

强于大市

化工行业 2020 年报及 2021 年一季报综述

景气持续上行，新增投资放缓

2020 受疫情影响行业营收下滑，后盈利能力触底回升。**2021Q1** 行业景气上行，不仅较 **2020Q1** 扭亏为盈，且较 **2019Q1** 同样大幅增长。展望下半年国内外需求将继续复苏，当前估值合理偏低，维持行业强于大市评级。

支撑评级的要点

- 2020 年受到新冠疫情及原油价格大幅波动的影响，全行业营收整体下滑，收入合计 41253.14 亿元，同比下降 16.73%，归母净利润 1398.51 亿元，同比增长 22.36%。但全年行业毛利率、净利润、ROE 等均触底回暖。从在建工程角度来看，2020 年化工行业在建工程为 4126.99 亿元，同比增长 2.42%。剔除涤纶板块后，2020 年化工行业在建工程为 2930.15 亿元，同比下降 9.08%。
- 2021 年一季度大宗商品价格上涨，全行业实现营业收入 11734.52 亿元，同比增长 22.04%，但较 2019 年一季度基本持平。归母净利润实现 740.88 亿元，与 2020 年一季度相比扭亏为盈，与 2020 年四季度当季环比增速 121.10%，即使与 2019 年一季度相比增速也达到了 79.64%。全行业毛利率、净利润继续提升，ROE 为 3.43%，同比提升 3.66%。行业新增投资放缓。2020Q1 化工行业在建工程为 4347.39 亿元，同比增长 0.40%。
- 展望下半年，国内外需求将继续复苏。而中长期维度，碳中和背景下的产业升级与集中度提升将是未来几年行业发展的主基调。
- 从估值的角度，截止 4 月 30 日，申万化工 PE 为 38.38，PB 为 2.24，仍处于相对偏低水平。考虑到疫情持续好转，全球经济继续回暖，大宗商品涨价的景气周期仍在持续，**维持行业强于大市评级。**

重点推荐

- **基于碳中和大背景：**
一是行业几家优质企业在建立某些产品在全国（乃至全球）竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，**向世界级优秀化工企业迈进**。长期重点推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。二是**民营大炼化**陆续投产，业绩持续超预期。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。三是其他长期受益于碳中和的子行业与方向，包括但不限于**减水剂、可降解塑料**等，推荐苏博特等。
- **基于产业升级与进口替代大背景：**
一是**电子化学品、关键新材料领域**迎来发展良机。推荐万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行**进口替代或渗透率提升**的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。
- 全球农产品价格持续走高，国内持续去产能，建议关注**化肥农药领域**优秀龙头企业的长期发展，推荐华鲁恒升、联化科技、利尔化学等。

评级面临的主要风险

- 油价异常波动的风险；疫情持续时间及影响超预期。

相关研究报告

《化工行业周报 20210423：醋酸价格高位运行，草甘膦价格居高不下》20210425

《化工行业周报 20210418：去库超预期推涨油价，醋酸价格高位运行》20210419

《氮肥磷肥行业深度报告：农产品牛市提升需求，本轮化肥周期有望超预期》20210420

中银国际证券股份有限公司
具备证券投资咨询业务资格

化工

证券分析师：余嫻嫻

(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

联系人：曹擎

(8621)20328621

qing.cao_SH@bocichina.com

一般证券业务证书编号：S1300120120046

目录

2020 年报与 2021 年一季报总结	4
2020 收入下滑，2021 一季度强劲复苏	4
投资建议与风险提示	15
投资建议.....	15
风险提示.....	16
附表	17

图表目录

图表 1.化工板块经营数据分析.....	4
图表 2.化工板块经营数据 2021 年一季度同比及环比情况.....	4
图表 3.化工子行业 2020 年营业收入同比增长率比较.....	5
图表 4.化工子行业 2021 年一季度营业收入与 2019 年一季度增长比较.....	5
图表 5.化工子行业 2021 年一季度营业收入与 2020 年四季度环比增长比较.....	6
图表 6.化工子行业 2020 年归母净利润同比增长比较.....	7
图表 7.化工子行业 2021 年一季度归母净利润与 2019 年一季度增长比较.....	7
图表 8.化工子行业 2021 年一季度归母净利润与 2020 年四季度增长比较.....	8
图表 9.近年化工行业毛利率、净利率走势.....	8
图表 10.近年化工行业 ROE（摊薄）走势.....	8
图表 11. 2019-2021 年一季度化工行业毛利率、净利率、ROE 走势.....	9
图表 12.2020 年化工子行业各指标及同比增长.....	10
图表 13.2021 年一季度化工子行业各指标及同比增长.....	11
图表 14. 2020 年同比、2020Q1 同比 2020Q1、2021Q1 同比 2019Q1 均上升的子行业	11
图表 15.历年化工行业在建工程.....	12
图表 16.历年化工行业（剔除涤纶板块）在建工程.....	12
图表 17.化工子行业 2020 年在建工程同比增长比较.....	13
图表 18.化工子行业 2021 年一季度在建工程同比增长比较.....	13
图表 19.历年化工行业固定资产.....	14
图表 20.报告中提及上市公司估值表.....	16
附录图表 21.化工行业上市公司列表.....	17
附录图表 22.化工行业上市公司列表（续 1）.....	18

2020 年报与 2021 年一季度总结

2020 收入下滑，2021 一季度强劲复苏

根据申万化工分类，剔除掉部分主业脱离化工业务及 2019 年后上市财务数据披露不完整的上市公司，化工行业共 326 家上市公司（见附表）。2020 年受到新冠疫情及原油价格大幅波动的影响，全行业营收整体下滑，收入合计 41253.14 亿元，同比下降 16.73%。2021 年一季度大宗商品价格上涨，当季度行业内上市公司实现营业收入为 11734.52 亿元，同比增长 22.04%，但与 2019 年一季度基本持平。

虽然疫情影响下 2020 年全年工业品价格重心偏低，但化工行业上市公司盈利能力较 2019 年有所回暖。2020 年化工行业上市公司实现归母净利润为 1398.51 亿元，同比增长 22.36%；2021 年一季度得益于化工品价格大幅快速上涨，归母净利润当季达到 740.88 亿元，与 2020 年一季度相比扭亏为盈，与 2020 年四季度当季环比增长 121.10%，较 2019 年一季度相比增速也达到了 79.64%。其中，中国石化由 2020 年一季度亏损 197.82 亿元增长至 2021 年一季度盈利 179.29 亿元，对全行业有较大影响。

图表1.化工板块经营数据分析

	2021 年一季度	2020 年	2020 年一季度	2019 年	2019 年一季度
营收 (亿元)	11,734.52	41,253.14	9,615.37	49,540.07	11,748.03
同比增速 (%)	22.04	(16.73)	(18.15)	3.02	14.14
归母净利润(亿元)	740.88	1,398.51	(43.85)	1,142.97	412.43
同比增速 (%)	1,789.44	22.36	(110.63)	(34.07)	(17.93)

