

强于大市

化工行业 2021 下半年策略

行业维持高景气，碳中和背景下的产业升级与集中度提升将是未来主基调

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。我们维持行业强于大市评级，尤其看好优秀龙头企业长期发展。

支撑评级的要点

- 2021年一季度随着原油、金属、农产品等大宗商品价格大幅上行，化工品价格也出现了普涨。上市公司业绩表现优异。我们预计后续产品价格与企业盈利仍将维持高位。
- 需求端，国内市场来看，地产、家电、汽车等市场均在疫情后的恢复过程中。农业领域，全球农产品价格持续走高，农化需求环比向好。从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，化工品出口有望持续回暖。尤其对于纺织服装产业链，海外地产、家电产业链等相关产品。疫情下的2020年，国内化工乃至整个产业体系的快速恢复领先全球。我们判断，长期来看，国内的化工产业将在全球的产业分工中担当更为重要的角色。另一方面，半导体、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。
- 供给端来看，化工各子行业的固定资产投资完成额均经历了触底反弹，且在2021年一季度达到极高峰值后开始回落的历程。但2021年一季度与2019年一季度相比行业仍未明显扩产而龙头企业继续扩产。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。
- 成本端，基于供需情况、各国推行的经济刺激政策、大宗商品的走势等因素，我们上调对于2021年Brent油价中枢的判断至60美元/桶左右，比2020年提高约18美元/桶。需要关注的主要扰动因素是OPEC+的增产节奏、疫情再度扩散的风险以及各国对于新能源产业的支持力度等。

投资建议

- 截至2021年5月14日，申万化工动态PE为22.74，动态PB为2.64，当前估值处于历史平均偏低水平。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。我们维持行业强于大市评级，尤其看好优秀龙头企业长期发展。
- 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：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，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。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，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。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：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，推荐万华化学等。
- 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。

风险提示：

- 油价异常波动风险；环保政策变化带来的风险；经济异常波动；疫情持续时间与影响超预期。

相关研究报告

《化工行业周报 20210507：三聚氰胺价格持续上行，中国中化揭牌成立》 20210510
 《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》 20210507
 《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

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：余嫄嫄
 (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

行业数据回顾及展望	8
全球经济指标基本恢复	8
2021 年 1-3 月行业营收和利润总额均大幅增长.....	9
需求端展望：国内外或将继续复苏	13
供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中	15
成本端：2021 年油价将继续反弹，但上涨之路不会平坦.....	16
上市公司业绩复苏，盈利向好.....	19
小结及展望.....	27
供给端出发，碳中和背景下的产业升级与集中度提升	29
碳中和及对行业的影响	29
行业优胜劣汰，长期看好多元发展的优秀龙头企业	32
民营油气炼化：相关公司业绩增量较大，对行业影响深远	38
其他受益于碳中和、集中度提升的方向	45
需求端出发，自主可控，进口替代	52
受益国内外产业大发展，上游电子材料发展或提速	52
特种表面活性剂：受益海外订单转移，行业迎来快速成长期	57
碳纤维：军民市场齐共振，龙头尽享行业发展红利	58
全球农产品涨价，国内农化优秀企业持续发展	63
农产品价格达到 10 年高位，支撑农化需求	63
国内磷肥尿素去产能效应显著.....	64
农药龙头持续扩产提升市占率.....	67
投资建议	69
风险提示	71
附表.....	73

图表目录

图表 1. 摩根大通全球制造业 PMI	8
图表 2. 发达经济体制造业 PMI	8
图表 3. IMF 预测 2020 年全球 GDP 增长率 (%)	8
图表 4. 全球主要经济体出口增速	8
图表 5. 化工行业营业收入同比增速	9
图表 6. 化学原料及化学制品利润总额走势	9
图表 7. 化学纤维利润总额走势	9
图表 8. 橡胶和塑料制品利润总额走势	9
图表 9. 化学工业 PPI 走势	10
图表 10. 化学原料和化学纤维 PPI 走势	10
图表 11. 主要化工产品价格情况	11
续 图表 11. 主要化工产品价格情况	12
图表 12. 化学原料及制品历史产成品存货	13
图表 13. 化学纤维制造业产成品存货	13
图表 14. 橡胶和塑料制品业产成品存货	13
图表 15. 工业企业产成品存货累计同比	13
图表 16. 国内汽车产量	14
图表 17. 国内汽车销量累计同比	14
图表 18. 家电产品产量累计同比	14
图表 19. 房地产新开工面积和竣工面积累计同比	14
图表 20. 2020 年我国出口占比较高的产品	15
图表 21. 化学原料及制品固定资产投资完成额累计同比	15
图表 22. 化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比	15
图表 23. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比	16
图表 24. 化工上市公司在建工程占比	16
图表 25. 化工上市公司在建工程情况	16
图表 26. 化工上市公司（剔除涤纶）在建工程情况	16
图表 27. 国际原油期货价格走势	17
图表 28. 世界石油需求	17
图表 29. 原油供需平衡表	17
图表 30. OECD 陆上商业石油储备情况	18
图表 31. OECD 陆上商业石油储备水平历史分位	18
图表 32. 美国商业原油库存水平历史分位	18

图表 33.日本商业原油库存水平历史分位.....	18
图表 34. 欧盟+英国+挪威石油库存水平历史分位.....	18
图表 35.OPEC+减产协议成果及执行情况.....	19
图表 36.化工板块经营数据分析.....	20
图表 37.化工板块经营数据 2021 年一季度同比及环比情况.....	20
图表 38.化工子行业 2020 年营业收入同比增长率比较.....	21
图表 39.化工子行业 2021 年一季度营业收入与 2019 年一季度增长比较.....	21
图表 40.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.....	22
图表 41.化工子行业 2020 年归母净利润同比增长比较.....	22
图表 42.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.....	23
图表 43.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.....	23
图表 44.化工行业销售毛利率、销售净利率走势.....	24
图表 45.近年化工行业 ROE（摊薄）走势.....	24
图表 46. 2019-2021 年一季度化工行业销售毛利率、销售净利率、ROE 走势.....	24
图表 47.2020 年化工子行业各指标及同比增长.....	25
图表 48.2021 年一季度化工子行业各指标及同比增长.....	26
图表 49. 2020 年同比、2021Q1 同比 2020Q1、2021Q1 同比 2019Q1 均上升的子行业	26
图表 50.板块市盈率.....	27
图表 51.板块市净率.....	27
图表 52.全球表面温度变化预测.....	29
图表 53.全球应对气候变化的里程碑事件及主要共识.....	29
图表 54.近期我国关于碳达峰碳中和议题的相关举措.....	30
图表 55.近期我国各地区落实碳达峰碳中和战略的相关政策.....	30
续 图表 55.近期我国各地区落实碳达峰碳中和战略的相关政策.....	31
续 图表 55.近期我国各地区落实碳达峰碳中和战略的相关政策.....	32
图表 56. 万华化学、华鲁恒升、新和成资本开支情况.....	32
图表 57. 龙头企业 ROE（摊薄）情况.....	33
图表 58. 龙头企业研发支出占收入比重.....	33
图表 59. 聚合 MDI 出口情况.....	33
图表 60. MDI 产品价格.....	33
图表 61.2020 年全球 MDI 产能占比.....	34
图表 62.2024 年全球 MDI 产能占比预测.....	34
图表 63. 全球 MDI 新增产能情况.....	34
图表 64. 万华化学石化系列产品营业收入及其增速.....	35
图表 65. 万华化学石化系列产品毛利及毛利率.....	35

图表 66. 万华化学新材料系列产品营业收入及其增速.....	35
图表 67. 万华化学新材料系列产品毛利及毛利率.....	35
图表 68. 华鲁恒升主要产品产能.....	36
图表 69. 华鲁恒升产品价格走势.....	36
图表 70. 部分维生素下游需求结构.....	37
图表 71. 近年全球饲料产量相对平稳.....	37
图表 72. 2010 年至今维生素 A 价格走势.....	37
图表 73. 2009 年至今维生素 E 价格走势.....	37
图表 74. 历年我国蛋氨酸进口量.....	38
图表 75. 历年蛋氨酸价格走势.....	38
图表 76. PPS 下游需求行业占比.....	38
图表 77. 全球 PPS 需求量稳步增长.....	38
图表 78. 原油-石脑油-PX-PTA 价格走势.....	39
图表 79. 民营石油大炼化项目情况.....	39
图表 80. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、卫星石化营业收入及增速.....	39
图表 81. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化近归母净利润及增速.....	40
图表 82. 2020 年中国千万吨级以上炼厂产能（单位：万吨）.....	40
图表 83. 2020-2025 年全球主要国家/地区新增乙烯、丙烯和对二甲苯产能情况.....	41
图表 84. 国内石化产品产能/消费满足率对比.....	41
图表 85. 国内外不同原材料烯烃成本比较.....	42
图表 86. 国内乙烯供需情况及预测.....	43
图表 87. 国内乙烯消费结构.....	43
图表 88. 国内乙烯及下游产品产能增长情况.....	43
图表 89. PX 及 PTA 产能变化.....	44
图表 90. PX 历史价格及价差变化.....	44
图表 91. 加弹机新增台数.....	45
图表 92. 涤纶长丝价差变化.....	45
图表 93. 2019 年中国各品种混凝土外加剂的产量（单位：万吨）.....	46
图表 94. 2019 年混凝土与水泥制品行业主要产品产量及增长率.....	46
图表 95. 聚羧酸高性能减水剂的年产量和同比变化.....	46
图表 96. 聚羧酸减水剂和萘系减水剂在合成减水剂总量中的占比情况.....	47
图表 97. 2019 年中国速凝剂产品产量.....	47
图表 98. 混凝土外加剂行业竞争格局.....	48
图表 99. 2019 年行业前十聚羧酸减水剂销售量.....	48
图表 100. 行业前五的市占率走势.....	48

图表 101. 房地产公司集中度提升	48
图表 102. 八大建筑央企季度收入占比	48
图表 103. 几种典型可降解塑料成本	49
图表 104. 2014-2019 年主要可降解塑料产品价格	49
图表 105. 部分公司已有及计划产能表	50
图表 106. 国外几种可降解塑料的主要应用领域	51
图表 107. 全球集成电路产业销售额	52
图表 108. 中国集成电路产业销售额	52
图表 109. 半导体产业发展路径	53
图表 110. 半导体产业链环节市占率情况	53
图表 111. 国家支持集成电路行业发展的政策	54
图表 112. 集成电路产业未来几年的发展目标	55
图表 113. 2020 年晶圆制造领域材料销售规模具体占比	55
图表 114. 2015-2019-2023 年全球液晶面板市场份额	56
图表 115. 全球 AMOLED 面板行业收入情况	56
图表 116. 中国大陆 AMOLED 面板行业收入情况	56
图表 117. 全球 OLED 面板市场份额	57
图表 118. OLED 材料市场占有率	57
图表 119. 我国表面活性剂销量	57
图表 120. 海外主要特种表面活性剂生产企业	58
图表 121. 国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖	58
图表 122. 皇马科技小品种产品销量	58
图表 123. 全球碳纤维需求量	59
图表 124. 2020 年全球碳纤维需求结构—模量	59
图表 125. 2020 年全球碳纤维需求结构—下游应用	59
图表 126. 中国碳纤维需求量	60
图表 127. 2020 年中国碳纤维需求结构—下游应用	60
图表 128. 2020 年中国碳纤维下游应用结构与全球市场结构对比	60
图表 129. 2020 年全球碳纤维主要生产商产能情况	61
图表 130. 中国碳纤维产能情况	61
图表 131. 中国主要碳纤维生产商产能	61
图表 132. 全球粮食价格	63
图表 133. 全球粮油需求增长率与 GDP 增长率比较	64
图表 134. 世界粮油库存及库存销售比	64
图表 135. 农产品价格与化肥价格走势	64

图表 136. 化肥与农作物价格比走势.....	64
图表 137. 中国磷酸一铵行业产能及表观消费量.....	65
图表 138. 中国磷酸二铵行业产能及表观消费量.....	65
图表 139. 中国磷酸一铵产能集中度 (CR10)	65
图表 140. 中国磷酸二铵产能集中度 (CR10)	65
图表 141. 印度 DAP 库存.....	66
图表 142. 中国 MAP/DAP 库存.....	66
图表 143. 中国尿素行业产能及表观消费量.....	66
图表 144. 国内氮肥库存情况.....	66
图表 145. 尿素价格及气头价差.....	67
图表 146. 尿素价格及煤头价差.....	67
图表 147. 我国农药产量.....	67
图表 148. 我国农药出口情况.....	67
图表 149. 农药行业在建工程走势.....	68
图表 150. 重点农药上市公司在建工程.....	68
图表 151. 扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程.....	68
图表 152. 扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程/固定资产.....	68
图表 153. 报告中提及上市公司估值表.....	72
附录图表 1. 化工行业上市公司列表.....	73
附录图表 2. 化工行业上市公司列表 (续 1)	74

行业数据回顾及展望

全球经济指标基本恢复

随着新冠疫情趋于稳定，摩根大通全球制造业 PMI 数据在 2020 年 4 月份下滑至多年来新低的 26.20 后连续回升，2020 年 7 月回到 50 之后至今持续保持在 50 以上。发达经济体制造业 PMI 同样触底后回升，目前已经回到了疫情前水平以上，美国 ISM 及欧元区制造业 PMI 均达到了 2007 年以来新高水平，而日本制造业 PMI 也已经接近 2017 年的前高水平。

图表 1. 摩根大通全球制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

图表 2. 发达经济体制造业 PMI



资料来源：万得，中银证券

2021 年 4 月 6 日，国际货币基金组织（IMF）发布最新一期《世界经济展望》，预测 2021 年全球经济增长 6%，相较 1 月的报告上调了 0.5 个百分点，并预测 2022 年全球经济增长将放缓至 4.4%。

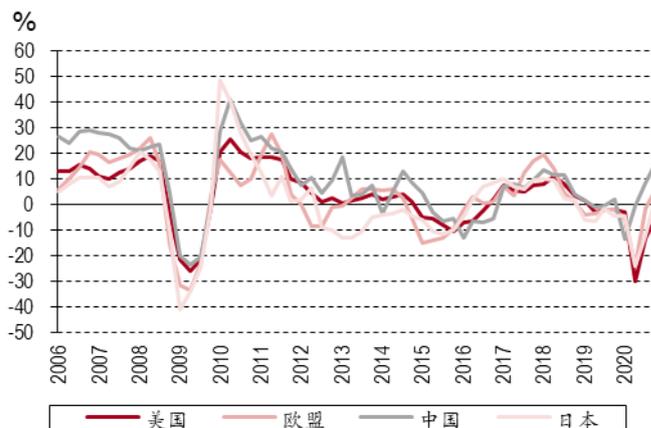
出口层面，全球主要经济体的出口增速仅美国依然为负，欧盟、中国及日本基本已经回到疫情前水平。

图表 3. IMF 预测 2020 年全球 GDP 增长率 (%)



资料来源：IMF，中银证券

图表 4. 全球主要经济体出口增速



资料来源：万得，中银证券

2021年1-3月行业营收和利润总额均大幅增长

2021年1-3月，国内化学原料与化学制品业、化学纤维业、橡胶和塑料制品等子行业的营业收入和利润均出现十年来最高同比增速。一方面由于2020年基数偏低，另一方面2021年一季度大宗商品价格大幅上涨也导致行业内公司收入及盈利增加。

价格方面，化工PPI指数当前已经回升至2017年前高水平。从具体产品价格来看，截止2021年5月5日，2021年年内均价较2020年均价上涨的产品占91%，涨幅超过50%的占比24%，其中5个品种均价同比翻倍，分别是醋酸、EDC、PTMEG、硫磺、硫酸。

综合以上信息来看，需求恢复叠加旺季的因素，部分化工产品涨价在2020年四季度如约而至。2021年一季度，随着原油、金属、农产品等大宗商品价格大幅上行，化工品价格也出现了普涨。预计后续产品价格仍将维持高位。

图表 5. 化工行业营业收入同比增速



资料来源：万得，中银证券

图表 6. 化学原料及化学制品利润总额走势



资料来源：万得，中银证券

图表 7. 化学纤维利润总额走势



资料来源：万得，中银证券

图表 8. 橡胶和塑料制品利润总额走势



资料来源：万得，中银证券

注：累计同比数据取自国家统计局，与利润总额计算同比数值有所差异

图表 9. 化学工业 PPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 10. 化学原料和化学纤维 PPI 走势



资料来源：万得，中银证券

图表 11.主要化工产品价格情况

品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)
WTI 原油	美元/桶	64.71	59.10	39.61	49.22
NYMEX 天然气	美元/mbtu	2.94	2.72	2.13	27.60
石脑油 (新加坡)	美元/桶	66.42	61.25	40.54	51.09
纯苯 (FOB 韩国)	美元/吨	1,053.00	804.90	486.15	65.56
苯乙烯 (FOB 韩国)	美元/吨	1,244.50	1,105.21	728.53	51.70
乙烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	1,050.00	985.75	700.04	40.81
丙烯 (韩国 FOB)	美元/吨	1,060.00	1,041.50	799.03	30.35
丁二烯 (东南亚 CFR)	美元/吨	900.00	876.22	677.40	29.35
天然橡胶 (上海地区)	元/吨	13,650.00	13,885.43	11,399.45	21.81
丁苯橡胶 (华东 1502)	元/吨	13,500.00	13,516.93	9,470.01	42.73
顺丁橡胶 (华东)	元/吨	12,180.00	12,228.19	9,176.09	33.26
LLDPE(余姚 7042/吉化)	元/吨	8,500.00	8,456.61	7,218.74	17.15
PP(余姚市场 J340/扬子)	元/吨	9,300.00	10,002.36	8,566.20	16.77
乙二醇	元/吨	4,790.00	5,061.26	3,880.36	30.43
甲醇 (长三角)	元/吨	2,530.00	2,409.41	1,879.17	28.22
二甲醚 (长三角)	元/吨	3,510.00	3,317.50	2,673.66	24.08
煤焦油 (山西)	元/吨	3,760.00	2,887.17	2,243.22	28.71
炭黑 (黑猫 N330)	元/吨	7,350.00	7,627.95	5,241.53	45.53
PVA	元/吨	18,000.00	14,688.03	10,875.14	35.06
醋酸乙烯 (华东)	元/吨	13,300.00	11,125.00	5,829.92	90.83
醋酸 (华东)	元/吨	7,850.00	5,842.68	2,643.09	121.06
醋酐 (华东)	元/吨	12,600.00	8,961.42	5,213.25	71.90
轻质纯碱 (华东)	元/吨	1,790.00	1,589.33	1,428.72	11.24
重质纯碱 (华东)	元/吨	1,950.00	1,712.44	1,574.63	8.75
离子膜烧碱 (30%折百)	元/吨	1,333.33	2,036.85	2,131.84	(4.46)
PVC(华东 电石法)	元/吨	9,350.00	8,236.50	6,560.95	25.54
PVC(华东 乙烯法)	元/吨	9,575.00	9,063.41	6,928.80	30.81
液氯 (长三角)	元/吨	1,432.00	1,461.87	834.76	75.12
盐酸 (长三角 31%)	元/吨	530.00	518.03	286.53	80.79
电石 (华东)	元/吨	4,999.00	4,286.31	3,179.97	34.79
原盐 (山东海盐)	元/吨	200.00	184.41	147.35	25.15
EDC(长三角)	元/吨	720.00	649.06	312.93	107.41
DMF (华东)	元/吨	10,725.00	10,548.82	6,370.36	65.59
甲苯 (华东)	元/吨	5,850.00	5,115.83	3,812.51	34.19
苯胺 (华东)	元/吨	11,300.00	10,363.15	5,901.71	75.60
甲醛 (华东)	元/吨	1,409.00	1,341.69	1,120.48	19.74
甲乙酮 (华东)	元/吨	9,150.00	7,919.69	7,014.89	12.90
己二酸 (华东)	元/吨	10,150.00	9,593.50	6,842.90	40.20
BDO (长三角)	元/吨	29,000.00	18,055.91	9,752.73	85.14
环氧丙烷 (华东)	元/吨	19,200.00	18,470.47	12,277.66	50.44
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	15,800.00	15,237.80	11,106.15	37.20
软泡聚醚 (华东散水)	元/吨	18,900.00	18,631.50	12,759.77	46.02
聚合 MDI (华东)	元/吨	18,100.00	20,837.99	14,840.44	40.41
纯 MDI (华东)	元/吨	21,250.00	23,549.61	17,568.85	34.04
TDI (华东)	元/吨	14,350.00	14,572.83	11,979.10	21.65
浆粕	元/吨	6,100.00	3,700.00	3,700.00	0.00
棉短绒	元/吨	3,700.00	14,441.34	9,401.34	53.61
粘胶短纤(华东)	元/吨	14,150.00	36,795.28	36,919.13	(0.34)
粘胶长丝(华东)	元/吨	37,000.00	784.13	579.60	35.29
对二甲苯 (PX 东南亚)	美元/吨	879.67	4,251.77	3,641.30	16.77
PTA(华东)	元/吨	5,950.00	5,758.66	4,940.16	16.57
PET 切片(华东)	元/吨	5,950.00	5,758.66	4,940.16	16.57
涤纶短纤(华东)	元/吨	6,950.00	6,866.22	5,847.51	17.42
涤纶 FDY(华东)	元/吨	7,500.00	7,245.28	5,986.97	21.02

资料来源: 百川资讯, 卓创资讯, 中银证券

注: 截止 2021 年 5 月 7 日

续 图表 11.主要化工产品价格情况

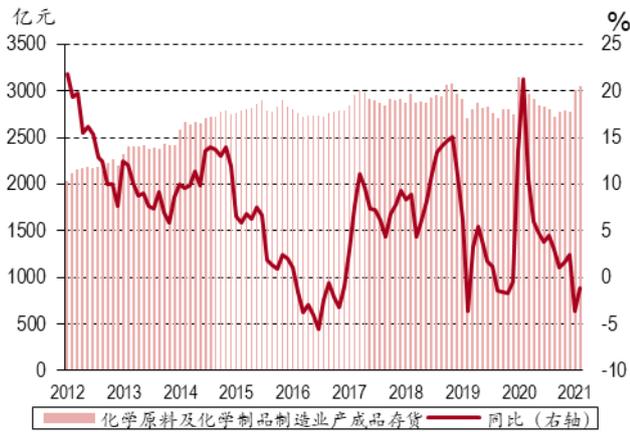
品种	单位	最新价格	本年内均价	上年均价	同比(%)
锦纶 FDY (华东)	元/吨	18,050.00	17,048.03	14,116.67	20.77
PTMEG(华东)	元/吨	40,500.00	32,051.18	15,121.58	111.96
氨纶 40D(华东)	元/吨	64,000.00	54,985.83	30,656.83	79.36
己内酰胺(CPL)	元/吨	13,650.00	12,729.53	9,930.87	28.18
丙烯腈	元/吨	14,500.00	13,838.58	9,021.55	53.39
PA66 (华东)	元/吨	41,800.00	36,899.21	22,302.46	65.45
磷矿石(摩洛哥)	美元/吨	123.50	110.11	110.37	(0.24)
磷矿石(湖北 28%)	元/吨	400.00	370.87	370.57	0.08
黄磷(四川)	元/吨	17,200.00	16,692.91	15,631.15	6.79
磷酸(澄星 85%)	元/吨	5,000.00	4,933.07	4,816.53	2.42
三聚磷酸钠(兴发 95%)	元/吨	6,200.00	6,200.00	6,272.68	(1.16)
硫磺(CFR 中国现货价)	美元/吨	164.50	145.71	60.58	140.53
硫酸(浙江巨化 98%)	元/吨	630.00	459.92	152.32	201.94
DAP(西南工厂褐色)	元/吨	3,000.00	2,655.12	2,183.46	21.60
MAP(四川金河 55%)	元/吨	2,550.00	2,219.29	2,050.00	8.26
液氨(河北新化)	元/吨	3,520.00	3,124.96	2,913.47	7.26
尿素(华鲁恒升(小颗粒))	元/吨	2,110.00	2,067.56	1,694.23	22.03
尿素(波罗的海小粒装)	美元/吨	325.00	314.50	220.43	42.67
硝酸(华东地区)	元/吨	2,200.00	2,012.20	1,521.58	32.24
硝酸铵(陕西兴化)	元/吨	2,100.00	2,006.69	1,839.81	9.07
氯化钾(青海盐湖 60%)	元/吨	2,400.00	2,163.07	1,954.37	10.68
硫酸钾(罗布泊 51%粉)	元/吨	3,150.00	3,150.00	3,121.99	0.90
草甘膦(长三角)	元/吨	38,000.00	30,858.27	22,453.28	37.43
纯吡啶(华东)	元/吨	19,500.00	18,944.88	17,268.17	9.71
多氟多氟化铝	元/吨	8,250.00	8,668.90	8,281.69	4.68
多氟多冰晶石	元/吨	4,900.00	4,660.63	4,724.45	(1.35)
二氯甲烷(华东)	元/吨	3,843.00	3,639.91	2,569.34	41.67
三氯乙烯(华东)	元/吨	9,483.00	7,568.50	4,915.10	53.98
无水氢氟酸(华东)	元/吨	9,500.00	9,519.69	8,367.49	13.77
R22(巨化)	元/吨	16,000.00	15,141.73	15,642.08	(3.20)
R134a(巨化)	元/吨	23,000.00	20,026.77	18,483.61	8.35
丙酮(华东)	元/吨	8,050.00	7,912.40	6,997.81	13.07
苯酚(华东)	元/吨	9,250.00	7,813.39	6,303.21	23.96
双酚A(华东)	元/吨	27,000.00	22,596.46	11,543.31	95.75
环氧氯丙烷(华东)	元/吨	14,400.00	12,365.35	10,698.09	15.58
金属硅	元/吨	13,600.00	13,746.85	11,906.97	15.45
甲基环硅氧烷	元/吨	28,000.00	24,775.59	18,718.03	32.36
钛白粉(R型, 长三角)	元/吨	18,500.00	15,709.06	11,964.89	31.29

资料来源:百川资讯,卓创资讯,中银证券

注:截止2021年5月7日

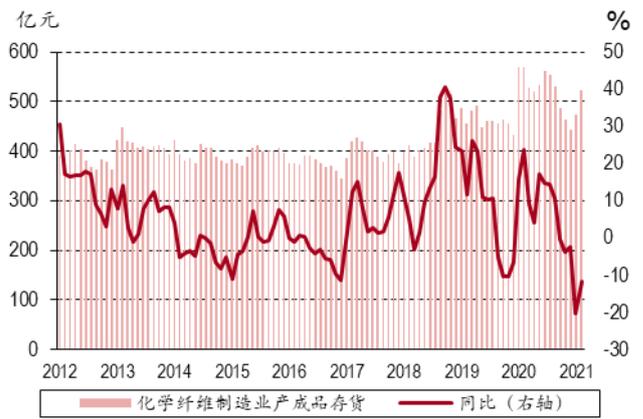
从库存数据来看,在2020年疫情影响之后,化学原料及制品、橡胶和塑料制品、化学纤维制造业均经历了从累库到去库、库存触底再次补库的周期。考虑到产品价格上涨的因素,我们判断当前化学原料及制品、化学纤维业公司的库存水平仍然较低,橡胶和塑料制品业公司产成品库存水平基本处于正常水平。

图表 12.化学原料及制品历史产成品存货



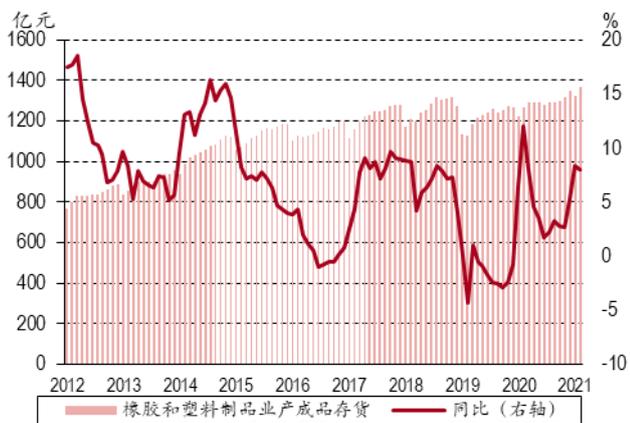
资料来源：万得，中银证券

图表 13.化学纤维制造业产成品存货



资料来源：万得，中银证券

图表 14.橡胶和塑料制品业产成品存货



资料来源：万得，中银证券

图表 15.工业企业产成品存货累计同比

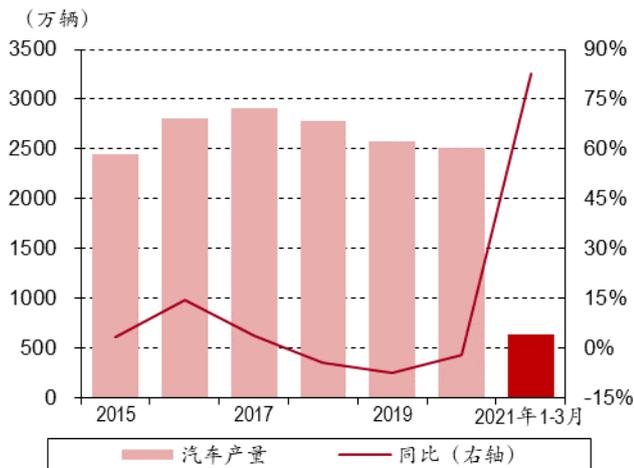


资料来源：万得，中银证券

需求端展望：国内外或将继续复苏

从国内市场来看，地产、家电等市场均在疫情后的恢复过程中。汽车在 2021 年产量及销量都出现大幅增长，2021 年 1-3 月汽车产量同比增幅达到了 75%，销量同比增幅也达到了 77%。房屋施工面积、新开工面积以及竣工面积 2021 年累计同比也有大幅增长。家电行业除了空调外，彩电及冰箱的累计同比也达到了疫情前水平。

