

# 需求引领景气，布局成长、把握周期

## ——化工行业 2021 年中期策略报告

### 核心观点：

- **需求向好引领行业景气，未来看结构性行情** 化工行业下游主要产业实现景气复苏，带动化工品需求改善，引领行业景气。21Q1 主要化工产品价格/价差实现同比、环比普涨，盈利能力显著提升。但自 4 月以来主要产品上涨乏力，多数自高位回落，行业更加趋于理性。我们认为，2021 年大部分产品价格/价差同比 2020 年将有显著上涨、部分产品甚至高于 2019 年水平，行业存在结构性行情。
- **“双碳”目标下政策加码，“双高”项目有序健康发展** 化工行业碳排放总量有限（约占全行业 6%），但细分领域碳排放强度突出，如煤化工、石油化工吨产品碳排放要远高于水泥、钢铁。我们认为，“双碳”目标将催生新一轮供给侧改革，“双高”项目产能将严格受到限制，朝向健康有序、绿色高质量发展；一些落后产能将被淘汰出局、同时严控新增低端产能，利于行业集中度提升；提前布局碳减排措施的龙头企业具有发展主动权。
- **布局成长：业务扩张的核心资产、集中度快速提升的行业龙头** 布局非石油路线优质产能、实施业务扩张的细分龙头不仅具有稳健的经营现金流，而且可以通过再投资实现高成长；同时随着油价回升，非石油路线特别是乙烷和煤路线具备更加显著的成本优势。全球人口增加带来的粮食需求上涨将为钾肥行业带来稳健的增长需求；近期粮价上涨助推钾肥价格上行，预计价格将继续维持高位，看好钾肥行业投资机会。外加剂龙头企业不仅保持远高于行业的发展速度，而且基本保持较高的盈利水平，预计未来强者恒强的竞争格局将进一步显现，看好龙头企业成长性。
- **把握周期：油服、石油加工、化纤等迎来业绩复苏** 在油价回归及下游需求改善背景下，影响石油加工行业的主要不利因素将在 2021 年“由负转正”，石油加工行业存在业绩周期改善的预期，油价回暖也利于油服行业的景气复苏。同时，化纤产业链受益于纺织服装行业的复苏，我们看好粘胶短纤、涤纶长丝相关企业的投资机会。另外，建议关注处在周期底部的氟化工子行业，目前三代制冷剂正替代二代制冷剂成为发展主流，且扩能周期基本结束，看好行业底部回升的机会。
- **重点推荐标的（6 月 9 日）**

股票 代码	股票 名称	股 价	EPS(元)				PE (X)			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
002648.SZ	卫星石化	35.18	0.97	2.72	2.83	4.32	36	13	12	8
600426.SH	华鲁恒升	33.88	0.85	1.73	1.94	2.01	40	20	17	17
600989.SH	宝丰能源	14.18	0.63	0.79	1.01	1.44	22	18	14	10
002809.SZ	红墙股份	10.34	0.69	0.83	0.95	1.71	15	12	11	6
601857.SH	中国石油	4.89	0.10	0.39	0.37	0.37	47	12	13	13

资料来源：Wind，中国银河证券研究院

- **风险提示：**原料价格大幅波动的风险，下游需求不及预期的风险，主营产品价格/价差下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

### 化工行业

### 推荐 (维持评级)

#### 分析师

##### 任文波

☎：8610-80927675

✉：renwenpo\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520080001

##### 林相宜

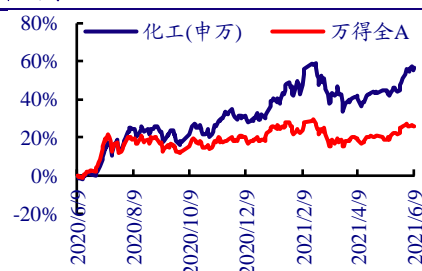
☎：8610-80927677

✉：linxiangyi\_yj@chinastock.com.cn

分析师登记编码：S0130520050007

#### 市场表现

2021.6.9



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

#### 相关研究

【银河化工】2021 年年度投资策略报告\_化工行业\_成本与成长，塑造行业发展新业态\_20201214

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

## 投资概要:

### 驱动因素、关键假设及主要预测:

“双碳”目标下政策加码，将催生新一轮供给侧改革，落后产能将被淘汰出局，利于行业集中度提升。

随着化工下游地产、汽车、家电、纺服等行业景气复苏，预计 2021 年大部分产品价格/价差同比 2020 年将有显著上涨、部分产品甚至高于 2019 年水平。随着需求好转，2021 年原油供需将处在基本平衡或紧平衡状态，有望维持 60-70 美元/桶中油价水平。

油价上涨驱动油服和石油加工行业业绩周期改善，同时非石油特别是乙烷和煤路线具备更加显著的成本优势；近期粮价上涨助推钾肥价格上行，预计价格将继续维持高位；混凝土外加剂行业预计将继续向龙头集中，强者恒强。

预计 2021 年纺织服装业将保持 10%以上的增长；三代制冷剂正替代二代制冷剂成为发展主流，预计行业盈利水平有望底部回升。

### 我们与市场不同的观点:

市场对石油加工企业特别是两桶油的关注度不高。我们认为，2020 年影响业绩的主要不利因素（油价下跌、产品销量减少、价差收窄、原料库存转化损失等）将在 2021 年“由负转正”，业绩有望大幅改善，存在投资机会。

混凝土外加剂行业生产企业众多，增速不高，进入门槛不高，竞争激烈，看似不是很好的赛道。但从龙头企业的发展来看，一是保持远高于行业的增速在发展；二是基本保持较高的盈利水平，受周期影响较小。考虑到未来环保和生产安全监管持续趋严，龙头企业依托研发、生产和服务优势能够提供整体解决方案，只能提供单一产品的中小企业的生存空间将继续受到较大挤压，行业内将会出现更多的上下游产业链的整合与横向兼并扩张机会，预计未来集中度仍将继续提升，龙头企业强者恒强。

### 投资建议:

行业存在结构性行情，看好成长和周期改善两条投资主线。实施非石油路线业务扩张的核心资产值得特别关注，以及看好钾肥行业投资机会，同时集中度不断提升的混凝土外加剂行业龙头企业成长属性亦不容忽视。另外，油服、石油加工、化纤等细分子行业存在业绩周期改善的投资机会，同时建议关注整体处在周期底部的制冷剂行业。

### 行业表现的催化剂:

下游需求持续向好拉动行业景气上行；优质产能扩张项目如期达产；国家安全环保督察及供给侧改革深化等。

### 主要风险因素:

原料价格大幅波动的风险，下游需求不及预期的风险，主营产品价格/价差下降的风险，项目达产不及预期的风险等。

## 目录

<b>一、需求向好引领行业景气，未来看结构性行情</b>	<b>1</b>
（一）我国经济复苏态势良好，化工下游产业持续景气向上	1
（二）需求引领行业景气，化工行业盈利提升	2
（三）2021年下半年投资策略：布局成长，把握周期	8
<b>二、“双碳”目标下政策加码，“双高”项目有序健康发展</b>	<b>8</b>
（一）化工行业碳排放总量有限，但细分领域排放强度突出	8
（二）石油化工、煤化工将朝向健康有序、绿色高质量发展	10
（三）淘汰落后/严控新增低端产能，利于行业集中度提升	11
<b>三、布局成长：业务扩张的核心资产、集中度快速提升的行业龙头</b>	<b>11</b>
（一）看好布局非石油路线优质产能的核心资产	11
（二）看好粮价上行背景下钾肥行业投资机会	12
（三）看好龙头加速集中的混凝土外加剂细分赛道	15
<b>四、把握周期：油服、石油加工、化纤等迎来业绩复苏</b>	<b>16</b>
（一）油价已恢复疫情前水平，预计下半年仍将维持	16
（二）油服、石油加工等行业迎来业绩周期改善	17
（三）纺服行业持续复苏带动化纤产业链景气上行	18
（四）关注处在周期底部的氟化工子行业	20
<b>五、投资建议</b>	<b>24</b>
<b>六、风险提示</b>	<b>25</b>
<b>插图目录</b>	<b>26</b>
<b>表格目录</b>	<b>27</b>

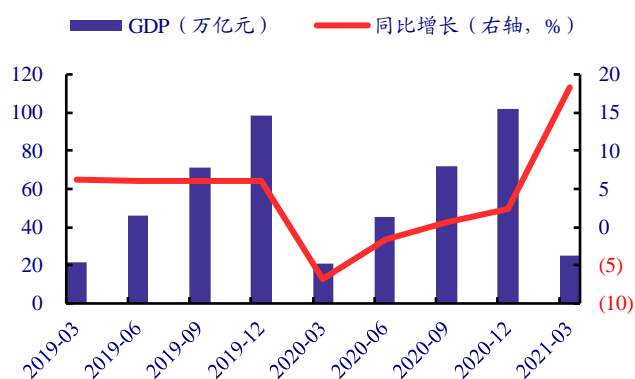
## 一、需求向好引领行业景气，未来看结构性行情

### (一) 我国经济复苏态势良好，化工下游产业持续景气向上

随着疫情的有效控制，我国经济复苏态势良好。21Q1 国内生产总值 249310 亿元，同比增长 18.3%，较 19Q1 增长 14.8%。分产业看，第一产业增加值 11332 亿元，同比增长 8.1%；第二产业增加值 92623 亿元，同比增长 24.4%；第三产业增加值 145354 亿元，增长 15.6%。

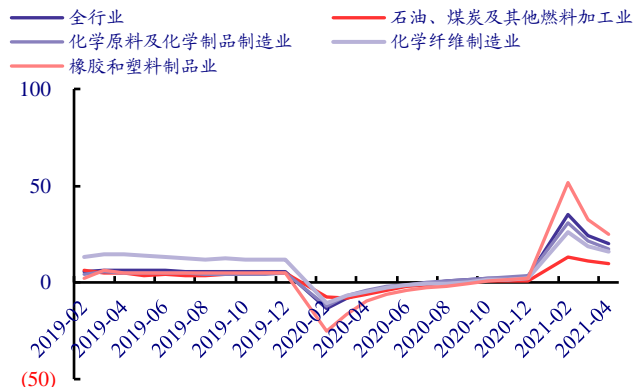
年初以来，我国工业生产持续复苏。1-4 月，全国规模以上工业增加值同比增长 20.3%。其中，化工子行业如化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制品业等同样周期景气向上，分别同比增长 17.6%、15.8%、25.2%。

图 1：我国 GDP 累计值及同比增速



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

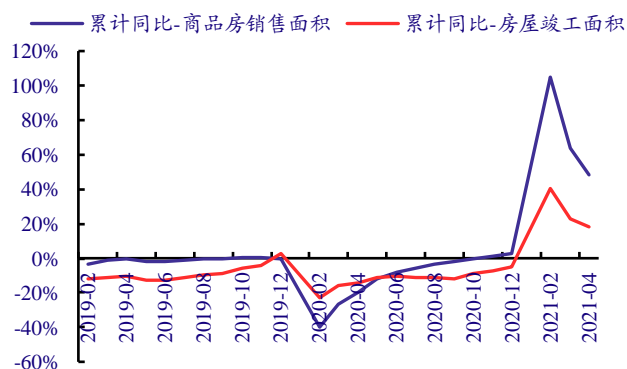
图 2：我国工业增加值累计同比变化



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

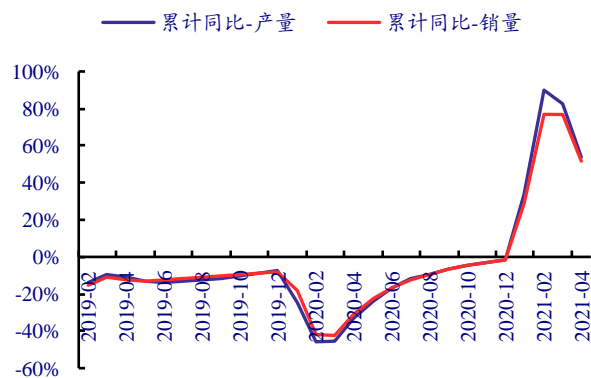
具体来看，化工产业链下游产业如地产、汽车、家电、纺服等整体实现景气复苏。1-4 月，我国地产竣工面积同比增加 17.9%，略超 2019 年同期水平（0.76%）；汽车产销量均同比大幅增长 50%以上，较 2019 年同期亦分别增长 2.35%、4.73%；白电+彩电产量同比增长 32.6%，较 2019 年同期增长 4.7%；纺织服装业逐步走出寒冬，内、外需加速回暖，带动我国布匹、纱线产量恢复性增长，分别同比增长 14.6%、25.0%，较 2019 年同期分别变化-20.7%、0.7%。

图 3：我国房地产销售和竣工面积累计同比变化



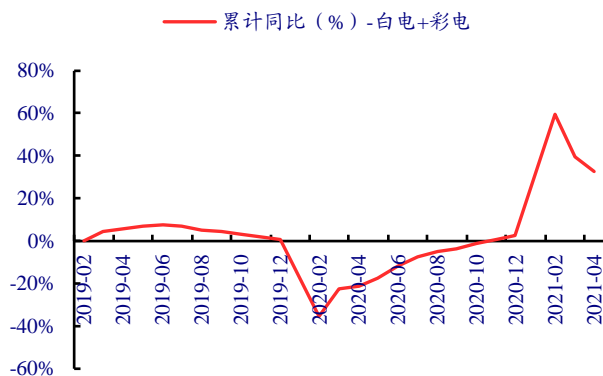
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 4：我国汽车产销累计同比变化



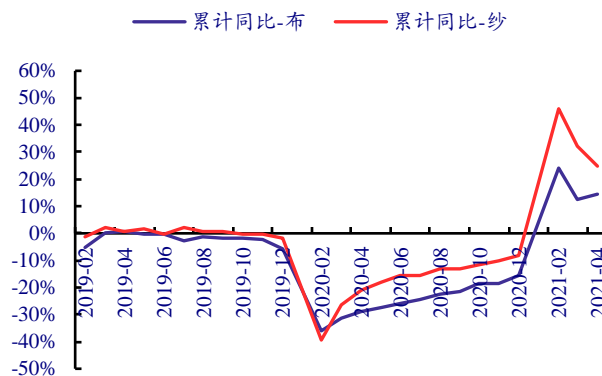
资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 5: 我国主要家电产量累计同比变化



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 6: 我国布、纱产量累计同比变化



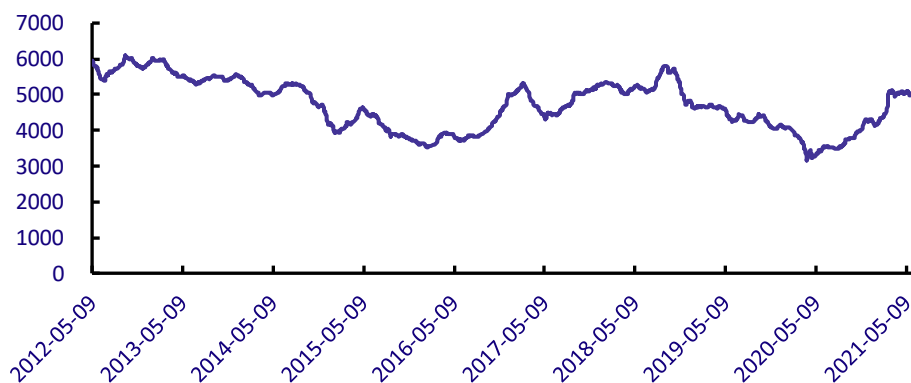
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## （二）需求引领行业景气，化工行业盈利提升

