

证券研究报告—动态报告/行业快评

基础化工

化工行业 2020 年报前瞻

超配

(维持评级)

2021 年 03 月 03 日

疫情冲击已过，化工行业进入景气上行期

证券分析师：杨林

yanglin6@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120002

证券分析师：龚诚

010-88005306

gongcheng@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980519040001

证券分析师：薛聪

xuecong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980520120001

证券分析师：刘子栋

liuzidong@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980521020002

事项：

我们对 A 股基础化工板块的上市公司 2020 年业绩情况作出前瞻总结。

国信化工观点：

- 1、已公布业绩指引的企业近七成预告业绩增长，但业绩分化较为明显。**截至 2 月底，国信化工板块（301 家上市公司，剔除经营状态不正常的上市公司）有 198 家上市化工企业公布了 2020 年度业绩预告或者业绩快报。135 家上市公司（占比 68%）预计 2020 年实现业绩增长，其中 54 家上市公司（占比 27%）的业绩增幅超过 100%。于此相对，63 家上市公司（占比 32%）预计 2020 年业绩出现下滑，其中有 44 家上市公司（占比 22%）预计业绩下降幅度超过 -50%。我们认为受疫情影响的方向不同、龙头企业逆势扩张、部分 2019 年低景气行业逐步改善等 3 点因素导致业绩分化较为明显。
- 2、化工 PPI 同比 2020 年 5 月份之后保持增长趋势，行业明显进入景气上行期。**2020 年上半年受到疫情和油价的双重冲击，化工行业 PPI 同比在 2020 年 5 月份之后才触底回升。去年下半年在国内防疫工作卓有成效的情况下，经济活动逐步恢复，国内化学品的需求也增长到正常水平。2020 年 Q4 之后，由于国外疫情也逐步得到控制，在海外需求逐步复苏的情况下，国内化工品的需求继续保持火热。我们认为化工行业目前处于景气上行阶段，并有望持续到海外产能恢复正常情况。
- 3、前三季度行业的盈利水平已基本恢复正常，全年有望实现小幅增长。**我们之前分析整理了全行业三季报的整体经营状况，认为全行业的经营状态在 Q3 已经得到明显改善，全行业的盈利状况也基本恢复到 2019 年的同期水平。从统计局公布的数据来看，化工各子板块的营收和利润累计同比在 Q4 末相比 Q3 末继续有较大改善。因此，我们认为化工行业 2020Q4 延续前三季度的景气上行趋势，化工板块上市公司的全年营收有望达到同比增长+5%的水平，净利润则有望达到同比增长+10%的水平。

投资建议：

目前化工行业处于景气上行阶段，大多数化工品在近期迎来较大涨幅。我们继续看多化工行业景气度的持续上行，近期重点关注丁辛醇、MDI、EVA、氨纶、纯碱等产品价格的上涨趋势及相关弹性标的。同时持续推荐化工行业具有核心优势的龙头企业，在行业景气上行阶段其盈利表现同样亮眼。

我们重点推荐：**【万华化学】**MDI 低成本扩张，强化聚氨酯全球龙头地位；**【联泓新科】**EVA 光伏料国产龙头，行业景气有望高位持续；**【三友化工】**看好粘胶短纤、纯碱景气回暖；**【华昌化工】**丁辛醇价格趋势上涨，光伏玻璃拉动纯碱需求。

