

行业研究

国有企业改革叠加内源性增长，化工上市央企估值有望修复

——化工行业国有上市企业动态报告

要点

国有企业改革不断推进，国企关注度提升促进估值修复。国有企业是我国国民经济的支柱，自 2015 年 8 月中共中央、国务院出台《关于深化国有企业改革的指导意见》以来，国有企业改革由相关企业试点开始进行。2020 年 6 月 30 日所发布的《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》以“落实”作为关键词明确了国企改革的重点任务和进程要求。近期，作为国企改革进程的一部分，国资委下发了《关于做好央企控股上市公司 2021 年投资者沟通工作有关事项的通知》，该通知表明将把 2021 年投资者沟通相关工作实施情况以适当形式纳入考核。我们认为考核指标的调整提升了国企对于投资者沟通工作的要求，投资者沟通的频率和内容质量也将同步提升，从而提高资本市场对于国有企业的关注度、熟悉度和对其业绩的认可度，推动国有企业的估值修复。

化工上市央企估值处于底部，财务指标表现健康。截至 2021 年 4 月 30 日，在 423 家化工行业上市企业中，共有 38 家央企和 67 家地方国有企业，总市值占比约为 42.3%，化工上市央企整体 PB 估值处于自 2014 年以来 6.0% 的分位水平，位于历史估值底部。但化工上市企业经营情况稳定，相关财务指标表现健康。与民营企业相比，化工上市央企的资本开支总额较高，配以相对稳定的 ROA 收益，可为国企未来业绩的成长提供有力支撑。国有化工上市企业的资产负债率和流动比率保持相对稳定，现金流能力明显好于民营企业。另外，在各类型企业中化工上市央企的费用率最低，反映了上市央企相对较好的经营管理状况和降本措施。化工上市央企的长期股权投资总额逐年快速提升，短期借款总额呈现下降趋势，体现了化工上市央企在经营过程中对于稳定性的偏好。

低碳转型、资本开支提升、新产能建设，提供企业未来成长点。为了顺应行业发展趋势以及响应国家能源安全、“碳中和”、清洁能源等相关政策，中石油和中石化积极地在新能源领域进行业务扩展，中石油在近期的业务板块调整中将油气和新能源并称为第一业务，中石化也积极地布局换电站和氢能等新能源相关业务。凭借布局极广的产业链优势和网点优势，新能源业务将在未来为这些企业带来可观的业绩增长。中海油持续加大自身资本开支，将利好旗下油服产业链公司的业绩成长。扬农化工、鲁西化工、万华化学等标志性行业龙头企业凭借产能项目的持续推进，待得产能完全释放后将进一步巩固龙头位置，迎来新的业绩高峰。

投资建议：目前大部分化工上市国企处于历史估值底部，随着国有企业改革推进，企业考核指标调整，化工上市国企将更为注重投资者交流。随着资本市场对化工上市国企的关注度、熟悉度、认可度的提高，低估值化工上市国企的估值水平有望修复。伴随化工上市国企在低碳转型的过程中所带来的新增成长点，以及各企业资本开支的加大叠加新增产能项目的逐步释放，化工上市国企的业绩水平将迎来新的高峰。（1）立足石化能源基础积极发展新能源业务，建议关注中国石油、中国石化及其子公司中油工程、上海石化、石化油服；（2）中海油资本开支增加，旗下油服产业链子公司明显受益，建议关注中国海洋石油、中海油服、海油工程、海油发展；（3）受益于“两化”合并带来的产业协同等利好，建议关注扬农化工、鲁西化工、安迪苏、安道麦 A、昊华科技；（4）受益于一体化优势的中国兵器旗下唯一石化板块上市公司华锦股份。（5）建议关注地方国企中的龙头白马万华化学和华鲁恒升。

风险分析：原油价格波动风险、政策落实不到位风险、项目建设进度不及预期风险、境内外业务拓展及经营风险、汇率风险。

石油化工/基础化工
增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-56513000

zhaond@ebcn.com

分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyul@ebcn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

研究背景

自 2015 年开始，国有企业改革由试点逐步转变为全面推进。2020 年 6 月 30 日所发布的《国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》以“落实”作为关键词明确了国企改革的重点任务和进程要求。近期，作为国有企业改革进程的一部分，国资委下发了《关于做好央企控股上市公司 2021 年投资者沟通工作有关事项的通知》，该通知表明将把 2021 年投资者沟通相关工作实施情况以适当形式纳入考核。

截至 2021 年 4 月 30 日，在 423 家化工行业上市企业中，共有 38 家央企和 67 家地方国有企业，总市值占比约为 42.3%，化工上市央企整体 PB 估值处于自 2014 年以来 6.0% 的绝对分位水平，位于历史估值底部。其中中国石油、中国石化、中国海洋石油 PB 的绝对分位水平分别为 2014 年以来的 0.9%、1.7%、6.0%，估值修复空间较大。

我们将 423 家化工行业上市企业按照企业属性划分为中央国有企业、地方国有企业、民营企业、外资企业、其他企业（含公众企业和集体企业）共五类，统计并整理了全部五类企业自 2014 年以来的业绩情况及各项财务指标。通过研发投入和“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”项目总额的对比，可以看出相较于民营企业，化工上市国企的资本开支总额较高，同时化工上市国企的 ROA 水平相对稳定，两者叠加可为国企未来业绩的成长提供有力支撑。通过其他财务指标比较可以看出，国有化工上市企业在经营过程中对于稳定性的偏好，国有化工上市企业的资产负债率和流动比率保持相对稳定，长期股权投资逐年增加，而短期借款则呈现下降趋势。此外，国有化工上市企业在现金流能力和费用率方面的表现也明显优于民营企业。

我们认为考核指标的调整明显提升了化工上市国企对于投资者沟通工作的要求，投资者沟通的频率和内容质量也将同步提升，从而提高资本市场对于国有企业的关注度、熟悉度和对其业绩的认可度，推动国有企业的估值修复。我们看好化工上市国企低碳转型、资本开支增加和新产能建设的逐步推进，化工上市国企未来业绩将迎来新的高峰。

投资观点

（1）建议关注中国石油、中国石化及其子公司中油工程、上海石化、石化油服，“两桶油”为了顺应行业发展趋势以及响应国家能源安全、“碳中和”、清洁能源等相关政策，在立足于自身油气业务根本的同时，也积极地在新能源领域进行业务扩展，凭借布局极广的产业链优势和网点优势，新能源业务将在未来为这些企业带来可观的业绩增长。（2）中海油持续加大自身资本开支，将利好旗下油服产业链子公司的业绩成长，建议关注中国海洋石油、中海油服、海油工程、海油发展。（3）受益于“两化”合并带来的产业协同等利好，以及自身产能项目建设的持续推进，建议关注扬农化工、鲁西化工、安迪苏、安道麦 A、昊华科技。（4）建议关注凭借产业链一体化优势持续受益的中国兵器旗下唯一石化板块上市公司华锦股份。（5）建议关注地方国有企业中所属行业内的龙头白马万华化学和华鲁恒升。

目 录

1、 国有企业改革持续推进，国有化工上市企业估值有望修复	6
1.1、 国企改革持续推进，三年行动狠抓“落实”	6
1.2、 化工上市央企处估值底部，修复空间较高	7
1.3、 国有化工企业财务指标健康，经营状况良好	10
2、 中国石油体系	13
2.1、 中国石油：新能源油气并称第一业务，体现油气龙头低碳转型决心	13
2.2、 中油工程：合同总额提升，在建项目持续推进，看好未来成长	15
3、 中国石化体系	17
3.1、 中国石化：凭借自身技术和网点优势，全产业链布局新能源业务	17
3.2、 上海石化：“基础+高端”两手抓，看好碳纤维新材料业务未来发展	18
3.3、 石化油服：覆盖油服全产业链，毛利率有望稳步提升	20
4、 中国海洋石油体系	21
4.1、 中国海洋石油：资本开支持续加大，多项目年内投产支撑未来业绩成长	21
4.2、 中海油服：受益于中海油资本开支加大，业绩成长预期不变	22
4.3、 海油工程：订单充足支撑业绩增长，国际市场竞争展现核心业务实力	24
4.4、 海油发展：适应能源行业发展，多元化业务并行增强自身实力	25
5、“两化”体系	27
5.1、 扬农化工：先正达入主提供成长支持，优嘉项目推进夯实产业实力	27
5.2、 鲁西化工：中化入主，促进高端新材料业务转型	28
5.3、 安迪苏：下游需求逐步恢复，期待新增蛋氨酸产能释放	29
5.4、 安道麦 A：加入先正达协同效应可期，关注基地搬迁产能释放	31
5.5、 昊华科技：多项高端业务并行，产能建设拓宽未来成长	32
6、 其他化工上市央企和地方国企	33
6.1、 华锦股份：需求复苏，一体化优势持续受益	33
6.2、 万华化学：石化与新材料同步发力，拓宽公司商业版图	34
6.3、 华鲁恒升：荆州第二基地项目推进，打开未来成长空间	35
7、 投资建议	36
8、 风险分析	37

图目录

图 1: A 股化工板块上市公司类型分布	7
图 2: A 股化工板块上市公司市值分布	7
图 3: 化工上市央企的 PB 估值处于历史底部位置	8
图 4: 代表性国有化工上市企业的 PB 和绝对分位水平	9
图 5: 代表性国有化工上市企业的 PB 和相对分位水平	9
图 6: 2014 年-2021Q1 化工上市企业营业收入及分布 (亿元)	10
图 7: 2014-2020 年不同类型化工上市企业营业收入增速	10
图 8: 2014-2020 年化工上市企业研发支出 (亿元)	10
图 9: 2014-2020 年化工上市企业 ROA	10
图 10: 2014-2020 年化工上市企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金 (亿元)	11
图 11: 2014-2020 年化工上市企业资产负债率	11
图 12: 2014-2020 年化工上市企业流动比率	11
图 13: 2014-2020 年化工上市企业经营性净现金流/营业收入	12
图 14: 2014-2020 年化工上市企业期间费率	12
图 15: 2014-2020 年化工上市企业长期股权投资 (亿元)	12
图 16: 2014-2020 年化工上市企业短期借款 (亿元)	12
图 17: 中国石油 PB 处于 2014 年以来 0.9%绝对分位 (0.7%相对分位)	13
图 18: 中国石油 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	13
图 19: 中国石油 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	13
图 20: 中油工程 PB 处于 2017 年以来的 7.1%绝对分位 (4.7%相对分位)	15
图 21: 中油工程 2016-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	15
图 22: 中油工程 2016-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	15
图 23: 中国石化 PB 处于 2014 年以来的 1.7%绝对分位 (2.3%相对分位)	17
图 24: 中国石化 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	17
图 25: 中国石化 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	17
图 26: 上海石化 PB 处于 2014 年以来 1.1%绝对分位 (0.7%相对分位)	19
图 27: 上海石化 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	19
图 28: 上海石化 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	19
图 29: 石化油服 PB 处于 2015 年以来 41.5%绝对分位 (29.5%相对分位)	20
图 30: 石化油服 2015-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	20
图 31: 石化油服 2015-2020 各业务毛利率	20
图 32: 石化油服主营业务在产业链中的位置	21
图 33: 中国海洋石油 PB 处于 2014 年以来 6%绝对分位 (14.2%相对分位)	21
图 34: 中国海洋石油 2014-2020 营业收入 (亿元) 及增长率	22
图 35: 中国海洋石油 2014-2020 净利润 (亿元) 及增长率	22
图 36: 中海油服 PB 处于 2014 年以来的 49%绝对分位 (25%相对分位)	23
图 37: 中海油服 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	23
图 38: 中海油服 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元)	23
图 39: 海油工程 PB 处于 2014 年以来 0.8%绝对分位 (1.0%相对分位)	24

图 40: 海油工程 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	24
图 41: 海油工程 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	24
图 42: 海油发展 PB 处于上市以来 8.2%绝对分位 (4.6%相对分位)	25
图 43: 海油发展 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	26
图 44: 海油发展 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	26
图 45: 扬农化工 PB 位于 2014 年以来 93.5%绝对分位 (49.7%相对分位)	27
图 46: 扬农化工 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	28
图 47: 扬农化工 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	28
图 48: 鲁西化工 PB 位于 2014 年以来 82.5%绝对分位 (40.5%相对分位)	29
图 49: 鲁西化工 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	29
图 50: 鲁西化工 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	29
图 51: 安迪苏 PB 位于 2016 年以来 34.5%绝对分位 (22.4%相对分位)	30
图 52: 安迪苏 2016-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	30
图 53: 安迪苏 2016-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	30
图 54: 安道麦 A PB 位于 2017 年 8 月以来的 17.4%绝对分位 (3.6%相对分位)	31
图 55: 安道麦 2017-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	31
图 56: 安道麦 2017-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	31
图 57: 昊华科技 PB 位于 2019 年以来的 56.8%绝对分位 (69.5%相对分位)	32
图 58: 昊华科技 2018-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	32
图 59: 昊华科技 2018-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	32
图 60: 华锦股份 PB 位于 2014 年以来 19.6%绝对分位 (6.3%相对分位)	33
图 61: 华锦股份 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	33
图 62: 华锦股份 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	33
图 63: 万华化学 PB 位于 2014 年以来 95.3%绝对分位 (50.7%相对分位)	34
图 64: 万华化学 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	35
图 65: 万华化学 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	35
图 66: 华鲁恒升 PB 位于 2014 年以来 94.3%绝对分位 (60.8%相对分位)	36
图 67: 华鲁恒升 2014-2021Q1 营业收入 (亿元) 及增长率	36
图 68: 华鲁恒升 2014-2021Q1 归母净利润 (亿元) 及增长率	36

表目录

表 1: 国企改革“1+N”政策体系相关指导文件	6
表 2: 代表性国有化工上市企业的 PB 分位水平	8
表 3: 中油工程在建重大项目情况	16
表 4: 海油工程重点工程项目实施进度	25

1、国有企业改革持续推进，国有化工上市企业估值有望修复

1.1、国企改革持续推进，三年行动狠抓“落实”

国有企业是我国国民经济的支柱，为了发展社会主义社会的生产力，推动国家的工业化与现代化进程，国有企业在其中有着不可小觑的支撑作用。然而随着经济全球化和科学技术日新月异的发展，国有企业所面临的的市场竞争也日益激烈。为了使得国有企业能够适应新的市场经济要求和发展速度，国有企业改革势在必行，进而推动整个经济体制改革。

2015年8月，中共中央、国务院出台《关于深化国有企业改革的指导意见》（下称《指导意见》）。以《指导意见》为核心，国务院办公厅、国资委、国家发改委、财政部等政府部门围绕“分类推进国有企业改革”、“完善现代企业制度”、“完善国有资产管理体制”、“发展混合所有制经济”、“强化监督防止国有资产流失”、“加强和改进党对国有企业的领导”、“为国有企业改革创造良好环境条件”七大主题板块发布了一系列的配套文件，国企改革“1+N”政策体系得以构建。

表 1：国企改革“1+N”政策体系相关指导文件

核心指导			
《关于深化国有企业改革的指导意见》	2015年8月24日		
分类推进国有企业改革			
《关于国有企业功能界定与分类的指导意见》	2015年12月7日	《关于完善中央企业功能分类考核的实施方案》	2016年8月24日
完善现代企业制度			
《关于进一步完善国有企业法人治理结构的指导意见》	2017年4月24日	《关于印发中央企业公司制改制工作实施方案的通知》	2017年7月18日
《关于改革国有企业工资决定机制的意见》	2018年5月13日	《金融机构国有股权董事议案审议操作指引》	2019年1月23日
完善国有资产管理体制			
《国务院关于改革和完善国有资产管理体制的若干意见》	2015年10月25日	《关于全面推进法治央企建设的意见》	2015年12月8日
《国务院国资委推进国资监管法治机构建设实施方案》	2016年8月2日	《关于完善国有金融资本管理的指导意见》	2018年6月30日
《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	2018年7月14日		
发展混合所有制经济			
《关于国有企业发展混合所有制经济的意见》	2015年9月23日	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	2016年8月2日
《关于深化混合所有制改革试点若干政策的意见》	2017年11月29日	《中央企业混合所有制改革操作指引》	2019年10月31日
《关于鼓励和规范国有企业投资项目引入非国有资本的指导意见》	2015年10月26日		
强化监督防止国有资产流失			
《关于加强和改进企业国有资产监督防止国有资产流失的意见》	2015年10月31日	《企业国有资产交易监督管理办法》	2016年6月24日
《关于深化国有企业和国有资本审计监督的若干意见》	2015年12月5日	《中央企业境外投资监督管理办法》	2017年1月7日
《中央企业投资监督管理办法》	2017年1月7日		
加强和改进党对国有企业的领导			
《关于在深化国有企业改革中坚持党的领导加强党的建设的若干意见》	2015年6月5日		
为国有企业改革创造良好环境			
《关于贯彻落实<中共中央国务院关于深化国有企业改革的指导意见>的通知》	2015年9月16日	《关于国有企业职工家属区“三供一业”分离移交工作指导意见的通知》	2016年6月11日

