

需求复苏助力景气上行，21Q1 业绩将显著提升

核心观点：

- **化工行业 21Q1 业绩预期普遍大幅增长** 截至4月16日，申万化工行业共有164家（剔除B股、ST、新股、即将退市）上市公司披露21Q1季报和业绩预告，其中预盈153家、预亏11家，预盈占比93%。以164家样本公司的净利润下限（若已公布21Q1季报，则按实际金额）计算，21Q1归母净利润较20Q1、19Q1分别增长625%、90%，增幅超过1000%分别有24、8家，增幅在100%-1000%之间分别有99、79家，增幅在0%-100%之间分别有33、49家。化工行业21Q1业绩普涨的主要原因在于化工产业链下游行业如地产、汽车、家电、纺服等持续景气向上带动行业需求复苏。
- **21Q1 化工品迎来普涨格局，显著支撑业绩表现** 随着下游需求复苏，21Q1化工产品价格实现同比、环比普遍上涨。在重点跟踪的180个产品价格中，从季度均价来看，21Q1共有145个实现同比上涨，上涨比例80%以上；环比163个实现上涨，上涨比例90%以上；与19Q1相比，价格上涨比例在53%以上。21Q1化工产品价格差实现同比、环比普遍上涨，盈利能力提升叠加产品产销向好，是21Q1行业业绩预期大幅向好的关键所在。在138个价差中，从季度均价来看，21Q1共有90个实现同比上涨，上涨比例65%以上；环比90个实现上涨，上涨比例65%以上；与19Q1相比，价差上涨比例在53%以上。
- **4月以来上涨势头趋缓，预计21Q2仍将有较好表现** 从均价来看，4月以来的21Q2有139个产品价格实现环比上涨，上涨比例77%以上；其中21Q2和21Q1实现价格连续上涨的有130个。21Q2价差有90个实现环比上涨，上涨比例65%以上；其中21Q2和21Q1实现价差连续上涨的有57个。以当前价格/价差（4月16日）与21Q1均值相比，约有82%产品价格上涨、59%价差上涨；但与3月31日的价格/价差相比，产品价格上涨比例仅41%、价差上涨比例仅34%。总体来看，虽然当前大多数产品价格/价差较3月末有所回落，但与21Q1均值相比仍处在相对高位，预计21Q2行业仍将有较好表现。
- **投资建议** 一是关注油价回归背景下的周期拐点向上的投资机会，推荐中国石油（601857.SH）、中国石化（600028.SH）、上海石化（600688.SH）；油服行业作为油价后周期同样值得关注，推荐通源石油（300164.SZ）、石化油服（600871.SH）。二是关注供需格局改善背景下的涨价品种，如纯碱、粘胶短纤、丙烯酸及酯等，推荐山东海化（000822.SZ）、三友化工（600409.SZ）、中泰化学（002092.SZ）。三是关注持续进行优质产能布局的核心资产，推荐华鲁恒升（600426.SH）、宝丰能源（600989.SH）、恒力石化（600346.SH）、卫星石化（002648.SZ）。
- **风险提示** 油价大幅波动的风险、产品需求下降的风险、营收不及预期的风险、新建产能投产不及预期的风险等。

化工行业

推荐(维持评级)

分析师

任文坡

☎: 8610-80927675

✉: renwenpo_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520080001

林相宜

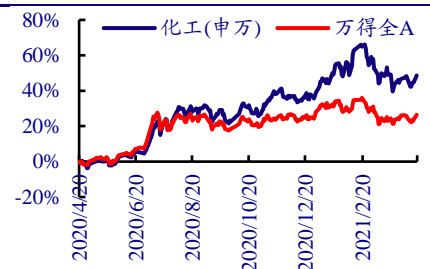
☎: 8610-80927677

✉: linxiangyi_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码: S0130520050007

市场表现

2021.04.19



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

相关研究

【银河化工】行业深度_化工行业_油价回归下的周期改善与低成本高成长_20210223

【银河化工】2021年年度投资策略报告_化工行业_成本与成长,塑造行业发展新业态_20210214

【银河化工】2020年四季度投资策略报告_化工行业:量价角度探寻高成长标的,优质细分龙头业绩可期_20200923

目录

一、需求复苏致 21Q1 业绩普遍大幅增长	2
(一) 21Q1 化工行业业绩预期普遍大幅增长	2
(二) 业绩普涨主要系下游需求复苏带来的行业供需改善	3
二、21Q1 化工品迎来普涨格局，将显著支撑业绩表现	4
(一) 21Q1 化工产品价格实现同比、环比普遍上涨	4
(二) 21Q1 价差普遍上涨，盈利能力提升	7
(三) 4 月以来上涨势头趋缓，预计 21Q2 仍将有较好表现	8
三、投资建议	8
(一) 关注油价回归背景下的周期拐点向上的投资机会	8
(二) 关注供需格局改善背景下的涨价品种	11
(三) 关注持续进行优质产能布局的核心资产	13
四、风险提示	14
插图目录	15
表格目录	15

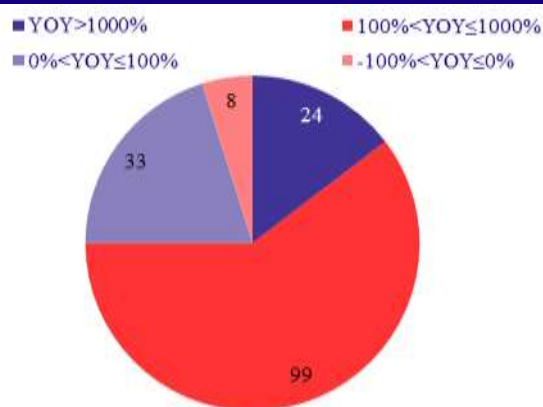
一、需求复苏致 21Q1 业绩普遍大幅增长

(一) 21Q1 化工行业业绩预期普遍大幅增长

截至4月16日，申万化工行业398家上市公司中，剔除B股、ST、新股、即将退市等标的，共有164家上市公司披露21Q1季报和业绩预告。20Q1由于受到新冠疫情的影响，能源和化工品的需求大幅下降，价格/价差以及销量下跌，影响了大部分上市公司的业绩，低基数效应使得21Q1业绩同比大幅增长。具体来看，21Q1预盈153家、预亏11家。预盈的公司占比约93%，主要系下游需求恢复带来的盈利能力提升；预亏的公司占比约7%，主要系民爆子行业仍受产业安全监管趋严以及部分公司经营不善所致。

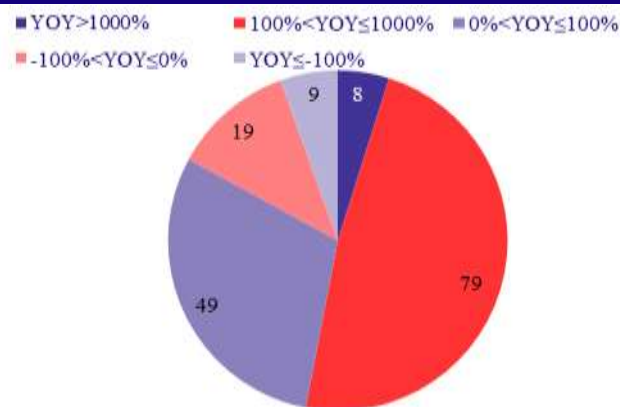
以164家样本公司的净利润下限（若已公布21Q1季报，则按实际金额）计算，21Q1归母净利润较20Q1、19Q1分别增长625%、90%，增幅超过1000%分别有24、8家，增幅在100%-1000%之间分别有99、79家，增幅在0%-100%之间分别有33、49家。

图 1: 21Q1 同比 20Q1 归母净利润变化上市公司家数 (个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

