

行业研究

阶段性回调告一段落，高景气有望延续，龙头成长性更高

——化工板块 3 月 11 日行情点评

石油化工 增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebsecn.com

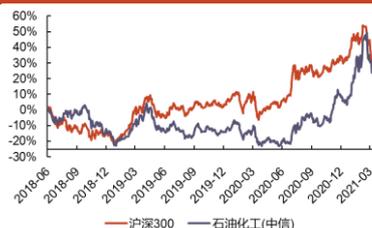
分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebsecn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

要点

事件：3月11日，中信石油化工和中信基础化工板块在经过春节后数个交易日调整后大幅反弹。

我们的观点：

受市场影响化工板块迎来阶段回调，石化化工板块依然具备较高配置价值

美债收益率快速上行，A股迎来估值回调。2月以来，10年期美债利率大幅上行，先后升破1.1%和1.5%，超过了美国疫情集中爆发前水平。10年期美债利率的快速上行，主要与海外经济加快修复、通胀预期升温等因素有关。作为全球资产定价的锚，截至2021年3月11日，10年期美债利率涨至1.53%，高估值资产持续调整，A股市场估值迎来较大幅度的调整。

市场调整已基本到位，石化化工板块估值性价比仍旧较高。自春节后第一个交易日（2月18日）以来，石油化工板块和基础化工板块经历了大幅回调，石油化工板块下跌18.2%，基础化工板块下跌11.4%。我们认为市场近期调整已基本到位，从板块估值角度看，经历了春节以来的市场调整，不论是PE估值还是PB估值，当前石油石化、基础化工估值分位均处于历史中等水平（图1-2），相较于食品饮料、医药等高估值板块，石油石化、基础化工板块估值性价比更高。

全球经济持续复苏，PPI保持上行，化工行业享受超额收益。从高频经济数据来看，目前全球各主要经济体经济也处在稳步复苏的趋势中。从OECD领先指标来看，当前中国、美国、日本、欧盟等主要经济体OECD综合领先指标均处于上行区间（图3），这显示出当前全球各主要经济体均处于经济复苏的趋势。PPI方面，2021年1月，国内PPI同比增长0.3%（前值-0.4%），这是自2020年2月PPI同比增速转负以来，国内PPI同比增速首次重回正值（图4），国内PPI同比增速继续保持上行趋势，工业企业经营及利润有望持续改善。我们复盘了国内PPI上行阶段各一级行业超额收益情况（图5），复盘结果表明，在PPI上行周期，石油石化等上游资源板块有较大概率获得超额收益。当前国内PPI上行趋势已经确立，未来一段时间，石油化工等周期上游板块仍有较高的配置价值。

原油与化工行情相关性减弱，精细化工板块景气有望延续

细分化工行业指数与油价走势相反。3月4日OPEC+意外延长减产协议，除了哈萨克斯坦和俄罗斯，其他成员国将延长减产计划，沙特将自愿减产至4月并在5月逐步取消100万桶/日的减产规模，俄罗斯将在4月增产原油13万桶/日以弥补当地燃料市场的短缺。此举出乎市场预期，油价应声而起，截至2021年3月10日，布伦特原油期货价格已达到68.2美元/桶。与油价走势相反，细分化工行业景气度持续下滑，中证细分化工指数已从2021年2月19日的5539点跌至3月10日的4529点，跌幅超过18%。

油价和化工行情主导因素异化，相关性正逐步减弱。除供需和成本外，影响原油和化工指数的因素繁多。原油方面，影响油价的因素错综复杂，包括政治、经济、库存、气候、技术等，国际政治博弈是主导因素。化工方面，国内政策走向是其重要影响因素。目前来看，主导因素异质性加强致油价对化工行情的影响逐渐下降，两者的相关性呈减弱趋势。

2016 年至今，我国共经历了 3 个原油与化工行情走势相反的阶段（图 6）。

(1) 2017-2018 年，特朗普就任美国总统，坚定支持传统能源；沙特与卡塔尔关系紧张，代理人战争进一步升级；OPEC 继续保持减产力度，加快原油平衡步伐等因素推动原油价格升至 4 年内高点。原油方面，美国、中东以及 OPEC 成员国之间的政治博弈是油价上涨的深层次原因。化工方面，中美贸易摩擦致行业进出口受阻，环保督查趋严、行业去产能力度加大等对投资产生较大影响，导致细分化工行业指数持续走低。这一阶段，国际政治因素起主导作用。