资料来源：国务院办公厅，国资委，发改委，财政部，光大证券研究所整理

2016年开始，以七大垄断领域混改试点为代表，国企混改在局部迈出了实质性的第一步，但整体改革节奏略慢于市场预期。2018年3月国资委发布《关

于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》，同年8月《国企改革“双百行动”工作方案》正式发布实施，此轮改革试点数量显著增多，选取了百家中央企业子企业和百家地方国有骨干企业作为改革试点，为相关公司基本面好转提供了一定的推动作用。

2020年5月22日，“国企改革三年大行动”由国务院总理李克强在十三届全国人大三次会议上所作的《2020年国务院政府工作报告》中提出。2020年6月30日，中央全面深化改革委员会第十四次会议审议通过了《国企改革三年行动方案（2020-2022年）》。“三年行动方案”以“落实”作为关键词，需明确国企改革各项重点任务时间表、路线图，并提出明确的任务举措，从而实现各项重点任务的“可量化、可考核”，以确保各项任务的顺利完成。2021年1月19日，国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗表示，2021年将按照“可衡量、可考核、可检验、要办事的”要求，倒排工期、挂图作战，全力打好攻坚战，力争到2021年底完成国企改革三年行动总体改革任务的70%以上，在重要领域、关键环节取得实质性突破，为2022年全面完成三年行动任务奠定坚实基础。

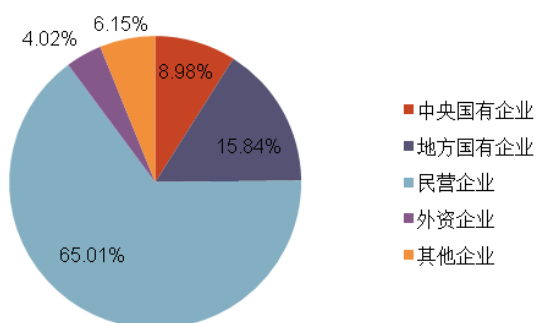
近期，国资委下发了《关于做好央企控股上市公司2021年投资者沟通工作有关事项的通知》，该通知表明将把2021年投资者沟通相关工作实施情况以适当形式纳入考核。此外，对于国有上市公司“市值”管理的考核标准也在持续推进中。2021年1月，上海市国资委在其“推进实施国企改革三年行动的主要举措”中强调将要建立企业集团及上市公司市值管理绩效水平分析评价机制。

我们认为这一系列政策举措有望增强国企自身业务的发展和业务的拓宽、提升并优化自身管理体系，促进国企在业务层面向快向好发展。同时考核指标的调整，将进一步提高国有上市企业对于投资者沟通工作的重视程度，促进国有上市企业主动与资本市场之间进行业绩沟通，提升资本市场对国企经营情况及业绩的关注度、熟悉度，增强资本市场对国企业绩的认可度，从而催化低估值国有企业的估值修复。

1.2、化工上市央企处估值底部，修复空间较高

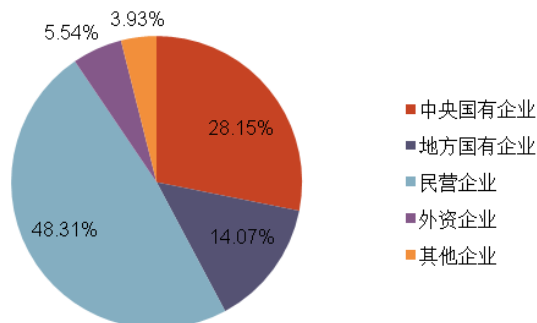
截至2021年4月30日，在中信行业分类下国内A股市场共有423家石油石化和基础化工类上市企业，其中中央国有企业共计38家，数量占比9.0%，合计市值17,106亿元，市值占比28.2%；地方国有企业共计67家，数量占比15.8%，合计市值8,547亿元，市值占比14.1%。由此可见国有化工上市企业在A股化工板块中占有十分重要的地位，特别是央企，虽然数量较少，但是由于央企的庞大体量，其在整个板块中的影响力也是举足轻重的。

图1：A股化工板块上市公司类型分布



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2021.04.30

图2：A股化工板块上市公司市值分布



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2021.04.30

为了能够直观的体现当前国有化工上市企业的 PB 在其历史上的位置，我们采取了绝对分位和相对分位这两种不同的分位计算方法来进行其评估：

(1) **绝对分位值**：对应 PB 在历史 PB 数值序列中的排位水平

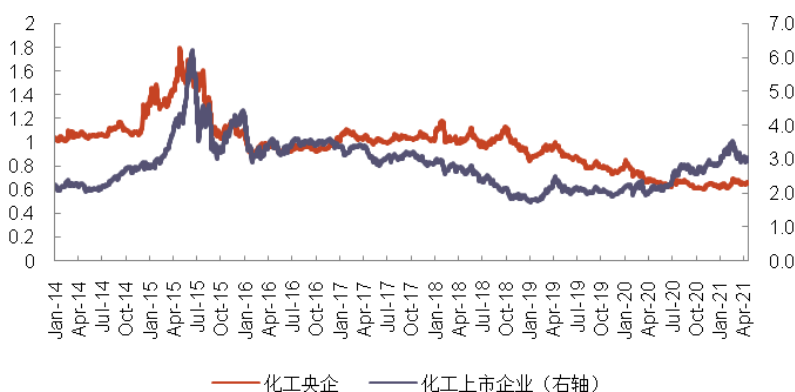
绝对分位值 = (数值序列中小于当前 PB 的数值个数) / (全部 PB 数值个数)

(2) **相对分位值**：对应 PB 在历史 PB 区间中的相对水平

相对分位值 = (当前 PB - 历史 PB 最小值) / (历史 PB 最大值 - 历史 PB 最小值)

从 PB 估值角度来看，国有化工企业的估值水平始终低于化工行业整体，且当前国有化工上市企业特别是化工上市央企的估值水平处于历史底部位置。自 2018 年 11 月开始，化工上市央企的整体 PB 估值始终低于 1.0。截至 2021 年 4 月 30 日，化工行业上市央企的整体 PB 仅为 0.64，当前 PB 处于自 2014 年以来 6.0% 的绝对分位水平和 3.3% 的相对分位水平。如剔除 2014-2015 年期间的牛市行情，目前化工上市央企的估值水平也仅处于 8.2% 的绝对分位水平，这也表明当前国有化工上市企业特别是化工上市央企具有较高的估值修复空间。

图 3：化工上市央企的 PB 估值处于历史底部位置



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：化工上市央企 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.602 至 1.797

我们分别从中国石油体系、中国石化体系、中国海洋石油体系、“两化”体系选取了 14 家上市公司，外加华锦股份、万华化学、华鲁恒升等其他体系的优秀上市央企和代表性地方国有上市企业，共计 17 家国有上市企业，对其 PB 估值的绝对水平和相对水平进行了测算。

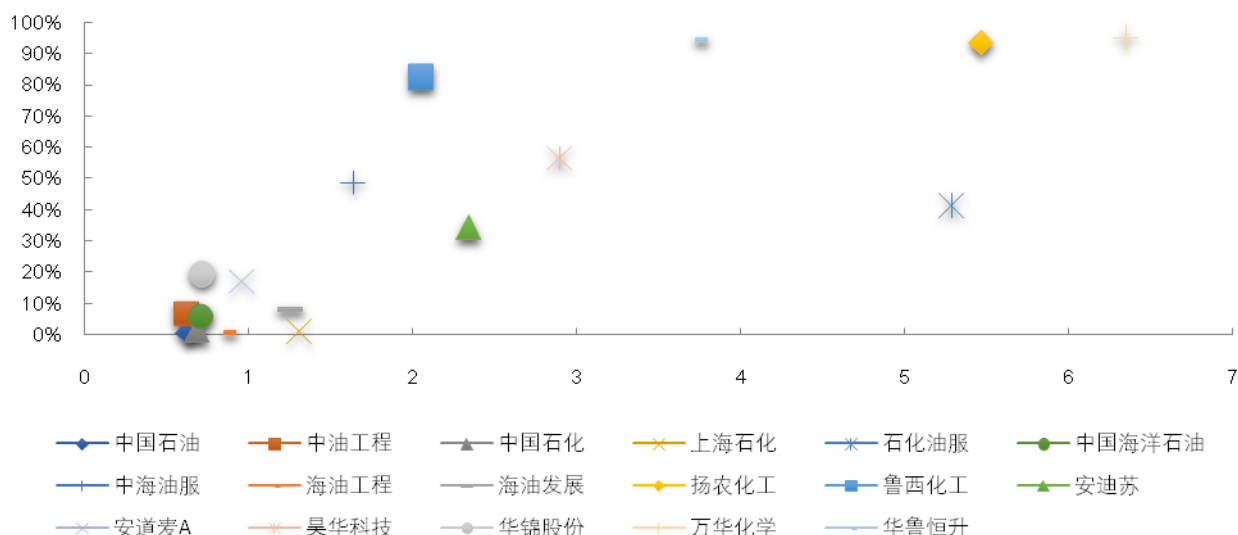
表 2：代表性国有化工上市企业的 PB 分位水平

企业名称	测算区间	当前 PB	区间最大值	区间最小值	绝对分位值	相对分位值
中国石油	2014.01-2021.04	0.626	2.280	0.614	0.9%	0.7%
中油工程	2017.01-2021.04	0.618	2.231	0.538	7.1%	4.7%
中国石化	2014.01-2021.04	0.678	1.726	0.653	1.7%	2.3%
上海石化	2014.01-2021.04	1.306	7.731	1.258	1.1%	0.7%
石化油服	2015.01-2021.04	5.287	10.875	2.950	41.5%	29.5%
中国海洋石油	2014.01-2021.04	0.707	1.601	0.559	6.0%	14.2%
中海油服	2014.01-2021.04	1.635	3.081	1.153	49.0%	25.0%
海油工程	2014.01-2021.04	0.845	3.810	0.814	0.8%	1.0%
海油发展	2019.01-2021.04	1.252	2.710	1.182	8.2%	4.6%
扬农化工	2014.01-2021.04	5.461	9.000	1.964	93.5%	49.7%
鲁西化工	2014.01-2021.04	2.045	3.854	0.814	82.5%	40.5%
安迪苏	2016.01-2021.04	2.334	4.103	1.823	34.5%	22.4%

安道麦 A	2017.07-2021.04	0.956	4.243	0.834	17.4%	3.6%
昊华科技	2019.01-2021.04	2.895	3.688	1.092	56.8%	69.5%
华锦股份	2014.01-2021.04	0.710	2.586	0.583	19.6%	6.3%
万华化学	2014.01-2021.04	6.348	10.287	2.305	95.3%	50.7%
华鲁恒升	2014.01-2021.04	3.723	5.504	0.961	94.3%	60.8%

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2021.04.30

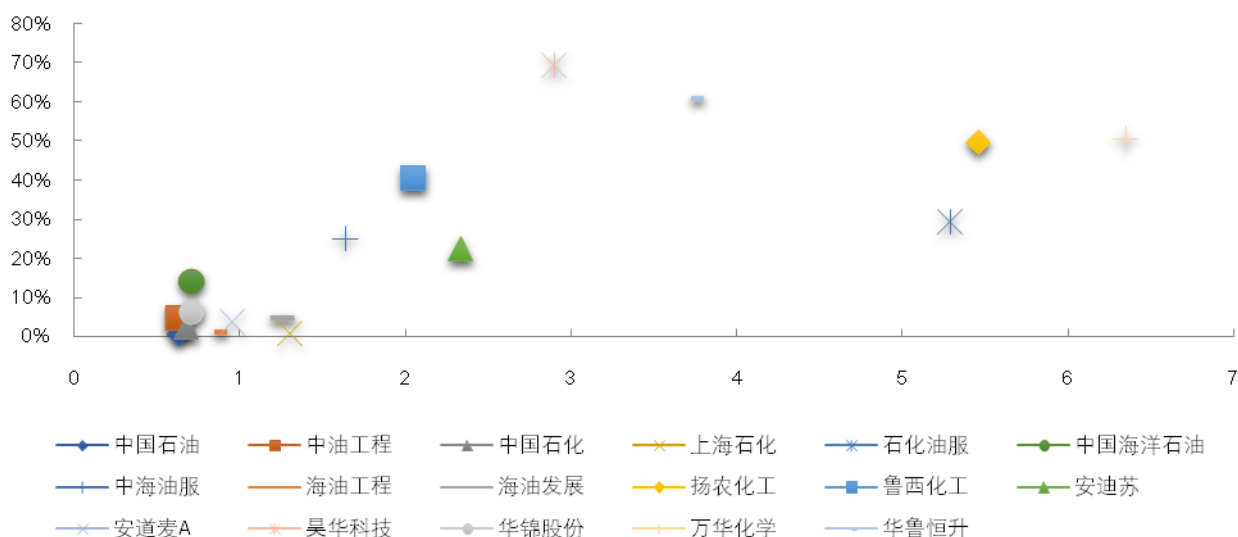
图 4: 代表性国有化工上市企业的 PB 和绝对分位水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2021.04.30

注: 纵轴为 PB 绝对分位, 横轴为公司目前 PB 值

图 5: 代表性国有化工上市企业的 PB 和相对分位水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2021.04.30

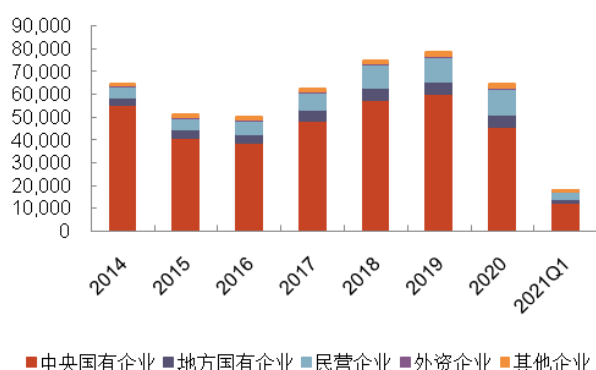
注: 纵轴为 PB 相对分位, 横轴为公司目前 PB 值

1.3、 国有化工企业财务指标健康，经营状况良好

国有化工企业的低估值并不代表着国有企业经营状况不佳。国有企业的营业收入在全部化工上市企业中始终保持着较高的占比，即使面临 2020 年原油价格巨幅下跌的不利情况，国有化工上市企业也始终为化工行业的整体景气程度提供着支撑，为国家在不利的宏观局面下的建设发展提供保障。

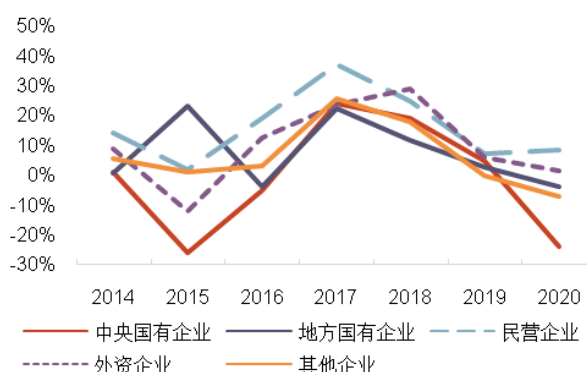
2020 年 423 家化工上市企业的营业收入总额为 64,611 亿元，同比下降约 17.8%，2019 年和 2020 年国有化工上市企业的营收占比分别为 83.9%和 79.1%。2021Q1 化工上市企业的营收总额为 18,211 亿元，国有化工上市企业的营收占比约为 77.8%。

图 6：2014 年-2021Q1 化工上市企业营业收入及分布（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 7：2014-2020 年不同类型化工上市企业营业收入增速

