

## 化工行业 2022 年度策略报告

## 周期品价格空间有限，推荐化工新材料细分赛道

## 强于大市（维持）

## 行情走势图



## 相关研究报告

《行业动态跟踪报告\*化工\*油气价格有望继续上涨；手性有机催化获诺奖》 2020-10-08  
 《行业深度\*基础化工\*降解塑料行业全景图：供应与需求高增，机遇和风险并存》 2020-08-09

## 证券分析师

刘永来 投资咨询资格编号  
 S1060520070002  
 LIUYONGLAI647@pingan.com.cn



## 平安观点：

- **新兴产业驱动化工品需求增长，双碳成为行业边界条件：**我国的经济自2020年三季度以来持续好转，2021年继续保持复苏的态势，目前经济已经基本恢复至常态，预计2022年国内经济将保持稳健增长，但仍存不确定性，我们认为这种不确定性主要来自病毒新变种对于全球经济造成的影响。2021全年来看化工的传统下游行业整体表现平平，预计明年将逐渐企稳然后边际将有所好转，而新能源赛道预计将继续保持较高景气程度，从而驱动上游原材料的需求增长。预计2022年大宗产品价格将保持高位震荡的行情，整体上行空间有限，但估计不同产品之间差异较大，供需错配的产品（尤其是部分新能源上游原材料）仍然有一定的上涨空间。此外双碳战略实际上成为了化工行业的发展边界条件，能耗成为化工项目审批中的重要指标，我们认为这在一定程度上将抑制化工企业盲目扩张的冲动，有利于低端产能的退出和先进产能份额的稳步提升。
- **周期品价格空间有限，化工新材料迎来投资机遇：**展望2022年我们认为原油价格中枢上涨空间有限；在双碳背景下，民营大炼化凭借其先进的产能，将继续保持行业领先地位，未来新材料将成为驱动民营炼化企业成长的主要动力；预计乙烷裂解凭借其成本优势将长期保持高盈利能力，有利于产业龙头布局下游的氢能源和化工新材料业务；房地产、汽车和家电等下游行业的风险已经逐渐释放，当前异氰酸酯的价格支撑较强；新材料方面，大力发展化工新材料和高端精细化学品，将是“十四五”的两大重点任务，目前该领域受到政策大力支持和资本的助力，有望加速发展，展望2022年新能源汽车/风电光伏高景气、绿色环保塑料市场不断扩大、人造肉市场逐渐兴起、制氧制氢市场快速增长有望驱动相应新材料的发展。
- **投资建议：**结合以上观点，周期品方面建议关注油气油服（中国石油、中国石化）、化纤及民营大炼化（荣盛石化、恒力石化和东方盛虹）、轻烃裂解（卫星石化）、聚氨酯（烟台万华）的阶段性投资机会，重点推荐新材料板块，建议关注碳纤维龙头光威复材、有机硅龙头东岳硅材、生物降解塑料龙头金丹科技和长鸿高科、纤维素醚/植物胶囊/人造肉龙头山东赫达、沸石分子筛龙头建龙微纳。
- **风险提示：**1) 宏观经济波动风险：宏观经济增速回落会导致石化产品需求增长不及预期。2) 油价和原材料价格剧烈波动风险：油价/原材料价格的剧烈波动会导致厂家在成本管理和产品定价上极为困难，影响行业盈利水平。3) 项目建设进度不及预期：项目进度受产品和原料市场环境、项目融资、工程管理等多方因素影响，不排除项目进展不及预期的风险。4) 装置不可抗力：石油化工装置的稳定运行对原料和产品市场的健康运行极为重要，不可抗力因素可在极短的时间内导致供需失衡，造成原料成本或者产品价格的剧烈波动。5) 环保因素：近两年来日益趋严的环保政策和环保督查使得众多中小企业停产或者减产，影响了行业内相关公司的生存和盈利。

股票名称	股票代码	股票价格		EPS			P/E			评级	
		2021-12-06	2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E		2023E
601857.SH	中国石油	4.89	0.10	0.53	0.54	0.57	47.1	9.3	9.0	8.6	推荐
600028.SH	中国石化	4.18	0.27	0.61	0.61	0.64	15.4	6.8	6.8	6.5	推荐
002493.SZ	荣盛石化	16.90	0.72	1.39	1.83	2.10	23.4	12.2	9.2	8.0	推荐
600346.SH	恒力石化	21.36	1.91	2.40	2.75	3.20	11.2	8.9	7.8	6.7	推荐
603225.SH	新凤鸣	14.76	0.39	1.72	2.20	2.57	37.4	8.6	6.7	5.7	推荐
002648.SZ	卫星化学	38.80	0.97	3.60	4.67	5.65	40.2	10.8	8.3	6.9	推荐
300699.SZ	光威复材	81.79	1.24	1.56	1.97	2.47	66.1	52.3	41.5	33.2	推荐
688357.SH	建龙微纳	223.20	2.20	4.62	6.45	8.05	101.3	48.3	34.6	27.7	推荐
002810.SZ	山东赫达	58.80	0.74	1.06	1.47	2.01	79.9	55.4	40.0	29.2	推荐
300821.SZ	东岳硅材	20.48	0.23	0.96	1.63	1.95	87.5	21.3	12.6	10.5	推荐
600309.SH	万华化学	97.67	3.20	7.79	8.25	9.00	30.5	12.5	11.8	10.9	推荐
000301.SZ	东方盛虹	22.88	0.07	0.53	1.63	2.23	349.7	42.9	14.0	10.2	未评级
605008.SH	长鸿高科	15.96	0.47	0.66	1.22	1.56	34.0	24.0	13.1	10.2	未评级
300829.SZ	金丹科技	47.15	0.66	0.92	1.85	2.96	71.2	51.2	25.5	15.9	未评级

备注：表内所有公司采用 Wind 一致预期。

# 正文目录

<b>一、 行情回顾：2021 年化工行业景气度高企，指数跑赢大盘</b>	<b>6</b>
<b>二、 行业展望：新兴产业驱动化工品需求，双碳成为行业边界条件</b>	<b>8</b>
2.1 2021 年国内经济逐渐恢复至常态，但仍有一定的不确定性	8
2.2 传统下游表现平平，新型赛道景气度较高	8
2.3 化工产品整体价格上行空间有限	10
2.4 双碳战略成为化工行业外部边界条件	11
<b>三、 细分赛道：周期品关注公司逻辑，新材料迎来投资机会</b>	<b>12</b>
3.1 油价：油价中枢上行空间有限，关注阶段性投资机会	12
3.2 化纤及民营大炼化：从规模扩张走向深加工	13
3.3 轻烃裂解：成本优势明显，关注新增产能和新能源/新材料布局	14
3.4 聚氨酯：异氰酸酯区间震荡，新材料版图逐渐扩展	15
3.5 新材料：关注碳纤维、有机硅、降解塑料、纤维素醚和沸石分子筛	15
<b>四、 投资建议</b>	<b>18</b>
<b>五、 风险提示</b>	<b>20</b>

## 图表目录

图表 1	年初以来化工指数跑赢大盘 .....	6
图表 2	2021 年化工等周期行业跑赢大部分一级行业（截止 12 月 3 日周五收盘） .....	6
图表 3	化工子行业 2021 年行情表现（12 月 3 日周五） .....	7
图表 4	A 股子行业 PE-ttm 估值分位（2011-至今） .....	8
图表 5	我国 GDP 累计同比增长（%） .....	8
图表 6	我国进出口贸易金额当月累计同比（%） .....	8
图表 7	汽车产量月度数据（万辆） .....	9
图表 8	家电产量月度数据（万台） .....	9
图表 9	月度房屋新开工面积累计同比（100%） .....	9
图表 10	织机开工率（%） .....	9
图表 11	我国新能源汽车月度销售量（万辆） .....	10
图表 12	我国风电和光伏累计装机容量（万千瓦时） .....	10
图表 13	年初以来能源和化工原材料显著涨价 .....	10
图表 14	子行业利润快速恢复（亿元） .....	11
图表 15	前 10 月子行业利润同比大幅增长（%） .....	11
图表 16	高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平 .....	11
图表 17	2021 年国际原油价格回顾（美元/桶） .....	12
图表 18	原油库存不断消化 .....	13
图表 19	北美钻机数逐步回升（台） .....	13
图表 20	民营大炼化尼尔森系数来源（浙江石化为例） .....	14
图表 21	中国炼油能力按省区分布（2020） .....	14
图表 22	卫星石化连云港项目主要产品（万吨/年） .....	14
图表 23	氢能源产业链示意图 .....	14
图表 24	下半年国内异氰酸酯价格维持震荡行情（元/吨） .....	15
图表 25	万华化学主要在建/规划新增产能（万吨/年） .....	15
图表 26	光威复材碳梁销量（千米） .....	16
图表 27	中国风电装机（MW） .....	16
图表 28	2018-2023 年有机硅需求预测（%） .....	16
图表 29	DMC 市场价格（元/吨） .....	16
图表 30	中国塑料制品表观消费量占比 .....	17
图表 31	我国生物降解塑料的需求（万吨） .....	17
图表 32	山东赫达植物胶囊产能规划（亿粒） .....	17
图表 33	全球人造肉融资额度 .....	17