风险提示：1、国际原油价格大幅波动；2、海外疫情控制不力导致复苏低于预期；3、部分装置检修导致供给阶段性收缩。

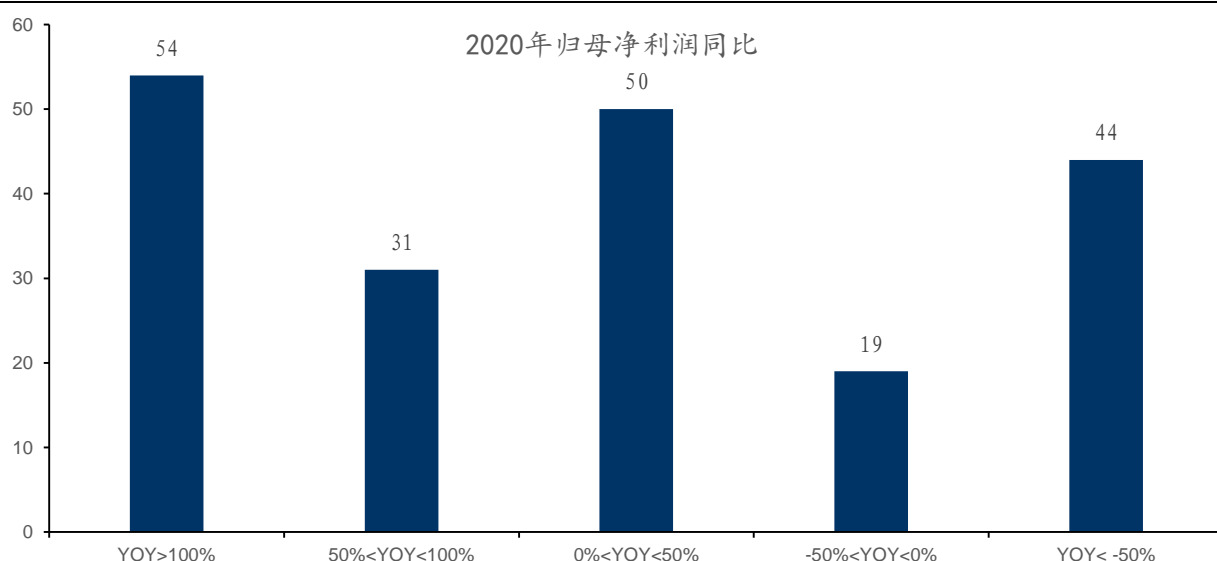
评论:

■ 已公布业绩指引的企业近七成预告业绩增长，但业绩分化较为明显

2020年受疫情冲击，上市公司业绩分化较为明显。截至2月底，国信化工板块（301家上市公司，剔除经营状态不正常的上市公司）有198家上市化工企业公布了2020年度业绩预告或者业绩快报。

从归母净利润同比的情况来看，整个化工板块去年业绩分化的现象较为明显。一共有135家上市公司（占比68%）预计2020年实现业绩增长，其中54家上市公司（占比27%）的业绩增幅超过100%。于此相对，63家上市公司（占比32%）预计2020年业绩出现下滑，其中有44家上市公司（占比22%）预计业绩下降幅度超过-50%。从业绩增幅的分布情况来看，明显出现了业绩大幅增长、大幅下滑的上市公司数量占比较高的明显分化现象。

图 1：2020 年度业绩预告和快报情况表明化工板块上市公司业绩明显分化



资料来源:Wind, 国信证券经济研究所整理

我们分析，2020年化工板块上市公司的业绩明显分化现象的出现，主要有3点原因：

1、部分行业受疫情影响的方向不同。防疫相关的化工品及化工材料明显受益，如口罩材料、消毒剂、医疗手套等产品相关的化学品。而下游主要是日常消费相关的行业则明显受损，如化纤、汽车、消费电子产业链相关的化学品，在去年销量明显受到影响。

2、龙头公司遇到行业突发事件，抗风险能力明显更强。行业龙头企业的成本控制能力更优秀，可以在行业低景气阶段仍然保持较好的盈利能力。另外，当前处于化工行业新一轮产能扩张阶段，龙头企业的新增产能逐步释放出来，市场份额持续扩张，可以通过以量补价的方式保持业绩的稳定性。

3、2019年是化工行业上一轮景气低点，部分行业在2020年进入景气上行阶段。化工行业上一轮景气高点在2018Q3，之后持续几个季度都保持下滑的趋势，从2019Q3才开始逐步改善。2019年盈利恶化比较明显的子行业主要是粘胶、炭黑、油漆油墨、氟化工、纯碱、氮肥、聚氨酯、农药等，这些行业在2020年都有不同程度的景气恢复。

■ 化工 PPI 同比保持增长趋势，行业进入景气上行期

化工品 PPI 同比保持上行，表明行业处于景气上行阶段。化工品 PPI 与行业的景气状态高度相关，2018年 Q3 开始化工行业进入景气下行阶段，2020年上半年又受到疫情和油价的双重冲击，PPI 同比在2020年5月份之后才触底回升。去年下半年在国内防疫工作卓有成效的情况下，经济活动逐步恢复，国内化学品的需求也增长到正常水平。2020年 Q4 之后，由于国外疫情也逐步得到控制，在海外需求逐步复苏的情况下，国内化工品的需求继续保持火热。化工行业目前处于景气上行阶段，并有望持续到海外产能恢复正常情况。