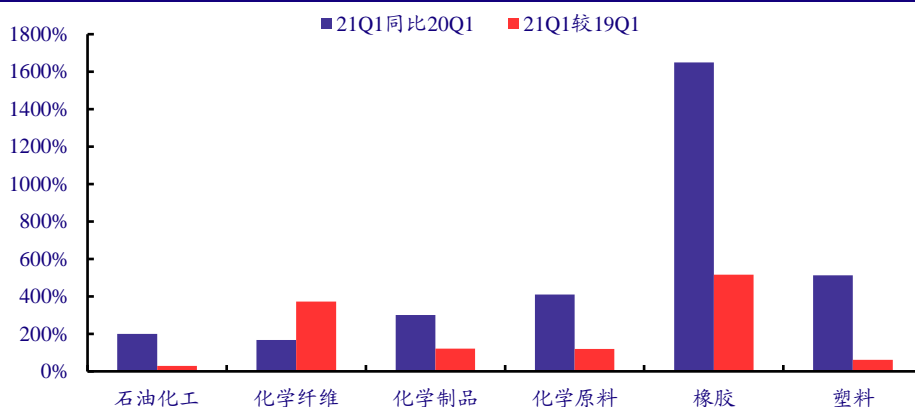
图 2: 21Q1 较 19Q1 归母净利润变化上市公司家数 (个)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

细分行业来看，申万二级子行业（样本公司）石油化工、化学纤维、化学制品、化学原料、橡胶、塑料子行业归母净利润21Q1同比20Q1分别增长200%、167%、300%、410%、1649%、513%；21Q1较19Q1分别增长29%、373%、121%、119%、516%、61%。

图 3: 申万二级子行业（样本公司）21Q1 较 20Q1、19Q1 归母净利润变化情况

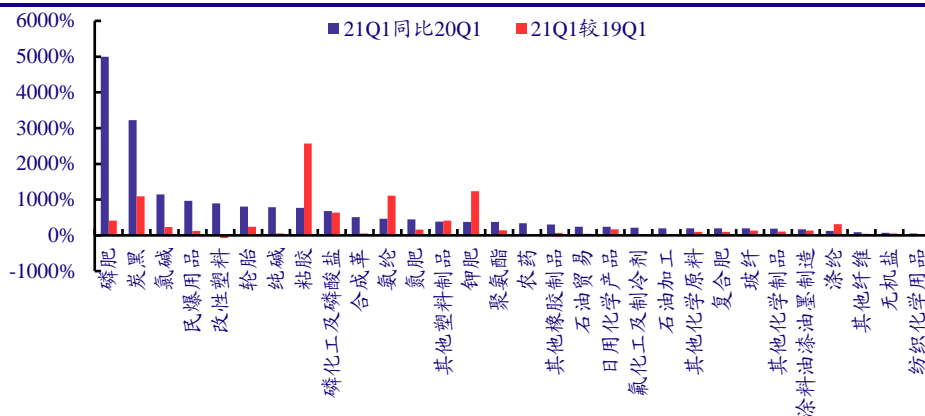


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

三级子行业来看，21Q1 同比 20Q1 增幅前 5 名的三级子行业分别为磷肥、炭黑、氯碱、民爆用品和改性塑料；21Q1 较 19Q1 增幅前 5 名的三级子行业分别为粘胶、钾肥、氨纶、炭黑、磷化工及磷酸盐。上述三级子行业归母净利润增幅较高的主要原因如下：

磷肥、钾肥等：下游需求恢复使得化肥价格上涨较多。粘胶、氨纶等：20Q1 下游纺织服装行业受疫情影响较为严重，叠加化纤产业链自 2019 年以来处于景气底部区域，21Q1 反弹幅度较大。炭黑：21Q1 国内轮胎企业全球市场份额进一步增加，炭黑需求旺盛，虽然炭黑生产仍受环保限产的影响，但炭黑行业依然保持高开工率和较高盈利水平。

图 4：申万三级子行业（样本公司）21Q1 较 20Q1、19Q1 归母净利润变化情况



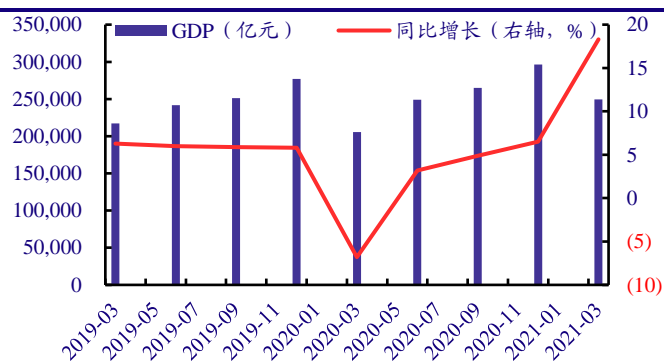
资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

（二）业绩普涨主要系下游需求复苏带来的行业供需改善

化工行业 21Q1 业绩普涨的主要原因在于随着新冠疫情的有效控制，我国经济正在稳步复苏，化工产业链下游行业如地产、汽车、家电、纺服等持续景气向上带动行业需求复苏，行业业绩显著改善。

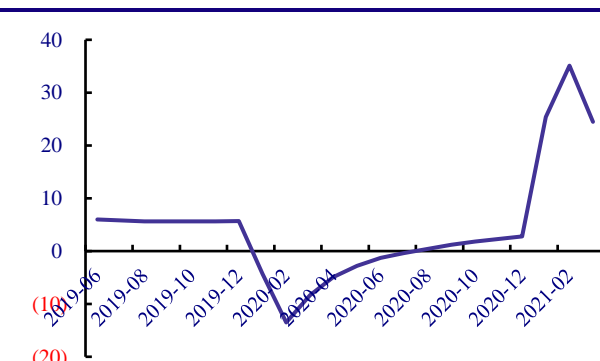
21Q1 我国经济呈现持续稳定恢复态势，GDP 24.93 万亿元，同比增长 18.3%、环比增长 0.6%；较 19Q1 增长 10.3%。自 2020 年 2 月低点以来，我国工业生产持续复苏，21Q1 累计同比增长 24.5%。其中，化工子行业，如化学原料及化学制品制造业、橡胶和塑料制品业等亦周期景气向上修复。

图 5：我国单季度 GDP 及同比增速



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

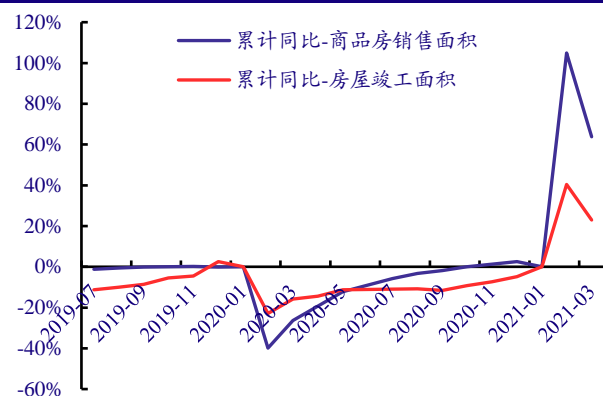
图 6：我国工业增加值累计同比变化



资料来源：Wind, 中国银河证券研究院

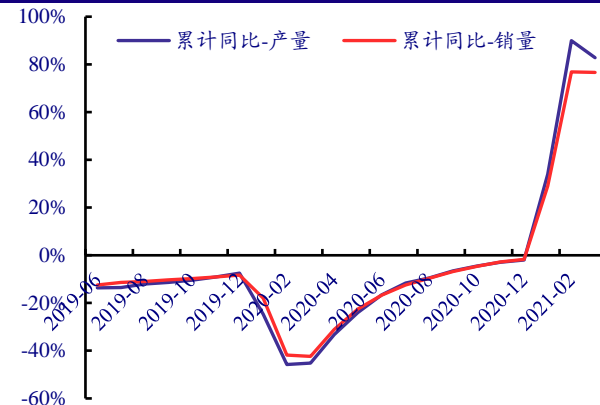
化工产业链下游行业，如地产、汽车、家电、纺服，21Q1 数据表现景气向好。21Q1 地产竣工面积累计同比增加 22.9%，较 19Q1 增加 3.5%；汽车产量累计同比增加 82.8%，较 19Q1 增加 0.26%；纺织服装业亦逐步走出疫情冲击，内、外需加速回暖，带动我国布匹、纱线产量恢复性增长，21Q1 布匹产量同比增加 12.5%，但较 19Q1 有 21.4% 的降幅，仍处在修复通道，纱线呈现类似规律。从国家统计局披露的 1-2 月数据来看，我国白电+彩电产量累计同比增加 59.6%，较 2019 年同期增加 3.1%。总体来看，化工行业下游产业的向上修复，带动了相关化工品需求上涨，表现为价格/价差显著上涨，使得行业整体呈现业绩同比大幅修复的态势，甚至要优于疫情前的 19Q1 业绩表现。