### 1. 需求引领行业景气，主要化工品量价齐升

在我国经济复苏、下游产业周期向好，国外疫情控制落后于我国带来供需错配，以及油价上涨等因素驱动下，我国化工品价格涨势明显，盈利能力也显著提升。2020 年 4 月我国化工产品价格步入低谷，随着国内疫情有效控制，2020 年下半年开始步入上升通道。特别是 2021 年一季度，在顺周期背景下，化工品价格继续大幅上涨。

图 7: 近年来我国化工产品价格指数



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

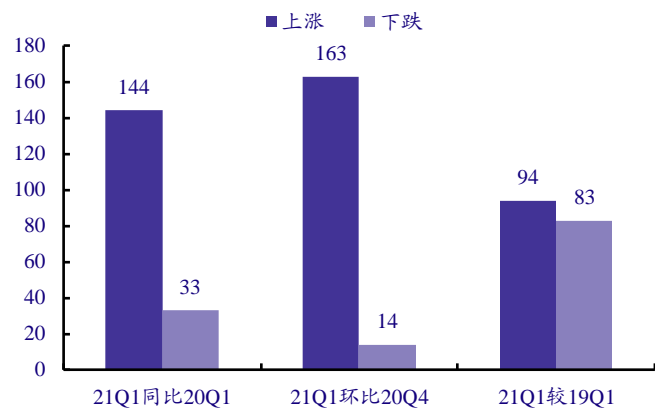
在价格/价差角度，21Q1 实现同比、环比普涨。我们重点跟踪的 180 个产品价格中，从季度均价来看，21Q1 共有 144 个产品价格实现同比上涨、33 个产品价格下跌，上涨比例 80% 以上；环比 20Q4，163 个产品价格实现上涨、14 个产品价格下跌，上涨比例 90% 以上；与 19Q1 相比，价格上涨比例在 52% 以上。整体来看，随着下游需求复苏，21Q1 化工产品价格实现同比、环比普遍上涨。

我们重点跟踪的 142 个产品价差中，从季度均价来看，21Q1 共有 91 个产品价差同比扩大、48 个产品价差同比缩小，扩大比例 64% 以上；环比 20Q4，91 个产品价差扩大、51 个产品价差缩小，扩大比例 64% 以上；与 19Q1 相比，价差扩大比例在 52% 以上。整体来看，随着下游



需求复苏，21Q1 化工产品价差实现同比、环比普遍上涨。盈利能力提升叠加产品产销向好，是 21Q1 行业业绩大幅向好的主要原因。

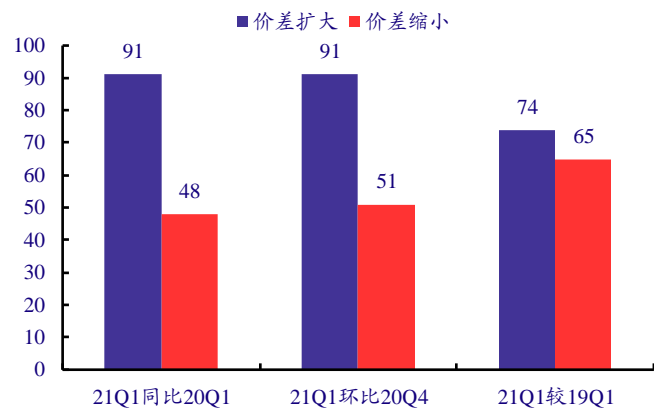
图 8: 重点关注产品 21Q1 价格涨跌情况



注: 磷酸铁锂、PVA、TPEG 由于数据库原因导致历史价格不全

资料来源: Wind、Bainfo, 中国银河证券研究院

图 9: 重点关注产品 21Q1 价差涨跌情况



注: PVA、TPEG 由于数据库原因导致历史价差不全

资料来源: Wind、Bainfo, 中国银河证券研究院

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

表 1: 重点关注产品 21Q1 价格同比涨幅前 30

名称	单位	当前价格 (6月4日)	21Q1 均价	较 20Q1	较 20Q4	较 19Q1
PVC 糊树脂 (手套料, 华东)	元/吨	15500	23514	151.6%	-1.7%	219.8%
液氯 (华东)	元/吨	1510	1378	150.7%	-2.5%	244.5%
盐酸 (31%, 华东)	元/吨	500	513	132.8%	33.7%	640.1%
1,4-丁二醇 (华东)	元/吨	18250	20756	128.0%	81.6%	121.0%
四氯乙烯 (山东)	元/吨	10369	7041	123.4%	62.9%	77.0%
维生素 C (99%, 国产)	元/千克	47.5	50.4	116.1%	53.0%	68.4%
醋酸 (华东)	元/吨	7650	5358	112.0%	51.4%	74.2%
丙二醇 (华东)	元/吨	14500	14468	106.4%	37.4%	75.0%
环氧丙烷 (华东)	元/吨	14000	18452	106.2%	4.8%	78.3%
CASE 聚醚 (220/210 等, 华东)	元/吨	16250	20158	100.4%	3.0%	73.9%
双酚 A (华东)	元/吨	21350	20171	97.8%	30.5%	68.9%
正丁醇 (华东)	元/吨	14800	11261	96.9%	39.6%	58.7%
软泡聚醚 (华东)	元/吨	14200	18888	93.7%	2.4%	69.1%
PBT (华东)	元/吨	15150	17356	91.6%	85.2%	60.2%
辛醇 (华东)	元/吨	15050	12684	91.2%	38.2%	57.0%
DMF (全国)	元/吨	10450	10070	89.2%	11.2%	111.4%
高回弹聚醚 (330N 等, 华东)	元/吨	15600	19592	88.5%	2.9%	64.1%
六氟磷酸锂 (全国)	元/吨	315000	157415	85.9%	65.9%	40.3%
丙烯酸丁酯 (华东)	元/吨	16900	14614	84.7%	43.3%	46.7%
醋酐 (全国)	元/吨	12100	8748	83.8%	34.0%	43.5%
碳酸锂 (工业级, 四川)	元/吨	83700	72165	81.3%	77.9%	10.7%
丙烯酸异辛酯 (华东)	元/吨	17700	15987	78.7%	45.5%	34.5%
硬泡聚醚 (华东)	元/吨	13100	15184	77.0%	3.3%	67.4%

氨纶 (40D)	元/吨	67500	51552	75.0%	40.2%	57.1%
醋酸乙烯 (华东)	元/吨	12900	10128	73.7%	49.0%	42.5%
聚合 MDI (华东)	元/吨	16600	21360	71.9%	8.8%	55.6%
PTMEG (2000, 华东)	元/吨	39000	28908	70.0%	47.5%	56.4%
R125 (高端, 浙江)	元/吨	29500	27822	69.2%	52.3%	2.7%
三氯甲烷 (山东金岭)	元/吨	4350	3169	66.1%	15.4%	16.7%
DOP (华东)	元/吨	13000	11642	62.5%	26.4%	35.1%

资料来源: Wind, Bainfo, 中国银河证券研究院

21Q1 价差涨幅较大的产品有四氯乙烯价差 (电石)、醋酸乙烯价差 (电石)、辛醇价差 (丙烯)、正丁醇价差 (丙烯)、PVC 糊树脂 (手套料) 价差 (电石)、环氧丙烷价差 (丙烯)、PBT 价差 (PTA)、软泡聚醚价差 (丙烯)、顺酐价差 (碳四)、DOP 价差 (邻二甲苯)、R125 价差 (萤石) 等。

表 2: 重点关注产品 21Q1 价差同比涨幅前 30

名称	单位	当前价格 (6月4日)	21Q1 均价	较 20Q1	较 20Q4	较 19Q1
四氯乙烯价差 (电石)	元/吨	6764	3627	544.4%	172.5%	165.5%
醋酸乙烯价差 (电石)	元/吨	2156	1279	405.1%	-1193.8%	7.4%
辛醇价差 (丙烯)	元/吨	8610	6577	341.7%	101.3%	221.3%
正丁醇价差 (丙烯)	元/吨	9568	6299	309.7%	93.0%	187.1%
PVC 糊树脂 (手套料) 价差 (电石)	元/吨	8721	17053	280.7%	-6.6%	567.0%
环氧丙烷价差 (丙烯)	元/吨	7238	12039	239.4%	5.5%	200.0%
PBT 价差 (PTA)	元/吨	2453	3826	190.2%	247.2%	211.0%
软泡聚醚价差 (丙烯)	元/吨	8047	13052	170.0%	2.0%	141.4%
顺酐价差 (碳四)	元/吨	3860	4266	158.6%	-5.6%	192.1%
DOP 价差 (邻二甲苯)	元/吨	667	1148	155.5%	-3.2%	84.3%
R125 价差 (萤石)	元/吨	21422	19802	151.1%	84.5%	7.9%
PTA 价差 (对二甲苯)	元/吨	443	383	146.1%	-22.9%	-50.3%
环氧丙烷价差 (石油)	元/吨	10754	15650	142.6%	0.9%	116.4%
高回弹聚醚价差 (丙烯)	元/吨	10055	14333	140.4%	2.8%	112.6%
醋酸价差 (煤)	元/吨	6797	4732	128.2%	58.2%	83.7%
粘胶短纤价差 (溶解浆)	元/吨	2335	5648	123.5%	65.8%	62.0%
硬泡聚醚价差 (丙烯)	元/吨	8367	10695	123.0%	3.3%	130.6%
DMF 价差 (煤)	元/吨	7731	7982	121.4%	12.5%	176.0%
炭黑价差 (煤焦油)	元/吨	1030	2460	118.0%	10.6%	174.1%
六氟磷酸锂价差 (碳酸锂)	元/吨	271371	119162	116.3%	74.9%	62.9%
聚丙烯价差 (甲醇)	元/吨	587	1657	107.5%	-21.3%	-18.6%
聚合 MDI 价差 (苯)	元/吨	9927	16319	104.7%	3.5%	73.8%
粘胶短纤价差 (棉短绒)	元/吨	4478	7031	103.6%	82.5%	15.3%
丙烯酸丁酯价差 (丙烷)	元/吨	6010	5771	99.4%	57.1%	47.2%
LLDPE 价差 (甲醇)	元/吨	-102	1203	90.5%	-15.6%	-24.1%
三氯甲烷价差 (甲醇)	元/吨	3569	2454	89.9%	15.9%	23.1%
氨纶价差 (PTMEG)	元/吨	33660	24654	83.8%	48.4%	70.7%
ABS 价差 (烯烃)	元/吨	8863	8634	78.3%	-3.0%	91.8%
PVC 糊树脂 (皮革料) 价差 (电石)	元/吨	4471	7144	76.3%	-21.9%	220.4%
丙烯酸异辛酯价差 (丙烷)	元/吨	4981	4988	75.5%	71.9%	9.5%

资料来源: Wind, Bainfo, 中国银河证券研究院

在量的角度, 我国主要产品产量和需求数据均大幅好转。2021 年 1-4 月我国主要化工产品产量、需求大部分超过 2019 年同期水平。受美国极寒天气、国外疫情反复等因素影响, 国

外部分产品供给受限，我国 PE、PP、PTA、丙烯酸丁酯、顺酐、TDI、钛白粉等出口量较 2020 年、2019 年同期均有较大增幅，尽管有些产品是大量依赖进口。

表 3：2021 年 1-4 月主要化工产品供需统计

产品	产量 (万吨)	同比 2020 年同期	较 2019 年 同期	出口 (万吨)	同比 2020 年同期	较 2019 年 同期	需求 (万吨)	同比 2020 年同期	较 2019 年 同期
成品油	11291	10.5%	-4.7%	1985	-8.8%	2.8%	9409	14.9%	-6.9%
其中：汽油	4824	20.9%	1.5%	656	1.8%	33.0%	4174	23.9%	-2.1%
煤油	1440	11.5%	-12.1%	432	-33.0%	-24.4%	1079	47.3%	-9.4%
柴油	5028	1.8%	-7.9%	897	1.1%	3.6%	4156	1.8%	-10.6%
PO	110	37.1%	14.9%	0	-83.9%	-98.9%	126	32.0%	15.2%
PE	750	13.4%	29.3%	14	52.8%	60.5%	1087	-7.5%	-2.8%
PP	926	15.7%	25.9%	57	258.1%	482.6%	977	9.2%	17.1%
PX	675	10.8%	73.1%	0	-4.8%	-35.5%	1142	4.9%	20.0%
PTA	1734	13.1%	21.4%	89	413.3%	245.8%	1648	6.8%	15.4%
PVC	763	18.9%	17.4%	85	225.9%	213.7%	696	8.6%	6.9%
烧碱	1279	15.3%	8.5%	37	23.5%	21.5%	1247	15.5%	8.3%
纯碱	978	9.1%	13.3%	33	-26.4%	-32.2%	947	9.0%	16.2%
丙烯酸	96	27.6%	19.4%	4	19.7%	-12.5%	93	27.1%	19.6%
丙烯酸丁酯	68	44.2%	13.0%	17	366.0%	121.1%	51	17.7%	-2.6%
甲醇	2471	12.8%	26.1%	19	322.3%	59.6%	2815	10.3%	38.3%
乙二醇	363	20.7%	38.3%	8	5903.6%	7540.9%	638	-4.7%	3.5%
顺酐	32	22.1%	13.7%	5	60.7%	62.7%	28	17.3%	8.1%
粘胶短纤	142	15.1%	14.8%	13	5.2%	4.9%	133	16.8%	14.8%
碳酸二甲酯	19	45.5%	28.5%	6	43.2%	57.8%	15	44.3%	17.7%
有机硅中间体	41	10.4%	5.5%	11	20.2%	45.4%	35	7.0%	0.4%
TDI	47	54.0%	37.0%	14	172.8%	328.3%	33	25.8%	1.4%
钛白粉	124	37.6%	35.8%	44	3.8%	40.5%	87	63.6%	34.0%
尿素	1787	-1.8%	7.6%	134	49.4%	-4.6%	1653	-4.4%	8.5%

资料来源：Wind、卓创资讯、Bainfo，中国银河证券研究院

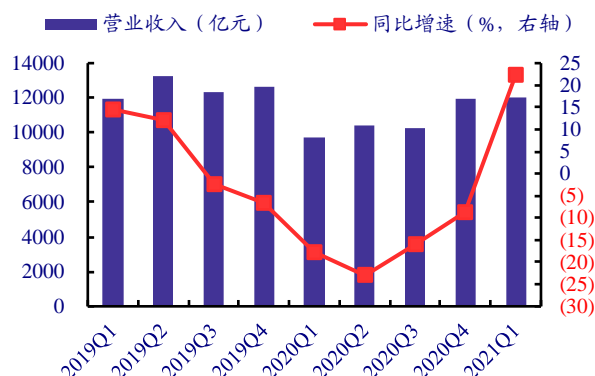
## 2. 顺周期背景下，化工行业 21Q1 盈利显著提升

就行业整体而言，新冠疫苗接种的有序推进、下游需求旺盛导致 21Q1 整体产销增加、主营产品价格/价差扩大，采购原油/丙烷的加工企业获得较大的库存转化收益。

在顺周期背景下，21Q1 行业归母净利率、毛利率、净利率、净资产收益率均显著提升。21Q1 行业归母净利达到 792 亿元，同比增长 2103%、环比增长 80.3%，较 2019 年同期增长 88.8%；行业毛利率、净利率分别达到 21.8%、7.3%，较 2019 年同期分别增加 4.5、3.4 个百分点，20Q1 基本是处在历史低点；净资产收益率同样回升至历史相对高位，较 2019 年同期增加 1.3 个百分点。