资料来源：万得，中银证券

图表 2.化工板块经营数据 2021 年一季度同比及环比情况

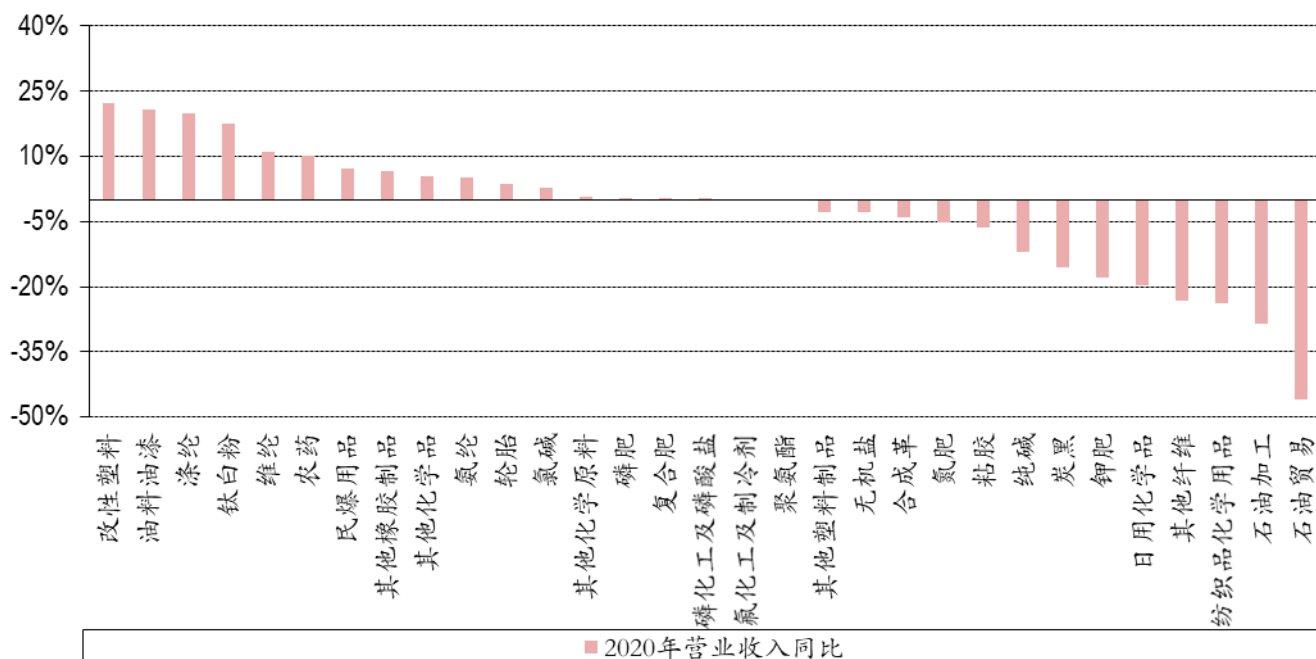
	2021 年一季度	2020 年四季度	2020 年一季度	2019 年一季度
营业收入 (亿元)	11,734.52	11,255.08	9,615.37	11,748.03
YOY(%)	22.04			
QOQ (%)	4.26			
同比 2019 年 Q1 (%)	(0.11)			
归母净利润 (亿元)	740.88	335.09	(43.85)	412.43
YOY(%)	1,789.44			
QOQ (%)	121.10			
同比 2019 年 Q1 (%)	79.64			

资料来源：万得，中银证券

2020 各化工子行业营业收入受疫情影响显著。2020 年受到新冠疫情的影响，营收同比增加的子行业为 16 个，占申万化工行业分类 31 个子行业中 52%，营收同比增长超过 20% 的只有两个子行业，分别是改性塑料和油料油漆。而石油贸易、石油加工、纺织品化学用品及其他纤维四个子行业 2020 年营收同比跌幅均超过 20%。2020 年原油价格出现大幅波动，上半年跌幅较大，对石油相关子行业有较大负面冲击。

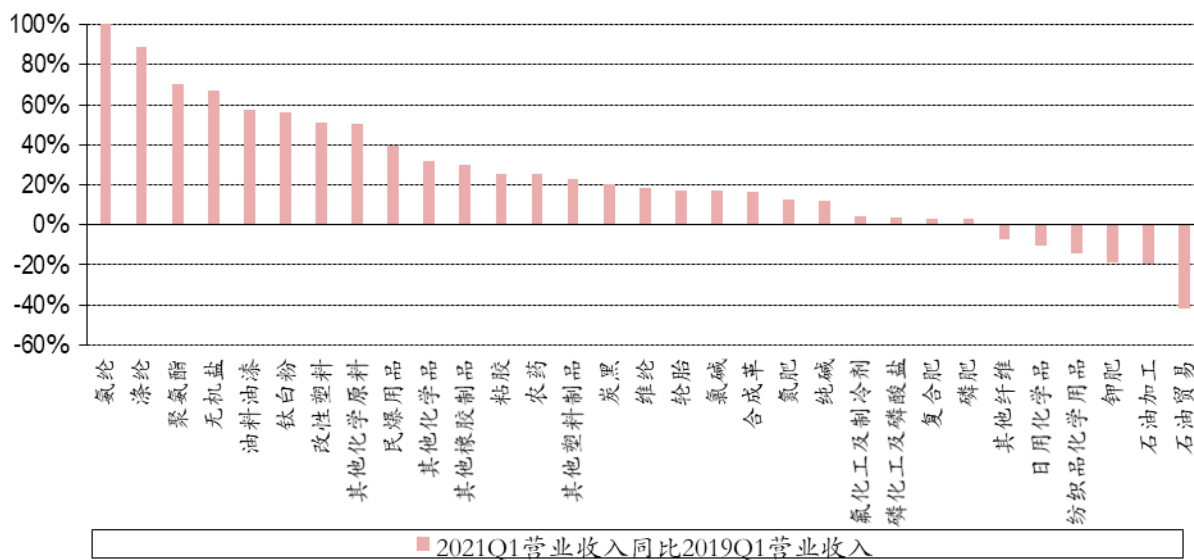
由于 2020 年一季度多数数据受到黑天鹅事件影响可比性不强，因此 2021 年一季度化工子行业表现主要与 2020 年四季度及 2019 年一季度进行对比。与 2019 年一季度相比，2021 年一季度营收同比增加的子行业达到 25 个，同比增幅超过 20% 的子行业有 15 个。其中氨纶子行业增幅达到 272.51%，主要是因为华峰化学营收大幅增长。2021 年一季度环比营收增加的子行业共 17 个，其中增速最高的是钾肥子行业，主要是因为 2020 年第四季度 ST 盐湖营收为 -20.01 亿元，拖累整个钾肥板块营收水平。氨纶环比营收增速为 21.86%，在 2020 年四季度及 2021 年一季度均有较好表现。