图 7：我国房地产销售和竣工面积累计同比变化



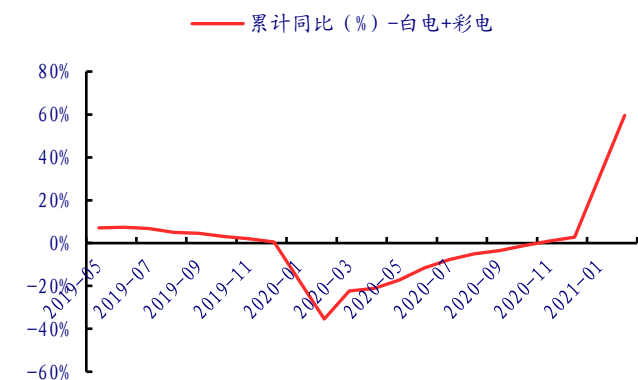
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 8：我国汽车产销累计同比变化



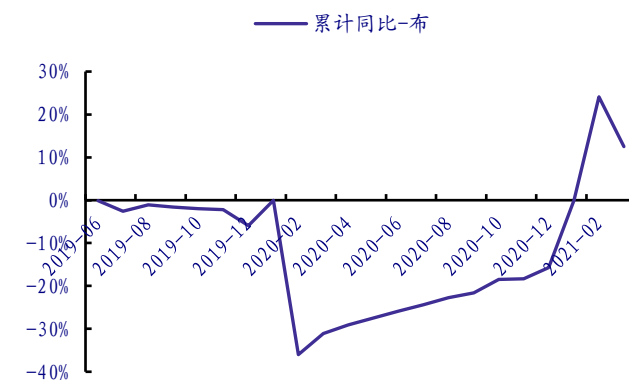
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 9：我国主要家电产量累计同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 10：我国布产量累计同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

二、21Q1 化工品迎来普涨格局，将显著支撑业绩表现

（一）21Q1 化工产品价格实现同比、环比普遍上涨

在我们重点跟踪的 180 个产品价格中，从季度均价来看，21Q1 共有 145 个产品价格实现同比上涨、33 个产品价格下跌，上涨比例 80% 以上；环比 20Q4，163 个产品价格实现上涨、14 个产品价格下跌，上涨比例 90% 以上。与 19Q1 相比，价格上涨比例在 53% 以上。整体来看，随着下游需求复苏，21Q1 化工产品价格实现同比、环比普遍上涨。

21Q1 价格涨幅较大的产品有 PVC 糊树脂（手套料，华东）、液氯（华东）、盐酸（31%，华东）、1,4-丁二醇（华东）、四氯乙烯（山东）、维生素 C（99%，国产）、醋酸（华东）、丙二醇（华东）、环氧丙烷（华东）、CASE 聚醚（220/210 等，华东）、双酚 A（华东）、正丁醇（华东）、软泡聚醚（华东）、PBT（华东）、辛醇（华东）、DMF（全国）等。

重点化工产品价格上涨原因及未来走势判断如下：

PVC/PVC 糊树脂：随着房地产竣工回暖，PVC 下游需求将得到有效支撑，PVC（电石法）价格本年上涨 20.7%。PVC 糊树脂属于 PVC 的一个产品分支，以其高散性的粉料用于糊料加工而得名。电石价格上涨使得糊树脂（手套料）市场价格坚挺运行，21Q1 较 20Q1、20Q4、19Q1 分别变化 151.6%、-1.6%、219.8%。我们认为，随着新冠疫苗接种的加速推进，糊树脂（手套料）价格或小幅回落。

1,4-丁二醇（BDO）：下游 PTMEG、PBT、PBAT 对 BDO 的需求增加，导致 BDO 价格上涨。虽然 BDO 供给存提升预期，但下游需求仍继续扩大，在工厂开工稳定条件下，预计 BDO 维持紧平衡状态，预计 2021 年价格将维持高位或小幅上涨。

维生素系列：受玉米原料走高、国外疫情反复导致需求增加、3 月 3 日巴斯夫部分装置不可抗力等因素影响，21Q1 维生素 C、维生素 E、维生素 D3、维生素 A 同比分别变化 116.1%、23.9%、11.2%、3.3%、-0.8%。我们认为，春节备货及国内外疫情反复的影响将在二季度及以后逐渐减弱，维生素价格或将维持区间震荡。

双酚 A：2020 年 11 月双酚 A 市场因风电政策及工厂事故带动，双酚 A 迎来暴涨，达到 2020 年的最高点 19700 元/吨附近，后因需求不佳，双酚 A 价格急剧下跌。21Q1 较 20Q1、20Q4、19Q1 分别上涨 97.9%、30.5%、68.9%，直接因素是中石化三井 12 万吨/年双酚 A 装置因跳电于 1 月 16 日停车。需求端，下游环氧树脂和 PC 均重心上扬，对双酚 A 保持刚需，给予双酚 A 需求利好；成本端，原料丙酮、苯酚持续上涨，双原料价格上涨给予双酚 A 成本支撑。双酚 A 价格预计未来仍将维持相对高位。

六氟磷酸锂：21Q1 较 20Q1、20Q4、19Q1 分别上涨 85.9%、65.9%、40.3%、27.1%，主要系工厂订单饱满，同时各原料价格大幅调涨。目前六氟磷酸锂 21Q2 较 21Q1 上涨 27.1%，部分企业满产开工，但库存持续消耗，目前库存已降至今年来最低位，供需缺口逐渐显现，预计未来价格将维持高位或继续上涨。

丙烯酸及酯：年初以来丙烯酸及酯涨幅均在 30%以上。需求方面，下游需求活跃，市场成交刚需为主。同时原料如丙烯、丁辛醇、乙醇、辛醇、甲醇等价格的上涨使得丙烯酸及酯的价格得到成本支撑。近期市场价格高位，随着各大企业开工率回温，丙烯酸及酯市场价格将高位稳整。

化纤：受 2020 年三季度以来纺织品订单的集中大爆发，上游化纤、染料等原材料的需求受到直接拉动，叠加成本端价格上涨，锦纶切片、粘胶短纤、涤纶长丝、氨纶等产品价格年初以来均出现了明显上涨。我们认为，由于下游需求较为饱满，叠加部分化纤原材料成本端仍有支撑，相关产品价格仍将保持相对高位，同时 RCEP 的签署长期利好我国纺织及化纤行业，行业有望持续景气。

表 1: 21Q1 价格同比涨幅前 20

名称	单位	当前价格 (4月16日)	21Q1 均价	较 20Q1	较 20Q4	较 19Q1
PVC 糊树脂 (手套料, 华东)	元/吨	24250	23514	151.62%	-1.66%	219.83%
液氯 (华东)	元/吨	1859	1378	150.67%	-2.54%	244.52%
盐酸 (31%, 华东)	元/吨	530	513	132.77%	33.65%	640.06%
1,4-丁二醇 (华东)	元/吨	28550	20756	128.01%	81.60%	121.03%
四氯乙烯 (山东)	元/吨	8419	7041	123.43%	62.93%	77.01%
维生素 C (99%, 国产)	元/千克	53	50	116.06%	53.01%	68.45%
醋酸 (华东)	元/吨	7300	5358	112.01%	51.38%	74.22%
丙二醇 (华东)	元/吨	18000	14468	106.43%	37.38%	75.01%
环氧丙烷 (华东)	元/吨	18100	18452	106.16%	4.75%	78.31%
CASE 聚醚 (220/210 等, 华东)	元/吨	19700	20158	100.38%	3.02%	73.90%
双酚 A (华东)	元/吨	30000	20171	97.85%	30.53%	68.93%
正丁醇 (华东)	元/吨	12450	11261	96.92%	39.61%	58.69%
软泡聚醚 (华东)	元/吨	17950	18888	93.69%	2.41%	69.07%
PBT (华东)	元/吨	23000	17356	91.56%	85.24%	60.24%
辛醇 (华东)	元/吨	13500	12684	91.18%	38.22%	56.98%
DMF (全国)	元/吨	12400	10070	89.17%	11.24%	111.41%
高回弹聚醚 (330N 等, 华东)	元/吨	19200	19592	88.49%	2.93%	64.11%
六氟磷酸锂 (全国)	元/吨	200000	157415	85.87%	65.89%	40.28%
丙烯酸丁酯 (华东)	元/吨	15200	14614	84.69%	43.30%	46.68%
醋酐 (全国)	元/吨	10800	8748	83.79%	34.04%	43.48%