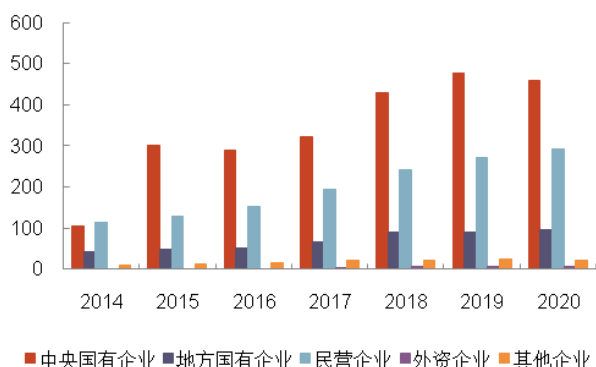


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

化工上市央企的研发投入总额明显高于其他类型企业。2020 年化工上市央企的研发投入总额达到 458.6 亿元，与民营企业整体的研发投入相比高出 56.8%。平均来看，单个化工上市央企 2020 年的研发投入达 12 亿元，而民营企业的平均研发投入仅约为 1.1 亿元，两者存在近 10 倍差距。同时，研发支出总额的高低也可侧面反映不同类型企业整体资本支出的高低。

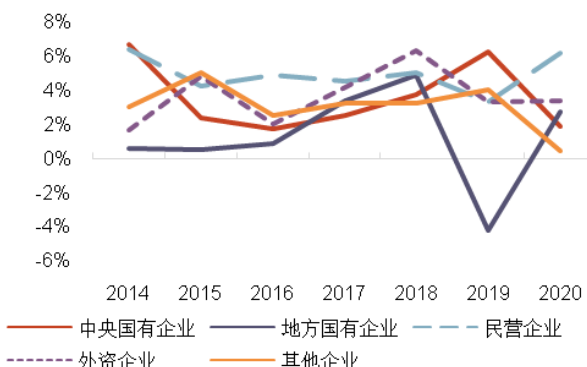
如果我们进一步以企业“购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金”作为企业年度资本性支出的衡量标准，也可以看出国有企业特别是化工上市央企的资本开支占比较高。虽然从 ROE 或 ROA 数据来看，化工上市央企的 ROE/ROA 水平略低于民营企业，但是凭借着具有持续性的且较高的资本支出总额以及相对较为稳定的 ROE/ROA 水平，我们认为化工上市企业未来的增长可期。

图 8：2014-2020 年化工上市企业研发支出（亿元）



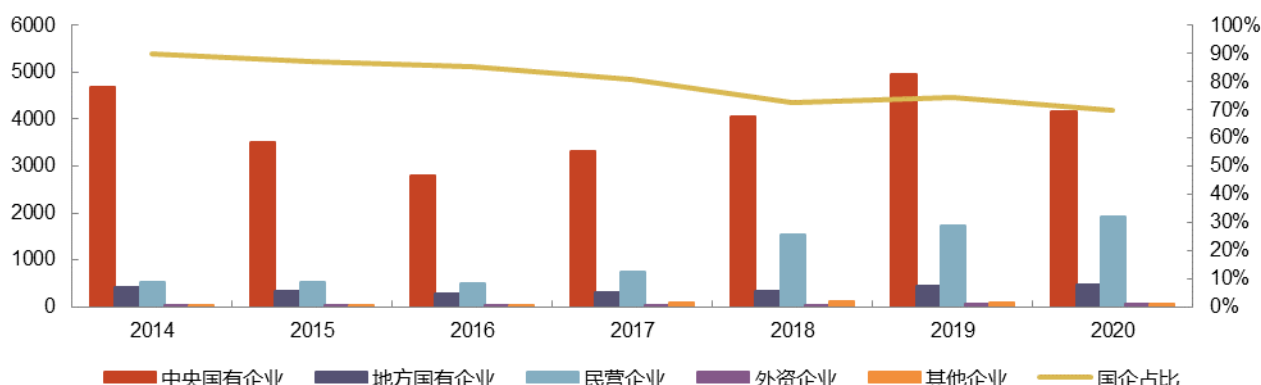
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 9：2014-2020 年化工上市企业 ROA



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

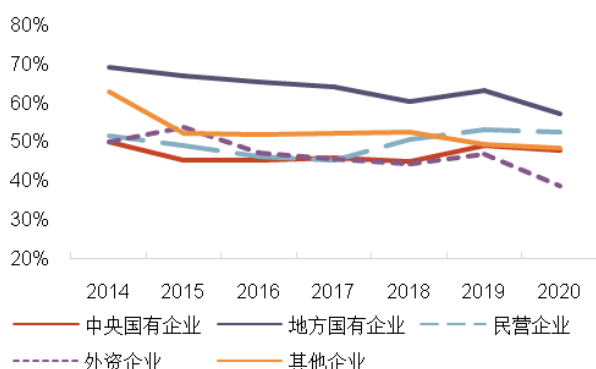
图 10：2014-2020 年化工上市企业购建固定资产、无形资产和其他长期资产所支付的现金（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

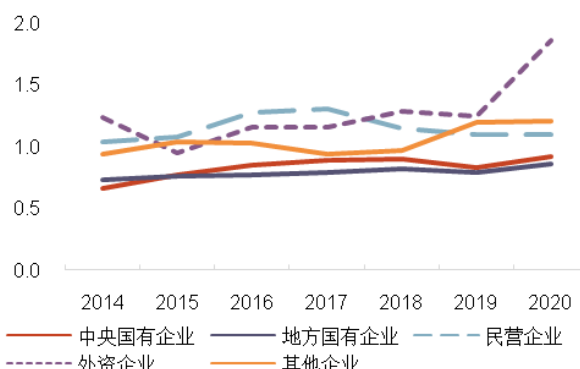
从杠杆维度来看，2014-2020 年化工上市央企的资产负债率保持稳定，仅存在小幅波动，化工上市地方国企的资产负债率则在逐年下降，去杠杆明显，而民营企业在此期间的资产负债率则在逐步增加，处于加杠杆过程。在企业流动比率方面，近年来国有化工上市企业的流动比率大致保持稳中有升，而民营化工上市企业的流动比率逐年下滑，反映出民营化工上市企业的资产结构在近几年有所恶化。

图 11：2014-2020 年化工上市企业资产负债率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 12：2014-2020 年化工上市企业流动比率



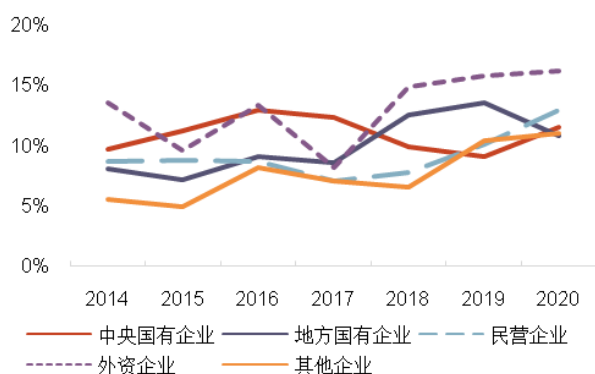
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

在现金流方面，如以企业经营性净现金流与营业收入之比作为参考指标，2014-2017 年间化工上市央企较地方国有企业和民营企业拥有更好的现金流，2018 年开始化工上市地方国有企业的现金流状况反超央企，但是在 2020 年疫情的不利影响下，化工上市央企的现金流能力却有明显的回升，略高于地方国有企业。在费用率方面，2014-2019 年间化工上市央企的费用率明显低于其他类型企业，2020 年费用率有所回升主要是因为化工上市央企营业收入的下降幅度较大，虽然相关费用总额有所下滑，但整体费用率仍有所回升。

在资产结构方面，为实现国有企业资产的保值增值，化工上市央企的长期股权投资增速自 2016 年开始持续快速增长，由 2015 年的 1,635 亿元增长至 2020 年的 4541 亿元，2015 至 2020 年期间化工上市央企长期股权投资总额的年均复合增长率达到了 22.7%。在负债结构方面，化工上市央企的短期借款额在近几年虽有一定波动但整体呈现明显的下降趋势，2020 年化工上市央企的短期借款总额为 1,160 亿元，约为 2014 年短期借款总额的 34.3%。而民营企业的短期借

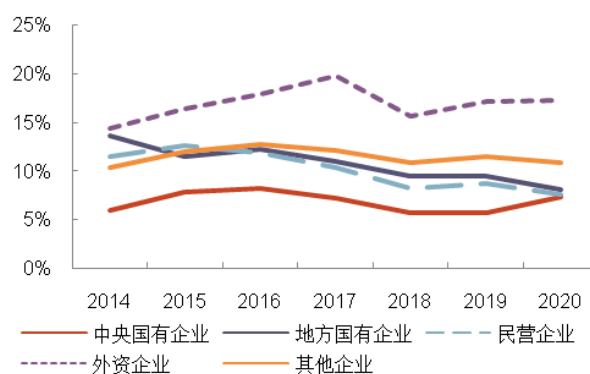
款额则呈现明显上升趋势，而化工上市地方国有企业的短期借款则保持相对稳定。

图 13：2014-2020 年化工上市企业经营性净现金流/营业收入



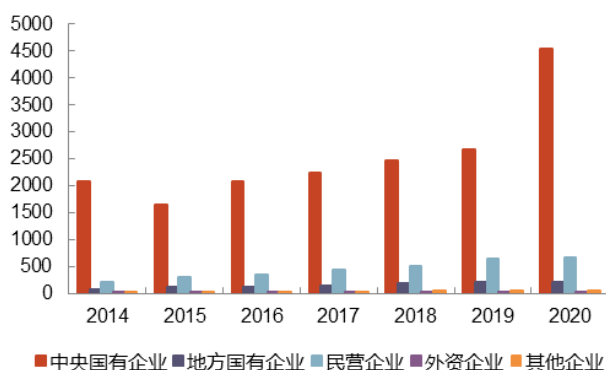
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 14：2014-2020 年化工上市企业期间费率



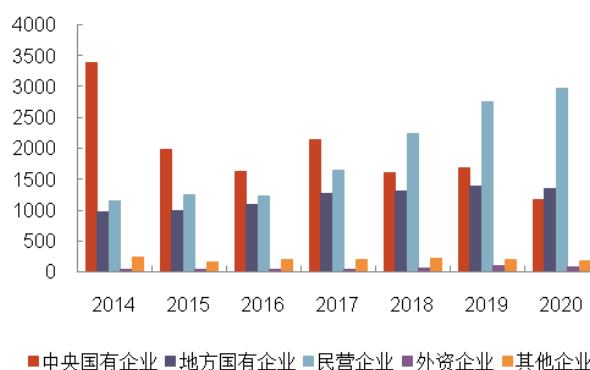
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 15：2014-2020 年化工上市企业长期股权投资（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 16：2014-2020 年化工上市企业短期借款（亿元）



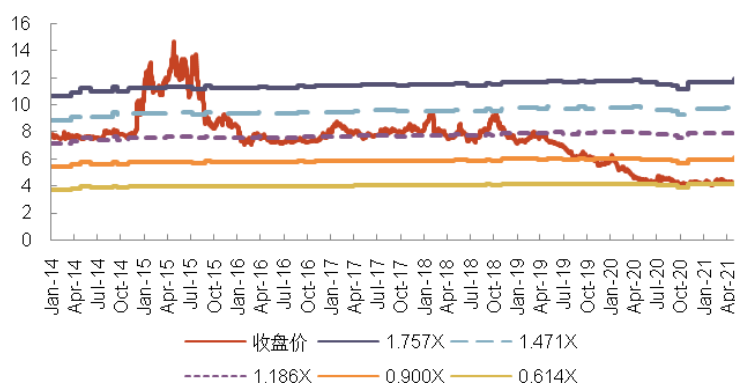
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2、中国石油体系

2.1、 中国石油：新能源油气并称第一业务，体现油气龙头低碳转型决心

截至 2021 年 4 月 30 日，中国石油 A 股收盘价为 4.25 元，对应 PB 为 0.626，位于自 2014 年以来的 0.9%绝对分位（0.7%相对分位），处于估值历史最低点。自 2019 年 7 月中国石油的 PB 估值跌破 1.0 后，公司 PB 开始持续下跌。2020 年 6 月起至今公司 PB 估值持续保持小幅震荡。

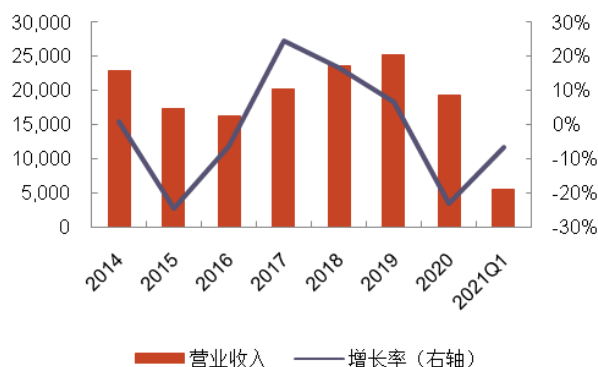
图 17：中国石油 PB 处于 2014 年以来 0.9%绝对分位（0.7%相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：中国石油 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.614 至 2.280

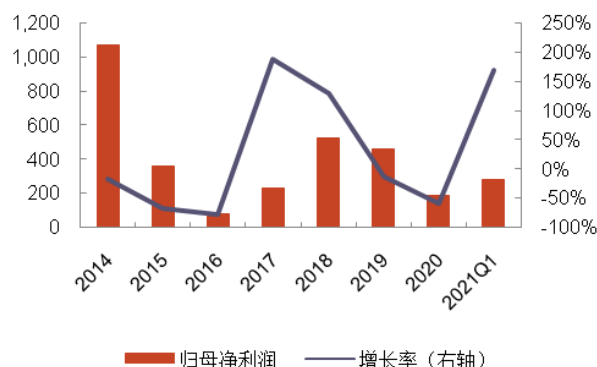
2020 年由于国际原油价格大幅下跌以及新冠肺炎疫情影响，公司业绩受挫，全年实现营收 19,338 亿元，同比下降 23.16%，实现归母净利润 190 亿元，同比下降 58.40%。2021Q1 受益于原油价格回升、化工品价格上涨以及下游需求复苏，公司 2021Q1 业绩明显回暖。2021Q1 公司实现营收 5519 亿元，对比 2019Q1 下降 6.62%，环比增加 8.72%；实现归母净利润 277 亿元，对比 2019Q1 大涨 170.4%，环比大增 210.1%。

图 18：中国石油 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 19：中国石油 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

油气和新能源并称第一业务，体现公司绿色低碳转型决心

2021年4月8日，中石油集团召开部署动员会，对总部组织体系优化调整作出了具体说明。会议指出，集团将优化调整业务板块划分，构建油气和新能源、炼化销售和新材料、支持和服务、资本和金融四大业务板块（子集团）。新设计的四大业务板块，将新能源与油气主业并称为第一大业务，展现了国内油气巨头向绿色低碳发展转型的行动决心；将炼化与销售合并的同时增加新材料，揭示了新旧业务相互协同、紧密联系的内在属性。通过构建四大业务板块，中石油将逐步形成专业、协同、一体化的多能互补新格局。

近年来，为应对多种气候变化挑战、合理利用不可再生资源，世界能源格局的重心逐步由传统石化能源向新能源倾斜，探索向新能源业务转型成为传统石化企业的重大课题。去年9月，我国在第75届联合国大会期间提出中国二氧化碳排放“力争于2030年前达到峰值，争取在2060年前实现碳中和”的双碳目标，进一步给国内石化行业的低碳化转型列出了时间表。作为国内石化行业龙头，中石油正加快布局新能源产业，努力从传统“油气”供应商向“综合能源”供应商转型。2021年3月25日，中石油提出“五大战略+三步走”，即聚焦“创新、资源、市场、国际化、绿色低碳”五大战略，着力发展“创新”和“绿色低碳”，同时围绕“清洁替代、战略接替、绿色转型”三步走进行总体部署，力争2025年实现“碳达峰”，2050年实现“近零”排放。2021年3月29日，中石油集团召开新能源新材料事业发展领导小组会议，明确提出要加快推动新能源新业务发展，实现路径包括大力发展天然气业务，利用好风光地热资源，大力实施风光气电融合发展和氢能产业化利用，加大地热资源综合利用力度；积极推进绿色企业行动计划，大力实施节能减排、清洁替代和CCUS；持续加大在新能源新材料等领域的科技攻关力度等。