图表 3.化工子行业 2020 年营业收入同比增长率比较



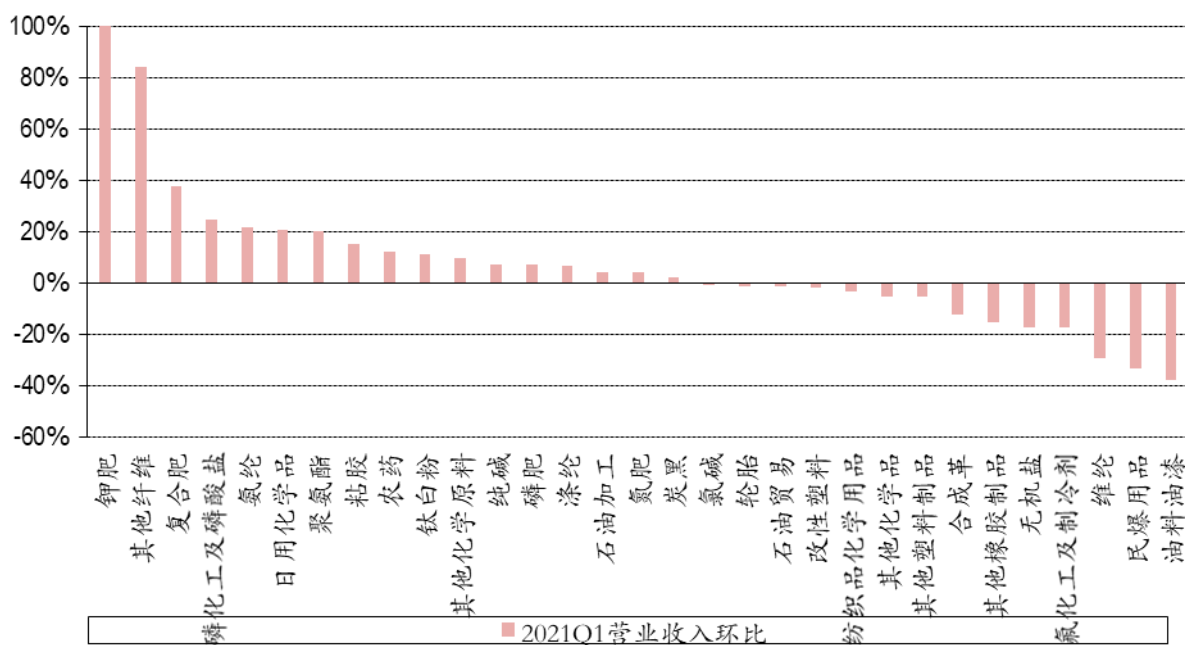
资料来源：万得，中银证券

图表 4.化工子行业 2021 年一季度营业收入与 2019 年一季度增长比较



资料来源：万得，中银证券。注：氨纶营收较 2019Q1 增长 272.51%

图表 5. 化工子行业 2021 年一季度营业收入与 2020 年四季度环比增长比较



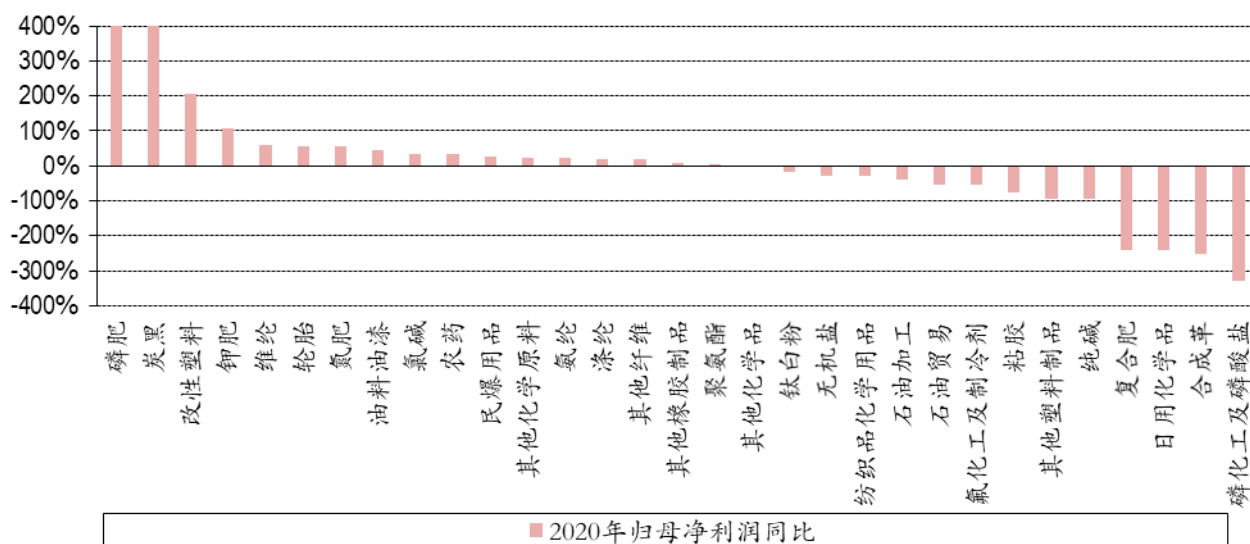
资料来源：万得，中银证券。注：钾肥营收较 2020Q4 增长 931.17%

化工子行业归母净利润表现差异较大。在中万分类的 31 个化工子行业中，2020 年归母净利润同比增长的子行业共有 17 个，其中磷肥子行业涨幅大幅领先，达 1130.98%，主要是因为 2019 年基数过低所致。2020 年增速同比超过 20% 的子行业达到 14 个，大部分子行业振幅超过 20%。归母净利润涨幅超过 100% 的子行业包括磷肥、炭黑、改性塑料和钾肥。

2021 年一季度受到化工品价格普涨的影响，整体归母净利润与 2019 年一季度比偏高，仅 3 个子行业归母净利润同比 2019 年一季度下跌，其他均有不同程度的涨幅，涨幅超过 1000% 的有 4 个子行业，分别是炭黑、粘胶、氨纶和钾肥。2021 年一季度归母净利润环比 2020 年四季度增长的子行业共 24 个，涨幅超过 100% 的共 12 个，环比改善最显著的子行业是氟化工及农药，增速分别为 615.16% 及 494.31%。

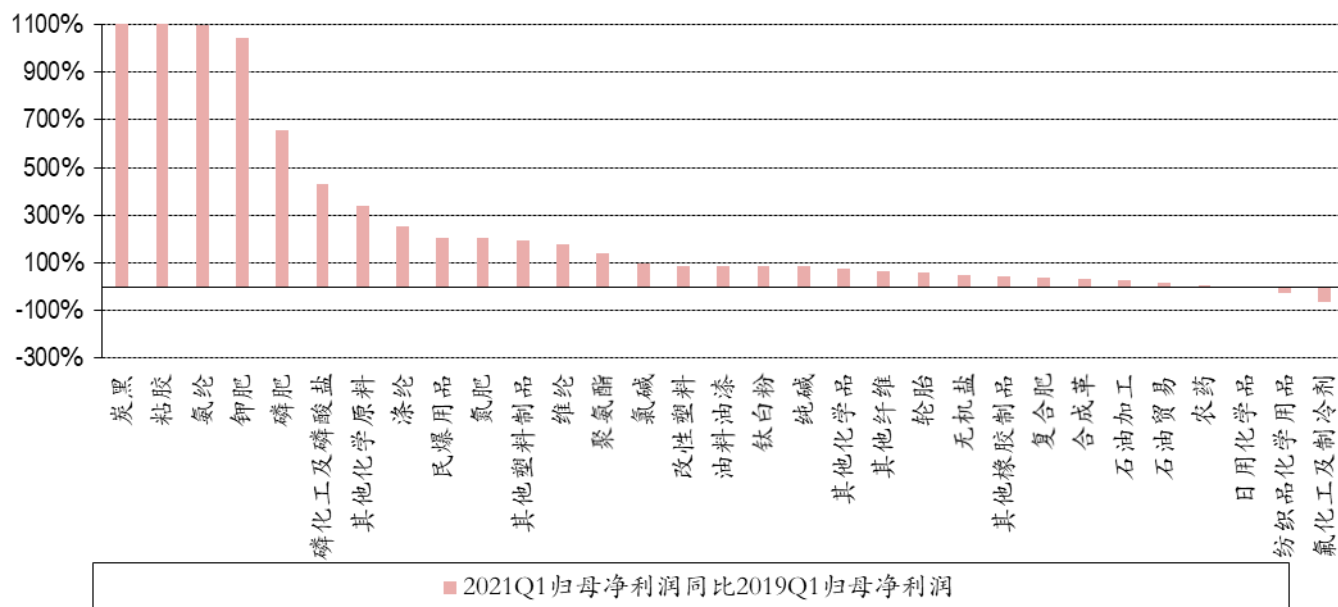
与 2020 年一季度归母净利润相比，2021 年一季度共有 6 个子行业归母净利润扭亏为盈，分别是石油加工、石油贸易、纯碱、油料油漆、民爆用品及粘胶；与 2019 年一季度相比也有 3 个子行业扭亏为盈，分别是钾肥、粘胶和炭黑。

