上升 1.13%，扣除涤纶板块后同比增长 18.93%。从上市公司在建工程数据来看，中国石化、恒力石化、荣盛石化、万华化学和广汇能源在建工程较高，合计占比达到 67.42%。民营大炼化五家在建工程占比为 21.10%。

图表 22.化学原料及制品固定资产投资完成额累计同比



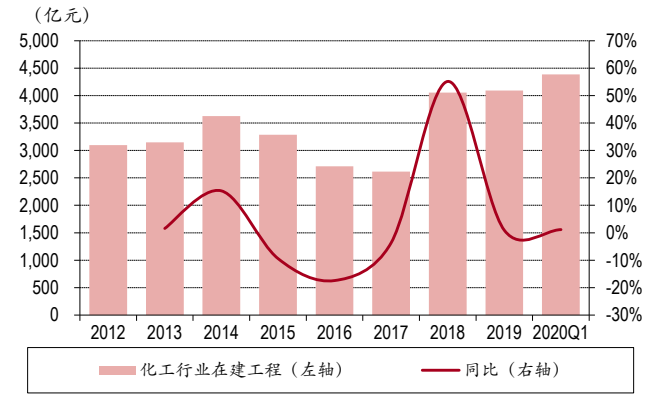
资料来源：万得，中银证券

图表 23.化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比



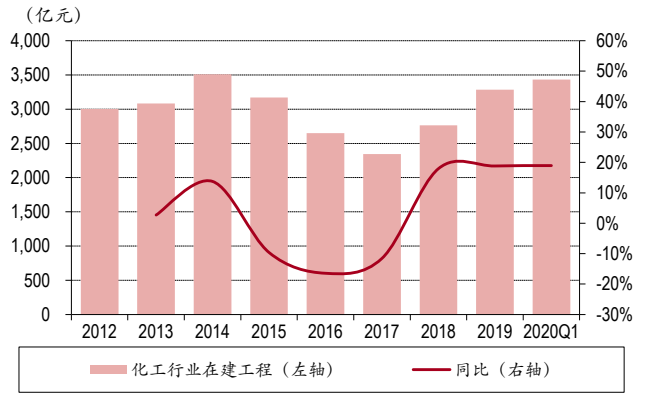
资料来源：万得，中银证券

图表 24.化工上市公司在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

图表 25.化工上市公司（剔除涤纶）在建工程情况



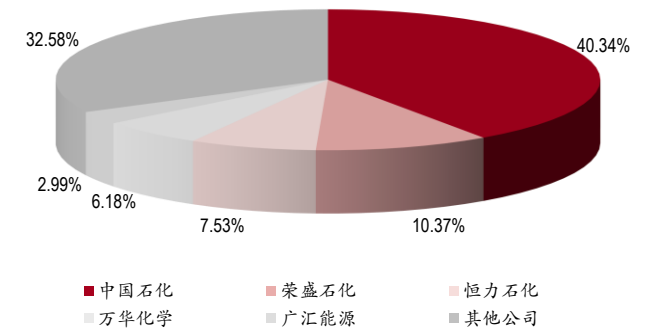
资料来源：万得，中银证券

图表 26.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 27.化工上市公司在建工程占比

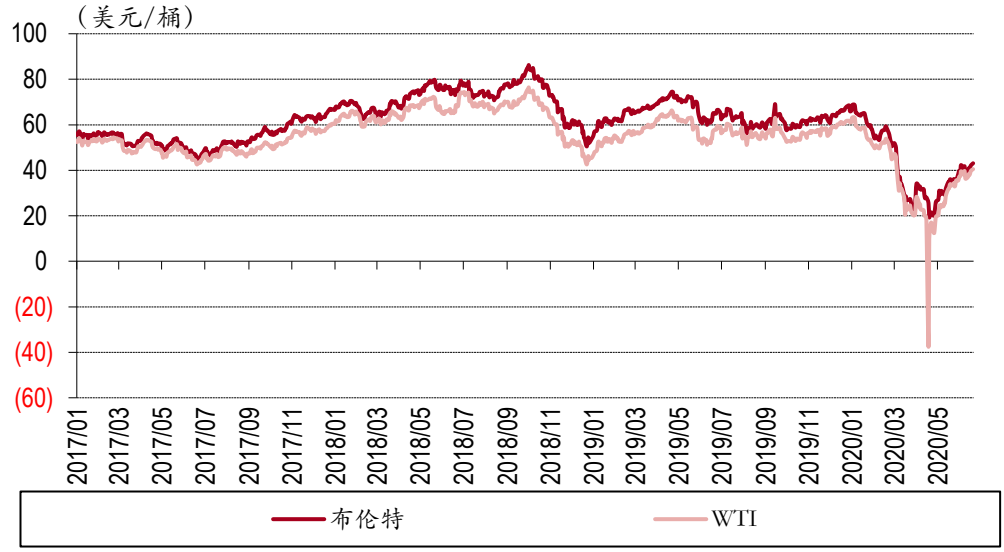


资料来源：万得，中银证券

成本端：油价暴跌之后开始震荡回升，年底有望回升至成本中枢水平

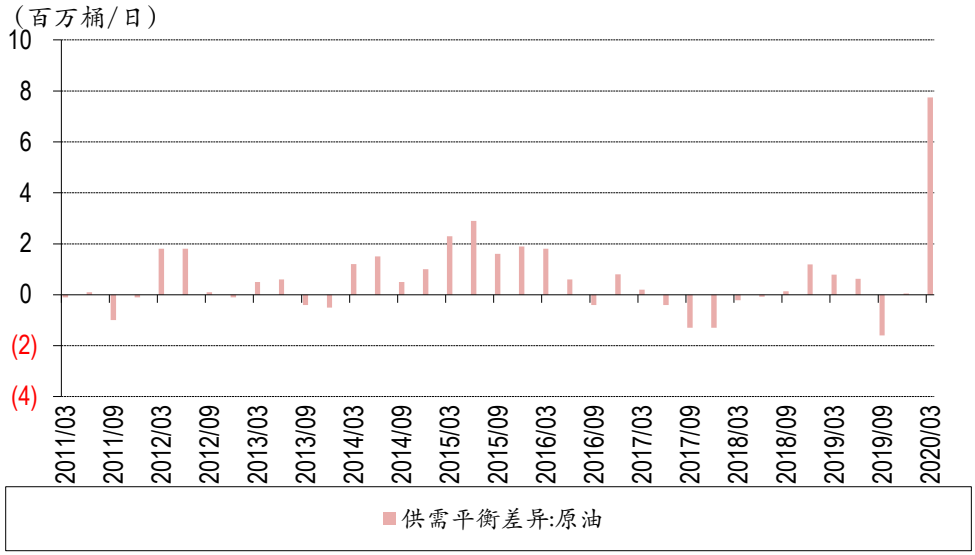
2020 年的油价走势将被永载史册。截至 2020 年 6 月 22 日，WTI 均价为 36.99 美元/桶，同比下降了 34.38%，Brent 均价为 42.14 美元/桶，同比下降了 36.33%。年初以来，在全球疫情爆发、中美贸易摩擦仍不断持续等事件的冲击下，全球经济受到了沉重打击，石油需求出现大幅回落，导致原油供过于求，各国库存高企。在市场情绪极度悲观的 4 月份，甚至 WTI 价格在盘中一度跌至-37.63 美元/桶的罕见情况。在悲观情绪充分释放之后，油价开始逐步回升，目前 WTI 和布伦特均运行于 40 美元/桶附近。

图表 28.国际原油期货价格走势



资料来源：万得，中银证券

图表 29.原油供需平衡表



资料来源：万得，OPEC，中银证券

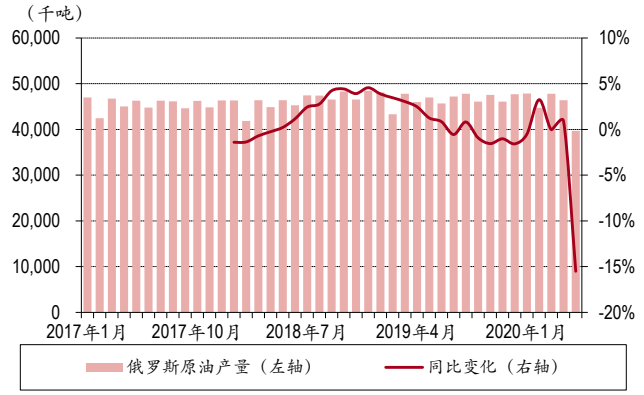
OPEC+无奈之下再次走到一起。表面上看，2020 年以来的油价暴跌起始于俄罗斯与沙特之间的产能博弈。但是，当疫情爆发之后，持续恶化的需求和大幅下跌的价格让生产国不得不暂时放下彼此间的敌意，再次回到谈判桌并达成了一份新的两年减产协议。根据这份新的协议，自 2020 年 5 月 1 日起减产 970 万桶/日，为期两个月；自 2020 年 7 月 1 日至 12 月减产 770 万桶/日；自 2021 年 1 月至 2022 年 4 月减产 580 万桶/日。俄罗斯和沙特将于 5-6 月各减产 250 万桶/日，减产的基准均是 1100 万桶/日，其他国家都以 2018 年 10 月的产量为减产的基准水平。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、委内瑞拉和利比亚将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。从 5 月份的实际生产情况来看，各生产国普遍执行的程度较好。

图表 30.OPEC 减产协议成果及执行情况

	国家	基准产量（2018 年 10 月）	减产规模（2020 年 5-7 月）	2020 年 3 月产量	2020 年 4 月产量	2020 年 5 月产量	减产执行率(%)
OPEC	沙特	1,100	251	995	1,164	848	100
	阿联酋	317	72	351	384	248	96
	科威特	281	64	288	312	220	95
	阿尔及利亚	106	24	103	101	82	99
	加蓬	19	4	20	20	19	-5
	安哥拉	153	35	140	131	128	71
	尼日利亚	173	42	185	178	159	56
	赤道几内亚	13	3	12	13	9	119
	刚果	33	7	30	29	27	72
	伊拉克	465	106	457	450	417	46
OPEC 豁免国	利比亚	112	-	9	8	8	-
	伊朗	333	-	203	197	198	-
	委内瑞拉	121	-	66	62	57	-

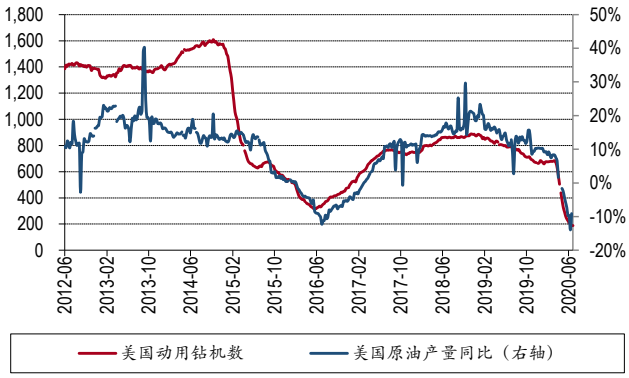
资料来源：OPEC，中银证券，单位：（万桶/日）

图表 31.俄罗斯原油产量



资料来源：俄罗斯能源部，中银证券

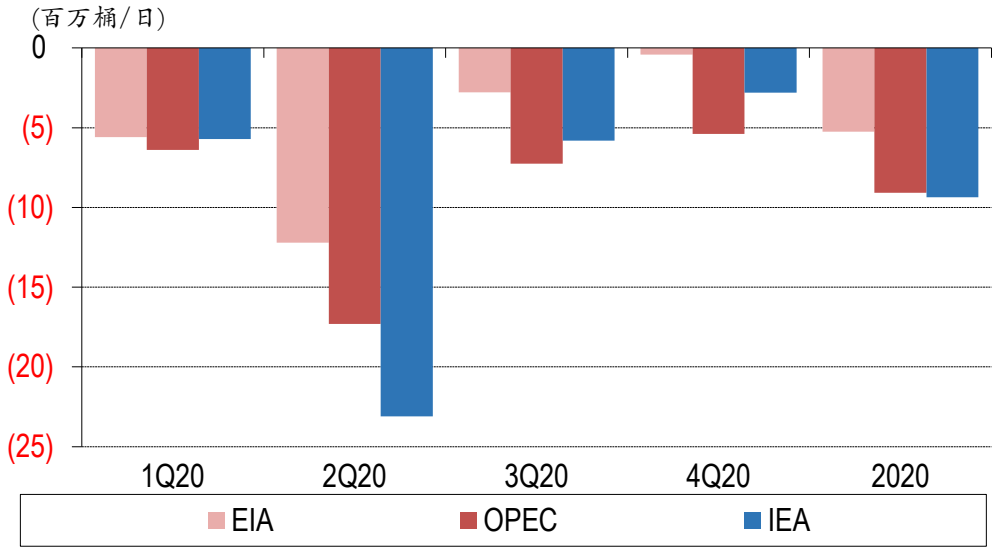
图表 32.美国原油产量变化和美国动用钻机数



资料来源：EIA，中银证券

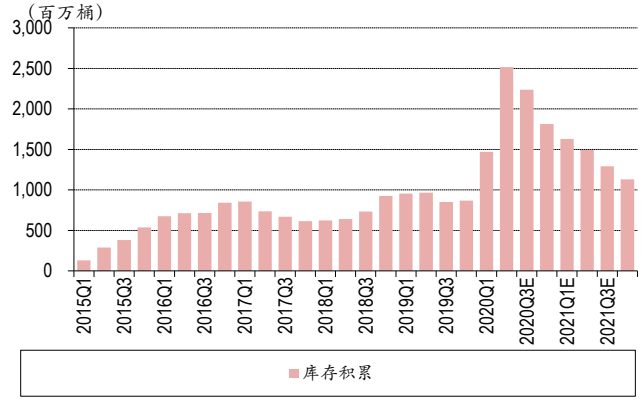
需求疲软是现阶段影响油价运行的核心矛盾。根据 OPEC 最新的月报，今年以来，疫情在全球爆发对经济活动造成了严重的负面冲击，全球原油需求在 2020 年一季度同比下降了约 640 万桶/日，全球供应过剩约 775 万桶/日。几乎所有国家，尤其是美国、欧洲、印度和中东采取了交通限制措施，显著降低了汽油和航空燃油的需求。另一方面，制造业活动降温也会限制工业燃油需求。根据 EIA、IEA 和 OPEC 三大机构的预测，二季度全球原油需求同比下降幅度将在 20%-30%之间，降幅约为 1700 万桶/日左右的水平，为今年甚至是历史上表现最差的一个季度。如果疫情不进一步恶性扩散，从第三季度开始，需求可能会出现缓慢复苏，降幅收窄。2020 年全年世界原油需求预计将下降约 910 万桶/日，需求降幅达到 5%-10%。

图表 33.未来全球原油需求预测



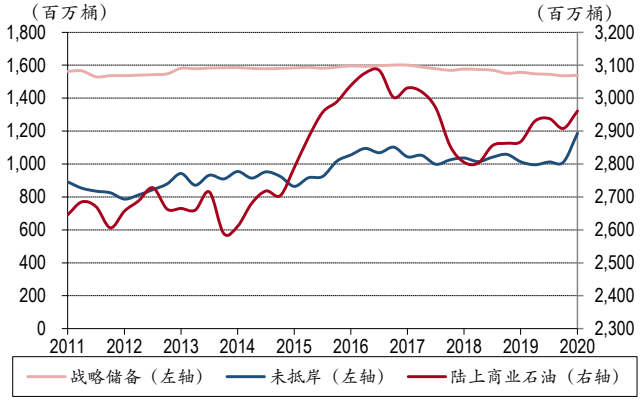
资料来源：OPEC、IEA、EIA，中银证券

图表 34.全球原油累积库存



资料来源：EIA，中银证券　　注：自 2020Q2 开始为预测值

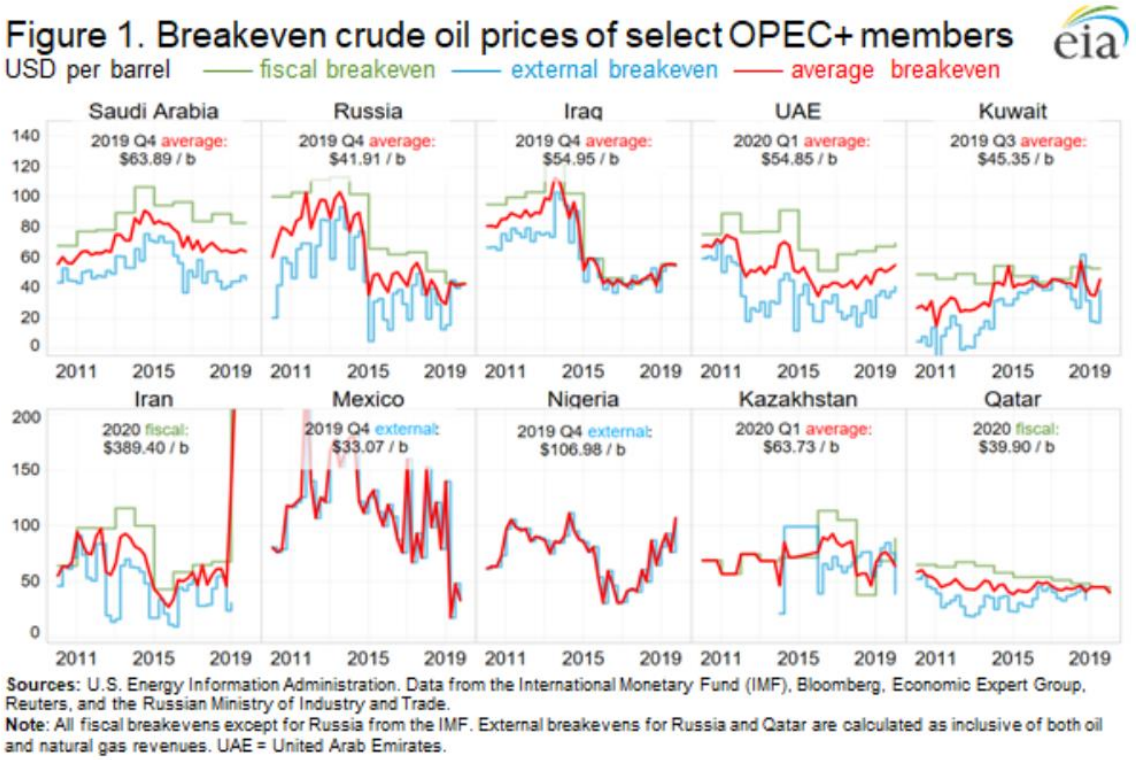
图表 35.OECD 地区石油库存



资料来源：OPEC，中银证券

预计 2020 年下半年油价将所有回升，预计到年底时可以回归至成本中枢附近。考虑到高库存和持续的经营情况恶化可能会迫使部分产油国、生产企业被动减产，另外，我们相信疫情最终将得到遏制并提振石油需求。基于以上判断，我们认为 2020 年二季度或已经是供需状况最差的阶段，后面供需双方大概率都将得到修复，油价逐步回归到理性水平。需求恢复非在旦夕之功，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。