推进减油增化，优化炼化业务布局

公司科学安排炼化生产和化工产品销售，持续优化生产布局和产品结构，合理调整柴汽比，大力减油增化，根据市场需求保持化工装置高负荷运行，增产高附加值产品。2020年全年加工原油11.78亿桶，同比减少4.14%，分别生产汽、柴、煤油4628、5072和1004万吨，同比分别减少8.23%、7.16%、21.13%，生产柴汽比上升0.01至1.10。公司2020年全年改造、建成多个项目：大庆石化炼油结构调整升级改造、兰州石化乙烯产能恢复项目，以及一批增产航煤、低硫船燃项目建成投产；广东石化炼化一体化项目、塔里木和长庆乙烷制乙烯等重点工程有序推进。在化工方面，公司2020年全年分别生产乙烯和合成树脂635、1029万吨，同比分别增加8.22%、7.38%；生产合成纤维、合成橡胶和尿素128、100、216万吨，分别同比变化-2.37%、+10.00%、+79.06%。

管网业务剥离，轻装上阵

2020年7月23日，中国石油与国家管网集团签署相关协议，中国石油将所持有的主要油气管道、部分储气库、LNG接收站及铺底油气等相关资产出售给国家管网集团，并获取国家管网集团29.9%的股权。剥离管网业务后，中国石油能更专注于上游油气资源勘探开发，积极推动油气终端市场开拓。管网业务的剥离也能缓解中国石油的资本开支压力，一定程度降低自身的资产负债率，从而轻装上阵。同时，即使将管网业务出售，中国石油仍将加强与国家管网集团在管网规划、使用、运营等方面的战略协同作用。

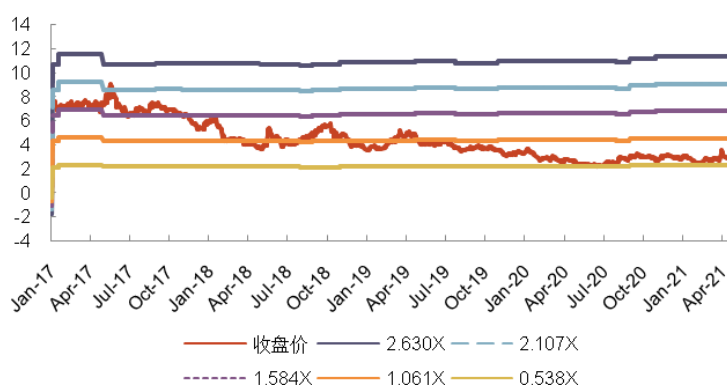
海外巨头资本开支减少，未来供给偏紧，中石油将有望获益

2021年3月国际油气巨头埃克森美孚宣布将控制2021年全年的资本开支在160-190亿美元之间，较2020年214亿美元的资本开支下降约9.5%至23.8%，同时宣布2022-2025年的平均资本开支将控制在200-250亿美元之间，较前期计划有明显下降。此外2020年年内，壳牌、BP等国际油气巨头也曾相继宣布过资本开支缩减计划。相反，中国石油2021年的资本性开支预计约为370亿美元，明显高于其他国际竞争者。国际巨头资本开支的缩减或将导致未来全球原油供给逐步趋紧，对油价上行或维持中高位水平提供支撑，中国石油作为国内最大且极具国际影响力的油气公司将直接受益。

2.2、中油工程：合同总额提升，在建项目持续推进，看好未来成长

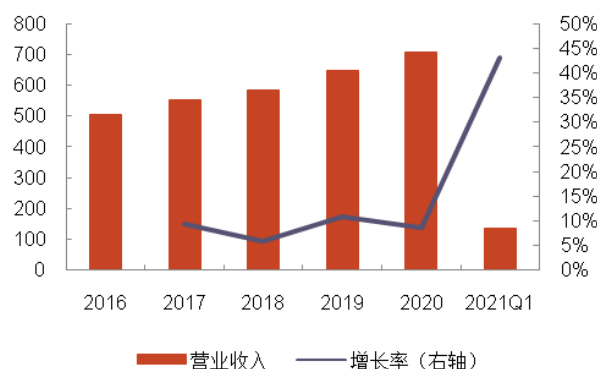
截至2021年4月30日，中油工程收盘价为2.74元，对应PB为0.618，位于自2017年（资产重组以后）以来的7.1%绝对分位（4.7%相对分位）。公司PB于2020年Q2达到历史最低位置，而后于Q3小幅反弹，随后维持小幅震荡至今。

图20：中油工程PB处于2017年以来的7.1%绝对分位（4.7%相对分位）



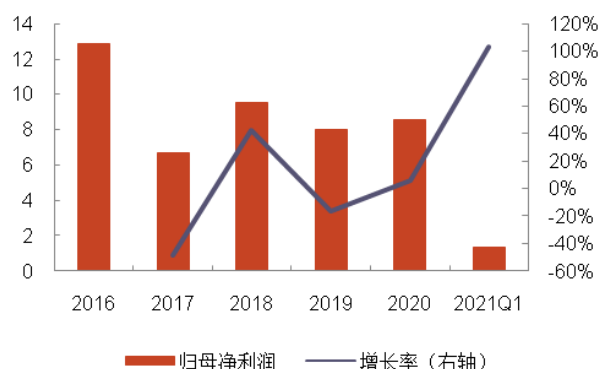
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2021.04.30，注：中油工程2017年以来的历史PB区间为0.538至2.231

图21：中油工程2016-2021Q1营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1增长率对比2019Q1

图22：中油工程2016-2021Q1归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1增长率对比2019Q1

2020 年公司在宏观环境不利的情形下各主营业务较 2019 年均逆势呈现回暖态势。2020 年公司实现营业收入 707 亿元，同比增长 8.68%；实现归母净利润 8.55 亿元，同比增长 6.38%。主营业务收入方面，油气田地面工程、管道与储运工程、炼油与化工工程业务营业收入分别增长 1.9%、12.1%、18.4%。2021Q1 公司实现营收 133.8 亿元，较 2019Q1 增长约 43.2%；实现归母净利润 1.33 亿元，较 2019Q1 大增 103.4%。

新签合同总额持续提升，在建工程推进顺利，为公司业绩成长提供有利支撑

2020 年公司全年新签合同额 965.3 亿元，同比+1.7%，实现连续三年正增长。已中标未签合同 79.3 亿元，已签约未生效合同 103.4 亿元。2020 年新签合同中国内合同占比 77.6%达 749.2 亿元，境外合同占比 22.4%达 216.1 亿元。2020 年，油气田地面工程业务、管道与储运工程业务和炼油与化工工程业务新签合同额分别为 209.2 亿元（占比 21.7%）、185.4 亿元（占比 19.2%）、410.9 亿元（占比 42.6%）。此外公司有多项在建重大项目持续推进中，多个项目将于 2021 年年内完工。待项目逐步完工后，公司将迎来业绩收获期。

表 3：中油工程在建重大项目情况

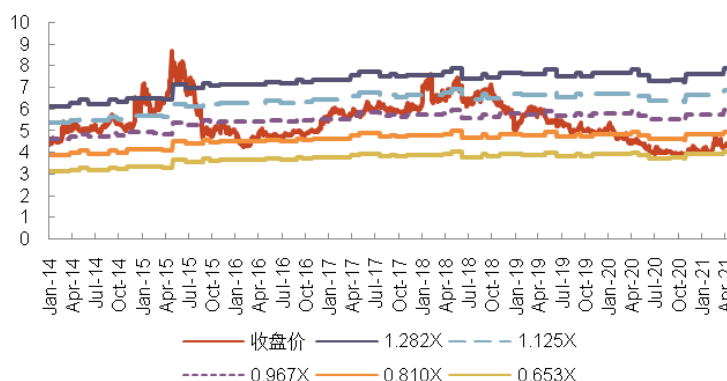
项目名称	项目金额（亿元）	工期	项目进度
阿穆尔天然气处理厂建设项目(非专利单元)	173.8	2017.04-2024.10	71%
广东石化炼化一体化项目（项目总体合计）	363.6	2019.12 开工	40%
		2021.12 炼油区完工	
		2022.03 化工区完工	
巴布综合设施项目	103.3	2017.11-2021.05	83%
哈法亚天然气处理厂项目	74.9	2019.07-2021.12	30%
长庆乙烷制乙烯项目	51.7	2019.10-2021.06	94%
中国石油吉化（揭阳）分公司 60 万吨/年 ABS 及其配套工程	46.2	2019.12-2022.06	34%
伊拉克纳西里耶储油库工程	40.2	2015.02-2022.05	52%
沙特哈拉德和哈维亚北部压气站管道项目	39.2	2018.07-2021.08	77%
塔里木乙烷制乙烯项目乙烯装置及配套设施	34.9	2019.09-2021.09	94%
孟加拉单点系泊及双线管道安装工程	34.8	2018.08-2021.08	60%
中石油深圳液化天然气应急调峰站项目接收站工程	32.4	2018.12-2024.03	24%
阿曼拉斯玛卡兹原油储罐项目	21.8	2018.08-2021.03	60%
沙特拉斯坦努拉管道改线项目	21.7	2016.07-2020.08	95%

资料来源：中油工程公告，光大证券研究所整理，数据截至 2020.12.31

3、中国石化体系

3.1、中国石化：凭借自身技术和网点优势，全产业链布局新能源业务

图 23：中国石化 PB 处于 2014 年以来的 1.7%绝对分位（2.3%相对分位）

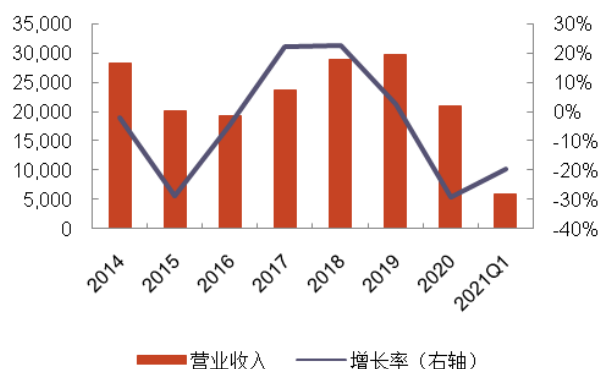


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：中国石化 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.653 至 1.726

截至 2021 年 4 月 30 日，中国石化 A 股收盘价为 4.28 元，对应 PB 为 0.678，位于自 2014 年以来的 1.7%绝对分位（2.3%相对分位），处于估值历史底部位置。2014 年以来中国石化于 2014Q3 至 2015Q2 期间和 2016Q4 至 2018Q1 期间经历过两次时间跨度不等的上涨。然而自 2018Q2 开始中国石化的估值持续下跌，自 2020 年 Q3 开始维持小幅震荡，虽然 2021 年 2 月底至 3 月初期间曾经历过小幅反弹但目前又回跌至历史底部位置。

2020 年由于疫情冲击导致的原油价格大幅下跌的影响，中国石化全年业绩承压实现营业收入 21,060 亿元，同比下降 28.9%；实现归母净利润 329 亿元，同比下降 42.8%。随着疫情影响趋缓，下游需求复苏，公司开始迅速扭转 2020 年年初的亏损局面，业绩持续反弹。公司 2021Q1 实现营收 5,770 亿元，较 2020 年 Q1 增长约 4.1%，较 2019 年 Q1 下降约 19.6%；实现归母净利润 179.3 亿元，较 2019 年 Q1 增长约 21.45%。其中 2021Q1 上游板块和炼油板块经营利润分别为 23.56 亿元和 195 亿元，分别环比大幅增长 123.6%和 104.2%。

图 24：中国石化 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 25：中国石化 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

布局“一基两翼三新”，实现新时代新发展

为了贯彻新发展理念，促进公司积极应对新时代市场的快速发展，中国石化构建了以能源资源为基础以洁净油品和现代化工为两翼，以新能源新材料新经济为重要增长极的“一基两翼三新”产业格局。在基础面，中国石化持续加强高质量勘探和效益开发，推动产能建设的同时也注重提升自身勘探技术，2021 年 Q1 在勘探资本支出 90 亿元，占比约为 39.1%，主要用于涪陵、威荣等天然气产能建设，顺北、济阳等原油产能建设以及天津 LNG 二期、山东 LNG 二期建设等。在炼油和现代化工方面，中国石化在保持较高的开工负荷的同时，也针对市场变化适时调整产品结构，促进相关产品销售，为较高的板块盈利水平给予支撑。在新能源方面，公司注重换电站、氢能等低碳新能源业务的布局，利用自身优势快速打开新能源市场，在新材料方面，公司则布局有上海大丝束碳纤维等项目，为未来版图拓宽和业绩增长提供支持。

重视并迅速开展换电站、氢能等低碳新能源业务布局

2021 年 4 月 15 日，中国石化与蔚来合作建设的全球首座全智能换电站——中石化朝英站正式投运。朝英站采用蔚来自主研发的二代换电站技术，拥有 1200 项专利，13 块电池储量可单日为 312 辆车提供换电服务，单次换电仅需 4 分半钟。中国石化目前在全国范围内拥有 3 万多座加油站，具有较强的网点优势。面对能源行业和汽车产业转型发展大势，中国石化正加快从传统油品销售向“油气氢电非”综合能源服务商转型，注重发展换电站和大功率直流快充等新业务，规划到 2025 年充换电站达到 5000 座。

在氢能方面，中国石化氢气的年生产量可达 350 万吨，生产能力全国最高，产量占比约为 14%。公司在氢气的生产、运输、储存、加注和使用环节均具有坚实的基础。公司所建设的巴陵至长岭氢气输送管线长达 42 公里，为全国最长的氢气长输管线。2020 年 9 月，高桥石化高纯氢气生产示范装置一次开车成功，是拥有中国石化自主知识产权的首套高纯氢气生产示范装置，产品氢气纯度达 99.999%，其原料是低成本的炼油装置副产氢气，采用大连院自主研发的高选择性定向除杂专用吸附剂，具有投资少、占地小、能耗低等优势，将有力推动燃料电池车用氢气成本下降。另外，燕山石化和广州石化两家企业各自建设的 2000 标准立方米/小时燃料电池车用高纯氢示范项目已正式投运，并在取得充装许可证后对外供应高纯氢气。由海南炼化牵头设计建设的海南省首个氢气充装设施于 4 月 16 日正式投用，解决了岛内高纯度氢气来源问题。公司规划在 2021 年年内建成运行 100 座加氢站，在“十四五”期间共建成运行 1000 座加氢站，对氢能全产业链进行系统布局。

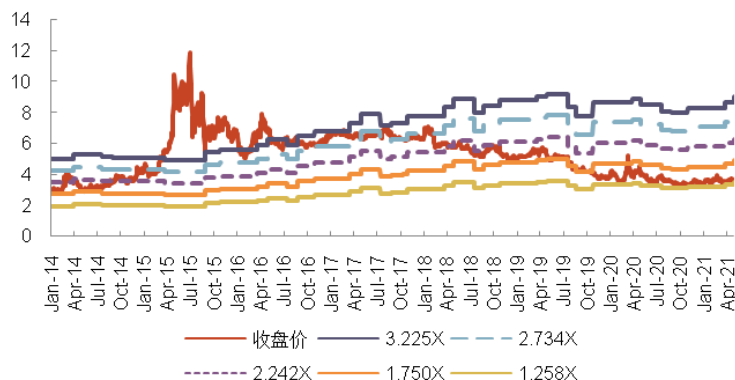
3.2、上海石化：“基础+高端”两手抓，看好碳纤维新材料业务未来发展

截至 2021 年 4 月 30 日，上海石化收盘价为 3.67 元，对应 PB 为 1.306，位于自 2014 年以来的 1.1%绝对分位（0.7%相对分位），处于估值历史底部位置。在经历了 2015H1 股价大幅上涨、2015H2 至 2016H1 的大幅波动以及 2016H2 至 2017H1 的平稳期后，公司股价自 2017H2 开始持续下跌，期间出现过暂时性的小幅反弹，但下跌趋势不变。自 2020H2 开始，公司股价及估值维持小幅震荡状态。

2020 年公司实现营收 747 亿元，同比下降 25.6%，实现归母净利润 6.28 亿元，同比下降 71.63%。虽然受新冠疫情以及原油价格大幅下跌影响公司 2020 年整体业绩受挫，但中间石化产品业务受益于原油价格下跌带来的原材料成本下降，公司 2020 年中间石化产品业务毛利率提升 3.3 个百分点至 17%，营业利润