资料来源: Wind, Baiinfo, 中国银河证券研究院

表 2: 21Q1 价格同比跌幅前 20

名称	单位	当前价格 (4月16日)	21Q1 均价	较 20Q1	较 20Q4	较 19Q1
无烟煤 (Q7000, 河南)	元/吨	1040	1132	-3.26%	15.74%	-11.78%
R32 (高端, 浙江)	元/吨	12500	13622	-3.46%	17.37%	-28.74%
R134a (高端, 浙江)	元/吨	26000	25044	-3.68%	7.42%	-24.34%
氟化铝 (河南)	元/吨	8600	9524	-3.80%	1.56%	-15.77%
茶 (山东)	元/吨	3650	3711	-5.26%	1.17%	-21.72%
TPU (全国)	元/吨	23200	20268	-5.34%	12.80%	-14.08%
叔丁醇 (全国)	元/吨	7800	7398	-5.53%	18.98%	-5.15%
磷酸 (85%, 西南)	元/吨	4800	4778	-6.12%	3.32%	7.53%
三聚磷酸钠 (工业 94%, 华东)	元/吨	5700	5700	-6.46%	0.25%	-7.87%
对二甲苯 (镇海炼化)	元/吨	6400	5745	-6.89%	31.54%	-33.78%
柴油 (0#, 全国)	元/吨	6306	5865	-7.04%	12.06%	-6.22%
丁基橡胶 (1751, 全国)	元/吨	18500	15700	-7.29%	5.29%	2.53%
聚丙烯酰胺 (阴离子, 宝莫)	元/吨	13500	13500	-8.55%	12.58%	-4.93%
邻二甲苯 (华东)	元/吨	5650	5545	-12.04%	6.26%	-22.68%
R22 (高端, 浙江)	元/吨	16500	14070	-13.87%	1.60%	-23.42%
萤石 (干粉, 华东)	元/吨	2850	2791	-18.07%	1.76%	-9.72%
烧碱 (99%片碱, 山东)	元/吨	1900	1919	-22.53%	3.41%	-47.94%
烧碱 (32%离子膜, 山东)	元/吨	435	427	-23.76%	-1.97%	-49.59%
草酸 (全国)	元/吨	3480	3362	-25.20%	19.70%	6.11%
航空煤油 (3#)	元/吨	4085	3522	-25.57%	31.47%	-25.94%

资料来源: Wind, Baiinfo, 中国银河证券研究院

(二) 21Q1 价差普遍上涨，盈利能力提升

在我们重点跟踪的 138 个价差中，从季度均价来看，21Q1 共有 90 个价差实现同比上涨，46 个产品价差同比下跌，上涨比例 65% 以上；环比 90 个价差实现上涨，48 个价差实现下跌，上涨比例 65% 以上。与 19Q1 相比，价差上涨比例在 53% 以上。整体来看，随着下游需求复苏，21Q1 化工产品价格实现同比、环比普遍上涨，盈利能力提升叠加产品产销向好，是 21Q1 行业业绩预期大幅向好的主要原因。

21Q1 价差涨幅较大的产品尼龙 66（注塑）价差（己二酸）、四氯乙烯价差（电石）、苯酐价差（邻二甲苯）、醋酸乙烯价差（电石）、三聚氰胺价差（尿素）、辛醇价差（丙烯）、正丁醇价差（丙烯）、PVC 糊树脂（手套料）价差（电石）、环氧丙烷价差（丙烯）、PBT 价差（PTA）、软泡聚醚价差（丙烯）、顺酐价差（碳四）、DOP 价差（邻二甲苯）、R125 价差（萤石）、PTA 价差（对二甲苯）、粘胶短纤价差（溶解浆）等。

重点化工产品价格价差上涨原因如下：

电石产业链：内蒙能耗双控政策的限产限电造成的电石日损失量达到了 4200 吨左右，预估占到了全国日产量的 5.19% 左右，电石价格上涨，在成本支撑以及供需改善背景下，以电石为原材料的三氯乙烯、四氯乙烯、醋酸乙烯、PVC 及糊树脂等产品价差扩大。

丙烯产业链：以丙烯为原材料的辛醇价差（丙烯）、正丁醇价差（丙烯）、环氧丙烷价差（丙烯）、软泡聚醚价差（丙烯）、高回弹聚醚价差（丙烯）、硬泡聚醚价差（丙烯）涨幅较大，主要系丙烯下游产品价格涨幅较高，产品价格上涨幅度高于丙烯价格上涨幅度。

表 3: 21Q1 价差同比涨幅前 20

名称	单位	当前价差 (4月16日)	21Q1 均价差	较 20Q1	较 20Q4	较 19Q1
尼龙 66（注塑）价差（己二酸）	元/吨	2020	4774	669.32%	-39.21%	-
四氯乙烯价差（电石）	元/吨	5045	3627	544.43%	172.54%	165.52%
苯酐价差（邻二甲苯）	元/吨	833	819	435.08%	-35.90%	682.40%
醋酸乙烯价差（电石）	元/吨	2591	1279	405.14%	1193.82%	7.40%
三聚氰胺价差（尿素）	元/吨	3415	837	356.73%	33.19%	284.86%
辛醇价差（丙烯）	元/吨	6860	6577	341.70%	101.33%	221.31%
正丁醇价差（丙烯）	元/吨	7055	6299	309.65%	92.99%	187.09%
PVC 糊树脂（手套料）价差（电石）	元/吨	17870	17053	280.73%	-6.61%	567.03%
环氧丙烷价差（丙烯）	元/吨	11128	12039	239.42%	5.52%	199.98%
PBT 价差（PTA）	元/吨	5233	3826	190.24%	247.21%	211.05%
软泡聚醚价差（丙烯）	元/吨	11605	13052	169.97%	2.00%	141.39%
顺酐价差（碳四）	元/吨	4420	4266	158.58%	-5.57%	192.12%
DOP 价差（邻二甲苯）	元/吨	721	1148	155.51%	-3.16%	84.28%
R125 价差（萤石）	元/吨	19029	19802	151.12%	84.50%	7.85%
PTA 价差（对二甲苯）	元/吨	403	383	146.06%	-22.91%	-50.31%
环氧丙烷价差（石油）	元/吨	15028	15650	142.60%	0.92%	116.36%
高回弹聚醚价差（丙烯）	元/吨	13483	14333	140.35%	2.78%	112.56%
醋酸价差（煤）	元/吨	6585	4732	128.22%	58.23%	83.66%
粘胶短纤价差（溶解浆）	元/吨	4337	5648	123.50%	65.78%	61.97%
硬泡聚醚价差（丙烯）	元/吨	10320	10695	123.03%	3.32%	130.61%