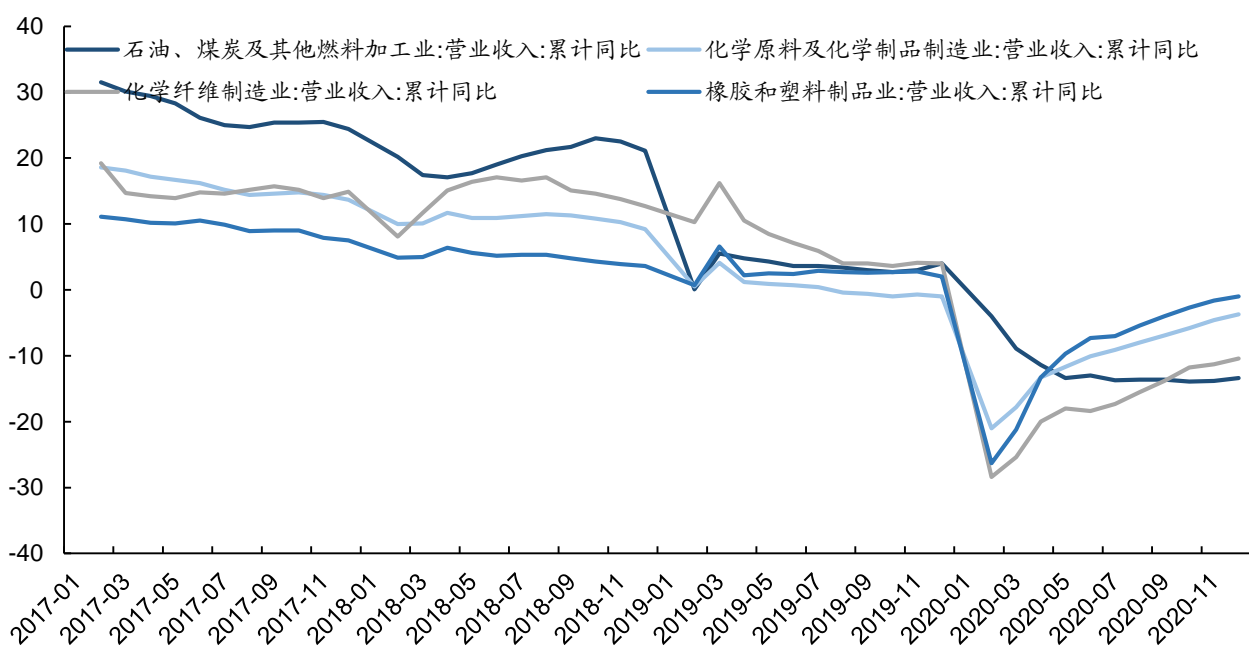
图 2: 化工行业 PPI 同比从 2020Q2 开始延续上行趋势 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

从化工行业各子板块的宏观经营状况来看,也基本可以看到各个子板块的营收和净利润同比都保持在较好的水平。营收方面,除了石油煤炭及其他燃料加工业受油价波动影响较大导致营收同比下滑较多,其他子板块的都保持了营收同比持续改善的趋势。化工行业中占比最大的化学原料及化学制品制造业的营收全年累计同比达到-3.7%,高于 Q3 末的同比-6.9%。