图表 16.国内汽车产量



资料来源: 万得, 中银证券

图表 17.国内汽车销量累计同比



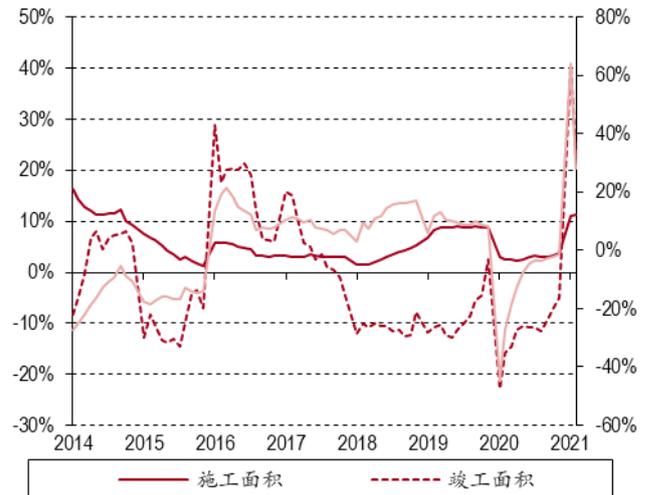
资料来源: 万得, 中银证券

图表 18.家电产品产量累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

图表 19.房地产新开工面积和竣工面积累计同比



资料来源: 万得, 中银证券

国际市场: 化工品出口有望持续回暖

从海外情况来看, 随着主要消费国疫情趋于平稳, 化工品出口有望持续回暖, 尤其是处于纺织服装产业链、农药化肥产业链、海外地产、家电产业链等的相关产品。

在中国率先摆脱疫情的背景下, 国内化工行业乃至整个制造业体系的恢复领先全球。我们判断, 长期来看, 国内的化工产业将在全球产业分工中担当更为重要的角色。

图表 20.2020 年我国出口占比较高的产品

	产品	出口量 (千吨)	出口占比 (%)
基础化工	石蜡	629.78	42.07
	异丙醇	250.04	59.30
	丙二醇	129	42.16
磷化工	六偏磷酸钠	58.56	57.41
	三聚磷酸钠	100.92	33.87
	磷酸二氢钾	161.97	53.99
	磷酸	379.28	34.48
钛白粉	钛白粉	1,214.16	34.76
橡胶助剂	促进剂	243	65.68
	防老剂	203	48.70
氟化工	聚四氟乙烯	34.23	55.66
化肥	硫酸铵	8,659.21	69.42
	磷酸二铵	5,732.25	41.31
聚氨酯	丁酮	190.549	35.82
	聚合 MDI	613.42	41.89
塑料制品	胶带母带	731.01	40.74
其他	柠檬酸	942.85	75.04
能源	燃料油	15,865.3	39.82

资料来源：卓创资讯，中银证券

供给端展望：产能持续向优势龙头企业集中

疫情之后，化工各子行业的固定资产投资完成额均经历了触底反弹，且在 2021 年一季度达到极高峰值后开始回落。根据国家统计局披露的数据，2021 年 1-3 月份化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额累计同比增长 48.7%；化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比增幅略低，为 9.5%；塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比增长 37.7%。

但 2021 年一季度与 2019 年一季度相比，根据我们测算，仅化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额出现了小幅增长，增长幅度为 2.9%；而另外两个子行业化学纤维制造业及塑料与橡胶制品业的固定资产投资完成额较 2019 年均出现下降。

从化工行业上市公司在建工程数据来看，2021Q1 化工行业在建工程为 4347.39 亿元，同比增长 0.4%，扣除涤纶板块后同比下降 9.16%。新增投资出现放缓。从上市公司在建工程数据来看，中国石化、荣盛石化、万华化学、广汇能源、卫星石化在建工程较高，合计占比达到 62.19%，新增产能持续向龙头企业集中，未来行业集中度将继续增加。

图表 21.化学原料及制品固定资产投资完成额累计同比



资料来源：万得，中银证券

图表 22.化学纤维制造业固定资产投资完成额累计同比



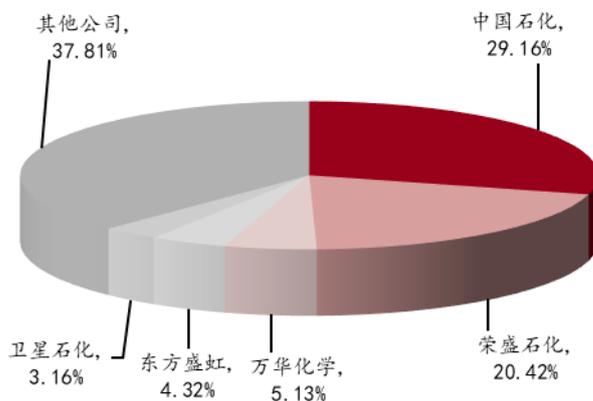
资料来源：万得，中银证券

图表 23. 塑料与橡胶制品业固定资产投资完成额累计同比



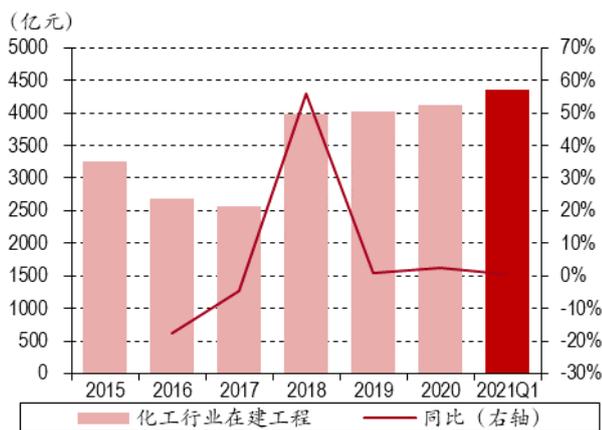
资料来源: 万得, 中银证券

图表 24. 化工上市公司在建工程占比



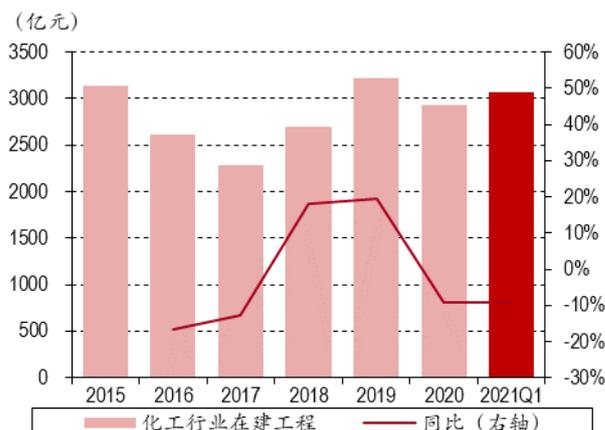
资料来源: 万得, 中银证券

图表 25. 化工上市公司在建工程情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 26. 化工上市公司 (剔除涤纶) 在建工程情况



资料来源: 万得, 中银证券

成本端: 2021 年油价将继续反弹, 但上涨之路不会平坦

需求恢复推动油价持续反弹。截至 2021 年 5 月 4 日, 2021 年 WTI 均价为 59.13 美元/桶, 同比上涨了 53.98%, Brent 均价为 62.44 美元/桶, 同比上涨了 40.54%。2021 年, 国际油价延续了 2020 年二季度以来的反弹趋势。全球货币宽松政策的实施, 以及疫情初步得到控制后的需求恢复, 是推动油价反弹的主要因素。目前, WTI 和布伦特均运行于 60 美元/桶上方, 已经恢复到疫情前的水平, 与 2019 年中枢价格相当。

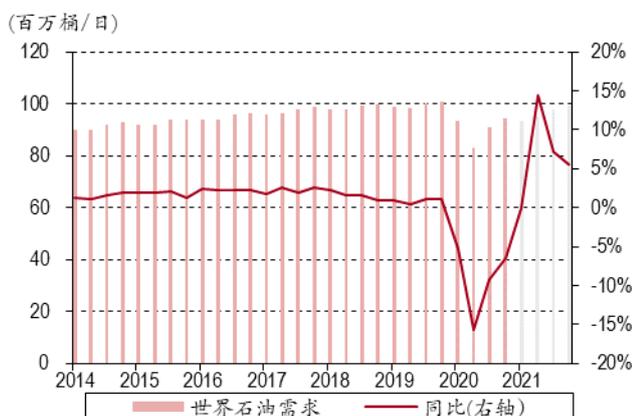
图表 27.国际原油期货价格走势



资料来源：万得，中银证券

需求复苏是油价恢复上涨的主要拉动力。根据 OPEC 2021 年 4 月月报，疫情在全球爆发对经济活动造成了严重的负面冲击，全球原油需求在 2020 年下降到约 9051 万桶/日。2021 年以来，全球原油需求继续恢复，尤其是 OECD 经济体的需求稳健复苏。印度因为疫情扩散而放慢了复苏进程，对非 OECD 经济体造成拖累。展望未来，需求复苏仍将是未来拉动油价上涨的主要动力，特别是对市场信心的建立尤为重要。根据 OPEC 预测，2021 年全球原油需求将达到 9646 万桶/日，显著好于 2020 年，但仍比 2019 年低约 350 万桶/日。

图表 28.世界石油需求



资料来源：万得，OPEC，中银证券

注：2021 年 3 月及以后数据为 OPEC 预测值

图表 29.原油供需平衡表



资料来源：万得，OPEC，中银证券

注：供需平衡差异=供给-需求

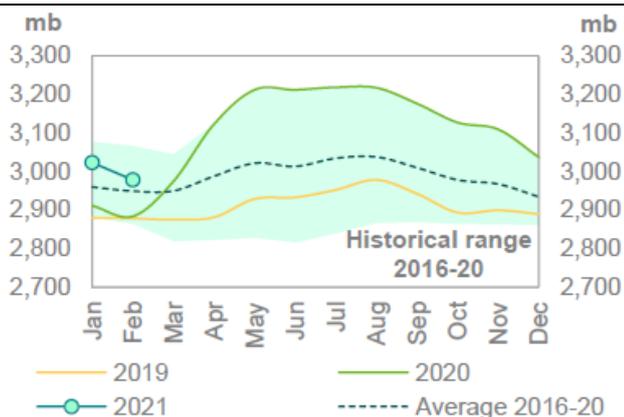
库存水平逐步落至五年均值附近。随着需求复苏，全球石油库存也开始拐头向下，呈现出库存去化的良好态势。OECD 整体的陆上商业石油库存已经下降到 30 亿桶以下，比五年均值略高 2900 万桶，但仍显著高于 2019 年同期。分品类来看，原油库存的水平仍然较高，仍比近五年平均水平高 3080 万桶，而石油产品的库存已经回落到五年均值以下，比平均水平低约 170 万桶。分区域来看，日本库存水平最低，已经创近五年最低水平，而欧洲和美国仍处于逐步恢复的过程中，但离五年均值已经不远。

图表 30. OECD 陆上商业石油储备情况



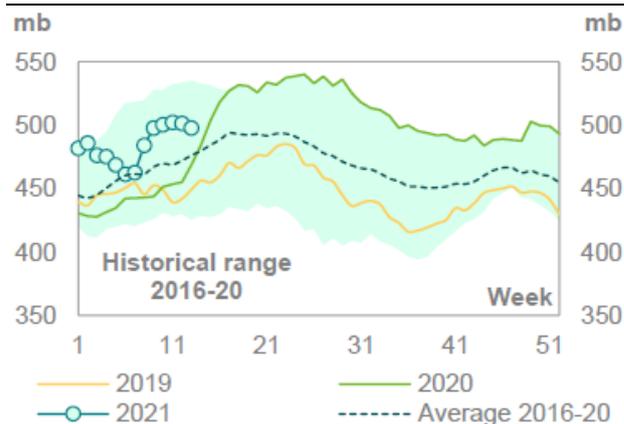
资料来源: OPEC, 万得, 中银证券
注: 截至 2021 年 2 月

图表 31 OECD 陆上商业石油储备水平历史分位



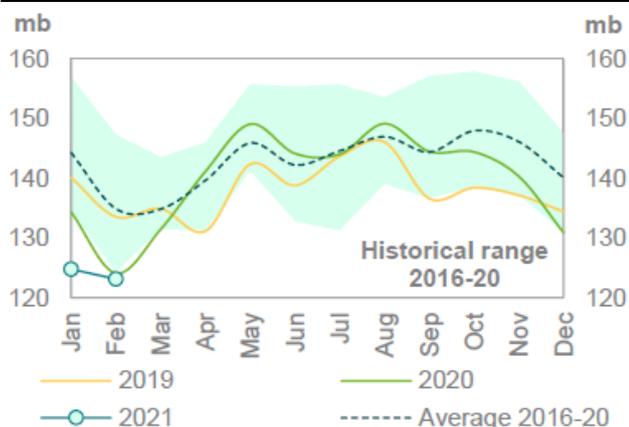
资料来源: EIA, OPEC, 中银证券
注: 截至 2021 年 2 月

图表 32. 美国商业原油库存水平历史分位



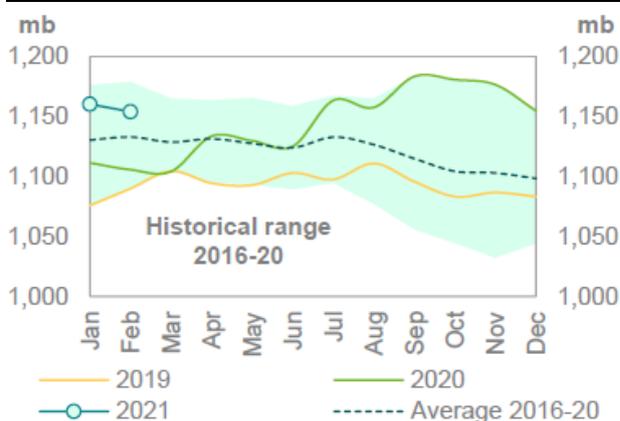
资料来源: OPEC, 中银证券
注: 截至 2021 年 3 月

图表 33. 日本商业原油库存水平历史分位



资料来源: OPEC, 中银证券
注: 截至 2021 年 2 月

图表 34. 欧盟+英国+挪威石油库存水平历史分位



资料来源: OPEC, 中银证券
注: 截至 2021 年 2 月

减产政策执行效果较好，增产步伐开始加快。4月27日，OPEC+部长级会议召开。根据本次会议的决议，当前的减产政策将被继续执行下去，在一定程度上打消了市场对于减产协议被提前终止的担忧。会议决议表明，OPEC+联盟对于当前行业复苏状态较为满意，预计全年原油需求增幅在600万桶/日左右。另一方面，预计后期联盟的增产步伐可能会逐步加快。其中，沙特阿拉伯自愿减产的100万桶/日份额将在5月-7月内逐步回到市场。我们判断，随着市场基本面再次回归平衡，产油国对于市场份额的争夺将重新成为主要矛盾，油价大幅上涨的趋势恐将在一定程度上被压抑。

图表 35.OPEC+减产协议成果及执行情况

国家	基准产量 (2018年10月)	减产后的生产规模 (2020年7-12月)	2021年5月 商定产量	2021年6月 商定产量	2021年7月 商定产量	
OPEC	沙特	1100	899	923.2	934.7	949.5
	阿联酋	316.8	259	265.9	269.2	273.5
	科威特	280.9	230	235.8	238.7	242.5
	阿尔及利亚	105.7	86	88.7	89.8	91.2
	加蓬	18.7	15	15.7	15.9	16.1
	安哥拉	152.8	125	128.3	129.8	131.9
	尼日利亚	182.9	150	153.5	155.4	157.9
	赤道几内亚	12.7	10	10.7	10.8	11
	刚果	32.5	27	27.3	27.6	28.1
	伊拉克	465.3	380	390.5	395.4	401.6
	阿塞拜疆	71.8	-	60.3	61	62
	巴林	20.5	-	17.2	17.4	17.7
	文莱	10.2	-	8.6	8.7	8.8
	哈萨克斯坦	170.9	-	146.3	146.9	147.5
非 OPEC	马来西亚	59.5	-	49.9	50.6	51.4
	墨西哥	175.3	-	175.3	175.3	175.3
	阿曼	88.3	-	74.1	75	76.2
	俄罗斯	1100	-	941.8	945.7	949.5
	苏丹	7.5	-	6.3	6.4	6.5
	南苏丹	13	-	10.9	11	11.2
	总计					
OPEC	2,668.3		2,239.6	2,267.3	2,303.3	
非 OPEC	1,717		1,490.7	1,498	1,506.1	
OPEC+	4,385.3		3,730.3	3,765.3	3,809.4	

资料来源：OPEC，中银证券，单位：(万桶/日)

下半年油价将继续上行，但斜率趋缓。回顾2021年年度策略，我们判断“考虑到近期疫苗研发方面的进展，全球各国大概率将在疫情防控方面取得更大的成果，经济恢复和石油需求复苏成为大概率事件，油价上涨的趋势得以延续。2021年Brent油价中枢将在52美元/桶左右，比2020年提高约10美元/桶，生产国整体恢复盈利”。从上半年的油价走势来看，以上判断与市场走势大体一致，但对于以美国为首的各国推行的经济刺激政策判断略保守，尤其是对货币政策的宽松程度估计不足，没有给予油价以及其他大宗商品价格的大幅上涨充分的预期。基于以上原因，我们上调对于**2021年Brent油价中枢的判断至60美元/桶左右，比2020年提高约18美元/桶。**需要关注的主要扰动因素，仍然是OPEC+的增产节奏、疫情再度扩散的风险以及各国对于新能源产业的支持力度等。

上市公司业绩复苏，盈利向好

2020年收入下滑，2021年一季度强劲复苏

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（见报告附表）。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%，较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 36.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 37.化工板块经营数据 2021 年一季度同比及环比情况

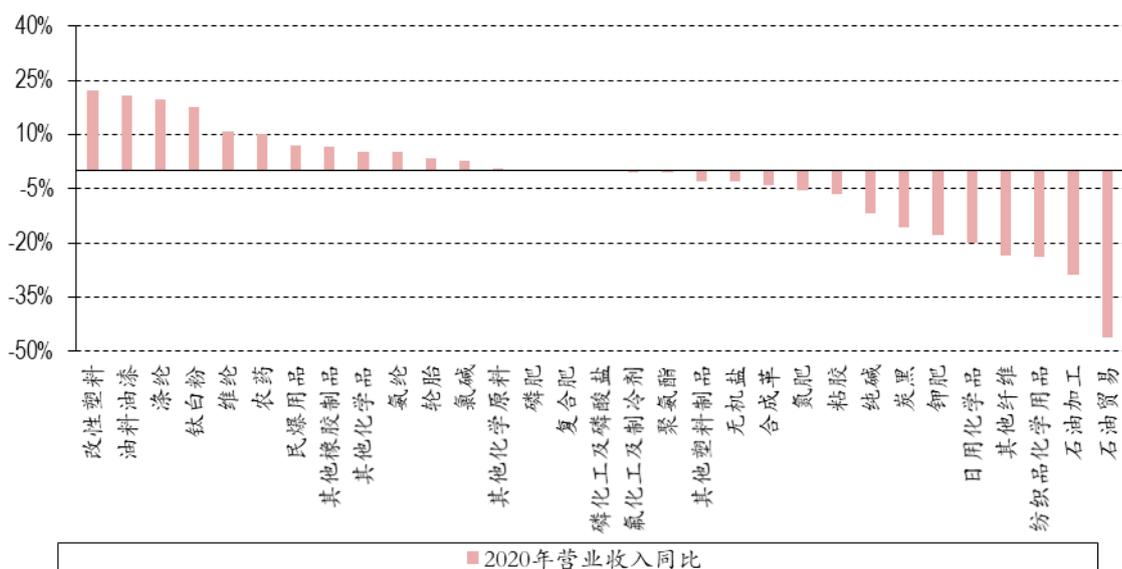
	2021 年一季度	2020 年四季度	2020 年一季度	2019 年一季度
营业收入(亿元)	11,734.52	11,255.08	9,615.37	11,748.03
YOY(%)	22.04			
QOQ(%)	4.26			
同比 2019 年 Q1 (%)	(0.11)			
归母净利润(亿元)	740.88	335.09	(43.85)	412.43
YOY(%)	1,789.44			
QOQ(%)	121.10			
同比 2019 年 Q1 (%)	79.64			

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。

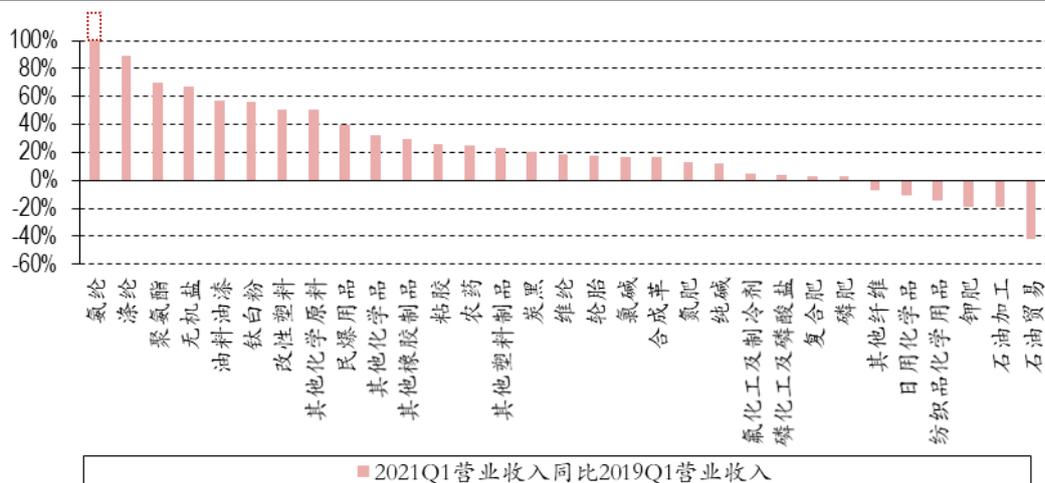
由于 2020 年一季度多数数据受到黑天鹅事件影响可比性不强,因此 2021 年一季度化工子行业表现主要与 2020 年四季度及 2019 年一季度进行对比。与 2019 年一季度相比,2021 年一季度营收同比增加的子行业达到 25 个,同比增幅超过 20%的子行业有 15 个。其中氨纶子行业增幅达到 272.51%,主要是因为华峰化学营收大幅增长。2021 年一季度环比营收增加的子行业共 17 个,其中增速最高的是钾肥子行业,主要是因为 2020 年第四季度 ST 盐湖营收为-20.01 亿元,拖累整个钾肥板块营收水平。氨纶环比营收增速为 21.86%,在 2020 年四季度及 2021 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

图表 38.化工子行业 2020 年营业收入同比增长率比较



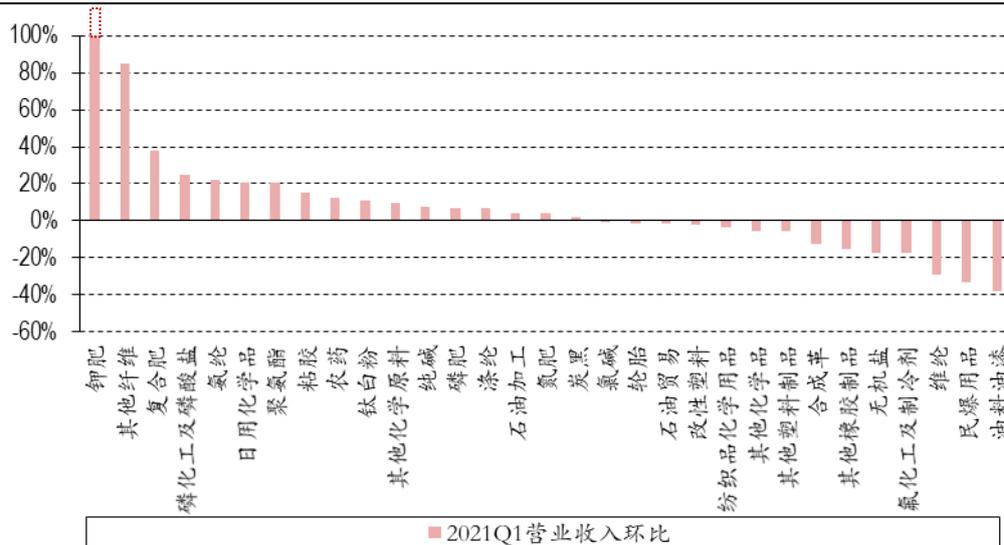
资料来源：万得，中银证券

图表 39.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：氯纶营收较 2019Q1 增长 272.51%

图表 40.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



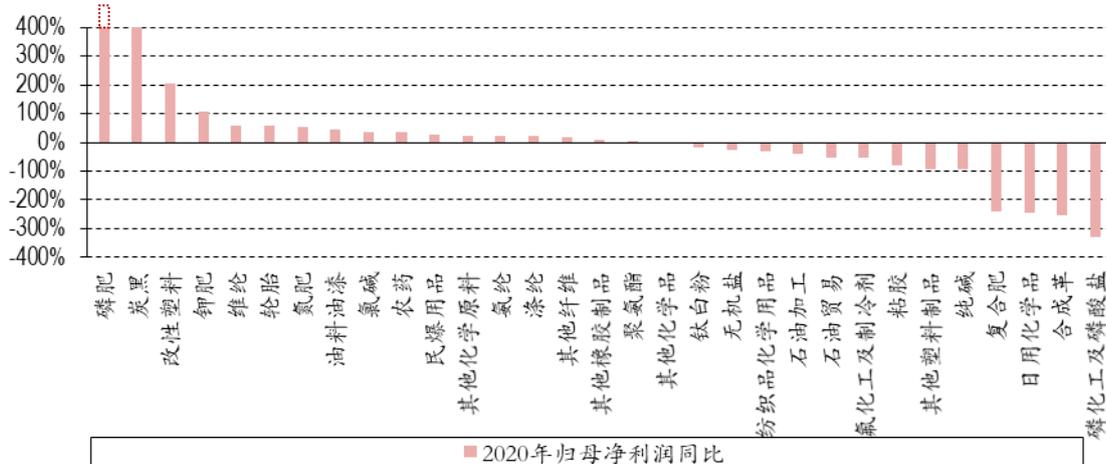
资料来源：万得，中银证券。注：钾肥营收较 2020Q4 增长 931.17%

化工子行业归母净利润表现差异较大。在申万分类的 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%。

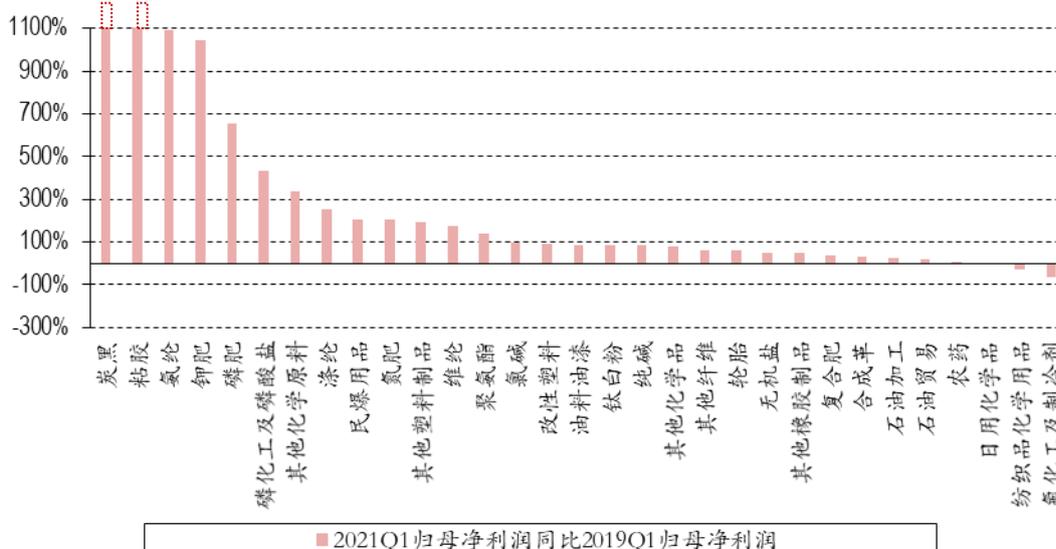
与 2020 年一季度归母净利润相比，2021 年一季度共有 6 个子行业归母净利润扭亏为盈，分别是石油加工、石油贸易、纯碱、油料油漆、民爆用品及粘胶；与 2019 年一季度相比也有 3 个子行业扭亏为盈，分别是钾肥、粘胶和炭黑。

图表 41.化工子行业 2020 年归母净利润同比增长比较



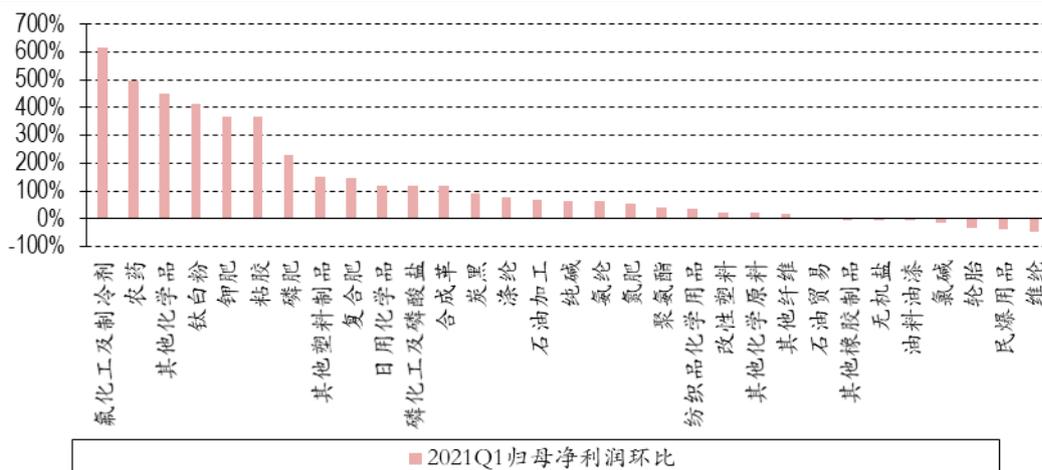
资料来源：万得，中银证券。注：磷肥归母净利润同比增长 1130.98%

图表 42.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 43.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