资料来源: Wind, Baiinfo, 中国银河证券研究院

表 4: 21Q1 价差同比跌幅前 20

名称	单位	当前价差 (4月16日)	21Q1 均 价差	较 20Q1	较 20Q4	较 19Q1
PTA 价差 (石油)	元/吨	2176	1940	-12.98%	14.25%	-51.52%
尿素价差 (气头)	元/吨	638	197	-14.46%	329.66%	354.90%
烷基化汽油价差 (碳四)	元/吨	700	752	-14.99%	44.29%	-26.72%
磷酸价差 (磷矿石, 湿法)	元/吨	2928	3416	-15.51%	1.24%	16.61%
R22 价差 (萤石)	元/吨	11416	9503	-17.37%	-0.67%	-29.19%
丙烯酰胺价差 (丙烯腈)	元/吨	6666	4709	-18.52%	-2.82%	-18.15%
二甲醚价差 (煤)	元/吨	1425	1567	-20.41%	13.43%	-19.07%
对二甲苯价差 (石油)	元/吨	2779	2443	-24.26%	29.74%	-51.19%
PVA 价差 (电石)	元/吨	7477	3114	-25.25%	38.37%	-26.83%
SBS 价差 (丁二烯)	元/吨	3702	3928	-25.35%	12.05%	-24.25%
环氧乙烷价差 (甲醇)	元/吨	1880	1738	-35.26%	-27.89%	-25.28%
聚酯切片 (有光) 价差 (PTA)	元/吨	514	534	-36.29%	24.70%	-7.06%
聚丙烯酰胺价差 (丙烯腈)	元/吨	4883	5031	-42.08%	-2.92%	-20.77%
聚酯切片 (半光) 价差 (PTA)	元/吨	364	412	-47.35%	5.48%	-29.53%
草酸价差 (煤)	元/吨	1466	1600	-50.27%	26.57%	-9.31%
航煤价差 (石油)	元/吨	533	505	-56.96%	61.17%	-58.90%
环氧乙烷价差 (乙烯)	元/吨	760	1127	-58.44%	-34.63%	4.60%
尼龙 6 (注塑) 价差 (己内酰胺)	元/吨	1122	805	-59.59%	-55.31%	-65.66%
锦纶切片价差 (己内酰胺)	元/吨	672	376	-63.33%	-54.14%	-71.94%
草酸价差 (玉米淀粉)	元/吨	955	697	-74.85%	27.46%	-48.47%

资料来源: Wind, Baiinfo, 中国银河证券研究院

(三) 4月以来上涨势头趋缓, 预计 21Q2 仍将有较好表现

从均价来看, 4月以来的 21Q2 有 139 个产品价格实现环比上涨, 上涨比例 77%以上; 其中 21Q2 和 21Q1 实现价格连续上涨的有 130 个。21Q2 价差有 90 个实现环比上涨, 上涨比例 65%以上; 其中 21Q2 和 21Q1 实现价差连续上涨的有 57 个。

以当前的价格/价差 (4月16日) 与 21Q1 均值相比, 约有 82% 产品价格上涨、59% 价差上涨; 但与 3月31日的价格/价差相比, 产品价格上涨比例仅 41%、价差上涨比例仅 34%。

总体来看, 虽然当前大多数产品价格/价差较 3月末有所回落, 但与 21Q1 均值相比仍处在相对高位, 预计 21Q2 行业仍将有较好表现。

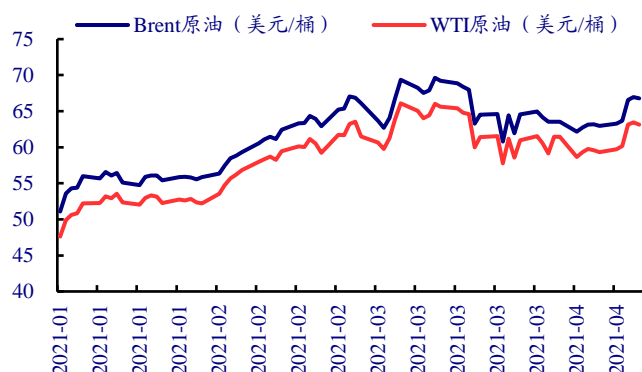
三、投资建议

在化工行业下游需求持续回暖的背景下, 化工品价格/价差在 21Q1 迎来普涨行情, 进入 21Q2 部分产品价差/价差开始回调, 行业存在结构性行情。推荐三条投资主线:

(一) 关注油价回归背景下的周期拐点向上的投资机会

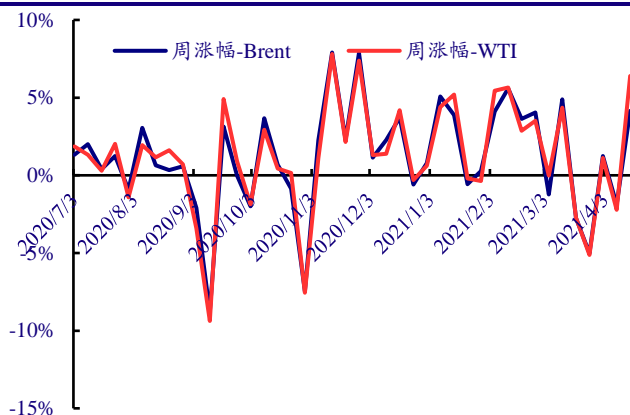
截至 4月16日, Brent 和 WTI 油价分别达到 66.77 美元/桶、63.13 美元/桶, 年初以来涨幅均超过 25%, 已经回归至疫情前水平。油价上涨符合我们 2020 年油价周期底部确认、2021 年价格中枢向上的判断。总体来看, 我们认为, 2021 年原油供需将处在基本平衡或紧平衡状态, 当前油价水平有望延续, 预计未来一段时间窄幅震荡。

图 11: 2021 年以来国际油价走势 (美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 2020 年 7 月以来国际油价周涨幅

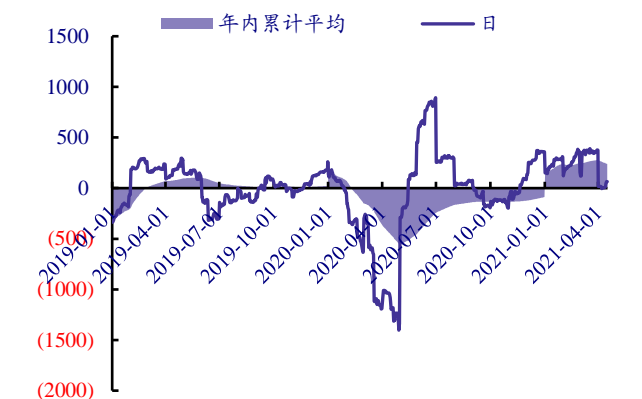


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在油价回归及下游需求改善背景下,从“量”、“价”双维度来看 2021 年石化行业投资机会。在“量”的角度:2021 年销量预期好于 2020 年;且部分企业存在业务扩张增量。在“价”的角度:2021 年油价上行,库存转化损失这一不利因素消除,存在正收益;拥有原油开采业务的企业将受益油价上行;部分产品价格/价差有望扩大,盈利能力提升。

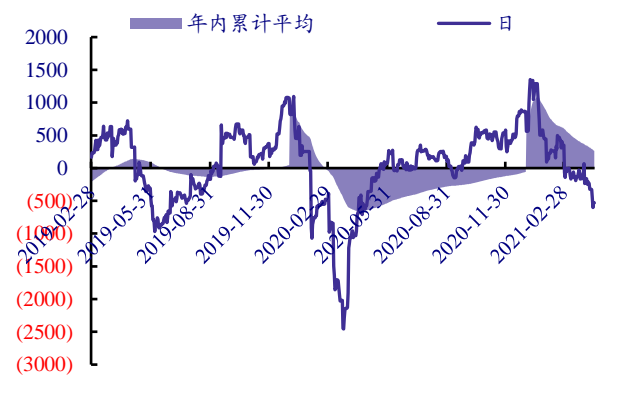
在库存转化方面,依托我们搭建的模型进行量化计算,2020 年因油价大幅下跌库存转化损失为 89 元/吨;以丙烷为原料的加工企业,同样面临库存转化损失(约 58 元/吨)。2021 年以来,受益于原油和丙烷价格上行,库存转化存在正收益,原油年初至今为 240 元/吨、丙烷年初至今为 263 元/吨。