图表 36.主要 OPEC+产油国的原油盈利平衡点

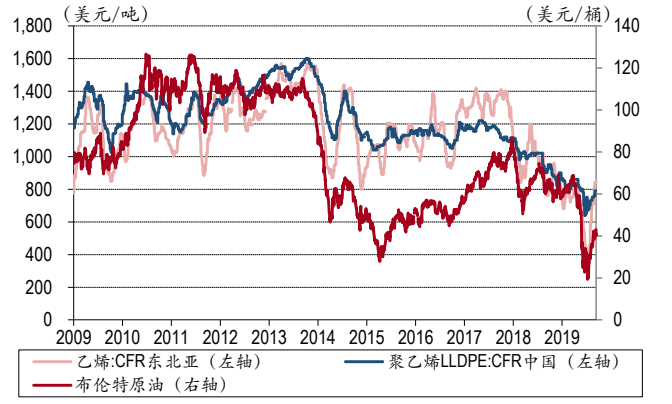


资料来源：EIA，中银证券

几乎所有能化产品的价格都与油价走势息息相关

几乎所有能化产品的价格走势都与油价走势存在不同程度的相关性。在我们选取的比较有代表性的几组产品中，处于产业链中上游的产品价格走势与油价的趋同性更强，而产品越靠近终端消费者，价格走势与油价之间的差异性越明显，受自身行业政策、供需格局变化的影响越大。

图表 37.油价和 C2 产品价格走势对比



资料来源：万得、金联创、中塑在线、中银证券

图表 38.油价和 C3 产品价格走势对比



资料来源：万得，中银证券

图表 39.油价和 C4 产品价格走势对比



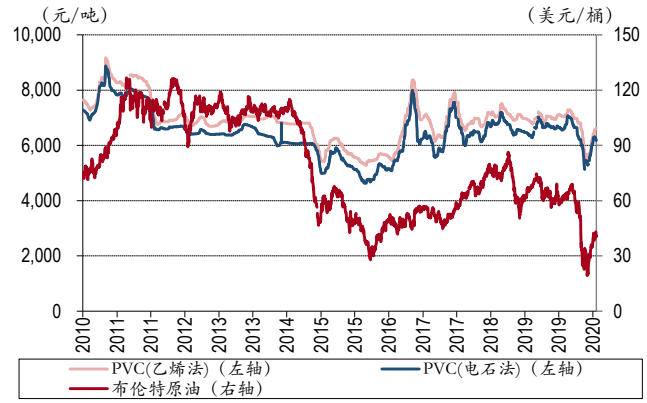
资料来源：万得，中银证券

图表 40.油价和聚酯产品价格走势对比



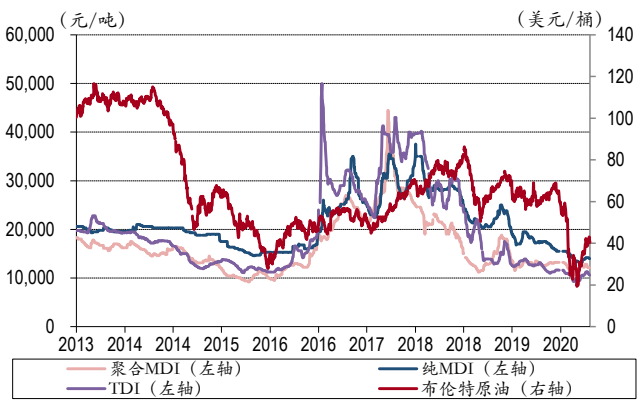
资料来源：万得、金联创、中银证券

图表 41.油价和 PVC 产品价格走势对比



资料来源：万得、中国氯碱网、中银证券

图表 42.油价和聚氨酯产品价格走势对比



资料来源：万得、隆众化工、中银证券

图表 43.油价和钛白粉产品价格走势对比



资料来源：万得、中银证券

图表 44.油价和化肥产品价格走势对比



资料来源：万得、隆众化工、中银证券

若油价反弹，短期内议价能力强的子行业盈利提升较为明显，中下游行业毛利率更容易受到挤压

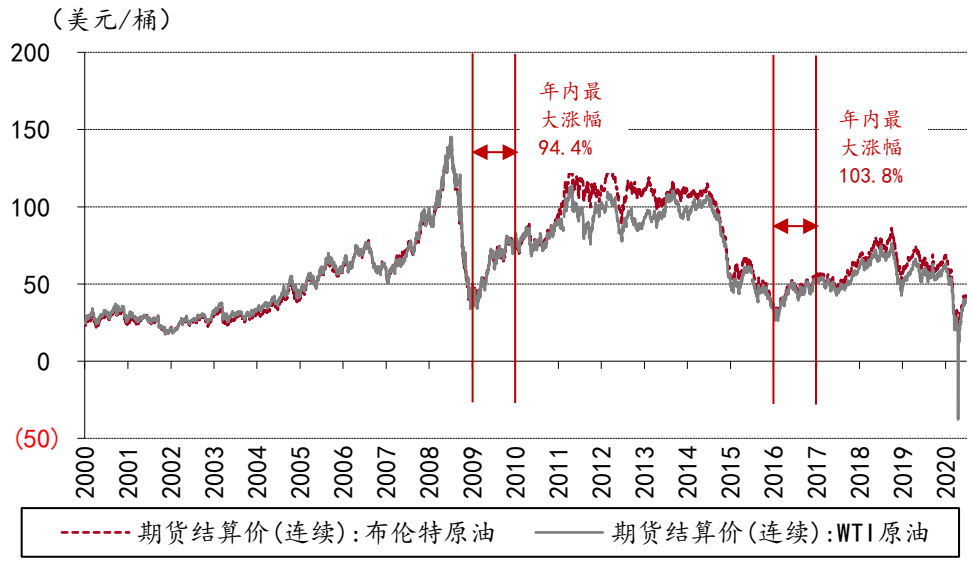
回顾过去十余年的油价走势，我们曾经在2009年和2016分别见证了两次油价暴跌后的大幅反弹，2009年和2016年的年内油价最大涨幅均在100%上下。梳理子行业和上市公司的毛利率变化趋势，尽管存在个体之间的经营差异，但还是可以从中发现一些共性的问题。（1）议价能力是核心竞争力，油价波动仅作为外部扰动因素来参考。典型的例子是纯碱行业，2009年国家推出“四万亿”刺激政策，基建类的产品需求大幅提升，行业的盈利能力得到显著改善。而到了2016年，供给侧结构性改革处于推进阶段，行业产能尚未能有效出清，尽管油价大幅上涨，但是并未能有效改善行业整体的盈利水平。一般来说，产品距离终端消费者比较近的领域，更容易取得相对较强的议价能力，一方面是价格传导机制导致成本变化存在时滞，而更重要的是，这类行业的产品价格受自身行业政策、供需格局变化的影响更大，比如2009年的化纤类企业、氯碱类企业，以及2016年的钛白粉行业。（2）在油价大幅反弹过程中，中游企业的毛利率比较容易受到挤压，典型的如石油加工企业。

2009年情况简要说明：采用申万化工分类，共筛选出行业上市公司131家，子行业23个。第四季度比第一季度毛利率提升的上市公司有79家，下降的有52家，占比分别为60%和40%。第四季度比第一季度毛利率提升的子行业有15个，下降的有8个，占比分别为65%和35%。131家公司第四季度比第一季度毛利率平均提升3.74个百分点。

2016年情况简要说明：采用申万化工分类，共筛选出行业上市公司278家，子行业31个。第四季度比第一季度毛利率提升的上市公司有141家，下降的有137家，占比分别为51%和49%。第四季度比第一季度毛利率提升的有子行业有14家，下降的有17家，占比分别为45%和55%。278家公司第四季度比第一季度毛利率平均提升0.76个百分点。

两次油价上涨期间，毛利率均出现持续改善的子行业包括：其他橡胶制品(申万)、石油贸易(申万)、无机盐(申万)、维纶(申万)、其他塑料制品(申万)、涂料油漆油墨制造(申万)。毛利率均出现下降的子行业包括：钾肥(申万)、磷肥(申万)、石油加工(申万)、纺织化学用品(申万)。

图表45.历史油价走势



资料来源：万得，中银证券

图表 46.2009 年化工子行业分季度毛利率变化

代码	证券简称	2009Q1(%)	2009Q2(%)	2009Q3(%)	2009Q4(%)	Q4-Q1
850336.SI	钾肥(申万)	77.38	48.53	53.82	49.30	(28.08)
850311.SI	石油加工(申万)	26.83	26.88	22.53	18.18	(8.64)
850211.SI	石油开采Ⅲ(申万)	39.06	40.83	39.95	33.56	(5.50)
850322.SI	氯碱(申万)	9.55	9.77	7.79	7.82	(1.72)
850332.SI	磷肥(申万)	3.02	8.50	2.69	1.82	(1.20)
850339.SI	其他化学制品(申万)	23.04	23.99	22.32	21.93	(1.11)
850344.SI	其他纤维(申万)	11.46	14.28	9.41	10.68	(0.78)
850338.SI	纺织化学用品(申万)	26.00	28.24	28.45	25.40	(0.60)
850333.SI	农药(申万)	16.90	19.53	16.27	17.46	0.56
850331.SI	氮肥(申万)	13.97	15.26	14.43	16.21	2.24
850335.SI	涂料油漆油墨制造(申万)	21.94	25.47	22.22	24.55	2.61
850341.SI	涤纶(申万)	8.53	12.29	8.31	11.67	3.14
850313.SI	石油贸易(申万)	5.37	9.68	8.64	9.19	3.82
850323.SI	无机盐(申万)	16.73	17.37	18.15	20.84	4.11
850351.SI	其他塑料制品(申万)	11.87	14.58	14.82	16.19	4.32
850337.SI	民爆用品(申万)	30.54	34.25	35.11	37.26	6.72
850334.SI	日用化学产品(申万)	23.85	33.99	30.11	31.98	8.13
850321.SI	纯碱(申万)	3.91	10.17	12.11	14.34	10.43
850361.SI	轮胎(申万)	11.77	21.45	20.04	25.46	13.69
850342.SI	维纶(申万)	4.11	13.23	16.76	17.95	13.85
850362.SI	其他橡胶制品(申万)	20.40	17.66	27.17	34.92	14.52
850343.SI	粘胶(申万)	-3.39	20.46	19.63	17.76	21.15
850345.SI	氨纶(申万)	3.13	14.48	22.20	28.45	25.32

资料来源：万得，中银证券

图表 47.2016 年化工子行业分季度毛利变化

代码	证券简称	2016Q1(%)	2016Q2(%)	2016Q3(%)	2016Q4(%)	Q4-Q1
850321.SI	纯碱(申万)	25.10	22.43	20.29	17.68	(7.42)
850338.SI	纺织化学用品(申万)	30.56	34.28	34.05	24.67	(5.89)
850352.SI	合成革(申万)	23.51	23.99	19.19	17.73	(5.77)
850336.SI	钾肥(申万)	41.76	49.64	31.56	36.02	(5.74)
850331.SI	氮肥(申万)	12.21	9.11	7.79	6.78	(5.42)
850372.SI	聚氨酯(申万)	18.74	22.05	24.58	13.91	(4.83)
850332.SI	磷肥(申万)	7.71	7.32	3.78	3.56	(4.15)
850334.SI	日用化学产品(申万)	25.21	22.14	22.23	21.22	(3.99)
850311.SI	石油加工(申万)	24.32	24.60	22.04	20.81	(3.51)
850343.SI	粘胶(申万)	14.37	15.31	15.34	11.55	(2.82)
850345.SI	氨纶(申万)	16.15	15.42	16.69	13.63	(2.53)
850353.SI	改性塑料(申万)	20.08	18.85	18.39	18.05	(2.03)
850383.SI	磷化工及磷酸盐(申万)	15.69	13.02	14.08	13.82	(1.87)
850333.SI	农药(申万)	20.13	17.86	16.20	19.07	(1.06)
850341.SI	涤纶(申万)	10.23	12.08	9.29	9.63	(0.60)
850337.SI	民爆用品(申万)	27.69	30.20	31.12	27.15	(0.53)
850361.SI	轮胎(申万)	11.71	11.32	14.26	11.63	(0.08)
850344.SI	其他纤维(申万)	8.34	8.13	7.76	9.03	0.69
850381.SI	复合肥(申万)	17.01	16.85	14.89	17.82	0.81
850362.SI	其他橡胶制品(申万)	32.11	38.97	36.43	33.66	1.55
850313.SI	石油贸易(申万)	2.43	4.33	5.07	4.11	1.68
850339.SI	其他化学制品(申万)	34.64	35.37	32.31	36.88	2.23
850323.SI	无机盐(申万)	28.81	29.57	30.64	31.09	2.28
850322.SI	氯碱(申万)	22.53	18.45	20.80	24.98	2.45
850382.SI	氟化工及制冷剂(申万)	14.20	19.01	18.66	17.08	2.88
850211.SI	石油开采Ⅲ(申万)	22.34	24.21	21.50	25.89	3.55
850342.SI	维纶(申万)	10.55	10.39	11.14	14.75	4.20
850351.SI	其他塑料制品(申万)	27.71	30.14	29.90	32.84	5.13
850363.SI	炭黑(申万)	17.00	18.94	23.95	24.52	7.52
850324.SI	其他化学原料(申万)	15.31	16.76	23.86	28.02	12.72
850335.SI	涂料油漆油墨制造(申万)	19.10	22.36	24.68	32.28	13.19

资料来源：万得，中银证券

图表 48.2009 年化工行业上市公司分季度毛利率涨幅 TOP20

代码	证券简称	2009Q1(%)	2009Q2(%)	2009Q3(%)	2009Q4(%)	Q4-Q1
600091.SH	ST 明科	(320.13)	(142.31)	(142.37)	14.05	334.18
000683.SZ	远兴能源	(8.40)	6.89	28.68	38.26	46.67
002064.SZ	华峰氨纶	(7.58)	14.65	25.97	31.68	39.26
002172.SZ	澳洋健康	(16.28)	39.70	25.36	21.45	37.73
600714.SH	金瑞矿业	7.49	14.96	(26.00)	43.88	36.39
000949.SZ	新乡化纤	(10.80)	24.10	18.96	18.41	29.21
600623.SH	华谊集团	5.94	21.42	17.61	35.00	29.06
600691.SH	阳煤化工	8.98	10.51	(5.02)	33.63	24.65
002145.SZ	中核钛白	(7.20)	21.97	5.01	16.79	23.99
002254.SZ	泰和新材	10.99	15.49	25.71	34.03	23.03
002002.SZ	鸿达兴业	(5.11)	(7.86)	(0.08)	16.98	22.08
600469.SH	风神股份	9.07	24.68	25.20	30.92	21.85
000818.SZ	航锦科技	(27.19)	(22.82)	(48.19)	(6.28)	20.91
600889.SH	南京化纤	(3.81)	15.37	25.66	14.85	18.66
000420.SZ	吉林化纤	2.78	6.51	16.35	21.25	18.48
000707.SZ	ST 双环	11.89	14.68	16.14	28.57	16.69
600096.SH	云天化	9.39	11.68	22.06	25.99	16.60
600486.SH	扬农化工	16.17	23.62	24.03	32.32	16.14
000565.SZ	渝三峡 A	23.33	23.56	28.57	38.84	15.52
600315.SH	上海家化	46.55	56.28	55.24	61.88	15.33

资料来源：万得，中银证券

图表 49.2016 年化工行业上市公司分季度毛利率涨幅 TOP20

代码	证券简称	2009Q1(%)	2009Q2(%)	2009Q3(%)	2009Q4(%)	Q4-Q1
600230.SH	沧州大化	5.33	22.73	33.72	53.69	48.36
000953.SZ	*ST 河化	(8.29)	(25.48)	(21.91)	32.49	40.78
600777.SH	新潮能源	9.08	7.20	24.33	49.80	40.72
000525.SZ	红太阳	17.57	12.05	10.68	54.20	36.64
300325.SZ	德威新材	10.71	14.69	13.76	42.40	31.69
000990.SZ	诚志股份	12.46	18.16	25.46	42.45	29.99
000881.SZ	中广核技	5.38	20.93	7.79	29.95	24.57
002470.SZ	金正大	15.57	12.71	14.10	39.29	23.73
002562.SZ	兄弟科技	29.64	32.56	32.44	53.09	23.46
002601.SZ	龙蟒佰利	17.65	27.05	22.60	36.35	18.70
000635.SZ	英力特	13.82	17.71	14.88	31.18	17.36
002145.SZ	中核钛白	13.18	23.92	32.42	28.20	15.02
603227.SH	雪峰科技	13.53	29.55	25.29	28.15	14.62
600378.SH	昊华科技	20.54	26.91	24.48	34.44	13.90
002648.SZ	卫星石化	15.36	15.85	24.34	28.57	13.20
002450.SZ	*ST 康得	38.82	36.09	36.47	51.26	12.45
002748.SZ	世龙实业	18.01	18.22	25.41	30.44	12.42
300174.SZ	元力股份	15.83	19.57	24.90	27.76	11.93
600714.SH	金瑞矿业	6.43	(17.92)	11.50	18.33	11.90
002109.SZ	兴化股份	4.53	10.28	3.70	16.04	11.51

资料来源：万得，中银证券

上市公司 2020Q1 业绩回顾：利润大幅下滑

根据申万化工分类，剔除掉部分主业脱离化工业务的上市公司，化工行业共 347 家上市公司，2019 年收入合计达 50,080.04 亿元，同比增长 2.82%。2020 年一季度受到疫情影响，收入有所下滑，当季度行业内上市公司实现营业收入为 9,727.65 亿元，同比下滑 18.11%。2019 年以来，由于下游需求端疲软及行业产能扩充，大部分化工产品价格有所下滑，行业盈利能力下降，2019 年化工行业上市公司实现归母净利润为 1,170.87 亿元，同比下滑 35.21%；2020 年一季度归母净利润亏损 28.03 亿元，同比大幅下滑 106.58%，中国石化当季度亏损 197.82 亿元给行业带来较大负面冲击。