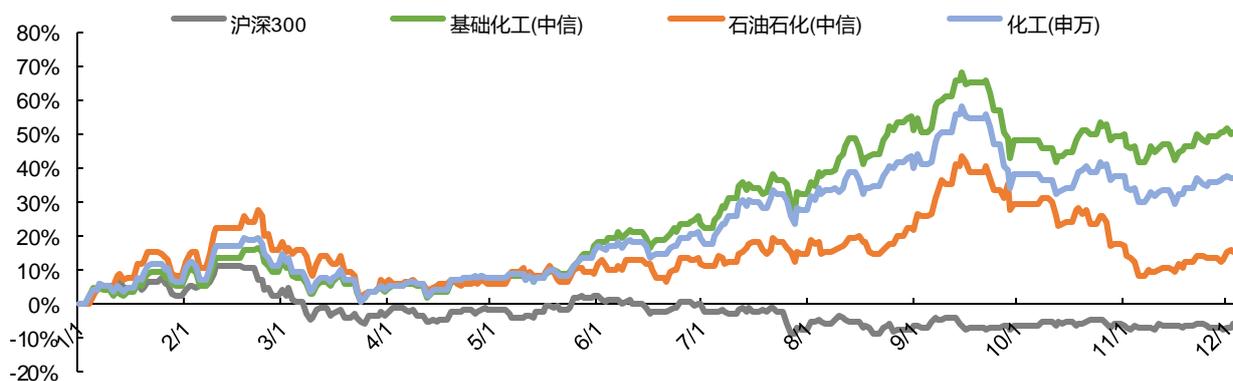
---

图表 34	全球沸石分子筛的分领域消费增长（万吨）.....	18
图表 35	中国制氧机产量（万台）.....	18
图表 36	建龙微纳各个产品的毛利率水平（%）.....	18
图表 37	投资逻辑图.....	20

## 一、行情回顾：2021年化工行业景气度高企，指数跑赢大盘

年初以来（截止12月3日）申万化工指数上涨+37%，跑赢沪深300指数（-7%）43pct，若按照中信行业分类来看，基础化工和石油石化均跑赢大盘，但是基础化工弹性更高（+51%），而石油石化表现相对弱势（+15%）。

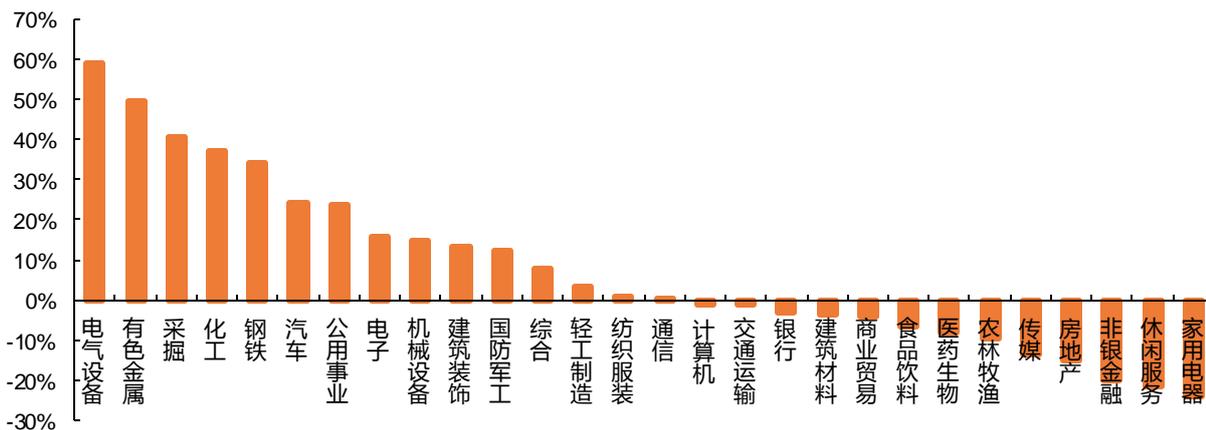
图表1 年初以来化工指数跑赢大盘



资料来源：Wind，平安证券研究所

2021年可谓“周期+新能源之年”，背后深层次的原因主要是因为2020年的周期超跌、2021年的经济复苏以及双碳战略。年初以来（截止12月3日），A股一级子行业中表现最好的是电气设备、有色金属、采掘、化工和钢铁等行业；表现较差的是家用电器、休闲服务、非银金融、房地产和传媒等行业；申万化工在28个子行业中排名4，仅次于电气设备、有色金属和采掘，表现较好。

图表2 2021年化工等周期行业跑赢大部分一级行业（截止12月3日周五收盘）

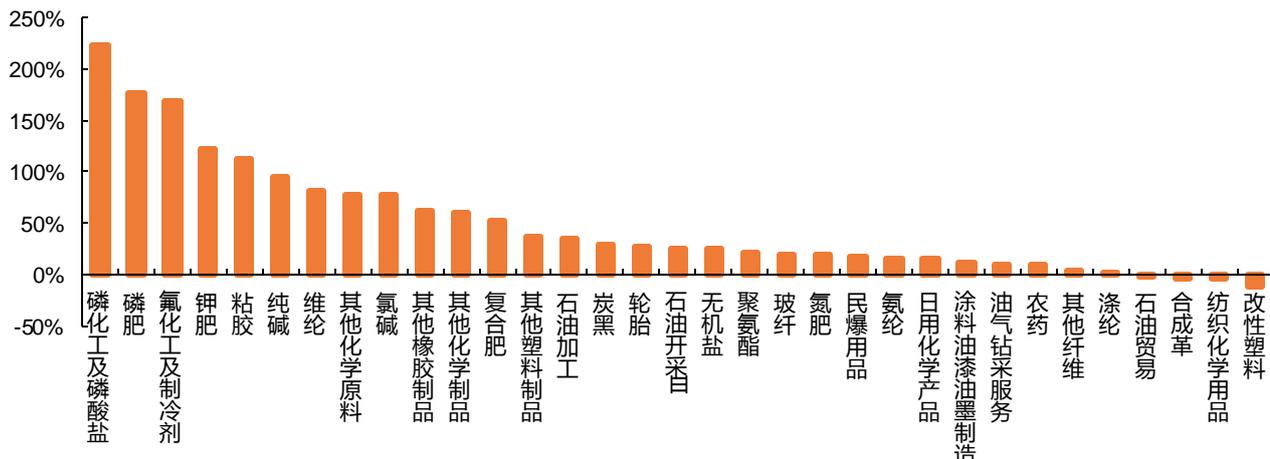


资料来源：Wind，平安证券研究所

子行业方面，磷肥磷化工、氟化工、钾肥、粘胶和纯碱等行业表现较好，主要的逻辑是下游需求的好转，尤其是新能源对上游原材料的需求驱动（磷酸铁锂、电解液、盐湖提锂、光伏玻璃）；其次是产品受到限电等因素影响出现了大幅度的涨价。