图 13: 原油库存转化损益 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 14: 丙烷库存转化损益 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在原油销售方面,2020 年布油均价 43.21 美元/桶,以此测算,吨原油销售收益同比减少高达 1080 元/吨。2021 年以来油价上行,以 2020 年我国原油产量 1.95 亿吨计算,油价每上涨 1 美元/桶带来的营收增量高达 93 亿元。

在产品价差方面,进入 2021 年,汽油价差表现向好、柴油价差有所回落,航煤价差仍在底部区域;PTA 由于仍处在产能急剧扩张期,价差表现至今没有明显改观,依旧处在行业低谷;随着下游纺织服装需求向好,聚酯切片、涤纶长丝价差开始修复;PE、PP 价差继续扩

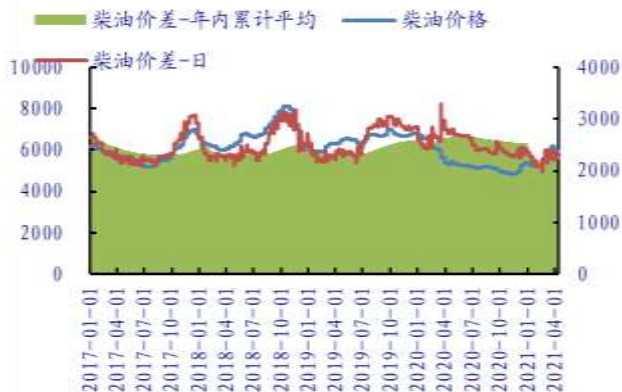
大，延续 2020 年走势。整体来看，石化行业主营产品在 2021 年盈利能力有所回升。

图 15: 汽油价差表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 16: 柴油价差表现



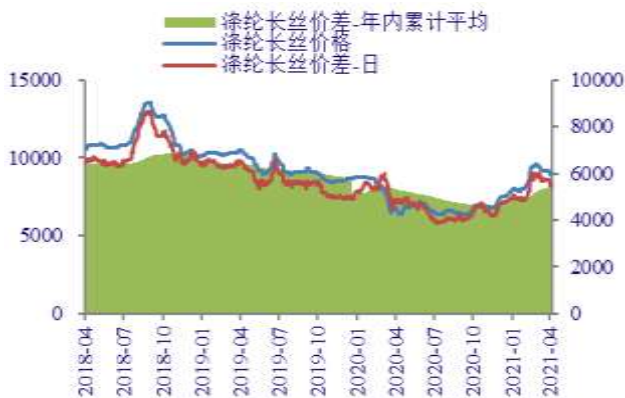
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 17: PTA 价差表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 18: 涤纶长丝价差表现



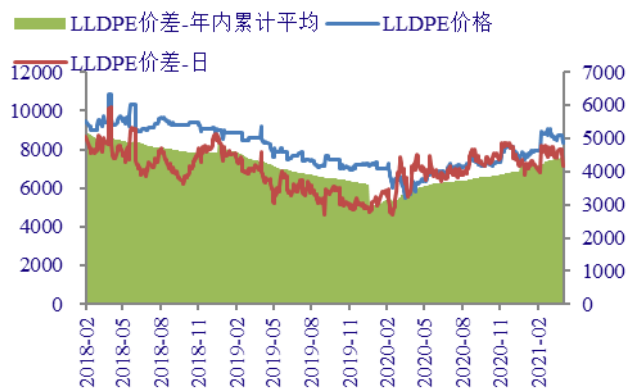
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: PE 价差表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 20: PP 价差表现



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

表 5: 主要化工产品全产业链价差

名称	单位	2021-至今	2020	2019	2018	2017
PP 价差	元/吨	4774	4528	4333	4768	4578
PE 价差	元/吨	4408	4002	3614	4584	5360
PX 价差	元/吨	2275	2067	3282	3816	3221
苯价差	元/吨	2171	1313	1195	2039	3029
EO 价差	元/吨	4094	4493	4089	5926	5976
EG 价差	元/吨	2777	2069	2195	4108	4402
PTA 价差	元/吨	1742	1738	2866	3227	2600
聚酯切片价差	元/吨	2818	2598	3635	4564	4171
涤纶长丝价差	元/吨	5400	4634	5784	6841	6385

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

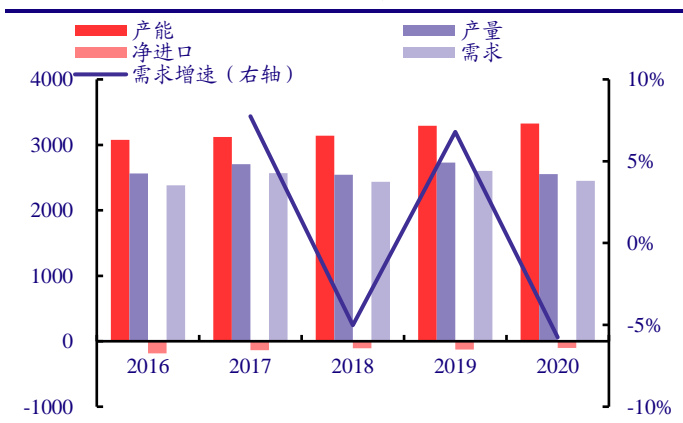
因此, 考虑到影响石化行业的主要不利因素将在 2021 年“由负转正”, 行业存在业绩周期改善的预期。推荐中国石油 (601857.SH)、中国石化 (600028.SH)、上海石化 (600688.SH)。油服行业作为油价后周期同样值得关注, 推荐通源石油 (300164.SZ)、石化油服 (600871.SH)。

(二) 关注供需格局改善背景下的涨价品种

考虑到 2021 年我国纯碱、粘胶短纤、丙烯酸及酯等产品基本没有产能扩张, 在供需格局改善背景下, 有望维持高景气。

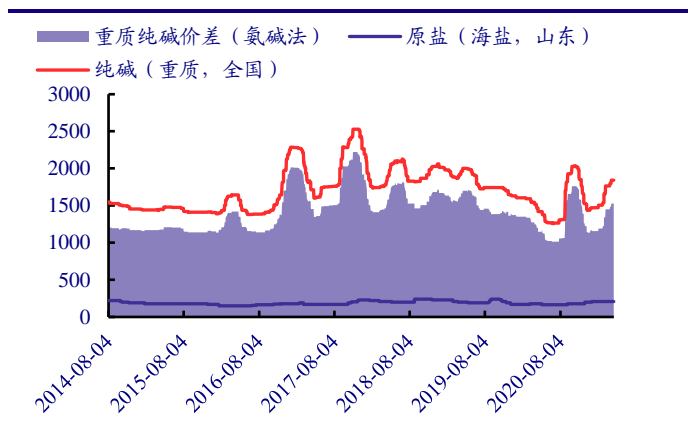
纯碱: 未来两年几乎无新增产能, 但需求有望持续增长。2020 年我国纯碱需求为 2453 万吨/年, 受疫情影响增速为-5.76%。2020 年产能为 3327 万吨/年, 预计 2021-2022 年基本没有净新增产能, 影响行业的关键将更多集中在需求端。我国纯碱主要用于玻璃、无机盐、洗涤剂等领域, 约 47%用于平板玻璃、16%用于日用玻璃。房地产占据平板玻璃需求的 75%, 其次是汽车约占 10%。考虑到 2021 年地产处在竣工周期、汽车有望正增长, 将拉动纯碱需求稳健增长, 预计未来一段时间纯碱行业将维持高景气周期。建议重点关注纯碱龙头企业山东海化 (000822.SZ)。

图 21: 我国纯碱供需情况 (万吨/年)



资料来源: Bainfo, 中国银河证券研究院

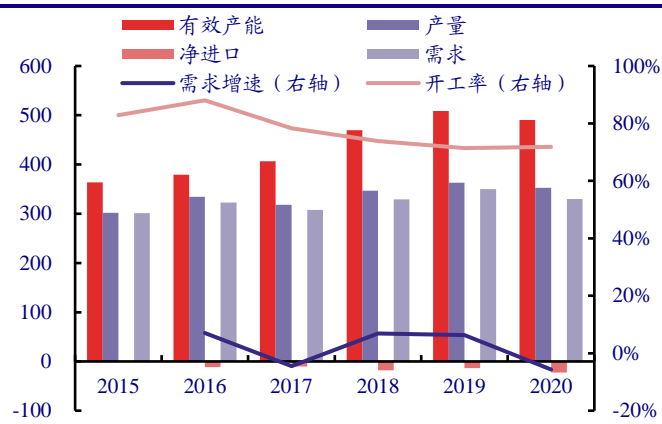
图 22: 纯碱价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