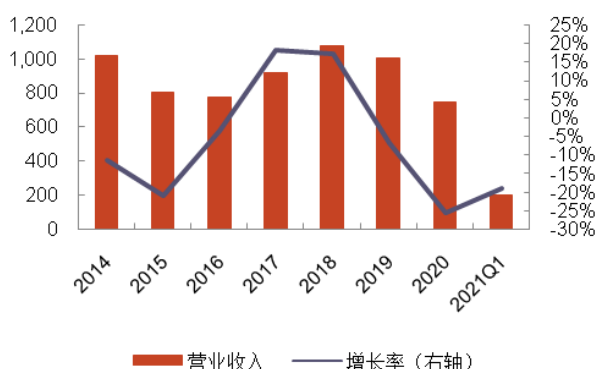
达 6 亿元，同比大增 247%。另外随着疫情得到控制，下游需求恢复，2020 年公司树脂及塑料产品销量小幅增长 6%达 132 万吨，实现营业利润 13 亿元，同比增长 47%。2021Q1 公司实现营收 204 亿元，较 2019Q1 下降 18.9%，实现归母净利润 11.7 亿元，较 2019Q1 大增 92.2%。

图 26：上海石化 PB 处于 2014 年以来 1.1%绝对分位（0.7%相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：上海石化 2014 年以来的历史 PB 区间为 1.258 至 7.731

图 27：上海石化 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 28：上海石化 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

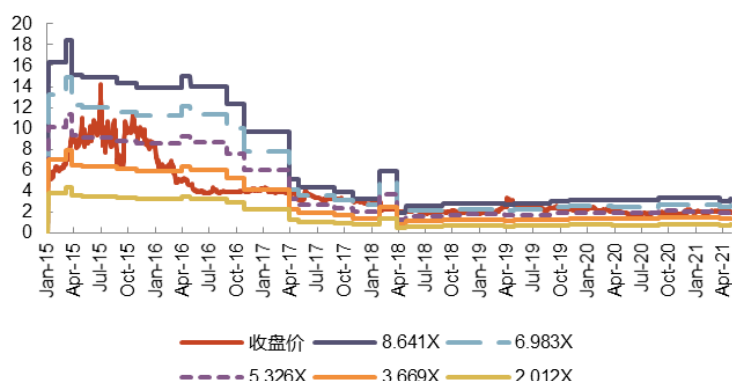
“基础+高端”并行，以碳纤维为核心打造新材料产业集群

公司在保障传统化工品稳定成长的基础上，也持续推进科技创新，坚持“基础+高端”双轨并行。公司利用自有资金及借款在建有 2.4 万吨/年原丝、1.2 万吨/年 48K 大丝束碳纤维项目（总投资 34.9 亿元）和年产 1500 吨 PAN 基碳纤维项目（二阶段，总投资 8.48 亿元）。截至 2020 年年底，大丝束碳纤维项目已如期开工，PAN 基碳纤维项目则已具备中交条件。此外，21 年公司将继续推进百吨级高性能碳纤维中试装置项目、第三回路 220 千伏电源进线工程项目建设，打造以碳纤维产业为核心，聚酯、聚烯烃、弹性体、碳五下游精细化工新材料为突破和延伸发展的新材料产业集群。沿“一龙头、一核心、一基地”发展思路，建设具有世界规模和一流竞争力的杭州湾北岸洁净能源、化工及以碳纤维为核心的高端材料产业基地。

3.3、石化油服：覆盖油服全产业链，毛利率有望稳步提升

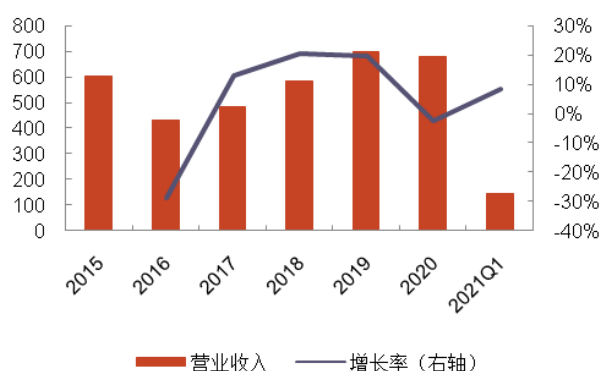
截至 2021 年 4 月 30 日，石化油服 A 股收盘价为 1.95 元，折算 PB 为 5.287，处于自 2015 年以来 41.5%绝对分位（29.5%相对分位），位于历史估值中部。从 PE 来看，截至 2021 年 4 月 30 日公司 PE(TTM)为 86.71，与油服行业其他可比公司相比 PE 估值较高。公司估值受制于盈利波动较大、每股收益较低等原因，呈现出低股价、高估值的特点。

图 29：石化油服 PB 处于 2015 年以来 41.5%绝对分位（29.5%相对分位）



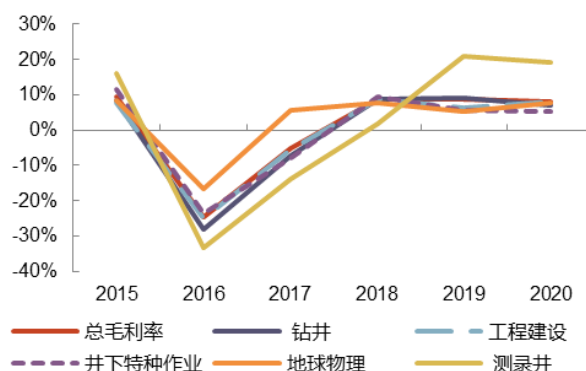
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：石化油服 2015 年以来的历史 PB 区间为 2.295 至 10.875

图 30：石化油服 2015-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 31：石化油服 2015-2020 各业务毛利率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2020 年公司实现营收 681 亿元，同比下降 2.57%，实现归母净利润 7,898 万元同比下降 91.36%。2021Q1 公司实现营收 146 亿元，较 2019Q1 增长 8.48%，实现归母净利润 1.66 亿元，较 2019Q1 下降约 12.0%。公司毛利率自 2018 年开始处于一个稳定区间中，2018 年，随着作业价格回升、内部降本增效成果显现，各板块毛利率均大幅回升，带动公司整体毛利率转正。2019 年，受益于国家能源安全战略与中石化“七年行动计划”，公司毛利率进一步提高，达到 8.84%。2020 年，公司毛利率小幅收窄 0.80pct 至 8.03%。费用方面，2020 年公司管理费用同比下降 6%，数次百日攻坚计划带来的降本增效成果显著。

石化油服是由中国石化集团公司控股的中国最大的石油工程和油田技术综合服务提供商之一，也是国内最早的海洋油气勘探工程及技术服务提供商。公司

拥有超过 50 年的经营业绩和丰富的项目执行经验，是一体化全产业链油服领先者。截至 2020 年年底，公司在中国的 20 多个省，76 个盆地，561 个区块开展油气工程技术服务；同时海外业务规模不断提高，在 30 多个国家和地区提供油田技术服务。

图 32：石化油服主营业务在产业链中的位置

	勘探	钻井	完井	油气生产	油气集输	弃井
地球物理	采集、处理、解释服务	微地震监测		油藏地球物理服务		
钻井工程	钻井设计、钻前工程	钻井工程	钻后治理			弃井作业
测录井		录井		射孔		
		测井				测井
井下特种作业			试油（气）测试	老井侧钻		弃井作业
			修井、压裂酸化			
工程建设 ^(注)				勘察设计和、采办、施工		

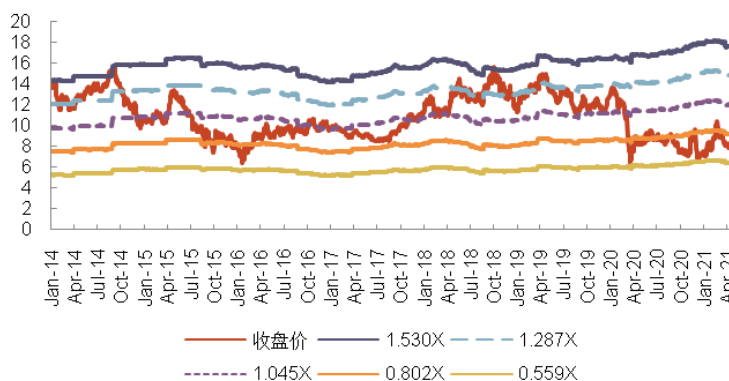
资料来源：《ST 仪化重大资产出售、定向回购股份及发行股份购买资产并募集配套资金暨关联交易报告书摘要（修订稿）》，光大证券研究所整理

公司拥有涵盖油气勘探和生产全产业链的技术研发支撑体系，能够为高酸性油气藏、致密油气藏、页岩气、稠油油藏等各类油气田提供一体化服务。公司拥有国内领先的页岩气石油工程配套技术，形成了井深超过 3,500 米页岩储层的钻井、测录井、压裂试气、装备制造和工程建设五大技术系列，关键核心技术基本实现国产化。公司共有五大业务板块，分别是：地球物理、钻井工程、测录井、井下特种作业和工程建设，五大业务板块涵盖了从勘探、钻井、完井、油气生产、油气集输到弃井的全产业链过程。

4、中国海洋石油体系

4.1、中国海洋石油：资本开支持续加大，多项目年内投产支撑未来业绩成长

图 33：中国海洋石油 PB 处于 2014 年以来 6%绝对分位（14.2%相对分位）

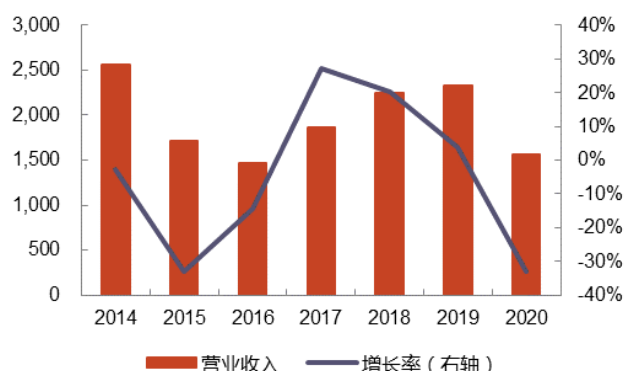


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：中国海洋石油 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.559 至 1.601

截至 2021 年 4 月 30 日，中国海洋石油 H 股收盘价为 8.24 港元，折算 PB 为 0.707，位于自 2014 年以来的 6% 绝对分位（14.2% 相对分位）。近一年来由于新冠肺炎疫情、原油供需及价格波动、下游需求波动等因素影响，中海油股价及估值波动较为明显，但自 2020 年 3 月以来公司 PB 估值始终低于 1.0，处于历史较低水平。

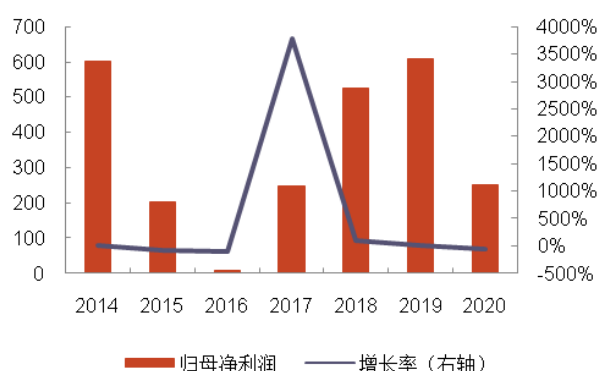
2020 年中国海洋石油实现营业收入 1557 亿元，同比下降 33.24%；实现净利润 249.6 亿元，同比下降 59.12%。2020 年中海油全年油气产量达 5.282 亿桶油当量，超额完成 2020 年调整后的生产目标，同比增长 4.3%，其中天然气产量同比增长达 12.6%。

图 34：中国海洋石油 2014-2020 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 35：中国海洋石油 2014-2020 净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

中海油资本开始加大，新项目持续推进支撑未来产量增长

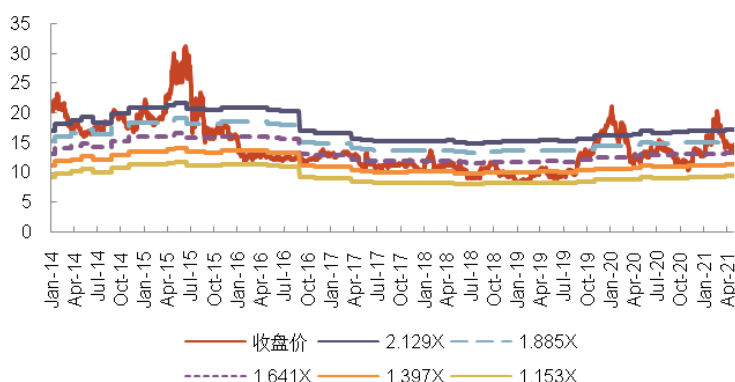
2020 年中海油的资本支出总额为 795 亿元。2021 年，中海油的资本支出预算总额为人民币 900-1000 亿元，同比增长 13.2%-25.8%。按 2021 年计划，资本支出增速将达到 13.2%-25.8%。勘探、开发和生产资本化和其他资本支出预计分别占资本支出预算总额的约 17%、61%、20%和 2%，与 2020 年经营策略相比，勘探阶段资本支出下降 3%，开发阶段资本支出上升 3%。资本支出大幅对国内业务的倾斜，加大对中国海域的投资力度，国内约占 72%，海外约占 28%。

2021 年预计公司将有 19 个新项目投产，将支持未来产量增长。新项目主要包括中国海域的陵水 17-2 气田群开发、陆丰油田群区域开发、曹妃甸 6-4 油田、渤中 19-4 油田调整、渤中 26-3 油田扩建、曹妃甸 11-6 油田扩建、锦州 31-1 气田、垦利 16-1 油田、垦利 6-1 油田 4-1 区块开发项目、旅大 29-1 油田、旅大 4-2 油田 4-3 区块、旅大 5-2 北油田、旅大 6-2 油田、秦皇岛/曹妃甸岸电工程、涠洲 11-2 油田二期、流花 21-2 油田、流花 29-2 气田以及英国的 Buzzard 油田二期和巴西的 Mero 油田一期。

4.2、中海油服：受益于中海油资本开支加大，业绩成长预期不变

截至 2021 年 4 月 30 日，中海油服 A 股收盘价为 13.26 元，折算 PB 为 1.635，处于自 2014 年以来 49% 绝对分位（25% 相对分位）。自 2019 年 Q3 开始，中海油服经历了三轮涨跌周期，分别于 2020 年 1 月、2020 年 7 月和 2021 年 2 月达到对应周期内的股价峰值。

图 36：中海油服 PB 处于 2014 年以来的 49%绝对分位（25%相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：中海油服 2014 年以来的历史 PB 区间为 1.153 至 3.081

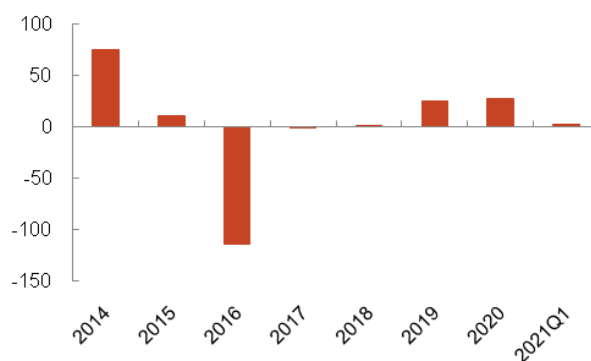
2020 年公司实现营业收入 289.6 亿元，同比下降 7.0%，实现归母净利润 27.0 亿元，同比增长 8.0%。2021 年 Q1 公司实现营业收入 59.0 亿元，同比下降 27.7%，实现归母净利润 1.81 亿元，同比下降 84.1%，2021Q1 业绩的下降主要是由于母公司中海油排产较低所导致的工作量不及预期造成的。

图 37：中海油服 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 38：中海油服 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