重点关注的子行业方面：聚氨酯行业景气度二季度以来基本维持震荡行情；石油开采和石油加工在油价稳步回升的过程中，股价阶段性反弹，但是近期受多重利空因素影响，边际下滑，整体来看石油开采和石油加工上涨幅度在 20%和 30%左右；涤纶和民营大炼化行业在 2020 年暴涨之后，2021 年缺乏短期的利好因素（主要受新增产能不确定性影响），出现阶段性回调；而其他纤维行业（碳纤维）经过上半年的深度回调之后，下半年震荡上行，全年来看呈现略微正增长。

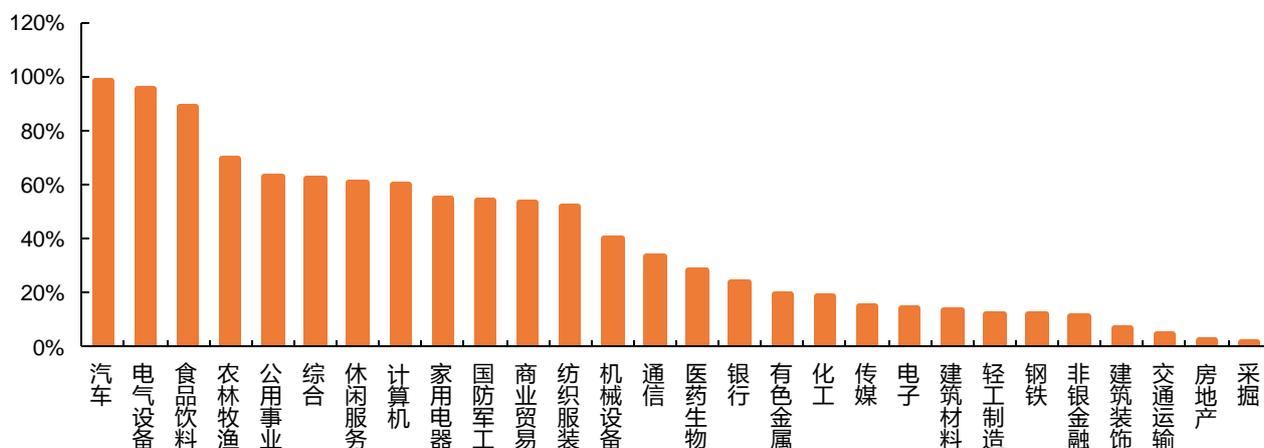
图3 化工子行业 2021 年行情表现（12月3日周五）



资料来源: Wind, 平安证券研究所

化工行业目前的估值水平在 10 年周期维度上看不算很高，PE-TTM 的百分位在 20%左右，整体而言我们认为很多行业的风险已经得到了较大的释放，例如万华化学、荣盛石化和恒力石化等行业龙头。但是由于 PE-TTM 具有滞后性，同时众多的能源和化工产品价格目前处于高位，我们仍然建议从子行业和公司角度分析微观的投资机会，尽量以从下而上的逻辑为主。

图表4 A 股子行业 PE-ttm 估值分位 (2011-至今)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

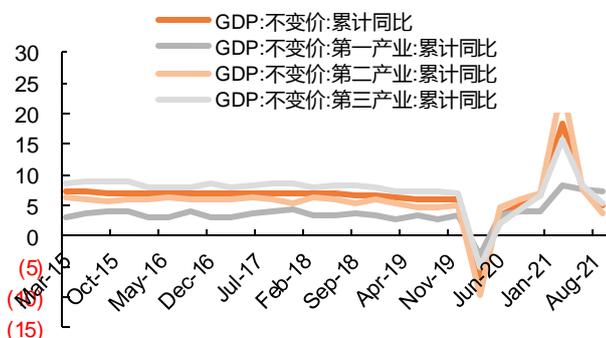
## 二、行业展望：新兴产业驱动化工品需求，双碳成为行业边界条件

### 2.1 2021 年国内经济逐渐恢复至常态，但仍有一定的不确定性

我国的经济自 2020 年三季度以来持续好转，2021 年继续保持复苏的态势，目前经济已经基本恢复至常态，预计 2022 年国内经济将保持稳健增长，但仍存不确定性，我们认为这种不确定性主要来自病毒新变种对于全球经济造成的影响。

尤其注意的是进出口方面，2021 年国内经济率先恢复，海外疫情导致部分订单流入我国，所以中国成为全球主要的供给国。进出口贸易额保持快速的增长，包括纺织品等产品的出口拉动了上游原材料的需求恢复，但进入下半年之后随着海外产能的陆续恢复，进出口增速边际下行，预计 2022 年进出口方面仍然具有一定的不确定性，主要取决于海外市场需求和海外产能的恢复情况。

图表5 我国 GDP 累计同比增长 (%)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 我国进出口贸易金额当月累计同比 (%)

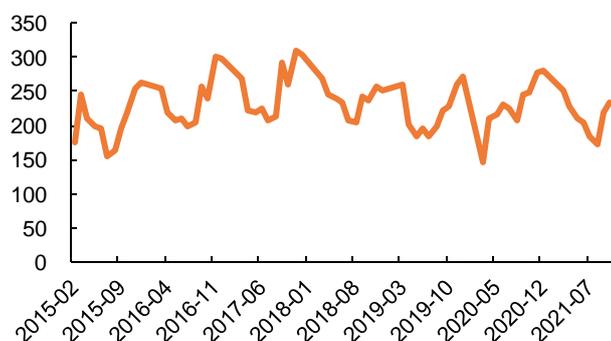


资料来源: Wind, 平安证券研究所

### 2.2 传统下游表现平平，新型赛道景气度较高

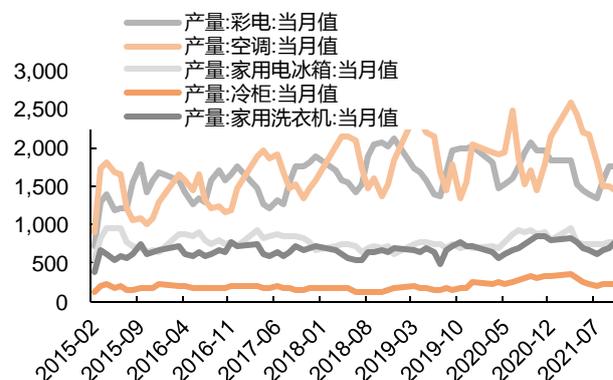
虽然 2021 年上半年化工行业的主要下游汽车、家电、房地产和纺织等行业景气程度表现尚可，但受汽车芯片、房地产财务风险和纺织品出口增速边际下滑的影响，全年来看上述传统下游行业整体表现平平，预计明年将逐渐企稳然后边际将有所好转。

图表7 汽车产量月度数据（万辆）



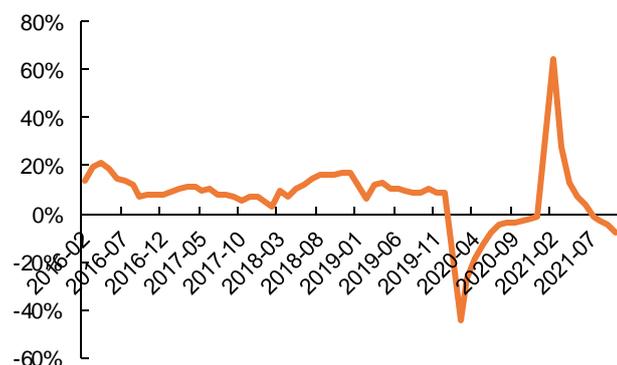
资料来源：Wind、平安证券研究所

图表8 家电产量月度数据（万台）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表9 月度房屋新开工面积累计同比（100%）