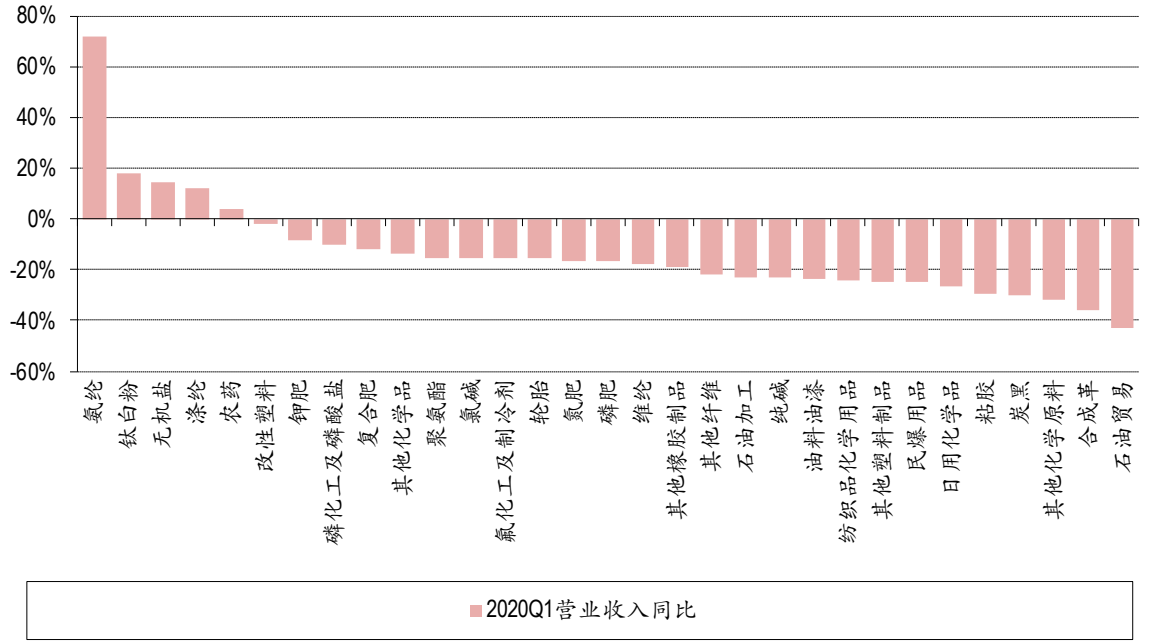
图表 50.化工板块经营数据分析

类别	2020Q1	2019 年	2019Q1	2018 年
营业收入（亿元）	9,727.65	50,080.04	11,879.17	48,705.85
收入增速(%)	（18.11）	2.82		
归母净利润（亿元）	（28.03）	1,170.87	426.07	1807.20
业绩增速(%)	(106.58)	（35.21）		

资料来源：万得，中银证券

各化工子行业营业收入趋势分化。在基础化工与石油化工共 31 个子行业中，进入 2020 年后，由于疫情影响，大部分化工子行业营业收入下滑，仅有氨纶、钛白粉、无机盐、涤纶、农药等行业营业收入实现正增长。

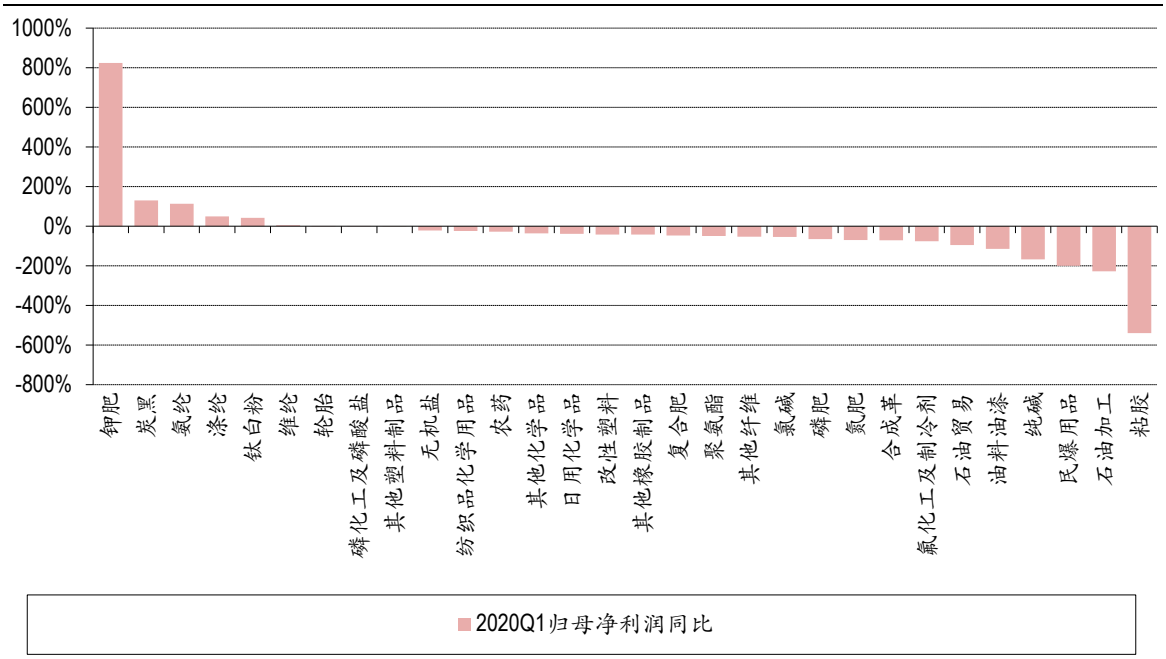
图表 51.化工子行业 2020 年一季度营业收入同比增长率比较



资料来源：万得，中银证券

化工子行业归母净利润表现各不相同。2020 年一季度由于疫情影响，大部分化工子行业利润下滑。仅有其他化学原料、钾肥、炭黑、氨纶、涤纶、钛白粉、维纶、轮胎、磷化工及磷酸盐实现归母净利润正增长。

图表 52.化工子行业 2020 年一季度归母净利润同比比较

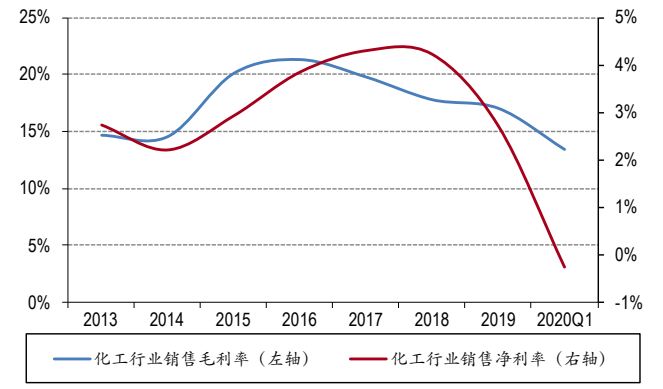


资料来源：万得，中银证券

盈利能力继续下滑

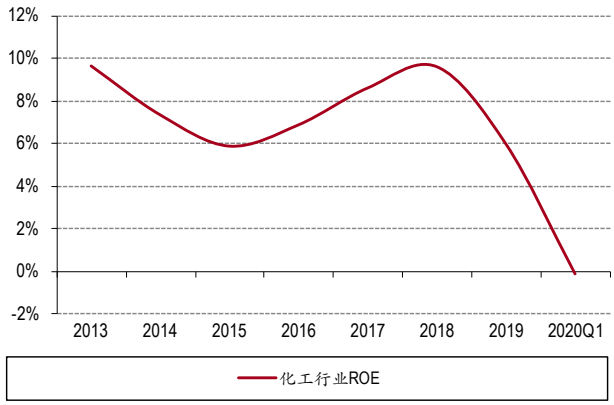
2019 年全行业毛利率、净利率分别为 17.08%、2.72%，同比分别下滑 0.76pct、1.52pct；2020Q1 行业毛利率、净利润分别为 13.47%、-0.26%，同比分别下滑 3.83pct、4.24pct。行业 ROE（摊薄）继续下滑，2019 年 ROE（摊薄）为 5.99%，同比下滑 3.65pct；2020Q1 ROE（摊薄）为-0.14%，同比下滑 2.35pct。

图表 53.近年化工行业毛利率、净利率走势



资料来源：万得，中银证券

图表 54.近年化工行业 ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

受到油价暴跌、全球疫情蔓延等影响，2020 年一季度行业多家企业出现亏损，根据我们统计，全行业 347 家企业中，共有 86 家企业出现亏损。其中，石油化工子行业企业亏损金额较大，中国石化亏损达到 197.82 亿元、上海石化亏损 12.02 亿元、华锦股份亏损 8.88 亿元。此外，纯碱行业 5 家上市公司都亏损，合计亏损 4.41 亿元。

图表 55.2020 年一季度化工子行业各指标及同比增长

板块名称	销售毛利率（%）	毛利率变动（%）	ROE（摊薄）（%）	ROE 变动（%）	应收账款周转率（次）	应收账款周转率同比（%）	存货周转率（次）	存货周转率同比（%）
石油加工	9.98	(6.77)	(2.69)	(4.73)	9.67	(22.97)	3.17	0.32
石油贸易	5.99	(0.34)	0.04	(1.00)	17.18	98.96	2.69	(20.25)
纯碱	16.23	(7.99)	(1.23)	(3.07)	4.50	(14.87)	1.82	(15.69)
氯碱	13.38	(1.64)	1.03	(1.33)	3.78	(13.84)	2.78	(31.09)
无机盐	31.20	(7.76)	1.78	(1.10)	1.17	3.73	1.09	(21.79)
其他化学原料	22.10	0.07	0.74	0.79	0.90	(25.60)	0.86	(34.80)
氮肥	13.13	(2.71)	0.70	(1.67)	7.85	(33.20)	2.21	(3.17)
磷肥	13.43	0.13	0.49	(0.86)	3.10	3.90	1.34	3.90
钾肥	37.44	1.97	10.44	10.77	2.08	(3.43)	0.84	(12.14)
复合肥	17.28	(1.95)	1.24	(1.16)	4.09	(8.98)	1.15	(11.89)
农药	28.18	(3.10)	1.85	(0.85)	1.14	(0.91)	0.90	(0.33)
钛白粉	37.85	3.25	5.17	1.17	1.86	(11.64)	0.97	(25.54)
日用化学品	33.64	4.58	1.60	(1.24)	1.21	(30.52)	1.04	(32.16)
油料油漆	31.57	1.90	(0.20)	(1.61)	0.47	(21.94)	0.95	(22.05)
民爆用品	26.25	3.00	(0.39)	(0.80)	0.33	(30.15)	1.46	(5.55)
纺织品化学用品	35.59	(2.49)	2.97	(1.51)	1.12	(9.68)	0.23	(18.38)
氟化工及制冷剂	12.04	(11.21)	0.72	(2.32)	2.24	9.50	1.76	(8.00)
磷化工及磷酸盐	12.54	(0.88)	0.57	(0.04)	2.87	(23.43)	1.37	(7.23)
聚氨酯	17.90	(5.10)	2.61	(2.86)	2.77	(19.37)	1.60	(27.80)
其他化学品	21.07	0.69	1.21	(0.96)	1.19	(5.25)	1.21	(23.87)
涤纶	15.29	7.90	3.21	0.63	10.64	(19.61)	1.12	(42.61)
维纶	4.13	0.87	0.96	0.01	4.87	65.01	1.42	(7.52)
粘胶	14.22	2.14	(1.01)	(0.86)	1.43	(42.42)	0.87	(33.04)
氨纶	22.35	3.11	2.66	0.17	1.49	(27.08)	0.96	(40.99)
其他纤维	14.45	(1.00)	1.95	(2.53)	2.08	24.37	1.59	(29.16)
合成革	25.11	0.22	0.37	(0.92)	1.26	(18.87)	0.83	(34.18)
改性塑料	15.93	0.73	1.66	(1.31)	1.41	4.11	1.26	(27.39)
其他塑料制品	18.79	0.71	(0.31)	(0.05)	0.61	(5.38)	1.03	(3.75)
轮胎	22.22	2.64	1.92	(0.12)	1.38	(5.56)	1.13	(23.05)
其他橡胶制品	30.34	(0.49)	1.19	(0.99)	0.48	(24.69)	0.87	(26.39)
炭黑	13.12	4.54	0.25	1.09	1.08	(8.88)	1.33	(33.96)

资料来源：万得，中银证券

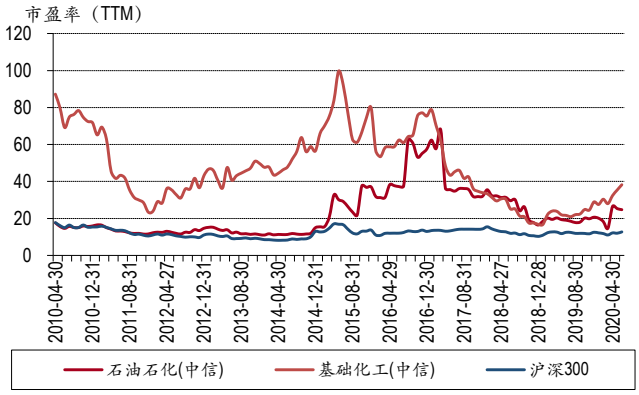
图表 56.化工子行业 2019 年和 2020Q1 同比上升的板块

上升的指标	板块名称
销售毛利率	维纶、轮胎、涤纶、油料油漆、氨纶、粘胶、改性塑料、钛白粉、民爆用品、合成革、日用化学品
净资产收益率	氨纶、涤纶、维纶、钛白粉
存货周转率	石油加工
应收账款周转率	无

资料来源：万得，中银证券

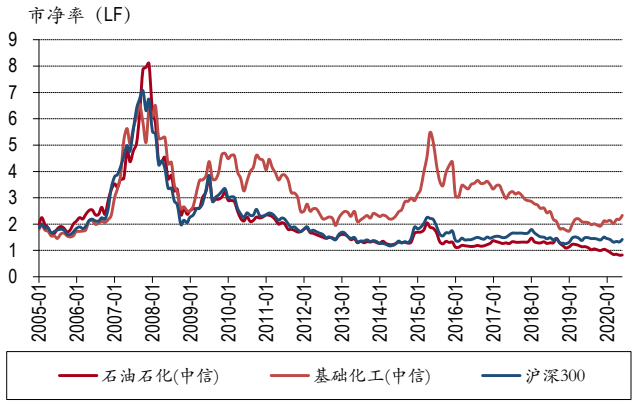
估值水平处于底部位置。经过持续调整，行业估值整体下行，截至 2020 年 6 月 24 日，石油化工和基础化工动态 PE 分别为 24.72、38.21，动态 PB 分别为 0.83、2.33，估值分位较低，存在修复空间。

图表 57.板块市盈率处于较低水平



资料来源：万得，中银证券

图表 58.板块市净率处于较低水平



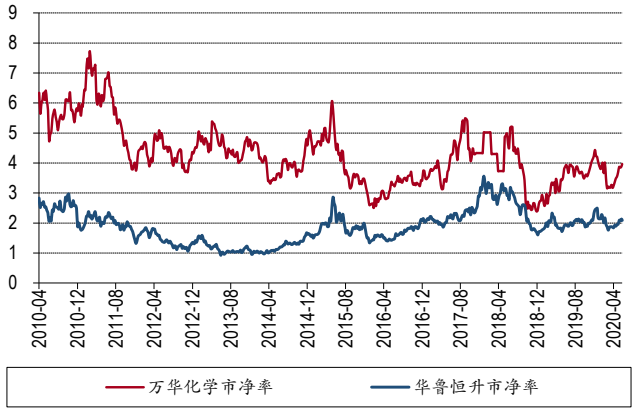
资料来源：万得，中银证券

图表 59.万华化学和华鲁恒升市盈率（TTM）走势



资料来源：万得，中银证券

图表 60.万华化学和华鲁恒升市净率（TTM）走势



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。内外需走弱叠加油价暴跌，化工产品价格跌至谷底，上市公司一季度盈利创多年新低。

但是展望下半年，我们认为可以乐观一些。

需求端来看，随着疫情逐渐受到控制，下游汽车等行业触底回暖，总体经济环境或将呈现国内较强复苏、海外弱复苏的情况。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。

供给端仍然延续我们之前提出的分化趋势。疫情使得 2020 年上半年全行业固定资产投资增速大幅放缓，但上市公司一季报显示部分优势企业仍在扩产。受到园区、环保、安监、资金等各方面影响，行业以及未来扩产更多集中于优势龙头企业。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。展望下半年，我们认为油价大幅上行不具备需求基础，但大跌亦概率很小。

从估值的角度，截至 2020 年 6 月 24 日，石油化工和基础化工动态 PE 分别为 24.72、38.21，动态 PB 分别为 0.83、2.33。石油化工 PB 连创历史新低，基础化工同样处于底部区域，存在修复空间。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。

重点关注以下投资主线：

1、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**扬农化工、联化科技、利尔化学**。二是维生素供给端格局优化，推荐**新和成**，关注**浙江医药**。三是减水剂行业集中度提升，推荐**苏博特**。

2、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、飞凯材料等，关注雅克科技、光威复材、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。

3、民营大炼化陆续投产。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。

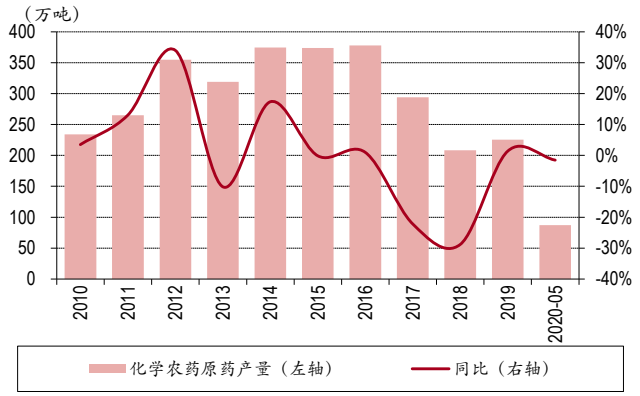
4、行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。长期推荐万华化学、华鲁恒升。

集中度提升，供给格局优化

农药竞争格局优化，关注龙头新增产能

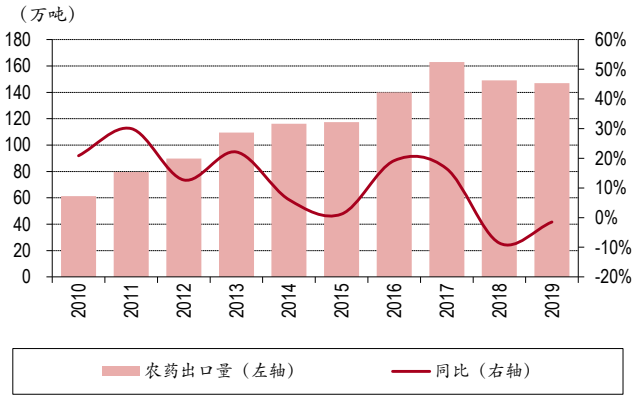
农药出口量承压。自 2016 年下半年开始，从中央到地方保持安全重问责、环保严监管的高压态势。我国 2018 年化学农药产量为 208.30 万吨，同比减少 28.79%。2019 年虽然受到盐城事故影响，不过各地农药企业陆续复产，2019 年农药原药产量为 225.40 万吨，同比增长 1.40%。2019 年原药出口为 147 万吨，同比下滑 1.50%。

图表 61.我国农药产量



资料来源：万得，中银证券

图表 62.我国农药出口情况



资料来源：万得，中银证券

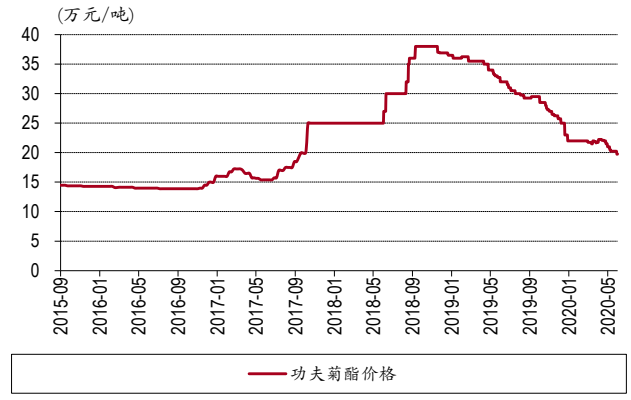
农药合成污染大、对环保要求高。并且随着小企业的退出，龙头企业通过扩产来抢占市场份额。行业龙头公司扬农化工和利尔化学有较大的资本开支及多个投扩产计划，这为公司盈利的长期增长奠定了基础。扬农化工如东三期项目获环评通过，2020 年有望逐步达产；利尔化学 2019 年广安基地草铵膦产能陆续投产，贡献了较大收入增量。此外，从成本角度，利尔化学投资建设的 15,000 吨/年甲基二氯化磷项目投产后有望进一步降低成本，提高竞争优势。联化科技的江苏基地有望复产，此外，在台州德州等多个基地持续扩张带来业绩增量。**继续推荐扬农化工、联化科技、利尔化学等公司。**