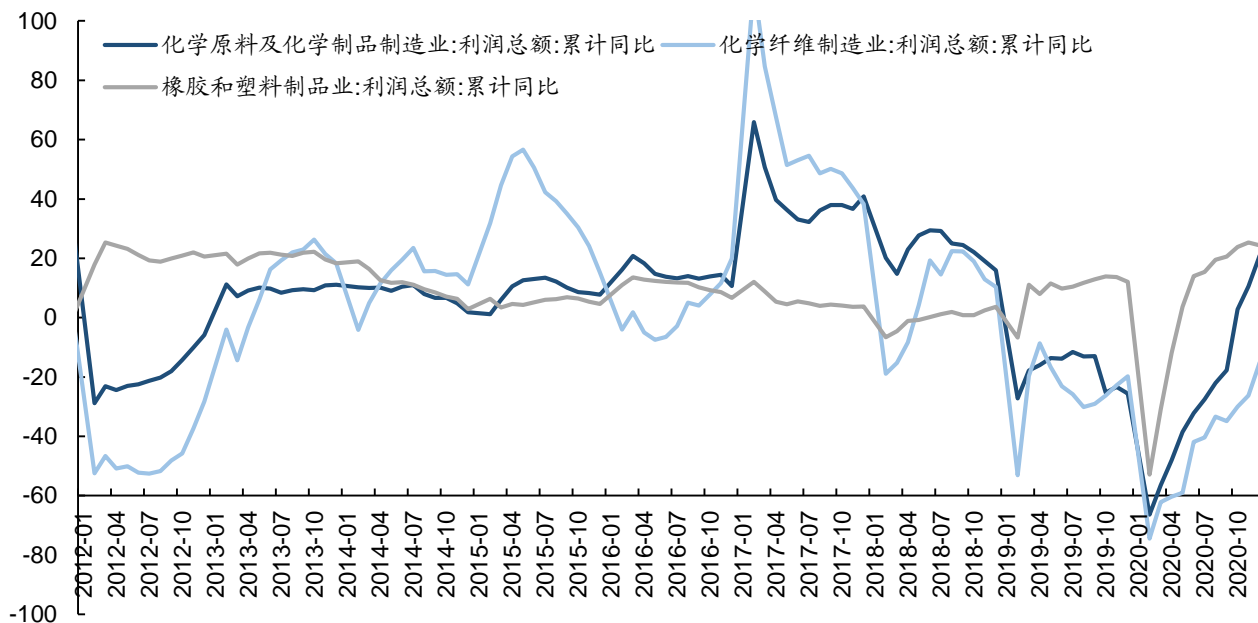
图 3: 化工行业各子版块保持较好的增长趋势 (单位: %)



资料来源: Wind, 国信证券经济研究所整理

利润方面，各子版块通用保持了利润总额同比连续大幅改善的趋势（石油煤炭及其他燃料加工业受油价波动影响，历史上波动幅度过大，因此我们不做分析），其中占比最大的化学原料及化学制品制造业的利润总额全年累计同比达到 20.9%，远超 Q3 末的同比-17.7%。

图 4：化工行业各子行业利润同比恢复增长（单位：%）



资料来源：Wind，国信证券经济研究所整理

回顾一下，我们之前整理分析的 2020 年三季报的情况。2020 年 Q3 化工板块单季度的业绩大幅增长（同比+27.65%），前三季度全行业的整体营收同比+2.15%、归母净利润同比-0.09%，基本达到去年同期经营状况。而且从盈利能力的角度，化工板块 2020Q3 单季度的整体毛利率和净利率分别达到 21.46%、8.69%，接近 2018Q1 的单季度历史最高盈利水平（毛利率和净利率分别对应 21.37%、9.11%）。而且 Q1-Q3 呈现连续上升的趋势，说明行业已经从 Q1 受疫情和油价的双重冲击之下，走出阴霾进入景气上行阶段。

表 1: 2020Q3 国信基础化工整体板块的简要财务数据

	一季报 2020Q1	半年报 2020Q1-Q2	三季度 2020Q1-Q3	2020Q3 单季度 2020Q3	2019 年报 2019Q1-Q4
营业总收入	3698.76	8496.74	13294.17	4797.43	17443.35
同比	-7.60%	-0.53%	2.15%	6.81%	3.96%
营业总成本	3491.03	7909.85	12271.82	4361.97	16348.18
毛利	706.11	1644.42	2673.72	1029.31	3414.42
毛利率	19.09%	19.35%	20.11%	21.46%	19.58%
期间费用	452.59	970.08	1505.23	535.14	2039.02
期间费用率	12.24%	11.42%	11.32%	11.16%	11.69%
-销售费用	144.90	308.63	482.00	173.37	694.54
-管理费用	148.68	302.97	464.01	161.04	654.39
-研发费用	70.61	179.62	280.80	101.18	362.31
-财务费用	88.41	178.86	278.41	99.55	327.78
资产减值损失	14.85	17.30	30.05	12.74	106.41
税金及附加	29.91	63.96	107.04	43.08	125.83
营业利润	256.69	699.77	1208.40	508.63	1360.28
同比	-24.61%	-9.66%	4.07%	31.74%	-10.80%
利润总额	255.86	701.93	1203.12	501.19	1366.38
同比	35.36%	-10.21%	2.97%	44.03%	-9.94%
减-所得税	50.56	128.01	212.21	84.19	231.87
所得税率	19.76%	18.24%	17.64%	16.80%	16.97%
净利润	205.30	573.91	990.91	417.00	1134.51
同比	-21.21%	-4.48%	12.58%	35.21%	0.19%
净利率	5.55%	6.75%	7.45%	8.69%	6.50%
归母净利润	188.58	529.74	913.99	384.65	1079.48
同比	-30.27%	-13.46%	-0.09%	27.65%	-9.04%