资料来源：Wind、平安证券研究所

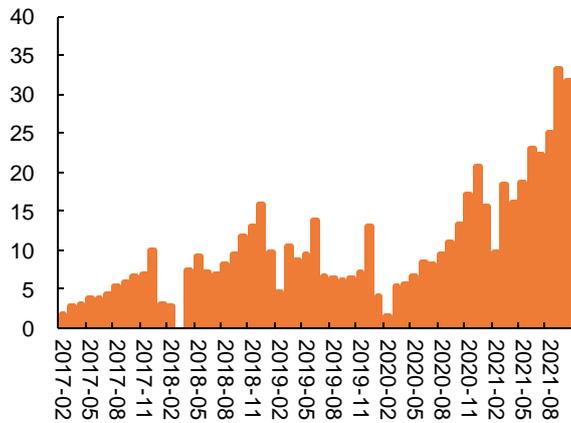
图表10 织机开工率（%）



资料来源：Wind、平安证券研究所

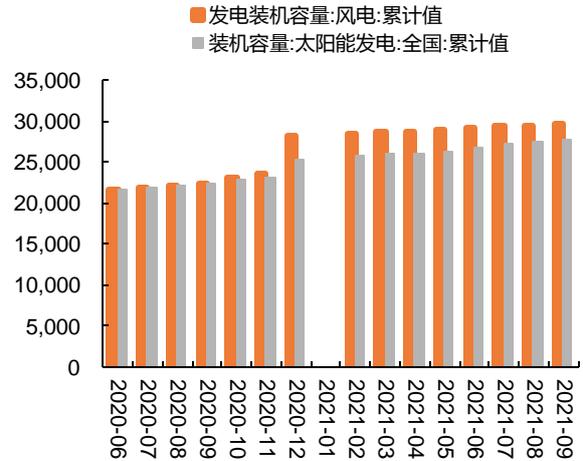
跟传统行业相比，我国的新赛道保持较高的景气程度，具体包括新能源汽车、光伏、风电等行业，主要原因是 2021 年双碳战略的驱动，新能源行业的高景气也驱动了磷化工、氟化工、环氧树脂、碳纤维、金属硅、有机硅等行业盈利和估值的提升。碳中和是我国的长期战略，预计 2022 年上述新能源赛道将继续保持较高景气程度，从而驱动上游原材料的需求增长。

图表11 我国新能源汽车月度销售量（万辆）



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表12 我国风电和光伏累计装机容量（万千瓦时）

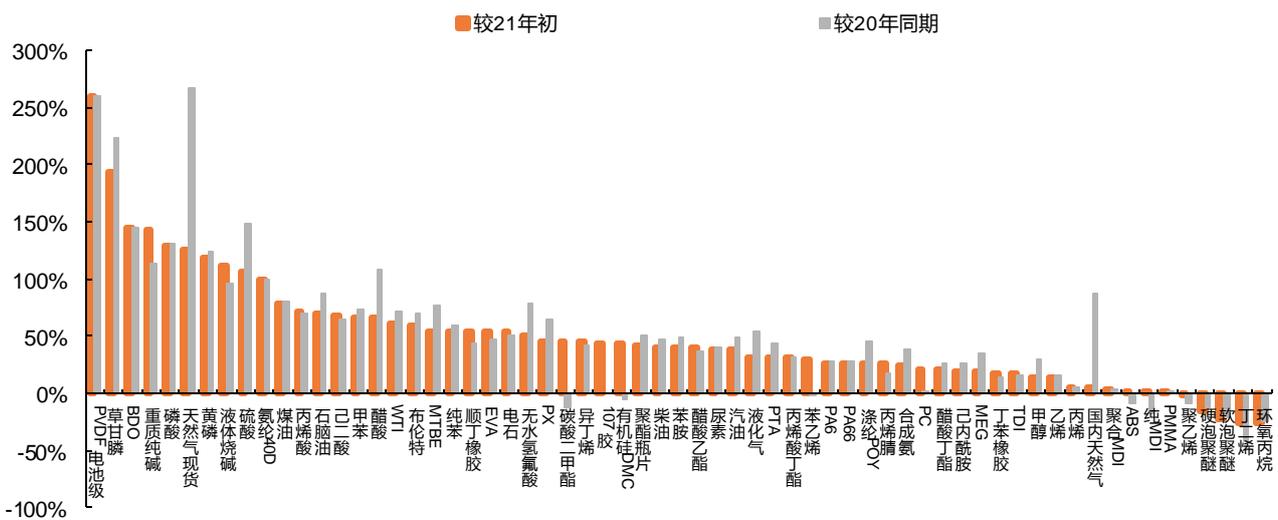


资料来源: Wind、平安证券研究所

### 2.3 化工产品价格整体价格上行空间有限

2021 年石油化工产品涨价的原因是多方面的，我们认为可以总结为需求好转、供给收缩、成本支撑、金融炒作等因素；经济复苏无疑是产品需求好转的宏观层面的原因，微观上来看，海外订单回流使中国成为全球主要的供给国，化工品需求受出口因素拉动明显。此外，供给端受到不可抗力影响、成本端受到原油上行的支撑、叠加货币宽松导致的炒作等因素，都是此轮价格上行的推手。预计 2022 年大宗产品价格将保持高位震荡的行情，整体上行空间有限，但估计不同产品之间差异较大，供需错配的产品（尤其是部分新能源上游原材料）仍然有一定的上涨空间。

图表13 年初以来能源和化工原材料显著涨价

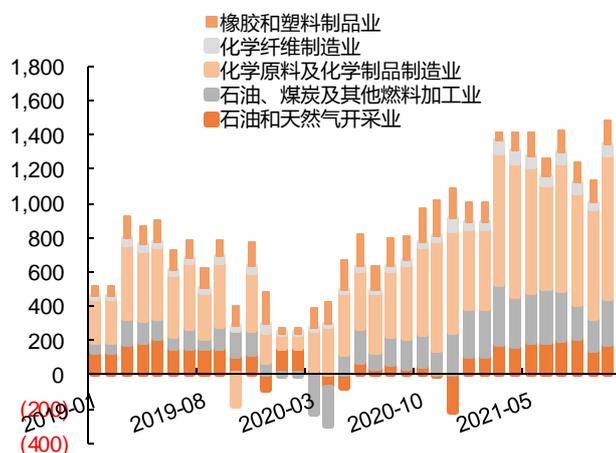


资料来源: Wind、平安证券研究所

受能源和化工产品涨价的影响，行业利润快速恢复，截止 10 月份的行业利润整体上行。其中油气开采、石油加

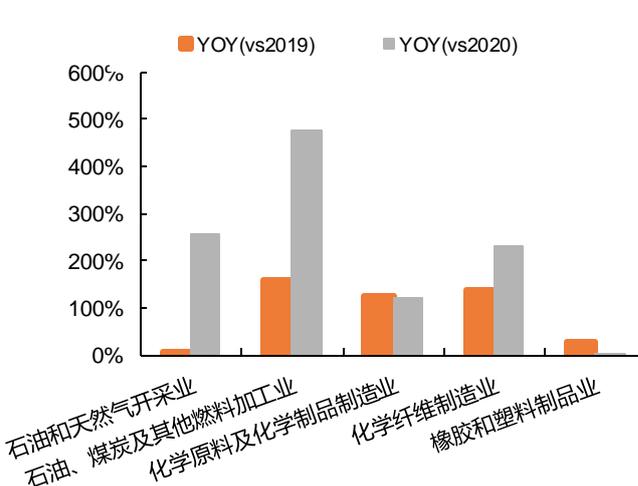
工、化工原料和制品、化学纤维和橡塑制品行业同比大增，即便跟 2019 年相比，各行业的利润均有较为可观的上涨。我们认为在供需面大幅改善的前提下，2022 年的行业盈利大概率保持中高水平，但受产品价格下行压力增大的影响，边际进一步提升的空间似乎不大。

图 14 子行业利润快速恢复 (亿元)



资料来源: Wind、平安证券研究所

图 15 前 10 月子行业利润同比大幅增长 (%)



资料来源: Wind、平安证券研究所

## 2.4 双碳战略成为化工行业外部边界条件

双碳战略的提出和落实无疑是化工行业外部环境重要的变化，我们认为影响主要有：1）高耗能行业产能投放受到限制，一方面有利于供需格局的改善，提升盈利水平，另一方面也防止了企业盲目的扩产冲动，防止 2022 年全球供应链恢复常态时的产能过剩；2）大大提升了新能源相关化学品的景气程度，部分石油化工企业直接布局新能源业务（进行相关多元化或者抵消相应的碳排放配额）。在此背景下，双碳战略实际上成为了化工行业的发展边界条件，能耗成为化工项目审批中的重要指标，我们认为这在一定程度上将抑制化工企业盲目扩张的冲动，有利于低端产能的退出和先进产能份额的稳步提升。