图表 63.草铵膦分企业产能

公司	名义产能（吨）	在建情况
拜耳化学	12,000	
利尔化学	12,000	拟建 2 万吨/年 L-草铵膦装置
石家庄瑞凯	3,000	5000 吨/年产能在建
永农生物	5,000	
济宁天盛	2,000	
威远生化	2,000	
乐斯化学	1,000	
江苏皇马农化	800	

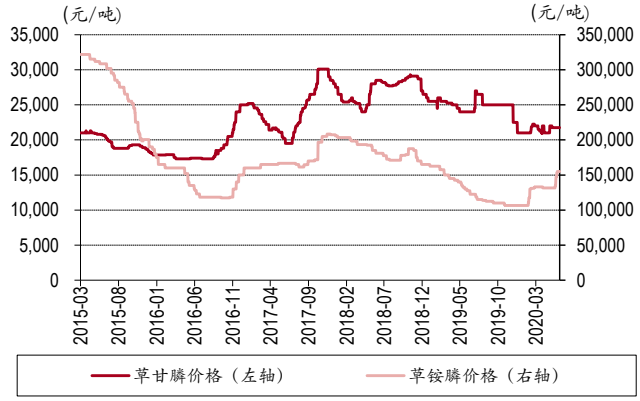
资料来源：百川资讯，中银证券

图表 64.功夫菊酯价格走势



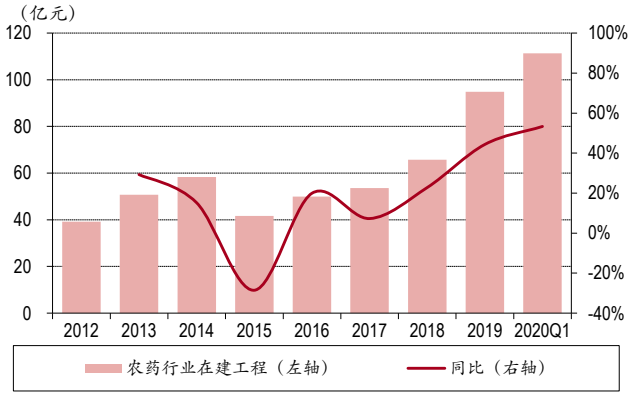
资料来源：卓创资讯，中银证券

图表 65.草铵膦和草甘膦价格走势



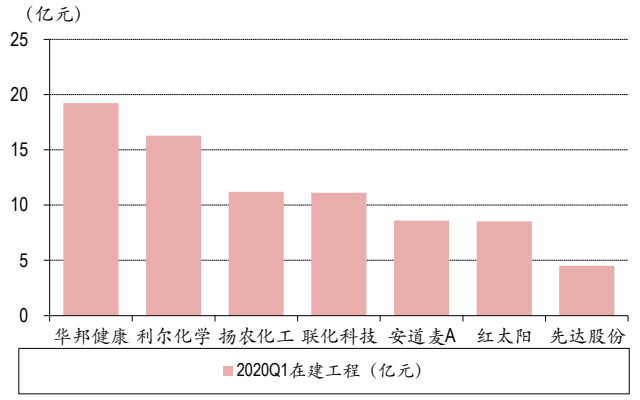
资料来源：百川资讯，中银证券

图表 66.农药行业在建工程走势



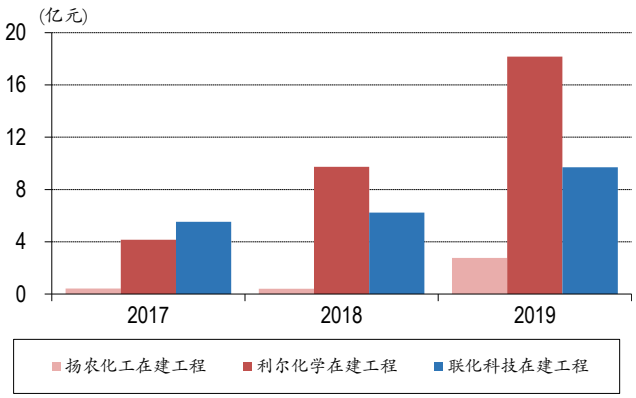
资料来源：万得，中银证券

图表 67.农药上市公司在建工程



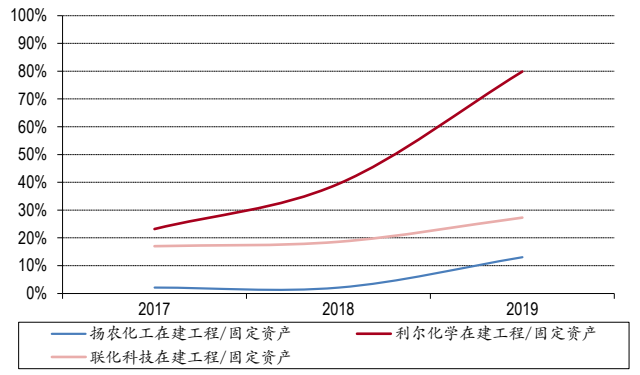
资料来源：万得，中银证券

图表 68.三家公司在建工程情况



资料来源：万得，中银证券

图表 69.三家公司在建工程/固定资产

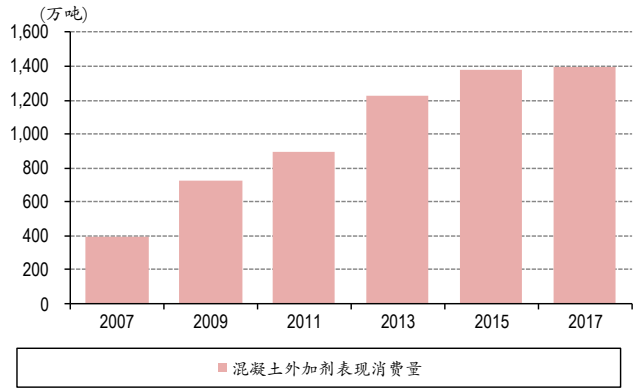


资料来源：万得，中银证券

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

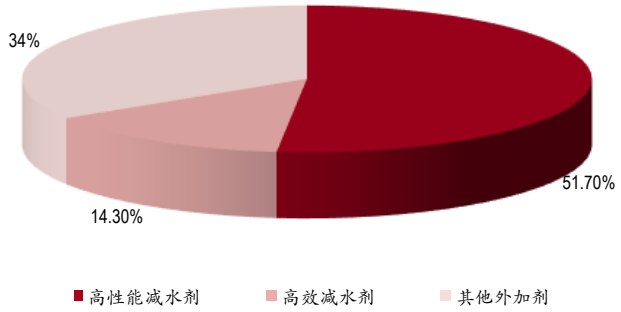
根据中国建筑材料联合会数据，2017 年我国商品类混凝土外加剂需求为 1,399.10 万吨，折合销售额为 478.60 亿元，近 10 年的平均复合增长率为 13.49%，其中高性能减水剂占比超过 50.00%。

图表 70.2007-2017 年我国混凝土外加剂需求量（商品类）



资料来源：中国建筑材料联合会，中银证券

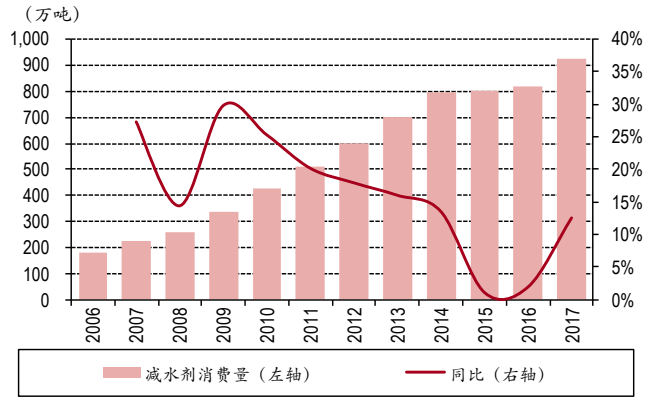
图表 71.2017 年各种混凝土外加剂使用量占比



资料来源：中国建筑材料联合会，中银证券

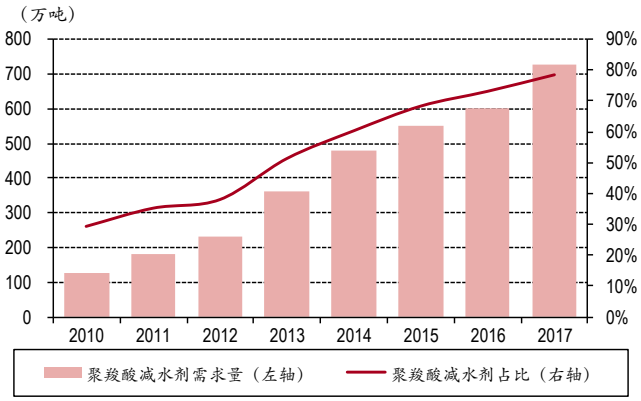
三代减水剂渗透率大幅提升。根据中国混凝土网数据，聚羧酸减水剂占减水剂消费总量的比重从 2006 年的 8.40%上升到 2017 年的 78.56%。2017 年聚羧酸减水剂需求量为 725.43 万吨，同比增长 20.86%。**这主要源于大部分基建工程有混凝土泵送施工需要，且三代减水剂合成过程较为环保。**

图表 72.历年减水剂需求量



资料来源：中国混凝土网，中银证券

图表 73.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。

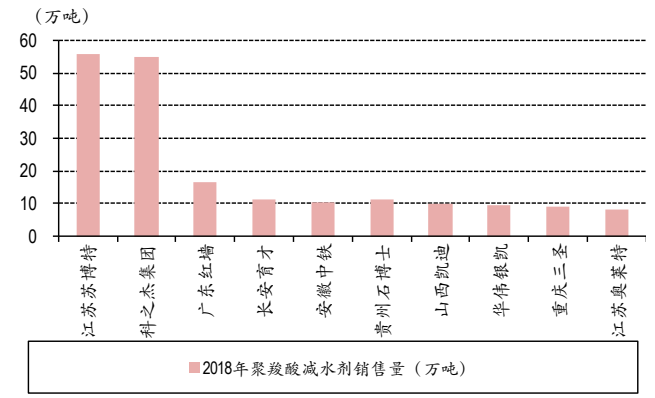
图表 74.混凝土外加剂行业竞争格局

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：公司招股说明书，中银证券

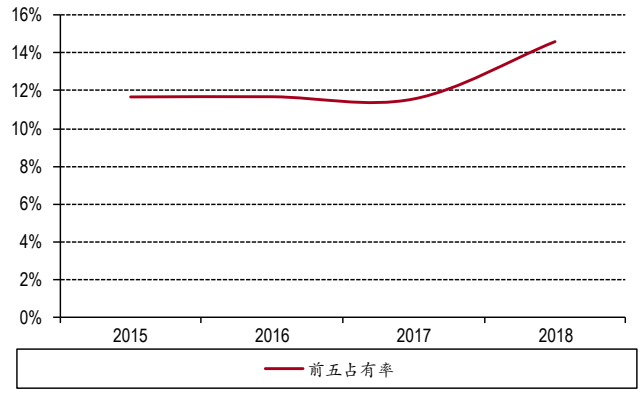
根据中国混凝土网站数据，2018 年聚羧酸减水剂市场 CR5 为 14.62%，同比增加 3.08 个百分点，行业集中度仍然较低。行业前两大企业为江苏苏博特和垒知集团旗下的科之杰，按照聚羧酸减水剂 20%浓度计算，2018 年聚羧酸减水剂销量分别为 55.89 万吨、55.00 万吨，市占率分别为 5.48%、5.39%，与第三名拉开较大差距。

图表 75.2018 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

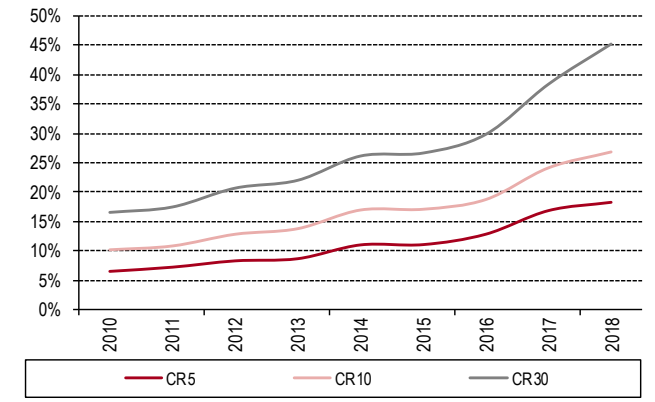
图表 76.行业前五的市占率走势



资料来源：中国混凝土网，中银证券

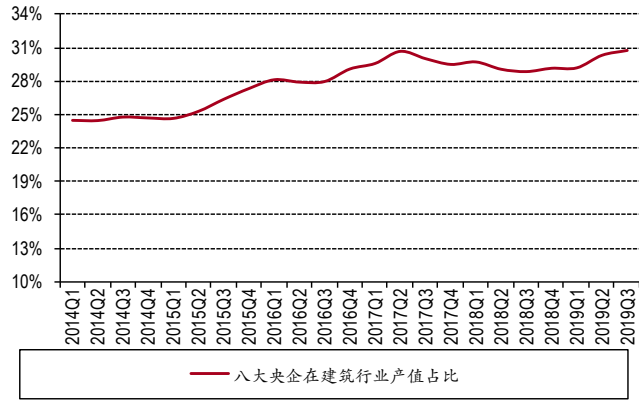
房地产行业和基建行业集中度提升，集中采购趋势更加明显。集中采购可发挥规模经济优势，利于企业管控成本，提高企业效益，与供应商签订长期战略合作协议可以保障稳定充足且可靠的产品供应。较大的客户对减水剂企业提出更高要求，包括产品质量和资金实力，传统的小企业没有资金实力应对规模较大的订单，而上市减水剂龙头则资金优势明显，得以顺利进入大房企集采名单。没有进入集采名录的企业后续可能会慢慢退出市场。

图表 77.房地产公司集中度提升



资料来源：万得，中银证券

图表 78.八大建筑央企收入占比



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。

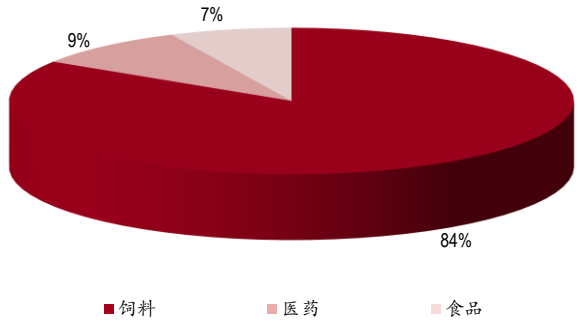
总体看，苏博特相比同行的优势在于研发实力与服务能力强，产品附加值高，可获取比同行更高的毛利率。后续若公司两大基地产能投放，高性能减水剂产能翻番，可支撑未来三年业绩持续增长。此外，**当前基建投资需求提升，公司深度绑定大央企，订单增长有望高于行业。重点推荐苏博特。**

维生素需求环比现改善，行业格局向好

维生素 A：需求环比现改善

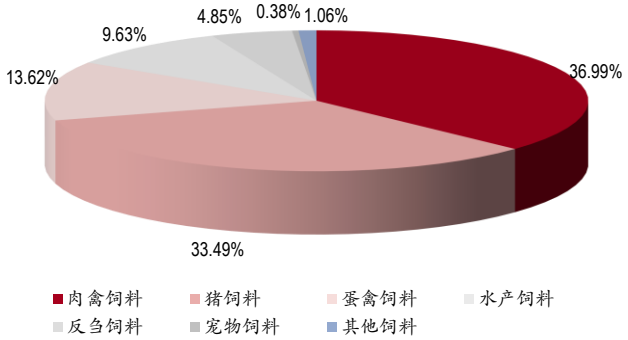
根据中国产业信息网数据，维生素 A 主要下游为饲料领域，占比接近 84%。2019 年全国饲料总产量 22,885.41 万吨，同比下降 3.69%。分品种看，肉禽饲料 8,464.80 万吨，同比增长 20.97%，占比 36.99%；猪饲料 7,663.18 万吨，同比下降 26.62%，占比 33.49%；蛋禽饲料 3,116.62 万吨，同比增长 9.56%，占比 13.62%。

图表 79.维生素 A 下游需求结构



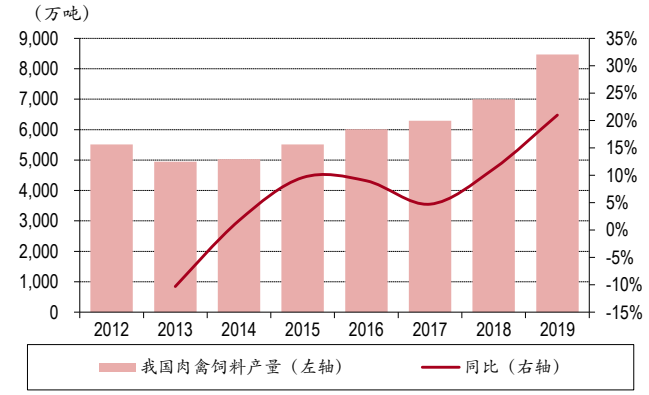
资料来源：中国产业信息网，中银证券

图表 80.2019 年我国饲料分类



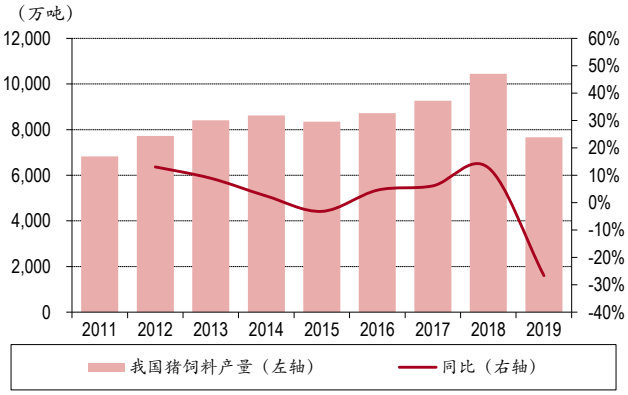
资料来源：中国饲料工业协会，中银证券

图表 81.肉禽饲料产量持续增长



资料来源：中国饲料工业协会，中银证券

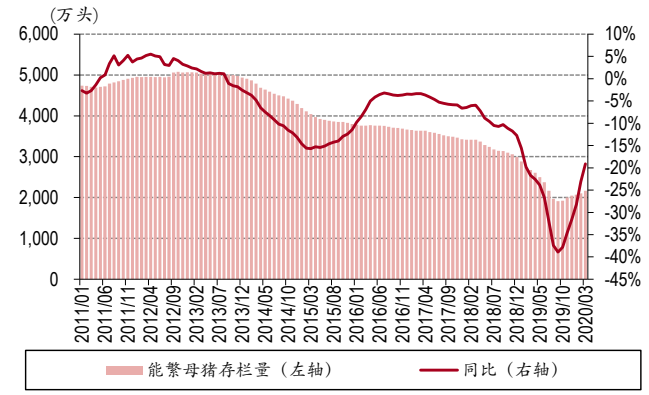
图表 82.猪饲料产量有所下滑



资料来源：中国饲料工业协会，中银证券

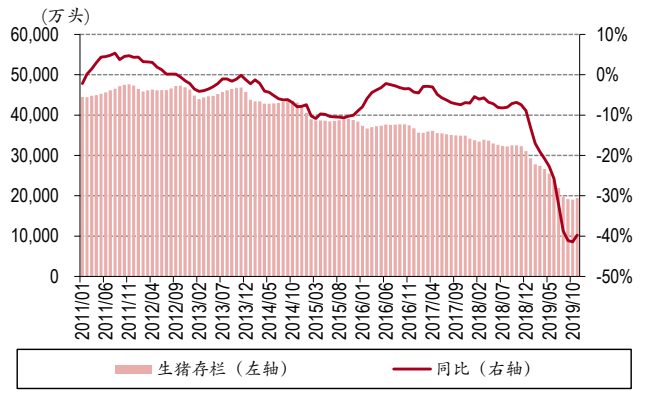
非洲猪瘟对生猪存栏量影响较大，环比现改善。受到非洲猪瘟影响，我国生猪和可繁母猪存栏量持续下降，一定程度上影响了上游饲料需求。但从最新数据来看，环比出现改善。根据国家统计局数据，截止到 2020 年 3 月，可繁母猪存栏量为 2,164 万头，同比下滑 19.10%，环比增长 2.80%。