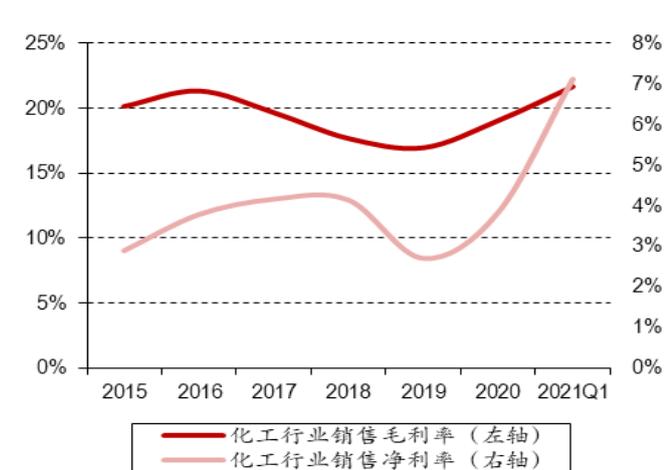


资料来源：万得，中银证券

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 44. 化工行业销售毛利率、销售净利率走势



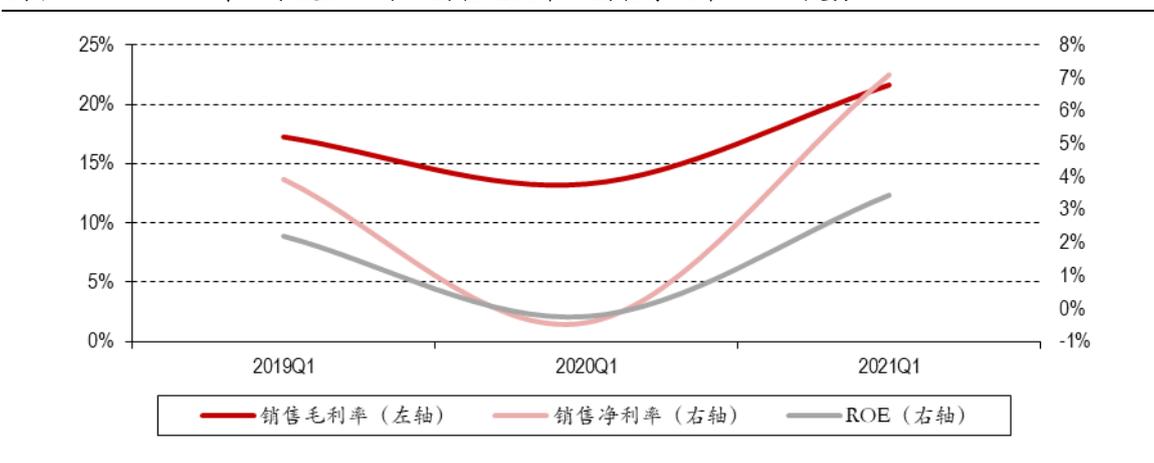
资料来源: 万得, 中银证券

图表 45. 近年化工行业 ROE (摊薄) 走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 46. 2019-2021 年一季度化工行业销售毛利率、销售净利率、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 47.2020 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率同比均有加快，且均有显著改善。

图表 48.2021 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 (%)	存货周 转率 (次)	存货周 转率 (%)
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 49. 2020 年同比、2021Q1 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

从估值的角度，截止 5 月 14 日，申万化工 PE 为 22.74，PB 为 2.64，仍处于相对偏低水平。未来疫情大概率持续好转，全球经济继续回暖，大宗商品涨价的景气周期仍有望持续。

图表 50. 板块市盈率



资料来源：万得，中银证券

图表 51. 板块市净率



资料来源：万得，中银证券

小结及展望

2020 年以来，疫情对全球经济造成较大负面冲击，但二三季度开始影响逐渐减弱。从宏观大环境来看，需求的恢复叠加旺季的因素，化工部分产品涨价在 2020 年四季度如约而至。2021 年一季度随着原油、金属、农产品等大宗商品价格大幅上行，化工品价格也出现了普涨。预计后续产品价格仍将维持高位。

从上市公司业绩来看，2020 年全行业收入合计 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。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、净利率继续提升，ROE 为 3.43%，同比提升 3.66%。

展望下半年，

需求端从国内市场来看，地产、家电等市场均在疫情后的恢复过程中。汽车在 2021 年产量及销量都出现大幅增长，2021 年 1-3 月汽车产量同比增幅达到了 75%，销量同比增幅也达到了 77%。同样房屋施工面积、新开工面积以及竣工面积 2021 年累计同比也有大幅增长。家电行业除了空调外，彩电及冰箱的累计同比也达到了疫情前水平。**农业领域**，全球农产品价格持续走高，农化需求环比向好。从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，**化工品出口**有望持续回暖。尤其对于纺织服装产业链，海外地产、家电产业链等相关产品。疫情下的 2020 年，国内化工乃至整个产业体系的快速恢复领先全球。我们判断，长期来看，国内的化工产业将在全球的产业分工中担当更为重要的角色。另一方面，半导体、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

供给端来看，疫情之后，化工各子行业的固定资产投资完成额均经历了触底反弹，且在 2021 年一季度达到极高峰值后开始回落的历程。但 2021 年一季度与 2019 年一季度相比，根据我们测算，仅化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额出现了小幅增长，而另外两个子行业化学纤维制造业及塑料与橡胶制品业的固定资产投资完成额较 2019 年均出现下降。

上市公司财报显示，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%。2021Q1 化工行业在建工程为 4347.39 亿元，同比增长 0.40%；剔除涤纶板块后在建工程为 3066.41 亿元，同比下降 9.16%。整体来看，部分优势企业持续扩产。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。总体来说，我们对于行业中优秀龙头企业的长期发展与表现更加乐观。

成本端，基于供需情况、各国推行的经济刺激政策、大宗商品的走势等因素，我们上调对于 2021 年 Brent 油价中枢的判断至 60 美元/桶左右，比 2020 年提高约 18 美元/桶。需要关注的主要扰动因素是 OPEC+ 的增产节奏、疫情再度扩散的风险以及各国对于新能源产业的支持力度等。

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5月14日，申万化工PE为22.74，PB为2.64，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。

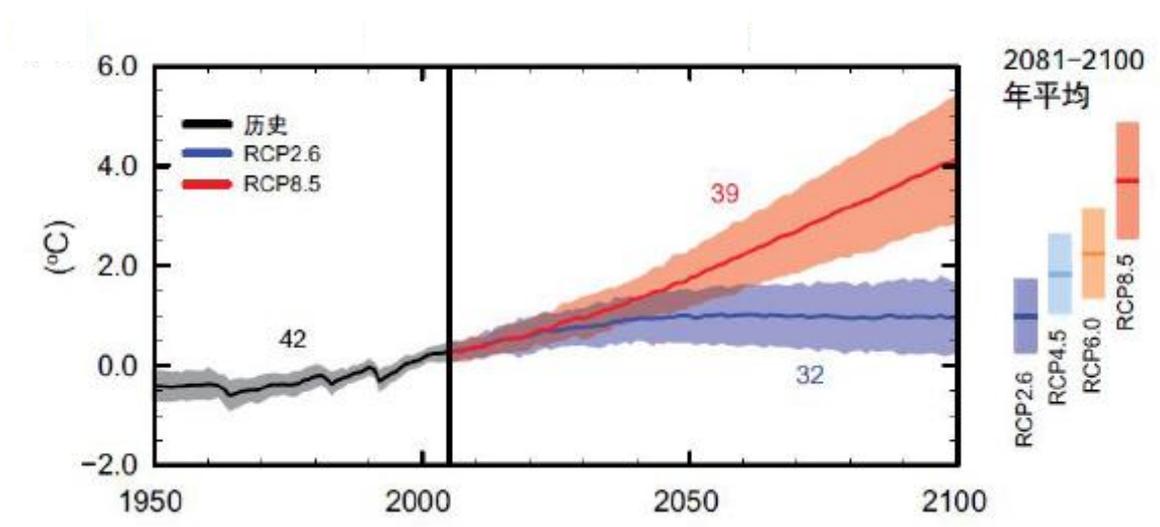
另外，全球农产品价格持续走高，国内持续去产能，建议关注化肥农药领域优秀龙头企业的长期发展，推荐华鲁恒升、联化科技、利尔化学等。

供给端出发，碳中和背景下的产业升级与集中度提升

碳中和及对行业的影响

从宏观来看，气温升高最大的影响是海平面上升以及极端天气的爆发，甚至自然界的物种会因为适应不了温升的变化而消失。IPCC 第五次评估报告的结果显示，人类社会能够接受 2 摄氏度的气温上升。如果 2100 年温升控制在 2 度的话，那么 2050 年地球大气中二氧化碳的浓度应该不超过 450ppm。但是，2011 年全球大气中二氧化碳当量浓度已达到 430ppm。如果不加以控制，到 2030 年二氧化碳当量浓度将超过 450ppm，到本世纪末将超过 750ppm，上述结果可能导致全球地表平均温度比工业化前（1750 年）高 3.7-4.8℃。在此背景下，全球各经济体逐步凝聚共识，共同采取措施应对气候变化。

图表 52.全球表面温度变化预测



资料来源：IPCC，中银证券

图表 53.全球应对气候变化的里程碑事件及主要共识

1992年	《联合国气候变化框架公约》(UNFCCC)	就应对气候变化达成共识，共同但有区别地应对环境问题，发达国家应该做出表率。
1997年	《京都议定书》(Kyoto Protocol)	提出在2008年至2012年的第一承诺期内，发达国家的温室气体排放量应在1990年的基础上平均减少5.2%
2015年	《巴黎协议》(Paris Agreement)	保证2度的温升。但是此协议目标是一个软性目标，按照各国自主承诺，加起来达不到这个目标，甚至温室气体排放还会增加。
2018年	IPCC的1.5度特别报告	报告指出巴黎协定提出的2度目标低估了温升可能造成的损失，要按1.5度的目标来，加快了应对气候变化的进程。

资料来源：IPCC，中银证券

2020 年 9 月，习近平主席在联合国大会上给出的承诺：中国将提高自主贡献的力度，2030 年以前要实现碳达峰，力争 2060 年以前实现碳中和。这一重大宣示展示了中国应对全球气候变化作出的新努力、新贡献，彰显了中国积极应对气候变化、走绿色发展道路的的决心和信心。更重要的是，碳达峰和碳中和有助于解决我国煤炭消费占比高、能源对外依存度高的发展痛点，可以从根本上改变污染物排放和温室气体排放尚未与经济社会发展脱钩的现状。同时，碳中和战略的实施还可以促进科技创新，推动新一轮的产业革命。最后，实现碳中和的宣言还有助于促进国际合作，应对单边主义的挑战，加快构建人类命运共同体。

图表 54. 近期我国关于碳达峰碳中和议题的相关举措

时间	主要会议/政策	主要措施和提议
2020年9月	联合国一般性辩论大会	二氧化碳排放力争于2030年前达到峰值, 努力争取2060年前实现碳中和。
2020年12月	2020年气候雄心峰会	到2030年, 中国单位国内生产总值二氧化碳排放将比2005年下降65%以上, 非化石能源占一次能源消费比重将达到25%左右, 森林积蓄量将比2005年增加60亿立方米, 风电、太阳能发电总装机容量将达到12亿千瓦以上。
2020年12月	中央经济工作会议	我国二氧化碳排放力争2030年前达到峰值, 力争2060年前实现碳中和; 要抓紧制定2030年前碳排放达峰行动方案, 支持有条件的地方率先达峰; 要加快调整优化产业结构、能源结构, 推动煤炭消费尽早达峰, 大力发展新能源, 加快建设全国用能权、碳排放权交易市场, 完善能源消费双控制度; 要继续打好污染防治攻坚战, 实现减污降碳协同效应; 要开展大规模国土绿化行动, 提升生态系统碳汇能力。
2021年2月	《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	国务院发布的《关于加快建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》对生产体系六大方面做出全面部署, 这是实现2030年前二氧化碳排放达峰、2060年前实现碳中和的关键举措。

资料来源: 各政府网站, 中银证券

图表 55. 近期我国各地区落实碳达峰碳中和战略的相关政策

地区	政策内容
上海市	单位生产总值能耗、单位生产总值二氧化碳排放量、主要污染物排放量进一步下降。大力推动钢铁、石化等重点行业智能化、绿色化升级, 延展绿色经济产业链。以能源、产业、交通领域为重点, 深化推进PM2.5与臭氧协同控制。确保在2025年前实现碳排放达峰, 比全国时间表提前五年。
北京	加强细颗粒物、臭氧、温室气体协同控制, 突出碳排放强度和总量“双控”, 明确碳中和时间表、路线图, 推进能源结构调整和交通、建筑等重点领域节能。严控、调整在京石化生产规模。持续开展秋冬季大气污染综合治理攻坚行动。实施二氧化碳控制专项行动和挥发性有机物专项治理行动。提高绿色低碳循环发展水平。全面推进工业、建筑、交通等重点行业和重要领域绿色化改造, 深化碳排放权交易市场建设。
福建	制定实施力争碳排放提前达峰行动方案, 推动低碳城市、低碳园区试点建设, 探索建立碳排放权交易市场。
江苏	制定2030年前碳排放达峰行动计划。推动绿色低碳循环发展, 持续推进石化、钢铁、建材, 印染等重点行业清洁生产, 着力发展化工循环经济体系。按照国家规划推进煤炭削减行动, 推进气化和“外电入苏”, 整合资源、有序发展海上风电。落实国家碳达峰、碳中和部署要求, 分区域分行业推动碳排放达峰, 深化碳交易试点。加快调整优化能源结构, 大力发展天然气, 风能, 太阳能, 核能等清洁能源, 提升天然气在一次能源中占比。全面推进有色、建材, 陶瓷, 纺织印染, 造纸等传统制造业绿色化低碳化改造。培育壮大节能环保产业, 推广应用节能低碳环保产品, 全面推行绿色建筑, 推广新能源交通运输, 强化油路车企联合防控, 推进煤改气, 油改气, 严格工地扬尘和露天焚烧管控。
广东	《广东省培育新能源战略性新兴产业集群行动计划(2021-2025年)》: 到2025年, 非化石能源消费约占全省能源消费总量的30%, 新能源产业营业收入达到7300亿元, 四发展优势和重点突出。
天津	持续调整优化产业结构、能源结构, 推动钢铁等重点行业率先达峰和煤炭消费尽早达峰。积极对接全国碳排放权交易市场, 完善能源消费双控制度, 协同推进减污降碳, 实施工业污染排放双控, 推动工业绿色转型。持续减少煤炭消费总量, 大力优化能源结构, 打造能源创新示范高地。
海南	主要污染物排放总量, 能源消耗总量, 碳排放强度提前完成国家下达控制目标, 推进“无废”城市建设, 全面实施垃圾分类, 推进“禁塑”工作。
西藏	研究制定碳达峰行动方案。到2035年, 成为全国乃至国际生态文明高地, 率先实现碳达峰和碳中和。积极对接全国用能权, 碳排放权交易市场建设, 完善配套政策措施。加快推进盐湖综合利用等循环经济产业链建设和重点园区循环化改造, 巩固提升油气化工等优势产业。
青海	力争在全国率先实现二氧化碳排放达到峰值, 推进排污权、用能权、用水权、碳排放权市场化交易。推进重点行业 and 重点领域绿色化改造。
山东	降低碳排放强度, 制定碳达峰碳中和实施方案。到2035年, 绿色生产生活方式广泛形成, 碳排放达峰后稳中有降。完善高耗能行业差别化政策, 实施煤炭消费总量控制。推广“无废城市”建设, 实现设区市垃圾分类处置全覆盖。降低碳排放强度, 制定碳排放达峰行动方案。
河北	山东“十四五”主题系列新闻发布会(第三场): 以钢铁, 地炼, 电解铝等七大高耗能行业为重点, 坚定不移淘汰落后产能, 压减过剩产能, 为优质产能腾出了发展空间, 谋划建设了一批重大项目, 持续优化产业布局、提升产业集聚水平。推进碳汇交易, 加快无煤区建设, 实施重点行业低碳化改造, 单位GDP二氧化碳排放下降4.2%。支持绿色技术创新, 开展重点行业和领域绿色化改造。实施清洁能源替代工程, 不断提高非化石能源在能源消费结构中的比重。
河南	实施2030年前碳排放达峰行动, 打造绿色低碳循环发展的经济体系, 力争如期实现碳达峰, 碳中和刚性目标。推动以煤为主的能源体系加快转型, 推动重点行业清洁生产和绿色化改造。对基础较好的节能环保, 尼龙新材料、智能装备, 新能源及网联汽车5个产业, 重点突破新技术, 推动规模和质量提升, 加快新能源汽车等项目建设。实施电力“网源储”优化, 煤炭稳产增储, 油气保障能力提升。持续降低碳排放强度, 煤炭占能源消费总量比重降低5个百分点左右。构建低碳高效的能源支撑体系, 推进能源革命, 谋划建设外电入豫新通道, 加快国家主干油气管道建设。

资料来源: 各政府网站, 中银证券

续 图表 55. 近期我国各地区落实碳达峰碳中和战略的相关政策

地区	政策内容
内蒙古	<p>严格控制能耗总量和能耗强度，新建项目单位产品能耗必须达到国家先进标准，化工、冶金、建材等行业限期达到国家能耗先进标准。逐步压减高耗能行业用电负荷。开展用能权、森林草原碳汇交易试点。做优做强现代能源经济，推进煤炭安全高效开采和清洁高效利用，高标准建设鄂尔多斯国家现代煤化工产业示范区。</p> <p>严格控制煤炭开发强度，推动煤炭清洁生产与智能高效开采。</p> <p>《调整部分行业政策和电力市场交易政策的通知》：2021年起，明确对电解铝、铁合金，电石、烧碱、水泥、钢铁，黄磷、锌冶炼8个行业实行差别电价政策。</p> <p>《关于确保完成“十四五”能耗双控目标任务若干保证措施（征求意见稿）》：2021年起，不再审批焦炭（兰炭）、电石、PVC、合成氨（尿素）、甲醇、乙二醇、烧碱、纯碱、磷铵、黄磷、水泥（熟料）、平板玻璃、超高功率以下石墨电极、钢铁（已进入产能置换公示阶段的，按国家规定执行）、铁合金、电解铝、氧化铝（高铝粉煤灰提取氧化铝除外）、蓝宝石、无下游转化的多晶硅、单晶硅等新增产能项目，确有必要建设的，须在区内实施产能和能耗减量置换。除国家规划布局和自治区延链补链的现代煤化工项目外，“十四五”期间原则上不再审批新的现代煤化工项目。</p>
黑龙江	<p>因地制宜实施煤改气、煤改电等清洁供暖项目。大力发展碳汇经济等以生态为本底的新产业。</p> <p>加速发展壮大新一代信息技术、航空航天，高端装备、新能源汽车、新材料、新能源、生物技术、绿色环保等战略性新兴产业启动二氧化碳排放达峰行动，加强重点行业和重要领域绿色化改造。加快煤改气、煤改电，煤改生物质，促进生产生活方式绿色转型。挖掘企业节能减排潜力，从源头减少污染排放，发展壮大环保产业。</p>
吉林	<p>加快“气化吉林”建设，提高天然气、煤炭、石油、油母页岩等化石能源清洁利用水平，探索天然气掺氢气技术应用，提高能源安全保障能力。</p>
山西	<p>制订实施我省2030年前碳达峰，2060年前碳中和行动方案。适时实施全面禁塑，杜绝白色污染。大力倡导绿色消费，完善绿色能源。</p> <p>推动煤矿绿色智能开采，推进煤炭分质分级利用，抓好煤炭消费减量等量替代。2021年，生物基新材料产业重点推进金晖兆隆降解聚酯等项目建设。促进现代煤化工走高端化、差异化、市场化和环境友好型道路。</p> <p>《加快推进甲醇汽车产业发展和全省域推广应用的实施方案》：到2021年底，全省形成年产15万辆甲醇汽车的产能，力争到2022年底，全省范围内开展3-5条甲醇汽车示范运营项目。</p>
陕西	<p>《全省国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标的建议》：在2030年前实现碳达峰，推动能化产业高端化发展，加快建设1500万吨煤炭分质利用、80万吨乙烷裂解制乙烯等项目，支持光伏、风电等清洁能源发展。推动煤炭清洁高效转化，发展精细化工材料和终端应用产品，延伸产业链，提高附加值。</p>
宁夏	<p>单位煤炭消耗、电力消耗均下降15%。完善区域联防联控机制，推进重点行业超低排放改造，加大老旧柴油货车淘汰，大幅减少重污染天气。</p>
甘肃	<p>以石油化工、有色冶金，装备制造，能源电力等为重点，加快推进传统产业高端化、智能化、绿色化改造。推动兰州石化乙烯、金川公司氯碱化工下游高端产品研发生产，推进庆阳石化减油增化转型升级，支持玉门油田发展清洁能源制氢。支持兰州新区绿色化工园区集聚发展。</p> <p>《甘肃省高耗能行业执行差别电价管理办法》：对钢铁、铁合金、电解铝、锌冶炼、电石、烧碱、黄磷、水泥等八个高耗能行业企业的产能，按照允许类、限制类，淘汰类分别执行的差别化电价政策。</p>
新疆	<p>立足新疆能源实际，积极谋划和推动碳达峰、碳中和工作，推动绿色低碳发展。</p> <p>2021年实施新一轮传统产业重大技术改造升级工程，稳步发展石油石化、煤炭煤化工、电力、硅基、有色金属等资源密集型产业；积极创建新材料、化工国家级制造业创新中心。</p>
浙江	<p>推动绿色循环低碳发展，坚决落实碳达峰、碳中和要求，实施碳达峰行动。非化石能源占一次能源比重提高到24%，煤电装机占比下降到42%，加快淘汰落后和过剩产能，腾出用能空间180万吨标煤。加快推进碳排放权交易试点。</p> <p>构建绿色低碳的现代能源供应体系，构建电油气“三张网”，打造长三角清洁能源生产基地。大力培育新一代信息技术、生物技术、新材料、高端装备、新能源及智能汽车、绿色环保、航空航天、海洋装备等产业，加快形成一批战略性新兴产业集群。</p> <p>浙江省绿色循环低碳发展“十四五”规划征求意见稿：坚决遏制地方新上石化、化纤等高耗能行业项目，对新上石化、化纤、水泥、钢铁、造纸等高耗能项目，原则上要实行用能权有偿使用交易和差别化电价政策。</p> <p>严格涉煤项目准入，鼓励使用洁净煤和高热值煤，支持工业企业实施传统能源改造，加快高耗能落后企业产能、设备的淘汰和退出。</p>
湖北	<p>加快建设全国碳排放权注册登记结算系统。大力发展循环经济、低碳经济，培育壮大节能环保，清洁能源产业。支持武汉打造全国一流碳排放权交易注册登记中心。</p>
湖南	<p>发展环境治理和绿色制造产业，推进钢铁、建材，电镀，石化，造纸等重点行业绿色转型，大力发展装配式建筑、绿色建筑。支持探索零碳示范创建。</p>
安徽	<p>提高非化石能源比重，为2030年前碳排放达峰赢得主动。开展十大新兴产业高质量发展行动，建设新型显示、集成电路、新能源汽车和智能网联汽车、人工智能、智能家电5个世界级战略性新兴产业集群，在新一代信息技术、新材料、新能源、生命健康等领域打造增长引擎。建设天然气主干管道160公里，天然气消费量扩大到65亿立方米。建设智慧能源系统，构建清洁低碳、安全高效的现代能源体系。</p>
四川	<p>制定二氧化碳排放达峰行动方案，推动用能权、碳排放权交易。加快传统制造业改造升级。</p>
重庆	<p>加快壮大战略性新兴产业，支持新一代信息技术，高端装备，新材料、生物医药、新能源汽车及智能网联汽车，节能环保等产业集群集聚发展。</p>

资料来源：各政府网站，中银证券

续 图表 55. 近期我国各地区落实碳达峰碳中和战略的相关政策

地区	政策内容
贵州	<p>大力发展基础能源和清洁高效电力，做优煤炭产业，扎实推进能源工业运行新机制，推进煤层气、页岩气、氢能，地热能等加快发展，着力构建清洁低碳、安全高效的能源体系。</p> <p>大力发展精细化工、煤化工，加快推进织金年产50万吨PGA、恒力（贵阳）智能化新材料产业园等项目建设。推进基础材料向新材料领域提升转化，深入推进磷化工企业“以渣定产”和大宗工业固体废物综合利用。</p> <p>《贵州省长江经济带发展负面清单实施细则》（征求意见稿）：禁止钢铁、电解铝、水泥、平板玻璃行业违规新增产能项目。对确有必要新建的必须严格按照国家有关产能置换政策执行。禁止新建。扩建不符合国家总量控制建设规划的燃煤燃气火电项目。</p>
广西	<p>培育壮大新一代信息技术，新能源及智能汽车、高端装备制造、节能环保，海洋装备，先进新材料，生物医药、绿色食品等战略性新兴产业，力争打造一批具有全国影响力的产业集群。</p>
云南	<p>推进清洁生产，大力发展环保产业，推进重点产业和重要领域绿色改造，实施燃煤替代。增加森林和生态系统碳汇，控制工业、交通等重点领域碳排放。</p>

资料来源：各政府网站，中银证券

在碳中和战略的实施过程中，三条投资逻辑或将受益。第一，能耗高、污染高的子行业可能将迎来新一轮供给侧结构性改革，具有规模优势、技术优势和生产过程环保处理水平较高的龙头企业有望获得更多资源的青睐，行业的集中度有望继续提升；第二，低碳能源、高碳原料低碳化处理、有助于终端应用节能降碳的新材料等子行业有望在未来迎来更多发展机会，比较典型的子行业包括：属于低碳能源的天然气（LNG），属于高碳原料低碳化处理的煤化工，属于有助于终端应用节能降碳的新材料的碳纤维、改性塑料、可降解塑料等；第三，从事储能和碳捕捉、碳封存的公司。目前来看，在实现碳达峰碳中和目标的过程中，比较成熟的路线有两个，一个是低碳能源、可再生能源发电+储能，另一个是碳排放+碳捕捉、碳封存。因此，从事储能和碳捕捉、碳封存的企业有望在未来的发展中受益。

行业优胜劣汰，长期看好多元发展的优秀龙头企业

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。

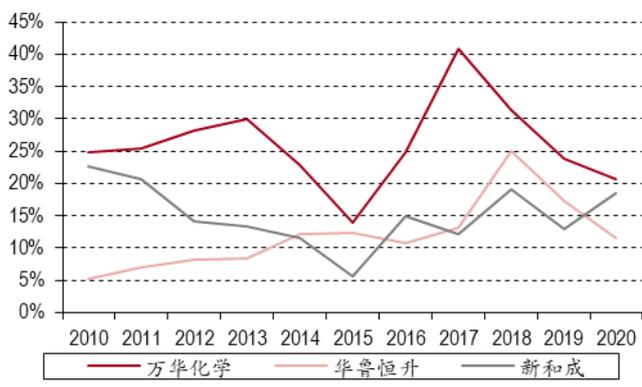
另一方面，几个优质企业持续进行研发投入与创新，向世界级优秀化工企业迈进。

图表 56. 万华化学、华鲁恒升、新和成资本开支情况

	在建工程（亿元）					固定资产（亿元）				
	2017	2018	2019	2020	2021Q1	2017	2018	2019	2020	2021Q1
万华化学	73.06	102.51	240.66	232.57	223.1	276.1	291.2	374.78	563.71	585.1
华鲁恒升	14.85	2.03	5.35	34.72	26.67	107.2	129.83	119.32	112.5	125.04
新和成	5.94	35.18	61.04	13.26	16.88	46.48	53.51	77.69	139.14	138.43

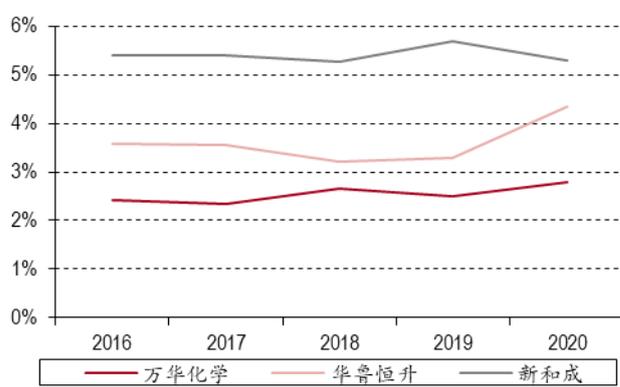
资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 57. 龙头企业 ROE (摊薄) 情况