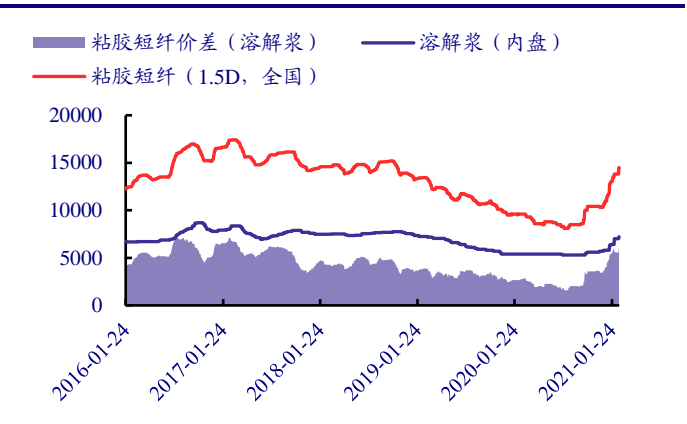
粘胶短纤：供需错配背景下，粘胶短纤行业迎来周期性复苏。2017-2020年粘胶短纤需求年均复合增长2.32%。2020年我国粘胶短纤产能490.5万吨/年，前几年规划明确的扩产项目至2019年底已基本投入运营（或建成但停工），未来几年基本无新增产能。随着国内外疫情逐渐缓解，以及RCEP协议签订带来的长期利好，我国纺织服装出口及国内消费均逐渐回暖，拉动粘胶短纤需求上涨。在行业经过2年多景气下行周期后，在供需错配背景下，行业迎来周期性复苏，粘胶短纤价格年初以来上涨34.5%（截至2021.4.16），未来有望继续维持高位。考虑到粘胶短纤的原材料溶解浆和木浆供应相对充足，在粘胶短纤价格上涨时，原材料的上涨幅度相对有限，价差会持续扩大，预计粘胶短纤行业的盈利能力将持续提升。建议重点关注粘胶短纤龙头企业三友化工（600409.SH）、氯碱粘胶一体化龙头中泰化学（002092.SZ）。

图 23：我国粘胶短纤供需情况（万吨/年）



资料来源：Bainfo，中国银河证券研究院

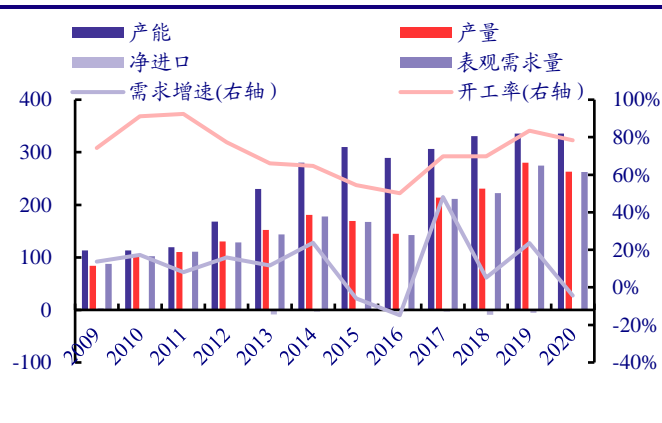
图 24：粘胶短纤价格/价差走势（元/吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

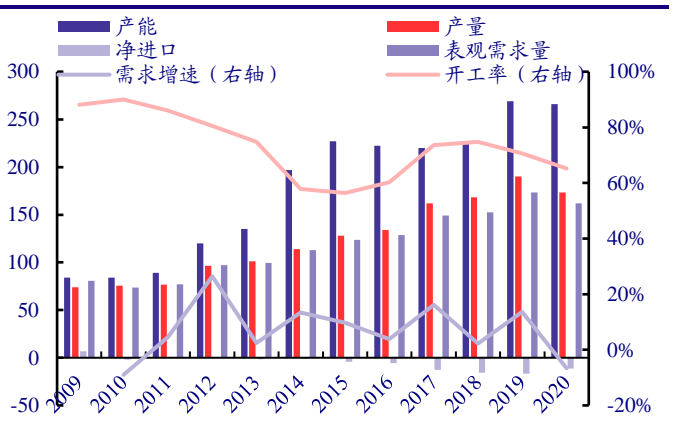
丙烯酸及酯：供需格局基本稳定，行业有望维持较高景气度。2020年我国丙烯酸、丙烯酸丁酯产能分别为336、266万吨/年，表观需求分别为262、162万吨/年，最近三年年均复合增速为7.5%、2.8%。未来1-2年，我国丙烯酸、丙烯酸丁酯扩能分别64、44万吨/年，主要是上海华谊各40万吨/年，目前处在全面建设阶段，预计2022年投产。考虑到我国房地产行业预期仍然处在竣工回暖周期，以及快递行业总量不断提升，预计我国丙烯酸及酯需求仍将保持较为稳定的增长。同时原料如丙烷/丙烯、丁辛醇、乙醇、辛醇、甲醇等价格的上涨使得丙烯酸及酯的价格得到成本支撑。建议重点关注丙烯酸及酯龙头企业卫星石化(002648.SZ)。

图 25：我国丙烯酸供需情况（万吨/年）

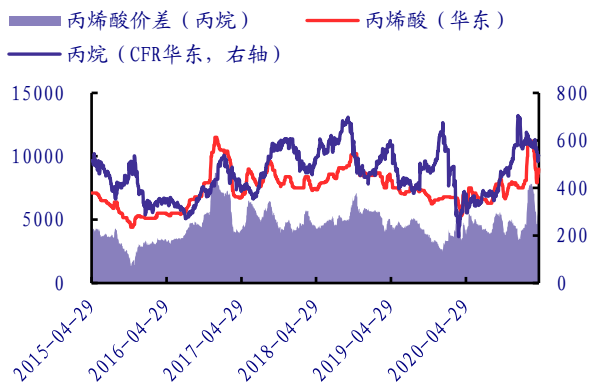


资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

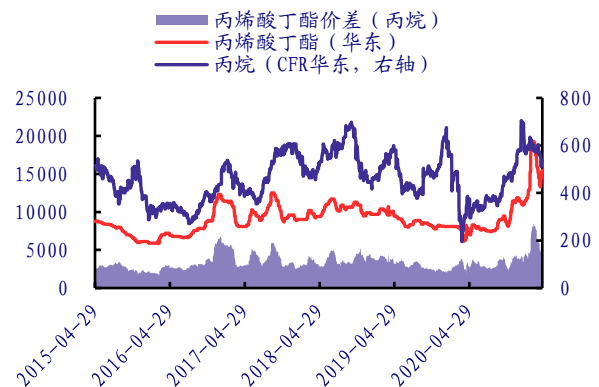
图 26：我国丙烯酸丁酯供需情况（万吨/年）



资料来源：卓创资讯，中国银河证券研究院

图 27: 丙烯酸价格/价差走势


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 28: 丙烯酸丁酯价格/价差走势


资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

(三) 关注持续进行优质产能布局的核心资产

目前,化工行业经历了一波深度回调,许多核心资产具备了逢低配置价值。布局优质产能、实施业务扩张的细分领域龙头企业,不仅具有稳健的经营现金流,而且可以通过再投资实现高成长。建议重点关注产业链持续拓展和产品升级换代的煤化工龙头华鲁恒升(600426.SH)、业务持续扩张的煤制烯烃龙头宝丰能源(600989.SH)、产业链一体化布局的民营炼化龙头恒力石化(600346.SH),以及布局乙烷蒸汽裂解项目的轻烃加工龙头卫星石化(002648.SZ)。