资料来源: Wind、国信证券经济研究所整理

结合上文我们对行业 Q4 整体运行状况的分析,以及之前三季报的整体状况。我们认为化工行业 2020Q4 延续前三季度的景气上行趋势,化工板块上市公司的全年营收有望达到同比增长+5%的水平,净利润则有望达到同比增长+10%的水平。

■ 行业核心观点

本周国际油价呈上涨态势,截至 2021 年 2 月 24 日收盘,WTI 区间 59.24-63.22 美元/桶,布伦特 62.91-67.04 美元/桶。近期国际油价依然维持强势表现,美国寒潮天气的后续影响和市场对后市的信心带来支撑。下周(3 月 4 日)的 OPEC+ 会议是重要事件,将为油价提供新的指引。综合来看,当前原油市场乐观情绪仍存,原油价格难有大幅下跌的可能,预计下周原油价格将持续高位运行。

春节后化工产品价格迎来史诗性上涨,丁辛醇-增塑剂、MDI、TDI、PO-DMC-PG、醋酸、BDO-PTMEG-氨纶等产业链价格涨幅在 20%以上,甚至 BDO、丁辛醇等产品价格在 40%以上。国际原油价格在春节期间的持续上涨、美国德州寒潮对当地化工企业的影响,以及海外新冠疫情的缓解都推动了本轮化工产品价格的史诗性上涨。我们可以看到自去年三季度以来化工行业的大周期,是在国内终端需求大幅复苏及下游补库存周期的大背景下,同时由于国外疫情导致部分海外化工装置的不可抗力或停产,导致了国内供给弥补海外供需缺口,同时由去年于上半年国内疫情及原油价格的暴跌,国内多数化工产品价格上半年下跌到历史低位,导致了行业较低的开工率,引发了化工产品被动去库存,目前多数化工产品库存水平仍然处于较低水平,同时国内经济复苏导致下需求旺盛,而今年国内企业及下游环节也将进入补库存周期,国际油价也处于长周期上行通道,我们继续看多化工行业景气度的持续上行,近期重点关注丁辛醇、MDI、EVA、氨纶、纯碱等产品价格的上涨趋势及相关弹性标的。

近期丁辛醇价格大幅上涨，目前华东地区辛醇价格上涨至 16500-17000 元/吨，正丁醇价格上涨至约 15500 元/吨，2 月份以来产品价格上涨超过 50%，目前丁辛醇行业毛利均超过 7000 元/吨。下游增塑剂同样涨幅巨大，目前 DOP 市场价格约 14200-14400 元/吨，DOTP 市场价格约 15000 元/吨。国内目前辛醇产能约为 250 万吨，2 月国内辛醇装置平均开工率在 110%，而多家工厂在 3、4 月份也计划例行检修，预计会导致辛醇减产 2 万吨左右。辛醇主要下游 DOP 和 DOTP 装置开工率高于往年同期，分别达到了 55% 以及 65% 的水平，受益于终端下游塑料手套产线的大幅增长，2021-2022 年国内 DOPT 计划新增 94.5 万吨，预计将会带动国内辛醇需求 60 万吨以上，且未来 2 年国内没新增产能。正丁醇方面，海外方面共 75 万吨/年装置不可抗力，美国德州极寒天气导致美国 55 万吨/年装置停产，国内近期检修预计减少供给 18 万吨/年，部分装置转产辛醇导致供给紧张。正丁醇下游约 55% 用于生产丙烯酸丁酯，国内丙烯酸丁酯开工率已达 58%，较去年同期增加 15 个百分点，拉动对于正丁醇的需求。我们看好丁辛醇行业的高景气度，重点关注具备合计 75 万吨丁辛醇产能的【鲁西化工】、32 万吨丁辛醇产能的【华昌化工】。