资料来源: 万得, 中银证券

图表 58. 龙头企业研发支出占收入比重



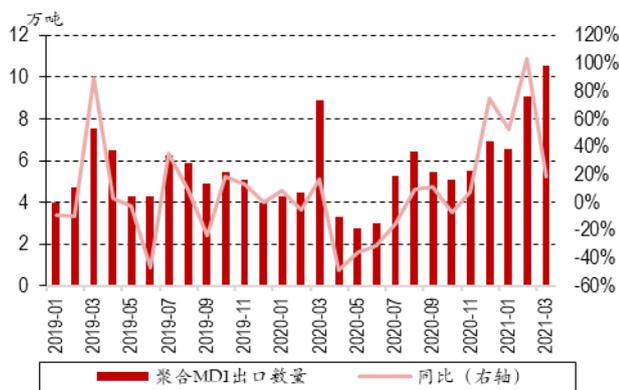
资料来源: 万得, 中银证券

万华化学: 创新驱动, 打造多产业集群

MDI 全球需求稳步增长, 疫情后受益下游需求复苏。伴随全球经济的发展, MDI 消费量自 2011 年的 456 万吨增长至 2020 年的 738.5 万吨, 复合增长率达 5.5%, 根据科思创估计, 2025 年 MDI 全球需求量将达 942.5 万吨, 复合增长率预计为 5% 左右。

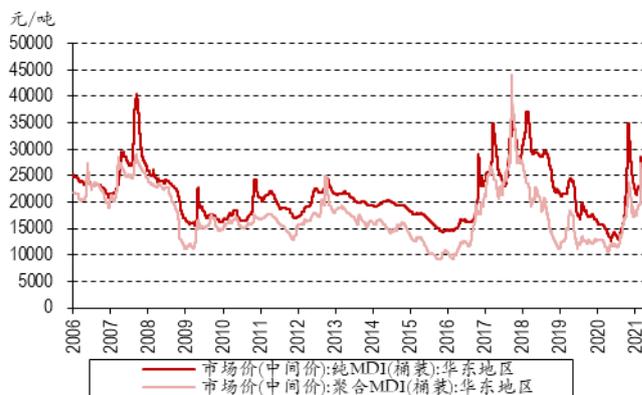
随着下游需求复苏, 国内 MDI 出口量自 2020 年 5 月后持续走高。根据海关总署进出口数据统计, 2021 年 3 月, 聚合 MDI 出口 10.56 万吨, 同比增长 19.05%, 2021 年 1-3 月共出口 26.21 万吨, 同比增长 48.58%。

图表 59. 聚合 MDI 出口情况



资料来源: 万得, 中银证券

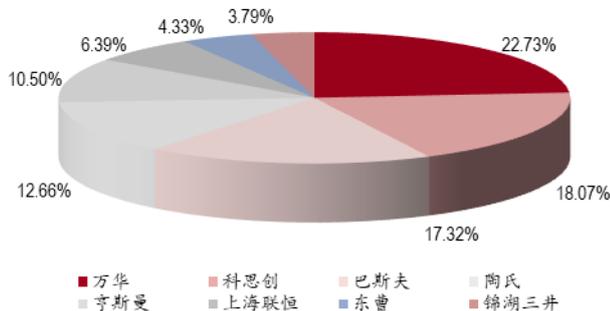
图表 60. MDI 产品价格



资料来源: 万得, 天天化工网, 中银证券

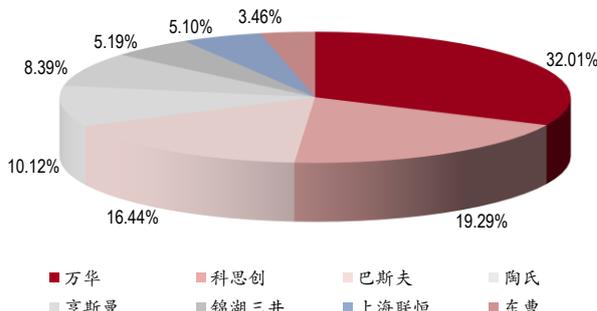
供给端: 集中度还将持续提升。由于 MDI 具备较高的技术壁垒, 全球仅有少数厂商生产。根据彭博数据, 2020 全球 MDI 产能为 924 万吨, 前五大厂商产能占比为 81.28%, 分别为万华化学、巴斯夫、科思创、陶氏和亨斯迈, 行业集中度较高。根据各公司公开披露数据, 预计到 2024-2025 年, 全球 MDI 产能将增至 1160 万吨/年, 前五大厂商产能占比或超过 85%。

图表 61.2020 年全球 MDI 产能占比



资料来源：彭博，天天化工，中银证券

图表 62.2024 年全球 MDI 产能占比预测



资料来源：彭博，天天化工，中银证券

图表 63. 全球 MDI 新增产能情况

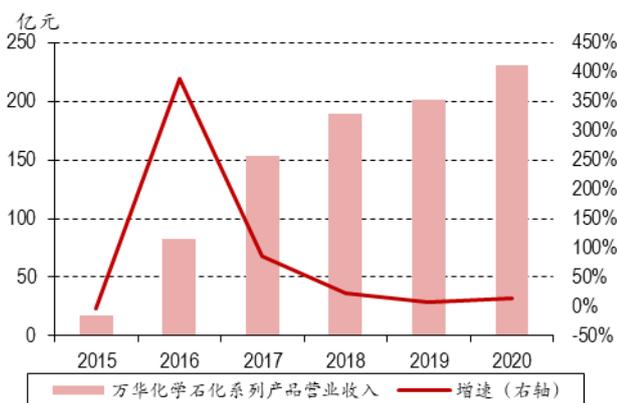


资料来源：公司公告，中银证券

MDI 一体化优势明显，万华具备较强的成本优势。万华化学自主研发并掌握了先进的液相光气法 MDI 生产技术。完善的产业链使得公司 MDI 成本在行业内处于领先的位置，保持较强的市场竞争力。公司通过技术改造，目前烟台工业园 MDI 装置已经实现了从 60 万吨/年至 110 万吨/年的技改扩能，且主要装置投入仅 2.84 亿元，使得公司 MDI 产能提升至 260 万吨/年，稳居全球首位。新项目建设方面，福建基地 MDI 装置如期打桩，未来在全球的话语权还将持续增强。

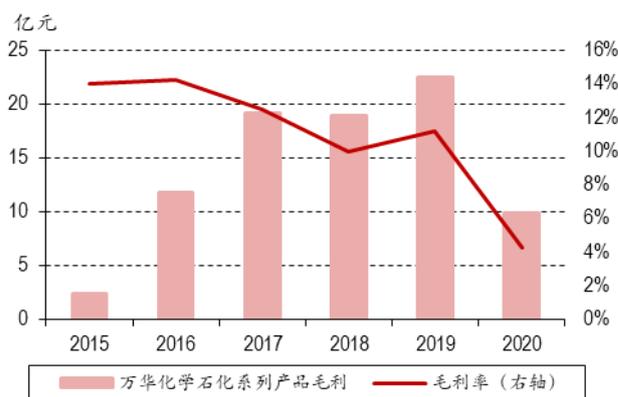
乙烯项目投产，开拓聚烯烃高性能材料。近年公司依托丙烯为核心，发展丙烯酸及酯产业链、环氧丙烷等产业链。此前公告烟台工业园乙烯项目及配套设施已于 2020 年 11 月 9 日成功产出乙烯产品，标志着项目全部一次开车成功。未来公司将利用现有工业园乙烯产业链优势，继续加大烯烃及下游产业链投资，大力开拓万华聚烯烃高性能材料平台。

图表 64. 万华化学石化系列产品营业收入及其增速



资料来源：万得、公司公告，中银证券

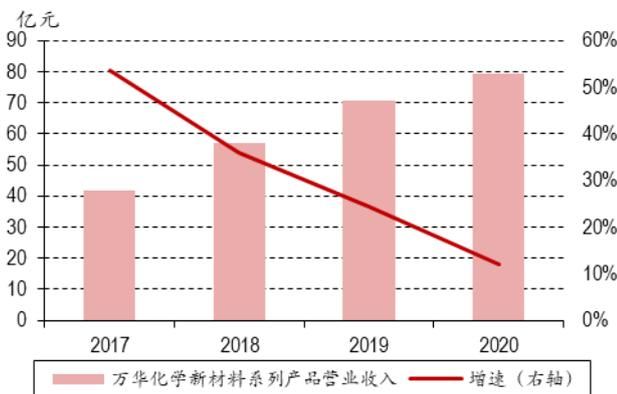
图表 65. 万华化学石化系列产品毛利及毛利率



资料来源：万得、公司公告，中银证券

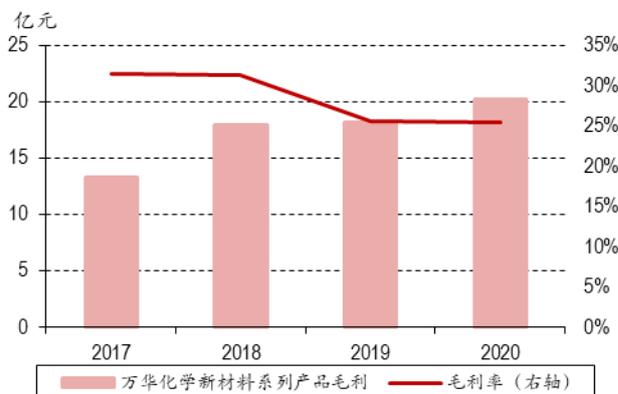
眉山一期改性塑料项目投产，多项目助力打造新材料产业集群。公司烟台工业园 PC 二期 13 万吨已于 2020 年完工。四川眉山基地经过近两年时间的建设，一期改性塑料项目在 2020 年年底顺利投产并产出合格产品，二期 PBAT 生物降解聚酯项目以及电池材料项目前期设计报批工作顺利推进。此外，公司后续将持续推进尼龙-12、柠檬醛等项目的研发和产业化。多个项目完成后竞争实力进一步增强，打造新材料产业集群与公司新的长期增长极。

图表 66. 万华化学新材料系列产品营业收入及其增速



资料来源：万得、公司公告，中银证券

图表 67. 万华化学新材料系列产品毛利及毛利率



资料来源：万得、公司公告，中银证券

华鲁恒升：景气上行盈利高位，第二基地顺利推进

华鲁恒升专注于资源综合利用和协同发展，打造了“一头多线”的循环经济产业链，公司作为我国煤化工行业的优秀企业，以技术领先的煤气化平台为抓手，坚持节能降耗为导向。经过多年发展，形成了尿素、DMF、醋酸、己二酸、丁辛醇和乙二醇等产品线。

公司产品自从 2020 年下半年以来价格持续上涨，且部分产品涨幅较大。如醋酸、辛醇、DMF 等均已达到了五年新高。受到主营产品价格上涨的影响，公司 2021 年一季度业绩大幅超过预期。化工品景气周期推动下公司盈利水平有望维持高位。

基于现有的煤气化平台，结合公司一体化优势，公司正在建设己内酰胺及尼龙新材料和精己二酸项目，拓展新材料产业链。项目预计将在 2021 年 12 月投产，可年产己内酰胺 30 万吨/年、甲酸 20 万吨/年、尼龙 6 切片 20 万吨/年等，未来可能与公司原有己二酸板块配合形成尼龙 66 及尼龙 6 两条互补且完整的产业链，盈利有望上一个新的台阶。

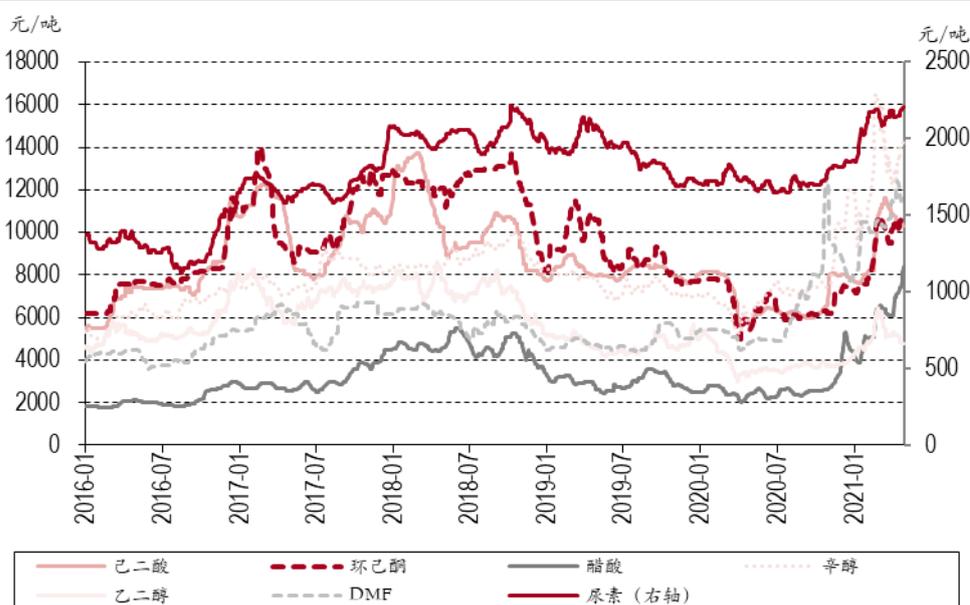
签订湖北荆州项目投资协议，打造第二基地：公司此前公告，与湖北省江陵县人民政府、荆州市政府签订了投资建设现代煤化工基地协议，计划一期项目总投资不少于人民币 100 亿元。环评报告显示其合成气综合利用项目为 C1 产业链，包括合成氨、尿素、醋酸、DMF 等产品。二期及后续投资规模另行协商确定。荆州煤化工基地位于华中地区，交通运输便捷，肥料市场需求较大，项目综合优势比较明显。荆州新基地建成有望大幅提升公司盈利，保障公司长期成长空间。

图表 68. 华鲁恒升主要产品产能

类别	产品	现有产能 (万吨/年)	备注
肥料	尿素	220	主要用于农业生产、工业加工
	复合肥	60	
有机胺	DMF	25	主要用于 PU 浆料、医药、农药、食品添加剂、电子行业、其他行业
	混甲胺	20	
醋酸及其衍 生品	醋酸	60	主要用于制作醋酸酯、PTA，醋酸乙烯，氯乙酸和甘氨酸
	醋酐	5	
己二酸及中 间体	己二酸	33	己二酸用于生产 PU 浆料、尼龙 66 等；环己酮用于生产己二酸和己内酰胺。新 16.6 万吨/年精己二酸项目已于 2021 年一季度投产。
	环己酮	10	
多元醇	丁醇	8	正丁醇主要应用在丙烯酸丁酯、醋酸丁酯、DBP；异辛醇主要应用在 DOP，DOT；乙二醇主要应用在聚酯、防冻液、不饱和树脂、聚氨酯等
	辛醇	12	
	煤制乙二醇	55	
	草酸	10	

资料来源：万得，公司公告，中银证券

图表 69. 华鲁恒升产品价格走势



资料来源：万得，中银证券；尿素：右轴；其他品种：左轴

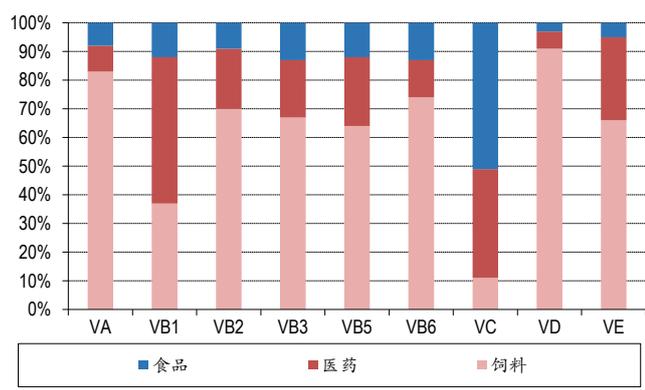
新和成：维生素维持较高景气，“精细化工+”平台持续发展

新和成在国内布局四大基地，打造营养品、香精香料、高分子新材料和原料药的四大业务板块。

营养品：维 A、维 E 维持高景气，扩品类持续进行

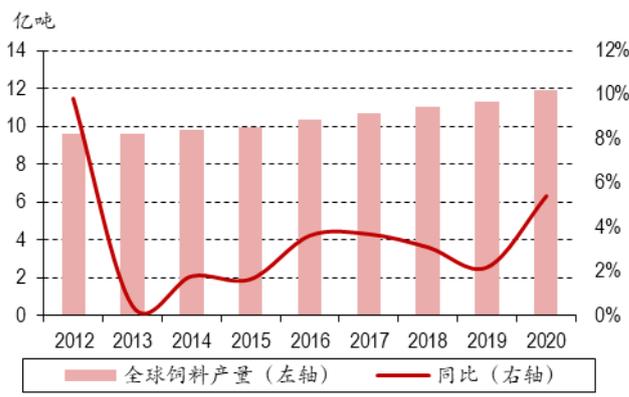
目前公司营养品板块产品维生素 A/维生素 E/蛋氨酸等下游主要应用于饲料等领域，近年来，全球饲料产量始终保持一定的增速。根据全球动物营养公司奥特奇统计，即使 2019 年受非洲猪瘟影响，以及亚太地区生猪饲料的减少，全球饲料产量为 11.27 亿吨，同比下降 1.07%。2020 年全球饲料产量为 11.88 亿吨，同比增长 5.41%。

图表 70.部分维生素下游需求结构



资料来源：博亚和讯，中银证券

图表 71.近年全球饲料产量相对平稳



资料来源：奥特奇，中银证券

多年来，由于维生素 A 及上游原料生产的高壁垒，行业鲜有新进入者。国内以新和成与浙江医药为代表的维生素 A 生产企业生产工艺水平持续提升，在全球市场份额有逐年提升趋势。新和成目前有 1 万吨维生素 A 产能，已实现关键原料柠檬醛自供，将充分受益行业景气度上行。

帝斯曼收购能特科技，维生素 E 行业供给格局进一步优化。由于维生素 E 具备较高的技术壁垒，行业集中度较高，主要生产企业有帝斯曼、浙江医药、巴斯夫等。2019 年 1 月，帝斯曼和能特科技签署合作协议，计划组建新公司，帝斯曼直接持有新公司 75% 的股权。2019 年 8 月，帝斯曼与能特科技签署《股权购买协议》。维生素 E 行业供应商由六家减少为五家，行业集中度提升，供给格局优化。

新和成目前具备 2 万吨维生素 E 产能，采用异佛尔酮法路线，关键中间体异植物醇、三甲基氢醌可以自给，摆脱对间甲酚的依赖。山东基地新建的 2 万吨产能自 2019 年底试车完成投入生产，实现原料、中间体一体化，生产连续化、自动化，后续生产成本有望进一步降低，竞争优势逐渐提升。

图表 72. 2010 年至今维生素 A 价格走势



资料来源：博亚和讯，中银证券

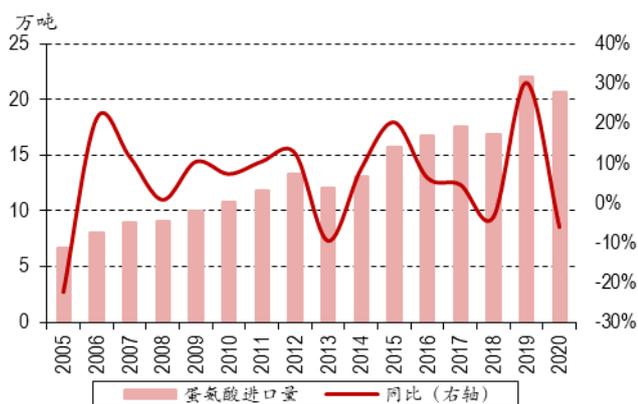
图表 73. 2009 年至今维生素 E 价格走势



资料来源：奥特奇，中银证券

2020 年公司蛋氨酸一期 5 万吨生产线实现满负荷生产，全年成本显著下降，有效提升产品竞争力，二期 25 万吨/年项目其中 10 万吨装置如期投入使用。

图表 74. 历年我国蛋氨酸进口量



资料来源: 万得, 中银证券

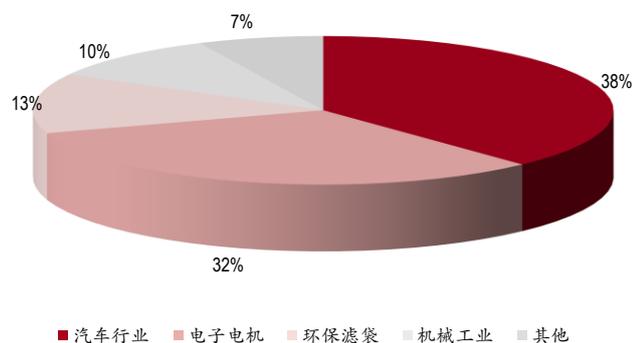
图表 75. 历年蛋氨酸价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

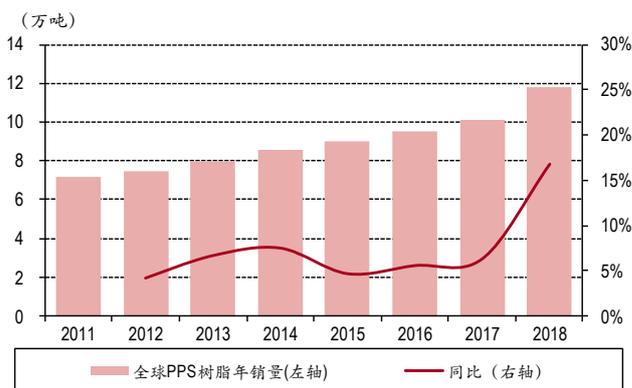
突破多个高壁垒产品, 精细化工龙头持续成长: 多年来, 凭借产业链及工艺技术的优势, 公司陆续突破香精香料、蛋氨酸、PPS/PPA 等高壁垒产品的生产销售, 且各个业务板块实现良好协同。2018 年来, 公司启动多个新项目的建设, 包括 25 万吨蛋氨酸、黑龙江生物发酵、山东营养品项目及精细化工项目等, 此部分产能在 2020-2021 年起逐渐投产释放业绩, 公司的营收规模有望持续提升。

图表 76. PPS 下游需求行业占比



资料来源: 艾邦高分子, 中银证券

图表 77. 全球 PPS 需求量稳步增长



资料来源: 艾邦高分子, 中银证券

第三期员工持股计划完成购买: 截至 2021 年 2 月 26 日, 公司第三期员工持股计划已完成股票购买, 成交均价约为 35.97 元/股。员工持股计划有利于广大高管及员工分享公司成长成果。

民营油气炼化: 相关公司业绩增量较大, 对行业影响深远

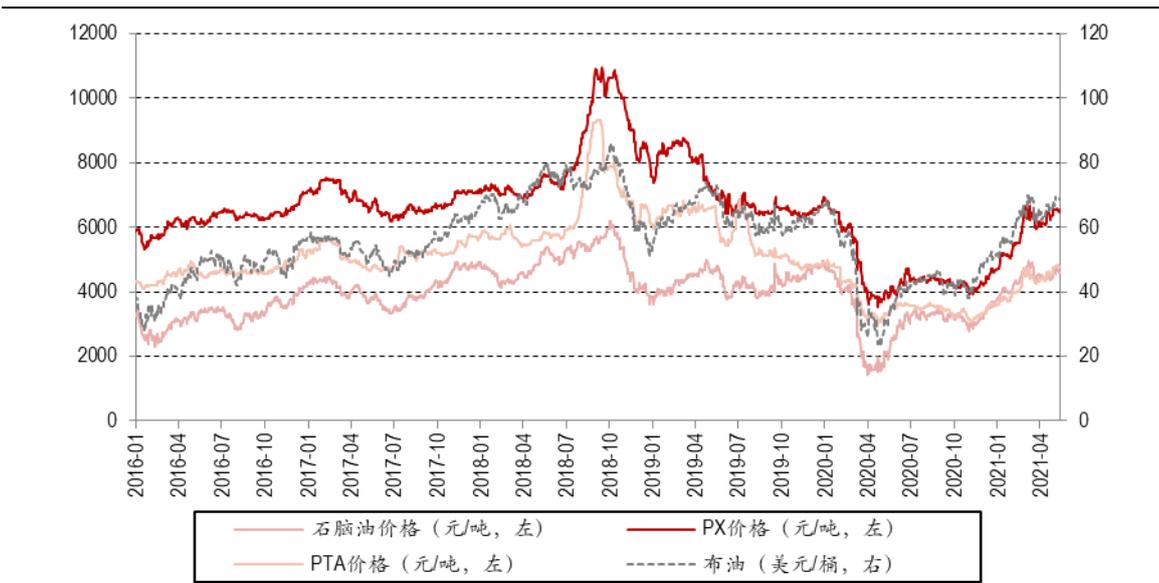
民营炼化投产为相关公司带来较大业绩增量

2020 年, 受到国际油价暴跌引起的库存损失影响, 国内相关石油石化公司业绩受到较大负面冲击。石油炼化行业的一大特点是, 作为制造业的中游环节, 产品价格的组成主要是由原材料成本加上加工利润构成, 因此石油化工行业产品价格与原油价格的相关性非常高, 尤其是当出现油价波动幅度较大时。由相关性计算可知, 芳烃化工品和乙二醇与布伦特原油的价格相关系数均在 0.8 以上。因此原油价格的波动对炼化企业的营收及利润都有极大的影响。虽然 2020 年国际石化跨国公司及国内国营石化企业都受到了较大的影响, 但是民营大炼化龙头企业在相对灵活的经营、准确的市场判断以及规模化更合理的产品结构优势下, 依然取得了超过市场预期的盈利。

民营炼化项目从 2019 年底开始陆续投产,装置规模大多达到大型/特大型经济规模,居世界领先水平。且从产品结构来看,下游化工品占比更高,盈利能力或将高于传统炼厂。经过充分调试与工艺打通,从 2020 年上市公司的财报情况可以看出对相关公司业绩带来较大增量。

通常在油价上涨的过程中炼化企业有一定程度的受益,因此 2021 年以来化工品价格随着油价上涨有望使得炼化企业的经营获得更好的业绩。中长期来看,原油价格稳定或者上涨的状态下,炼化企业能够维持稳定较好的经营。

图表 78.原油-石脑油-PX-PTA 价格走势



资料来源: 万得, 中银证券

图表 79.民营石油大炼化项目情况

公司	炼化项目	原油一次加工能 (万吨)	主要产品	投产时间
恒逸石化	文莱 PMB 项目	800	成品油 600 万吨、芳烃 200 万吨	2019 年 11 月
荣盛石化和桐昆股份	浙石化一期	2,000	汽油 378 万吨、柴油 173 万吨、航空煤油 284 万吨、PX 400 万吨、纯苯 452 万吨、150 万吨乙烯及下游聚乙烯、苯乙烯、MMA、PC 等	2019 年 12 月
荣盛石化和桐昆股份	浙石化二期	2,000	成品油 820 万吨、纯苯 60 万吨、苯乙烯 400 万吨、PX400 万吨、乙烯及下游聚乙烯、聚丙烯、PC、C4C9 树脂橡胶等	2021 年
恒力石化	恒力炼化	2,000	汽油 460 万吨、柴油 161 万吨、航空煤油 370 万吨、PX 450 万吨、纯苯 97 万吨、聚丙烯 43 万吨	2019 年 3 月
东方盛虹	盛虹炼化	1,600	汽油 240 万吨、柴油 200 万吨、航空煤油 150 万吨、PX 280 万吨、苯乙烯、EVA、丙烯腈等	2021 年底

资料来源: 各公司公告, 中银证券

图表 80.恒逸石化、荣盛石化、恒力石化、卫星石化营业收入及增速

(单位: 亿元)	2020 年	同比(%)	2021 年 第一季度	2020Q1 同比(%)	2019Q1 同比(%)	2020Q4 环比(%)
恒逸石化	864.30	8.55	308.46	63.44	47.05	22.85
荣盛石化	1,072.65	30.02	345.81	64.26	110.08	16.63
恒力石化	1,523.73	51.19	532.33	78.81	253.64	8.55
卫星石化	107.73	(0.06)	36.24	119.22	72	12.51

资料来源: 万得, 公司公告, 中银证券

图表 81. 恒逸石化、荣盛石化、恒力石化近归母净利润及增速

(单位: 亿元)	2020 年	同比(%)	2021 年 第一季度	2020Q1 同比(%)	2019Q1 同比 (%)	2020Q4 环比 (%)
恒逸石化	30.72	(3.70)	12.13	48.71	186.43	7833.3
荣盛石化	73.09	231.17	26.22	113.86	333.38	58.25
恒力石化	134.62	34.28	41.11	91.81	712.95	15.28
卫星石化	16.61	30.50	7.67	1,805.53	249.05	1.00

资料来源: 万得, 公司公告, 中银证券

民营炼化投产大量填补国内乙烯缺口

目前国内聚乙烯、PX、乙二醇及苯乙烯依然存在供需缺口, 需要通过进口才能满足国内消费。其中聚乙烯的进口依赖度依然较高。而乙二醇虽然产能/消费比不低, 但 2020 年实际上平均进口依存度依然达到 53.8%。主要是因为进口乙二醇生产成本偏低, 而在低油价水平下国内煤制乙二醇失去竞争优势, 2020 年开工率处于低位。

图表 82. 2020 年中国千万吨级以上炼厂产能 (单位: 万吨)