图 16 高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平

重点领域	指标名称	指标单位	标杆水平	基准水平	参考标准	
炼油	单位能量因数综合能耗	千克标准油/吨* 能量因数	7.5	8.5	GB30251	
煤制甲醇	褐煤	单位产品综合能耗	1550	2000	GB29436	
	烟煤		1400	1800	GB29436	
	无烟煤		1250	1600	GB29436	
煤制烯烃	乙烯和丙烯	单位产品能耗	千克标准煤/吨	2800	3300	GB30180
煤制乙二醇	合成气法	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	1000	1350	GB32048
烧碱	离子膜法液碱(质量分数,下同)≥30%	单位产品综合能耗	315	350	GB21257	
	离子膜法液碱≥45%		420	470	GB21257	
	离子膜法固碱≥98%		620	685	GB21257	
纯碱	氨碱法(轻质)	单位产品能耗	320	370	GB29140	
	联碱法(轻质)		160	245	GB29140	

	氨碱法(重质)			390	420	GB29140
	联碱法(重质)			210	295	GB29140
乙烯	石脑烃类	单位产品能耗	千克标准油/吨	590	640	GB 30250
	对二甲苯	单位产品能耗	千克标准油/吨	385	550	GB 31534
合成氨	优质无烟块煤	单位产品综合能耗	千克标准煤/吨	1100	1350	GB21344
	非优质无烟块煤、型煤			1200	1520	GB21344
	粉煤(包括无烟粉煤、烟煤)			1350	1550	GB21344
	天然气			1000	1200	GB21344

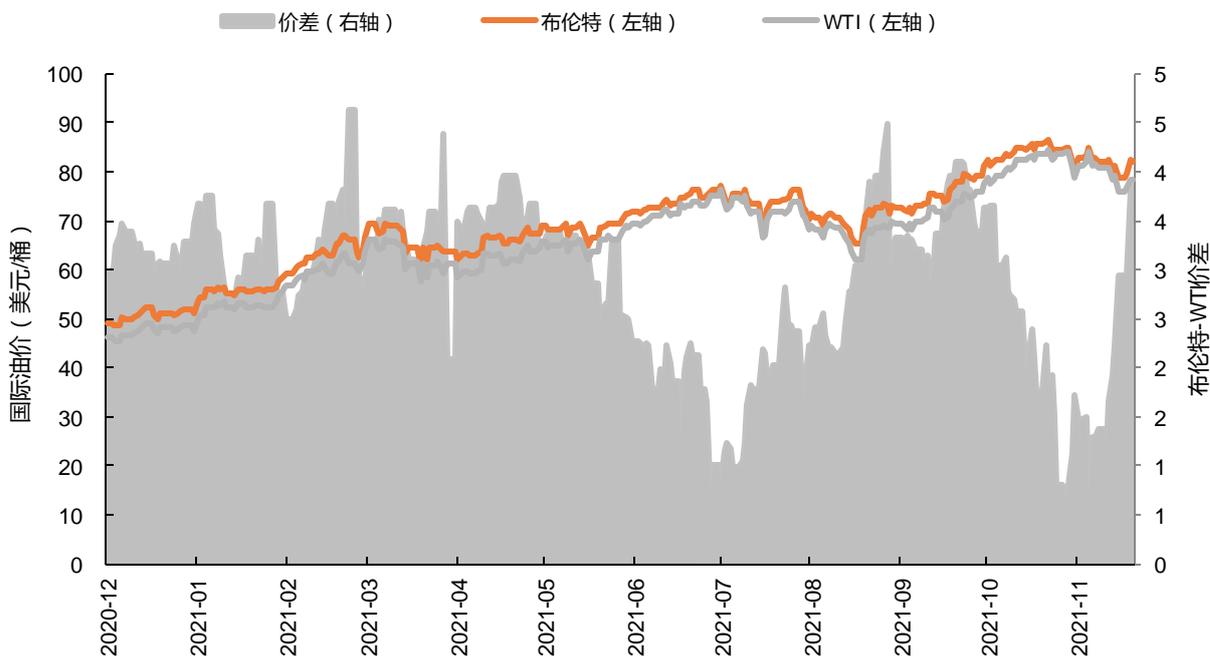
资料来源:《高耗能行业重点领域能效标杆水平和基准水平(2021年版)》平安证券研究所

### 三、 细分赛道：周期品关注公司逻辑，新材料迎来投资机会

#### 3.1 油价：油价中枢上行空间有限，关注阶段性投资机会

2021年随着需求的好转和 OPEC 减产联盟的持续减产，国际原油的供需格局不断好转，由疫情所导致的原油高库存不断消化，原油价格震荡上行，进入三季度和四季度，受天然气供给短缺的影响，油价也得到进一步的提升。油价的提升也促使油气行业逐渐恢复。

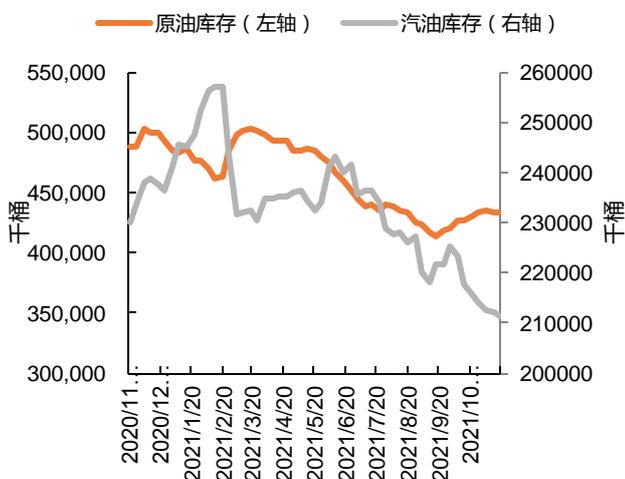
图表17 2021年国际原油价格回顾(美元/桶)



资料来源: Wind, 平安证券研究所

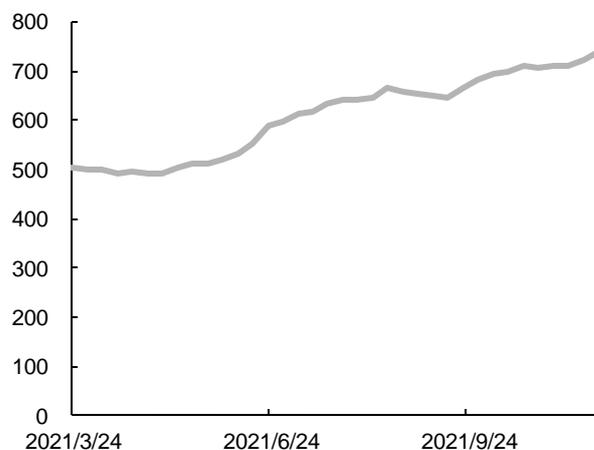
展望 2022 年，美国原油库存恢复至较低位置、OPEC 将继续根据供需情况调整其增产节奏、冷冬预期下预计一季度以前全球能源依然较为紧缺，但是病毒新变种、美国的态度、页岩油勘探生产有所回暖（但石油公司依然较为谨慎）、伊朗问题依然是油市的利空因素，我们认为 2022 年原油价格中枢上涨空间有限，但油价的波动性较大，建议把握跟油价密切相关的油气油服的阶段性投资机会。

图表18 原油库存不断消化



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表19 北美钻机数逐步回升 (台)