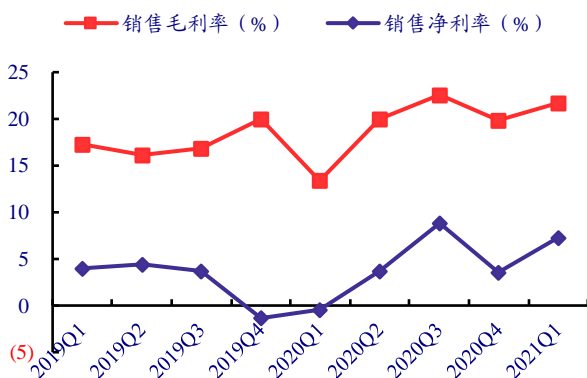


图 10: 化工行业单季度营收及同比增速



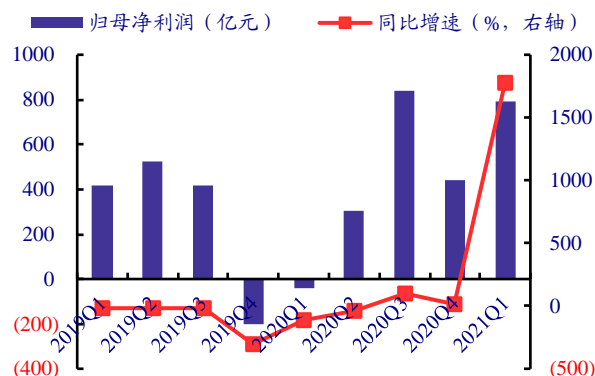
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 12: 化工行业单季度毛利率和净利率



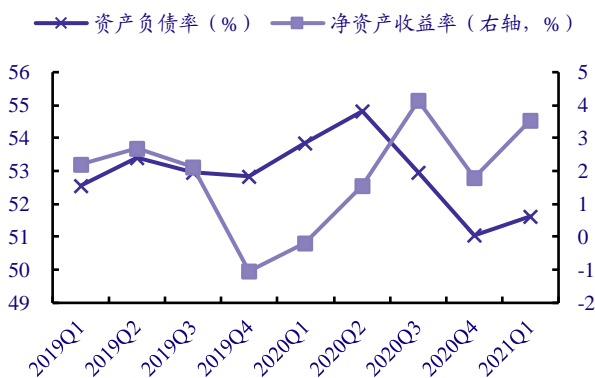
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 11: 化工行业单季度归母净利润及同比增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 13: 化工行业净资产收益率和资产负债率



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

从 31 个三级子行业归母净利润来看, 有 30 个子行业 21Q1 同比 20Q1 实现增长, 其中增幅前 5 名的三级子行业分别为炭黑、其他化学原料、磷肥、涂料油漆油墨制造、氮肥; 有 28 个子行业 21Q1 较 19Q1 实现增长, 其中增幅前 5 名的三级子行业分别为粘胶、炭黑、氨纶、其他化学原料、其他塑料制品。主要原因如下:

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

表 4: 化工子行业 21Q1 归母净利润 (亿元) 及变化情况

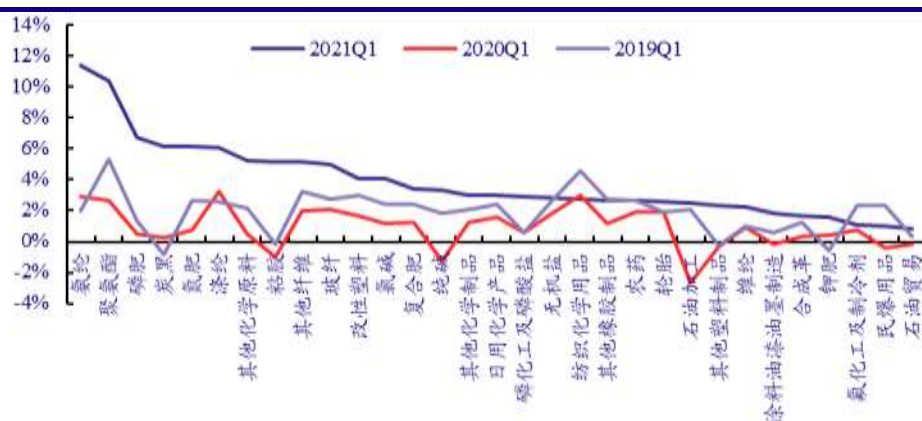
序号	子行业名称	21Q1	20Q1	19Q1	21Q1 同比增速	21Q1 较 19Q1 增速
1	炭黑	5.53	0.15	-0.51	3569%	1194%
2	其他化学原料	27.32	0.98	2.98	2679%	818%
3	磷肥	7.36	0.34	0.97	2039%	656%
4	涂料油漆油墨制造	3.30	-0.31	1.20	1154%	176%
5	氮肥	30.10	2.97	12.26	914%	145%
6	石油贸易	0.92	-0.15	0.37	729%	149%
7	其他塑料制品	6.49	-1.13	-1.12	674%	680%

8	粘胶	4.96	-0.96	-0.15	615%	3397%
9	氨纶	18.17	3.25	1.52	459%	1094%
10	磷化工及磷酸盐	3.87	0.73	0.73	431%	433%
11	民爆用品	3.33	-1.08	10.17	409%	-67%
12	聚氨酯	77.82	16.35	33.85	376%	130%
13	纯碱	12.05	-4.41	6.52	373%	85%
14	合成革	1.14	0.26	0.88	347%	30%
15	氯碱	48.00	10.80	20.27	344%	137%
16	钾肥	3.18	0.74	-1.42	330%	324%
17	其他纤维	7.06	1.79	5.00	294%	41%
18	改性塑料	11.06	3.39	5.87	226%	89%
19	石油加工	212.79	-215.16	166.81	199%	28%
20	玻纤	20.25	7.02	8.20	188%	147%
21	其他化学制品	90.80	32.88	36.81	176%	147%
22	维纶	1.29	0.49	0.47	163%	175%
23	复合肥	10.89	4.17	7.89	161%	38%
24	其他橡胶制品	3.88	1.55	3.37	151%	15%
25	涤纶	110.89	47.70	28.03	132%	296%
26	无机盐	6.31	3.17	4.04	99%	56%
27	轮胎	15.25	8.22	11.20	85%	36%
28	日用化学产品	6.75	3.89	5.14	74%	31%
29	氟化工及制冷剂	2.80	1.80	5.29	55%	-47%
30	农药	23.85	16.37	23.51	46%	1%
31	纺织化学用品	14.23	14.66	19.17	-3%	-26%

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

21Q1 化工子行业 ROE 较前两年普遍提高, 盈利能力显著提升。21Q1 ROE 前 5 名子行业分别为氨纶 (11.4%)、聚氨酯 (10.4%)、磷肥 (6.8%)、炭黑 (6.2%)、氮肥 (6.2%), 均较 2020 年、2019 年同期水平大幅提升, 主要系需求复苏带来相关产品价格/价差扩大, 带动行业盈利能力显著提升。

图 14: 三级子行业 21Q1、20Q1、19Q1 ROE 情况



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

### （三）2021 年下半年投资策略：布局成长，把握周期

4 月以来价格/价差上涨乏力，行业更加趋于理性。从均价来看，4 月至今的 21Q2 均价有 139 个产品实现环比上涨，上涨比例 77%以上；其中 21Q2 和 21Q1 实现价格连续上涨的有 131 个。4 月至今的 21Q2 价差有 80 个实现环比上涨，上涨比例 56%以上，其中 21Q2 和 21Q1 实现价差连续上涨的有 55 个。以当前的价格/价差（6 月 4 日）与 21Q1 均值相比，约有 72%价格上涨、45%价差上涨；但与 3 月 31 日的价格/价差相比，产品价格上涨比例仅 50%、价差上涨比例仅 36%。总体来看，当前大多数产品价格/价差较 21Q1 均值仍处在相对高位，但上涨势头趋缓，多数产品价格/价差自高位回落，行业更加趋于理性。

受化工下游地产、汽车、家电、纺服等行业景气复苏影响，预计 2021 年大部分产品价格/价差同比 2020 年将有显著上涨、部分产品甚至高于 2019 年水平。我们认为，行业存在结构性行情，特别是油服、石油加工、化纤等细分子行业存在业绩周期改善的投资机会，同时建议关注整体处在周期底部的制冷剂行业。

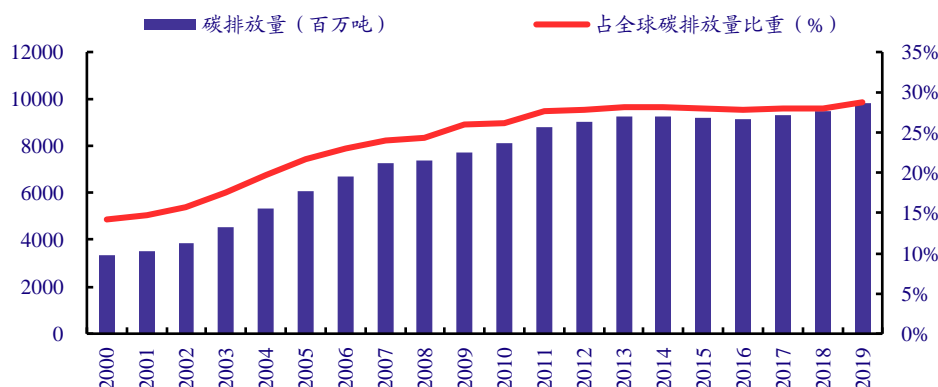
“双碳”目标下，石油化工、煤化工等碳排放强度高的细分领域将朝向健康有序、绿色高质量发展。未来将加大落后产能淘汰力度，加快推动无效产能出清，推进企业优胜劣汰，实现结构性调整，预计非石油路线特别是轻质化原料进程将继续快速发展。因此，实施非石油路线业务扩张的核心资产值得特别关注，同时集中度提升的行业龙头的成长属性亦不容忽视。

## 二、“双碳”目标下政策加码，“双高”项目有序健康发展

### （一）化工行业碳排放总量有限，但细分领域排放强度突出

我国是世界上最大的碳排放国，2019 年碳排放达 98.26 亿吨，占世界碳排放总量的比重为 28.8%。2020 年 9 月 22 日，习近平主席在联合国大会上首次提出中国碳达峰与碳中和的目标：“中国将提高国家自主贡献力度，采取更加有力的政策和措施，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。”所谓碳达峰是指二氧化碳排放总量在 2030 年前达到历史峰值然后逐渐稳步回落。而碳中和则是指通过节能减排、能源替代、产业调整等让排出的二氧化碳被回收，最终实现“零排放”的目的。碳达峰是碳中和的前提，碳中和是低碳发展的终极目标。

图 15：我国碳排放量及全球占比

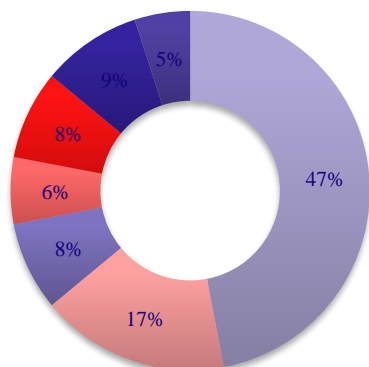


资料来源：Wind，中国银河证券研究院

我国化工行业碳排放呈现排放总量有限但强度突出的特点。化工行业在我国碳排放总量中约占 6%，低于钢铁、建材、建筑、交通等行业。化工上下游产业链中的化学原料和化学制品以及石油加工、炼焦等相对碳排放量较大，2018 年分别达到 1.93 亿吨、1.42 亿吨。我国化工行业碳排放虽然总量不大，但细分领域碳排放强度较为突出。以煤化工为例，吨聚烯烃碳排放量约为 11 吨、吨乙二醇约为 5.6 吨、吨间接制油约为 6.9 吨、吨甲醇约为 3.9 吨；以石油化工为例，吨油品碳排放量约为 3 吨，远高于水泥、钢铁的碳排放强度。我国吨水泥碳排放量约为 0.5-0.60 吨，吨铁碳排放量约为 1.8-2.0 吨。

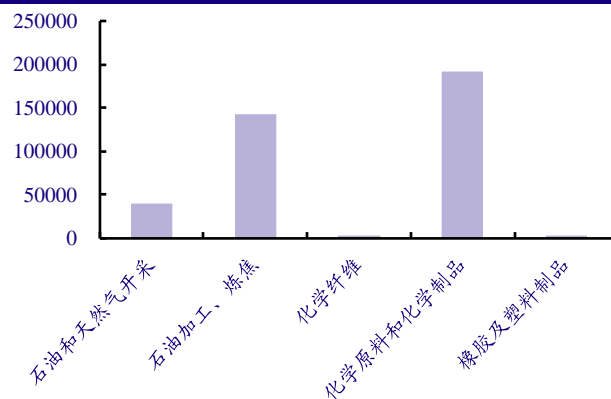
图 16：各行业碳排放比重

■能源生产与转换 ■钢铁 ■建材 ■化工 ■建筑 ■交通 ■其他工业



资料来源：全球能源互联网发展合作组织，中国银河证券研究院

图 17：2018 年化工相关领域碳排放量（万吨）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

特别是煤化工碳排放面临压力较大，在新项目申报时将面对更为严格的碳排放审核，但提前布局光伏发电制氢等减排措施的龙头企业具有发展主动权；若考虑到碳交易，将碳排放成本内部化，由于煤化工碳排放强度更大，其较石油路线的成本优势或将有所收窄。当前我国正逐步完善碳交易市场，预计在 6 月底之前全国碳排放权交易将上线启动。

表 5：我国碳交易市场逐步完善

时间	政策名称	摘要
2011.10	国家发展改革委办公厅关于开展碳排放权交易试点工作的通知	北京市、天津市、上海市、重庆市、湖北省、广东省及深圳市开展碳排放权交易试点
2017.12	全国碳排放权交易市场建设方案（发电行业）	以发电行业为突破口率先启动全国碳排放交易体系
2021.2	碳排放权交易管理办法（试行）	对全国碳排放权交易市场覆盖行业、年度温室气体（含二氧化碳、甲烷、氧化亚氮、氢氟碳化物、全氟化碳、六氟化硫和三氟化氮）排放量达到 2.6 万吨二氧化碳当量的企业纳入重点排放名录，覆盖行业由发电行业最终扩展到建材、有色、钢铁、石化、化工、造纸、航空等行业。办法自 2021 年 2 月 1 日起施行
2021.3	碳排放权交易管理暂行条例（草案修改稿）	为充分发挥市场机制作用，实现碳达峰目标和碳中和愿景公开征求意见
2021.5	碳排放权登记、交易、结算管理规则（试行）	进一步规范全国碳排放权登记、交易、结算活动