(2) 2020 年初，新冠疫情爆发对原油需求打压严重，美股出现三次熔断，原油价格暴跌至 19.5 美元/桶。得益于国内疫情防控及时及全球防护物资需求剧增，化工行业经历短暂的停产停工后企稳复苏，细分化工行业指数领先原油逆势上涨。这一阶段，突发事件和经济因素起主导作用。

(3) 2021 年 2 月 9 日至今，疫苗研制成功、欧美疫情好转迹象以及 OPEC+ 维持减产协议等因素共同影响下，海内外市场信心大增，原油价格持续攀升。而美债收益率持续升高致高估值资产持续调整，叠加“30 碳达峰、60 碳中和”目标影响，全国各地严格限制化工行业新上产能，中证细分行业指数持续下跌。这一阶段，政策因素起主导作用。

化工板块有望维持高景气，建议继续关注行业龙头

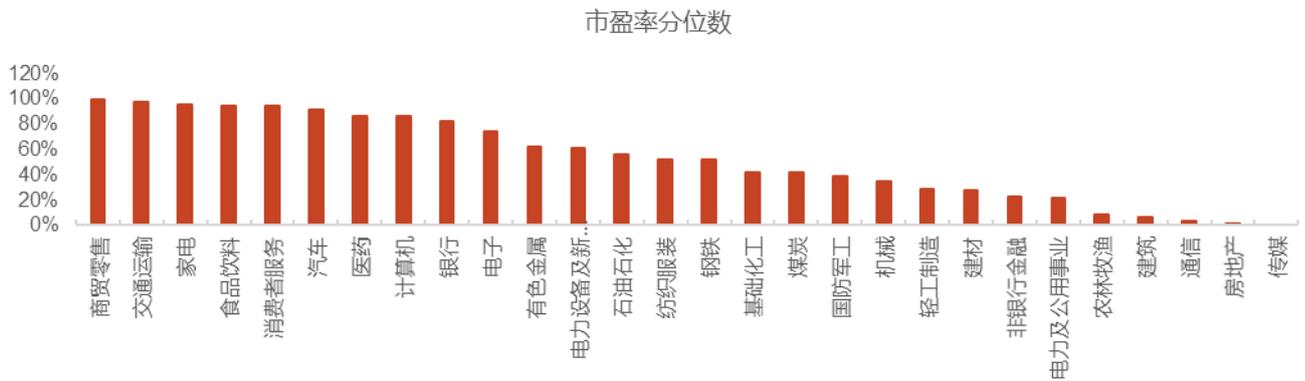
化工估值正逐步回调，有望维持高景气。截至 2021 年 3 月 10 日，各大细分化工行业龙头相比春节后均有不同程度的下跌，最小跌幅为恩捷股份的-12.72%，最大跌幅为荣盛石化的-35.68%，化工板块进入理性回调。春节前后多数化工品快速冲高，但季节性需求不及预期，加之原料上涨对企业生产经营影响较大，下游产业链难以消化高昂价格，市场估值逐步回调。不过，随着疫苗在全球范围内的推广，欧美发达国家与其他发展中国家的需求将陆续释放，加之行业库存处于低位，化工板块有望继续维持高景气。

化工龙头基本面良好，行业集中度有望提升。2020-2022 年，化工龙头企业 EPS 一致预测均呈上升态势（图 7），基本面状况良好。在供给侧改革与环保压力的背景下，化工龙头横向扩产和纵向扩产能力更强，大量中小产能因环保、成本等问题被逐步淘汰，预计通过行业整合和中小企业整合后，行业集中度将进一步提升，行业龙头成长性更强。

投资建议：全球经济共振复苏，油价持续上涨，我们认为石化化工行业将持续景气。上游的中国石化、中国石油、中海油有望受益；油服产业链的中海油服、海油工程、海油发展、博迈科受益于上游景气回暖及能源安全战略，订单有望持续增加。重点关注四大主线：1) 优秀的龙头白马万华化学、华鲁恒升、扬农化工、鲁西化工、龙蟒佰利、宝丰能源；2) 民营大炼化恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、华锦股份和轻烃裂解龙头卫星石化；3) 化纤板块的桐昆股份、恒逸石化、三友化工和华峰化学；4) 锂电产业链的天赐材料、多氟多；可降解塑料产业链的彤程新材；OLED 产业链的万润股份、瑞联新材、奥来德、濮阳惠成。随着石化化工行情的逐步演进，除了上述板块外，我们还建议关注之前市场关注度较低的新和成、中泰化学、三泰控股、东华能源、云图控股等二线龙头，目前估值较低，投资价值凸显。