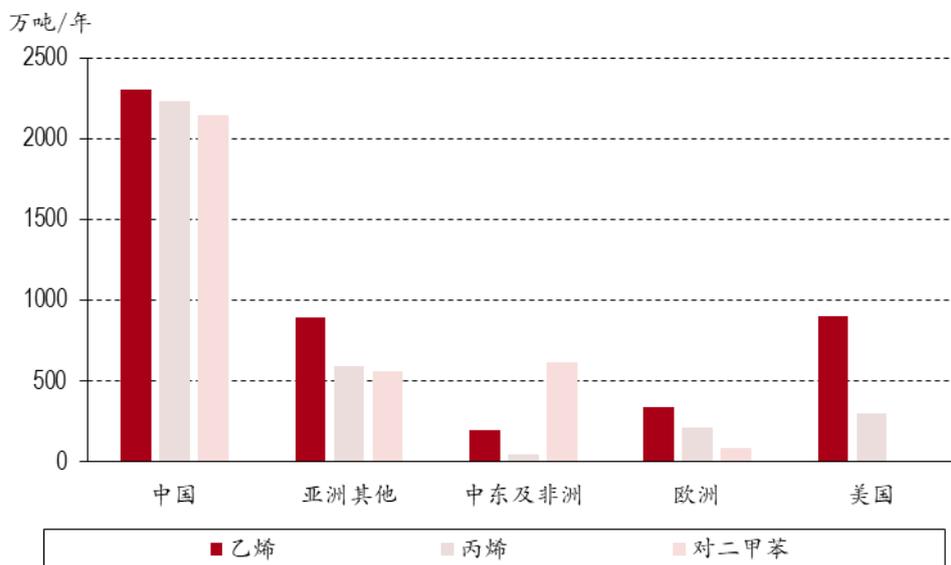
序号	企业简称	炼油	乙烯	对二甲苯
1	中石化镇海炼化	2,300	110	60
2	中海油惠州石化	2,200	215	84
3	中石化金陵分公司	2,100		60
4	中石油大连石化	2,050		
5	恒力炼化	2,000	150	450
6	浙江石化	2,000	140	400
7	中石化茂名分公司	1,800	100	
8	中石化上海石化	1,600	70	83.5
9	中石化扬子石化	1,600	80	80
10	福建联合石化	1,400	110	70
11	中石化齐鲁分公司	1,400	80	8.5
12	中石化天津分公司	1,380	20	39
13	中石化高桥石化	1,300		
14	中石油云南石化	1,300		
15	中石化广州石化	1,275	21	
16	镇海炼化二期	1,500	120	
17	中石化泉州石化	1,200		
18	中石化青岛炼化	1,200		
19	中石化长岭分公司	1,150		
20	中石化燕山分公司	1,100	71	
21	中石油抚顺石化	1,100	94	
22	中石油兰州石化	1,050		
23	中石化石家庄炼化	1,000		
24	大连西太	1,000		
25	中石化九江石化分公司	1,000		
26	中石油广西石化	1,000		
27	中石油四川石化	1,000		
28	中石油独山子石化	1,000		
29	中科炼化一体化项目	1,000	80	
30	浙江石化二期	2,000	140	400
	合计	43,005		

资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

民营炼化产品设置通常少油多化, 且均是由化纤产业链向上延伸, 因此芳烃占比更多。根据中国石油和化学工业联合会统计, 仅恒力石化及浙石化一二期新增乙烯就达到了 430 万吨/年, 而对二甲苯 PX 新增产能达到 1250 万吨/年, 大大填补了目前国内烯烃市场的供需缺口。

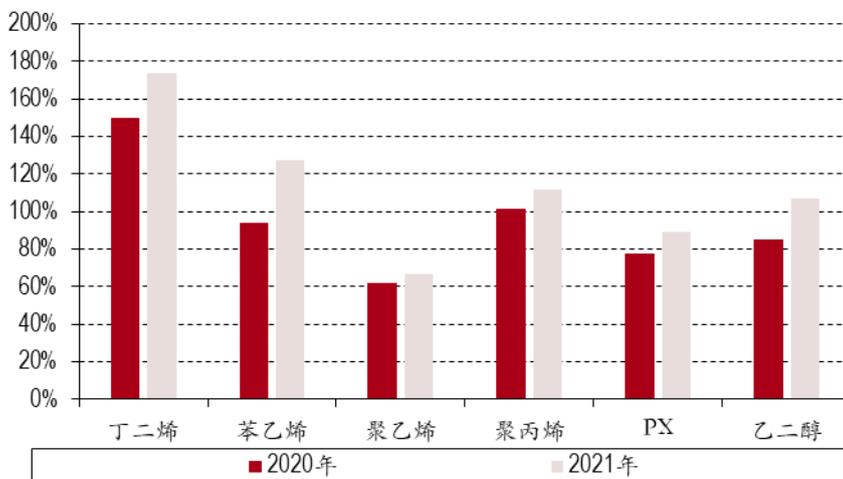
未来五年全球乙烯、丙烯及PX的新增产能主要集中在中国，乙烯新增中中国占全球接近一半，而丙烯和PX的新增产能中中国的占比分别达到了66%和63%。

图表 83. 2020-2025 年全球主要国家/地区新增乙烯、丙烯和对二甲苯产能情况



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

图表 84. 国内石化产品产能/消费满足率对比



资料来源: 中国石油和化学工业联合会, 中银证券

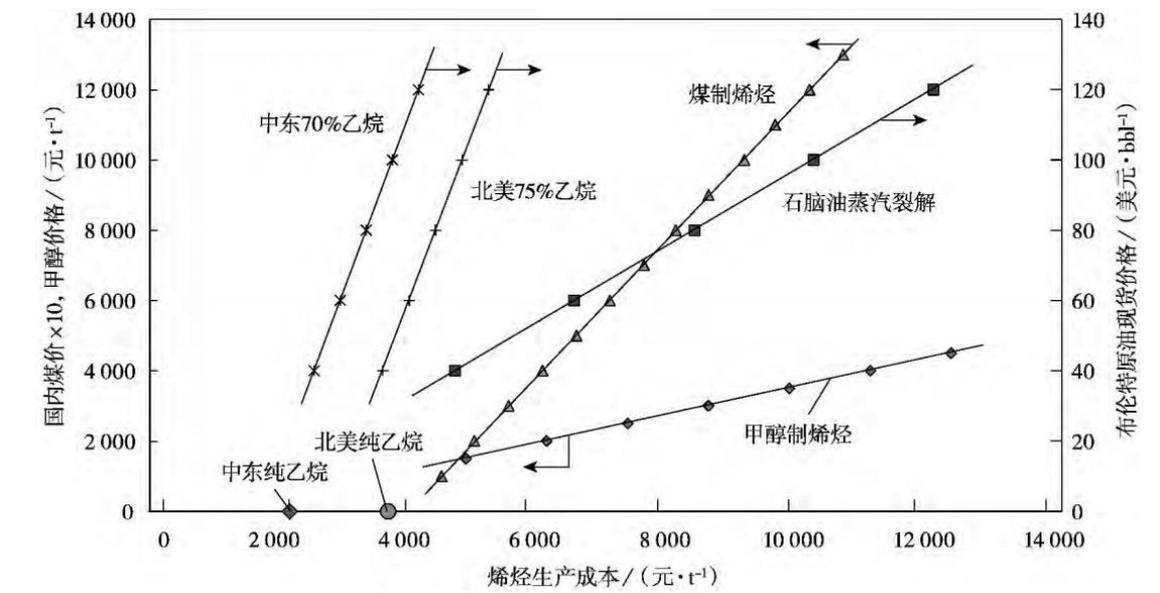
根据中国石油和化学工业联合会分析, 2020 年世界乙烯产能达到 1.95 亿吨/年, 需求 1.67 亿吨; 而 2025 年预计世界乙烯能力将达到 2.36 亿吨/年, 需求 2.03 亿吨。2020-2025 年乙烯生产和需求的增速均为 4% 左右。中国乙烯行业已经连续多年产量全球第二, 当量消费全球第一。

乙烯作为中间产品, 目前下游最主要的产品依然是聚乙烯, 其次乙二醇、环氧乙烷和苯乙烯也占据一定的需求份额。而国内缺口较大的仍然是聚乙烯和乙二醇。

不同生产路线的乙烯成本差距较大，且一些高端化终端产品技术门槛较高，因此未来市场空间依然很大。由于中国“多煤少油少气”的自然环境，在高油价时期发展出煤制烯烃（CTO）及甲醇制烯烃（MTO）生产技术，但主流生产路线依然是蒸汽裂解。2021年新增乙烯产能将超过1100万吨，蒸汽裂解路线占比达到95%。近几年原油价格与煤价相比，煤制路线竞争力低，因此新增并不多。但值得关注的是近年来蒸汽裂解原料呈现轻质化趋势，2021年将有3套乙烷裂解装置集中投产，包括一套卫星石化的125万吨产能，原料来自美国；和两套中石油60万吨示范项目，将直接使用中石油的伴生气作为原料。

未来国内乙烯市场仍然存在较大的空间，即使大量新产能投放，到2025年预计自给率仍然只能达到70%左右。产品结构可能存在分化，截至2025年，丙烯及对二甲苯的主要新增产能来自中国，但美国及亚洲其他国家依然有相对较多的乙烯产能投产。烯烃市场整体来看依然存在较大的缺口，未来除了进口替代的需求之外，民营大炼化新产能项目平均生产成本比传统炼厂低20%-40%，因此抢占出口市场也可能是未来的新增空间之一。美国柏克德石化公司根据中东炼厂情况进行估算，对于尼尔森系数复杂的大炼化装置，组成包括炼油、PX、聚乙烯和聚丙烯的投资回收期仅3.9年，而传统炼油厂投资回收期需要5年。

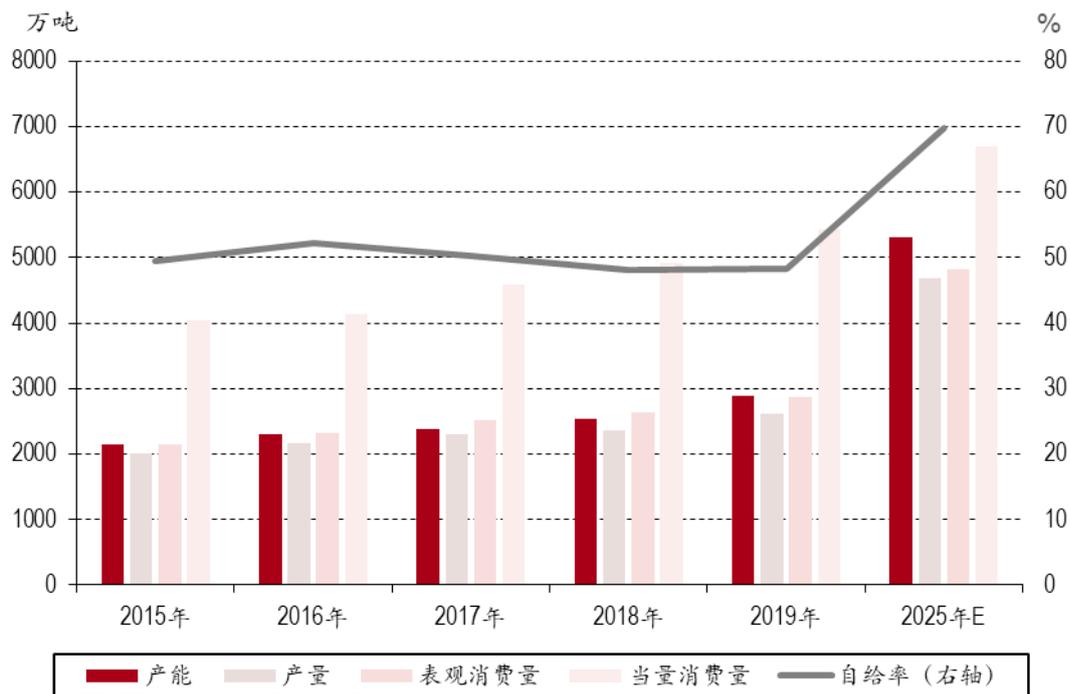
图表 85. 国内外不同原材料烯烃成本比较



资料来源：CNKI《油价波动背景下我国乙烯行业发展分析》，中银证券；

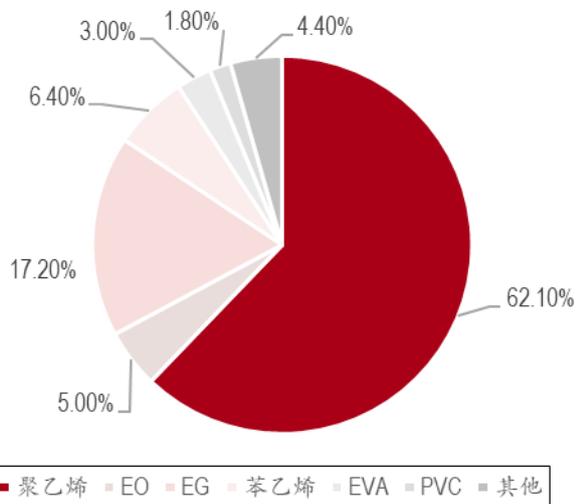
注：中东乙烷按不变价2美元/mmBtu，北美乙烷按不变价7.5美元/nBtu，原煤热值按23.0MJ/kg计

图表 86. 国内乙烯供需情况及预测



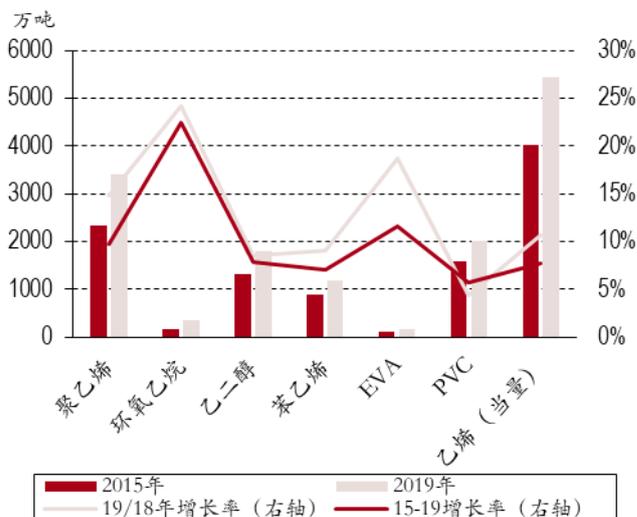
资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

图表 87. 国内乙烯消费结构



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

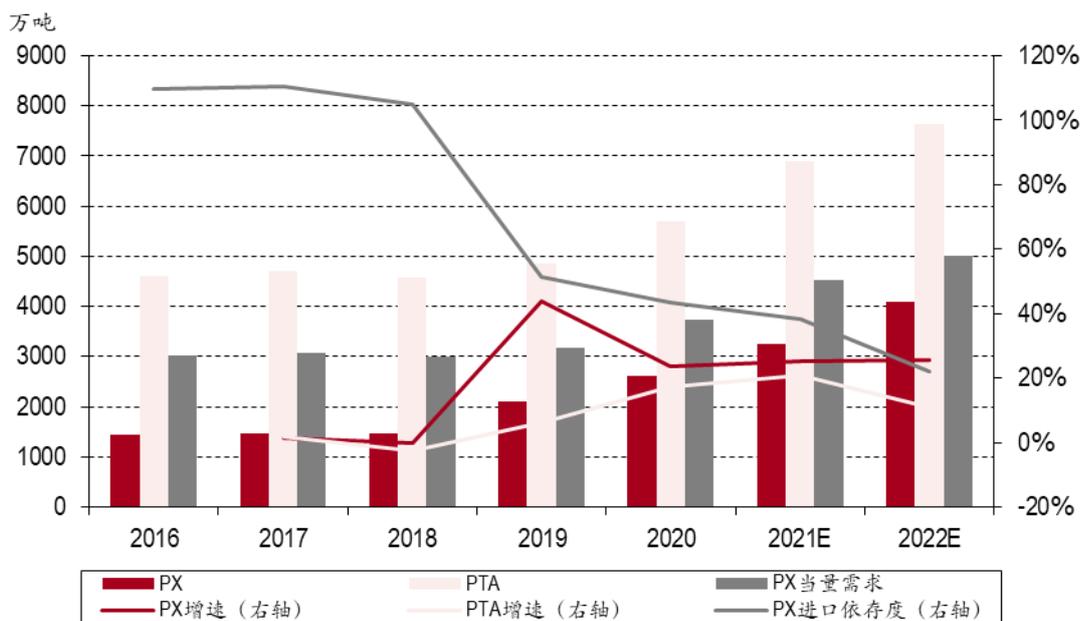
图表 88. 国内乙烯及下游产品产能增长情况



资料来源：中国石油和化学工业联合会，中银证券

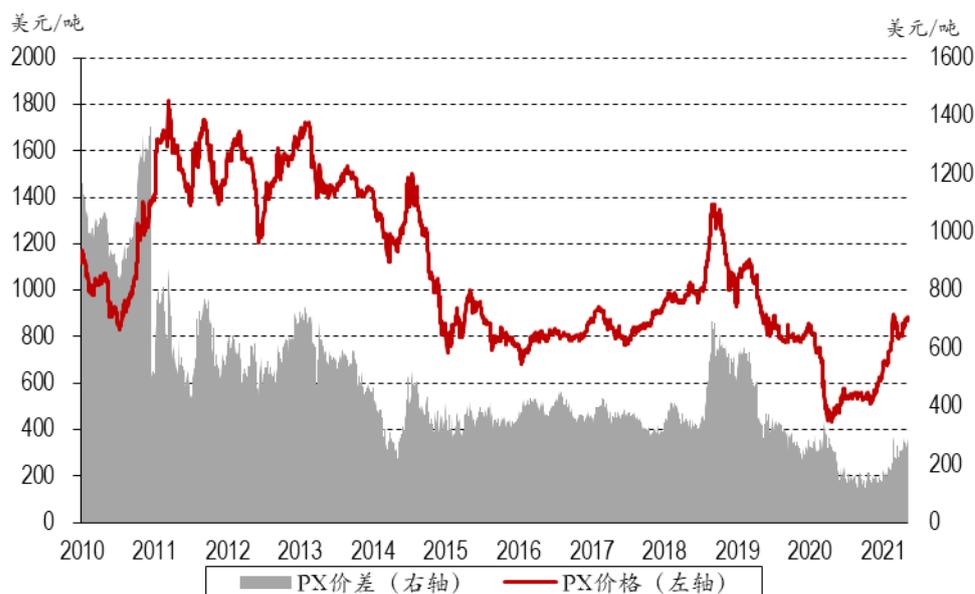
另外，民营炼化相继投产后，国内PX自给率将大幅提升。PX自从2019年产能快速扩张后，加工价差便逐渐下滑，进入下行周期。2020年在疫情影响下，产业链利润大幅压缩，PX价差创下新低，大部分装置陷入了亏损困局。不过2020-2021年PTA新增产能增速将上行，而PX新增放缓，PX的供求关系有望改善。

图表 89. PX 及 PTA 产能变化



资料来源: CCF, 中银证券

图表 90. PX 历史价格及价差变化

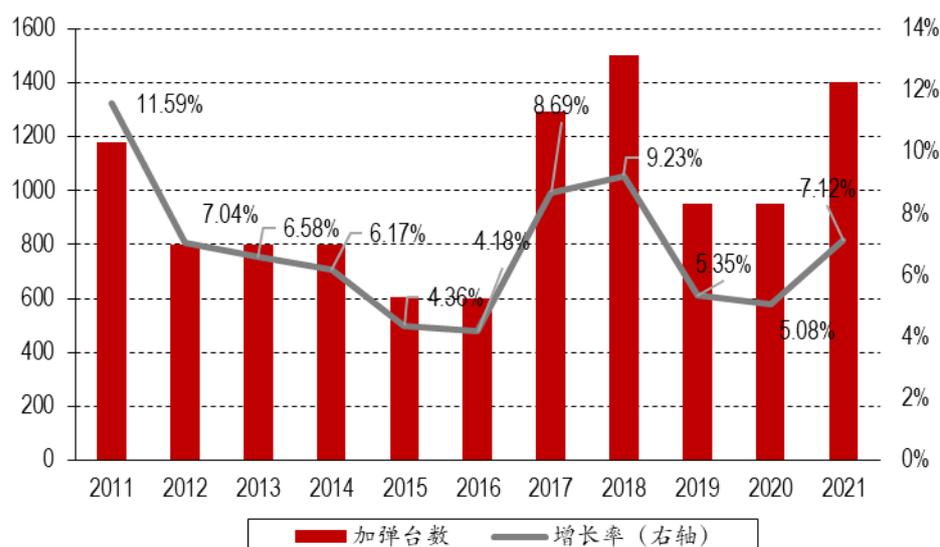


资料来源: 万得, 中银证券

从下游几个环节的项目扩产情况统计, PTA 的产能扩张较大, 而涤纶长丝相对缓和, 且涤纶长丝环节集中度持续提升。未来涤纶长丝环节盈利有望随需求复苏而向好。

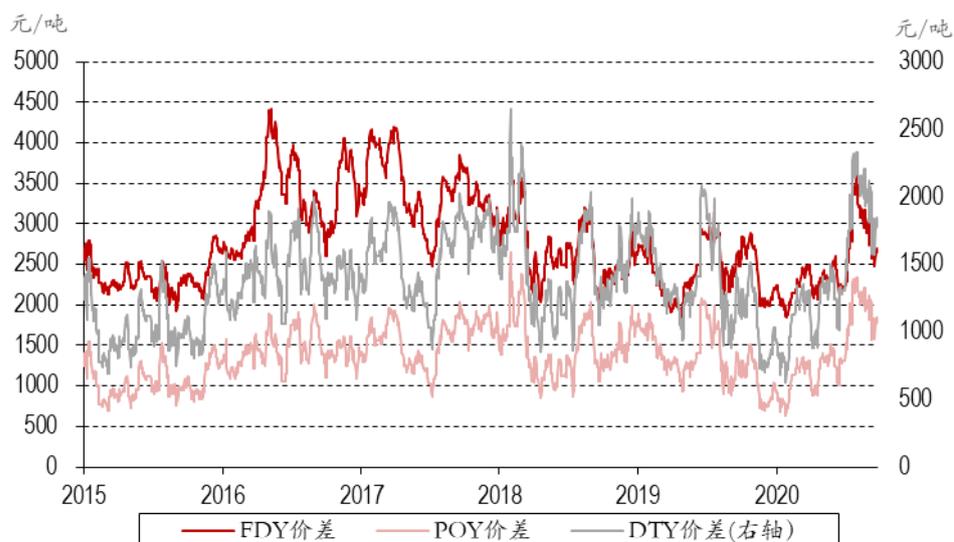
2018 年-2020 年聚酯产能增速都远超过下游加弹经编的产能增速, 因此可以看出从 2018 年开始聚酯的盈利出现从顶部下滑, 而从 2021 年开始可能有所好转。且随着上游 PTA 及乙二醇的供应增加, 2021 年开始出现了一定程度的利润转移, 涤纶长丝的加工利润当前基本回到了历史偏高水平。

图表 91. 加弹机新增台数



资料来源: CCF, 中银证券

图表 92. 涤纶长丝价差变化



资料来源: CCFEI, 中银证券

其他受益于碳中和、集中度提升的方向

减水剂行业: 受益外加剂集中度提升与基建需求, 龙头扩张成长加速

中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会每两年对全行业进行一次统计调查, 根据最新一次数据, 2019年中国混凝土外加剂总产量累计为 2003.89 万吨, 比 2015 年和 2017 年分别增长了 45% 和 43%。除了市场的持续增长之外, 外加剂行业的发展也出现了一些新的特点, 包括行业集中度提高、相关其他行业的企业开始延伸加入外加剂生产行列、生产工艺向清洁化、自动化快速转变以及外加剂企业正积极开拓海外市场等。

图表 93. 2019 年中国各品种混凝土外加剂的产量 (单位: 万吨)

高性能减水剂	聚羧酸系	1136.00
合成减水剂	萘系	122.08
	萘系	0.99
	氨基	6.94
	脂肪族	62.28
	密胺系	4.17
普通减水剂	木质素类	12.73
膨胀剂		234.15
	引气剂	43.48
速凝剂	粉剂	85.01
	液剂	95.25
缓凝剂		200.81

资料来源: 中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会, 中银证券

注: 1. 表中高性能减水剂按照 20% 液体计算, 其余外加剂均折成固体计算

2. 表中不包含各类复合外加剂

图表 94. 2019 年混凝土与水泥制品行业主要产品产量及增长率

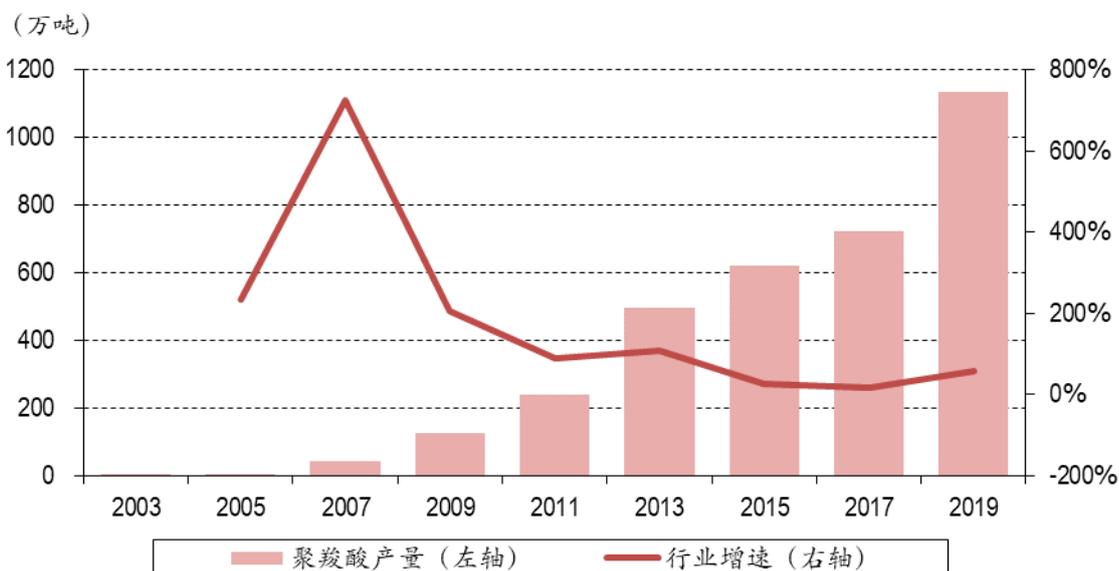
主要产品	总产量	同比增加 (%)
商品混凝土	255,391 万立方米	14.49
混凝土排水管	68,817 千米	20.84
混凝土压力管	5,737 千米	4.97
混凝土电杆	1,817 万根	2.85
混凝土预制桩	32,000 万米	0.24

资料来源: 中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会, 中银证券

三代减水剂渗透率持续提升。2019 年聚羧酸减水剂产量为 1136.0 万吨, 比 2017 年的 723.5 万吨增长了 57%。与 2013 年-2017 年期间年均增速在 20% 左右相比, 2019 年聚羧酸减水剂增速仍在提升。这主要源于大部分基建工程有混凝土泵送施工需要, 且三代减水剂合成过程较为环保。随着聚羧酸减水剂工艺、技术和标准体系不断健全, 建设方、混凝土公司逐步全面接受聚羧酸减水剂产品。

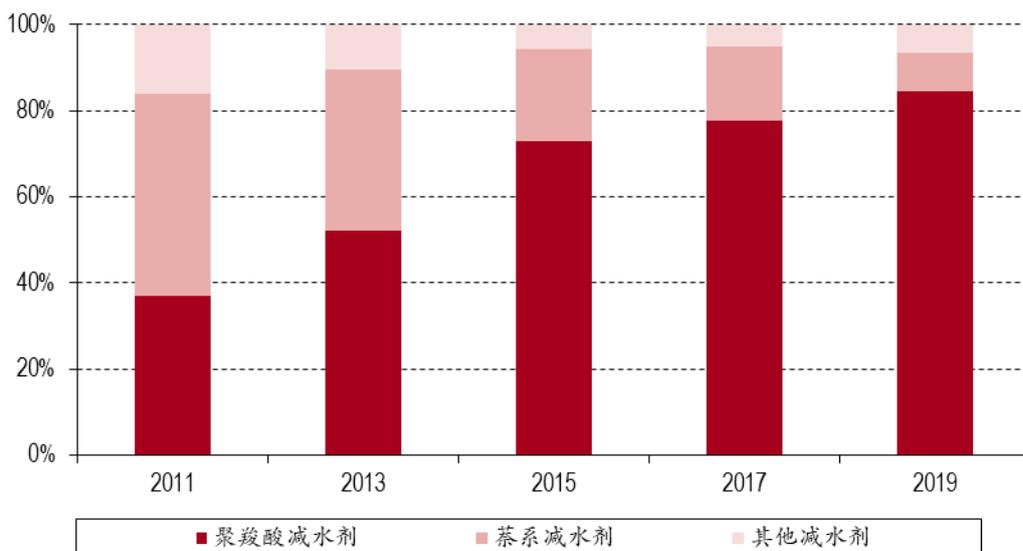
从聚羧酸减水剂的行业占比可以看出, 聚羧酸减水剂与萘系减水剂的年产量之比从 2011 年的 0.8 倍增加到 2019 年的 9.3 倍, 目前聚羧酸减水剂已然成为主流减水剂。

图表 95. 聚羧酸高性能减水剂的年产量和同比变化



资料来源: 《中国混凝土外加剂》, 中银证券

图表 96. 聚羧酸减水剂和萘系减水剂在合成减水剂总量中的占比情况



资料来源:《中国混凝土外加剂》, 中银证券

速凝剂需求量大增。速凝剂是喷射混凝土的关键原材料, 由于我国中西部、西南部山区工程桥隧占比比较高, 以及城市地铁、海底隧道、其他城市地下空间工程建设量大幅增加, 速凝剂的需求量增速较快。2019 年全国速凝剂产量为 180.26 万吨, 而 2017 年产量仅为 84.37 万吨。

图表 97. 2019 年中国速凝剂产品产量

	高碱和低碱速凝剂		无碱速凝剂	
	粉状	液体	粉状	液体
2019 年产量 (万吨)	71.8	42.9	13.2	52.3
小计产量 (万吨) / 占比 (%)	114.7/64		65.5/36	
合计产量 (万吨)	180.26			