资料来源：政府网站，中国银河证券研究院

我们认为，“双碳”目标将催生新一轮供给侧改革，一方面一些高能耗子行业的产能将严格受到限制，另一方面落后低效产能的淘汰出局将进一步提升行业集中度。另外，随着光伏发电、风电等新能源比例的提升，将带动相关化工原材料需求的上涨。



## (二) 石油化工、煤化工将朝向健康有序、绿色高质量发展

在“双碳”目标下，碳排放影响评价被纳入环境影响评价体系，我国石油化工和煤化工等项目布局将更加规范有序，朝向绿色、高质量发展。5月31日，生态环境部发布《“十四五”规划和2035年远景目标纲要》，要求坚决遏制“两高”（高耗能、高排放）项目盲目发展，有效实施对“两高”项目的源头严防、过程严管、后果严惩，推动绿色转型和高质量发展；明确“两高”项目暂按煤电、石化、化工、钢铁、有色金属冶炼、建材等六个行业类别；并将碳排放影响评价纳入环境影响评价体系。其中，石化、现代煤化工项目应纳入国家产业规划；新建、扩建石化、化工等项目应布设在依法合规设立并经规划环评的产业园区；对炼油、乙烯、煤化工等环境影响大或环境风险高的项目类别，不得以改革试点名义随意下放环评审批权限或降低审批要求。

《石油和化学工业“十四五”发展指南及二〇三五年远景目标》对行业“十四五”期间的产业结构调整提出了思路及目标，即到2025年全行业结构调整持续提升，行业核心竞争力不断增强。鼓励企业通过资本运作、兼并重组、关停并转等方式整合中小炼厂，力争到2025年国内原油一次加工能力控制在9.5亿吨/年以内；有序推进新建石化项目建设，保持行业合理开工率，按照差异化、高端化的原则做好产业结构优化，防控新一轮石化项目投资高峰可能引发的同质化竞争和产能过剩风险。加快乙烯原料轻质化进程，降低原料成本，蒸汽裂解原料中轻烃占比由2019年的20%提高到2025年的25%，打造大型烯烃和芳烃生产基地。以石油化工产品能力补充和原料多元化为重点，规划布局内蒙古鄂尔多斯、陕西榆林、宁夏宁东、新疆准东等4个重点现代煤化工产业示范区。《现代煤化工“十四五”发展指南》指出，现代煤化工产业应科学规划、优化布局，合理控制产业规模，积极开展产业升级示范，推动产业集约、清洁、低碳、高质量发展和可持续发展。

表 6：“十四五”重点发展的现代煤化工产业基地

布局地区	布局内容
能源金三角 (蒙西、陕北、宁东)	依托该区域大型煤炭基地，形成若干现代煤化工园区，以煤制油、煤制烯烃、低阶煤分质利用为龙头，合理规划下游深加工产品方案，建设具有竞争力的煤基化工原料及合成材料项目
新疆地区 (准东、哈密、伊犁等)	合理布局煤制油、煤制天然气、煤制烯烃及低阶煤分级分质利用项目，同步建设外输油气管线，形成适度规模的煤基燃料替代能力
云、贵地区	利用当地丰富的煤炭和水资源建设煤制油、煤制烯烃、煤制乙二醇等项目，推动当地经济发展
其他地区	在重要煤炭基地、煤炭运输铁路网（如湖北荆州等浩吉铁路沿线重要节点）、煤炭港口以及靠近消费中心的地区，可结合区域资源和环境条件，适度布局现代煤化工项目，加强与现有产业融合发展

资料来源：《现代煤化工“十四五”发展指南》，中国银河证券研究院

表 7：“十四五”煤化工发展重点

煤化工领域	“十四五”发展重点
煤制油	重点发展煤制超清洁油品和特种油品，同时加快向下游化工产品向精细化、高附加值方向发展，提高产品附加值；开展煤制油气联产项目的示范，实现能源利用效率的提升，降低煤制油的生产成本
煤制天然气	继续开展具有自主知识产权的甲烷化技术及催化剂开发，开展10亿方/年工业化示范；继续推进管道代输试点工作
煤制化学品	烯烃开发差异化、高端化聚烯烃牌号，加强对C4资源综合利用；不断提升乙二醇产品质量，降低资源消耗，联产高附加值产品；芳烃：稳步推进工业化示范
低阶煤分质利用	攻克粉煤热解、气液固分离工程难题，形成百万吨级低阶煤大型热解多联产清洁高效分级分质利用关键技术，完成工业化装置的建设和长周期稳定运行

资料来源：《现代煤化工“十四五”发展指南》，中国银河证券研究院



### (三) 淘汰落后/严控新增低端产能，利于行业集中度提升

“十三五”期间，我国深化供给侧改革，认真贯彻落实国务院《关于促进石化产业调结构促转型增效益的指导意见》，稳步推进产业结构调整，坚决淘汰落后产能，产品结构不断优化。据统计，2016-2020 年我国炼油业累计退出落后产能约 1.6 亿吨，尿素、烧碱、PVC、电石、硫酸分别退出 1787、327、269、900 和 2160 万吨。

未来行业的发展趋势仍将是加大落后产能淘汰力度，加快推动无效产能出清，推进企业优胜劣汰，行业集中度将显著提升。“十四五”期间，行业将引导炼油、化肥、纯碱、电石、氯碱等行业控制产能总量，使传统产业装置开工率稳步提高；推动基础石化产品精细加工，向功能化、精细化、差异化发展；加快新材料发展、补齐短板等。

表 8: “十四五”部分行业产能控制目标 (万吨/年)

行业名称	2019 年产能	2025 年产能	2019-2025 复合增长率
炼油	8.6 亿吨/年	9.5 亿吨/年	1.7%
合成氨	6637	7100	1.1%
甲醇	8992	10400	2.5%
纯碱	3239	3100	-0.7%
电石	4000 (2020 年数据)	4000	0.0%
烧碱	4380	4700	1.2%
PVC	2518	2700	1.2%

资料来源:《石油和化学工业“十四五”发展规划与研究》，中国银河证券研究院

## 三、布局成长：业务扩张的核心资产、集中度快速提升的行业龙头

### (一) 看好布局非石油路线优质产能的核心资产

布局非石油路线优质产能、实施业务扩张的细分领域龙头企业，不仅具有稳健的经营现金流，而且可以通过再投资实现高成长。另一方面，随着油价回升，非石油路线特别是乙烷和煤路线具备更加显著的成本优势。

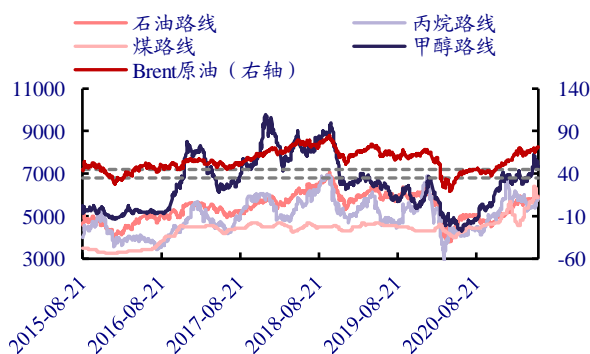
通常来看，乙烷路线处在成本线最底端；在油价 35-45 美元/桶时，石油/丙烷/煤三者成本相差不大；在油价处在 45-100 美元/桶区间时，基本呈现甲醇路线>石油路线>丙烷路线>煤路线。与石油路线相比，2020 年煤路线成本要低 10%、乙烷路线要低 15%。近期煤价大幅上涨对煤路线成本带来极大扰动，期间超过石油路线成本。我们认为，煤价飙升是阶段性的，将回归合理区间，煤化工将再现成本优势。

图 18: 不同原料路线乙烷成本对比 (元/吨、美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 19: 不同原料路线丙烯成本对比 (元/吨、美元/桶)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

建议重点关注产业链持续拓展和产品升级换代的煤化工龙头华鲁恒升(600426.SH)、业务持续扩张的煤制烯烃龙头宝丰能源(600989.SH)，以及布局乙烷蒸汽裂解项目的轻烃加工龙头卫星石化(002648.SZ)、业务转型打造 PDH 龙头的东华能源(002221.SZ)。

**华鲁恒升(600426.SH): 德州+荆州基地产能扩张, 打开公司新的成长空间。**在德州基地, 公司总投资 130 亿元的 150 万吨绿色化工新材料项目入选山东省新旧动能转换重大项目库首批优选项目。其中, 精己二酸品质提升项目(16.66 万吨/年)已于 2021 年 2 月建成投产, 己内酰胺及尼龙新材料(30 万吨/年)项目预计将于 2021 年 12 月建成, 德州基地产能和盈利进一步加强。在荆州基地, 预计将建设 100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、15 万吨/年混甲胺和 15 万吨/年 DMF, 建设期预计 36 个月。荆州项目将进一步增厚公司盈利, 打开公司新的成长空间。

**宝丰能源(600989.SH): 煤制烯烃成本优势显著, 公司跨周期高成长可期。**公司布局烯烃三期 100 万吨/年项目以及内蒙 400 万吨/年烯烃项目, 其中烯烃三期项目有望于 2022 年底投产。焦炭 300 万吨/年项目预计于 2021 年底投产, 届时焦炭产能将达到 700 万吨/年, 进一步增厚公司利润。目前公司内蒙项目环评报告书中根据生态环境部的新要求增加了关于碳减排的专篇并已送审, 按政策要求依序推进。

**卫星石化(002648.SZ): 丙烯酸及酯量价齐升, C2 项目投产助力公司高成长。**公司 18 万吨/年丙烯酸和 30 万吨/年丙烯酸酯、30 万吨/年改性聚丙烯预计将在 2021 年、2022 年贡献全年业绩。丙烯酸及酯下游需求活跃, 同时原料如丙烯、甲醇、乙醇、丁醇、辛醇等价格的上涨使得丙烯酸及酯价格得到成本支撑, 我们预计丙烯酸及酯价格/价差将保持高位, 将显著增加公司 2021 年业绩。C2 一阶段一期 125 万吨/年乙烷蒸汽裂解项目已于 5 月正式投产; 二期项目将再次助力公司高成长。目前油价恢复至疫情前水平, 将助推低成本乙烷项目业绩抬升。另外, 公司计划新建 80 万吨/年 PDH、80 万吨/年丁辛醇、12 万吨/年新戊二醇及配套装置, 预计于 2024 年 6 月前投产运营。未来几年公司不改成长属性, 油价提升亦带来业绩弹性。

**东华能源(002221.SZ): Q1 归母净利大幅增长, 业务转型造就 PDH 龙头。**公司自 2020 年初正式启动贸易资产剥离, 有望在 2021 年基本退出主动性 LPG 国际贸易和国内分销市场, 从而降低资产负债率、提高整体盈利能力。公司继续扩张 PDH 产能, 有望拉动公司持续成长。宁波二期 60 万吨/年、三期 2\*40 万吨/年 PDH 装置已分别于 2021 年 2 月、6 月投产, 目前公司 PDH、PP 产能达到 260 万吨/年、160 万吨/年, 成为 PDH 产能国内最大、PP 产能民营企业第一的公司。茂名一期(I)项目(60 万吨/年 PDH、40 万吨/年 PP)计划于 2022 年年底投产, 一期(II)项目(60 万吨/年 PDH、2\*40 万吨/年 PP)预计将于 2023 年投产, 二期等项目仍在规划中。看好公司 PDH 产能持续扩张带来的高成长性。

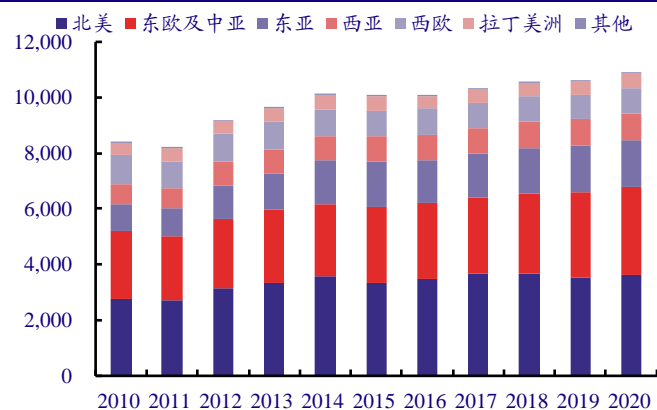
## (二) 看好粮价上行背景下钾肥行业投资机会

钾肥作为农业三大基础肥料之一, 对大部分农作物有显著的增产效果, 是实现农业增产和农业可持续发展的重要物资。钾肥主要流向是复合肥、配方肥、水溶肥、加工型钾肥、钾精细化工产品的生产以及农业直接施用等。

**全球钾盐储量集中, 钾肥高度寡头垄断。**据美国国家地质调查局《世界矿产品摘要 2021》, 2019 年全球钾盐可采储量超过 37 亿吨(折  $K_2O$ , 下同), 但分布相对不均, 主要集中在少数几个国家。其中, 加拿大(29.7%)、白俄罗斯(20.3%)和俄罗斯(16.2%)是全球可采储量

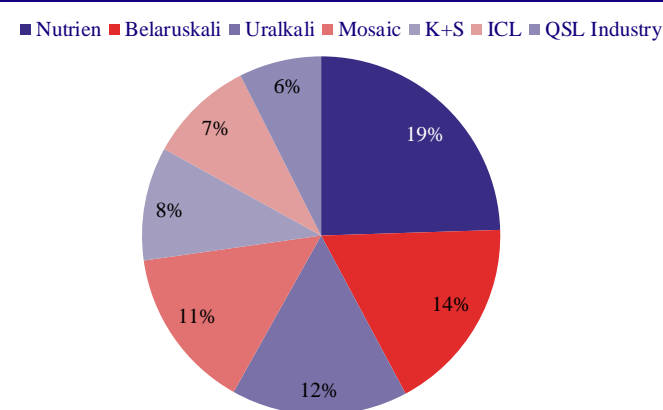
最高的3个国家，合计占比66%以上。而我国钾盐可采储量为3.5亿吨，虽位居全球第四，但占比仅为5%，资源短缺。据Green Markets数据，全球钾盐资源分布集中导致全球钾肥产能主要集中在北美、EECA（东欧及中亚）和东亚地区，产能占比分别为33%、29%和15%；全球钾肥行业呈现高度寡头垄断局面，CR7公司占全球产能自2010年以来一直维持在75%以上，2020年达到77%。全球钾肥产能从2010年的8429万吨/年增长至2020年的10642万吨/年，年复合增速2.6%。预计2024、2029年全球钾肥产能将分别达到11924、12934万吨/年，年均复合增长率分别为2.3%、1.9%。

图 20: 全球钾肥主要集中在北美、EECA 和东亚 (万吨/年)