图表 6.化工子行业 2020 年归母净利润同比增长比较



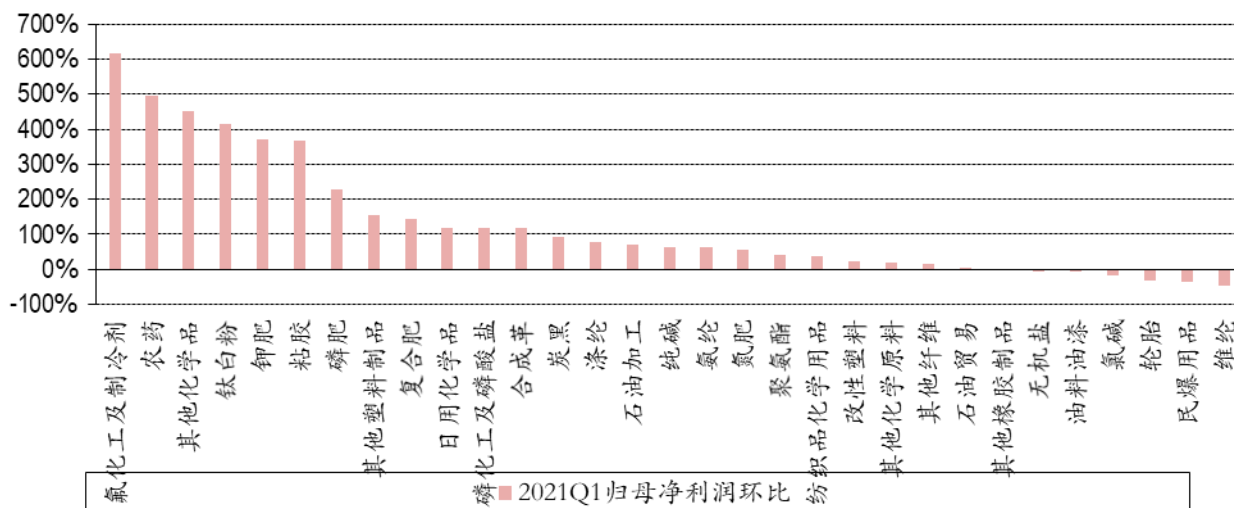
资料来源：万得，中银证券。注：磷肥归母净利润同比增长 1130.98%

图表 7.化工子行业 2021 年一季度归母净利润与 2019 年一季度增长比较



资料来源：万得，中银证券。注：炭黑及粘胶归母净利润较 2019Q1 分别增长 6249.59% 及 3396.62%

图表 8.化工子行业 2021 年一季度归母净利润与 2020 年四季度增长比较

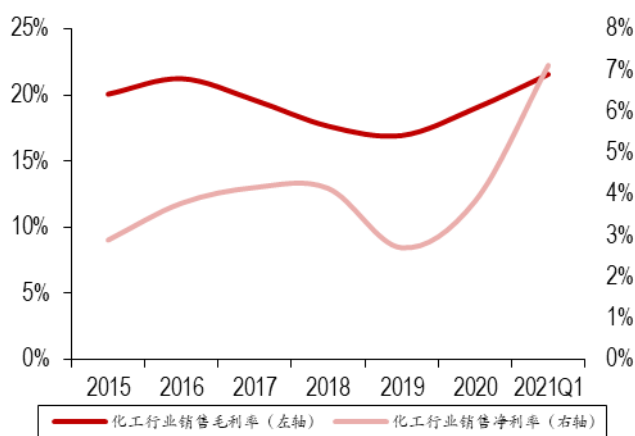


资料来源：万得，中银证券

盈利能力向好

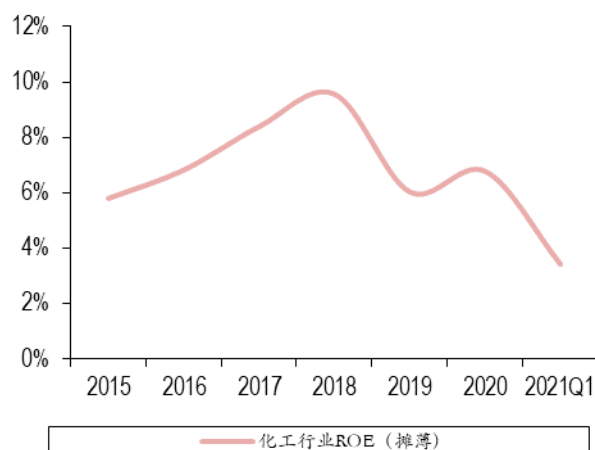
2020 年全行业销售毛利率、销售净利率分别为 19.04%、3.82%，同比分别增长 2.05pct、1.13pct；2021Q1 行业销售毛利率、销售净利率分别为 21.61%、7.12%，与 2019Q1 相比分别增加 4.35pct、3.19pct。行业 ROE（摊薄）触底回升，2020 年 ROE（摊薄）为 6.78%，同比提升 0.74pct；2021Q1 ROE（摊薄）为 3.43%，与 2019Q1 相比提升 1.24pct，2020Q1ROE 为-0.23%。

图表 9.近年化工行业毛利率、净利率走势



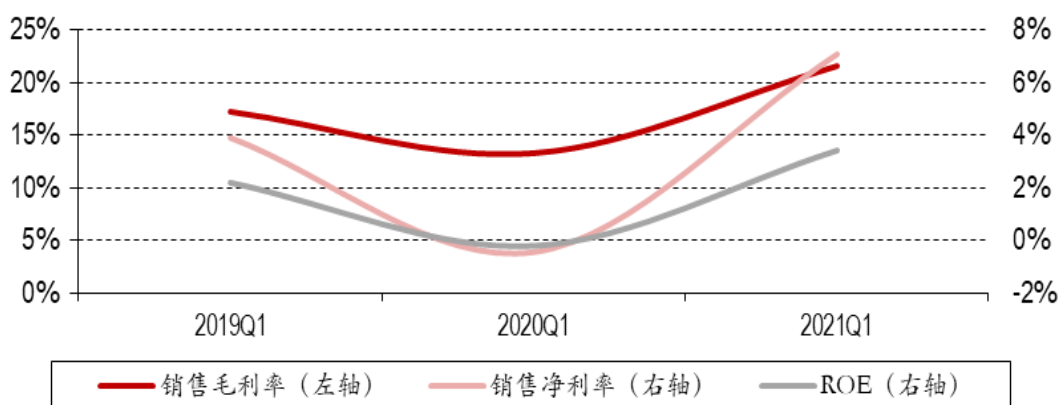
资料来源：万得，中银证券

图表 10.近年化工行业 ROE（摊薄）走势



资料来源：万得，中银证券

图表 11. 2019-2021 年一季度化工行业毛利率、净利率、ROE 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，虽然 2020 年下半年市场回暖，但全年行业依然有数家企业出现亏损，其中复合肥、日用化学品、磷化工、粘胶和合成革子行业 ROE 为负值。2020 年 ROE 仍能维持在 10% 以上的子行业有改性塑料、氨纶、维纶、涤纶、其他纤维、钛白粉、聚氨酯、轮胎、钾肥。销售毛利率在 30% 以上的子行业有钾肥、钛白粉、日用化学品、油料油漆、纺织品化学用品及其他橡胶制品。

从变化的角度，子行业中，2020 年销售毛利率上升的行业有 14 个，ROE 上升的子行业仅 10 个。大部分子行业的应收账款周转率及存货周转率都有下滑。

图表 12.2020 年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	19.20	3.25	4.52	(3.20)	45.04	(13.31)	9.90	(24.45)
石油贸易	7.48	1.61	3.25	(3.97)	64.58	54.29	8.61	(36.98)
纯碱	17.41	(5.30)	0.26	(5.39)	31.38	(3.10)	7.75	8.17
氯碱	12.64	(1.10)	8.96	1.86	21.60	(4.18)	18.44	9.67
无机盐	21.50	(8.43)	6.42	(3.84)	9.95	(23.31)	6.55	(6.26)
其他化学原料	25.10	(0.00)	9.24	(0.62)	10.03	(3.16)	5.75	(3.96)
氮肥	13.04	(1.97)	7.41	2.00	44.10	(23.38)	10.73	11.91
磷肥	12.79	(0.47)	6.40	5.61	19.27	32.06	6.58	22.90
钾肥	37.44	7.76	11.19	(390.42)	11.75	(4.45)	3.48	(8.06)
复合肥	16.60	(0.65)	(3.54)	(5.89)	25.88	0.19	3.83	17.48
农药	27.78	(2.91)	7.38	1.63	5.54	6.32	2.98	6.91
钛白粉	30.24	(5.75)	11.42	(4.05)	8.76	(6.28)	4.23	9.14
日用化学品	36.64	6.65	(13.47)	(21.56)	6.70	(0.90)	4.00	(19.40)
油料油漆	31.03	(1.67)	9.87	2.06	3.23	(8.76)	6.17	13.17
民爆用品	28.15	(0.60)	6.14	0.27	2.60	(3.72)	7.77	20.03
纺织品化学用品	35.13	(4.47)	9.98	(5.20)	5.54	(16.14)	0.68	(17.85)
氟化工及制冷剂	13.27	(6.11)	2.44	(2.93)	11.46	5.84	7.93	11.04
磷化工及磷酸盐	16.09	0.22	(10.85)	(15.66)	19.64	(1.83)	6.31	13.98
聚氨酯	21.88	0.96	17.36	(2.02)	13.09	(26.72)	8.10	(7.09)
其他化学品	20.02	0.04	5.15	(0.80)	5.72	5.11	5.40	(2.74)
涤纶	13.69	1.75	15.47	(0.65)	46.84	6.76	6.36	(4.43)
维纶	18.50	(3.87)	10.77	3.26	32.68	74.88	10.35	39.40
粘胶	9.60	(3.92)	(6.42)	(2.92)	6.84	(19.79)	4.17	4.77
氨纶	24.61	1.50	16.89	(3.47)	9.18	(26.92)	5.55	(21.28)
其他纤维	22.44	9.46	11.48	(0.62)	9.04	(3.62)	6.08	(33.14)
合成革	22.82	(0.93)	(6.09)	(9.96)	9.10	(4.94)	4.53	(4.85)
改性塑料	22.89	7.08	24.61	14.04	6.78	17.14	6.40	(2.66)
其他塑料制品	21.61	1.33	0.08	(1.18)	5.11	(0.88)	4.93	2.70
轮胎	23.99	1.28	12.08	2.62	7.33	5.86	4.67	(0.35)
其他橡胶制品	31.95	(0.82)	9.91	(0.07)	2.60	(9.39)	3.69	(4.29)
炭黑	13.84	1.63	6.09	4.72	4.47	(17.89)	7.53	(13.84)

资料来源：万得，中银证券

2021 年一季度盈利情况大幅向好，31 个化工子行业全部盈利。销售毛利率与 2020 年相比，油料油漆子行业小幅下滑至 30% 以下，氨纶行业毛利率提升至 38.09%。销售毛利率相较于 2020 年一季度及 2019 年一季度提升的子行业均有 21 个，占比 68%。2021 年一季度 ROE 与 2020 年一季度相比仅钾肥和纺织品化学用品有所下降，其他子行业均有不同程度的提升。与 2019 年一季度相比，磷肥、粘胶、氨纶、炭黑同比增幅均超过 5%。而无机盐、农药、纺织品化学用品及氟化工行业 ROE 有所下降。