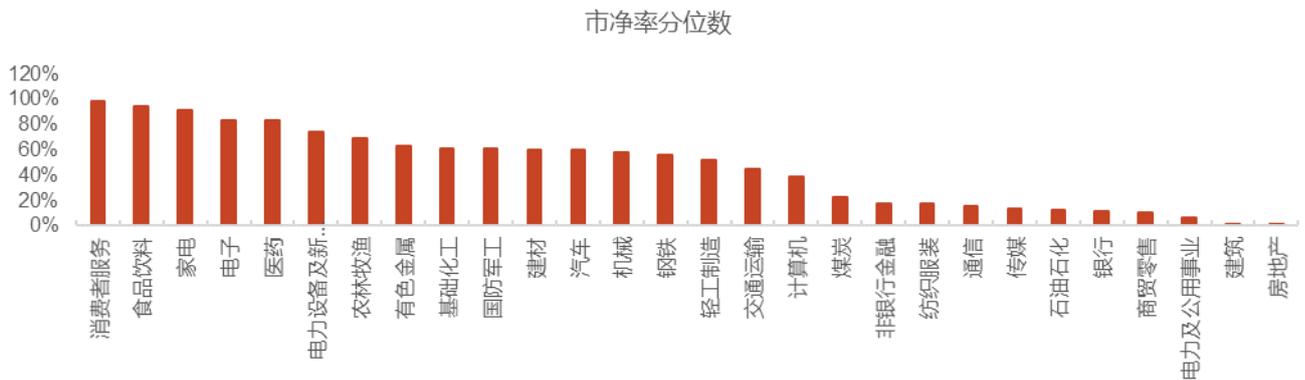
风险提示：油价大幅波动；全球经济复苏不及预期。

图 1：中信一级行业 PETTM 最新估值分位



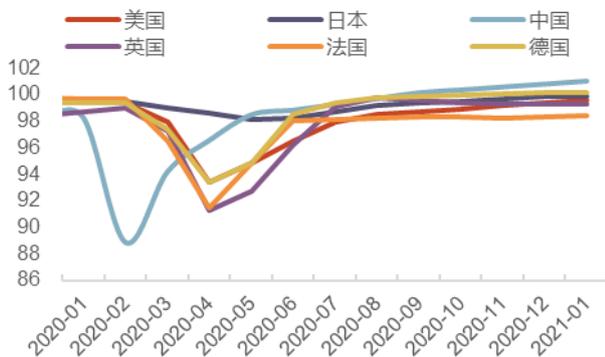
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据区间为 2012 年 10 月 1 日至 2021 年 3 月 10 日

图 2：中信一级行业最新 PB 估值分位



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据区间为 2012 年 10 月 1 日至 2021 年 3 月 10 日

图 3：OECD 领先指标显示当前各主要经济体均处于复苏状态



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截止 2021 年 1 月

图 4：各主要经济体制造业 PMI 恢复高景气



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截止 2021 年 2 月

图 5: PPI 上行阶段, A 股各一级行业表现复盘 (%)