华鲁恒升(600426.SH): 德州+荆州基地产能扩张,打开公司新的成长空间。在德州基地,公司总投资 130 亿元的 150 万吨绿色化工新材料项目入选山东省新旧动能转换重大项目库首批优选项目。其中,精己二酸品质提升项目(16.66 万吨/年)已于 2021 年 2 月建成投产,己内酰胺及尼龙新材料(30 万吨/年)项目预计将于 2021 年 12 月建成,德州基地产能和盈利进一步加强。在荆州基地,预计将建设 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF,建设期预计 36 个月。荆州项目将进一步增厚公司盈利,打开公司新的成长空间。我们预计 2021-2022 年公司营收分别为 182.38、237.27 亿元,同比增加 39.06%、30.09%;归母净利润分别为 36.67、40.99 亿元,同比增加 103.88%、11.80%;每股收益(EPS)分别为 2.25、2.52 元。看好公司未来高成长性,维持“推荐”评级。

宝丰能源(600989.SH): 煤制烯烃成本优势显著,公司跨周期高成长可期。公司布局烯烃三期 100 万吨/年项目以及内蒙 400 万吨/年烯烃项目,其中烯烃三期项目有望于 2022 年底投产。焦炭 300 万吨/年项目预计于 2021 年底投产,届时焦炭产能将达到 700 万吨/年,进一步增厚公司利润。我们预计 2021-2023 年公司营收分别为 184.50、241.99、327.04 亿元,同比变化 15.84%、31.16%、35.14%;归母净利润分别为 57.64、73.73、105.31 亿元,同比变化 24.69%、27.92%、42.83%;每股收益(EPS)分别为 0.79、1.01、1.44 元。看好公司未来高成长性,维持“推荐”评级。

恒力石化(600346.SH): 公司延续产业战略布局,有望拉动公司持续成长。公司 500 万吨/年 PTA-6 项目,计划于 2022 年建成投产,届时公司 PTA 产能将增至 1660 万吨/年,成就全球最大的总体产能规模和最优的产能结构,成本优势明显。公司继续延伸产业链,持续拓展高端化、差异化和规模化的化工新材料业务。在建的 135 万吨/年涤纶民用丝项目实现逐步投产。

3*4万吨/年高阻隔、多功能BOPET项目计划于2021年投产。公司PBS/PBAT可降解新材料规划建设90万吨/年的新产能，预计将于2022年中期逐步释放产能，届时公司PBS/PBAT产能将达到93.3万吨/年，成为国内规模最大、产能最高的可降解新材料生产基地。此外，150万吨/年恒科三期项目、120万吨/年德力二期项目、100万吨/年高端聚酯薄膜项目、140万吨/年高性能工业丝项目也正处于规划阶段。我们认为，公司在下游聚酯、新材料产业链存在较大发展潜力和成长空间，将充分发挥上下游一体化、成本规模优势，有望拉动公司业绩持续增长。我们预计2021-2023年公司营收分别为1736、1935、2112亿元，同比变化13.9%、11.5%、9.2%；归母净利润分别为143.5、168.8、193.0亿元，同比变化6.6%、17.7%、14.3%；每股收益（EPS）分别为2.04、2.40、2.74元。看好公司未来高成长性，维持“推荐”评级。

卫星石化(002648.SZ): 未来几年公司不改成长属性，油价提升亦带来业绩弹性。公司30万吨/年改性PP、25万吨/年双氧水项目有望在2021年投产，预计将于2022年贡献全年业绩。C2二阶段项目预计2022年投产，将再次增厚公司盈利。油价上涨也为公司C2项目带来了业绩弹性。另外，公司计划新建80万吨/年PDH、80万吨/年丁辛醇、12万吨/年新戊二醇及配套装置，预计于2024年6月前投产运营。我们预计2021-2023年公司营收分别为206、279、388亿元，同比变化91.5%、35.2%、39.2%；归母净利润分别为33.1、46.5、69.6亿元，同比变化99.4%、40.2%、49.8%；每股收益（EPS）分别为2.70、3.78、5.66元。看好公司长期发展，维持“推荐”评级。

四、风险提示

油价大幅波动的风险、产品需求下降的风险、营收不及预期的风险、新建产能投产不及预期的风险等。

插图目录

图 1: 21Q1 同比 20Q1 归母净利润变化上市公司家数 (个)	2
图 2: 21Q1 较 19Q1 归母净利润变化上市公司家数 (个)	2
图 3: 申万二级子行业 (样本公司) 21Q1 较 20Q1、19Q1 归母净利润变化情况	2
图 4: 申万三级子行业 (样本公司) 21Q1 较 20Q1、19Q1 归母净利润变化情况	3
图 5: 我国单季度 GDP 及同比增速	3
图 6: 我国工业增加值累计同比变化	3
图 7: 我国房地产销售和竣工面积累计同比变化	4
图 8: 我国汽车产销累计同比变化	4
图 9: 我国主要家电产量累计同比变化	4
图 10: 我国布产量累计同比变化	4
图 11: 2021 年以来国际油价走势 (美元/桶)	9
图 12: 2020 年 7 月以来国际油价周涨幅	9
图 13: 原油库存转化损益 (元/吨)	9
图 14: 丙烷库存转化损益 (元/吨)	9
图 15: 汽油价差表现	10
图 16: 柴油价差表现	10
图 17: PTA 价差表现	10
图 18: 涤纶长丝价差表现	10
图 19: PE 价差表现	10
图 20: PP 价差表现	10
图 21: 我国纯碱供需情况 (万吨/年)	11
图 22: 纯碱价格/价差走势 (元/吨)	11
图 23: 我国粘胶短纤供需情况 (万吨/年)	12
图 24: 粘胶短纤价格/价差走势 (元/吨)	12
图 25: 我国丙烯酸供需情况 (万吨/年)	12
图 26: 我国丙烯酸丁酯供需情况 (万吨/年)	12
图 27: 丙烯酸价格/价差走势	13
图 28: 丙烯酸丁酯价格/价差走势	13

表格目录

表 1: 21Q1 价格同比涨幅前 20	6
表 2: 21Q1 价格同比跌幅前 20	6
表 3: 21Q1 价差同比涨幅前 20	7
表 4: 21Q1 价差同比跌幅前 20	8
表 5: 主要化工产品全产业链价差	11

分析师简介及承诺

分析师：任文坡，中国石油大学（华东）化学工程博士。曾任职中国石油，高级工程师，8年实业工作经验。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事化工行业研究。

分析师：林相宜，南开大学金融硕士、学士，中国注册会计师。曾任职于安永华明会计师事务所。2018年加入中国银河证券研究院，主要从事纺织服装行业和化工行业研究。

本人承诺，以勤勉的执业态度，独立、客观地出具本报告，本报告清晰准确地反映本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告的具体推荐或观点直接或间接相关。

评级标准

行业评级体系

未来6-12个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）相对于基准指数（交易所指数或市场中主要的指数）

推荐：行业指数超越基准指数平均回报20%及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报10%及以上。

公司评级体系

推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报20%及以上。

谨慎推荐：指未来6-12个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%-20%。

中性：指未来6-12个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。

回避：指未来6-12个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报10%及以上。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构客户和认定为专业投资者的个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资咨询建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告而取代自我独立判断。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。若您并非银河证券客户中的机构专业投资者，为保证服务质量、控制投资风险，应首先联系银河证券机构销售部门或客户经理，完成投资者适当性匹配，并充分了解该项服务的性质、特点、使用的注意事项以及若不当使用可能带来的风险或损失，在此之前，请勿接收或使用本报告中的任何信息。

银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券书面授权许可，任何机构或个人不得以任何形式转发、转载、翻版或传播本报告。特提醒公众投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的本公司证券研究报告。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司研究院

深圳市福田区金田路3088号中洲大厦20层

上海浦东新区富城路99号震旦大厦31层

北京市丰台区西营街8号院1号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

深广地区：崔香兰 0755-83471963 cuixianglan@chinastock.com.cn

上海地区：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

北京地区：耿尤磊 010-80928021 gengyouyou@chinastock.com.cn