2021 年一季度应收账款周转率与 2020 年一季度同比有石油贸易、钾肥及其他纤维下降，其余子行业应收账款周转率有所提升。而 31 个子行业中仅有石油贸易存货周转率下降，其他子行业存货周转同比均有加快，且均有显著改善。

图表 13. 2021 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 (%)	毛利率变动同比 2020Q1 (%)	毛利率变动同比 2019Q1 (%)	ROE (摊薄) (%)	ROE 变动同比 2020Q1 (%)	ROE 变动同比 2019Q1 (%)	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	22.15	12.18	5.42	2.50	5.23	0.47	12.99	32.86	2.69	2.05
石油贸易	5.92	1.61	(1.12)	0.64	0.80	0.04	16.09	(3.29)	2.54	(0.26)
纯碱	25.30	9.07	1.08	3.27	4.50	1.43	8.20	56.09	2.57	79.02
氯碱	17.20	3.82	2.18	4.00	2.88	1.65	5.33	35.22	4.34	54.54
无机盐	23.15	(5.17)	(13.79)	2.51	1.07	(0.15)	2.26	32.40	1.57	49.23
其他化学原料	28.50	11.13	6.06	3.98	3.41	2.54	2.56	42.02	1.44	57.97
氮肥	23.47	10.34	7.63	5.95	5.25	3.58	11.01	21.71	2.70	31.48
磷肥	15.18	1.75	1.88	6.54	6.06	5.19	5.30	67.88	1.74	45.36
钾肥	44.06	6.62	8.59	4.52	(2.51)	4.85	2.68	(1.72)	0.79	12.60
复合肥	21.79	4.51	2.56	3.45	2.17	1.04	6.36	32.10	1.45	72.05
农药	26.21	(2.00)	(5.26)	2.59	0.72	(0.08)	1.41	15.71	0.81	15.59
钛白粉	33.14	(4.71)	(1.46)	5.39	0.22	1.38	2.73	30.37	1.20	33.27
日用化学品	39.82	6.17	10.75	2.89	1.29	0.05	2.43	108.24	1.09	41.56
油料油漆	27.38	(2.69)	(0.24)	1.69	2.32	0.61	0.61	48.21	1.23	86.19
民爆用品	24.45	(1.81)	1.19	0.98	1.37	0.57	0.54	63.79	1.99	110.64
纺织品化学用品	34.84	(1.41)	(3.96)	2.71	(0.31)	(1.71)	1.44	19.96	0.18	8.95
氟化工及制冷剂	17.09	5.06	(6.15)	1.12	0.40	(1.92)	2.71	18.14	1.71	7.23
磷化工及磷酸盐	19.95	7.42	6.54	2.89	2.33	2.29	4.16	25.09	1.62	33.24
聚氨酯	27.21	9.55	4.43	10.18	7.56	4.59	3.95	31.98	2.51	60.78
其他化学品	21.48	1.63	1.28	2.60	1.76	0.77	1.51	35.50	1.40	37.40
涤纶	14.91	(0.38)	7.51	5.86	2.65	3.28	11.84	28.40	1.85	69.16
维纶	19.04	0.51	0.19	2.27	1.31	1.33	5.43	11.40	2.47	73.11
粘胶	23.40	9.18	11.32	5.07	6.08	5.22	2.42	65.90	1.30	65.74
氨纶	38.09	15.74	18.85	10.78	8.12	8.29	3.39	125.97	1.60	70.93
其他纤维	26.87	12.42	11.42	4.95	3.00	0.47	2.24	(4.08)	1.95	25.55
合成革	23.50	(1.61)	(1.39)	1.65	1.29	0.37	1.96	40.36	1.09	57.86
改性塑料	18.33	1.99	3.14	4.02	2.36	1.05	1.59	28.48	1.43	27.43
其他塑料制品	22.33	2.76	4.38	2.29	1.75	1.49	1.30	37.53	1.17	33.11
轮胎	18.80	(3.42)	(0.77)	2.36	0.44	0.32	1.77	24.56	1.24	30.10
其他橡胶制品	30.22	(0.06)	(0.61)	2.67	1.47	0.49	0.66	40.32	0.89	30.94
炭黑	23.43	8.00	12.45	6.01	5.34	6.13	1.29	28.61	1.97	49.45

资料来源: 万得, 中银证券。

图表 14. 2020 年同比、2020Q1 同比 2020Q1、2021Q1 同比 2019Q1 均上升的子行业

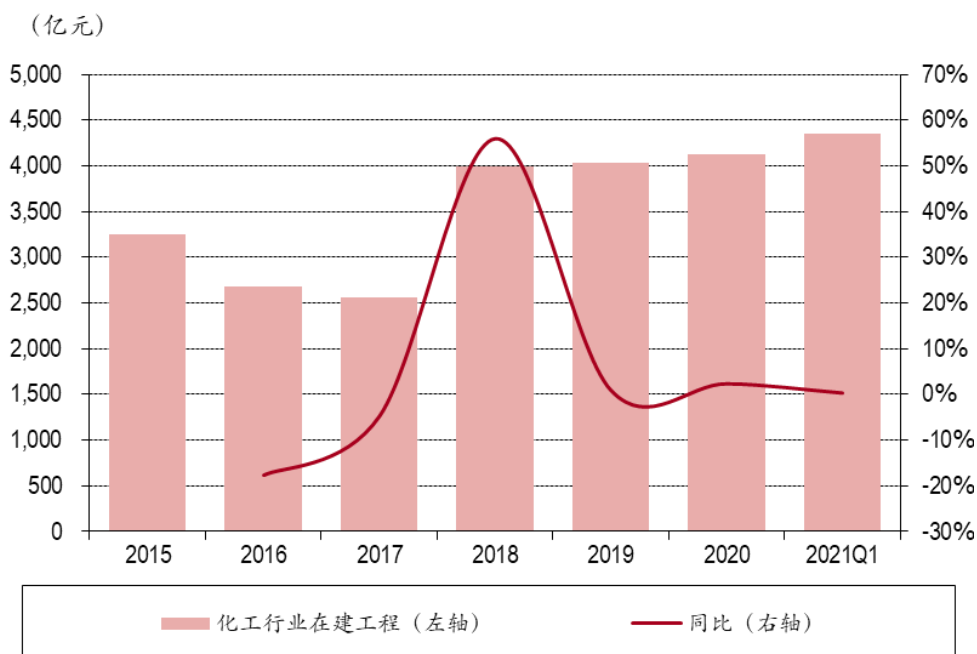
上升的指标	板块名称
销售毛利率	氨纶、其他纤维、石油加工、聚氨酯、炭黑、磷化工及磷酸盐、钾肥、日用化学品、其他塑料制品、改性塑料、其他化学品
净资产收益率	氯碱、氮肥、磷肥、油料油漆、民爆用品、维纶、改性塑料、轮胎、炭黑
存货周转率	纯碱、氯碱、氮肥、磷肥、复合肥、农药、油料油漆、民爆用品、氟化工及制冷剂、磷化工及磷酸盐、维纶、粘胶、其他塑料制品、钛白粉
应收账款周转率	磷肥、复合肥、农药、氟化工及制冷剂、其他化学品、维纶、改性塑料、轮胎

资料来源: 万得, 中银证券

资本支出: 全行业在建工程继续小幅增长

化工行业在建工程在 2014 年后持续下降, 直到 2018 年开始, 重新进入扩产周期, 2018 年在建工程为 3991.38 亿元, 同比增长 56.10%。之后 2019 年及 2020 年虽然增速显著放缓, 但在建工程依然小幅增长。2020 年化工行业在建工程为 4126.99 亿元, 同比增长 2.42%。2021Q1 化工行业在建工程为 4347.39 亿元, 同比增长 0.4%。