	2006.4~ 2006.7	2007.7~ 2008.8	2009.7~ 2010.5	2010.8~ 2011.3	2012.9~ 2013.3	2015.12~ 2017.2	2019.10~ 2020.1	跑赢市场的 次数占比	2012年后跑 赢市场的次 数占比
石油石化	8.27	-44.13	-18.91	16.16	17.83	2.28	0.72	5/7	3/4
煤炭	-4.30	-35.31	-28.73	31.48	-9.16	5.12	-2.61	3/7	1/2
有色金属	3.83	-57.98	-19.14	37.51	-10.58	-2.87	13.42	4/7	3/4
钢铁	11.21	-49.00	-39.68	20.76	1.92	0.50	-0.89	2/7	1/2
建材	17.56	-48.77	-4.54	32.39	6.53	-3.14	12.52	5/7	3/4
基础化工	14.24	-25.07	-2.45	17.21	12.31	-11.58	8.17	6/7	3/4
电力设备及新能源	16.78	-41.21	11.70	10.26	4.83	-17.07	12.26	4/7	1/4
机械	21.38	-52.02	-2.01	35.94	4.07	-16.56	6.04	4/7	1/2
轻工制造	11.12	-42.52	-0.50	11.66	18.99	-13.08	7.87	5/7	3/4
电力及公用事业	9.15	-45.80	-14.54	4.49	21.31	-15.38	-2.93	3/7	1/4
建筑	15.12	-43.87	-24.82	10.62	9.61	0.76	-0.37	5/7	3/4
房地产	9.13	-60.65	-34.56	5.72	13.97	-19.47	1.46	2/7	1/2
国防军工	17.80	-52.57	-4.92	9.64	26.85	-19.01	7.70	4/7	1/2
农林牧渔	16.73	-35.09	15.90	2.18	1.84	-16.21	-14.95	3/7	0
医药	18.54	-38.46	41.80	4.56	23.29	-14.67	6.57	5/7	1/2
商贸零售	26.04	-47.19	7.89	-4.61	-1.09	-16.20	-2.05	2/7	0
食品饮料	23.80	-25.23	14.67	10.06	-15.04	12.30	-3.38	4/7	1/4
消费者服务	24.41	-51.54	8.19	0.87	4.19	-27.49	-5.77	2/7	0
纺织服装	27.44	-51.67	4.66	9.78	1.95	-14.98	1.14	2/7	0
家电	12.53	-44.82	16.56	15.71	20.13	7.99	8.38	1	1
汽车	25.33	-55.47	6.69	14.41	19.36	-7.07	14.66	6/7	1
传媒	15.37	-53.49	11.12	-6.59	8.47	-39.02	16.25	4/7	1/2
电子	6.04	-53.45	62.22	10.53	17.05	-14.44	29.70	4/7	3/4
计算机	10.19	-46.01	27.59	5.05	7.42	-39.83	9.47	4/7	1/2
通信	0.48	-36.30	-8.31	10.31	7.56	-20.34	8.76	4/7	1/2
银行	-6.85	-33.31	-28.71	1.34	31.83	6.25	-2.60	3/7	1/2
非银行金融	14.24	-41.72	-35.07	2.23	0.41	-11.12	1.60	3/7	1/4
交通运输	10.36	-43.50	-14.22	-0.51	10.41	-20.82	-3.54	3/7	1/4

资料来源: Wind, 光大证券策略组《全球经济复苏共振, 看好出口产业链及疫情受损板块投资机会——2021年3月策略与十大金股》

图 6: 油价与细分化工行业指数走势



资料来源: Wind, iFinD, 光大证券研究所整理, 截至 2020 年 3 月 10 日

图 7：细分化工行业龙头股价涨跌幅与估值情况

股票代码	股票名称	3月10日收 盘价 (元)	2月18日收 盘价 (元)	2月18日至 今涨跌幅	EPS20 (元)	EPS21 (元)	EPS22 (元)	PE20	PE21	PE22
002812.SZ	恩捷股份	116.10	133.02	-12.72%	1.23	1.87	2.57	94	62	45
600352.SH	浙江龙盛	15.48	18.16	-14.76%	1.36	1.58	1.75	11	10	9
600143.SH	金发科技	23.00	29.24	-21.34%	1.72	1.48	1.79	13	16	13
601233.SH	桐昆股份	22.54	29.00	-22.28%	1.36	2.17	2.71	17	10	8
600309.SH	万华化学	108.93	143.98	-24.34%	3.08	5.09	5.97	35	21	18
600176.SH	中国巨石	20.58	27.73	-25.78%	0.61	0.92	1.09	34	22	19
600426.SH	华鲁恒升	36.86	50.63	-27.20%	1.24	1.78	2.11	30	21	17
600346.SH	恒力石化	33.00	46.60	-29.18%	1.89	2.19	2.48	17	15	13
002601.SZ	龙蟒佰利	33.00	48.64	-32.15%	1.37	1.82	2.2	24	18	15
002493.SZ	荣盛石化	27.98	43.50	-35.68%	1.12	1.65	2.21	25	17	13

资料来源：iFinD，光大证券研究所整理，EPS 为同花顺一致盈利预测

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与、不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们

上海	静安区南京西路 1266 号 恒隆广场 1 期写字楼 48 层	北京	西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 7 层 西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层	深圳	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼
----	------------------------------------	----	---	----	---------------------------------------