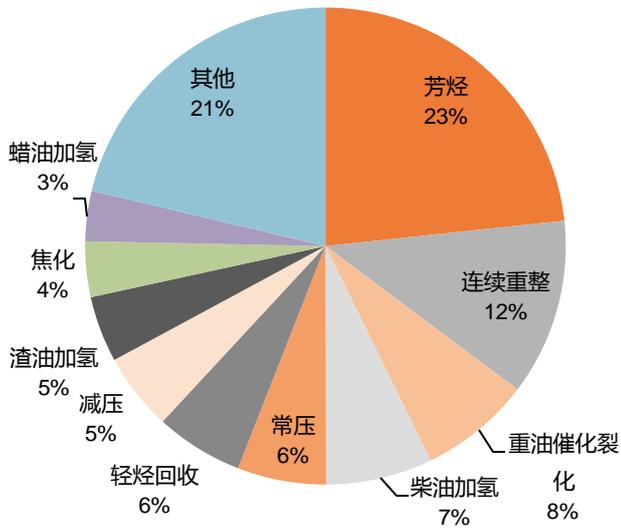
资料来源: Wind、平安证券研究所

### 3.2 化纤及民营大炼化：从规模扩张走向深加工

上半年受纺织行业景气度提升、原油价格上行等因素影响，涤纶长丝行业景气度较高，PTA 景气度虽然有所提升但受产能投放较快的影响，盈利能力依然较差，下半年长丝行业景气度边际下滑。

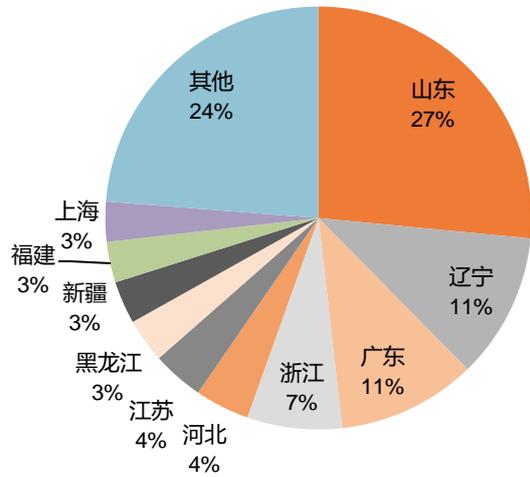
2021 年 10 月 26 日国务院发布《2030 年前碳达峰行动方案》，要求到 2025 年，国内原油一次加工能力控制在 10 亿吨以内，当前中国炼油能力大约 9 亿吨左右；这也就意味着 2025 年以前原油一次加工能力的可发展空间在 1 亿吨左右。我们认为政策的出台给大炼化带来的影响主要有两个：1) 民营大炼化凭借其先进的产能，将继续保持行业领先地位，一定程度上限制新增产能使得现有的先进产能成为更优质的资产；2) 民营大炼化将从规模的扩张走向深加工，目前恒力、荣盛和盛虹等炼化企业逐渐布局并做大化工新材料业务，未来新材料将成为驱动上述企业成长的主要动力；3) 环渤海部分地方炼油企业存在规模小、能效水平低、污染严重等问题，预计在十四五期间，将面临一定的整改或退出压力，如果部分地段产能退出，将为大炼化的发展腾出一定的空间。

图表20 民营大炼化尼尔森系数来源（浙江石化为例）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表21 中国炼油能力按省区分布（2020）

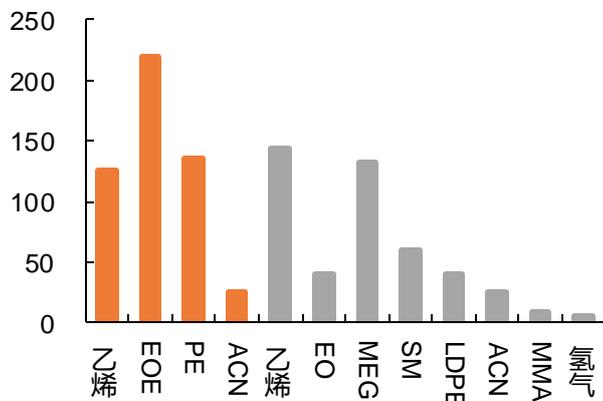


资料来源：Wind、平安证券研究所

### 3.3 轻烃裂解：成本优势明显，关注新增产能和新能源/新材料布局

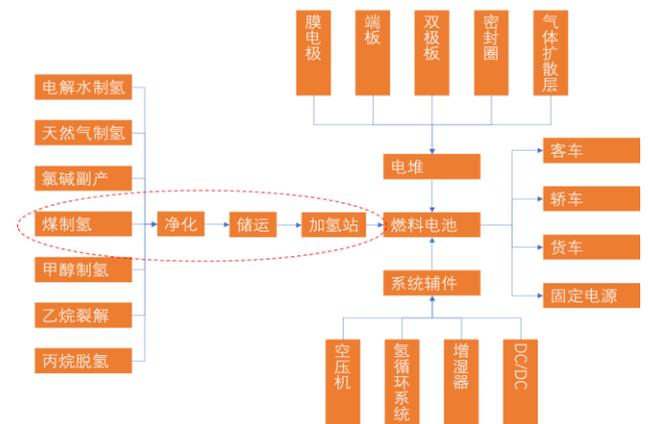
工艺路线决定着轻质化工位于成本曲线的左侧，具有充足的盈利空间，考虑到乙烯下游巨大的市场，我们认为乙烷裂解将长期保持高盈利能力。现阶段重点关注卫星石化的新增产能，目前二阶段项目正在稳步推进，根据计划将于2022年下半年建成，二阶段项目建成后C2业务板块将得到扩张，同时公司将形成PDH、一阶段乙烯和二阶段乙烯的协同效应，公司上游大宗化工原料产能持续提升，将有利于公司布局下游的化工新材料业务。同时丙烷脱氢和乙烷裂解副产的氢气具有较高的纯度和成本优势，公司目前也在布局氢能等新能源赛道，将成为未来的主要看点。

图表22 卫星石化连云港项目主要产品（万吨/年）



资料来源：公司公告、平安证券研究所

图表23 氢能源产业链示意图



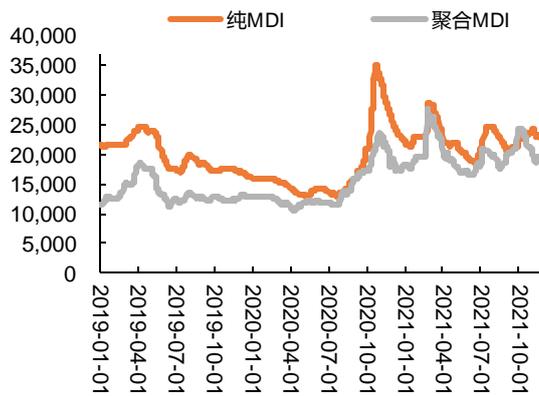
资料来源：Wind、平安证券研究所

### 3.4 聚氨酯：异氰酸酯区间震荡，新材料版图逐渐扩展

2021 年一季度出现了 MDI 价格高峰。二季度以来 MDI 价格逐渐下行，下半年维持区间震荡，我们认为房地产、汽车和家电等下游行业的风险已经逐渐释放，2022 年有望获得边际改善机会，因此当前的价格支撑较强。再者海外的产能也基本恢复，进一步加大供给的空间不会很大。

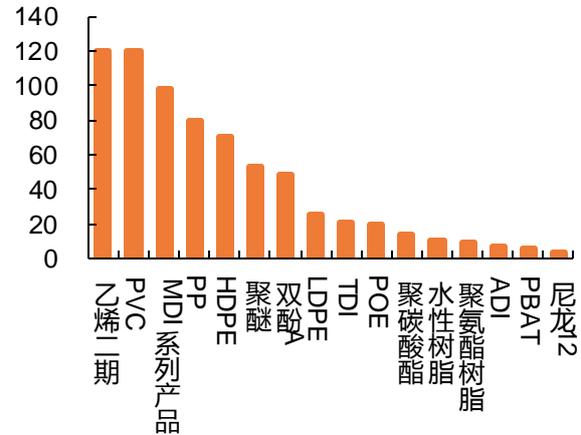
此外，万华在烟台、宁波、福建和匈牙利等基地有 MDI 或特种异氰酸酯的新增产能计划，未来在异氰酸酯领域的份额将进一步增强；同时万华目前在不断拓展特种新材料板块，规划有聚碳酸酯、水性树脂、降解塑料、特种尼龙等项目，这些产能市场需求增速快，进口替代效应明显，未来的成长动能十分充足。