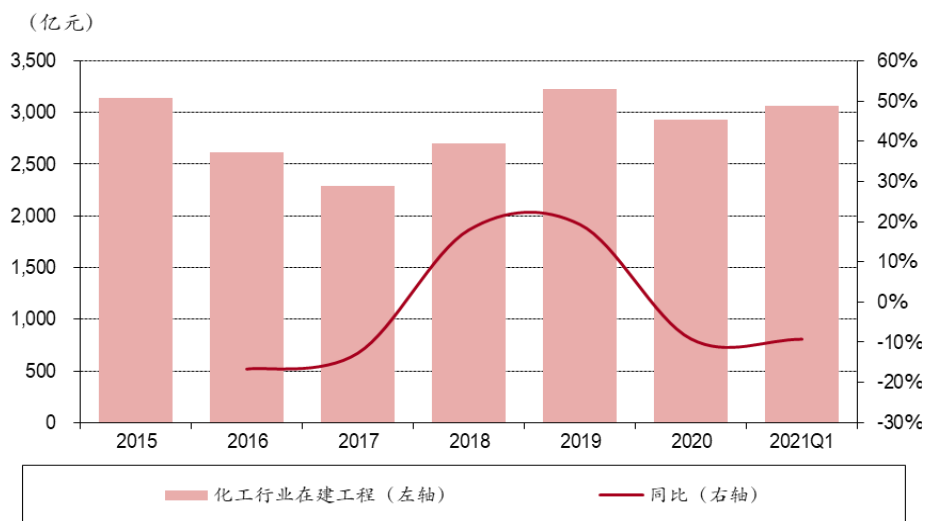
图表 15. 历年化工行业在建工程



资料来源：万得，中银证券

剔除涤纶板块的在建工程数据后，2020年化工行业在建工程为2930.15亿元，同比下降9.08%。2021Q1化工行业在建工程为3375.52亿元，与2020年一季度数据持平。

图表 16. 历年化工行业（剔除涤纶板块）在建工程



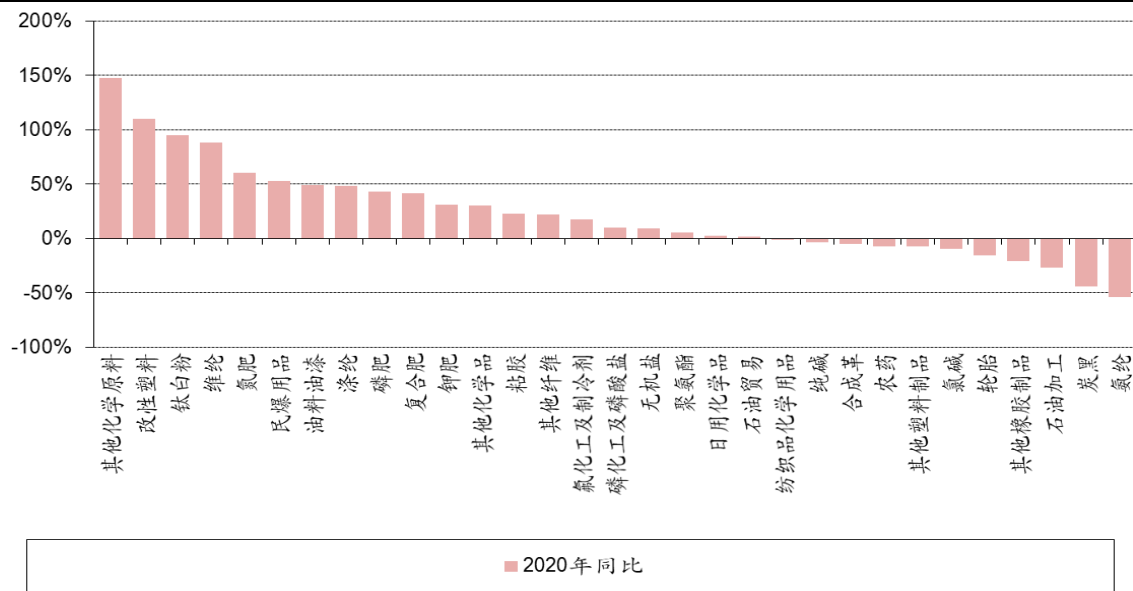
资料来源：万得，中银证券

从行业数据来看，化工各子行业投资和发展逐步分化。根据万得数据，2020年在建工程同比超过100%的子行业，仅其他化学原料和改性塑料。其他化学原料增幅较大的主要原因是卫星石化在建工程大幅增长，由2019年47亿元增长至2020年121亿元；而改性塑料板块在建工程的增长主要来自金发科技。另外，2020年在建工程同比涨幅超过20%的子行业共14个，超过50%的还有钛白粉、维纶、氮肥及民爆用品。

2021年一季度在建工程同比2020年一季度超过100%的子行业包括钛白粉、改性塑料和其他化学原料，钛白粉子行业中在建工程显著增长主要来自于龙蟒佰利，由2020一季度的13亿元增长至2021一季度的38亿元。

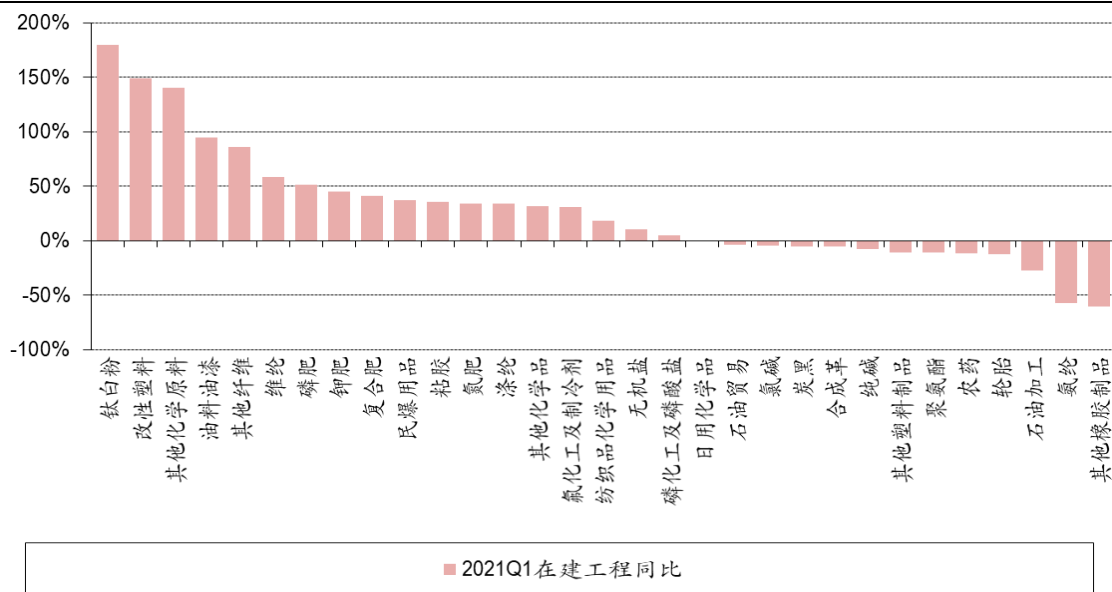
2020年及2021年一季度在建工程同比持续下降靠前的子行业包括氨纶、其他橡胶制品、石油加工、轮胎等。

图表 17. 化工子行业 2020 年 在建工程 同比增长 比较



资料来源：万得，中银证券

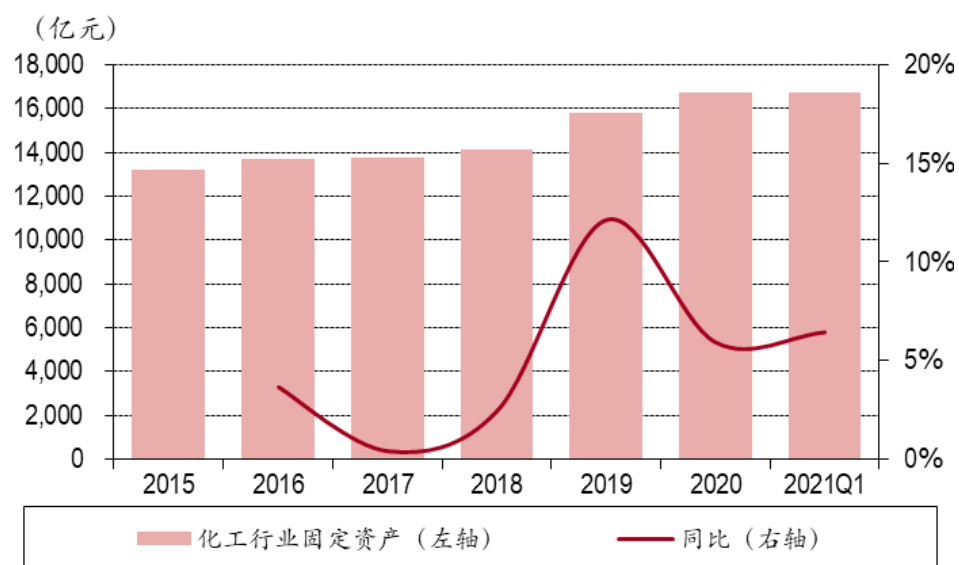
图表 18. 化工子行业 2021 年一季度 在建工程 同比增长 比较



资料来源：万得，中银证券

2020年化工行业固定资产投资较2019年有所放缓，同样受到涤纶行业2019年固定资产新增较多的影响。2020年全行业固定资产为16749.11亿元，同比增长5.94%，2021年一季度固定资产为16694.32亿元，同比增长6.44%。