图表 83.能繁母猪存栏量环比改善



资料来源：国家统计局，中银证券

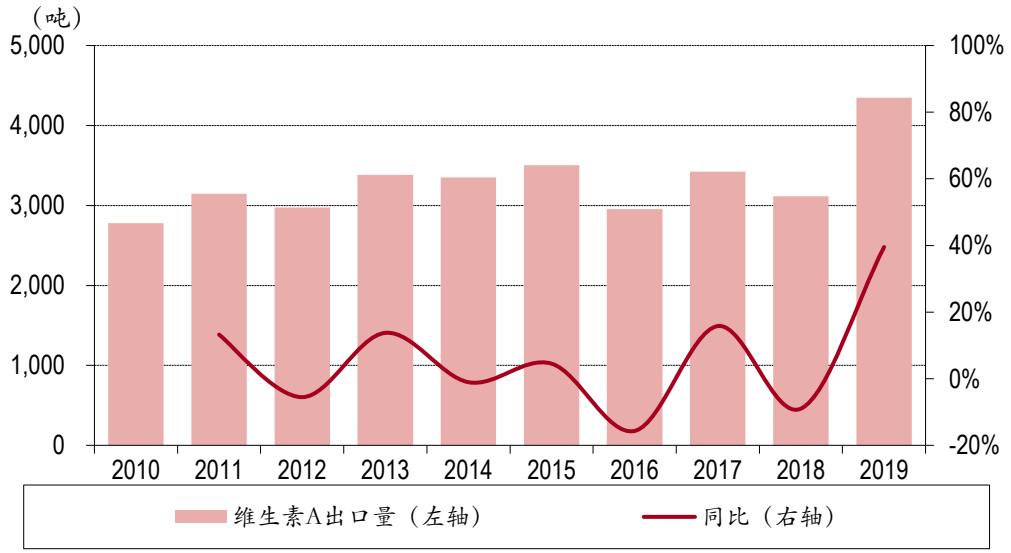
图表 84.生猪存栏量环比现改善



资料来源：国家统计局，中银证券

维生素 A 出口增速回升。从全球供应链角度，2019 年受巴斯夫德国工厂阶段性停产等影响，全球供应缺口主要由国内企业的增产增加出口来弥补。2019 年我国维生素 A 出口量为 4,347.57 吨，同比增长 39.51%，其中德国和美国占比 24%和 21%。

图表 85.维生素 A 出口增速较快



资料来源：海关总署，中银证券

维生素 A 行业供给寡头垄断。根据百川资讯统计，2019 年全球维生素 A 产能约 3.6 万吨（折算为 50 万 IU，下同），产量约 2.37 万吨。由于维生素 A 具备较高的技术壁垒，全球仅有六家厂商生产，行业集中度较高。而从地域分布来看，欧洲产能约占到六成。

根据博亚和讯统计，预计 2019 年国内维生素 A 产量 9,700 吨，出口 5,500 吨，比 2018 年增长 1,200 吨，国内消费量 4,600 吨。

图表 86.全球维生素 A 产能分布

公司	产能所处区域	2017 年产量	2018 年产量	产能（吨/年）	备注
新和成	中国浙江	5,500	5,000	10,000	
帝斯曼	瑞士、中国	6,500	6,800	7,500	新增 1,500 吨/年，预计 2021 年投产
巴斯夫	德国、中国	5,600	3,600	6,000	新增 1,500 吨/年产能在建
浙江医药	中国浙江	2,000	1,750	5,000	规划 1,000 吨/年
安迪苏	欧洲	4,200	3,700	5,000	
金达威	中国福建	2,200	2,000	2,900	《年产 800 吨维生素 A 油和年产 200 吨维生素 D3 油项目》项目于 2018 年 6 月 6 日通过环评

资料来源：博亚和讯，中银证券

柠檬醛是合成维生素 A 关键中间体，对维生素 A 价格影响较大。如果将维生素 A 生产工艺简单化，Roche 路线和 BASF 路线都是以 β-紫罗兰酮为起始原料进行后续合成反应的，而 β-紫罗兰酮是通过柠檬醛制备。因此配套柠檬醛产能成为维生素 A 生产的关键之一。目前，全球柠檬醛主要由巴斯夫、新和成和日本 Kuraray 公司生产，产能主要位于欧洲。柠檬醛的供给情况直接影响到维生素 A 的价格。例如，2016 年上半年巴斯夫公司柠檬醛减产导致原料供应不足，导致当年维生素 A 价格大幅上涨；2017 年下半年巴斯夫柠檬醛厂遇到不可抗力，再次导致行业供应紧张。

新和成已实现柠檬醛自给：公司目前已具备柠檬醛产能 8,000 吨/年，可以实现 VA 原料柠檬醛的自我配套，不仅可以降低成本，而且可以减轻原料供应市场波动对公司 VA 生产的影响。

图表 87.全球柠檬醛产能分布

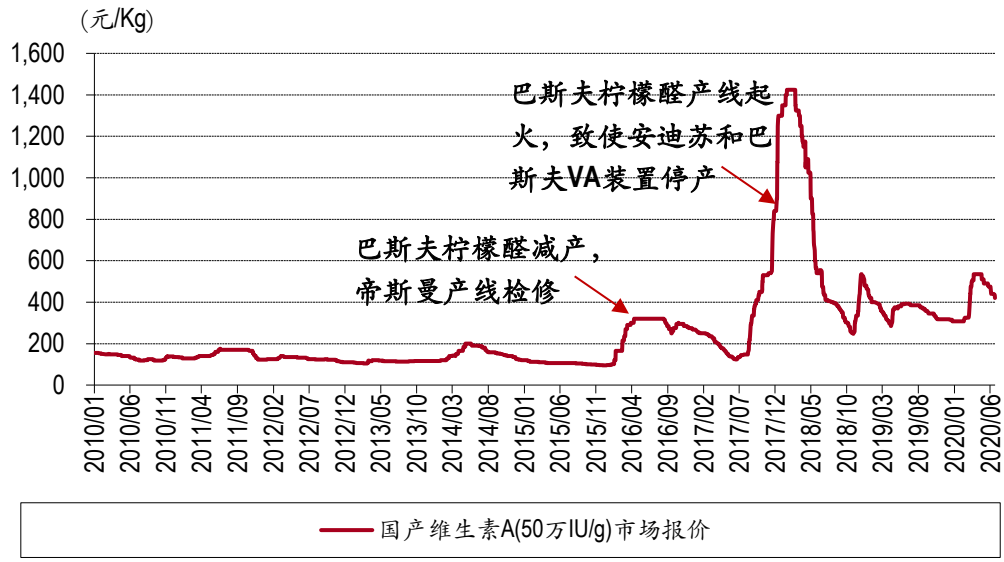
公司	所在区域	现有产能（吨/年）	备注
巴斯夫	德国、马来西亚	40,000	
新和成	浙江	8,000	
Kuraray（可乐丽）	日本	3,000	
万华化学	山东	/	万华化学 4 万吨/年柠檬醛及衍生物项目

资料来源：中国产业信息网，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，行业景气度有望上行。

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 88.2010 年至今维生素 A 价格走势

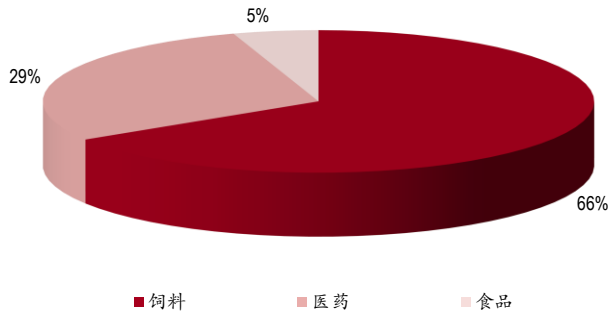


资料来源：万得，中银证券

维生素 E：供给格局向好

维生素 E 主要下游为饲料领域，占比接近 66%，同时 29%应用于医药行业。根据奥特奇预测，受益于化妆品（复合增速 7%以上）与膳食补充（复合增速 4%以上）等领域的增长，2016-2024 年维生素 E 市场需求平均复合增速为大于 3.50%，预计到 2024 年终端产品销售将超过 24 亿美元。

图表 89.维生素 E 下游需求结构



资料来源：博亚和讯，中银证券

图表 90.全球维生素 E 市场判断

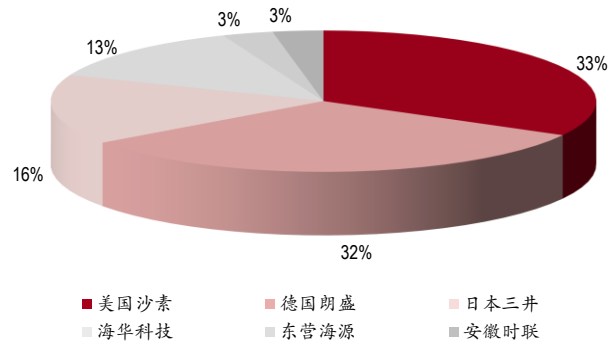


资料来源：奥特奇，中银证券

根据博亚和讯统计，2019 年全球维生素 E 产能约 13 万吨（以维生素 E 油计，下同），全球需求约 7.4 万吨，其中中国国内需求约 1.2 万吨。

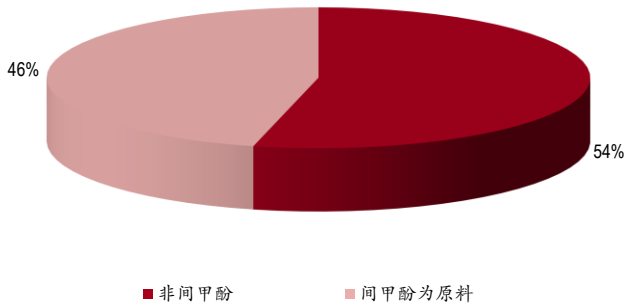
中间体间甲酚反倾销价格或上涨：中国商务部发布公告称，决定自 2019 年 7 月 29 日起，对原产于美国、欧盟、日本的进口间甲酚进行反倾销立案调查。根据间甲酚产业反倾销调查申请书，2017 年与 2018 年我国间甲酚总进口量分别为 4,879 吨与 6,641 吨，进口量分别占需求量的 40%与 48%。若后续间甲酚价格上涨，将抬升间甲酚路线维生素 E 生产成本。

图表 91.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 92.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。

图表 93.全球维生素 E 产能分布（折维生素 E 油计）

公司	所在区域	2017 年产量	2018 年产量	产能（吨/年）	工艺路线备注
帝斯曼	荷兰	15,000	14,000	30,000	间甲酚为原料
浙江医药	浙江	17,500	19,000	20,000	间甲酚为原料
巴斯夫	德国	14,000	7,000	20,000	
能特科技	湖北	10,000	17,500	30,000	以对二甲苯为原料，生产三甲基氢醌
新和成	浙江	16,500	15,500	20,000	采用异氟尔酮路线合成三甲基氢醌
吉林北沙	吉林	6,200	4,500	10,000	间甲酚为原料
合计		-	-	**130,000**	

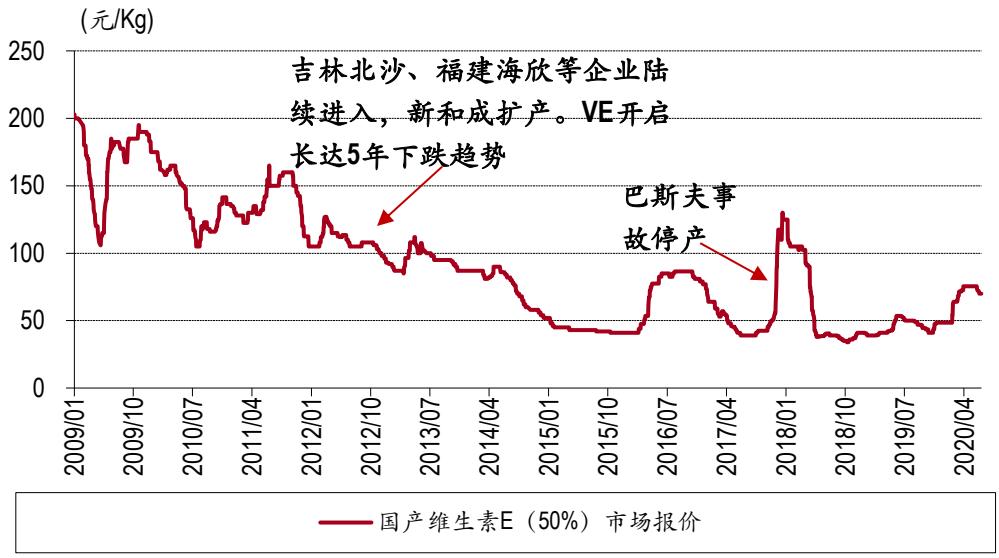
资料来源：博亚和讯，中银证券

维生素 E 价格底部企稳，价格有望上行。维生素 E 行业经过多年整合后，形成以帝斯曼、巴斯夫、新和成和浙江医药等主要供应商的格局。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。而近期维生素 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。

维生素行业需求现环比改善，供给格局向好，推荐国内维生素行业龙头新和成，关注浙江医药。

图表 94.2009 年至今维生素 E 价格走势



资料来源：万得，中银证券

民营大炼化投产

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，而温和小幅上行的概率较大。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。民营炼化项目大多具备一定的规模优势，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。推荐民营大炼化几大龙头企业。

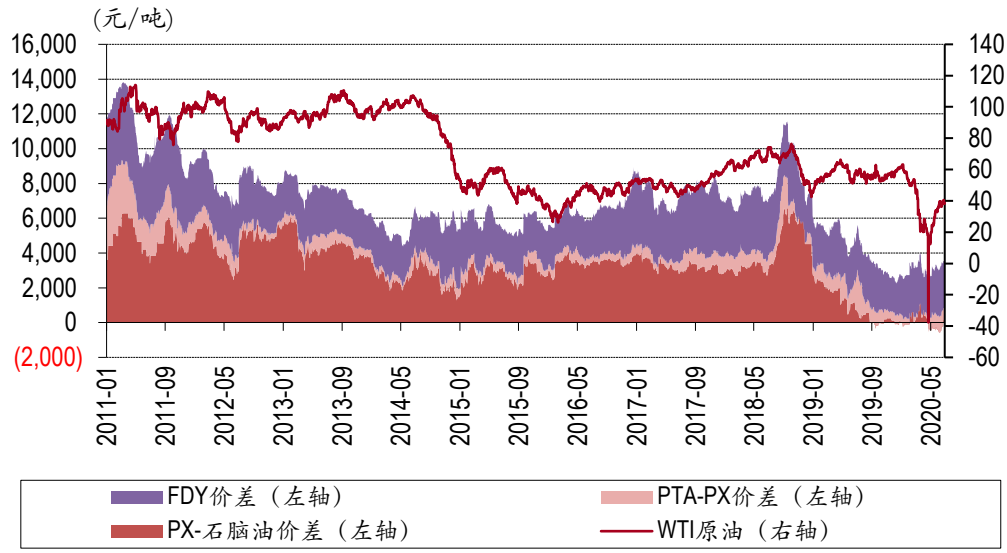
图表 95.民营炼化项目情况

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

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触底回暖。

图表 96.产业链各产品价差与油价走势



资料来源：中纤网，百川资讯，中银国际证券

自主可控，进口替代—新材料新产品迎来发展良机

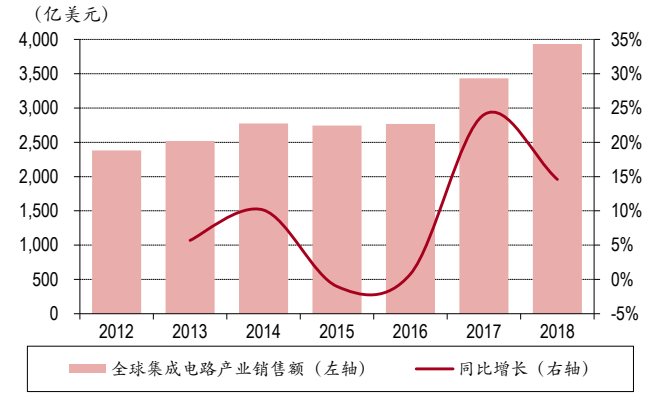
受益国内外产业大发展，上游电子材料发展或提速

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

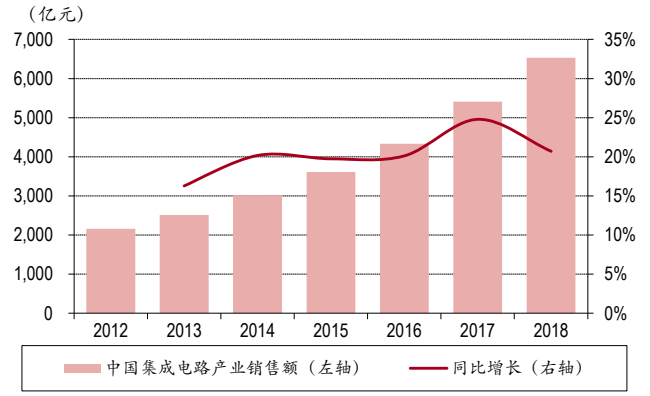
首先，下游芯片需求的增长：随着 5G、物联网、人工智能、智能驾驶、云计算和大数据、机器人和无人机等新兴领域蓬勃发展，对芯片的需求持续提升。