资料来源: Green Markets, 中国银河证券研究院

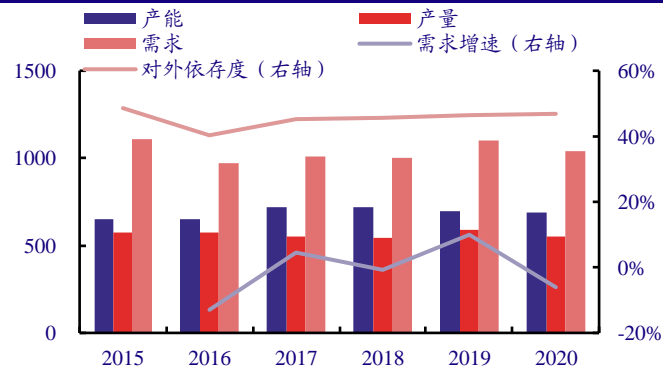
图 21: 全球钾肥行业 CR7 产能占比



资料来源: Green Markets, 中国银河证券研究院

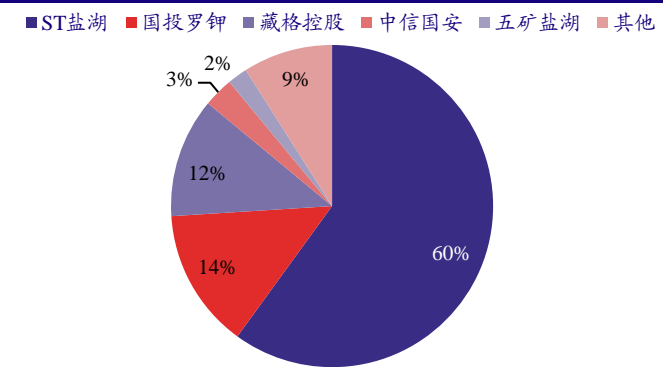
我国钾肥行业集中度高、增量有限，将长期保持较高的对外依存度。我国是世界第四大钾肥生产国，2020年我国资源型钾肥产能690万吨/年，产量550万吨。我国资源型钾肥生产集中分布在青海和新疆，2020年CR3钾肥产量占比约86%。2020年我国钾肥需求1037万吨，对外依存度46.9%，略有抬升。考虑到现有资源情况，我国将合理控制国内钾肥生产。据《中国钾肥行业“十四五”发展指南（2021-2025）年》，我国“十四五”期间将基本保持现有钾肥生产规模，2025年我国资源型钾肥总产能将控制在650万吨/年，总产量维持在550万吨。需求方面，结合“化肥零增长、减量增效”等政策影响，预计到2025年我国钾肥实际需求约1150万吨，年均复合增长2.1%。我们认为，我国稳定钾肥产能产量是对我国盐湖稀缺资源的一种保护，目标是实现可持续供应，也决定了我国钾肥将长期依赖进口的局面。

图 22: 资源型钾肥供需情况 (万吨/年、实物量)



资料来源: 《中国钾肥行业“十四五”发展指南》，中国银河证券研究院

图 23: 2020 年我国资源型钾肥企业产量分布



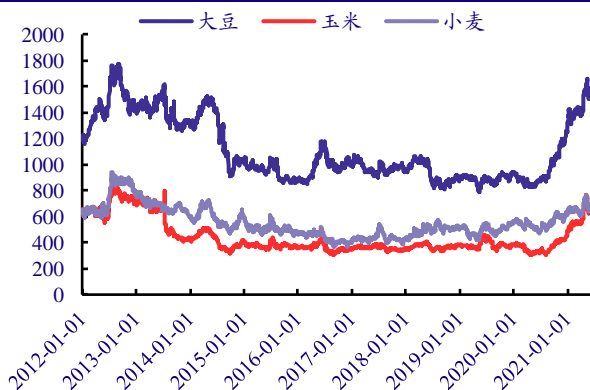
资料来源: 《中国钾肥行业“十四五”发展指南》，中国银河证券研究院

**提升盐湖资源综合利用水平，推进境外资源开发是我国钾肥行业未来重点任务。**我国钾肥生产主要来自盐湖资源，盐湖卤水中通常伴生锂、镁、硼等资源。目前青海地区盐湖钾盐综合回收率为 68%，新疆地区盐湖综合回收率仅为 35% 左右，综合利用水平还有待提升。积极探索适合我国盐湖资源禀赋特点的循环经济模式，企业正加快由单一钾肥生产向多产业链耦合发展的转型。另外，践行国家“一带一路”倡议，我国已在老挝、泰国、加拿大、刚果（布）等国家和地区拥有数量可观的钾资源。我国企业在境外钾盐投资项目约 24 个，分布在 7 个国家，已投入资金超过 30 亿美元，规划总产能仅 2000 万吨（KCl）。除在老挝将形成 100 万吨/年（KCl）产能外，其余项目基本处于勘探阶段或建设准备期，未来将继续积极拓展海外钾资源开发，力争实现具体实体项目落地，实现对国内钾肥需求的持续供应。

**粮价上涨助推钾肥价格上行，看好钾肥行业投资机会。**全球经济和粮食价格一定程度上是化肥的先行指标，可直接影响农户采购化肥的积极性和对价格的敏感性。2013 年 BPC 联盟破裂，导致钾肥高度寡头垄断的格局有所松动，钾肥价格大幅下跌。2014-2016 年在国际粮价大幅下行的背景之下，钾肥价格进一步探底至十年新低。2017 年以来，受美国主粮主产区气候干旱炎热少雨以及作物出芽率不及预期等因素影响，粮价上行带动钾肥价格反弹。2019 年的中美贸易战和 2020 年全球新冠疫情爆发结束了钾肥价格自 2017 年反弹局面，价格再次跌入谷底。2020 年 9 月以来，随着经济复苏叠加库存下降以及农产品价格上涨，钾肥价格再次迎来上涨。截至 6 月 4 日，国内氯化钾（57% 粉，青海盐湖）价格已上涨至 2310 元/吨，较 2020 年 5 月低点上涨 39.2%。我们认为，全球人口增加带来的粮食需求上涨将为钾肥行业带来稳健的增长需求，在粮价支撑下预计钾肥价格将继续维持相对高位，看好钾肥行业投资机会。

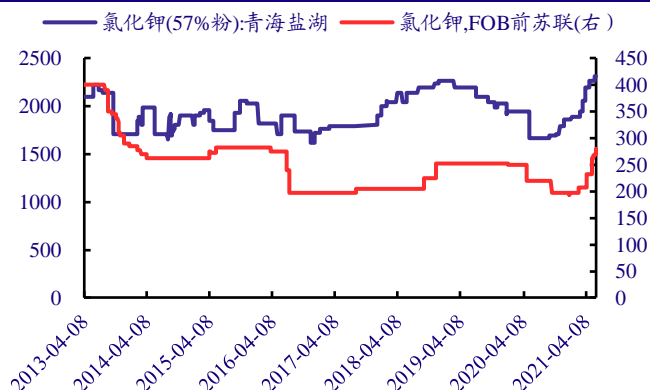
建议关注剥离亏损资产带来价值重估、钾肥价格上涨带来业绩弹性以及拥有碳酸锂产能的资源型钾肥龙头企业 ST 盐湖（000792.SZ），公司是国内最大的氯化钾生产企业，氯化钾设计产能 500 万吨/年，拥有工业级碳酸锂产能 1 万吨/年、电池级碳酸锂产能 2 万吨/年（目前已投料试车成功），还与比亚迪拟合资建设 3 万吨/年电池级碳酸锂项目，建设准备及建设手续工作已基本完成。同时建议关注钾肥生产企业亚钾国际（000893.SZ），公司目前生产规模稳定在 25 万吨/年，正在建设由 25 万吨/年提质改造和 75 万吨/年扩建项目组成的钾盐开采加工项目，预计 2021 年建设完工，届时可形成 100 万吨/年的国际标准晶体氯化钾规模；公司于 2020 年 12 月收购了老挝彭下-农波矿区的钾矿资源 6.77 亿吨（折纯氯化钾），使公司合计钾矿资源 8.29 亿吨，成为亚洲单体最大钾肥资源量的企业。

图 24：全球粮食价格指数（美分/蒲式耳）



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

图 25：国内、国际钾肥价格（元/吨、美元/吨）



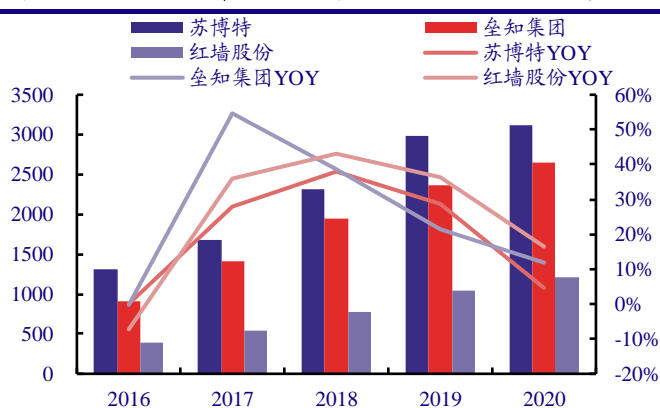
资料来源：Wind，中国银河证券研究院



### (三) 看好龙头加速集中的混凝土外加剂细分赛道

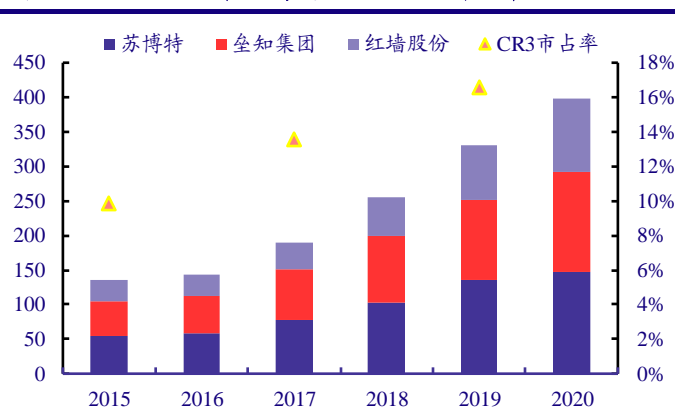
混凝土行业生产企业众多，增速不高，进入门槛不高，竞争激烈，看似不是很好的赛道。但从龙头企业的发展来看，一是保持远高于行业的增速在发展。按产量来看，混凝土外加剂行业 CR3 分别为苏博特、垒知集团、红墙股份，2016-2020 产量年均复合增长率分别为 25.7%、28.4%、36.3%，远高于 2015-2019 行业 9.8% 的年均复合增长率。按收入来看，CR3 混凝土外加剂板块收入 2016-2020 年均复合增长率分别为 24.1%、30.6%、32.6%，体现出龙头企业的高成长性。二是基本保持较高的盈利水平，受周期影响较小。龙头高增速的主要原因在于，行业在向龙头企业加速集中，CR3 市占率从 2015 年 9.8% 提升至 2019 年 16.5%，近乎增长了七成。

图 26: CR3 混凝土外加剂板块营业收入 (百万元) 及增速



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 27: CR3 混凝土外加剂产量 (万吨) 及市占率 (万吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

我们认为，一方面，预拌混凝土渗透率的提升将催生混凝土外加剂行业内生增长需求，而下游基建、房地产催生行业外在增长需求，**预计混凝土外加剂行业将保持增长态势**。另一方面，**我国混凝土外加剂行业未来集中度仍将继续提升，龙头企业强者恒强**。主要原因在于：1）近年来大型建筑公司和施工单位逐步实施集中采购和战略合作，行业内领先企业依托自身研发、生产和服务优势，能为客户提供高性能混凝土整体解决方案，使得行业内只能提供单一产品的中小企业的生存空间受到较大挤压；2）外加剂行业母液合成环节纳入小化工管理，在环保和生产安全监管持续趋严影响下，化工企业“退城入园”门槛一再提升，部分中小企业受制于“入园”压力而逐渐退出；3）行业内龙头企业逐步进入资本市场，行业内将会出现更多的上下游产业链的整合与横向兼并扩张机会，行业强者恒强的竞争格局进一步显现。

重点推荐红墙股份 (002809.SZ)。公司是全国混凝土外加剂行业龙头企业之一，营业额连续多年位居全国前三、华南第一。2016-2020 年公司营收和归母净利润年均复合增速高达 32.3%、21.0%。2020 年公司重点布局华东、华中、山东及西北市场，已在全国 16 个省市范围内设有近 30 个生产基地，辐射范围覆盖全国六大主要混凝土外加剂市场区域，已基本完成全国市场的基地布局；同时大力引进销售和技术人才，铺设全国销售网络，设立研发中心，成长潜力将持续释放，外加剂业务将继续高增长。另外，公司在大亚湾石化区布局精细化工项目，将打造“外加剂+精细化工”双主业模式，再造一个“红墙”。公司精细化工项目也有利于提升公司资产周转效率，带来较高的资金回报。



## 四、把握周期：油服、石油加工、化纤等迎来业绩复苏

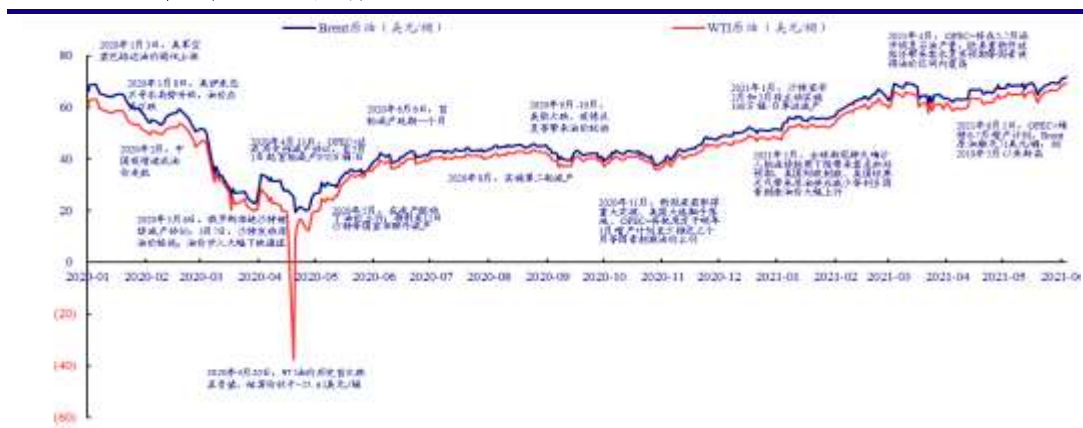
### （一）油价已恢复疫情前水平，预计下半年仍将维持

2020 年疫情严重冲击油价，4 月油价一度跌至历史谷底，5 月重心上移，6 月进入窄幅震荡阶段，12 月开始反弹。Brent 和 WTI 原油 2020 年均价分别为 43.21 美元/桶、39.47 美元/桶，均价创 2005 年以来新低。

2021 年 Q1，Brent 和 WTI 季度均价分别为 61.32 美元/桶、58.08 美元/桶，Brent 季度均价同比上行 20.7%、环比上行 35.5%。1 月沙特宣布 2 月和 3 月将主动实施 100 万桶/日单边减产等利好因素刺激，油价延续 2020 年 12 月的反弹行情。受全球新冠肺炎确诊人数连续数周下降带来需求向好预期、美国财政刺激、美国极寒天气带来原油供应减少等利多因素刺激，2 月份油价迎来大幅上涨。3 月油价亦实现小幅上扬，主要影响因素有：除哈萨克斯坦和俄罗斯少量增产外，OPEC+其他成员国延长减产计划；拜登正式签署 1.9 万亿美元的新冠刺激法案，同时美联储保证利率将在一段时间内维持低位，提振了投资者的风险偏好。