图表 19. 历年化工行业固定资产



资料来源：万得，中银证券

投资建议与风险提示

投资建议

2020年受到新冠疫情及原油价格大幅波动的影响，全行业营收整体下滑，收入合计41253.14亿元，同比下降16.73%，归母净利润1398.51亿元，同比增长22.36%。但全年行业毛利率、净利润、ROE等均触底回暖。从在建工程角度来看，2020年化工行业在建工程为4126.99亿元，同比增长2.42%。

2021年一季度大宗商品价格上涨，当季度行业内上市公司实现营业收入为11734.52亿元，同比增长22.04%，但较2019年一季度基本持平。归母净利润实现740.88亿元，与2020年一季度相比扭亏为盈，与2020年四季度当季环比增速121.10%，即使与2019年一季度相比增速也达到了79.64%。全行业毛利率、净利润继续提升。行业新增投资放缓。2020Q1化工行业在建工程为4347.39亿元，同比增长0.40%。

展望下半年，国内外需求将继续复苏。而中长期维度，**碳中和背景下的产业升级与集中度提升**将是未来几年行业发展的主基调。

从估值的角度，截止4月30日，申万化工PE为38.38，PB为2.24，仍处于相对偏低水平。考虑到疫情持续好转，全球经济继续回暖，大宗商品涨价的景气周期仍在持续，维持行业**强于大市**评级。

基于碳中和碳达峰大背景，从供需与公司布局出发，建议关注以下投资线索：

- 1、行业几家优质企业在建立某些产品在全国（乃至全球）竞争优势后，近年自产业链横向纵向延伸，涉足其他大类产品。谋求多品类发展，降低单一产品周期大幅波动风险。几家企业在全全球疫情背景下的抗风险能力及疫情过后业绩快速反转能力可见一斑。另一方面，几个优质企业持续进行研发投入与创新，向世界级优秀化工企业迈进。长期重点推荐万华化学、华鲁恒升、新和成。
- 2、民营大炼化陆续投产，国内部分石化产品在全球产业链占比持续提升。民营炼化项目工艺成本优势明显，业绩持续超预期。推荐桐昆股份、卫星石化。关注：恒逸石化、荣盛石化、恒力石化等。
- 3、其他长期受益于碳中和的子行业与方向，一是减水剂行业集中度提升，功能性材料持续增长，推荐苏博特；二是可降解塑料发展空间巨大，推荐万华化学。

基于产业升级与进口替代大背景，建议关注以下投资主线：一是电子化学品、关键新材料领域迎来发展良机。推荐万润股份、光威复材等，关注雅克科技、国瓷材料等。二是有能力进行进口替代或渗透率提升的方向。推荐皇马科技、金禾实业等。

另外，全球农产品价格持续走高，国内持续去产能，建议关注化肥农药领域优秀龙头企业的长期发展，推荐华鲁恒升、联化科技、利尔化学等。

图表 20. 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)	市值 (亿元)	每股收益(元/股)			市盈率(x)			最新每股净资产 (元/股)
					2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E	
利尔化学	买入	24.01	5.25	125.97	1.17	1.53	1.80	20.57	15.69	13.34	7.19
联化科技	买入	22.53	9.23	208.01	0.12	0.79	1.04	187.75	28.52	21.66	6.53
新和成	买入	39.11	21.49	840.34	1.66	2.16	2.53	23.56	18.11	15.46	9.00
苏博特	买入	30.13	3.50	105.53	1.39	1.70	2.07	21.68	17.72	14.56	9.89
万润股份	买入	15.57	9.09	141.55	0.56	0.77	0.98	27.80	20.22	15.89	5.68
雅克科技	未评级	59.11	4.63	273.59	0.89	1.35	1.83	66.21	43.79	32.30	10.18
光威复材	买入	63.15	5.18	327.34	1.24	1.56	2.08	50.93	40.48	30.36	7.01
国瓷材料	未评级	49.50	10.04	496.89	0.60	0.77	0.96	82.50	64.29	51.56	4.98
皇马科技	买入	17.79	4.06	72.23	0.79	0.98	1.18	22.52	18.15	15.08	4.57
金禾实业	买入	32.70	5.61	183.42	1.29	1.69	2.10	25.35	19.35	15.57	8.56
华鲁恒升	买入	39.01	16.27	634.56	1.11	1.99	2.18	35.27	19.59	17.91	9.51
桐昆股份	买入	22.89	22.88	523.62	1.52	2.36	2.83	15.06	9.70	8.09	11.61
卫星石化	买入	40.86	12.29	502.01	1.52	2.34	2.99	26.88	17.46	13.67	11.12
万华化学	买入	102.74	31.40	3225.78	3.20	5.70	6.16	32.11	18.02	16.68	15.54
恒力石化	未评级	29.65	70.39	2087.09	1.92	2.27	2.58	15.44	13.06	11.49	6.66
荣盛石化	未评级	28.33	67.50	1912.37	1.14	1.71	2.32	24.85	16.57	12.21	5.48
恒逸石化	未评级	13.17	36.82	484.87	1.08	1.50	1.67	12.19	8.78	7.89	6.39

资料来源：万得，中银证券

注：股价截止4月30日，未有评级公司盈利预测来自万得一致预期

风险提示

(1) 油价异常波动风险。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) 疫情持续时间与影响面超预期。疫苗推广不及预期及新冠病毒变异超过预期。

附表

附录图表 21. 化工行业上市公司列表

子行业	股票代码	股票简称	子行业	股票代码	股票简称	子行业	股票代码	股票简称
石油加工	000059.SZ	华锦股份	氮肥	300637.SZ	辉隆股份	轮胎	601058.SH	赛轮轮胎
	000637.SZ	茂化实华		300641.SZ	ST 柳化		601163.SH	三角轮胎
	000698.SZ	沈阳化工		300690.SZ	华鲁恒升		601500.SH	通用股份
	000819.SZ	岳阳兴长	300721.SZ	阳煤化工	601966.SH		玲珑轮胎	
	002221.SZ	东华能源	300769.SZ	云天化	000525.SZ		红太阳	
	002778.SZ	高科石化	300801.SZ	六国化工	000553.SZ	安道麦A		
	300135.SZ	宝利国际	300806.SZ	鲁北化工	002004.SZ	华邦健康		
	600028.SH	中国石化	300821.SZ	*ST 藏格	002215.SZ	诺普信		
	600256.SH	广汇能源	300847.SZ	*ST 盐湖	002250.SZ	联化科技		
	600688.SH	上海石化	600165.SH	亚钾国际	002258.SZ	利尔化学		
603798.SH	康普顿	600228.SH	东方铁塔	002391.SZ	长青股份			
603906.SH	龙蟠科技	600273.SH	新洋丰	002496.SZ	*ST 辉丰			
000096.SZ	广聚能源	300886.SZ	芭田股份	002513.SZ	*ST 蓝丰			
石油贸易	000159.SZ	国际实业	复合肥	300890.SZ	华昌化工	农药	002734.SZ	利民股份
	000554.SZ	泰山石油		300891.SZ	*ST 金正		002749.SZ	国光股份
	600387.SH	海越能源		300398.SZ	司尔特		002942.SZ	新农股份
纯碱	000683.SZ	远兴能源	涤纶	600299.SH	云图控股		300261.SZ	雅本化学
	000707.SZ	ST 双环		600378.SH	史丹利		300575.SZ	中旗股份
	000822.SZ	山东海化		600458.SH	东方盛虹		600389.SH	江山股份
	600409.SH	三友化工		600500.SH	恒天海龙		600486.SH	扬农化工
	603077.SH	和邦生物		600589.SH	恒逸石化		600731.SH	湖南海利
	000422.SZ	ST 宜化		600596.SH	华西股份		603086.SH	先达股份
	000510.SZ	新金路		600623.SH	海利得		603360.SH	百傲化学
	000635.SZ	英力特		600746.SH	ST 尤夫	603585.SH	苏利股份	
	000818.SZ	航锦科技		600844.SH	荣盛石化	603599.SH	广信股份	
	002002.SZ	鸿达兴业		603002.SH	恒力石化	603639.SH	海利尔	
002092.SZ	中泰化学	603010.SH	江南高纤	603810.SH	丰山集团			
002386.SZ	天原集团	603078.SH	桐昆股份	603970.SH	中农立华			
氯碱	600075.SH	新疆天业	维纶	603133.SH	新风鸣	000523.SZ	广州浪奇	
	600091.SH	ST 明科		603181.SH	苏州龙杰	002094.SZ	青岛金王	
	600277.SH	亿利洁能		603217.SH	皖维高新	002637.SZ	赞宇科技	
	600319.SH	ST 亚星		603650.SH	吉林化纤	002919.SZ	名臣健康	
	600618.SH	氯碱化工		603681.SH	新乡化纤	300740.SZ	水羊股份	
	600929.SH	雪天盐业		603683.SH	澳洋健康	600249.SH	两面针	
	601216.SH	君正集团		603722.SH	南京化纤	600315.SH	上海家化	
	601678.SH	滨化股份		603725.SH	华峰化学	603605.SH	珀莱雅	
	603299.SH	苏盐井神		603822.SH	泰和新材	603630.SH	拉芳家化	
	002053.SZ	云南能投		603867.SH	美达股份	603983.SH	丸美股份	
无机盐	002125.SZ	湘潭电化	其他纤维	603879.SH	光威复材	000565.SZ	渝三峡A	
	600328.SH	中盐化工		603916.SH	中简科技	002319.SZ	*ST 乐通	
	600367.SH	红星发展		603948.SH	神马股份	002361.SZ	神剑股份	
	600714.SH	金瑞矿业		603949.SH	普利特	300225.SZ	金力泰	
	603067.SH	振华股份		603968.SH	国恩股份	300522.SZ	世名科技	
	002805.SZ	丰元股份		605366.SH	道恩股份	300537.SZ	广信材料	
	300409.SZ	道氏技术		605399.SH	沃特股份	300576.SZ	容大感光	
	300655.SZ	晶瑞股份		603155.SH	银禧科技	300665.SZ	飞鹿股份	
	600722.SH	金牛化工		300538.SZ	同益股份	300758.SZ	七彩化学	
	603928.SH	兴业股份		300644.SZ	南京聚隆	603110.SH	东方材料	
002648.SZ	卫星石化	300716.SZ	国立科技	603378.SH	亚士创能			
603938.SH	三孚股份	600143.SH	金发科技	603737.SH	三棵树			
300530.SZ	四川美丰	000589.SZ	贵州轮胎	603823.SH	百合花			
氮肥	300568.SZ	鲁西化工	轮胎	000599.SZ	青岛双星	民爆用品	002037.SZ	保利联合
	300596.SZ	泸天化		600182.SH	S 佳通		002096.SZ	南岭民爆
	300610.SZ	*ST 河化		600469.SH	风神股份		002226.SZ	江南化工