图表 97.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

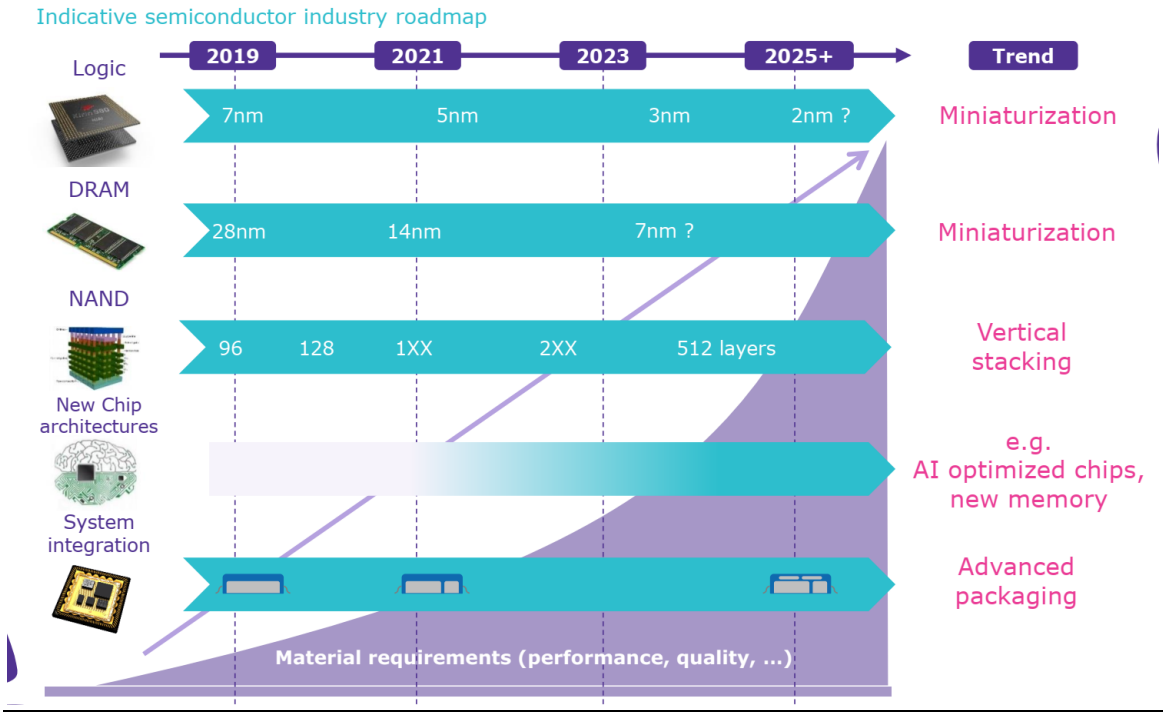
图表 98.中国集成电路产业销售额



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 99.半导体产业发展路径

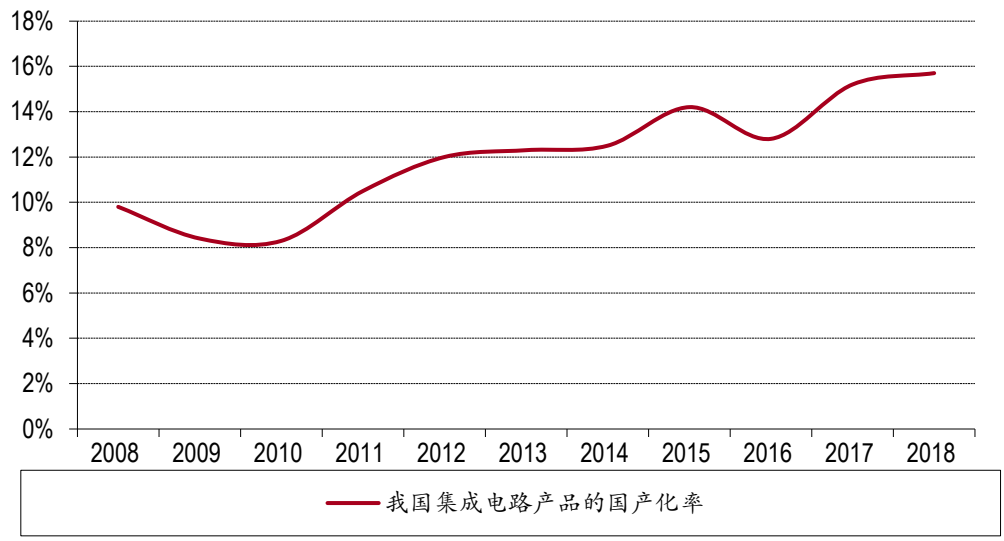


资料来源：versum material，中银证券

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，约占全球集成电路市场的 40%。但国产半导体集成电路市场规模较小，2018 年自给率约为 16%。

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 100.我国集成电路国产化率缓慢上升



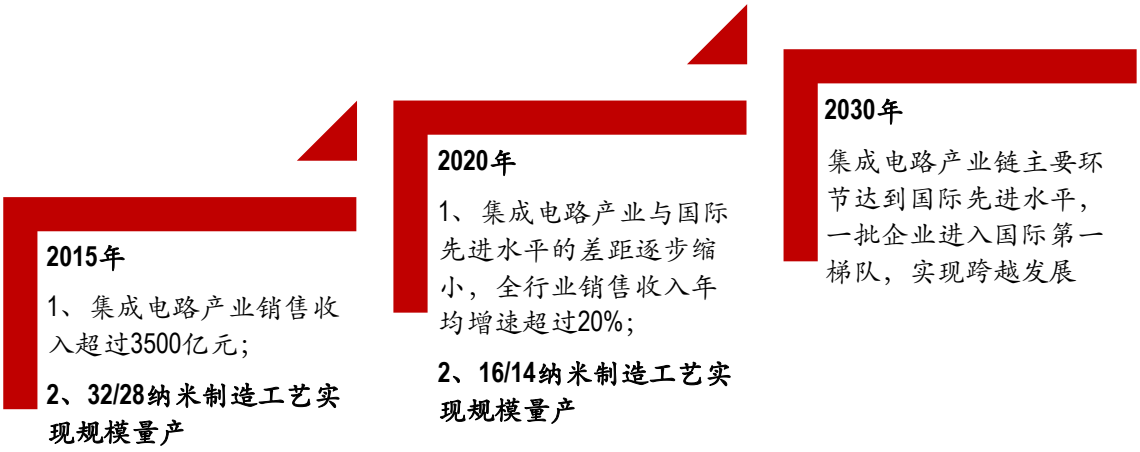
资料来源：中微公司公告，中银证券

图表 101.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。

资料来源：中芯国际招股书，金宏气体招股书，中银证券

图表 102.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

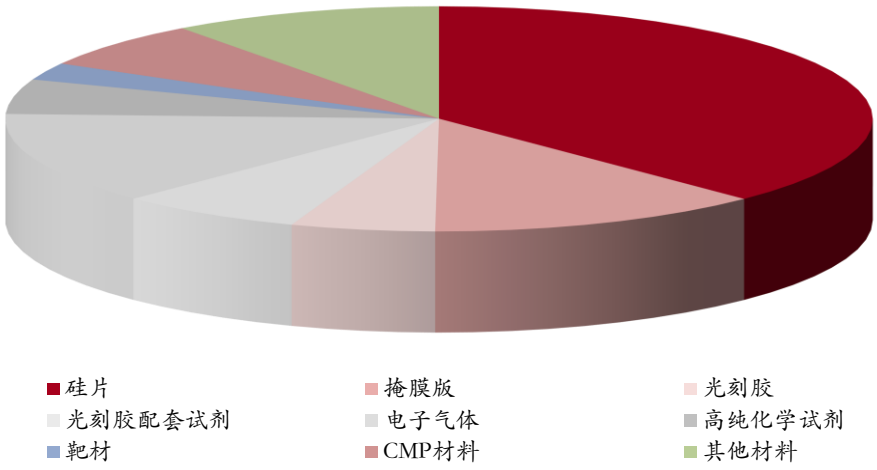
从半导体材料市场空间来看，根据 SEMI 统计，2019 年全球半导体材料市场空间为 521.4 亿美元，同比下降 1.1%；中国（不含港澳台地区）为 86.9 亿美元，同比增长 1.9%。据中国电子材料行业协会统计，2019 年中国半导体材料市场规模 81.90 亿美元，同比 2018 年的 84.92 亿美元下降 3.56%，其中晶圆制造材料市场规模 27.62 亿美元，同比 2018 年的 28.17 亿美元下降 1.95%；封装材料市场规模 54.28 亿美元，同比 2018 年的 56.75 亿美元下降 4.35%。随着国内半导体产业链的快速发展，国内优秀材料企业迎来发展良机。

图表 103.2018-2019 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 104.晶圆制造领域材料销售规模具体占比

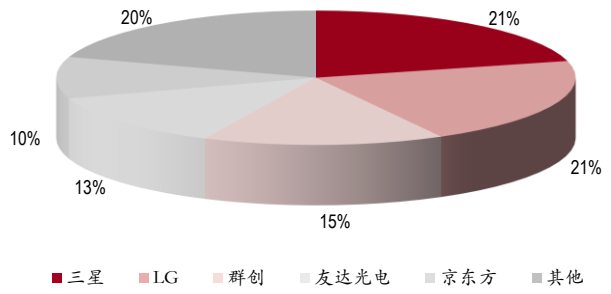


资料来源：SEMI，中银证券

显示材料等发展空间广阔

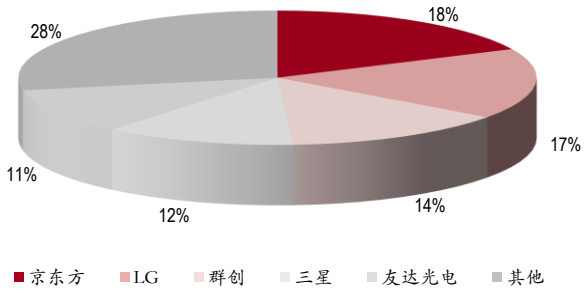
随着相关技术的发展，一方面，电视机的平均尺寸增加，带动大尺寸面板的出货面积呈现增长的趋势，从而提升液晶材料需求。而面板制造产能逐渐向国内转移，根据 HIS 数据，2018 年-2023 年，内地 LCD 产能占全球份额将由 39%提升至 55%，这也将提升液晶材料的需求。

图表 105.2015 年全球液晶面板市场份额



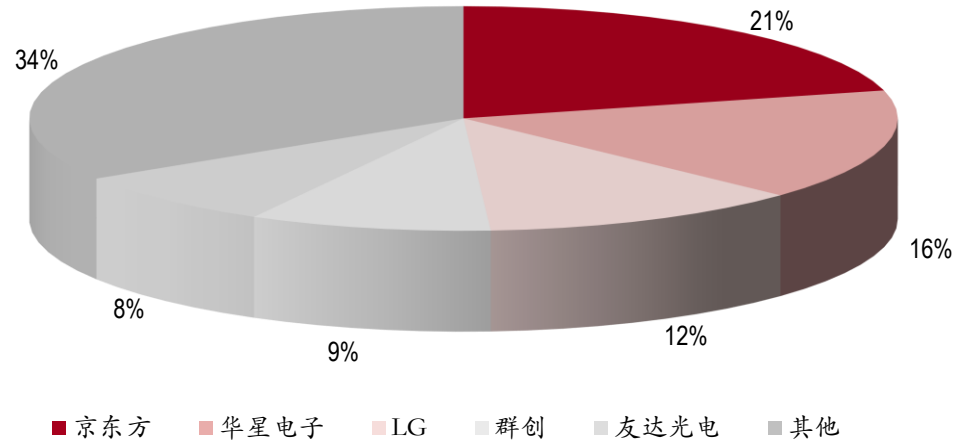
资料来源：HIS Markit，八亿时空招股书，中银证券

图表 106.2019 年全球液晶面板市场份额



资料来源：HIS Markit，八亿时空招股书，中银证券

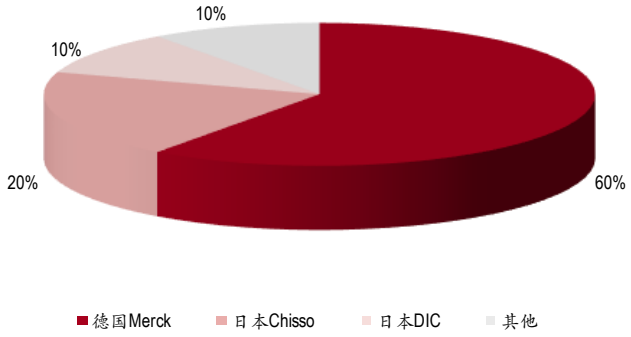
图表 107.2023 年全球液晶面板市场份额



资料来源：HIS Markit，八亿时空招股书，中银证券

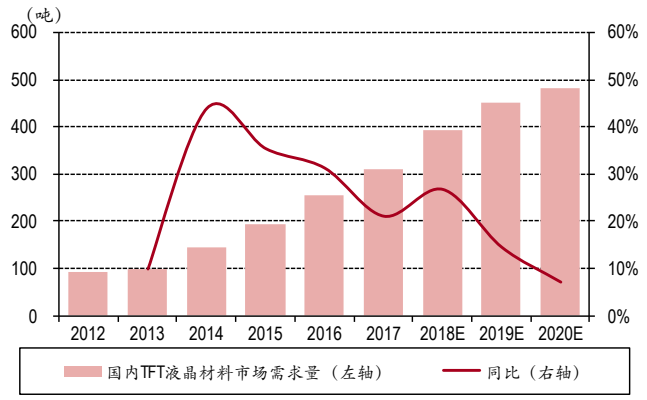
液晶材料国产化率有望继续提升。我国液晶材料发展起步较晚，之前产品主要依靠进口，过去 TFT 混晶的专利主要集中于德国 MERCK 和日本 CHISSO、DIC 三家企业。随着生产能力和研发能力的快速提升，国内液晶材料企业逐步掌握混合液晶的生产、控制技术，且产品具有价格优势，液晶材料国产化率有望继续稳步提升。2017 年国内 TFT 液晶材料需求总量为 310 吨，国内市场占全球市场的 40.68%。未来这些液晶面板生产线投产后，将对上游材料需求形成较大增量。据中国产业信息网预计，2020 年国内需求量将达到 482 吨，2017-2020 年国内 TFT 液晶材料需求复合增速为 15.85%。

图表 108.TFT 全球市场份额



资料来源：国家产业信息网，中银证券

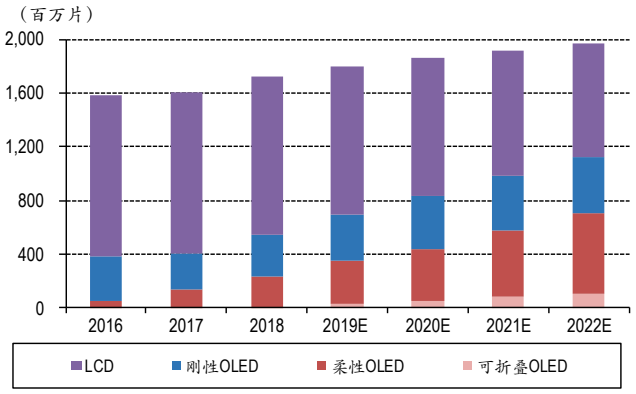
图表 109.国内 TFT 液晶材料市场需求



资料来源：国家产业信息网，中银证券

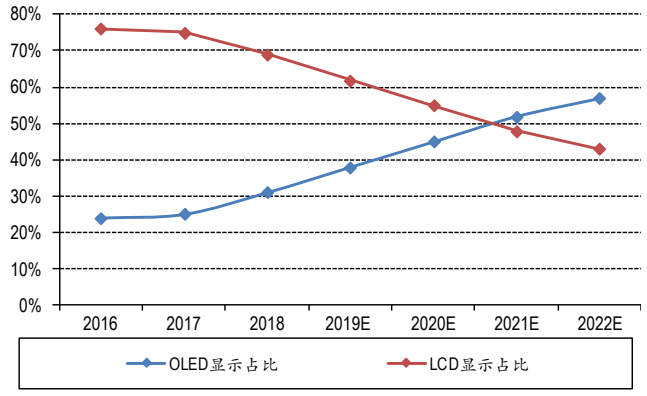
另一方面，随着部分手机品牌逐步采用 AMOLED 屏和 OLED 在大尺寸面板上的应用，OLED 显示渗透率有望稳步提升，材料端需求空间将被打开。

图表 110.OLED 面板出货量及预测值



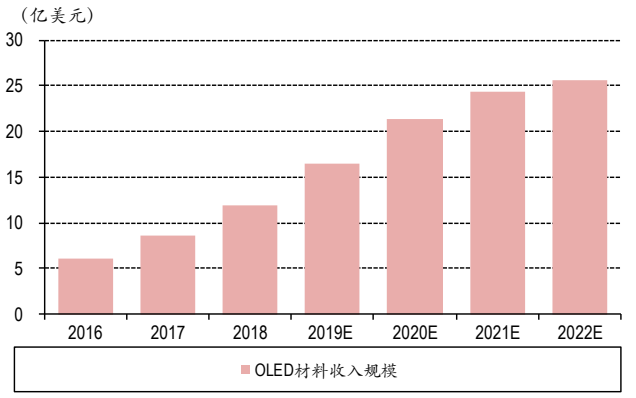
资料来源：DSCC，中银证券

图表 111.OLED 和 LCD 面板渗透率及预测值



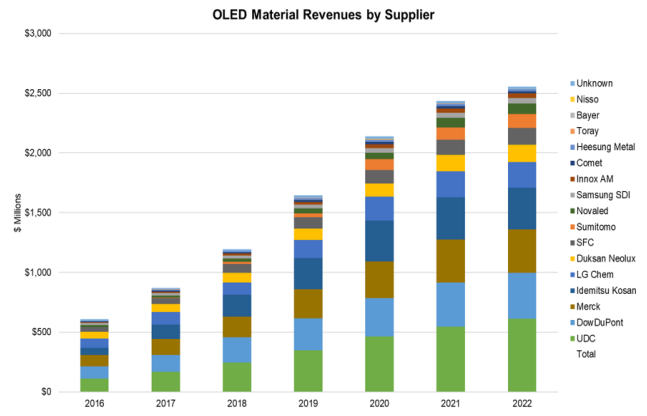
资料来源：DSCC，中银证券

图表 112.全球 OLED 材料收入规模扩大



资料来源：DSCC，中银证券

图表 113.OLED 材料市场占有率



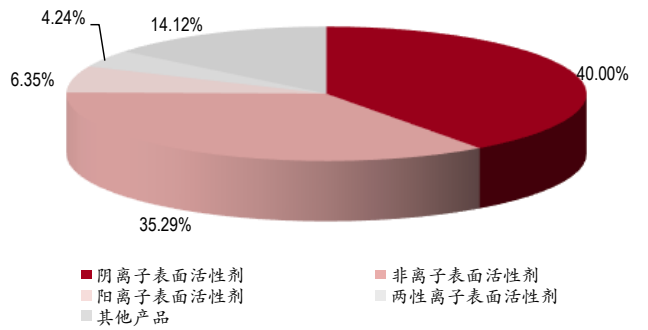
资料来源：DSCC，中银证券

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、飞凯材料，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