进入二季度，油价继续保持上涨，但涨势有所放缓。截至 6 月 4 日，Brent 和 WTI 油价分别为 71.89 美元/桶、69.62 美元/桶，较一季度末价格涨幅分别为 13.1%、17.7%。主要刺激因素有：美国申请失业金人数下降、机场客流量创疫情以来最高水平，市场预期美国需求回升、欧洲重新开放经济带来流动性改善以及疫苗接种为原油需求复苏铺平道路，受压抑的夏季出行需求将进一步提振汽油和航空煤油消费；同时美元兑一篮子货币跌至 1 月 7 日以来低点，美元走软使得原油等以美元计价的商品价格得以支撑；伊朗表示在各国恢复遵守 2015 年核协议问题上仍存在分歧，暂时缓解市场对伊朗产量迅速增加的担忧；6 月 1 日，OPEC+宣布维持 6-7 月增产计划，Brent 原油一度触及 71 美元/桶，创 2019 年 5 月以来新高。

图 28：2020 年以来国际油价走势



资料来源：Wind，中国银河证券研究院

油价上涨符合我们 2020 年油价周期底部确认、2021 年价格中枢向上的判断。油价上行，美国有增产动力，但考虑到美国大多数页岩油企业制定 2021 年资本开支对应的油价为 49 美元/桶，且钻机数处在相对低位，预计增产有限。美国对伊朗、委内瑞拉制裁预计短期内不会放松，但中伊签署 25 年合作协议将使得伊朗原油出口量提升。OPEC+仍将执行减产，但将视市场供需情况来考虑放松减产的节奏。我们认为，随着需求好转，2021 年原油供需将处在基本平衡或紧平衡状态，有望维持 60-70 美元/桶中油价水平。

## (二) 油服、石油加工等行业迎来业绩周期改善

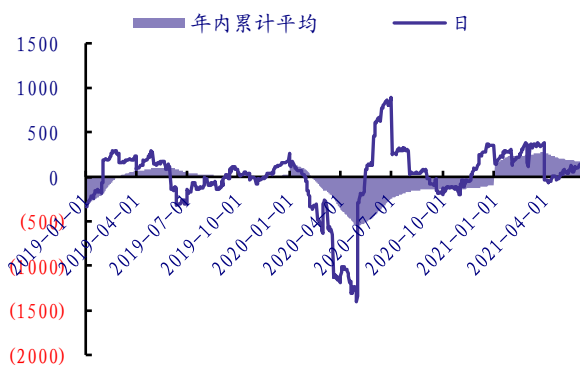
在油价回归及下游需求改善背景下,从“量”、“价”双维度来看 2021 年石化行业投资机会。在“量”的角度:2021 年销量预期好于 2020 年;且部分企业存在业务扩张增量。在“价”的角度:2021 年油价上行,库存转化损失这一不利因素消除,存在正收益;拥有油气开采业务的企业将受益油价上行,油气销售收益增加;部分产品(汽油、航煤等)全年价格/价差有望扩大,盈利能力提升。

在主要产品产销量方面,由表 3 数据可见,2021 年 1-4 月我国主要石化产品产量、需求大部分超过 2019 年同期水平,带来销量方面的业绩改善。

在原油销售方面,2021 年以来油价大幅上行,原油销售收益将大幅增加。以 2020 年我国原油产量 1.95 亿吨计算,油价每上涨 1 美元/桶带来的营收增量高达 90 亿元以上。

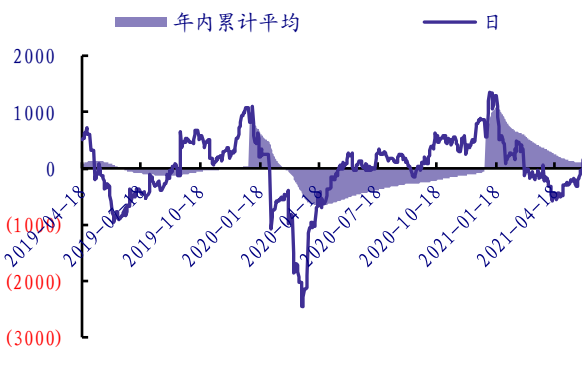
在库存转化方面,依托我们搭建的模型进行量化计算,受益于原油和丙烷价格上行,库存转化存在正收益,原油年初至今为 177 元/吨、丙烷年初至今为 98 元/吨。

图 29: 原油库存转化损益(元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

图 30: 丙烷库存转化损益(元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

在产品价差方面,进入 2021 年,汽油价差表现大幅向好、柴油价差有所回落,航煤价差仍处在底部区域;PTA 由于仍处在产能急剧扩张期,价差表现没有明显改观,依旧处在行业低谷;随着下游纺织服装需求向好,聚酯切片、涤纶长丝价差开始修复;PE、PP 价差继续扩大,延续 2020 年走势。整体来看,石化行业主营产品在 2021 年盈利能力有所回升。

表 9: 主要石化产品全产业链价差(截至 2021.6.4)

名称	单位	2021-至今	2020	2019	2018	2017
汽油价差	元/吨	3352	2752	2942	3335	2917
柴油价差	元/吨	2294	2524	2598	2514	2420
航煤价差	元/吨	547	577	1230	1260	1018
PP 价差	元/吨	4645	4528	4333	4768	4578
PE 价差	元/吨	4252	4002	3614	4584	5360
PX 价差	元/吨	2353	2067	3282	3816	3221
苯价差	元/吨	2622	1313	1195	2039	3029
EO 价差	元/吨	4071	4493	4089	5926	5976
EG 价差	元/吨	2662	2069	2195	4108	4402

PTA 价差	元/吨	1813	1738	2866	3227	2600
聚酯切片价差	元/吨	2802	2598	3635	4564	4171
涤纶长丝价差	元/吨	5356	4634	5784	6841	6385

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

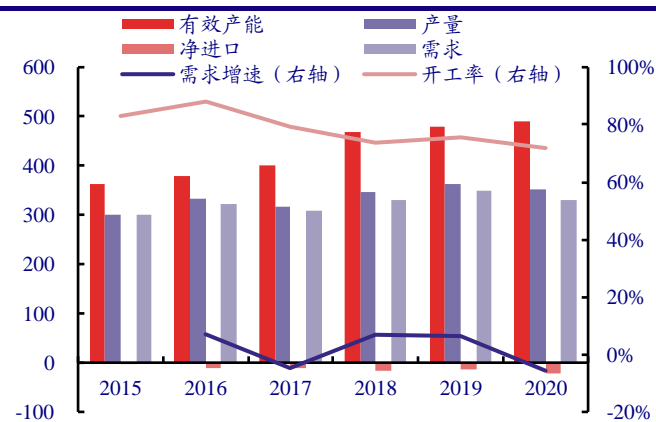
我们认为,考虑到影响石化行业的主要不利因素有望在 2021 年“由负转正”,行业存在业绩周期改善的预期。推荐中国石油(601857.SH)、中国石化(600028.SH)、上海石化(600688.SH)。油服行业作为油价后周期同样值得关注。

### (三) 纺服行业持续复苏带动化纤产业链景气上行

纺织服装业逐步走出疫情冲击,受益于 RCEP 协议的签订以及疫情有效控制后带来的出口持续回暖,预计 2021 年将保持 10%以上的增长。在此背景下,化纤产业链受益于纺织服装行业的复苏,我们看好粘胶短纤、涤纶长丝相关企业的投资机会,推荐三友化工(600409.SH)、新凤鸣(603225.SH)等。

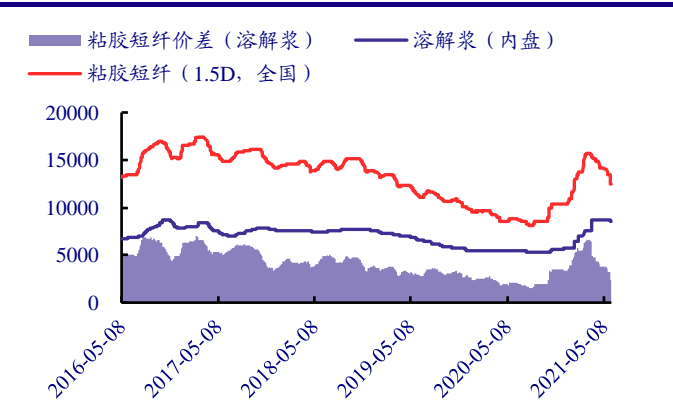
**粘胶短纤: 供需错配, 盈利有望保持相对高位。**2020 年我国粘胶短纤有效产能 491 万吨/年,产量 352 万吨/年,需求 330 万吨/年、同比下降 5.7%。21Q1 受需求向好驱动,粘胶短纤价格/价差大幅上行,4 月份以来市场行情清淡、价格开始有所回落。考虑到未来 1-2 年基本无新增净产能、且一些小规模的低效产能有望被市场出清,供需错配背景下预计粘胶短纤价格/价差有望保持相对高位,不排除进一步上涨的可能。

图 31: 我国粘胶短纤供需情况(万吨/年)



资料来源: Bainfo, 中国银河证券研究院

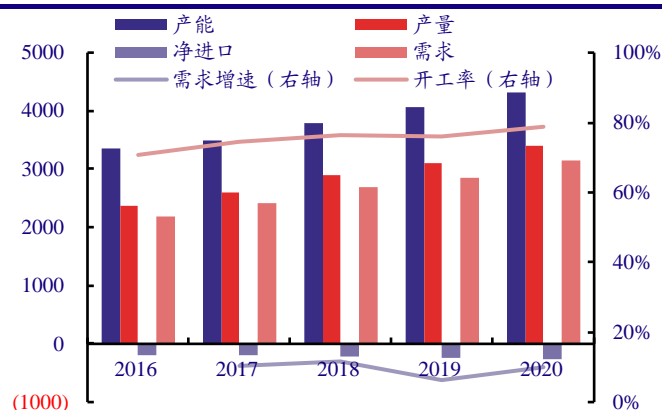
图 32: 粘胶短纤价格/价差走势(元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

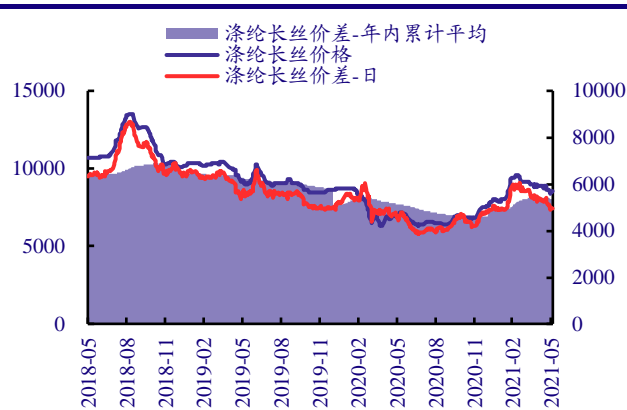
**涤纶长丝: 向龙头企业加速集中, 长期盈利中枢有望抬升。**2020 年我国涤纶长丝产能 4326 万吨/年,产量 3408 万吨,需求 3143 万吨,2016-2020 年需求年均复合增长 9.6%。CR4(桐昆股份、新凤鸣、恒逸石化、江苏盛虹)占比 37%,且资金壁垒和设备垄断决定了新增产能基本集中于龙头,未来 1-2 年恒力石化、新凤鸣均有扩产计划,行业集中度有望不断提升。涤纶长丝属于兼具大宗和差异化的商品,企业间竞争除生产原料端成本外,还包括产品结构差异化和库存管理能力,龙头企业的盈利能力将显著强于中小企业。涤纶长丝价格/价差自 2020 年 10 月以来已有所上涨,虽然目前有所回落,但较 2020 年有较大幅度上涨,长期来看价格/价差仍存在上涨空间。

图 33: 我国涤纶长丝供需情况 (万吨/年)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

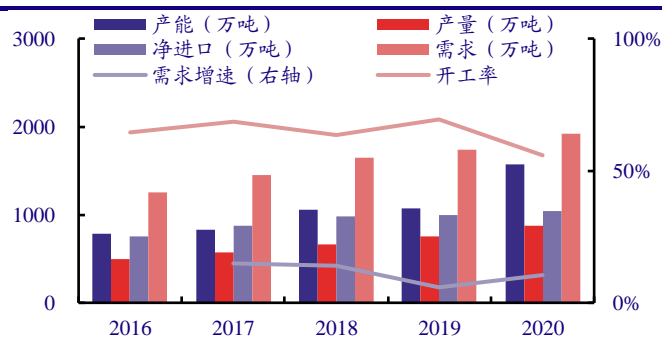
图 34: 涤纶长丝价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

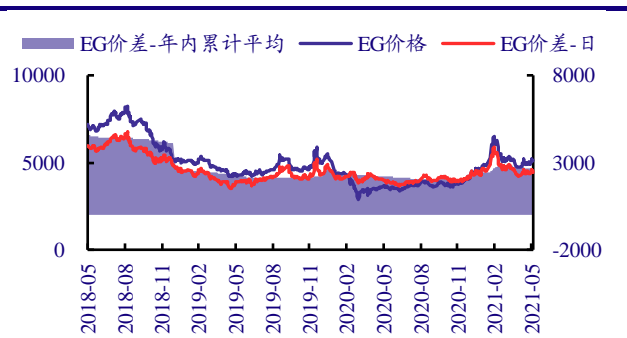
涤纶长丝原材料 EG、PTA 处在产能大幅扩张阶段, 盈利处在历史底部区间, 对外购原材料企业带来成本端的利好。2020 年我国 EG 产能大幅增加 494 万吨/年至 1570 万吨/年、需求 1925 万吨, 2016-2020 年需求年均复合增长 11.2%; 2021-2022 年计划扩张 1000 万吨/年, 产能扩张增速远超需求增速, EG 将是乙烯产业链盈利能力较差的产品、难以明显改观。2020 年我国 PTA 产能 5696 万吨/年、需求 4930 万吨, 2016-2020 年需求年均复合增长 11.3%。2021-2022 年 PTA 产能规划扩张 2570 万吨/年, 随着新增产能的逐步投产, 预计 PTA 盈利将保持底部区间, 对外购原材料的涤纶企业带来成本端的利好。

图 35: 我国乙二醇 (EG) 供需统计



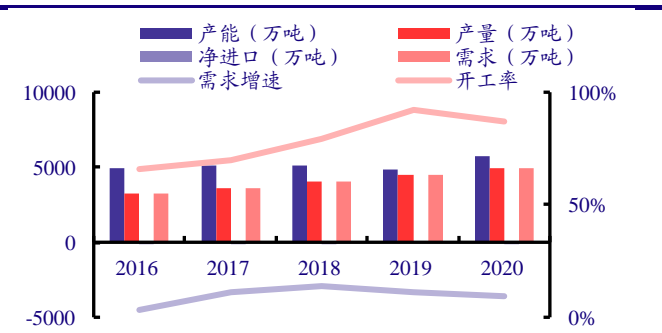
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

图 36: EG 价格/价差走势 (元/吨)