资料来源: 中国建筑材料联合会混凝土外加剂分会, 中银证券

注: 根据 GB/T35159-2017, 高碱速凝剂碱含量 (Na₂Oeq) 约 20%; 低碱速凝剂碱含量 (Na₂Oeq) 约 6%; 无碱速凝剂碱含量 (Na₂Oeq) ≤ 1%。

喷射混凝土施工工艺包括干法和湿法两种, 而液体速凝剂是未来的发展方向。国外液体速凝剂的应用相当广泛, 根据中国建筑材料联合会统计, 在喷射混凝土施工比例中, 意大利占比 90%, 瑞典和日本占约 80%, 英法占比也达到 60%, 国内的液体速凝剂市场仍有较大的成长空间。

行业竞争格局较为分散。目前我国从事混凝土外加剂业务的企业数量众多, 其中包括大量不具备合成能力、仅通过外购粉剂复配后出售的小型企业, 在新产品研发水平和技术服务方面与业内领先企业存在较大差距的企业。以各企业的生产规模和模式、研发能力、人才基础等多项指标衡量, 目前国内外外加剂企业大致可以分为如下四个梯队。

图表 98. 混凝土外加剂行业竞争格局

分类	代表企业及特征
第一梯队	江苏苏博特等。凭借其较高的生产规模、雄厚的研发能力和人才基础，以及健全的质量体系、完善的销售网络及良好的技术服务，在市场上具有良好的口碑和知名度，国内市场占有份额较高。 具有全国辐射能力并进军全球市场。
第二梯队	红墙股份等。具体特征：企业规模、生产能力、产品品质等各方面在行业内排位靠前。人才队伍建设、研发能力、技术服务水平、营销网络等各方面均具有一定优势。 具有区域辐射能力，逐步向全国市场布局。
第三梯队	具有一定合成能力 ，但在企业规模、生产能力、产品品质、人才队伍建设、技术水平、营销网络等各方面均与第一梯队、第二梯队企业存在一定差距， 主要客户均为小型混凝土企业，短期内规模较难快速扩张。
第四梯队	不具有合成能力 ，仅通过外购粉剂的方式进行简单加工后出售，实力相对较弱，本梯队企业占同行企业数量的 比例较高 ，进入和退出行业相对频繁。

资料来源：苏博特公司招股说明书，中银证券

根据中国混凝土网站数据，2018年聚羧酸减水剂市场CR5为14.62%，同比增加3.08个百分点，行业集中度仍然较低。根据行业前两大企业为江苏苏博特和垒知集团旗下的科之杰，按照聚羧酸减水剂20%浓度计算，2019年聚羧酸减水剂销量分别为74.00万吨、75.00万吨，与第三名的差距进一步拉大。

图表 99. 2019年行业前十聚羧酸减水剂销售量



资料来源：中国混凝土网，中银证券

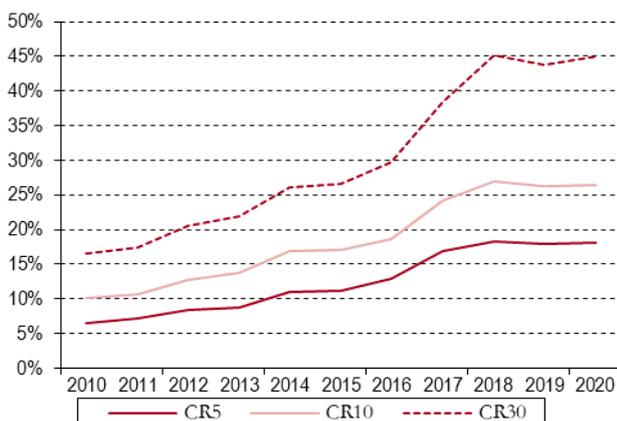
图表 100. 行业前五的市占率走势



资料来源：中国混凝土网，中银证券

房地产行业 and 基建行业集中度提升，集中采购趋势更加明显。集中采购可发挥规模经济优势，利于企业管控成本，提高企业效益，与供应商签订长期战略合作协议可以保障稳定充足且可靠的产品供应。较大的客户对减水剂企业提出更高要求，包括产品质量和资金实力，传统的小企业没有资金实力应对规模较大的订单，而上市减水剂龙头则资金优势明显，得以顺利进入大房企集采名单。没有进入集采名录的企业后续可能会慢慢退出市场。

图表 101. 房地产公司集中度提升



资料来源：万得，中银证券

图表 102. 八大建筑央企季度收入占比



资料来源：万得，中银证券

未来行业增速减弱，重“量”转向重“质”，研发能力巩固竞争优势。过去十年，随着建筑行业快速增长，减水剂需求同比提升，多数企业注重扩展销量而不是产品质量。未来3-5年后，建筑需求，减水剂普及率等驱动行业需求提升的因素减弱，甚至连龙头集中度提升的红利都将逐步减弱，下游对质量提出更高要求，唯有做好产品研究提升质量，才能在未来竞争中脱颖而出。

总体看，苏博特相比同行的优势在于研发实力与服务能力强，产品附加值高，可获取比同行更高的毛利率。随着公司两大基地产能投放，高性能减水剂产能翻番，可支撑未来三年业绩持续增长。此外，公司深度绑定大央企，订单增长有望高于行业。重点推荐苏博特。

可降解塑料空间可期

“禁塑令”全面落地，2020年1月，国家发展改革委、生态环境部印发《关于进一步加强塑料污染治理的意见》；2020年4月，国家发展改革委会同有关部门组织起草了《禁止、限制生产、销售和使用的塑料制品目录（征求意见稿）》；2020年7月，国家发展改革委、生态环境部、工业和信息化部、住房城乡建设部等九个部门联合发布《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》并制订相关塑料制品禁限的管理细化标准；2020年期间，广东、江苏、山东、浙江等22个省份，新疆、西藏等5个自治区、北京、上海等4个直辖市，陆续出台各省市自身关于进一步加强塑料污染治理的具体意见和方案。

上述一系列政策明确名录包括生活用、农用、医用制品和一些进口品等，对塑料包装、一次性日用品、聚乙烯农用地膜以及废塑料的进口、生产、销售等与生活息息相关的塑料用品使用提出了明确的要求，并明确了使用可降解产品对传统塑料产品进行替代是一条可行的途径。

可降解塑料的概念根据我国最新颁布的GB/T 20197-202X《降解塑料的定义、分类、标志和降解性能要求》，目前该标准已进入征集意见阶段。在正式发布实施后将全部代替标准GB/T 20197-2006。可降解塑料指在自然界各种条件下，能最终完全降解变成二氧化碳（CO₂）或/和甲烷、水（H₂O）及其所含元素的矿化无机盐以及新的生物质的一类塑料。

可降解塑料根据聚合原料和分解方式，分为多种：CO₂基聚合物、光降解塑料、生物降解塑料、光-生物降解塑料。生物基生物降解塑料的原料主要来源于植物和动物，主要产品有PLA、PHA等。石化基生物降解塑料是指以化学合成方法将石化产品单体聚合而得的塑料，典型产品包括PBAT、PBS、PBSA等。PBAT的主要市场是塑料包装薄膜、农用薄膜、一次性塑料袋和一次性塑料餐具。根据中商产业研究院、中国塑协的数据，2019年一次性食品包装和餐具、农用薄膜、塑料袋三个应用场景的塑料用量达743万吨。

图表 103. 几种典型可降解塑料成本

名称	完全成本 (元/吨)	主要原料	备注
LA	16,000	乳酸	乳酸 9000 元/吨
PBAT	13,000	对二苯甲酸、己二酸、丁二醇	对二苯甲酸 5300 元/吨, 己二酸 8700 元/吨, 丁二醇 9500 元/吨
PBS	18,000	丁二醇、丁二酸	丁二酸 16500 元/吨, 丁二醇 9500 元/吨
PGA	13,000	草酸二甲酯	草酸二甲酯 2800 元/吨
PCL	—	过氧酸、环己酮	

资料来源: CNKI, 中银证券

图表 104. 2014-2019 年主要可降解塑料产品价格

主要产品	价格参考/ (万元/吨)
PLA	1.8~2.5
PBS	2.5~3
PBAT	2~2.5
PBSA	2.5~3
PCL	3~7
PGA	2~3

资料来源: CNKI, 中银证券

注: PBSA 为聚丁二酸-己二酸丁二酯

图表 105. 部分公司已有及计划产能表

公司	主攻产品	产能布局 (万吨)	已有产能 (万吨)
恒力石化股份有限公司	PBS	60	
	PBAT	3.3	
	BS	60	
	PBST		12
金发科技股份有限公司	PBSA		1.1
	PLA	3	
	PBAT	18	6
河南金丹乳酸科技股份有限公司	PBAT	6	
	PLA	10	
	乳酸		12.8
湖北宜化化工股份有限公司	PBAT	6	
恒力能源(榆林)有限公司	BDO	180	
	PBAT	18	
	PTMEG	18	
中化学东华天业新材料有限公司	PBAT	50	
	BDO	30	
阳泉煤业集团平定化工有限责任公司	PBAT	6	
康辉新材料科技有限公司	PBS	15	
	PBAT		
浙江长鸿生物材料有限公司	PBS	60	
	PBT		
	PBAT		
山东道恩高分子材料股份有限公司	PBAT	12	
山东瑞丰高分子材料股份有限公司	PBAT	12	
江苏三房巷股份有限公司	PBAT	12	
山西同德化工股份有限公司	BDO	50	
	PBAT	12	
	PTMEG	18	
内蒙古华恒能源科技有限公司	BDO	72	
	PBAT	6	
金晖兆隆高新科技股份有限公司	PBAT	12	2
万华化学集团股份有限公司	BDO	10	
	PBAT	6	
新疆国泰新华化工有限责任公司	BDO	10	
武汉华丽生物股份有限公司	PSM		20
浙江海正生物材料股份有限公司	PLA	5	2.5
安徽丰原生物材料工程科技有限公司	PLA	30	5
	乳酸	50	
吉林中粮生物材料有限公司	PLA		3
浙江友诚控股集团有限公司	PLA	50	
	乳酸	75	

资料来源: 各公司公告, 中银证券

结合近 5 年市场数据, PBAT 与 PGA 产品完全成本相对较低, PBS 和 PLA 完全成本相对较高, 但彼此应用领域存在差异, 因此暂时并无法全面替代。PBS/PBAT 在性能上和 PGA/PLA 存在一定的互补关系, 可以通过共混来调节最后产品。

根据《我国生物可降解塑料产业发展现状与展望》统计, 2019 年我国主流生物降解塑料产能约 37 万吨/年, 产量约 26 万吨。其中 PLA 产能约为 13 万吨/年。部分 PLA 装置由于技术原因或原料丙交酯缺乏, 无法稳定运行或处于关停状态, 实际有效产能约为 4.8 万吨/年, 产量约 1.8 万吨/年。PBS/PBAT 产能约 24 万吨/年, 由于石化基产品生产技术较为成熟, 基本可以实现满负荷运行, 产量基本与产能一致, 约为 24 万吨。2020 年以来国内也有煤基 PGA 产品进入市场, 由于降解速率高, 同时煤基原料成本低廉等原因受到大家较大的关注。

国外的可降解塑料应用以 PLA、PBS/PBAT 为主(PLA 和 PBS 大致可看作是含酯键的 PE), PLA、PBS/PBAT 的产能合计逾 30 万吨/年, 预计近期 PLA、PBS/PBAT 产能分别可达 95 万吨/年和 50 万吨/年。其他的可降解塑料如 PHA(聚羟基脂肪酸酯)、PPC(聚甲基乙撑碳酸酯)、PGA(聚乙醇酸)、PCL(聚己内酯)等多用于高端医用材料领域。(数据来源:《可降解塑料的研发与应用》)

图表 106. 国外几种可降解塑料的主要应用领域

	日常塑料			高性能塑料		高端医用	
	垃圾袋	餐盒	纤维	农用地膜	高阻气性包装	手术缝合线	药物载体
PLA	√	√	√				
PBAT	√	√		√			
PCL						√	√
PHA						√	
PGA					√	√	

资料来源: CNKI, 中银证券

根据不完全统计, 目前已有可降解塑料产能规模较小, 存在较大的供需缺口。而未来随着环保要求持续提升, “禁塑令”全面落地实施, 各行各业对可降解塑料的需求将会持续增长, 仍有数十倍市场空间可期。推荐相对较早可在可降解塑料行业布局的优质龙头公司, 关注万华化学、恒力石化等。

需求端出发，自主可控，进口替代

受益国内外产业大发展，上游电子材料发展或提速

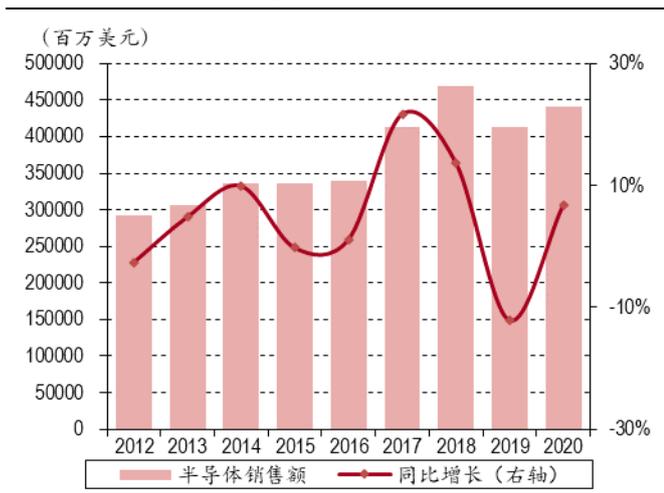
“十四五”规划提出“把科技自立自强作为国家发展的战略支撑”，“打好关键核心技术攻坚战”，“瞄准人工智能、量子信息、集成电路、生命健康、脑科学、生物育种、空天科技、深地深海等前沿领域，实施一批具有前瞻性、战略性的国家重大科技项目。”提出“加快壮大新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、高端装备、新能源汽车、绿色环保以及航空航天、海洋装备等产业。”

自贸易战以来，当既有产业链遭受破坏的时候，是否掌握核心材料和核心技术便成为产业生死存亡的关键。落脚到中国的化工产业，以石墨烯、碳纤维、改性塑料、高性能橡胶、液晶半导体材料、显示材料等为代表的国产新材料产业仍相对落后，不断突破技术瓶颈、加快国产替代是未来发展的当务之急，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

受益国内外半导体产业大发展，上游半导体材料迎来发展良机

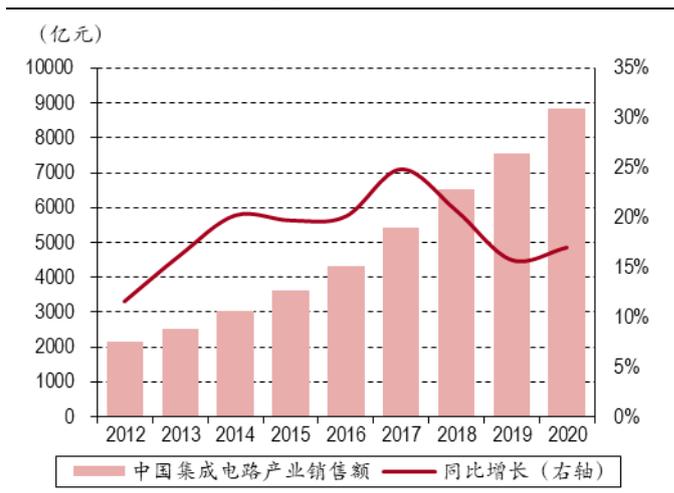
首先，下游芯片需求的增长：随着 5G、物联网、人工智能、智能驾驶、云计算和大数据、机器人和无人机等新兴领域蓬勃发展，对芯片的需求持续提升。

图表 107.全球集成电路产业销售额



资料来源：世界半导体贸易统计协会 (WSTS)，中银证券

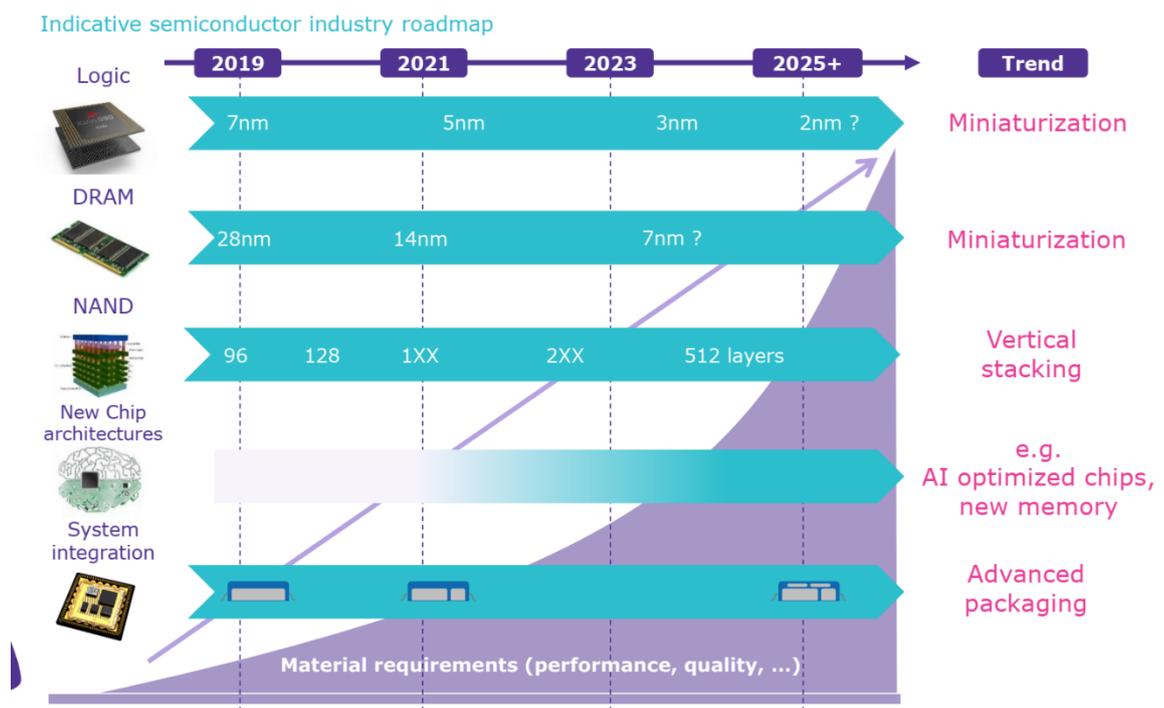
图表 108. 中国集成电路产业销售额



资料来源：万得,中国半导体行业协会，中银证券

其次，半导体工艺与节点的提升，以及新的图形技术，带动更多的上游部分材料需求。半导体新的工艺节点，需要更多更复杂的刻蚀、薄膜工艺、清洗工艺、检测工艺等等，这也会带动每万片晶圆产能的投资额大幅增加。另一方面，器件从二维平面结构变成 3D 立体结构。比如逻辑应用，Planar 演变成了 FinFET，而存储里面出现了 3D NAND。随着 FinFET 技术的发展，诸如外延和原子层沉积 (ALD) 等需求在不断增加。这推动了对更多外延材料的需求。而 3D-NAND 需要较少的光刻图形材料，但需要更多的电介质沉积和刻蚀。

图表 109. 半导体产业发展路径



资料来源: versum material, 中银证券

政策支持、技术进步下的半导体产业链国产化: 中国芯片的消费量大, 但整体国产化率很低, 高端芯片进口为主。根据 IC Insights 统计, 从 2013 年到 2018 年仅中国半导体集成电路市场规模就从 820 亿美元扩大至 1,550 亿美元, 约占全球集成电路市场的 40%。但在材料领域, 不少高端材料仍主要依赖进口。

图表 110. 半导体产业链环节市占率情况

类别	美国	日本	欧洲	中国台湾	中国大陆
EDA 软件	75	0	25	0	0
设备	40	29	22	0	1
产业链环节(%)材料	15	52	15	0	0
晶圆代工	11	1	0	70	10
封装测试	15	0	12	44	20

资料来源: Gartner, WSTS, 中银证券

随着国家对半导体产业化扶持政策的陆续出台、半导体大基金一二期的投资, 以及国内上下游企业近年在技术积累、客户服务等方面的持续进步, 半导体产业国产化率将继续提升, 产业链中优势企业迎来发展良机。

图表 111. 国家支持集成电路行业发展的政策

发布时间	颁布部门	法律法规名称	主要内容
2016	财政部、国税总局、发改委、工信部	《关于软件和集成电路产业企业所得税优惠政策有关问题的通知》(财税[2016]49号)	明确了集成电路企业的税收优惠资格认定的非行政许可审批取消,规定了享受税收优惠的条件,进一步从政策上支持集成电路产业发展。
2016	国务院	《“十三五”国家战略性新兴产业发展规划》(国发[2016]67号)	启动集成电路重大生产力布局规划工程,实施一批带动作用强的项目,推动产业能力实现快速跃升。
2016	国务院	《“十三五”国家信息化规划》(国发[2016]73号)	大力推进集成电路创新突破,加大面向新型计算、5G、智能制造、工业互联网、物联网的芯片设计研发部署,推动 32/28nm, 15/14nm 工艺生产线建设,加快 10/7nm 工艺技术研发。
2016	中国工业气体工业协会	《中国气体工业“十三五”发展指南》	提出未来行业发展方向为:推动企业联合重组提升竞争力;鼓励自主创新,推广应用新技术;建立和完善空分能耗指标,提升行业整体水平;推进行业知名品牌建设,提升产品质量;推进行业信用评价;推动社会责任报告的发布;优化产业布局,推进气体行业发展;大力发展清洁能源,推进广泛应用等。
2017	发改委	《增强制造业核心竞争力三年行动计划(2018-2020年)》	加快先进有机材料关键技术产业化。重点发展新一代锂离子电池用特种化学品、电子气体、光刻胶、高纯试剂等高端专用化学品等产品。
2017	科技部	《国家高新技术产业开发区“十三五”发展规划》(国科发高[2017]90号)	优化产业结构,推进集成电路及专用装备关键核心技术突破和应用。
2017	上海市人民政府	《关于本市进一步鼓励软件产业和集成电路产业发展的若干政策》(沪府发[2017]23号)	将集成电路产业作为上海具有全球影响力的科技创新中心建设和战略性新兴产业发展的核心领域。
2018	财政部、国税总局、发改委、工信部	《关于集成电路生产企业有关企业所得税政策问题的通知》(财税[2018]27号)	对集成电路生产企业所得税优惠政策做了进一步规定和调整。
2018	国家统计局	《战略性新兴产业分类(2018)》	在“1.2.4 集成电路制造”的重点产品和服务中包括了“超高纯度气体外延用原料”,在“3.3.6 专用化学品及材料制造”的重点产品和服务中包括了“电子大宗气体、电子特种气体”。
2019	深圳市人民政府	《深圳市人民政府办公厅关于印发加快集成电路产业发展若干措施的通知》(深府办规[2019]4号)	支持具有国际竞争力的集成电路企业在深圳设立研发中心和投资产业化项目。
2019	工信部	《重点新材料首批次应用示范指导目录(2019版)》	将用于集成电路和新型显示的电子气体的特种气体:高纯氯气、三氯氢硅、锗烷、氯化氢、氧化亚氮、羰基硫、乙硼烷、砷烷、磷烷、甲硅烷、二氯二氢硅、高纯三氯化硼、六氯乙硅烷、四氯化硅等列为重点新材料。
2020	国务院	《国务院关于印发新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展若干政策的通知》	对 28nm 及以下的晶圆厂/企业加大税费优惠支持力度,集成电路设计的税收优惠力度也进一步加大,多维度支持集成电路企业的债权、股权融资增强资本实力,聚焦高端芯片、设备、材料、EDA 等集成电路关键技术研发与创新,半导体底层基础备受重视,对半导体企业采购的原材料、设备和零部件进口实施免征进口关税等优惠,加快推进集成电路一级学科设置工作,并严格落实集成电路知识产权保护制度,深化集成电路产业和软件产业全球合作。

资料来源:中芯国际招股书,金宏气体招股书,中银证券

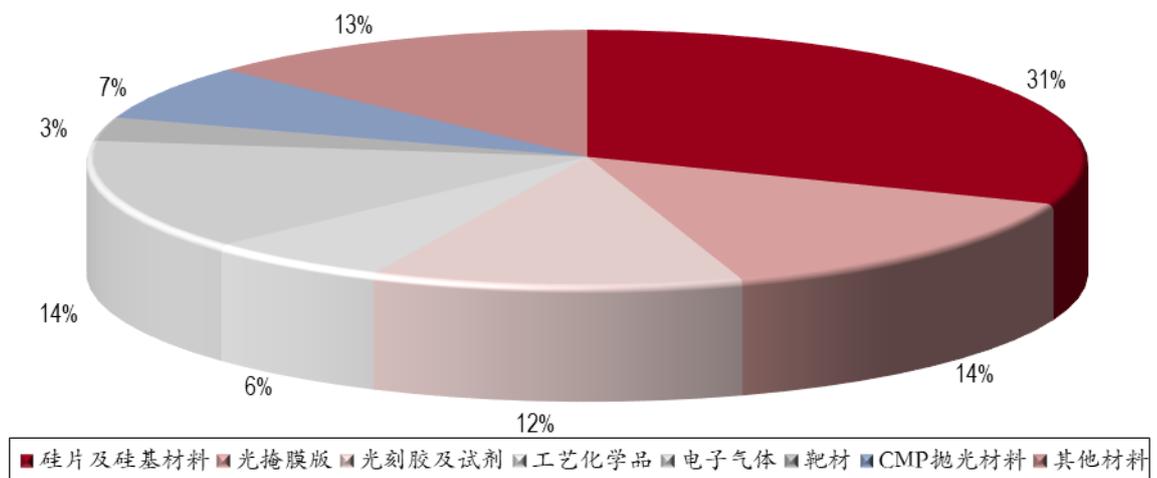
图表 112. 集成电路产业未来几年的发展目标



资料来源:《国家集成电路产业发展推进纲要》, 中银证券

从半导体材料市场空间来看, 根据 SEMI 的最新报告, 2020 年全球半导体材料市场实现 4.9% 增长, 达到 553 亿美元。其中, 中国大陆市场规模超过韩国达到 97.6 亿美元, 同比增长 12%, 跃居全球第二。半导体材料中, 2020 年晶圆制造材料市场规模为 349 亿美元, 较 2019 年增长 6.5%, 约占半导体材料整体规模的 63%。封装材料市场规模为 204 亿美元, 占半导体材料整体规模的 37%。随着国内半导体产业链的快速发展, 国内优秀材料企业迎来发展良机。

图表 113. 2020 年晶圆制造领域材料销售规模具体占比

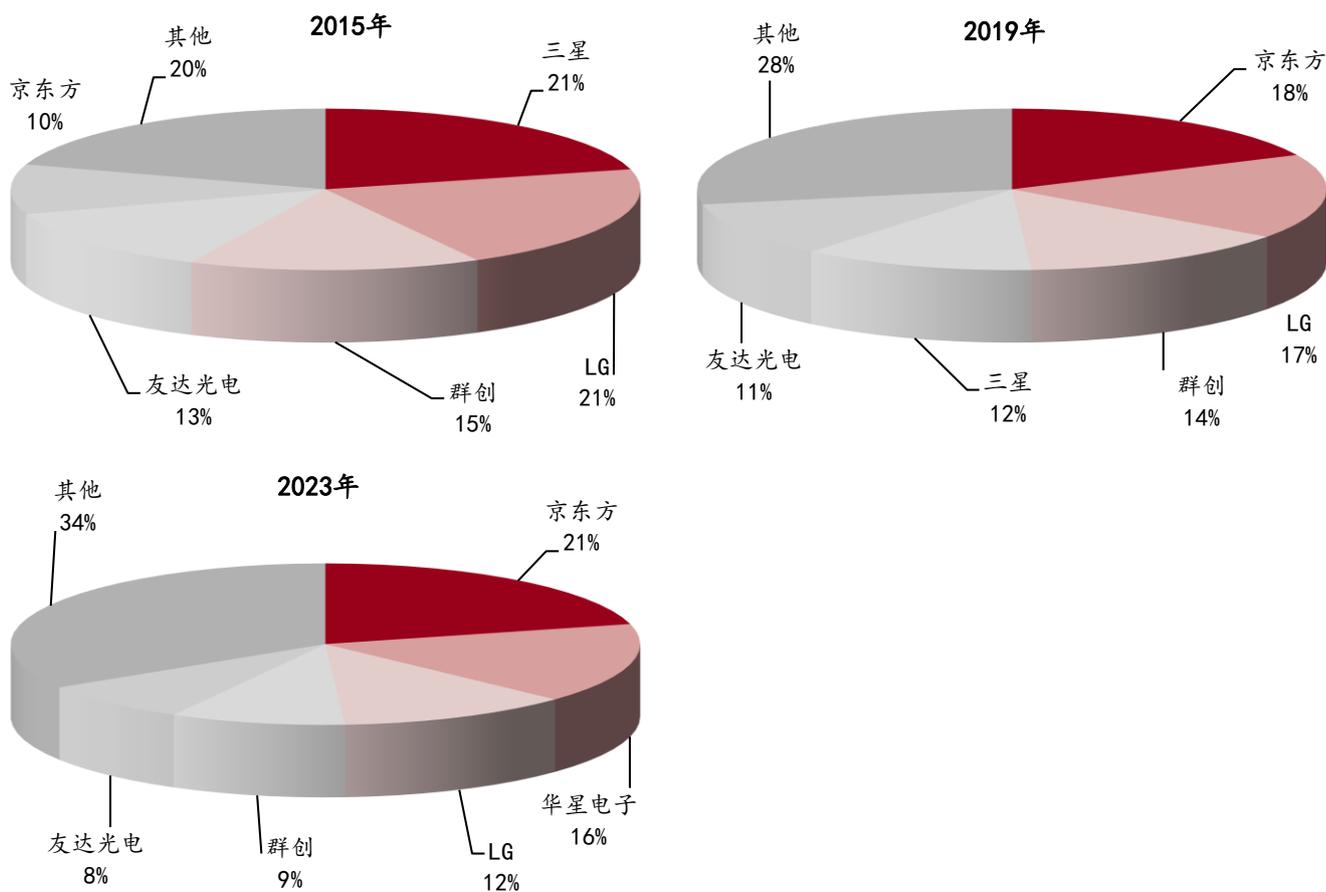


资料来源: SEMI, 中银证券

显示材料等发展空间广阔

随着相关技术的发展, 一方面, 电视机的平均尺寸增加, 带动大尺寸面板的出货面积呈现增长的趋势, 从而提升液晶材料需求。而面板制造产能逐渐向国内转移, 根据 HIS 数据, 2018 年-2023 年, 内地 LCD 产能占全球份额将由 39% 提升至 55%, 这也将提升液晶材料的需求。