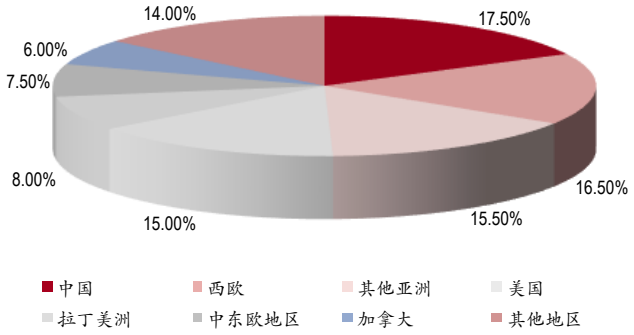
根据 PCSD2017 报告数据，2016 年全球表面活性剂市场规模超过 425 亿美元，2020 年将达到 540 亿美元，CAGR 为 5.5%。其中，2016 年阴离子表面活性剂市场份额占比约合 40%，规模接近 170 亿美元。从需求市场方面来看，2016 年全球表面活性剂市场消费 2,125 万吨，主要集中在美国、中国和欧洲发达地区。其中，中国消费约合 371.86 万吨，占比 17.50%。

图表 114.全球表面活性剂市场规模占比



资料来源：CNKI，中银证券

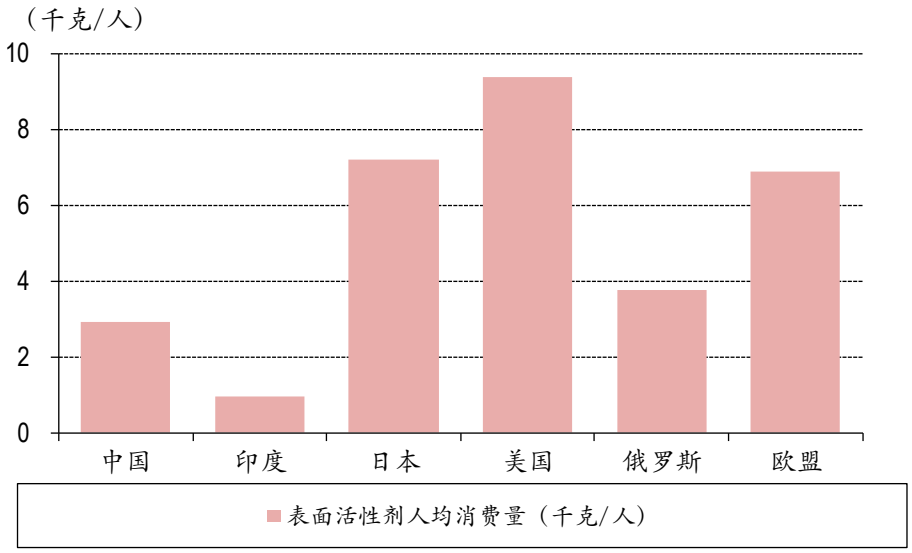
图表 115.全球主要地区表面活性剂市场消耗量占比



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。

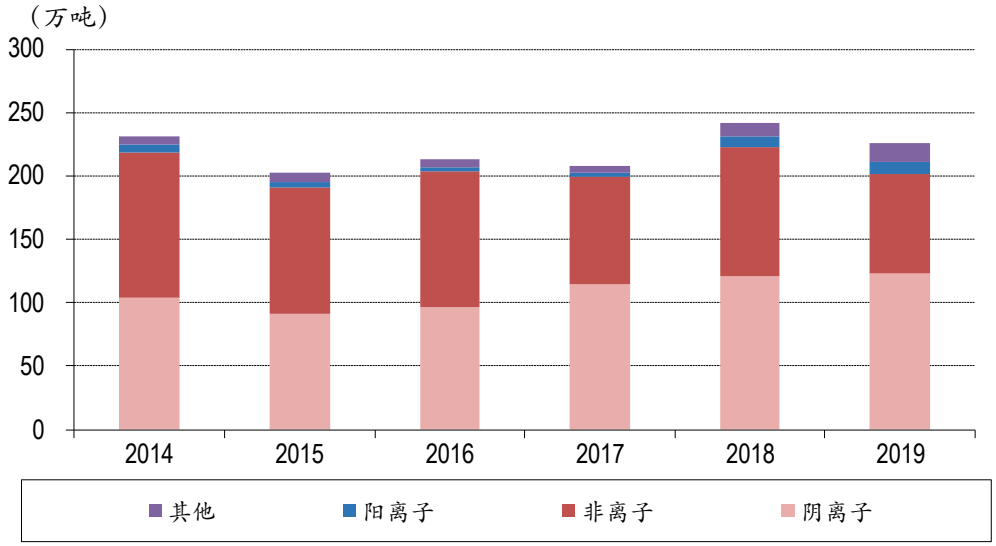
图表 116.印度和中国表面活性剂人均消费量低于发达国家



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。

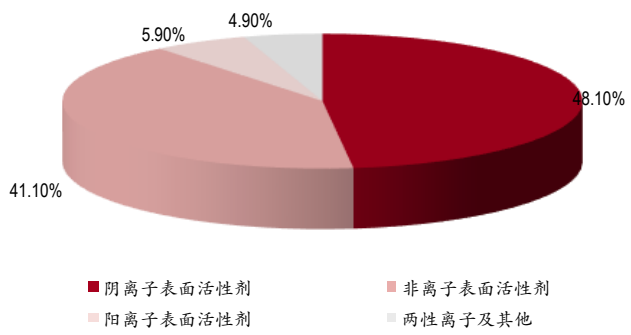
图表 117.我国表面活性剂销量



资料来源：CNKI，中银证券

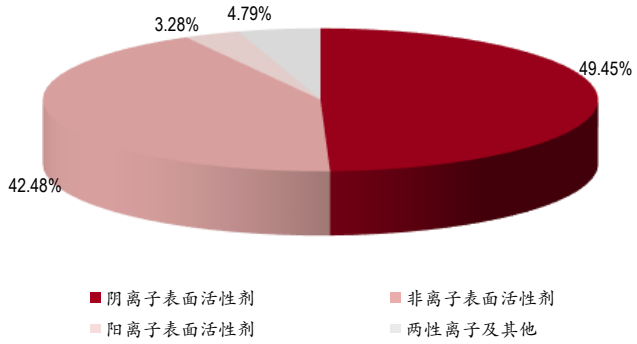
根据 ICIS 不完全统计数据，2016 年全球表面活性剂产量为 2,300 万吨，其中阴离子表面活性剂产量为 1,100 万吨，占比 48.1%；阳离子表面活性剂产量 135 万吨，占比 5.9%；非离子表面活性剂产量为 940 万吨，占比 41.1%。

图表 118.全球表面活性剂产量占比



资料来源：CNKI，中银证券

图表 119.国内表面活性剂产量占比



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。

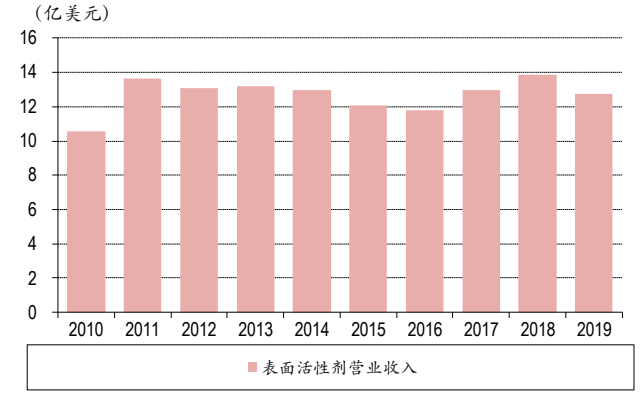
图表 120.海外主要特种表面活性剂生产企业

企业	总部所在地	2018 年营业收入（亿美元）	优势领域
陶氏化学（DOW）	美国	496.04	有机硅、涂料、个人护理等
巴斯夫（BASF）	德国	652.18	印染助剂等
禾大（Croda）	英国	18.52	润滑油、个人护理等
宝洁（P&G）	美国	668.32	个人护理
科莱恩（Clariant）	瑞士	67.72	涂料、润滑油等
斯泰潘（STEPAN）	美国	19.94	个人护理、农化、油田等

资料来源：公司公告，彭博，中银证券

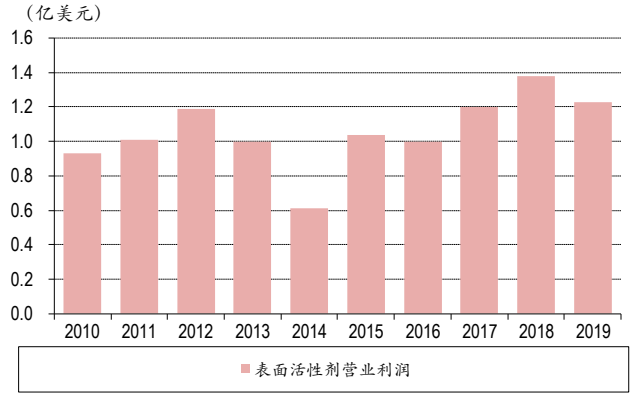
海外格局较稳定，巨头业绩平稳，成长能力较弱。以斯泰潘公司为例，该公司 2019 年表面活性剂业务实现营业收入 12.73 亿美元，同比下滑 8.15%；实现营业利润为 1.23 亿美元，同比下滑 10.87%。公司超过 80%营收来自于欧洲及美国市场，在这类相对饱和市场，公司表面活性剂营业收入自 2011 年以来营业收入相对比较平稳。

图表 121.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 122.斯泰潘公司表面活性剂业务营业利润

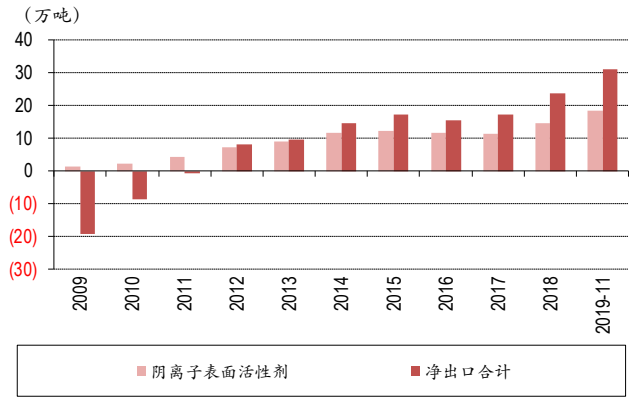


资料来源：彭博，中银证券

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 年前 11 个月净出口达到 31.22 万吨，其中阴离子净出口达到 18.52 万吨。

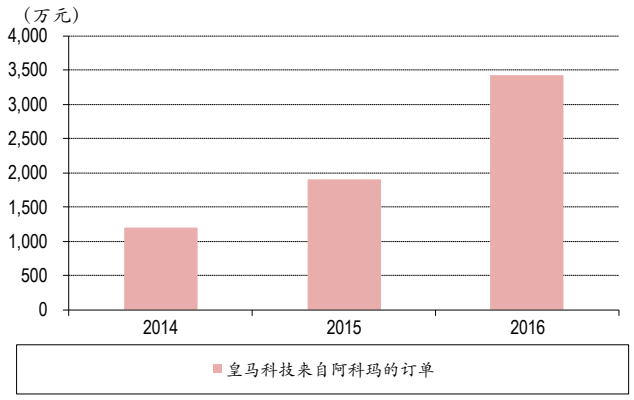
以皇马科技为例，在涂料领域，公司自 2014 年起来自阿科玛公司（全球高端涂料领先企业）的订单快速增长，根据公司公告，2016 年达 3,421 万元，较 2014 年增长 184%，而类似的过程亦在有机硅（赢创、道康宁）、水处理（GE、亚什兰）、个人护理（欧莱雅）等板块发生。**对表面活性剂这类产品分类多，单产品用量小，管理成本高的业务，预计海外综合性精细化工企业存在加速转移订单趋势。**

图表 123.国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖



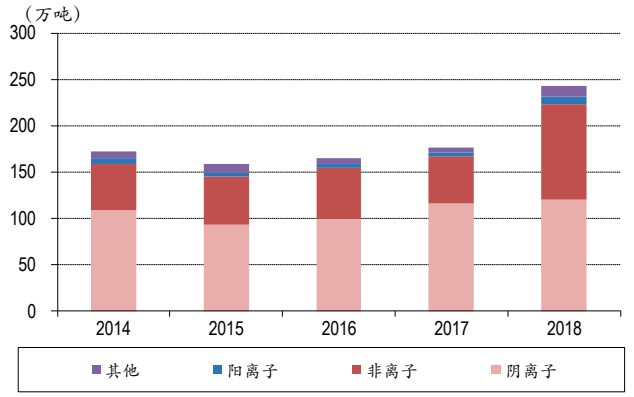
资料来源：万得，中银证券

图表 124.皇马科技来自阿科玛的订单快速增长



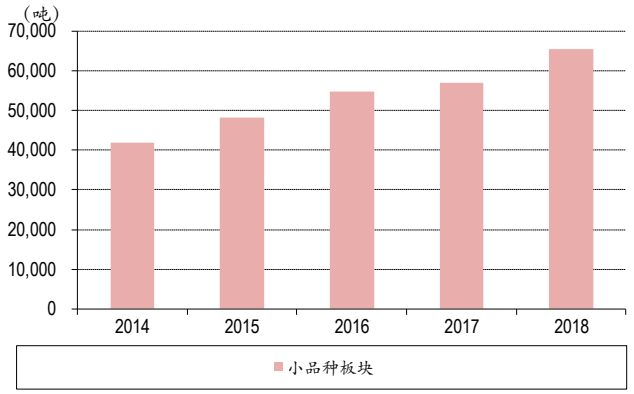
资料来源：公司招股说明书，中银证券

图表 125.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 126.皇马科技小品种产品销量



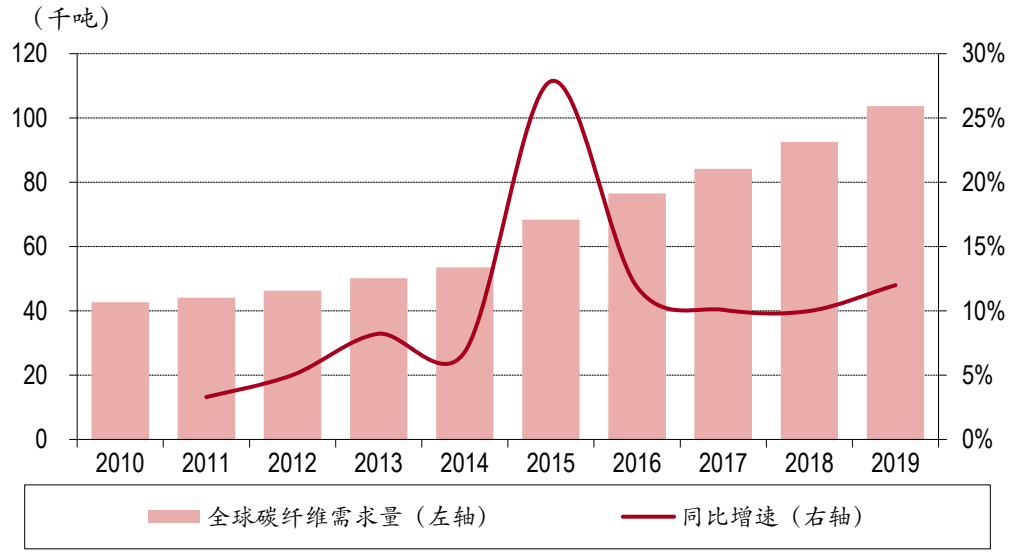
资料来源：公司招股说明书，中银证券

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

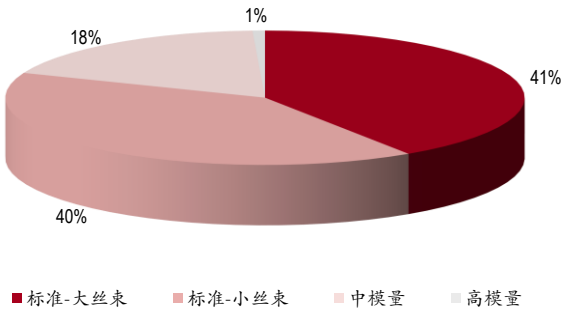
全球碳纤维需求持续增长。全球碳纤维需求量从 2010 年的 4.27 万吨提高到 2019 年的 10.37 万吨，首次突破 10 万吨以上的规模，年均增长率约 10.36%。从下游需求的结构来看，2019 年全球碳纤维需求量最大的三个领域分别是风电叶片、航空航天和体育休闲，分别占全球消费量的 25%、23%和 15%。从产品模量的角度来看，小丝束和大丝束分别占 40%左右，是用量最大的品种。

图表 127.全球碳纤维需求量



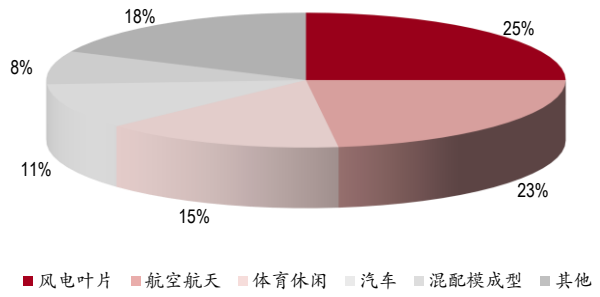
资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

图表 128.2019 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 129.2019 年全球碳纤维需求结构—下游应用

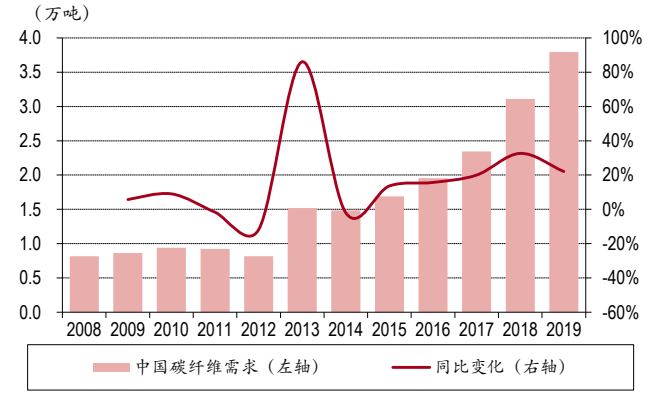


资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

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。

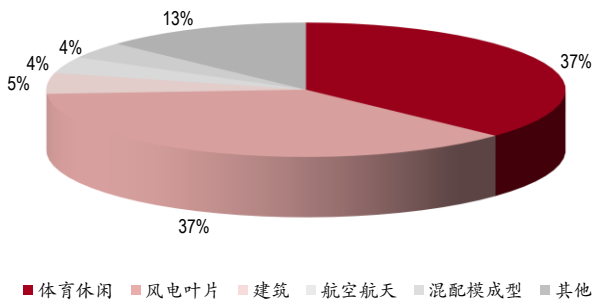
体育休闲、风电叶片分别占国内需求的 1/3 以上。从应用领域的机构来看，体育休闲、风电叶片是目前中国碳纤维市场应用最重点的领域，占比均为 37%左右。尤其是风电叶片需求快速增长，2019 年约消耗 1.38 万吨碳纤维，同比增长约 72.5%，约是 2017 年消费量的 4 倍。中国的碳纤维应用仍然集中在中低端领域，在航空航天等高端领域上的应用仍然很少，这与全球碳纤维的需求结构存在明显区别，体现了我国碳纤维市场发展仍处于起步阶段，国内高端产品的研发、生产和应用仍十分不足，而这也从另一个角度证明了未来中国市场的无限潜力。