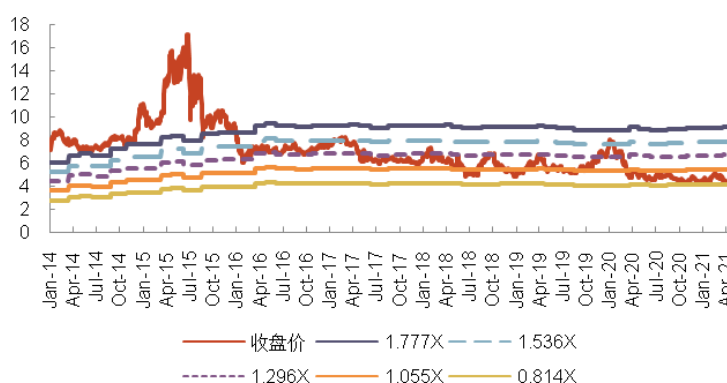
中海油服是全球最具规模的油田服务供应商之一，拥有完整的服务链条和强大的海上石油服务装备群，业务覆盖油气田勘探、开发和生产的全过程，是全球油田服务行业屈指可数的有能力提供一体化服务的供应商之一，既可以为客户提供单一业务的作业服务，也可以为客户提供一体化勘探开发、油田生产服务。中海油服坚定执行“技术发展、国际化发展”两大战略，装备和技术实力持续提升，行业地位进一步巩固。2020 年中海油服钻井服务业务、油田技术服务业务、船舶服务业务、物探采集和工程勘察服务业务分别实现营收 114.7 亿元（+5.8%）、133.2 亿元（-11.5%）、29.2 亿元（-4.6%）、12.5 亿元（-42.4%），其中钻井服务业务和油田技术服务业务毛利率分别增长 14.3pct 和 2.4pct。

虽然 2021Q1 业绩受挫，但我们依然看好公司 2021 年全年业绩。中海油资本支大幅增长，将直接利好作为子公司的中海油服，未来在国家“争产上储”的发展战略推动下，中海油资本开支的稳定增长也有望推动公司业绩实现持续增长。

4.3、海油工程：订单充足支撑业绩增长，国际市场竞争展现核心业务实力

截至 2021 年 4 月 30 日，海油工程收盘价为 4.35 元，折算 PB 为 0.845，处于自 2014 年以来的 0.8%绝对分位（1.0%相对分位），位于历史估值底部。2018 年至 2020Q1 期间海油工程股价持续波动，2020 年 Q2 至今海油工程股价则在历史估值底部区域维持小幅震荡。

图 39：海油工程 PB 处于 2014 年以来 0.8%绝对分位（1.0%相对分位）



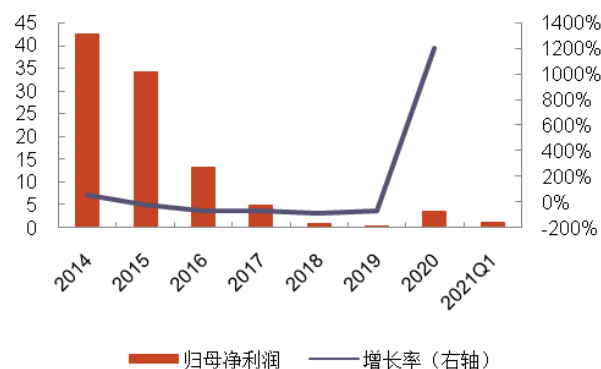
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：海油工程 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.814 至 3.810

图 40：海油工程 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 41：海油工程 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

2020 年公司实现营业收入 178.6 亿元，同比增长 21.43%，实现归母净利润 3.63 亿元，同比大增 1201%。2017-2020 年期间，公司营业收入持续增长，由 2017 年 102.5 亿元涨至 2020 年 178.6 亿元，年均复合增长率为 20.3%。2021Q1 公司实现营业收入 30.9 亿元，同比增长 34.3%，实现归母净利润 1.20 亿元，同比实现扭亏，环比下降 57.8%。

20 年新签合同总额为 220.1 亿元，同比增长 11%。截至 2020 年年底，公司在手未完成订单总额约 270 亿元。充足的在手订单将为未来可持续发展提供有力支撑。在 LNG 工程领域，公司在 2020 年年内签订 LNG 合同金额超 120 亿元。预计未来将持续受益于绿色低碳转型，叠加精品模块化建造带来的全球竞争力提升，2021 年公司依然有望抢占大型 LNG 项目。

近年来，公司贯彻落实海洋强国战略和“一带一路”倡议，逐步走向国际市场，承揽并实施俄罗斯 YamalLNG 模块化建造项目、澳大利亚 IchthysLNG 模块化建造项目、巴西 FPSO 工程总包项目等一批有影响力的海外项目，国际化经营能力逐步提升。通过加快产品结构调整和产业结构转型升级，培育形成 LNG 产业(含全球 LNG 模块化建造、国内 LNG 接收站和液化工厂工程)、深水与水下工程产业、FPSO 产业等一批适应行业发展大趋势的重要产业，形成了新的核心竞争力和新的增长极，公司作业能力、综合实力和抗风险能力不断增强，发展空间进一步拓展。2021 年公司工作量将超过历史峰值，所承接的油气田项目建设中，有 17 个项目要实现年内建成投产。

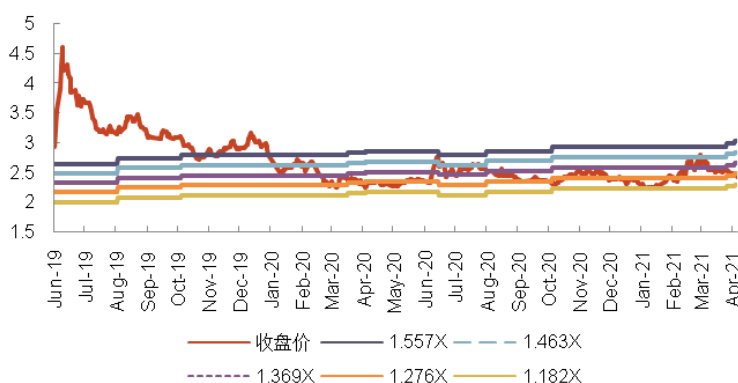
表 4：海油工程重点工程项目实施进度

序号	项目名称	累计实施进度
1	北美壳牌 LNG 模块化建造项目	26%
2	天津 LNG 二期接收站工程项目	25%
3	香港海上液化天然气接收站项目	32%
4	唐山 LNG 项目接收站一期工程项目	43%
5	福建漳州 LNG 接收站及储罐项目	64%
6	陆丰油田群区域工程项目	49%
7	陵水 17-2 气田开发工程项目	92%
8	流花 16-2 油田群工程项目	96%
9	旅大 6-2 油田开发工程项目	64%
10	秦皇岛 32-6、曹妃甸 11-1 油田群岸电应用工程（扩容）项目	69%
11	秦皇岛 32-6、曹妃甸 11-1 油田群岸电应用工程（海上）项目	78%
12	曹妃甸 6-4 油田开发工程项目	100%
13	渤中 19-4 油田综合调整项目	62%
14	尼日利亚 Dangote 项目	99%
15	沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 IK 合同	76%
	沙特 CRPO3648 海上运输安装项目 OOK 合同	96%
16	壳牌企鹅 FPSO 项目	78%
17	巴西 FPSO 项目 P70 船上部模块	99%
18	卡塔尔 NFA 项目	100%

资料来源：海油工程公告，光大证券研究所整理，数据截至 2021.03.31

4.4、海油发展：适应能源行业发展，多元化业务并行增强自身实力

图 42：海油发展 PB 处于上市以来 8.2%绝对分位（4.6%相对分位）

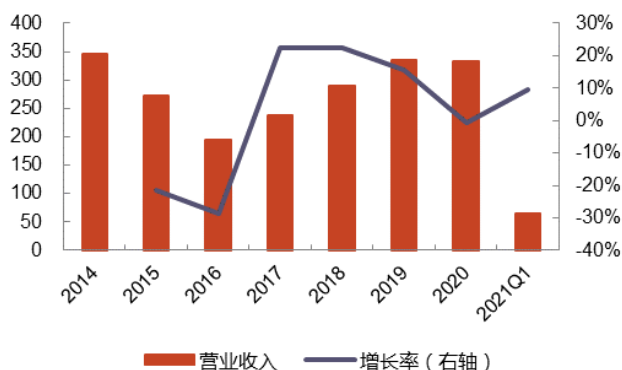


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：海油发展 2019 年以来的历史 PB 区间为 1.182 至 2.710

截至 2021 年 4 月 30 日，海油发展收盘价为 2.43 元，折算 PB 为 1.252，处于公司上市以来 8.2%绝对分位（4.6%相对分位）。自 2019 年 6 月开始公司股价持续下跌，直至 2020 年 3 月开始公司股价进入持续波动状态。

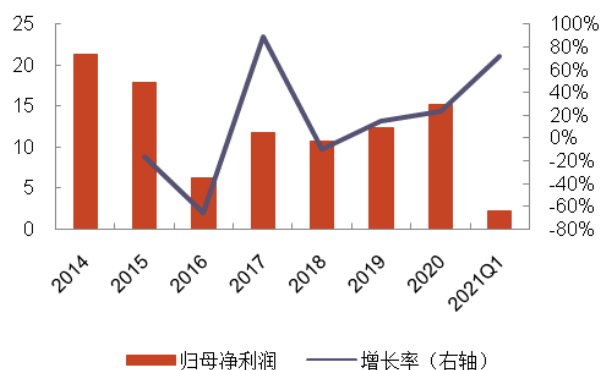
2020 年公司实现营收 332 亿元，同比小幅下降 0.76%，实现归母净利润 15.2 亿元，同比增长 23.4%。2021 年 Q1 公司实现营收 65.5 亿元，同比增长 9.59%，实现归母净利润 2.19 亿元，同比增长 73.4%。

图 43：海油发展 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 44：海油发展 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

海油发展是一家同时提供能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能产品及服务的多元化产业集团。依托能源产业的发展，海油发展的业务覆盖海洋石油各主要生产环节，形成能源技术服务、FPSO 生产技术服务、能源物流服务、安全环保与节能四大核心业务板块，成为能够提供一站式服务、拥有可持续发展能力的创新型企业。2020 年能源技术服务板块、FPSO 生产技术服务板块、能源物流服务板块和安全环保与节能板块分别贡献营收 122.9 亿元（+10.5%）、17.9 亿元（-8.8%）、155.8 亿元（-11.7%）、52.0 亿元（+16.0%）。

5、“两化”体系

2021年3月31日，国务院国资委官方网站发布消息称，经报国务院批准，中国中化集团有限公司与中国化工集团有限公司实施联合重组。2021年5月8日，重组合并后公司中国中化控股有限责任公司（简称“中国中化”）正式揭牌成立，由原中化集团董事长、党组书记宁高宁担任中国中化董事长、党组书记。

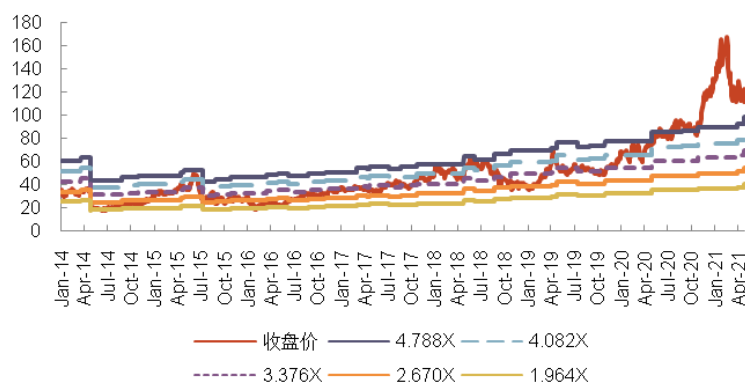
重组完成后，中国中化业务范围将覆盖生命科学、材料科学、基础化工、环境科学、橡胶轮胎、机械装备、城市运营、产业金融等八大领域，是全球规模最大的综合性化工企业，并在生命科学业务中的农化、动物营养和材料科学业务中的氟硅材料、工程塑料、橡胶助剂等细分领域具有领先优势。目前，中国中化在全球超过150个国家和地区拥有生产基地和研发设施，以及完善的营销网络体系。完成重组后，中国中化拥有扬农化工、安道麦A、安迪苏、中化国际、鲁西化工、昊华科技、埃肯、倍耐力、中国金茂等16家境内外上市公司。

2016年，原中粮集团董事长、党组书记宁高宁调任中化集团；2018年，宁高宁接替中国化工原董事长任建新，兼任中国化工董事长、党组书记，“两化合并”由此被外界默认。2020年1月5日，中过化工发布通知称集团下属先正达集团拟受让中化集团下属农业板块主要资产，同时，中国化工持有的先正达（Syngenta A.G.）100%的股份和安道麦74.02%的股份也将划转至先正达集团，“两化”重组在农业板块正式拉开帷幕。2020年6月19日，先正达官方微信发布消息称“先正达集团中国”于当天正式成立，“两化”在农业板块的合并已实质完成。

完成农业业务整合后，两化的石化业务合并更加备受关注。中化集团的主营业务覆盖面十分广泛，其中石化业务是集团重要的优质资产；中国化工的业务布局主要聚焦化工领域，但下属机构设置较为分散。业务布局、营收构成、机构设置的差异给两家公司在石化板块的合并制造了较大挑战，如何把握双方优势、明确新公司主业、规划适当的操作路径，实现“1+1>2”的效果，期待中国中化在合并两家化工巨头后给我们提供一种新的国企改革思路。

5.1、扬农化工：先正达入主提供成长支持，优嘉项目推进夯实产业实力

图 45：扬农化工 PB 位于 2014 年以来 93.5%绝对分位（49.7%相对分位）

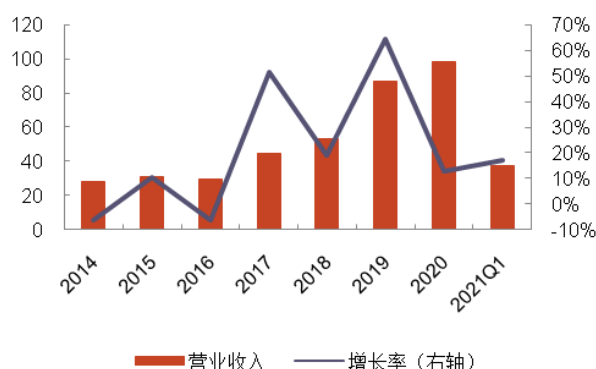


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：扬农化工 2014 年以来的历史 PB 区间为 1.964 至 9.000

截至 2021 年 4 月 30 日，扬农化工收盘价为 112.02 元，对应 PB 为 5.461，位于 2014 年以来的 93.5%绝对分位（49.7%相对分位）。公司股价于 2021 年 2 月中旬达到峰值，然后出现大幅下跌，自 2021 年 3 月初后至今保持小幅震荡。

尽管 2020 年新冠疫情对农药产品物流造成一定不利影响，以及原药产品价格出现下跌，扬农化工采取“多产快销，以量补价”的经营策略，以产量的提升带动了销量的快速增长，实现业绩的逆势而上。2020 年公司实现营收 98.31 亿元，同比增长 12.98%；实现归母净利润 12.10 亿元，同比增长 3.41%。2021 年 Q1 公司实现营收 37.08 亿元，同比增长 17.43%；实现归母净利润 4.44 亿元，同比下降 0.42%。

图 46：扬农化工 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 47：扬农化工 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

先正达入主，优嘉三四期项目顺利推进

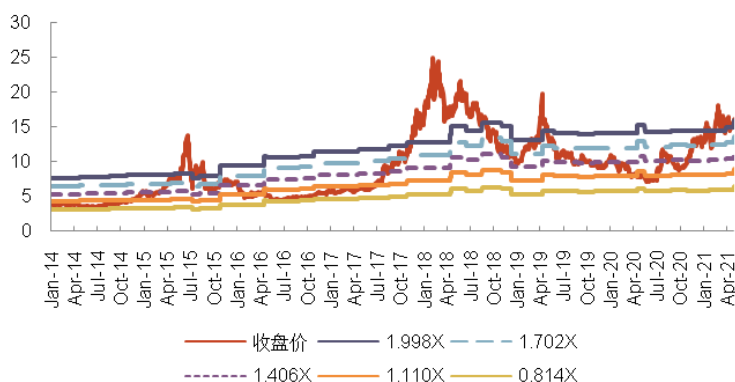
2020 年公司控股股东由扬农集团转为先正达集团，受益于先正达集团全球领先的专利和非专利农药研发实力，以及先进的种业生物技术及育种技术，公司将更好地获得研发支持和订单保障，在保持原药优势的同时充分享受农化产业协同发展带来的发展红利，利好公司长远发展。在项目建设方面，优嘉三期于 2020 年 8 月进入试生产调试阶段，新增菊酯类农药产能 10825 吨/年。优嘉四期项目总投资 23.3 亿元，包括 8510 吨/年杀虫剂、6000 吨/年除草剂、6000 吨/年杀菌剂和 500 吨/年增效剂项目，目前优嘉四期已进入土建施工阶段，项目建设期为两年。优嘉四期无缝衔接优嘉三期，为公司未来成长注入新动力。