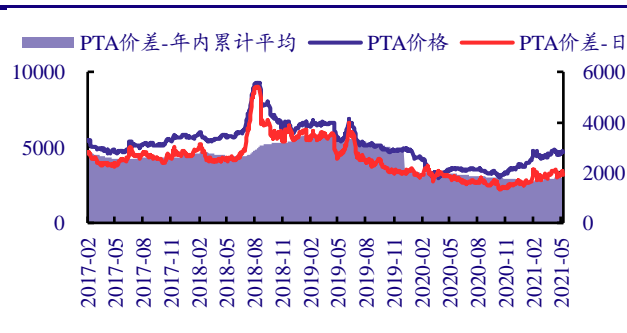
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理

图 37: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需统计



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院整理

图 38: PTA 价格/价差走势 (元/吨)



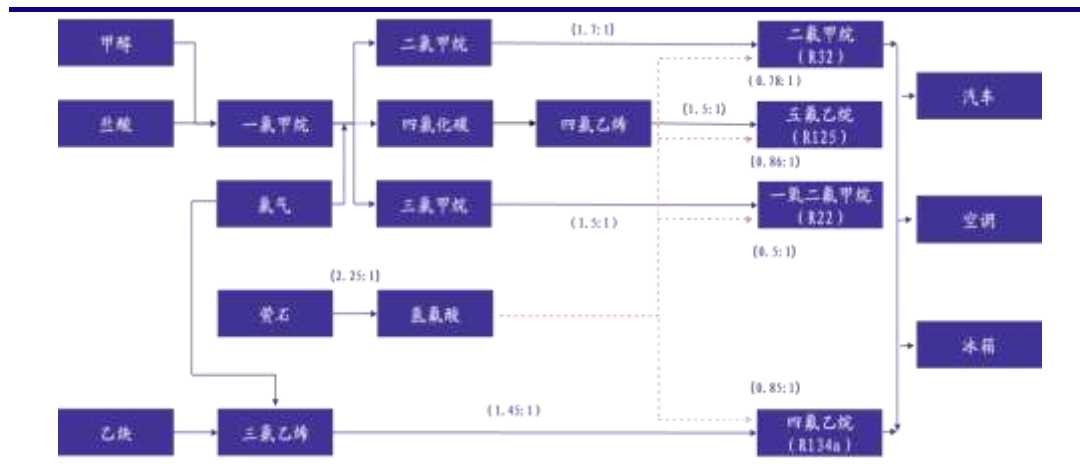
资料来源: Wind, 中国银河证券研究院整理



#### (四) 关注处在周期底部的氟化工子行业

我国氟化工行业包含很多产品，但国内产量和上市公司收入占比最大的是制冷剂。目前国内制冷剂产品主要为第二代的 R22，第三代的 R134a、R32、R125 和 R410 等，第四代产量极小。其中，R22 和 R410a 分别用于非变频空调和变频空调，市场空间主要来自于存量空调的维修及新增空调；R32 节能环保性能较好，未来有望替代 R22；R134a 不仅用于冰箱、汽车空调，还可用作药用辅料治疗肺部疾病等。第四代制冷剂代表产品有 R1234ze 和 R1234yf，已有部分产品进入商业化应用初级阶段，多数产品仍处于试用或研发阶段，但研发、制造、下游转换成本较高，以及推广应用存在不确定性，其大规模替代第二代和第三代制冷剂产品尚有较长周期。

图 39: 制冷剂上下游产业链



资料来源：产业信息网，中国银河证券研究院

表 10: 制冷剂分类

所属产品代际	产品名称	主要产品	ODP	GWP	特点及现在
第一代	氯氟烃类 (CFCs)	R11、R12、R113、R114、R115、R500、R502	很高	很高	严重破坏臭氧层，全球范围内已淘汰并禁产
第二代	氢氯氟烃 (HCFCs)	R22	0.055	1810	长期来看严重破坏臭氧层，发达国家已接近完全淘汰，发展中国家进入减产阶段
		R123	0.02	77	
		R141b	0.12	725	
		R134a	0	1430	
第三代	氢氟烃 (HFCs)	R125	0	3500	对臭氧层无影响，但温室效应远高于二氧化碳和第二代制冷剂，目前处于淘汰初期
		R32	0	675	
		R410a	0	2100	
		R1234yf、R1234ze	0	较低	
第四代	氢氟烯烃 (HFOs)	R1234yf、R1234ze	0	较低	不含氟工质制冷剂，环境友好度高，但制冷效果和安全性不如前代，制冷剂本身、相关专利与设备成本高，易燃
	碳氢天然工质制冷剂 (HCs)	R600a、R290	0	较低	

备注：ODP 指大气臭氧消耗潜能值，GWP 指全球变暖潜能值；指标基准：R11 的 ODP 值为 1 个单位，二氧化碳的 GWP 为 1 个单位

资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

二代制冷剂配额大幅削减，三代制冷剂逐渐成为应用主流。因为制冷剂对大气的污染较为严重，2010 年在全球范围内已经实现了第一代制冷剂 CFCs 的全面淘汰，完成了《蒙特利尔议定书》中第一阶段所设立的目标。就二代制冷剂作为非原料的产量与消费量来说，发达国



家于 1996 年开始冻结消费基数，给予 24 年缓冲期，将在 2020 年前完全淘汰。发展中国家则必须于 2013 年冻结生产和消费量，并于 2030 年完全淘汰使用。2013 年我国正式实施了 ODS 用途 HCFCs 的生产和消费冻结，并对 HCFCs 生产和消费实行配额，HCFCs 总配额 43.4 万吨，其中国内 ODS 用途生产配额为 31.6 万吨。根据基加利修正案，中国等发展中国家将 2020-2022 年作为生产和消费配额基准期，未来配额管理即将在立法层面落地，并将于 2024 年冻结 HFCs 生产、2029 年削减 10% 产能。目前三代制冷剂正逐渐替代二代氟制冷剂成为发展主流。

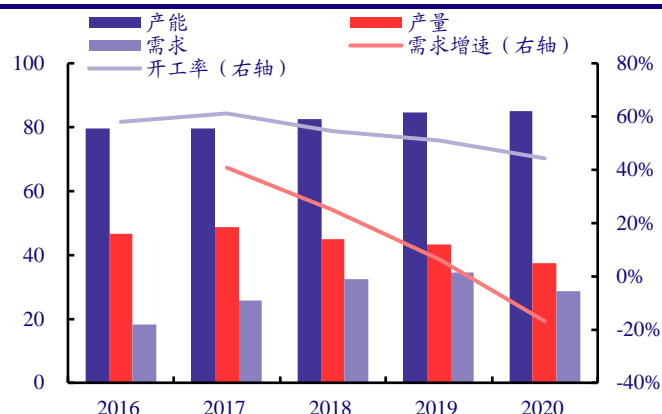
表 11: 第二代、第三代制冷剂淘汰时间表

年份	《蒙特利尔议定书第二代制冷剂淘汰时间表》		第三代制冷剂淘汰时间表		
	发展中国家 (包括中国)	发达国家	发展中国家 (包括中国)	美国	欧盟
2010	基准年	削减 75%			
2011					可用制冷剂种类受限
2013	冻结在 2009-2010 年 平均水平				
2015	削减 10%	削减 90%			开始削减
2016				削减基数	
2017					GWP>150 制冷剂禁止用于 新出厂车型
2018					削减至基数的 63%
2020	削减 35%	削减 99.5%，仅留 0.5%供维修		每年削减 10%	R404a 禁止用于商用制冷机
2022					削减至基数的 45%
2024			开始冻结消费与生产		削减至基数的 31%
2025	削减 67.5%				R410a 禁止用于单元空调制 冷机
2029			开始削减		
2030	削减 97.5%，仅留 2.5%供维修	完全淘汰			累计削减 79%
2036				削减至基数的 15%	削减至基数的 15%
2040	完全淘汰				
2045			削减至基数的 20%		

资料来源：百度百科，中国银河证券研究院

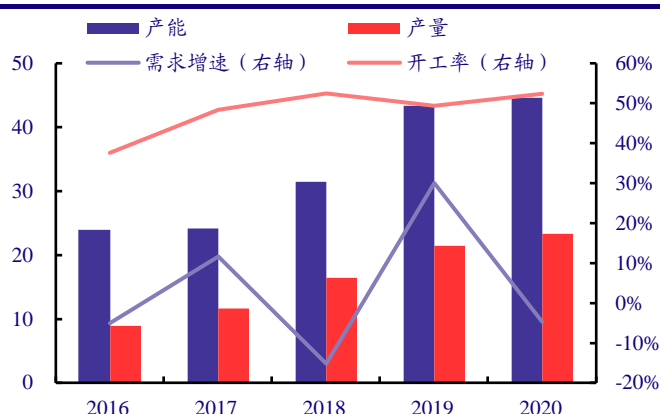
**制冷剂未来需求有望维持增长。**制冷剂主要应用在空调、冰箱、汽车等领域。空调是使用最广泛的制冷设备，制冷功率通常较大，相应的制冷剂需求量较大；冰箱（冷柜）主要功能是保温，制冷功率较小，单台冰箱所使用制冷剂远小于空调；汽车空调则从数量上远少于固定空调机。综合来看，空调设备构成对制冷剂的最大需求。据观研网数据，我国空调制冷剂占制冷剂总体量的 78%，冰箱（冷柜）和汽车则分别只占到 16% 和 6%。国家统计局数据显示，空调产量在 2019 年达到高点，2020 年小幅回调。从内销来看，国内地产竣工回暖、城镇化率提升、农村渗透率提升等方面将打开增长空间，外销方出货量会维持相对平稳，预计未来空调产量增速会维持在 5% 左右。2020 年我国冰箱产量 0.90 亿台，同比增长 14.1%；冰柜产量 0.37 亿台，同比增长 36.7%。随着人们生活水平不断提高，对生鲜商品的保鲜需要越来越高、对于娱乐的需求也越来越高，从而促使冰箱、冰柜需求量越来越大。

图 40: R22 供需情况 (万吨/年)



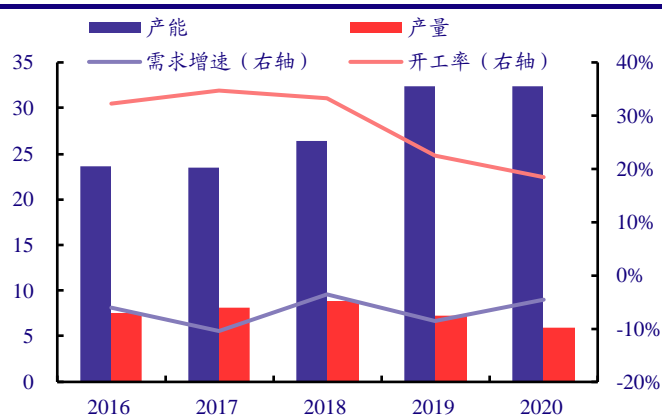
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 41: R32 供需情况 (万吨/年)



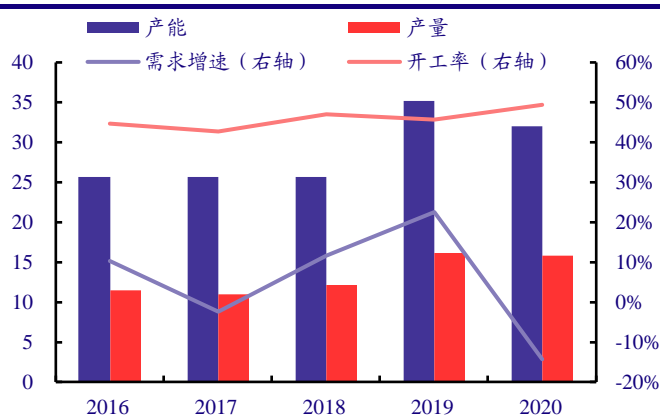
资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

图 42: R125 供需情况 (万吨/年)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

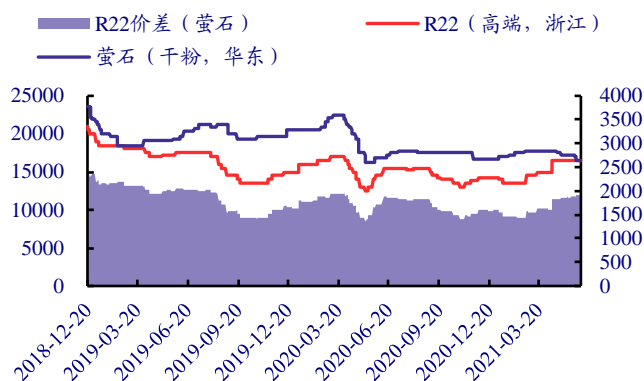
图 43: R134a 供需情况 (万吨/年)



资料来源: 卓创资讯, 中国银河证券研究院

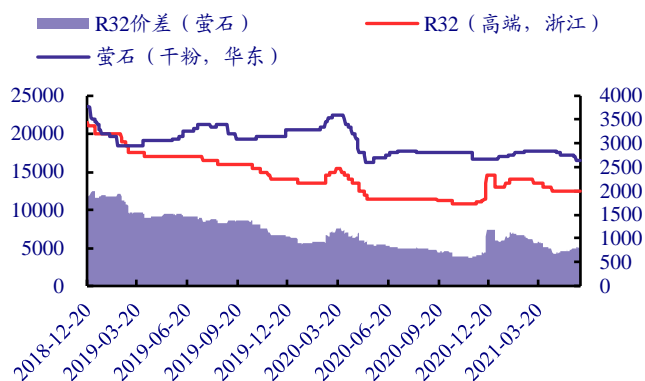
**三代制冷剂产能扩张基本结束, 供需格局有望边际改善。**2017-2018 年, 受益于经济企稳、供给侧改革、化工安全环保监管趋严以及下游需求回升等影响, 制冷剂价格快速上涨。受基加利修正案 HFCs 削减日程及配额预期影响, 三代制冷剂在 2019 年迎来投产高峰。但空调、冰箱、汽车等行业需求未出现大幅增长, 供过于求造成产品价格持续回落, 行业进入下行周期, 毛利润处于盈亏平衡位置, 各厂商微利或亏损运行。2020 年 12 月以来, 受印度关停产能、原料四氯乙烯紧缺、需求边际回暖, 以及美国反倾销和反补贴立案调查使得企业抢量出口等因素影响, R125 涨势显著, 其他制冷剂产品亦小幅上涨。截至 6 月 4 日, R32、R125、R134a 价格分别为 12500、29500、27000 元/吨, 较 20Q4 均价分别上涨 7.7%、61.5%、15.8%。考虑到未来 1-2 年三代制冷剂产能扩张基本结束, 市场供需格局将趋于改善。我们认为, 长期来看, 三代制冷剂价格存在底部反弹机会, 行业盈利水平有望逐步回升。

图 44: R22 价格/价差走势 (元/吨)



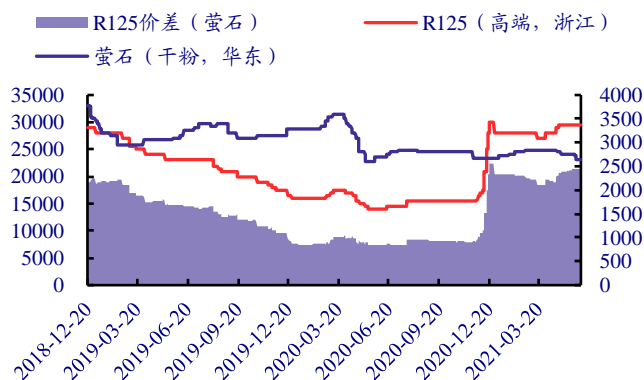
资料来源: Wind、Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 45: R32 价格/价差走势 (元/吨)