资料来源：万得，中银证券

附录图表 22. 化工行业上市公司列表 (续 1)

子行业	股票代码	股票简称	子行业	股票代码	股票简称	子行业	股票代码	股票简称
	002246.SZ	北化股份		002136.SZ	安纳达		300568.SZ	星源材质
	002360.SZ	同德化工		002145.SZ	中核钛白		300596.SZ	利安隆
	002497.SZ	雅化集团	钛白粉	000545.SZ	金浦钛业		300610.SZ	晨化股份
	002683.SZ	宏大爆破		002601.SZ	龙蟒佰利		300637.SZ	扬帆新材
民爆用品	002783.SZ	凯龙股份		000737.SZ	南风化工		300641.SZ	正丹股份
	002827.SZ	高争民爆		000881.SZ	中广核技		300690.SZ	双一科技
	002917.SZ	金奥博		000985.SZ	大庆华科		300721.SZ	怡达股份
	603227.SH	雪峰科技		000990.SZ	诚志股份		300769.SZ	德方纳米
	603977.SH	国泰集团		002109.SZ	兴化股份		600165.SH	新日恒力
	002054.SZ	德美化工		300285.SZ	国瓷材料		600273.SH	嘉化能源
	002440.SZ	闰土股份		002211.SZ	宏达新材		300398.SZ	飞凯材料
	300067.SZ	安诺其		002341.SZ	新纶科技		600299.SH	安迪苏
纺织品化学用品	300535.SZ	达威股份		002455.SZ	百川股份		600378.SH	昊华科技
	300727.SZ	润禾材料		002476.SZ	宝莫股份		600458.SH	时代新材
	600352.SH	浙江龙盛		002549.SZ	凯美特气		600500.SH	中化国际
	603188.SH	ST 亚邦		002562.SZ	兄弟科技		600589.SH	广东榕泰
	603790.SH	雅运股份		300200.SZ	高盟新材		600596.SH	新安股份
	603980.SH	吉华集团		002584.SZ	西陇科学		600623.SH	华谊集团
	002326.SZ	永太科技		002632.SZ	道明光学		600746.SH	江苏索普
	002407.SZ	多氟多		002643.SZ	万润股份	其他化学制品	600844.SH	丹化科技
氟化工及制冷剂	002915.SZ	中欣氟材		002666.SZ	德联集团		603002.SH	宏昌电子
	600160.SH	巨化股份		002669.SZ	康达新材		603010.SH	万盛股份
	603379.SH	三美股份		002709.SZ	天赐材料		603078.SH	江化微
	002895.SZ	川恒股份		002741.SZ	光华科技		603133.SH	碳元科技
磷化工及磷酸盐	300505.SZ	川金诺		002748.SZ	世龙实业		603181.SH	皇马科技
	600078.SH	澄星股份		002802.SZ	洪汇新材		603650.SH	彤程新材
	600141.SH	兴发集团		002809.SZ	红墙股份		603681.SH	永冠新材
	002165.SZ	红宝丽		002810.SZ	山东赫达		603683.SH	晶华新材
	002408.SZ	齐翔腾达		002812.SZ	恩捷股份		603722.SH	阿科力
	600230.SH	沧州大化		002909.SZ	集泰股份		603725.SH	天安新材
聚氨酯	600309.SH	万华化学	其他化学制品	300019.SZ	硅宝科技		603822.SH	嘉澳环保
	603026.SH	石大胜华		300035.SZ	中科电气		603879.SH	永悦科技
	603041.SH	美思德		300037.SZ	新宙邦		603916.SH	苏博特
	603192.SH	汇得科技		300041.SZ	回天新材		603968.SH	醋化股份
	000859.SZ	国风塑业		300054.SZ	鼎龙股份		688005.SH	容百科技
	000973.SZ	佛塑科技		300072.SZ	三聚环保		688106.SH	鑫宏气体
	002108.SZ	沧州明珠		300073.SZ	当升科技		688196.SH	卓越新能
	002263.SZ	大东南		603330.SH	上海天洋		688199.SH	久日新材
	002395.SZ	双象股份		300082.SZ	奥克股份		688398.SH	赛特新材
	002825.SZ	纳尔股份		300107.SZ	建新股份		002224.SZ	三力士
	300230.SZ	永利股份		300109.SZ	新开源		002381.SZ	双箭股份
	300305.SZ	裕兴股份		300132.SZ	青松股份		300121.SZ	阳谷华泰
	300325.SZ	*ST 德威		300163.SZ	先锋新材	其他橡胶制品	300320.SZ	海达股份
其他塑料制品	300478.SZ	杭州高新		300169.SZ	天晟新材		300587.SZ	天铁股份
	300539.SZ	横河模具		300174.SZ	元力股份		300731.SZ	科创新源
	300586.SZ	美联新材		300214.SZ	日科化学		300767.SZ	震安科技
	300717.SZ	华信新材		300236.SZ	上海新阳		603033.SH	三维股份
	601208.SH	东材科技		300243.SZ	瑞丰高材		300180.SZ	华峰超纤
	603266.SH	天龙股份		300387.SZ	富邦股份	合成革	300218.SZ	安利股份
	603580.SH	艾艾精工		300405.SZ	科隆股份		300321.SZ	同大股份
	603615.SH	茶花股份		300429.SZ	强力新材			
	603991.SH	至正股份		300437.SZ	清水源			
	688026.SH	浩特生物		300446.SZ	ST 乐材			
	002068.SZ	黑猫股份		300481.SZ	濮阳惠成			
炭黑	002442.SZ	龙星化工		300487.SZ	蓝晓科技			
	605183.SH	确成股份		600228.SH	返利科技			
	002753.SZ	永东股份		300530.SZ	达志科技			

资料来源: 万得, 中银证券

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。

中银国际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，中银国际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

本报告由中银国际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国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际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。中银国际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。

中银国际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。中银国际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。中银国际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士，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，中银国际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国际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。中银国际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国际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。

中银国际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。

中银国际证券股份有限公司

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

中银国际证券有限公司

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