图表 130.中国碳纤维需求量



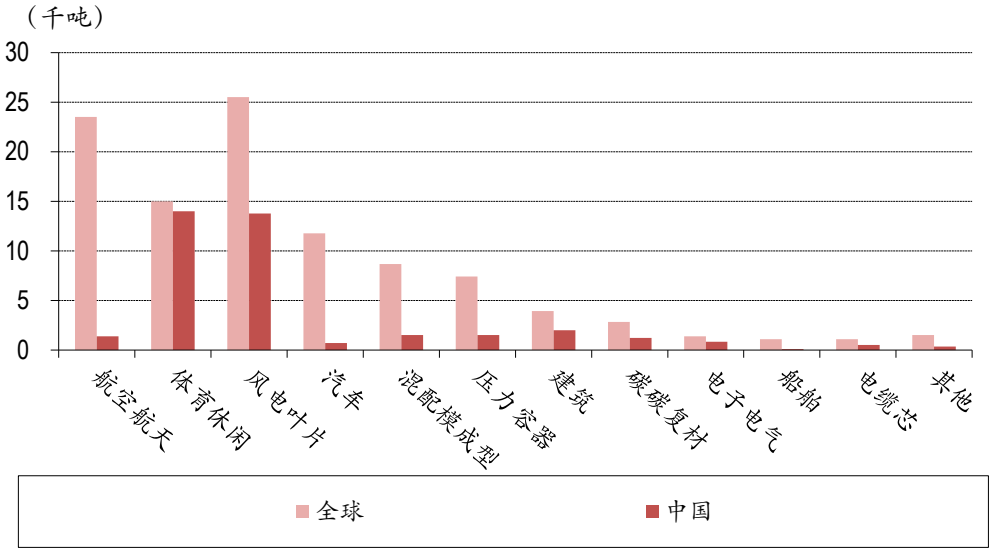
资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

图表 131.2019 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

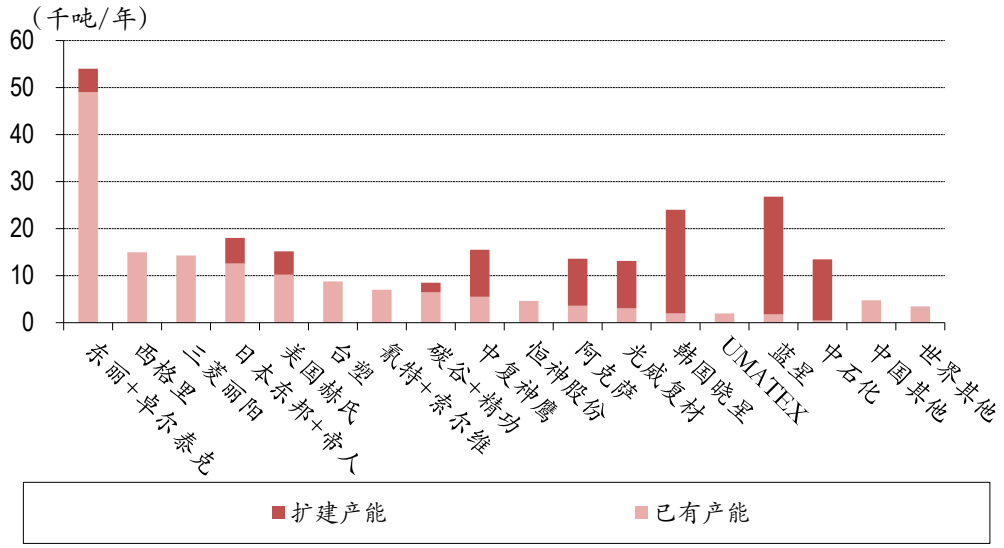
图表 132.2019 年中国碳纤维下游应用结构与全球市场对比



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。

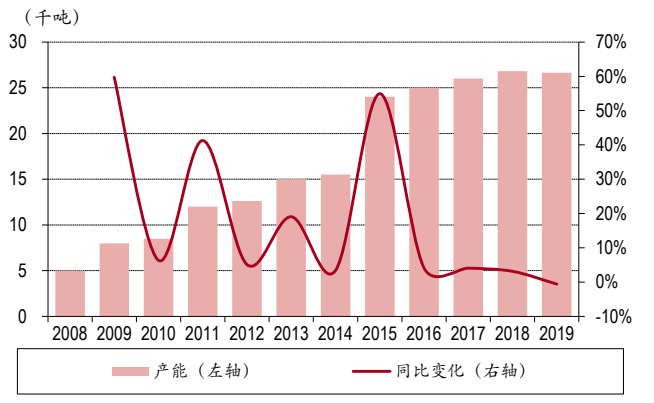
图表 133.2019 年全球碳纤维主要生产商产能情况



资料来源：《2019 全球碳纤维复合材料市场报告》，中银证券

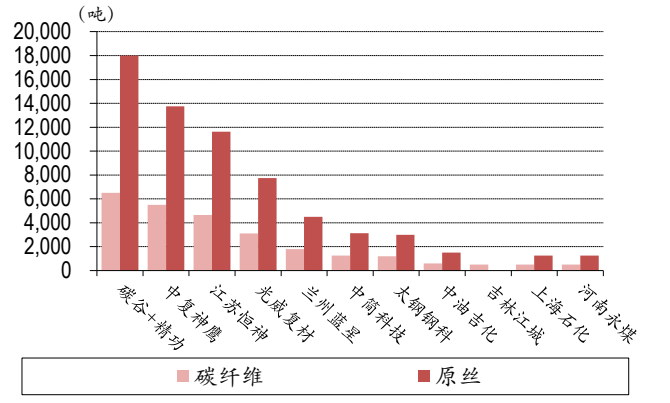
中国碳纤维产能规模扩张迅速，但部分项目运营情况不容乐观。2002 年，安徽华皖集团从英国引进 AMEC（DR.ROSE)的 PAN 和 CF 技术和设备，碳化能力 200 吨/年，中国才在一定程度上具备了工业化生产碳纤维的能力。2019 年，中国碳纤维有效产能约为 26650 吨/年，取得了快速发展。但是需要指出的是，因为各项目生产线产能的核算规格缺乏一致性，历史产能数据的可比性会受到一定的影响。另外，据中国碳纤维复合材料协会统计，在本世纪的前十年里，国内碳纤维项目立项超过 40 家，混杂了很多盲目、激进的投资决策，很多项目最终不了了之，这也给产能历史数据的可靠性带来了不小的扰动。正是在这样的产能建设背景下，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 134.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

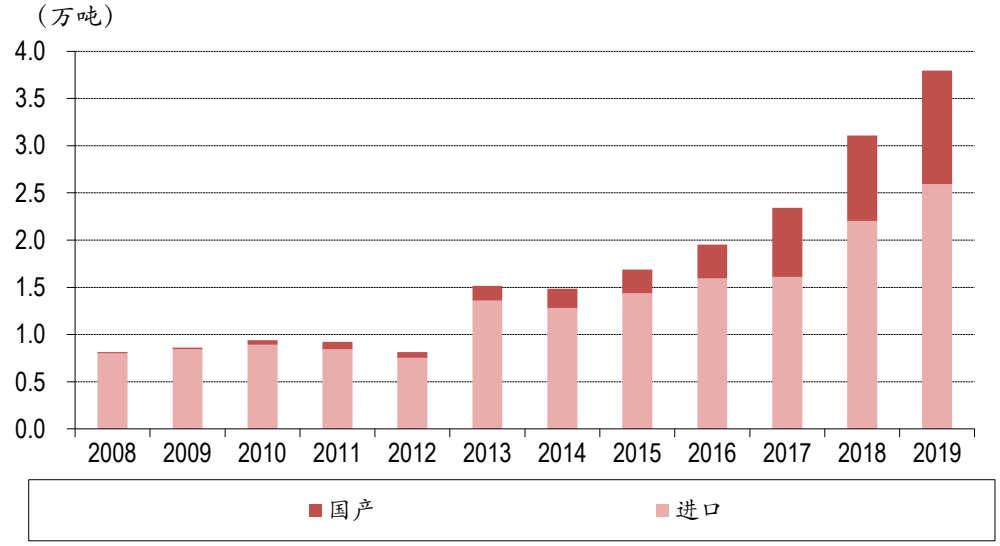
图表 135.中国主要碳纤维生产商产能



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高端需求无法满足供应的结构性矛盾问题。

图表 136.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%，其中，2019 年公司实现营业收入 17.15 亿元，同比增长 25.73%。2014-2019 年，公司归母净利润年均增长 59.23%，2019 年实现归母净利润 5.22 亿元，同比增长 38.46%，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。

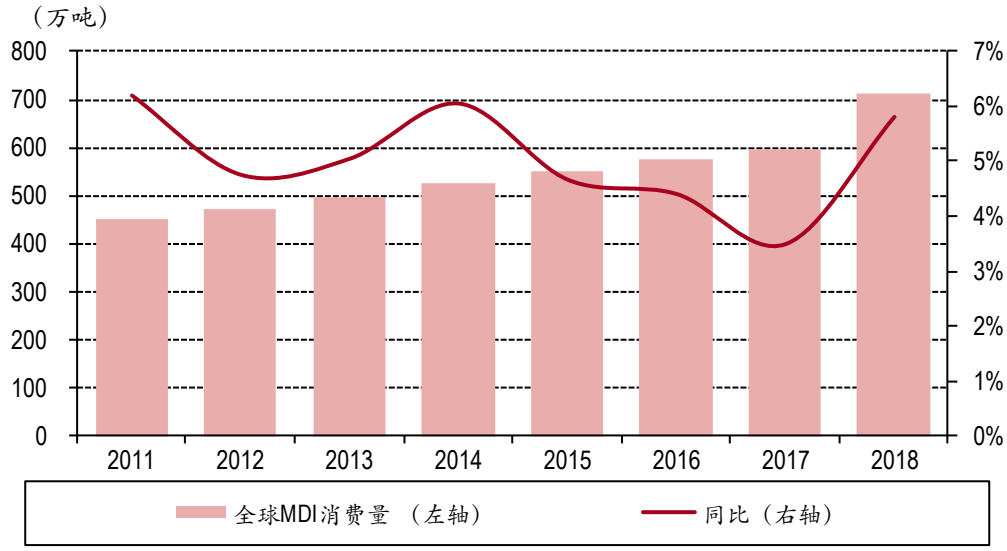
与军方紧密合作，实现强军目标。2005 年公司承担的两项“863”碳纤维专项通过国家鉴定，并启动了国产碳纤维在中国军用航空制造领域的应用验证工作。2007 年，公司 T300 级别的产品通过了验证，经过总装备部的批准立项后，公司正式进入军品供应链体系。主要为提供军方国防领域的不同标准和规格的碳纤维织物、碳纤维。2017-2019 年，公司军品订单量充足，军品销售营收年均增长率为 28.86%。目前我国三代机碳纤维复材应用占比仅在 3%-5%之间，四代机可能会突破 15%，碳纤维材料在军用航空中的使用比例将继续上升。未来公司产品销售仍然有较大的市场空间。

行业优胜劣汰，长期看好优秀龙头企业

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 456.00 万吨增长至 2018 年的 714.15 万吨，复合增长率达 6.32%。2015 年以来，MDI 需求量增速有所降低，但总体规模仍然增长。假设全球 MDI 需求增速维持 5%，每年将有 36 万吨需求增量。

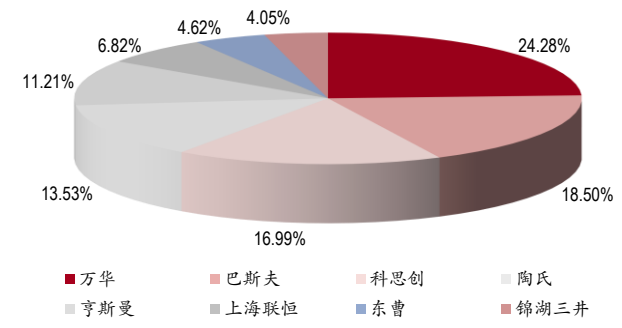
图表 137.全球 MDI 需求稳步增长



资料来源：IHS，中银证券

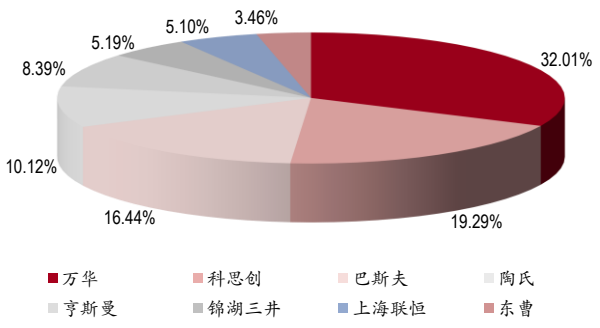
全球 MDI 产能集中度较高。由于 MDI 具备较高的技术壁垒，全球仅有少数厂商生产。根据彭博数据，2019 全球 MDI 产能为 865 万吨，前五大厂商产能占比为 84.51%，分别为万华化学、巴斯夫、科思创、陶氏和亨斯迈，行业集中度较高。万华化学吸收合并万华化工后，其 MDI 产能达 210 万吨/年（BC 化学具备 30 万吨产能），一举超过巴斯夫 MDI 产能（160 万吨/年）。根据各公司基地公开披露数据，预计到 2024 年远期，全球 MDI 产能将增至 1,156 万吨/年，前五大厂商产能占比为 86.25%。

图表 138.2019 年全球 MDI 产能占比



资料来源：彭博，天天化工，中银证券

图表 139.2024 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，具备较强的成本优势。公司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 3 万吨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。

多个项目有序推进，竞争实力持续提升。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，未来还将大力发展 C2 烯烃衍生物，正在筹建的百万吨乙烯产业链项目预计在 2020 年四季度完工。另一方面，烟台工业园 PC 二期 13 万吨预计在 2020 年 6 月完工。此外，2020 年将持续推进尼龙-12、柠檬醛等项目的研发和产业化、以及完成福建基地并购整合工作。多个项目完成后竞争实力进一步增强。

图表 140.公司石化系列主要中间品及产品产能

产业链	产品名称	产能（万吨/年）	备注
丙烷脱氢	丙烯	75	重要化工原料，用作合成聚丙烯、环氧丙烷、丙烯酸等
	聚氯乙烯	40	用于制造管材，应用于建筑行业
	环氧乙烷	15	用于合成聚醚
丙烯酸及酯	丙烯酸	30	用于合成 SAP 树脂、合成水性涂料、胶黏剂
	丙烯酸甲酯	3	
	丙烯酸乙酯	3	
	丙烯酸丁酯	36	
	丙烯酸异辛酯	2	
异丁烷共氧化	环氧丙烷	26	合成聚醚多元醇
	叔丁醇	65	溶解和化工原料
	甲基叔丁基醚	82	汽油调和剂
多元醇	正丁醇	30	合成树脂、涂料等
	新戊二醇	4	

资料来源：公司环评报告，公司公告，中银证券

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。

华鲁恒升：优秀的煤化工企业，拓展新材料产业链

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，公司计划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。此外，公司拟实时 10 万吨/年 DMF 改造项目，预计将于 2020 年投产。

图表 141.公司主要产品产能

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
	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	
其他	三聚氰胺	10	主要用于塑料及涂料工业，也可作纺织物防缩处理剂

资料来源：公司公告，中银证券

投资建议

维持行业强于大市评级。2020年上半年行业受疫情冲击较大。**展望下半年，我们认为可以乐观一些。**需求端来看，随着疫情逐渐受到控制，下游汽车家电等行业触底回暖，总体经济环境或将呈现国内较强复苏、海外弱复苏的情况。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。供给端行业以及未来扩产更多集中于优势龙头企业。成本端，上半年国际原油价格跌至多年新低。展望下半年，我们认为油价大幅上行不具备需求基础，但大跌亦概率很小。板块当前估值处于底部区域，存在修复空间。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、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。推荐扬农化工、联化科技、利尔化学。二是维生素供给端格局优化，推荐新和成，关注浙江医药。三是减水剂行业集中度提升，推荐苏博特。

2、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、飞凯材料等，关注雅克科技、光威复材、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。

3、民营大炼化陆续投产。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。

4、行业集中度还将继续提升，优质龙头有望穿越周期。长期推荐**万华化学、华鲁恒升**。

重点公司估值表

图表 142.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	
600486.SH	扬农化工	买入	87.46	271.04	3.78	4.23	4.88	23.17	20.67	17.91	17.80
002258.SZ	利尔化学	买入	22.62	118.61	0.59	0.84	1.04	38.12	26.90	21.73	6.18
002250.SZ	联化科技	买入	25.35	234.20	0.16	0.42	0.63	158.44	60.21	40.17	6.35
002001.SZ	新和成	买入	31.04	666.94	1.01	1.76	2.00	30.73	17.62	15.50	8.27
603916.SH	苏博特	买入	28.02	87.03	1.14	1.60	2.06	24.58	17.53	13.64	7.86
300398.SZ	飞凯材料	增持	28.72	148.67	0.50	0.58	0.72	57.44	49.18	40.00	4.76
002643.SZ	万润股份	买入	19.54	177.64	0.56	0.61	0.73	34.89	32.19	26.77	5.44
002838.SZ	道恩股份	增持	39.11	159.19	0.41	0.86	0.91	95.39	45.69	42.84	2.84
002409.SZ	雅克科技	未评级	70.90	328.16	0.63	0.83	1.04	112.13	85.42	68.17	9.77
300699.SZ	光威复材	未评级	69.13	358.34	1.01	1.24	1.56	68.45	55.75	44.31	6.60
603181.SH	皇马科技	买入	23.74	66.47	0.92	1.14	1.51	25.80	20.90	15.68	5.91
002597.SZ	金禾实业	买入	25.97	145.11	1.45	1.56	1.81	17.91	16.70	14.36	7.47
600426.SH	华鲁恒升	买入	20.56	334.44	1.51	1.24	1.56	13.63	16.62	13.15	9.01
601233.SH	桐昆股份	买入	15.28	282.37	1.57	1.61	2.03	9.73	9.48	7.55	10.14
002648.SZ	卫星石化	买入	17.71	188.74	1.20	1.24	1.90	14.76	14.29	9.31	8.73
600309.SH	万华化学	买入	55.20	1,733.14	3.23	2.56	4.11	17.09	21.55	13.43	13.92
600346.SH	恒力石化	未评级	15.64	1,100.92	1.44	1.70	2.05	10.86	9.20	7.63	5.47
002493.SZ	荣盛石化	未评级	16.49	1,037.40	0.35	0.83	1.06	47.11	19.87	15.56	3.79
000703.SZ	恒逸石化	未评级	10.40	382.89	1.13	1.12	1.34	9.20	9.29	7.76	8.50

资料来源：万得，中银证券 注：股价截止日 2020 年 7 月 13 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