美国德州寒潮导致了北美 70% 的 MDI 产能不可抗力，约占全球产能的 12%，美国产能此次因天气原因导致的生产停顿和减产，使得原来就处于货源紧张的全球 MDI 供应市场加剧，目前华东地区万华 PM200 价格约 27000-27500 元/吨，较节前上涨超过 7000 元/吨，中东市场地区价格较节前上涨 300 美元/吨至约 3000-3050 美元/吨，海外市场货源更加紧。考虑到美国 MDI 装置很可能 1-2 个月都无法恢复正常供应，且 3 月份国内重庆 40 万吨装置将检修一个月，而 3、4 月份是国内冰箱冰柜的销售旺季，将有利拉动 MDI 市场需求，我们判断未来 MDI 价格存在大幅上涨的可能性。我们重点推荐【万华化学】，随着烟台基地 MDI 装置扩产的完成，公司目前 MDI 国内和欧洲产能合计达到 260 万吨，未来国内宁波和福建三个基地仍将有 70 万吨产能投放，将进一步提升公司全球 MDI 行业龙头的地位。

2020 年 8 月份以来，受益于光伏电池装机量快速增长，EVA 供需紧张，产品价格由 13000 元/吨大幅上涨至 19000-20000 元/吨，春节后国内三大光伏料生产企业斯尔邦、联泓、台塑(宁波)分别上调 EVA 产品价格 800-1000 元/吨，国内 EVA 市场价格持续大幅上涨，目前华东地区发泡料价格上涨至 19000-19500 元/吨，线缆料价格上涨至 21000 元/吨，较春节前价格大幅上涨 1000-2000 元/吨。EVA 光伏料 VA 含量在 28%-33%，其生产为超高压工艺，工艺复杂难度大，技术垄断性强，EVA 装置从开车运行到生产出高端光伏料一般长达 2-3 年，国内只有斯尔邦石化、联泓新材、台塑宁波等少数企业掌握，产能约 15 万吨/年，进口依赖度高达 70% 以上，但 2021 年 EVA 光伏料需求端增量可达 15-20 万吨，未来三年的需求复合增速可达 20% 以上，供需紧张格局进一步加剧，我们认为 1-2 年内 EVA 光伏料价格有望持续上行，重点推荐具备 12 万吨 EVA 产能、可以生产高端光伏料的【联泓新科】。

■ 投资建议：

目前化工行业处于景气上行阶段，大多数化工品在近期迎来较大涨幅。我们继续看多化工行业景气度的持续上行，近期重点关注丁辛醇、MDI、EVA、氨纶、纯碱等产品价格的上涨趋势及相关弹性标的。同时持续推荐化工行业具有核心优势的龙头企业，在行业景气上行阶段其盈利表现同样亮眼。

我们重点推荐：【万华化学】MDI 低成本扩张，强化聚氨酯全球龙头地位；【联泓新科】EVA 光伏料国产龙头，行业景气有望高位持续；【三友化工】看好粘胶短纤、纯碱景气回暖；【华昌化工】丁辛醇价格趋势上涨，光伏玻璃拉动纯碱需求。

■ 风险提示

1、国际原油价格大幅波动；2、海外疫情控制不力导致复苏低于预期；3、部分装置检修导致供给阶段性收缩。

附表：重点公司盈利预测及估值

公司 代码	公司 名称	投资 评级	收盘价	EPS			PE			PB
				2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2019
600309	万华化学	买入	122.42	3.23	2.84	5.00	37.9	43.1	24.5	8.7
003022	联泓新科	买入	33.05	0.60	0.61	0.89	55.1	54.2	37.1	9.4
002274	华昌化工	买入	6.96	0.21	0.19	1.31	33.1	36.6	5.3	2.5
600409	三友化工	买入	12.90	0.33	0.35	1.45	39.1	36.9	8.9	2.4

数据来源：wind、国信证券经济研究所预测

相关研究报告:

- 《行业动态跟踪: 公募机构进一步加仓化工板块, 锂电池材料和民营炼化板块更受关注》 ——2020-11-02
- 《化纤行业深度跟踪: 多因素推动需求改善, 化纤景气回升》 ——2020-10-31
- 《新材料专题系列报告(五): 可降解塑料: 千亿市场, 政策加码》 ——2020-10-19
- 《基础化工行业 10 月&四季度投资策略: 周期行情延续, 政策持续利好》 ——2020-10-16
- 《国信证券-基础化工行业 2020H 财报总结: Q2 恢复增长趋势, 上半年业绩触底反弹》 ——2020-09-16

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析, 形成证券估值、投资评级等投资分析意见, 制作证券研究报告, 并向客户发布的行

国信证券经济研究所

.....

深圳

深圳市罗湖区红岭中路 1012 号国信证券大厦 18 层
邮编：518001 总机：0755-82130833

上海

上海浦东民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 12 楼
邮编：200135

北京

北京西城区金融大街兴盛街 6 号国信证券 9 层
邮编：100032