5.2、鲁西化工：中化入主，促进高端新材料业务转型

截至 2021 年 4 月 30 日，鲁西化工收盘价为 15.38 元，对应 PB 为 2.045，位于 2014 年以来的 82.5%绝对分位（40.5%相对分位）。鲁西化工股价自 2020 年 Q2 达到近期底部后，开始震荡增长。

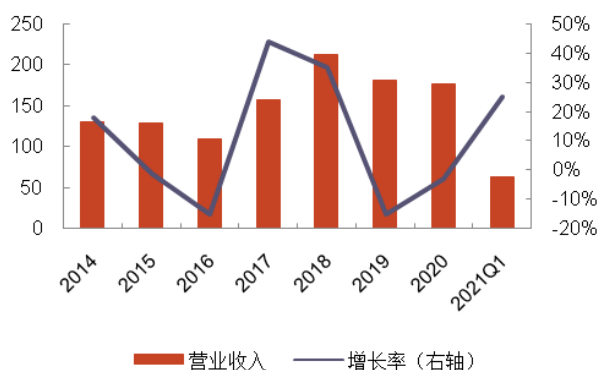
2020 年受部分主营产品售价下滑及原材料波动影响，公司业绩受挫，全年实现营收 175.92 亿元，同比下降 3.37%，实现归母净利润 8.25 亿元，同比下降 52.22%。随着化工景气度显著上行，2021Q1 公司主要产品的产销量及销售价格大幅上升，公司业绩随之大幅增长。2021Q1 公司实现营收 62.16 亿元，对比 2019 年 Q1 增长 25.10%，实现归母净利润 9.99 亿元，对比 2019 年 Q1 增长 175.97%。

图 48：鲁西化工 PB 位于 2014 年以来 82.5%绝对分位（40.5%相对分位）



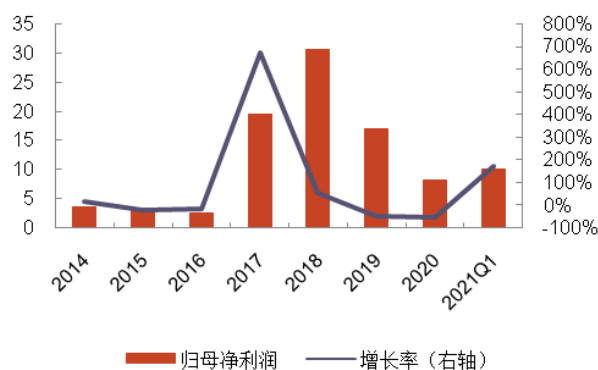
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：鲁西化工 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.814 至 3.854

图 49：鲁西化工 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 50：鲁西化工 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

中化集团入主，新建项目未来放量可期

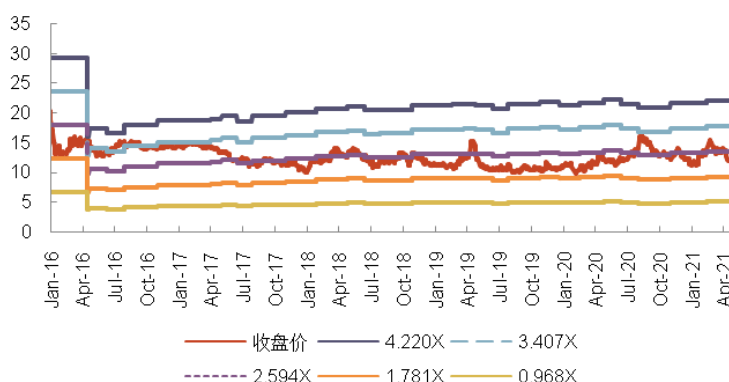
2020 年 7 月中化集团入主，给公司发展带来了新契机：1) 与中化旗下业务形成良好协同，消除人才瓶颈，助力公司从地方国企迈向全国；2) 借力中化集团的技术能力持续向高端化转型，公司有望成为中化集团整合高端化工新材料业务的平台；3) 2021 年 3 月底中化集团与中国化工官宣重组，材料科学是新公司的核心发展方向之一，公司有望登上更高发展平台。项目建设方面，公司拟投资 140 亿元建设 60 万吨己内酰胺·尼龙 6 项目、120 万吨/年双酚 A 项目、24 万吨/年乙烯下游一体化项目。目前乙烯下游一体化项目正在进行试运行调试，己内酰胺·尼龙 6 一期工程预计 2022 年 9 月完工，项目建成后，可新增 30 万吨/年己内酰胺和 30 万吨/尼龙 6 产能，预计年均可新增销售收入 42.6 亿元，利税 7.6 亿元。

5.3、安迪苏：下游需求逐步恢复，期待新增蛋氨酸产能释放

截至 2021 年 4 月 30 日，安迪苏收盘价为 12.11 元，对应 PB 为 2.334，位于 2016 年以来的 34.5%绝对分位（22.4%相对分位）。公司 PB 在 2020 年 8

月达到峰值后便暂时走低，而后在 2021 年 1 月中下旬出现小幅反弹，近期又呈现震荡回落状态。

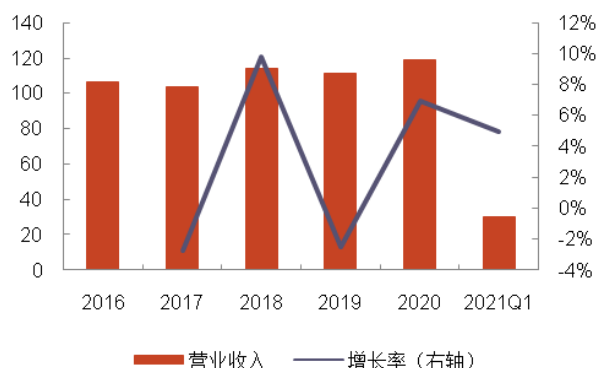
图 51：安迪苏 PB 位于 2016 年以来 34.5%绝对分位（22.4%相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：安迪苏 2016 年以来的历史 PB 区间为 1.823 至 4.103

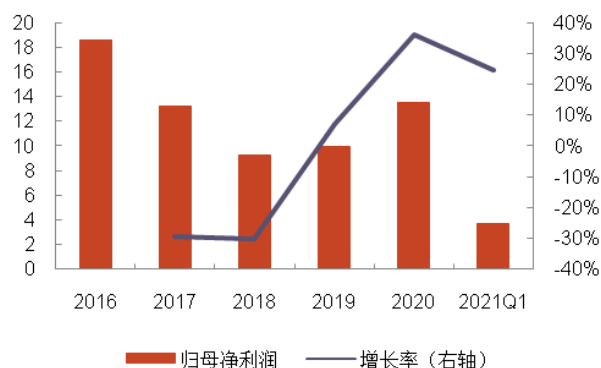
2020 年公司实现营收 119.10 亿元，同比增长 6.96%，实现归母净利润 13.52 亿元，同比增长 36.20%。尽管 2020 年新冠疫情在一定程度上冲击了蛋氨酸市场，但公司通过提振液体蛋氨酸销量，维生素业务及特种产品销售取得强劲的双位数增长，实现了业绩的持续增长。同时由于处于低位的原材料价格，公司毛利率也出现一定幅度提升。2021 年 Q1 受益于功能性产品价格上涨，公司实现营收 29.94 亿元，同比增长 4.95%，实现归母净利润 3.67 亿元，同比增长 24.63%。

图 52：安迪苏 2016-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 53：安迪苏 2016-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



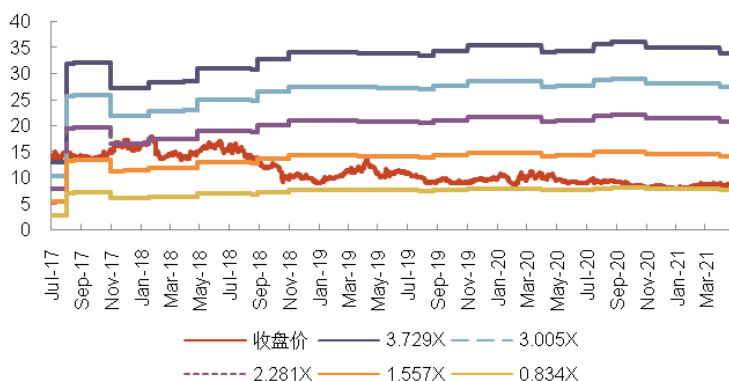
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司主营产品主要分为功能性产品和特种产品。功能性产品方面，公司年产能 18 万吨的南京液体蛋氨酸工厂二期项目（BANC2）进展顺利，大部分管道和土建工程已完成，主要进口设备已交付工地，预计 2022 年下半年投产；欧洲蛋氨酸工厂脱瓶颈项目（新增 3 万吨产能）正在推进中，预计将于 2021 年四季度投产。特种产品方面，公司于 2020 年底完成收购 FRAMelco，整合公司与 FRAMelco 的业务和组织，逐步释放运营协同效益。合资子公司恺迪苏计划在中国建造单细胞蛋白工厂，预计于 2022 年四季度投产。

5.4、安道麦 A：加入先正达协同效应可期，关注基地搬迁产能释放

截至 2021 年 4 月 30 日，安道麦 A 收盘价为 8.86 元，对应 PB 为 0.956，位于 2017 年 8 月以来的 17.4%绝对分位（3.6%相对分位）。

图 54：安道麦 A PB 位于 2017 年 8 月以来的 17.4%绝对分位（3.6%相对分位）

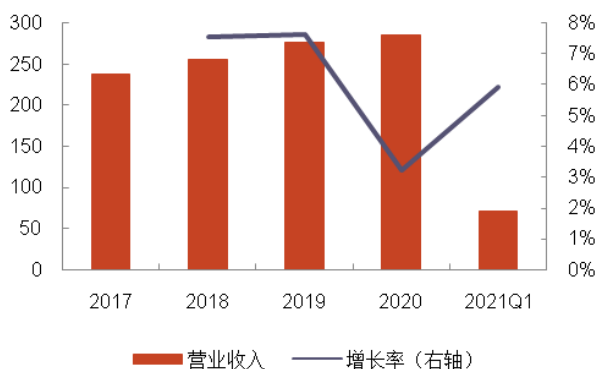


资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：安道麦 A 2017 年 8 月以来的历史 PB 区间为 0.834 至 4.243

尽管 2020 上半年因疫情原因，农作物产品需求萎缩，大部分农作物价格下滑，公司业绩承压，但下半年随着油价上涨以及纺织行业的复苏，市场对农作物的需求复苏，农作物价格显著回升。2020 年公司实现营收 284.45 亿元，同比增长 3.20%，实现归母净利润 3.53 亿元，同比增长 27.33%。

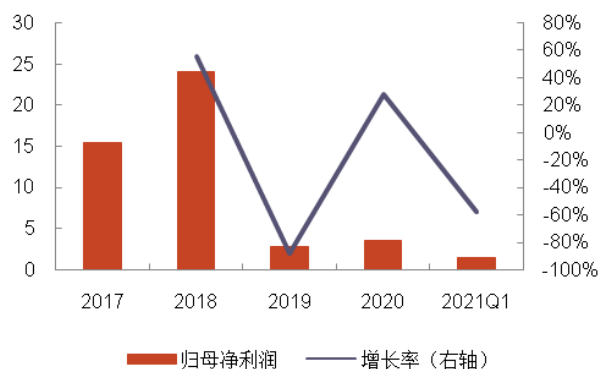
2021Q1 受益北美、拉美、亚太、印度、中东及非洲等地区的销量提振，公司业绩实现大幅提升，营收规模同比创历史新高。2021Q1 公司实现营收 71.87 亿元，对比 2019 年 Q1 增长 5.88%，实现归母净利润 1.49 亿元，对比 2019 年 Q1 下降 59.43%。

图 55：安道麦 2017-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 56：安道麦 2017-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

加入先正达获显著协同，基地搬迁项目稳步推进

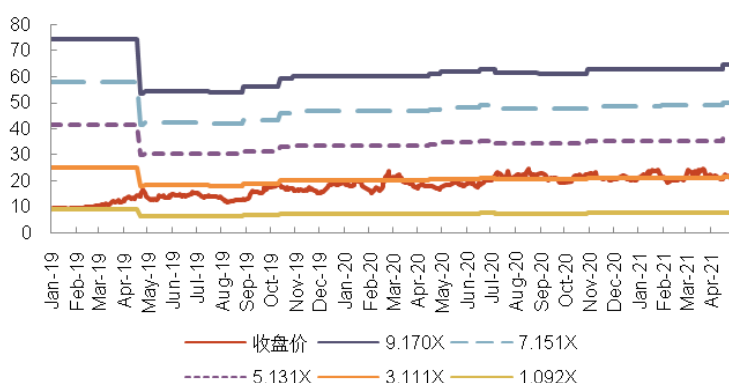
2020 年 6 月，安道麦集团加入新成立的先正达集团。先正达集团是全球农化行业的翘楚，业务范围涵盖植保、种子、化肥及其它农业与数字技术，此外先正达集团在中国地区还拥有十分先进的销售网络。加入先正达之后，公司将受益于先正达农化产业链的整合，同时公司的全球化产业链也可助力先正达在全球市

场的网络布局，协同效应十分显著。此外，公司荆州基地搬迁有望于数月内投产，淮安基地搬迁项目的第一阶段预计将于 2022 年底完成。

5.5、昊华科技：多项高端业务并行，产能建设拓宽未来成长

截至 2021 年 4 月 30 日，昊华科技收盘价为 20.80 元，对应 PB 为 2.895，位于 2019 年以来的 56.8%绝对分位（69.5%相对分位）。公司股价自 2020 年以来便一直处于震荡之中，公司 PB 位于历史中部。

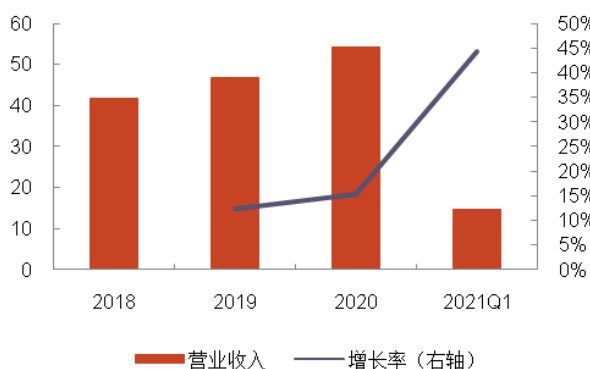
图 57：昊华科技 PB 位于 2019 年以来的 56.8%绝对分位（69.5%相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：昊华科技 2019 年以来的历史 PB 区间为 1.092 至 3.688

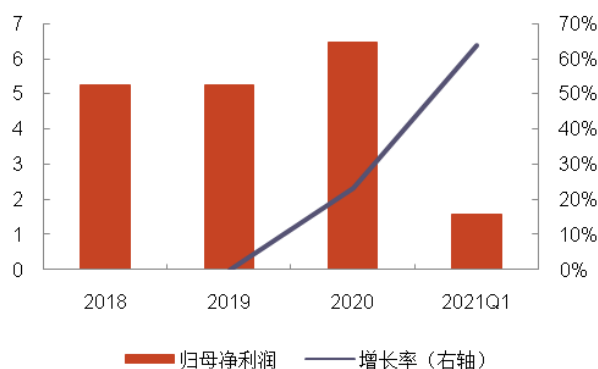
2020 年公司橡胶密封件和催化剂拉动全年业绩增长，全年实现营收 54.22 亿元，同比增长 10.10%，实现归母净利润 6.48 亿元，同比增长 18.92%。2021 年 Q1 除含氟气体外公司主营产品价格及销量均呈现大幅增长，带动公司业绩增长。2021 年 Q1 公司实现营收 14.76 亿元，同比增长 39.99%，实现归母净利润 1.57 亿元，同比增长 60.63%。

图 58：昊华科技 2018-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 59：昊华科技 2018-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

多业务新产能建设并行，打开公司未来成长空间

昊华科技重点业务板块可以分为氟材料、电子特气以及航空材料。氟材料方面，子公司晨光院拟投资 21.54 亿元建设“2.6 万吨/年高性能有机氟材料”项目，包括 PTFE 分散树脂 8000t/a、PTFE 分散浓缩液 10000t/a、FEP6000t/a、PFA5000t/a、八氟环丁烷 500t/a 共 5 套产品装置，项目建设期为 3 年。电子特