图表 24 下半年国内异氰酸酯价格维持震荡行情（元/吨）



资料来源：Wind、平安证券研究所

图表 25 万华化学主要在建/规划新增产能（万吨/年）



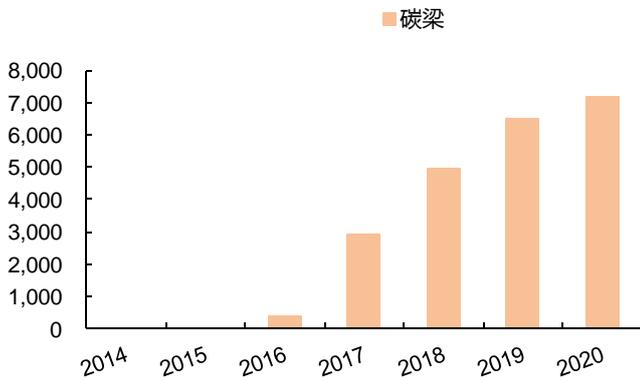
资料来源：公司公告、平安证券研究所

### 3.5 新材料：关注碳纤维、有机硅、降解塑料、纤维素醚和沸石分子筛

#### 碳纤维

全球碳纤维主要的应用领域是风电新能源、航空航天、体育休闲和汽车行业，尤其是近年来新能源行业的发展，为碳纤维的需求增长提供了较为充足的动力。随着“碳达峰”和“碳中和”的提出，新能源行业预计将加速发展，碳纤维作为风机的主要原材料，将受益于风电装机量的提升，同时碳纤维在大功率风机和海上风电比玻璃纤维更具优势，而大功率风机和海上风电正是风电行业的发展趋势；此外氢能源的发展对高压储氢容器提出更高的要求，预计储氢罐将成为碳纤维下一个风口。因此需求总量的提升和需求结构的变化，都将利于碳纤维市场的快速增长。

图表26 光威复材碳梁销量(千米)



资料来源:公司公告、平安证券研究所

图表27 中国风电装机(MW)

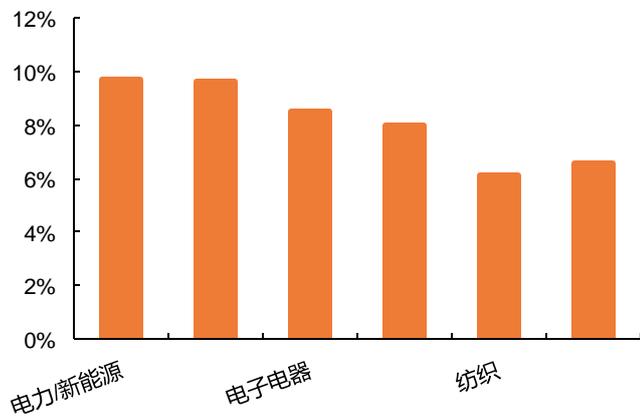


资料来源:Wind、平安证券研究所

有机硅

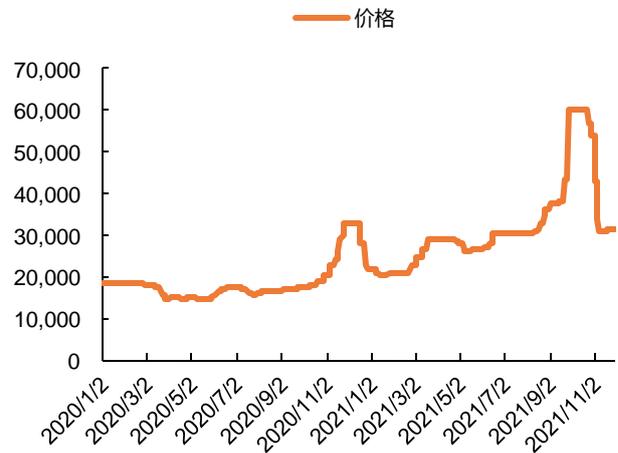
有机会兼具周期品和新材料的双重属性,2021年有机硅行业迎来了2018年以来最景气的一年,主要的原因是出口市场持续回暖、新能源汽车和光伏行业高增长驱动密封胶产品的需求、产品价格受原材料企业限电的影响快速上涨,DMC价格一度达到6万元左右,在碳中和的背景下,有机硅下游行业将快速增长,同时房地产密封胶有望在2022年获得边际改善,叠加新增产能受到一定的限制,有机硅行业供需面长期向好。

图表28 2018-2023年有机硅需求预测(%)



资料来源:Wind、平安证券研究所

图表29 DMC市场价格(元/吨)

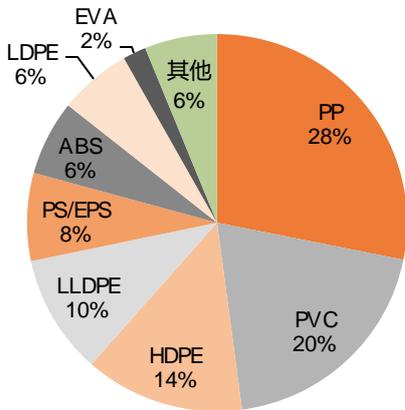


资料来源:Wind、平安证券研究所

降解塑料

降解塑料具有环保意义,根据塑料加工工业协会的数据,2018年我国一次性塑料制品耗量高达2000万吨,占国内塑料制品产量的33%;2019年我国的塑料制品产量高达8184万吨。因此保守估计2020年我国一次性塑料制品消耗量大约为2200万吨。根据前瞻产业研究院的数据,2019年我国的生物降解塑料的消耗量为52万吨,即约占一次性塑料制品消耗量的2.36%,显然替代空间是巨大的。目前这个行业主要还是政策驱动的市场,建议关注布局PLA和PBAT的龙头企业万华化学、恒力石化、金丹科技和长鸿高科等企业。

图表30 中国塑料制品表观消费量占比



资料来源: Wind、平安证券研究所

图表31 我国生物降解塑料的需求(万吨)

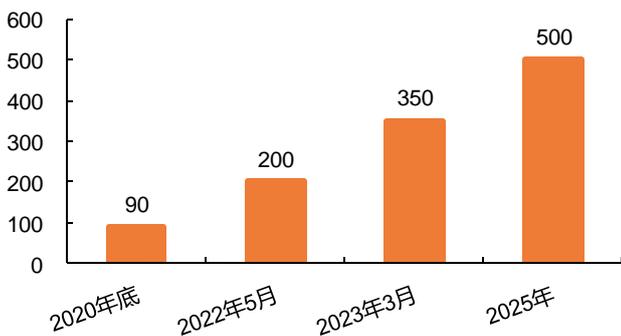


资料来源: Wind、平安证券研究所

### 纤维素醚

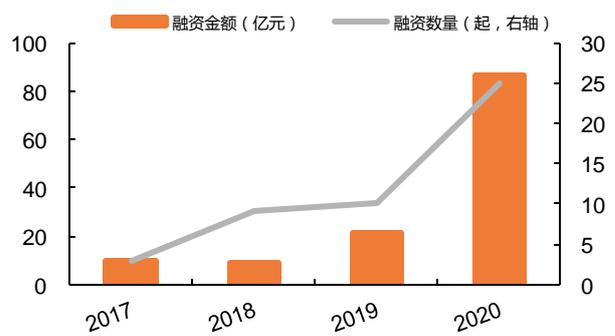
山东赫达是 A 股纤维素醚的唯一上市公司, 纤维素醚行业主要看点在下游植物胶囊和人造肉的持续放量, 根据山东赫达的规划, 2023 年 3 月公司植物胶囊的产能将达到 350 亿粒/年, 2025 年预计将达到 500 亿粒/年。预计未来胶囊仍然是公司业绩增长的主要驱动力之一。此外高青在建 41000 吨纤维素醚产能项目进展顺利, 预计 2022 年四季度投产; 公司积极布局纤维素醚在食品行业的应用, 进入人造肉行业, 2021 年 700 吨级的人造肉生产线投产, 目前市场推广效果良好, 人造肉相对于普通肉具有生产占地少、碳排放低、无兽药残留等优点, 在全球和中国具有广阔的市场空间。我们认为下游深加工和产能的扩张将驱动公司业绩稳健增长。

图表32 山东赫达植物胶囊产能规划(亿粒)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表33 全球人造肉融资额度