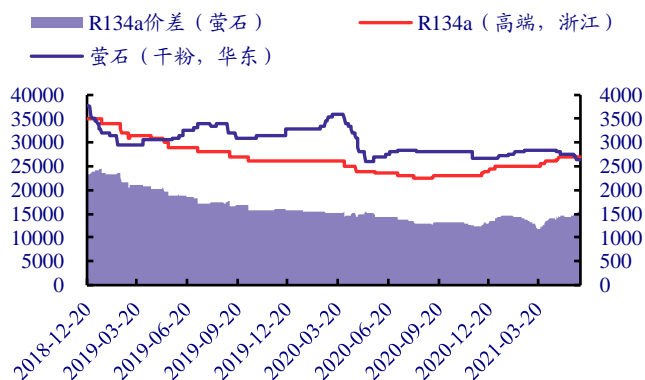
资料来源: Wind、Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 46: R125 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、Baiinfo, 中国银河证券研究院

图 47: R134a 价格/价差走势 (元/吨)



资料来源: Wind、Baiinfo, 中国银河证券研究院

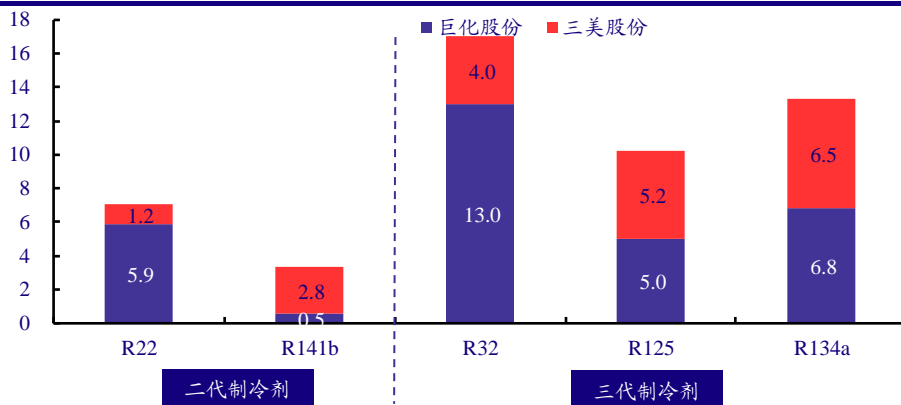
在二代制冷剂陆续退出、四代制冷剂尚未普及、三代制冷剂将成为近 10 年发展主流，以及行业整体需求预计增长的背景下，建议重点关注拥有三代制冷剂产能布局的头部企业，推荐三美股份（603379.SH）、巨化股份（600160.SH）。

三美股份 2020 年二代制冷剂 R22、R142b、R141b 生产配额分别为 1.18、0.25、2.80 万吨，分别占全国生产配额的 5.2%、18.2%、55.0%。同时重点发展三代制冷剂产品，目前拥有 R134a、R125、R32、R143a 产能分别为 6.5 万吨/年、5.2 万吨/年、4 万吨/年、1 万吨/年，其中 R134a、R125、R32 合计占全国产能 13.8%。同时，公司拥有无水氟化氢（AHF）产能 13.1 万吨/年，在满足自用的前提下部分对外销售，可抵御 AHF 价格上涨的风险，保持原材料成本优势。我们看好公司在制冷剂、发泡剂、AHF 的领先地位。

巨化股份 2020 年二代制冷剂 R22、R141b 生产配额分别为 5.87、0.66 万吨，分别占全国生产配额的 26.1%、10.6%。第三代氟制冷剂规模处全球龙头地位，混配小包装致冷剂市场占有率全球第一位，其中 R32、R125、R134a 产能分别为 13 万吨/年、5 万吨/年、6.8 万吨/年，合计市占率约为 21.8%。2020 年公司氟制冷剂产量 43.71 万吨、销量 27.38 万吨。其中，三代制冷剂销量 20.72 万吨，同比增长 45.67%。随着公司第二套第四代氟制冷剂——10kt/a 氟化学品联产（一期）项目 5.5kt/a HFOs 于 2020Q4 投入运行，公司第四代制冷剂产能相对 2017 年

实现翻倍，且品种由 1 个增加到 4 个。我们看好巨化股份三代制冷剂的龙头地位以及四代制冷剂的先发优势。

图 48：2020 年巨化股份、三美股份二代制冷剂配额及三代制冷剂产能（万吨/年）



资料来源：公司公告、卓创资讯，中国银河证券研究院

## 五、投资建议

随着疫情的有效控制，我国经济复苏态势良好。化工产业链下游产业如地产、汽车、家电、纺服等整体实现景气复苏，叠加国外疫情控制落后于我国带来的供需错配，以及油价上涨等因素驱动，21Q1 我国化工品价格实现同比、环比普涨，行业盈利能力显著提升。

4 月以来，主要化工品价格/价差上涨势头趋缓，行业更加趋于理性。我们认为，行业存在结构性行情，特别是油服、石油加工、化纤等细分子行业存在业绩周期改善的投资机会，同时建议关注处在周期低谷的制冷剂行业。另外，“双碳”目标下，石油化工、煤化工等碳排放强度高的细分领域将朝向健康有序、绿色高质量发展。非石油路线特别是轻质化原料进程将继续快速发展，实施非石油路线业务扩张的核心资产值得特别关注。另外，看好粮价支撑下的钾肥行业投资机会，同时集中度提升的混凝土外加剂行业龙头的成长属性亦不容忽视。

具体投资建议如下：

### 一、布局成长：业务扩张的核心资产、集中度快速提升的行业龙头

**（1）看好布局非石油路线优质产能的核心资产。**随着油价回升，非石油路线特别是乙烷和煤路线具备更加显著的成本优势；实施低成本业务扩张的优质核心资产有望实现高成长。重点推荐产业链持续拓展和产品升级换代的煤化工龙头华鲁恒升(600426.SH)、业务持续扩张的煤制烯烃龙头宝丰能源(600989.SH)，以及布局乙烷蒸汽裂解项目的轻烃加工龙头卫星石化(002648.SZ)、业务转型打造 PDH 龙头的东华能源(002221.SZ)。

**（2）看好粮价上行背景下钾肥行业投资机会。**全球人口增加带来的粮食需求上涨将为钾肥行业带来稳健的增长需求；近期粮价上涨助推钾肥价格上行，预计钾肥价格将继续维持相对高位。建议重点关注剥离亏损资产带来价值重估、钾肥价格上涨带来业绩弹性以及拥有碳酸锂产能的资源型钾肥龙头企业 ST 盐湖(000792.SZ)，以及在海外拥有钾矿和钾肥产能的亚钾国际(000893.SZ)。

(3) 看好龙头加速集中的混凝土外加剂细分赛道。外加剂龙头企业不仅保持远高于行业的发展速度,而且基本保持较高的盈利水平、受周期影响较小。预计未来强者恒强的竞争格局将进一步显现,推荐打造“外加剂+精细化工”双主业模式的混凝土外加剂龙头企业之一红墙股份(002809.SZ)。

## 二、把握周期: 油服、石油加工、化纤等迎来业绩复苏

(1) 油服、石油加工等行业迎来业绩周期改善。从“量”、“价”双维度来看 2021 年石化行业投资机会。在“量”的角度: 2021 年销量预期好于 2020 年; 且部分企业存在业务扩张增量。在“价”的角度: 2021 年油价上行, 库存转化损失这一不利因素消除, 存在正收益; 拥有油气开采业务的企业将受益油价上行, 油气销售收益增加; 部分产品(汽油、航煤等)全年价格/价差有望扩大, 盈利能力提升。我们认为, 影响石化行业的主要不利因素有望在 2021 年“由负转正”, 行业存在业绩周期改善的预期。推荐中国石油(601857.SH)、中国石化(600028.SH)、上海石化(600688.SH)。油服行业作为油价后周期同样值得关注。

(2) 纺服行业持续复苏带动化纤产业链景气上行。纺织服装业逐步走出疫情冲击, 受益于 RCEP 协议的签订以及疫情有效控制后带来的出口持续回暖, 预计 2021 年将保持 10%以上的增长。在此背景下, 化纤产业链受益于纺织服装行业的复苏, 我们看好粘胶短纤、涤纶长丝相关企业的投资机会, 推荐三友化工(600409.SH)、新凤鸣(603225.SH)等。

(3) 关注处在周期底部的氟化工子行业。在二代制冷剂陆续退出、四代制冷剂尚未普及、三代制冷剂将成为近 10 年发展主流, 以及行业整体需求预计增长的背景下, 建议重点关注拥有三代制冷剂产能布局的头部企业, 推荐三美股份(603379.SH)、巨化股份(600160.SH)。

重点标的盈利预测如下:

表 12: 重点标的盈利预测(6 月 9 日)

股票代码	股票名称	股价	EPS(元)				PE (X)				评级
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E	
002648.SZ	卫星石化	35.18	0.97	2.72	2.83	4.32	36	13	12	8	推荐
600426.SH	华鲁恒升	33.88	0.85	1.73	1.94	2.01	40	20	17	17	推荐
600989.SH	宝丰能源	14.18	0.63	0.79	1.01	1.44	22	18	14	10	推荐
002221.SZ	东华能源	11.90	0.73	1.16	1.28	1.75	16	10	9	7	推荐
002809.SZ	红墙股份	10.34	0.69	0.83	0.95	1.71	15	12	11	6	推荐
601857.SH	中国石油	4.89	0.10	0.39	0.37	0.37	47	12	13	13	推荐
603225.SH	新凤鸣	20.77	0.43	1.44	1.95	2.08	48	14	11	10	推荐

资料来源: Wind, 中国银河证券研究院

## 六、风险提示

原料价格大幅波动的风险, 下游需求不及预期的风险, 主营产品价格/价差下降的风险, 项目达产不及预期的风险等。



## 插图目录

图 1: 我国 GDP 累计值及同比增速.....	1
图 2: 我国工业增加值累计同比变化.....	1
图 3: 我国房地产销售和竣工面积累计同比变化.....	1
图 4: 我国汽车产销累计同比变化.....	1
图 5: 我国主要家电产量累计同比变化.....	2
图 6: 我国布、纱产量累计同比变化.....	2
图 7: 近年来我国化工产品价格指数.....	2
图 8: 重点关注产品 21Q1 价格涨跌情况.....	3
图 9: 重点关注产品 21Q1 价差涨跌情况.....	3
图 10: 化工行业单季度营收及同比增速.....	6
图 11: 化工行业单季度归母净利及同比增速.....	6
图 12: 化工行业单季度毛利率和净利率.....	6
图 13: 化工行业净资产收益率和资产负债率.....	6
图 14: 三级子行业 21Q1、20Q1、19Q1 ROE 情况.....	7
图 15: 我国碳排放量及全球占比.....	8
图 16: 各行业碳排放量比重.....	9
图 17: 2018 年化工相关领域碳排放量 (万吨).....	9
图 18: 不同原料路线乙烯成本对比 (元/吨、美元/桶).....	11
图 19: 不同原料路线丙烯成本对比 (元/吨、美元/桶).....	11
图 20: 全球钾肥主要集中在北美、EECA 和东亚 (万吨/年).....	13
图 21: 全球钾肥行业 CR7 产能占比.....	13
图 22: 资源型钾肥供需情况 (万吨/年、实物量).....	13
图 23: 2020 年我国资源型钾肥企业产量分布.....	13
图 24: 全球粮食价格指数 (美分/蒲式耳).....	14
图 25: 国内、国际钾肥价格 (元/吨、美元/吨).....	14
图 26: CR3 混凝土外加剂板块营业收入 (百万元) 及增速.....	15
图 27: CR3 混凝土外加剂产量 (万吨) 及市占率 (万吨).....	15
图 28: 2020 年以来国际油价走势.....	16
图 29: 原油库存转化损益 (元/吨).....	17
图 30: 丙烷库存转化损益 (元/吨).....	17
图 31: 我国粘胶短纤供需情况 (万吨/年).....	18
图 32: 粘胶短纤价格/价差走势 (元/吨).....	18
图 33: 我国涤纶长丝供需情况 (万吨/年).....	19
图 34: 涤纶长丝价格/价差走势 (元/吨).....	19
图 35: 我国乙二醇 (EG) 供需统计.....	19
图 36: EG 价格/价差走势 (元/吨).....	19
图 37: 我国对苯二甲酸 (PTA) 供需统计.....	19
图 38: PTA 价格/价差走势 (元/吨).....	19

图 39: 制冷剂上下游产业链.....	20
图 40: R22 供需情况 (万吨/年) .....	22
图 41: R32 供需情况 (万吨/年) .....	22
图 42: R125 供需情况 (万吨/年) .....	22
图 43: R134a 供需情况 (万吨/年) .....	22
图 44: R22 价格/价差走势 (元/吨) .....	23
图 45: R32 价格/价差走势 (元/吨) .....	23
图 46: R125 价格/价差走势 (元/吨) .....	23
图 47: R134a 价格/价差走势 (元/吨) .....	23
图 48: 2020 年巨化股份、三美股份二代制冷剂配额及三代制冷剂产能 (万吨/年) .....	24

## 表格目录

表 1: 重点关注产品 21Q1 价格同比涨幅前 30.....	3
表 2: 重点关注产品 21Q1 价差同比涨幅前 30.....	4
表 3: 2021 年 1-4 月主要化工产品供需统计 .....	5
表 4: 化工子行业 21Q1 归母净利润 (亿元) 及变化情况.....	6
表 5: 我国碳交易市场逐步完善.....	9
表 6: “十四五”重点发展的现代煤化工产业基地.....	10
表 7: “十四五”煤化工发展重点 .....	10
表 8: “十四五”部分行业产能控制目标 (万吨/年) .....	11
表 9: 主要石化产品全产业链价差 (截至 2021.6.4) .....	17
表 10: 制冷剂分类.....	20
表 11: 第二代、第三代制冷剂淘汰时间表.....	21
表 12: 重点标的盈利预测 (6 月 9 日) .....	25

### 分析师承诺及简介

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

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

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

### 评级标准

#### 行业评级体系

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

推荐：行业指数超越基准指数平均回报 20% 及以上。

谨慎推荐：行业指数超越基准指数平均回报。

中性：行业指数与基准指数平均回报相当。

回避：行业指数低于基准指数平均回报 10% 及以上。

#### 公司评级体系

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

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

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

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

### 免责声明

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

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

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

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

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

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

银河证券版权所有并保留一切权利。

### 联系

#### 中国银河证券股份有限公司 研究院

深圳市福田区金田路 3088 号中洲大厦 20 层

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 31 层

北京市丰台区西营街 8 号院 1 号楼青海金融大厦

公司网址：www.chinastock.com.cn

#### 机构请致电：

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

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

北京地区：唐嫚玲 010-80927722 tangmanling\_bj@chinastock.com.cn