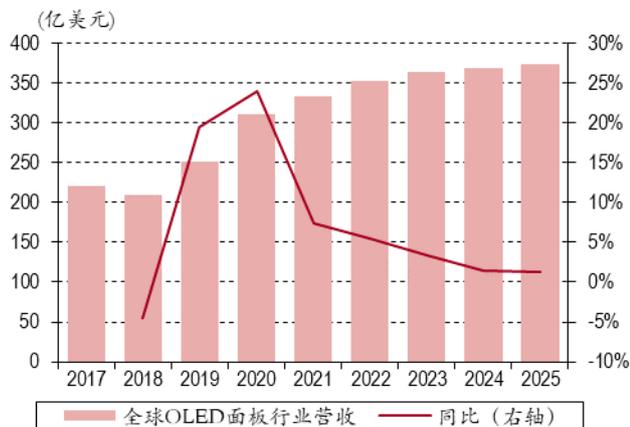
图表 114.2015-2019-2023 年全球液晶面板市场份额



资料来源: IHS Markit, 八亿时空招股书, 中银证券

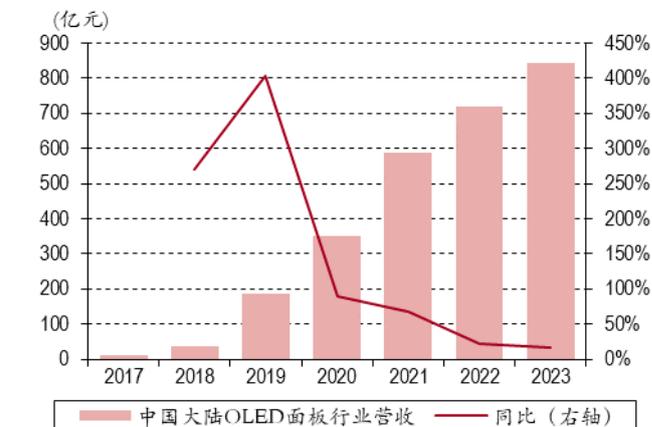
另一方面, 随着 AMOLED 面板成本的逐渐下降和产能进一步增加, 未来在消费电子产品渗透率将不断提升, 电子终端产品对 OLED 面板需求将保持持续增长。国内产业发展迅速, 根据韩国显示器产业协会最新报告, 2020 年中国面板厂在全球智能手机 AMOLED 面板市场的市占率达到 13.2%, 首度突破 10% 大关。国内产业快速发展, 上游材料端需求空间将被打开。

图表 115.全球 AMOLED 面板行业收入情况



资料来源: IHS, 奥来德招股书, 中银证券

图表 116. 中国大陆 AMOLED 面板行业收入情况



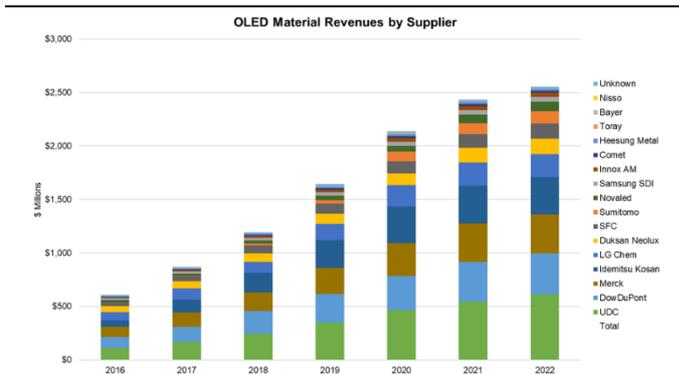
资料来源: IHS, 奥来德招股书, 中银证券

图表 117. 全球 OLED 面板市场份额

	2020 年出货量 (亿块)	同比 (%)	全球市占率 (%)
三星显示	3.94	-	68.20
LGD	1.21	-	21
京东方	0.33	-	5.70
其他	0.29	-	5.10
全球合计	5.78	3.7	100

资料来源: 贤集网, 中银证券

图表 118. OLED 材料市场占有率



资料来源: DSCC, 中银证券

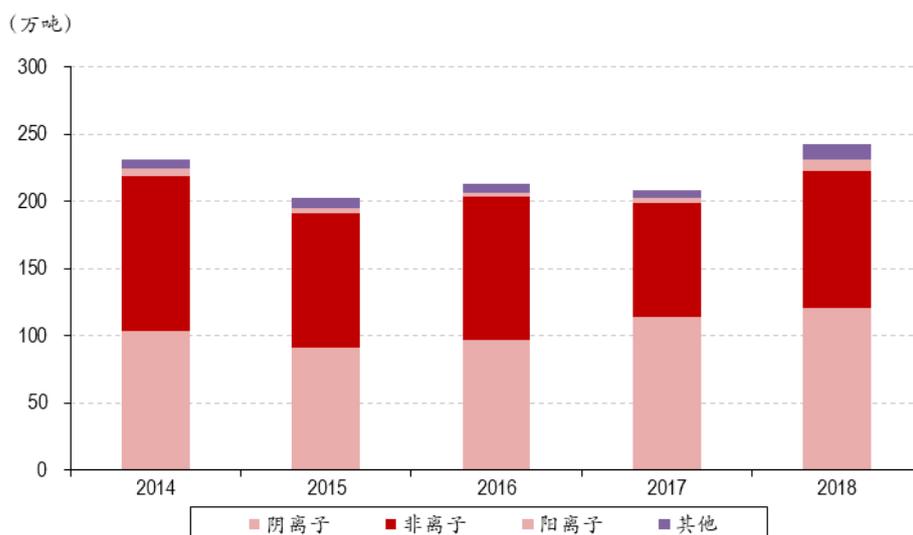
在政策支持、产能转移以及相关企业技术不断突破的背景下, 国内电子化学品进口替代空间巨大, 部分龙头企业获得大基金持股, 并进入国际企业供应链, 推荐万润股份, 关注雅克科技、国瓷材料等。

特种表面活性剂: 受益海外订单转移, 行业迎来快速成长期

根据中国产业信息网预计, 2020 年全球表面活性剂市场达到 427 亿美元, 市场总量将达到 2,280.2 万吨, 2015-2022 年期间的销量增长率将达到 5.40%, 销售额增长率将达到 5.90%。从人均消费量来看, 中国人均消费约合 3.0kg/年, 远低于北美约为 9.5kg/年。亚洲地区市场的复合年增长率预计将达到 6.5%, 高于全球平均水平。(注: 数据来源: 皇马科技 2020 年报)

国内来看, 据中国洗涤用品工业协会数据统计, 除去聚醚大单体的销量, 2018 年国内表面活性剂产品销量合计 242.11 万吨, 同比增长 16.28%。其中阴离子和非离子表面活性剂销量分别为 120.71 万吨、102.10 万吨。2019 年国内表面活性剂产品合计销量为 225.80 万吨。

图表 119. 我国表面活性剂销量



资料来源: CNKI, 中银证券

表面活性剂生产企业分为两大类: 海外精细化工巨头及特种表面活性剂生产商。海外方面, 主要为巴斯夫、陶氏化学、宝洁等大型化工企业; 其次还包括禾大、斯泰潘等特色企业, 专注于特种表面活性剂的研发生产。国内特种表面活性剂生产商, 主要包括钟山化工、科隆精化、奥克股份、晨化股份等企业。

图表 120.海外主要特种表面活性剂生产企业

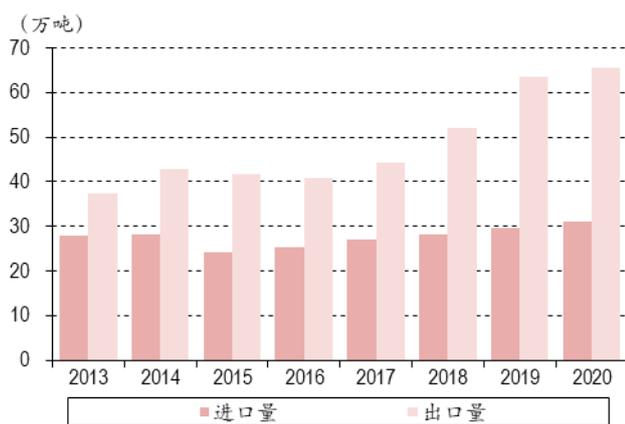
企业	总部所在地	2020 年营业收入 (亿美元)	优势领域
陶氏化学 (DOW)	美国	385.4	有机硅、涂料、个人护理等
巴斯夫 (BASF)	德国	675.32	印染助剂等
禾大 (Croda)	英国	17.85	润滑油、个人护理等
宝洁 (P&G)	美国	709.5	个人护理
科莱恩 (Clariant)	瑞士	41.16	涂料、润滑油等
斯泰潘 (STEPAN)	美国	18.70	个人护理、农化、油田等

资料来源：公司公告，彭博，中银证券

国内表面活性剂摆脱进口依赖，海外订单逐步转移到国内。伴随国内企业技术提升、产品质量逐步受到下游客户认可，同时基于管理及生产成本角度考虑，海外综合性化工企业逐步将生产订单转移至国内。根据海关总署数据，2012 年之前我国是表面活性剂净进口国，而后逐步成为表面活性剂重要出口国，2020 年净出口达到 34.5 万吨。

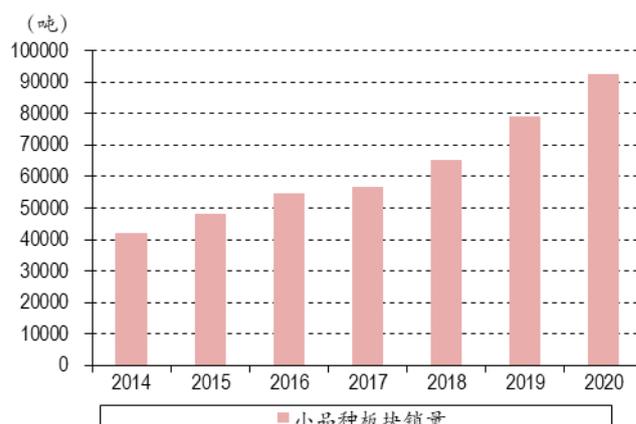
以皇马科技为例，在涂料领域，公司自 2014 年起来自阿科玛公司（全球高端涂料领先企业）的订单快速增长，根据公司公告，2016 年达 3,421 万元，较 2014 年增长 184%，而类似的过程亦在有机硅（赢创、道康宁）、水处理（GE、亚什兰）、个人护理（欧莱雅）等板块发生。对表面活性剂这类产品分类多，单产品用量小，管理成本高的业务，预计海外综合性精细化工企业存在加速转移订单趋势。

图表 121.国内表面活性剂逐步摆脱进口依赖



资料来源：新材料情报 NMT，中银证券

图表 122.皇马科技小品种产品销量



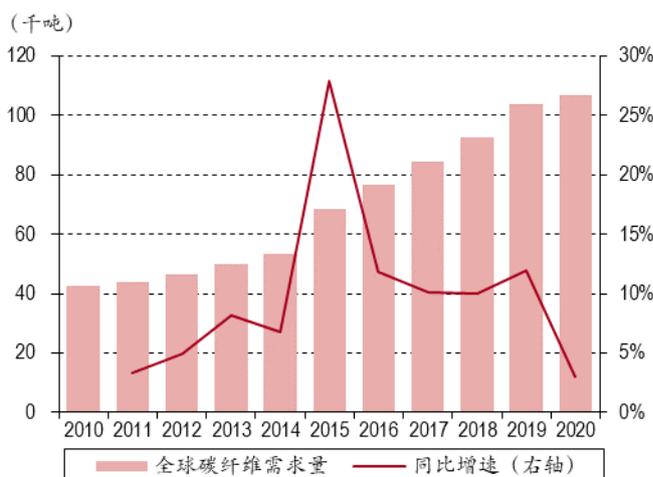
资料来源：皇马科技公告，中银证券

行业集中度较低，进口替代空间大。皇马科技作为表面活性剂龙头，品种齐全，是行业内为数不多的上市公司。过去几十年，国内表面活性剂行业通过引进、消化、吸收海外制备技术，逐步实现规模化生产，装备国产化，并承接部分海外订单。皇马科技凭借技术、产品与客户优势有望充分受益行业发展，实现进口替代，推荐皇马科技。

碳纤维：军民市场齐共振，龙头尽享行业发展红利

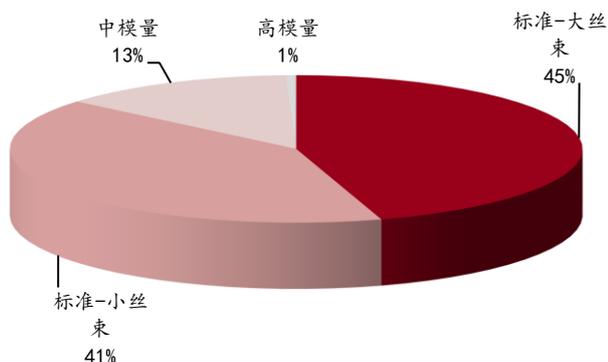
全球碳纤维需求受疫情影响增速放缓。全球碳纤维需求持续增长，从 2010 年的 4.27 万吨提高到 2020 年的 10.69 万吨，年均增长率约 9.61%。其中，2020 年受疫情影响较大，行业需求增速显著放缓，仅同比增长了 3.05%。从下游需求的结构来看，2020 年全球碳纤维需求量最大的三个领域仍然分别是风电叶片、航空航天和体育休闲，分别占全球消费量的 29%、15%和 14%。风电市场依然保持了 20% 的强劲增长，而航空航天市场的需求量出现大幅下降（主要是民用航空、公务机受影响较大）。从产品模量的角度来看，小丝束和大丝束分别占 40% 以上，是用量最大的品种。

图表 123.全球碳纤维需求量



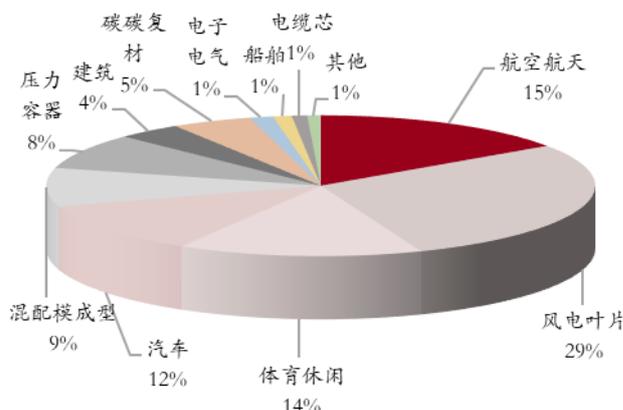
资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

图表 124.2020 年全球碳纤维需求结构—模量



资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

图表 125.2020 年全球碳纤维需求结构—下游应用

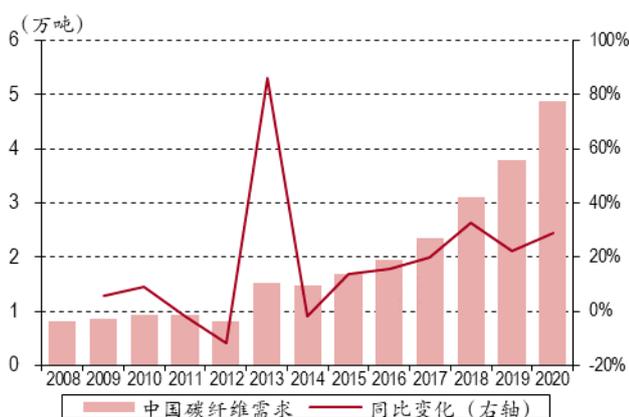


资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

中国碳纤维需求占全球的比重提高到 45%。根据广州赛奥碳纤维技术有限公司发布的《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》，2020 年中国碳纤维消费规模估计为 4.89 万吨，占全球总需求的比重提高到 45.7%。2010 年-2020 年，中国碳纤维需求年均增长率约为 17.92%，比同期全球市场的年均增速高 8.31 个百分点。尤其是 2017 年以来，每年增速均在 20% 以上，呈现加速增长的态势。近几年中国碳纤维需求的快速增长，既得益于国内产品质量提升、规模扩张，也有风电等下游领域需求旺盛的因素。

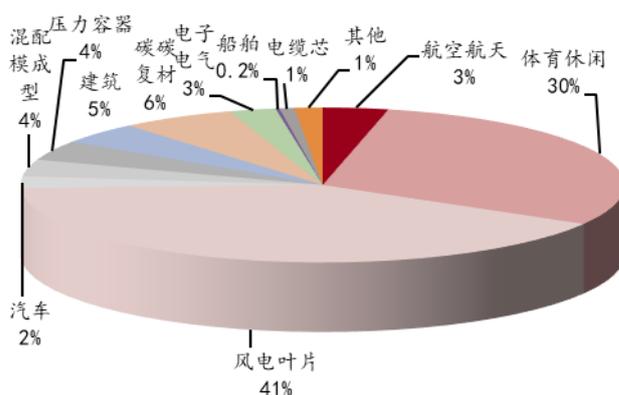
风电叶片已经超过国内需求的四成。从应用领域的机构来看，风电叶片、体育休闲是目前中国碳纤维市场应用最重点的领域，占比分别为 41% 和 30%。尤其是风电叶片需求快速增长，2020 年约消耗 2 万吨碳纤维，同比增长约 44.9%，是 2017 年消费量的 6 倍以上。中国的碳纤维应用仍然集中在中低端领域，在航空航天等高端领域上的应用仍然很少，这与全球碳纤维的需求结构存在明显区别，体现了我国碳纤维市场发展仍处于起步阶段，国内高端产品的研发、生产和应用仍十分不足，而这也从另一个角度证明了未来中国市场的无限潜力。

图表 126. 中国碳纤维需求量



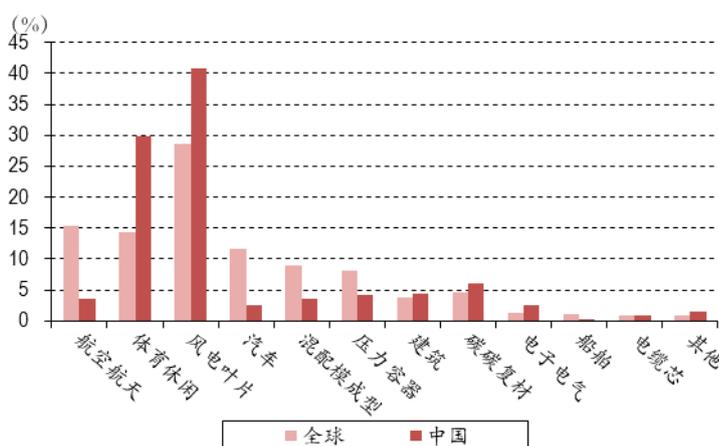
资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

图表 127. 2020 年中国碳纤维需求结构—下游应用



资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

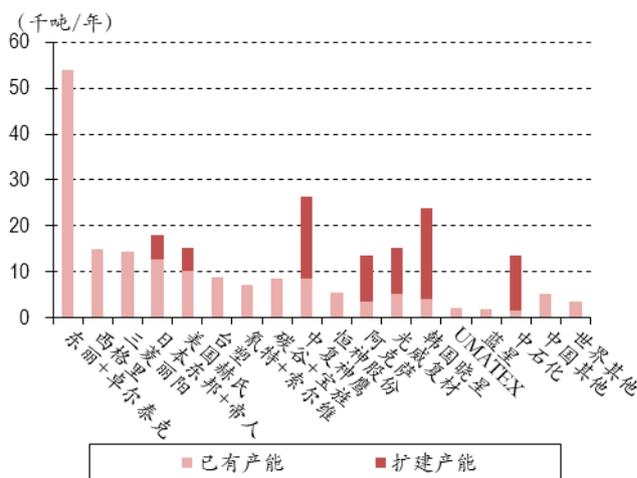
图表 128. 2020 年中国碳纤维下游应用结构与全球市场结构对比



资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

2020 年全球碳纤维新产能陆续投产。根据广州赛奥碳纤维技术有限公司发布的《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 2020 年全球碳纤维行业有效产能为 16.79 万吨, 比 2019 年增加了约 1.3 万吨, 主要是卓尔泰克在匈牙利的 5,000 吨/年产能, 以及碳谷+宝旌增加的 2,000 吨, 中复神鹰增加的 2,000 吨, 光威增加的 2,000 吨, 晓星公司增加的 2,000 吨。从制造商角度来看, 日本的东丽和其收购的卓尔泰克是全球碳纤维生产商龙头, 约占全球总产能的 30%, 其他主要厂商还包括西格里、三菱丽阳、日本东邦、台塑、美国赫氏、美国氰特等。

图表 129.2020 年全球碳纤维主要生产商产能情况



资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

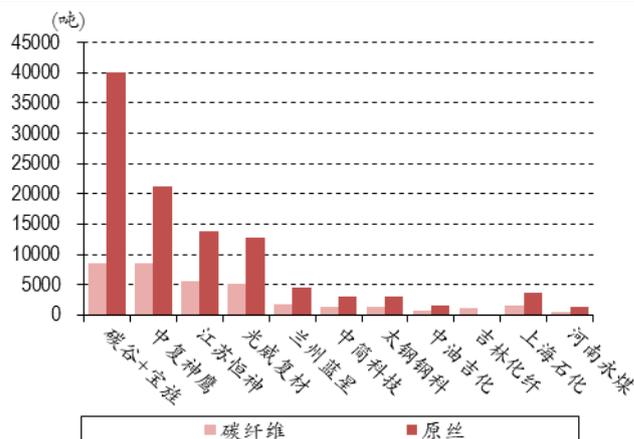
中国碳纤维产能规模扩张迅速。2002 年, 安徽华皖集团从英国引进 AMEC (DR.ROSE) 的 PAN 和 CF 技术和设备, 碳化能力 200 吨/年, 中国才在一定程度上具备了工业化生产碳纤维的能力。2019 年, 中国碳纤维有效产能约为 26650 吨/年, 取得了快速发展。但是需要指出的是, 因为各项目生产线产能的核算规格缺乏一致性, 历史产能数据的可比性会受到一定的影响。另外, 据中国碳纤维复合材料协会统计, 在本世纪的前十年里, 国内碳纤维项目立项超过 40 家, 混杂了很多盲目、激进的投资决策, 很多项目最终不了了之, 这也给产能历史数据的可靠性带来了不小的扰动。正是在这样的产能建设背景下, 有相当一部分项目的运营情况不容乐观。2020 年, 国内实际碳纤维供应量约为 1.85 万吨, 产量/产能比约为 51%。尽管这一比例与历史相比已经有所提高, 但是与国际普遍的 65%-85% 的水平还有较大差距, 我国大多数碳纤维企业生产线运行及产品质量极不稳定, 行业“有产能、无产量”的问题十分明显。

图表 130.中国碳纤维产能情况



资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

图表 131.中国主要碳纤维生产商产能



资料来源:《2020 全球碳纤维复合材料市场报告》, 中银证券

推荐光威复材

业绩持续快速增长。光威复材以高端装备设计制造技术为支撑, 形成了从原丝开始的碳纤维、织物、树脂、高性能预浸材料、复合材料制品的完整产业链布局。公司主持制定了《聚丙烯腈基碳纤维》和《碳纤维预浸料》两项国家标准, 先后获得专利 142 项, 是国内碳纤维领域的技术领先企业。2020 年, 公司实现营收 21.16 亿元, 同比增长 23.36%, 实现归母净利润 6.42 亿元, 同比增长 22.98%, 随着碳梁业务的有序开展、包头大丝束项目的产能扩张, 公司营收有望继续保持增长态势。

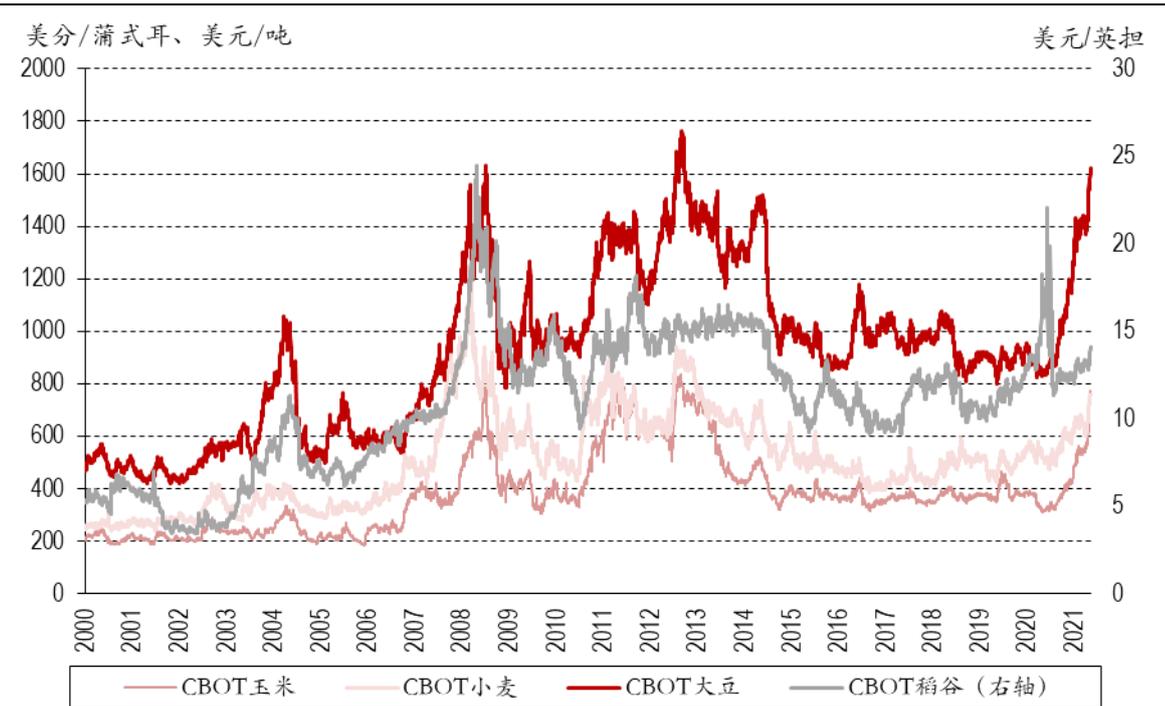
与军方紧密合作，实现强军目标。2005 年公司承担的两项“863”碳纤维专项通过国家鉴定，并启动了国产碳纤维在中国军用航空制造领域的应用验证工作。2007 年，公司 T300 级别的产品通过了验证，经过总装备部的批准立项后，公司正式进入军品供应链体系。主要为提供军方国防领域的不同标准和规格的碳纤维织物、碳纤维。2017-2019 年，公司军品订单量充足，军品销售营收年均增长率为 28.86%。目前我国三代机碳纤维复材应用占比仅在 3%-5% 之间，四代机可能会突破 15%，碳纤维材料在军用航空中的使用比例将继续上升。未来公司产品销售仍然有较大的市场空间。

全球农产品涨价，国内农化优秀企业持续发展

农产品价格达到 10 年高位，支撑农化需求

农产品价格有望走高，利好上游农化产品需求。截止 2021 年 5 月 10 日，CBOT 玉米和 CBOT 小麦价格分别为 592.50 美分/蒲式耳、653.00 美分/蒲式耳，同比上涨 85.30%、24.86%。2021 年全球大宗商品价格有望带动农产品价格继续走高，而在农产品价格走高的背景下，农化产品需求有望提升。

图表 132. 全球粮食价格

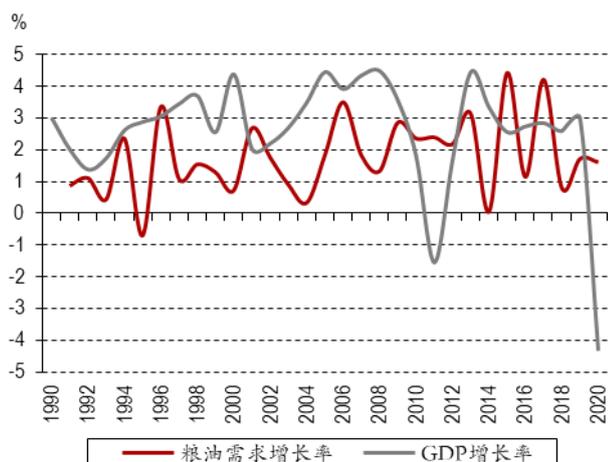


资料来源：万得，中银证券

根据世界银行的统计数据，从全球粮油产品需求端来看，尽管 2020 年受到疫情影响，全球经济显著下滑，但**全球的粮油需求仍保持正向增长**，需求增长率维持在 1.8% 左右。从供应端来看，2020 年世界粮油的整体产量有所增加，但全球粮油库存情况仍处于 2014 年以来的新低，2020-2021 年库存消费比仅有 15.5%，低于 2006-2008 年的历史低位。总体而言，**目前全球粮油库存及库存消费水平较低，处于近五年来的低位。**