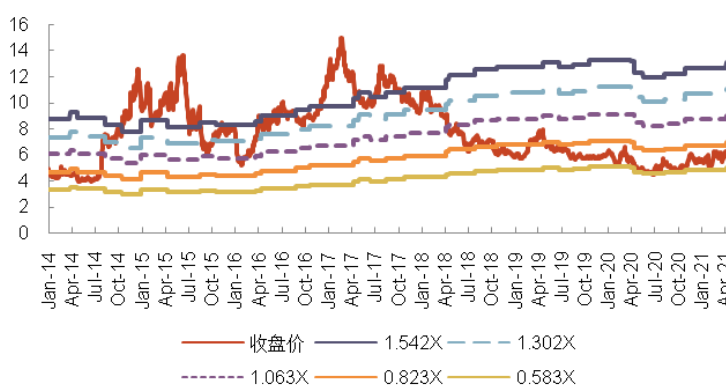
气方面，昊华科技设立全资子公司昊华气体有限公司（简称昊华气体），整合黎明院、光明院以及西南院的气体业务，其中黎明院还有 4600t/a 特种含氟电子气体项目在建，预计将在 2021 年底建成投产。航空材料方面，子公司西南院拟投资 4.2 亿元建设“清洁能源催化材料产业化基地”项目，包括铜系催化剂 2100t/a、镍系催化剂 1800t/a、氢燃料电池催化剂 50t/a、挤条型催化剂 1000t/a、贵金属催化剂 30t/a。多项大额资本开支项目将优化公司内部资源和业务架构，助力公司未来成长。

6、其他化工上市央企和地方国企

6.1、华锦股份：需求复苏，一体化优势持续受益

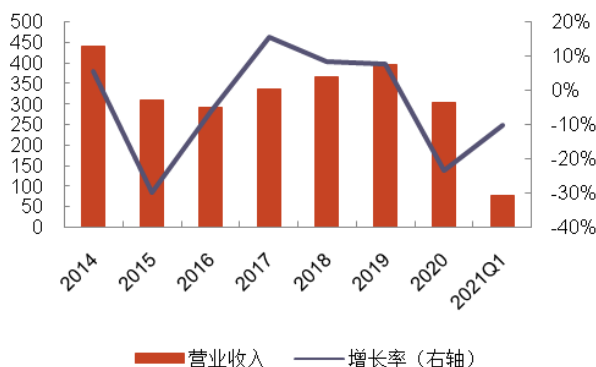
截至 2021 年 4 月 30 日，华锦股份收盘价为 6.25 元，折算 PB 为 0.71，位于自 2014 年以来 19.6%绝对分位（6.3%相对分位）。公司股价自 2017 年下半年开始持续下跌，PB 估值于 2018 年 5 月底跌破 1.0。股价在 2019 年初小幅反弹后回落进入平稳期，2020 年年中至今公司股价呈现小幅波动上升状态，但整体 PB 估值仍处于 0.7 左右的底部水平。

图 60：华锦股份 PB 位于 2014 年以来 19.6%绝对分位（6.3%相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：华锦股份 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.583 至 2.586

图 61：华锦股份 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

图 62：华锦股份 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，注：2021Q1 增长率对比 2019Q1

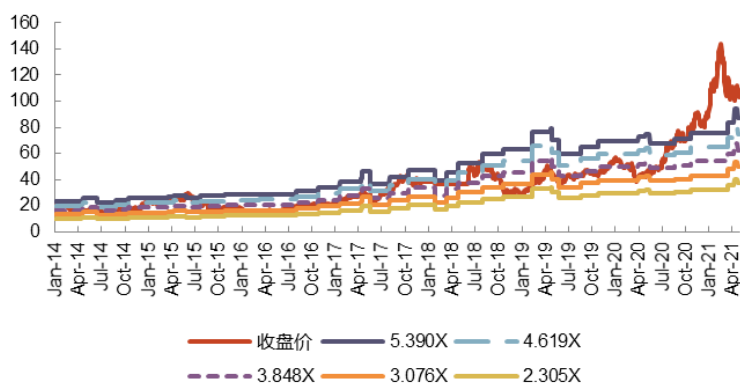
2020 年华锦股份实现营收 304.4 亿元，同比下降 23.15%，实现归母净利润 3.24 亿元，同比下降 67.32%。2021Q1 实现营收 77.5 亿元，较 2019 年 Q1 下降 10.06%，实现归母净利润 5.33 亿元，较 2019 年 Q1 增长 54.53%。受益于原油价格回暖、下游需求恢复，公司 2020Q3-2021Q1 期间归母净利润均为公司历史单季盈利较高水平。

华锦股份作为中国兵器工业集团旗下唯一的石化板块上市公司和国内特大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，现已拥有辽宁盘锦、辽宁葫芦岛、新疆库车三个生产基地，石油化工、化学肥料、道路沥青三大主营业务板块，形成了 800 万吨/年炼油、50 万吨/年乙烯、100 万吨/年道路沥青、90 万吨/年润滑油基础油、132 万吨/年尿素的生产规模，规模优势和纵向一体化优势将使其在行业景气复苏后持续收益。另外，集团公司参股的华锦阿美炼化一体化项目正在建设中，有望于 2024 年正式投入商业运营。该项目包括 1500 万吨/年炼油、150 万吨/年乙烯、130 万吨/年对二甲苯装置，届时沙特阿美将保证 70% 的原油供应。未来随着集团 1500 万吨/年新炼化基地项目的建成，华锦股份有望适时参与该项目建设，提升公司石油化工和精细化工板块的竞争力。

6.2、 万华化学：石化与新材料同步发力，拓宽公司商业版图

截至 4 月 30 日，万华化学收盘价为 102.74 元，折算 PB 为 6.348，位于 2014 年以来 95.3% 绝对分位（50.7% 相对分位）。2017 年至 2020 年 Q1 期间，万华化学股价呈现波动向上趋势，自 2020 年 Q2 开始，万华化学股价一路高歌猛进于 2021 年 2 月达到历史最高点后大幅回落，3 月中旬至今持续维持小幅震荡。

图 63：万华化学 PB 位于 2014 年以来 95.3% 绝对分位（50.7% 相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：万华化学 2014 年以来的历史 PB 区间为 2.305 至 10.287

2020 年万华化学实现营收 734 亿元，同比增加 7.91%，实现归母净利润 100.4 亿元，同比下降 0.87%。受疫情影响，万华化学 2020 年全年业绩呈现前低后高表现。受益于下游需求开始恢复，叠加美国部分 MDI 厂商因不可抗力导致工厂停工，全球 MDI 供给开始收缩，MDI 价格同比大幅提高，公司业绩 2020 年下半年开始快速反弹。2021 年 Q1 万华化学实现营收 313 亿元，同比增加 104%，实现归母净利润 66.2 亿元，同比增加 381%。受益于聚氨酯和石化产品维持高价差水平，公司 2021Q1 业绩环比、同比均实现大幅度增长，营业收入和归母净利润均达历史单季度最高水平。

图 64：万华化学 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 65：万华化学 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

乙烯项目全面投产，打开多元化成长空间

公司聚氨酯一体化-乙烯项目于 2020 年 10 月底全面投产。该项目为一期项目，选用轻烃作为原料，通过深加工生产 40 万吨聚氯乙烯、15 万吨环氧乙烷、45 万吨 LLDPE、30 万吨环氧丙烷和 65 万吨苯乙烯、5 万吨丁二烯等。项目投产后，公司的原料来源将得到丰富，包括 PO、EO 等聚醚原料问题均得以解决，且能消耗异氰酸酯产业链的副产品 HCl，推动产业链平衡发展。另外二期项目也在推进过程中，公司聚氨酯一体化-乙烯二期项目将以丁烷和石脑油作为原料，将与现有的 PDH 一体化和乙烯一期项目产生协同效应。二期项目将建设 120 万吨乙烯裂解装置、70 万吨裂解汽油加氢装置、42 万吨芳烃抽提装置，可生产 19 万吨丁二烯、35 万吨 HDPE、25 万吨 LDPE、20 万吨 PEO 和 50 万吨 PP。

发力新材料，多项目持续推进

万华化学近年来在精细化工和新材料领域持续加大研发和营销力度。特种胺业务深耕环氧固化剂等领域，并逐步拓展到风电复合材料、美缝剂等新的应用领域中；PC 二期装置建成投产，现已具备 21 万吨/年的 PC 供应能力，未来将进一步技改扩大产能。为响应国家“禁塑令”要求，万华化学在四川眉山规划建设有 6 万吨/年 PBAT 可生物降解塑料项目。在新能源领域，万华化学投资 7.37 亿元建设有锂离子电池研发中试项目，该项目预计于 2021 年 6 月投产。凭借自身的产业链优势和规模效应，万华化学在多领域进行了新材料项目的布局，这将进一步拓宽万华化学的商业版图，助力未来成长。

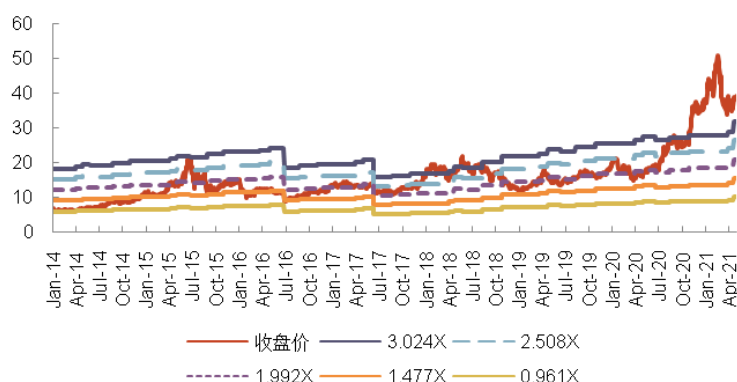
6.3、 华鲁恒升：荆州第二基地项目推进，打开未来成长空间

截至 2021 年 4 月 30 日，华鲁恒升收盘价为 39.01 元，折算 PB 为 3.723，位于 2014 年以来 94.3%绝对分位（60.8%相对分位）。从历史来看，华鲁恒升股价在 2020 年 Q1 以前虽多次呈现波动，但整体幅度不大。自 2020 年 Q2 开始，股价一路上涨，在 2021 年 2 月达到历史高点后大幅回落，于近两月内持续小幅波动。

2020 年华鲁恒升实现营收 131 亿元，同比下降 7.58%，实现归母净利润约 18 亿元，同比下降 26.69%。2021 年 Q1 实现营收 50 亿元，同比增加 69.09%，实现归母净利润 15.76 亿元，同比增加 266.87%。由于疫情影响以及公司 2020 年 Q3 部分产能，公司 2020 年 Q1-Q3 业绩承压明显，自 2020 年 Q4 开始公司

产品产销量恢复正常，相关化工品价格上涨，公司业绩开始明显好转，2020 年 Q4 和 2021 年 Q1 公司业绩相继创造历史单季度新高。

图 66：华鲁恒升 PB 位于 2014 年以来 94.3%绝对分位（60.8%相对分位）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至 2021.04.30，注：华鲁恒升 2014 年以来的历史 PB 区间为 0.961 至 5.504

图 67：华鲁恒升 2014-2021Q1 营业收入（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 68：华鲁恒升 2014-2021Q1 归母净利润（亿元）及增长率



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

积极布局下游产业链，荆州基地有望打开成长空间

公司精己二酸品质提升项目已于 21 年 2 月投产，酰胺及尼龙新材料项目将于 21 年陆续投产，乙二醇副产碳酸二甲酯项目值得期待，未来德州基地有望继续向下游延伸。此外，21 年 1 月 15 日，荆州基地启动投资建设，首批布局 2 个项目，建设期均预计为 36 个月。一是投资 59.24 亿元的园区气体动力平台项目，根据公司年报公布数据显示最终产品如全部外售预计可贡献年销售收入 52 亿元、年均利润总额 7 亿元；二是投资 56.04 亿元的合成气综合利用项目，根据公司年报公布数据显示投产后预计年均实现营业收入 59.68 亿元，利润总额 6.26 亿元。荆州基地尿素、醋酸、有机胺等产品需求量大且刚性，建成后有望快速盈利，且对公司异地扩建产能、增厚业绩、中长期发展都具有重要意义。

7、投资建议

在我国的化工行业发展历程中，国有企业特别是中石化、中石油、中海油等央企及其附属企业，凭借其庞大的规模和较高的资本投入持续支撑并推动着我国化工行业不断向前发展。与更偏成长性的民营企业相比，央企的业绩增长速度相

对平缓,但其业绩增长相对稳定且各项财务指标具有较低的波动性并持续向好发展。然而目前大部分化工上市央企的估值水平处于历史底部,具有较高的修复空间。

(1)国有企业改革考核指标变化,国企关注度有望提升,推动估值修复。随着国有企业改革的进行,国有化工上市企业经营情况、管理架构正在不断进行优化。此外,随着国资委对于国企考核标准的变化,“投资者沟通效果”被纳入考核指标中,国有上市企业将进一步重视投资者沟通工作的开展。投资者沟通频率的增加和沟通内容质量的提升将有效提升资本市场对于国有企业的关注度、熟悉度和对国有企业业绩的认可度,叠加国有企业未来的业绩增长,国有企业的估值水平将有望修复。

(2)低碳转型、项目建设,拓宽国企成长空间。为了顺应行业发展趋势以及响应国家能源安全、“碳中和”、清洁能源等相关政策,中石油和中石化积极地在新能源领域进行业务扩展,凭借产业链优势和网点优势,新能源业务将在未来为企业带来较好的回报。另外在项目建设方面,中海油持续加大自身资本开支,将利好旗下油服产业链公司的业绩成长。扬农化工、鲁西化工等企业凭借产能项目的持续推进,待得产能完全释放后将迎来新的业绩高峰。

(3)化工品价格回升,下游需求恢复带来业绩增长。随着新冠疫情的逐步趋缓下游需求全面恢复,叠加原油价格回升所带来的化工品价格增长,化工企业特别是中石油、中石化等央企在 2021 年 Q1 迎来了业绩的大幅反弹和增长,持续看好相关企业全年以及未来的盈利能力和业绩增长。

关注标的: (1) 立足石化能源基础积极发展新能源业务,建议关注中国石油、中国石化及其子公司中油工程、上海石化、石化油服; (2) 中海油资本开支增加,旗下油服产业链子公司明显受益,建议关注中国海洋石油、中海油服、海油工程、海油发展; (3) 受益于“两化”合并带来的产业协同等利好,建议关注扬农化工、鲁西化工、安迪苏、安道麦 A、昊华科技; (4) 受益于一体化优势的中国兵器旗下唯一石化板块上市公司华锦股份。 (5) 建议关注地方国企中的龙头白马万华化学和华鲁恒升。

8、风险分析

原油价格波动风险

原油价格的大幅波动或处于相对低位将影响上游勘探开发的积极性,减少勘探开发对于技术装备的需求。此外原油价格波动也会对化工品价格造成明显影响,部分企业的产品利润将随原油价格下跌明显收缩,部分企业的生产成本将随原油价格的下跌明显降低。

政策落实不到位风险

虽然国企改革方面已有数十条政策条款相继颁布,但各企业、各部门、各子公司对于改革政策的落实情况存在有一定差异,有可能存在落实不全面、不到位的问题。如改革政策无法完全落实,将影响国有企业的业务发展与提升。

项目建设进度不及预期风险

各企业都有多个在建工程项目在推进中,如因不可抗力、资金断裂等原因造成项目建设缓慢或停滞,将影响公司相关项目的建设进度,进而影响企业的业绩释放。

境内外业务拓展及经营风险

有多家企业在不同国家和地区经营，与属地政府、企业、人员交流较多，由于受到经营所在国政治、经济、宗教、人文、政策变化、科技变革、信息网络安全、法律及监管环境等因素影响，有可能面临政治不稳定、财税政策不稳定、合同违约、税务纠纷、法律纠纷、商业秘密纠纷或泄露等问题，可能加大境内外业务拓展及经营的风险。

汇率风险

由于企业在境外多个国家和地区开展业务，涉及多种货币的收支活动，人民币兑相关外币的汇率波动及货币间的兑换将会影响运营成本。

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会与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

光大新鸿基有限公司和 Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

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所载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。

光大证券研究所

上海

静安区南京西路 1266 号
恒隆广场 1 期办公楼 48 层

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

光大新鸿基有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Sun Hung Kai (UK) Company Limited
64 Cannon Street, London, United Kingdom EC4N 6AE