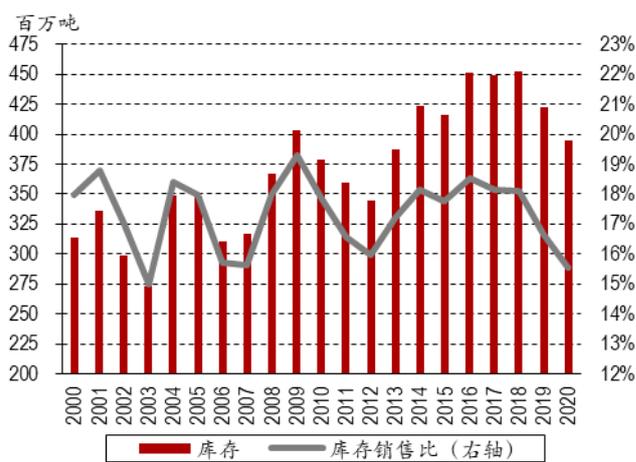
从库存与前几次粮食价格周期相比可以看出，价格大幅上涨通常跟随在去库之后，比如 2007-2008 的周期，本轮库存低位之后的价格上行周期可能持续时间较长。

图表 133. 全球粮油需求增长率与 GDP 增长率比较



资料来源: Mosaic, USDA, World Bank, 中银证券

图表 134. 世界粮油库存及库存销售比



资料来源: USDA, 中银证券

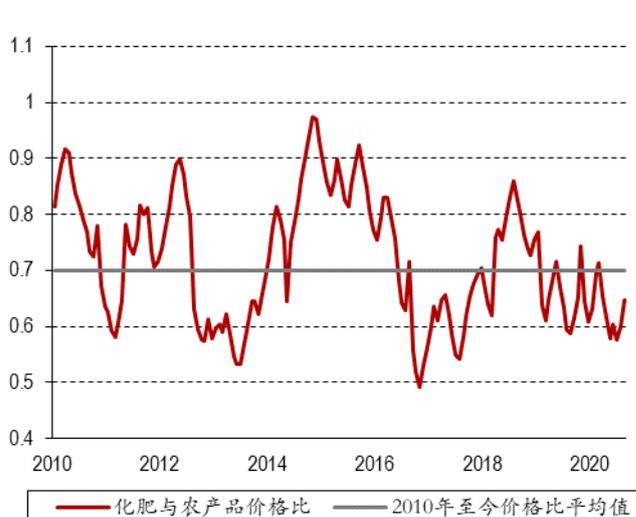
农产品与化肥的价格走势大致相同, 长期来看农产品与化肥价格均呈现上行趋势。此外, 2020 年化肥价格相对农作物价格处于相对偏低水平, 比价保持在 2010 年至今的平均水平 (0.7) 以下。从历史数据来看, 化肥与农产品价格比整体上围绕着均值呈现上下波动的趋势。当前价格比的水平下, 化肥价格相对农产品价格仍有较大的上升空间。我们判断, 粮价可能继续走高, 种植面积扩大, 化肥需求持续提升, 国际化肥价格可能继续上行。

图表 135. 农产品价格与化肥价格走势



资料来源: USDA, 中银证券

图表 136. 化肥与农作物价格比走势



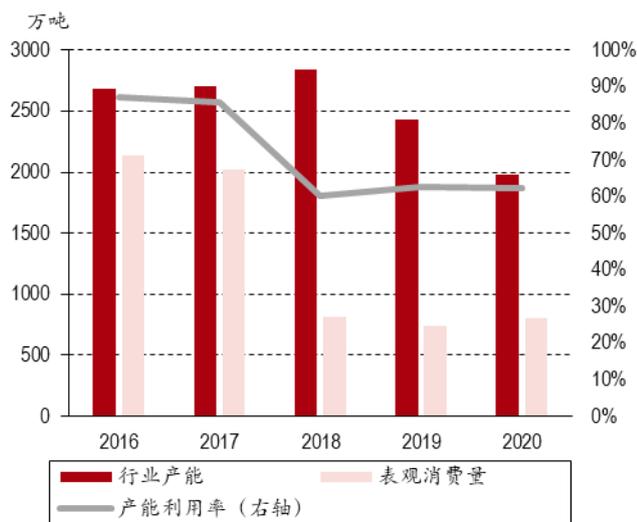
资料来源: USDA, Mosaic, 中银证券

国内磷肥尿素去产能效应显著

自 2018 年以来, 国内磷酸一铵去产能显著, 根据百川盈孚统计, 目前产能已降至 1981 万吨, 产能利用率自 2018 年触底后反弹, 目前恢复到 62% 的水平, 表观消费量变化不大, 经过 2018 年大幅下降后维持在 800 万吨的水平。2021 年预计磷酸一铵新增产能 40 万吨, 为新洋丰新增投产项目。

国内磷酸二铵产能变化不大, 2018 年产能去化, 2020 年产能略有反弹, 目前国内产能为 2529 万吨, 产能利用率在 2020 年小幅回升至 56%, 表观消费量 2018 年触底后增长, 目前表观消费量为 821 万吨。2021 年无新增产能。

图表 137. 中国磷酸一铵行业产能及表观消费量



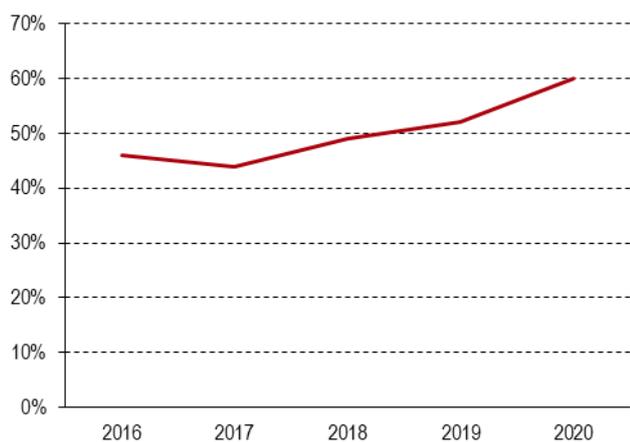
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 138. 中国磷酸二铵行业产能及表观消费量



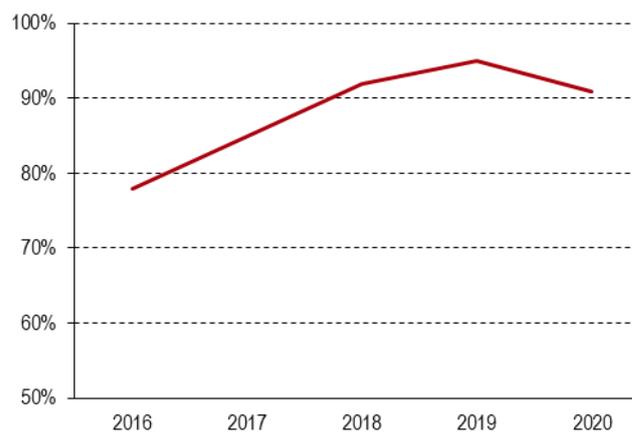
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

图表 139. 中国磷酸一铵产能集中度 (CR10)



资料来源: 红桃3, 中银证券

图表 140. 中国磷酸二铵产能集中度 (CR10)

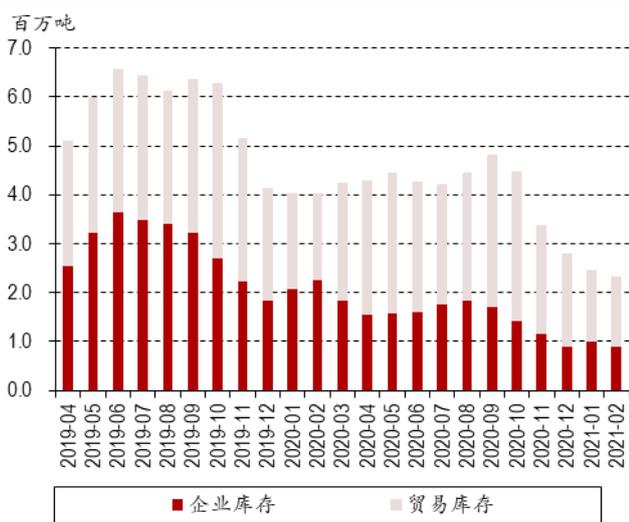


资料来源: 红桃3, 中银证券

库存角度, 根据 IFA 统计, 印度磷酸二铵总库存整体呈下降趋势, 2021 年 2 月总库存为 233 万吨, 与去年同期相比下降 42.18%, 其中贸易库存与企业库存同时下降, 2021 年 2 月贸易库存为 140 万吨, 与去年同期相比下降 25%, 企业库存为 89 万吨, 与去年同期相比下降 57%。

中国磷肥总库存 (MAP/DAP) 于 2020 年开始持续下降, 磷酸二铵库存在 2020 年 2 月大幅下降, 截至 2021 年 5 月 14 日, 磷肥库存总量为 40.06 万吨, 同比下降 36.34%, 其中磷酸一铵库存 6.3 万吨, 磷酸二铵库存 33.76 万吨, 处于 2016 年以来相对较低水平。

图表 141. 印度 DAP 库存



资料来源: Mosaic, 中银证券

图表 142. 中国 MAP/DAP 库存



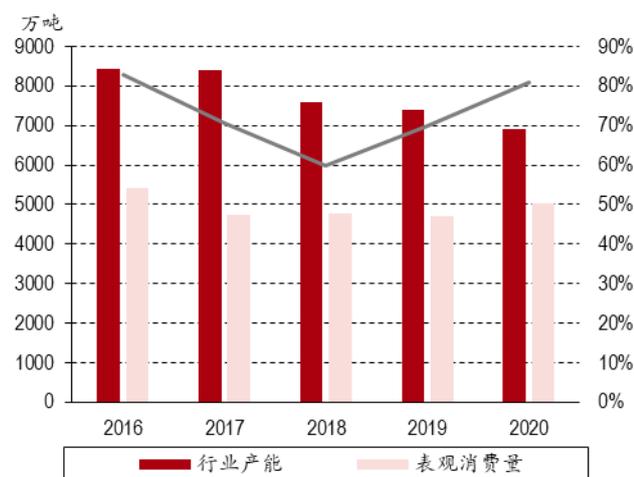
资料来源: 百川盈孚, 中银证券

国内合成氨及尿素的产能在最近 5 年均有不同程度的下滑, 尿素产能下降较为明显, 合成氨 2020 年的产能为 6900 万吨, 与 2016 年相比下降 5%, 尿素 2020 年的产能为 6913 万吨, 与 2016 年相比下降 18%。根据百川盈孚统计, 2021 年国内尿素产能或将新增 432 万吨, 同比上升 6%。

合成氨与尿素的产能利用率均在 2018 年触底后回升, 2020 年合成氨与尿素的产能利用率分别为 73.6% 及 80.9%。

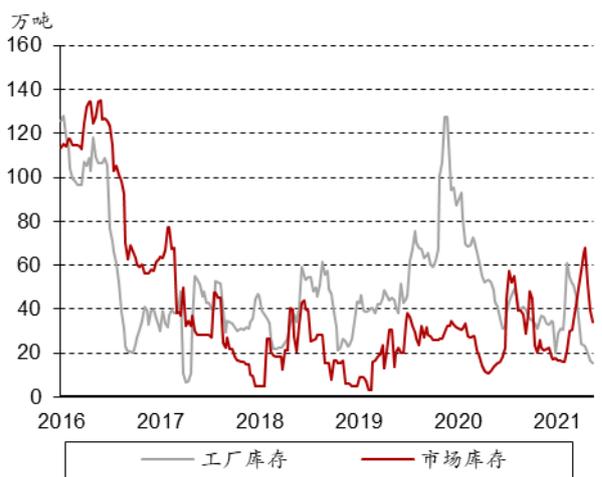
库存方面, 国内氮肥库存整体上呈下降趋势。根据百川盈孚统计, 2019 年氮肥库存处于近 5 年的低位, 市场库存达历史新低, 仅余 2.93 万吨, 工厂库存剩余 39.05 万吨。2021 年氮肥市场库存在一季度明显上升后开始下降, 目前市场库存数量为 34.2 万吨, 与去年同比上升 25.27%; 工厂库存存在 2021 年一季度经历了显著抬升后又明显回落, 目前工厂库存数量为 15.67 万吨, 与去年同比下降 77.36%, 处于历史低水平。

图表 143. 中国尿素行业产能及表观消费量



资料来源: 红桃 3, 中银证券

图表 144. 国内氮肥库存情况



资料来源: 百川盈孚, 中银证券

2014-2020 年间, 尿素价格整体上呈上升趋势, 短期上看, 价格在 2019 年持续下降至 1500 元/吨的低位后开始回弹, 并于 2021 年 3 月回升到 2100 元/吨左右的历史高位, 且有继续上升的趋势。

价差方面，在高油价的背景下，国内的煤头尿素盈利能力更强，2021年5月10日，尿素的煤头价差为近六年来的最高水平，为730.9元/吨，截至5月14日，尿素煤头价差为676.7元/吨，气头价差为538.7元/吨。

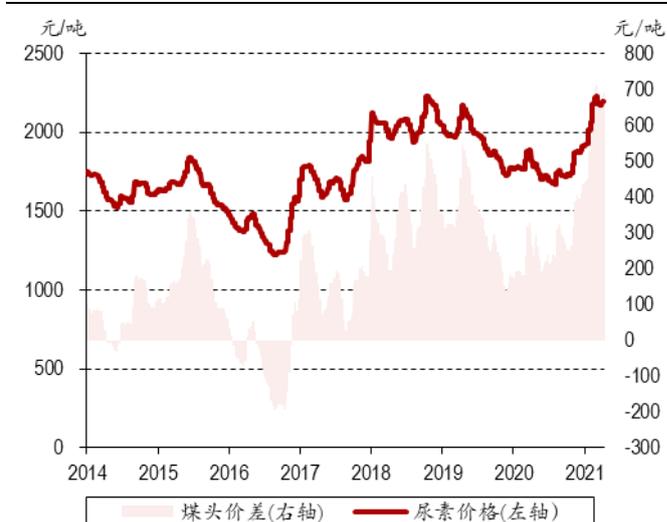
图表 145. 尿素价格及气头价差



资料来源：万得，中银证券；

气头价差=尿素- (800*天然气+200) *0.6+ 电价*800+400

图表 146. 尿素价格及煤头价差



资料来源：万得，中银证券；

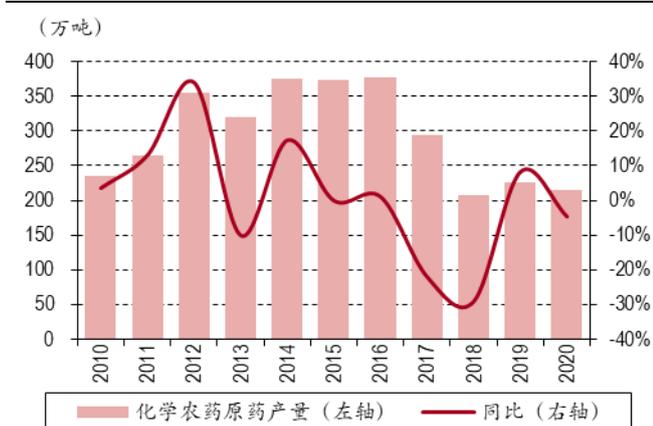
煤头价差=尿素-0.7*煤-850

全球粮油库存处于 2014 年以来的新低。2020-2021 全球粮油库存消费比低于 2007-2008 历史低位。国内化肥行业去产能效应显著，2018 年后产能利用率有所提高。2021 年磷肥新增产能极少。本轮化肥行业周期持续时间有望超预期，化肥价格有望较长时间维持高位。国内化肥制造板块毛利率逐渐上升，由 2015 年 16.99% 提升至 2020 年 22.82%。当前化肥价差已经涨至历史偏高水平，龙头企业在成本优势下预计利润水平有望显著改善。推荐华鲁恒升，关注新洋丰、云图控股、云天化、兴发集团等。

农药龙头持续扩产提升市占率

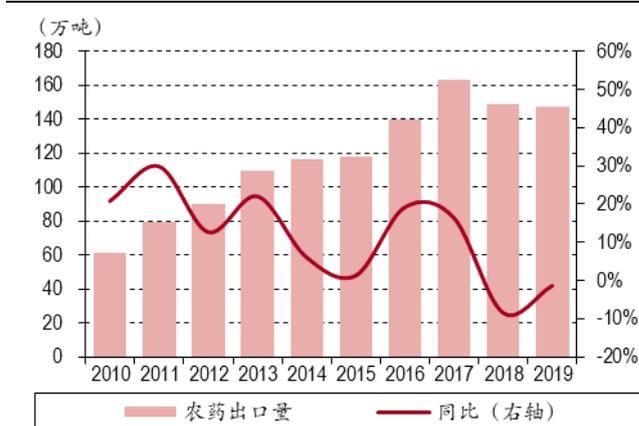
农药产量持续下滑。自 2016 年下半年开始，从中央到地方保持安全重问责、环保严监管的高压态势。我国 2018 年化学农药产量为 208.30 万吨，同比减少 28.79%。2019 年农药原药产量略有修复，产量为 225.40 万吨，但 2020 年农药原药产量继续下降，产量为 214.80 万吨，同比下降 4.70%。2020 年农药出口量（货物量）为 239.5 万吨，同比上升 29.3%，为近十年来农药出口最好的年份。

图表 147. 我国农药产量



资料来源：万得，中银证券

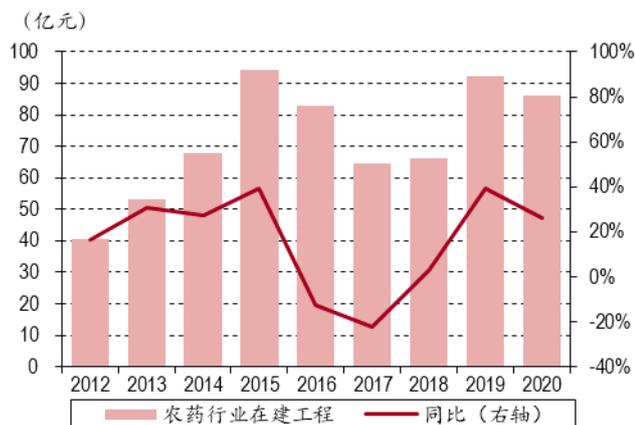
图表 148. 我国农药出口情况



资料来源：万得，中银证券

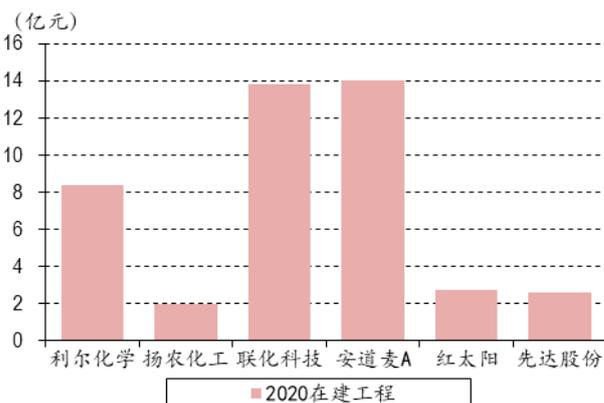
农药合成污染大、对环保要求高。并且随着小企业的退出，龙头企业通过扩产来抢占市场份额。行业龙头公司有较大的资本开支及多个投扩产计划，这为公司盈利的长期增长奠定了基础。随着甲基二氯化磷、精草铵膦等项目的持续推进，利尔化学在全球草铵膦行业的竞争优势逐渐提升。联化科技的江苏基地已于2020年底开始陆续复产，此外，在台州德州等多个基地持续扩张带来业绩增量。
继续推荐联化科技、利尔化学等公司。

图表 149. 农药行业在建工程走势



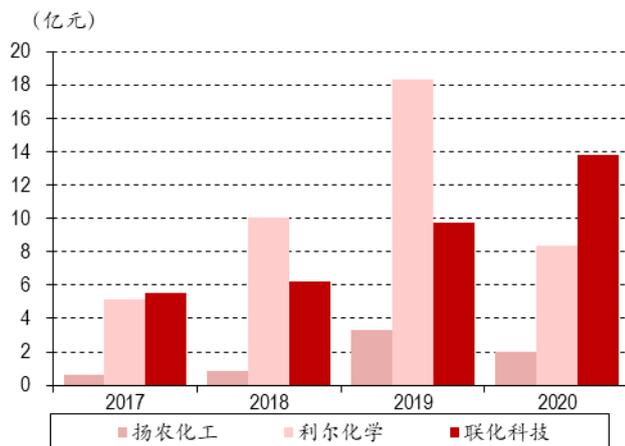
资料来源：万得，中银证券

图表 150. 重点农药上市公司在建工程



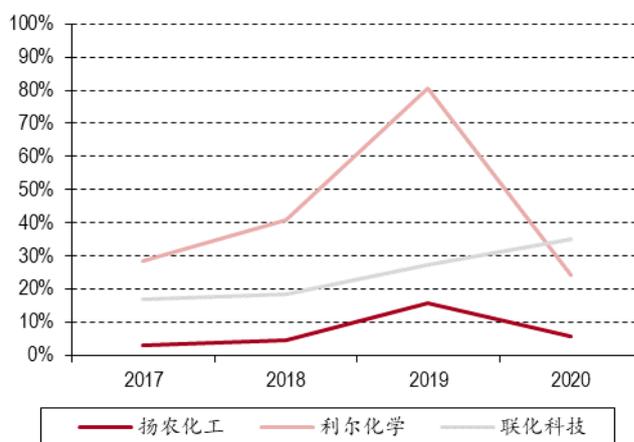
资料来源：万得，中银证券

图表 151. 扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程



资料来源：万得，中银证券

图表 152. 扬农化工、利尔化学、联化科技在建工程/固定资产



资料来源：万得，中银证券

投资建议

2020年以来，疫情对全球经济造成较大负面冲击，但二三季度开始影响逐渐减弱。从宏观大环境来看，需求的恢复叠加旺季的因素，化工部分产品涨价在2020年四季度如约而至。2021年一季度随着原油、金属、农产品等大宗商品价格大幅上行，化工品价格也出现了普涨。预计后续产品价格仍将维持高位。

从上市公司业绩来看，2020年全行业收入合计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。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、净利率继续提升，ROE为3.43%，同比提升3.66%。

展望下半年，

需求端从国内市场来看，地产、家电等市场均在疫情后的恢复过程中。汽车在2021年产量及销量都出现大幅增长，2021年1-3月汽车产量同比增幅达到了75%，销量同比增幅也达到了77%。同样房屋施工面积、新开工面积以及竣工面积2021年累计同比也有大幅增长。家电行业除了空调外，彩电及冰箱的累计同比也达到了疫情前水平。农业领域，全球农产品价格持续走高，农化需求环比向好。从海外情况来看，随着海外疫情逐渐受到控制，化工品出口有望持续回暖。尤其对于纺织服装产业链，海外地产、家电产业链等相关产品。疫情下的2020年，国内化工乃至整个产业体系的快速恢复领先全球。我们判断，长期来看，国内的化工产业将在全球的产业分工中担当更为重要的角色。另一方面，半导体、航空航天、军工等领域关键材料的自主化日益关键，相关领域的优秀企业迎来发展良机。

供给端来看，疫情之后，化工各子行业的固定资产投资完成额均经历了触底反弹，且在2021年一季度达到极高峰值后开始回落的历程。但2021年一季度与2019年一季度相比，根据我们测算，仅化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额出现了小幅增长，而另外两个子行业化学纤维制造业及塑料与橡胶制品业的固定资产投资完成额较2019年均出现下降。

上市公司财报显示，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%。2021Q1化工行业在建工程为4347.39亿元，同比增长0.40%；剔除涤纶板块后在建工程为3066.41亿元，同比下降9.16%。整体来看，部分优势企业持续扩产。中长期来看，行业集中度持续提升，未来龙头企业将获得更多市场份额与更高盈利水平。总体来说，我们对于行业中优秀龙头企业的长期发展与表现更加乐观。

成本端，基于供需情况、各国推行的经济刺激政策、大宗商品的走势等因素，我们上调对于2021年Brent油价中枢的判断至60美元/桶左右，比2020年提高约18美元/桶。需要关注的主要扰动因素是OPEC+的增产节奏、疫情再度扩散的风险以及各国对于新能源产业的支持力度等。

从估值的角度，截至2021年5月14日，申万化工一级的动态PE为22.74，动态PB为2.64，当前估值处于历史偏低水平。

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。我们维持行业强于大市评级，尤其看好优秀龙头企业长期发展。

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：

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。

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。

其他长期受益于碳中和的子行业与方向，包括但不限于：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，推荐万华化学等。

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。

风险提示

(1) 油价异常下跌风险。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) 环保政策变化带来的风险。若干化工子行业的生产、加工过程都伴有污染物的产生，因此我国环保政策的设计和执行对于此类行业来讲事关重大，有可能给企业的正常运行、原材料的稳定供应、价格的走势都带来不可预计的影响。

(3) 经济异常波动。化工产品与国计民生息息相关，经济发展和人民生活水平直接影响行业的下游需求。作为典型的周期性行业，化工行业又将面临供给侧改革的相关政策的影响。

(4) 疫情持续时间与影响超预期。随着海外部分国家复产复工，海外疫情情况有所反弹，这将对海外需求复苏造成影响。

图表 153.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	
002258.SZ	利尔化学	买入	22.93	120.30	1.17	1.53	1.80	19.64	14.99	12.74	7.19
002250.SZ	联化科技	买入	22.76	210.13	0.12	0.79	1.04	189.67	28.81	21.88	6.53
002001.SZ	新和成	买入	40.20	863.76	1.66	2.16	2.53	24.22	18.61	15.89	9.00
603916.SH	苏博特	买入	28.46	99.68	1.39	1.70	2.07	20.47	16.74	13.75	9.89
002643.SZ	万润股份	买入	14.94	135.82	0.56	0.77	0.98	26.68	19.40	15.24	5.68
002409.SZ	雅克科技	未评级	56.60	261.98	0.89	1.35	1.83	63.40	41.93	30.93	10.18
300699.SZ	光威复材	买入	61.23	317.39	1.24	1.56	2.08	49.38	39.25	29.44	7.01
300285.SZ	国瓷材料	未评级	47.98	481.63	0.60	0.77	0.96	79.97	62.31	49.98	4.98
603181.SH	皇马科技	买入	16.53	67.11	0.79	0.98	1.18	20.92	16.87	14.01	4.57
002597.SZ	金禾实业	买入	32.68	183.30	1.29	1.69	2.10	25.33	19.34	15.56	8.56
600426.SH	华鲁恒升	买入	37.45	609.18	1.11	1.99	2.18	33.86	18.81	17.19	9.51
601233.SH	桐昆股份	买入	22.44	513.32	1.52	2.36	2.83	14.76	9.51	7.93	11.61
002648.SZ	卫星石化	买入	39.60	486.53	1.52	2.34	2.99	26.05	16.92	13.25	11.12
600309.SH	万华化学	买入	103.40	3246.50	3.20	5.70	6.16	32.31	18.14	16.79	15.54
600346.SH	恒力石化	未评级	27.67	1947.72	1.92	2.27	2.58	14.41	12.19	10.72	6.66
002493.SZ	荣盛石化	未评级	25.91	1749.02	1.14	1.71	2.32	22.73	15.15	11.17	5.48
000703.SZ	恒逸石化	未评级	12.72	468.31	1.08	1.50	1.67	11.78	8.48	7.62	6.39
002258.SZ	利尔化学	买入	22.93	120.30	1.17	1.53	1.80	19.64	14.99	12.74	7.19
002250.SZ	联化科技	买入	22.76	210.13	0.12	0.79	1.04	189.67	28.81	21.88	6.53

资料来源: 万得, 中银证券注: 股价截止日 2021 年 5 月 14 日, 未有评级公司盈利预测来自万得一预期

附表

附录图表 1. 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		
石油贸易	603798.SH	康普顿	钾肥	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		
	000159.SZ	国际实业		300890.SZ	华昌化工	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		
	000683.SZ	远兴能源		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		
纯碱	603077.SH	和邦生物	复合肥	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		
	600075.SH	新疆天业		603133.SH	新凤鸣	000523.SZ	广州浪奇		
	600091.SH	ST明科		603181.SH	苏州龙杰	002094.SZ	青岛金王		
氯碱	600277.SH	亿利洁能	涤纶	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		
	002125.SZ	湘潭电化		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		
无机盐	600367.SH	红星发展	维纶	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		
其他化学原料	300530.SZ	四川美丰	其他纤维	000589.SZ	贵州轮胎	603823.SH	百合花		
	300568.SZ	鲁西化工		000599.SZ	青岛双星	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		
	氮肥	轮胎		改性塑料	粘胶	氨纶	日用化学品	油料油漆	民爆用品

资料来源：万得，中银证券

附录图表 2. 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
民爆用品	002246.SZ	北化股份	钛白粉	002136.SZ	安纳达	其他化学制品	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		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
	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
纺织品化学用品	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		
	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	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		
	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	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	金宏气体		
	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		
其他塑料制品	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	300320.SZ	海达股份		
	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	300218.SZ	安利股份		
	603580.SH	艾艾精工	300405.SZ	科隆股份	300321.SZ	同大股份		
炭黑	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	洁特生物	300446.SZ	ST 乐材				
	002068.SZ	黑猫股份	300481.SZ	濮阳惠成				
	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公开发表。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。所有本报告期内使用的商标、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