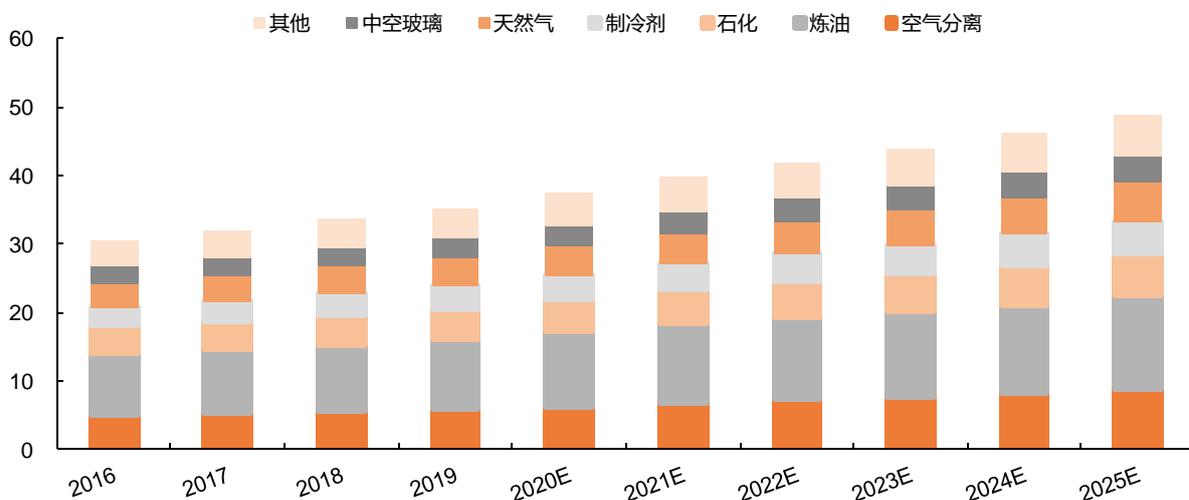
资料来源: Wind、平安证券研究所

### 沸石分子筛

沸石分子筛应用广泛, 炼油、空分、石化、天然气和制冷剂几大领域占到全球沸石分子筛 80% 以上的市场份额。根据咨询公司 Industry ARC 和 TechNavio 等的预测, 2019-2025 年全球分子筛吸附剂消费量预计将保持 5.7% 左右的年均增速。

全球分子筛吸附剂消费量预计将保持快速增长, 空气分离受到化工行业对提纯越来越高的要求, 以及全球氢能的发展, 年均复合增速有望达到 7% 以上, 炼油和石化受到产能增速放缓的影响, 消费量增速略低一些。

图表34 全球沸石分子筛的分领域消费增长(万吨)



资料来源: IndustryARC 和 TechNavio, 平安证券研究所

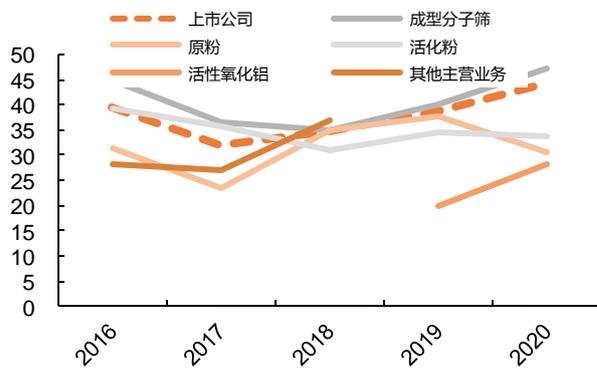
建龙微纳是该领域的龙头, 目前产品集中在工业制氧、医疗制氧、制氢和化工分离等领域, 并不断向脱硝等领域延伸、行业竞争格局较高(差异化的竞争带来较高的毛利水平), 公司技术壁垒较强, 三期项目、泰国项目和改扩建项目持续为公司提供成长性。

图表35 中国制氧机产量(万台)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

图表36 建龙微纳各个产品的毛利率水平(%)



资料来源: 公司公告、平安证券研究所

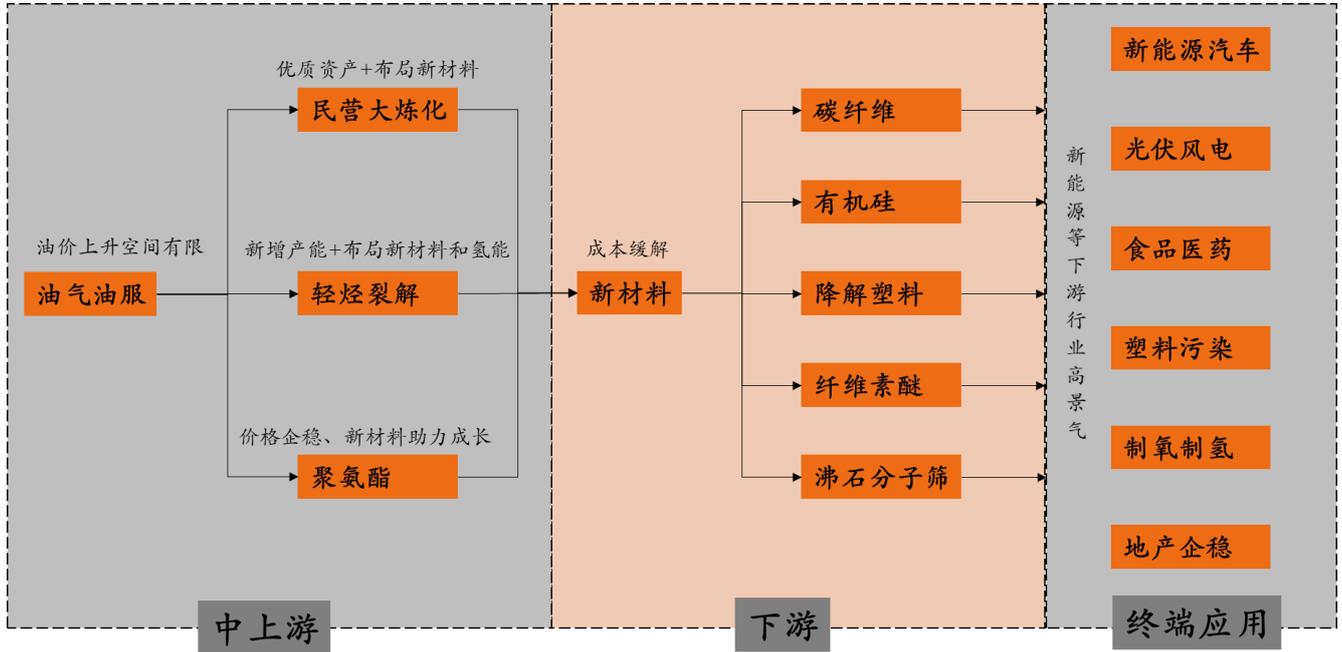
## 四、投资建议

2021 年化工周期板块经历了一轮大牛市, 目前产品价格处于较高的位置, 化工产业链中上游公司的弹性显著大于下游企业, 展望 2022 年我们认为随着周期品价格的见顶, 化工下游行业的成本压力将缓解, 同时新能源等行

业景气度高企，预计将继续提升相关精细化工品和新材料的市场需求。针对 2022 年 A 股的子行业和个股投资机会，我们建议从以下逻辑去把握：

- 1) 油气油服：展望 2022 年，美国原油库存恢复至较低位置、OPEC 将继续根据供需情况调整其增产节奏、冷冬预期下预计一季度以前全球能源依然较为紧缺，但是病毒新变种、美国的态度、页岩油勘探生产有所回暖（但石油公司依然较为谨慎）、伊朗问题依然是油市的利空因素，我们认为 2022 年原油价格中枢上涨空间有限，但油价的波动性较大，建议把握跟油价密切相关的油气油服的阶段性投资机会，建议关注中国石油、中国石化。
- 2) 化纤及民营大炼化：在双碳背景下，民营大炼化凭借其先进的产能，将继续保持行业领先地位，一定程度上限制新增产能使得现有的先进产能成为更优质的资产；此外民营大炼化将从规模的扩张走向深加工，目前恒力、荣盛和盛虹等炼化企业逐渐布局并做大化工新材料业务，未来新材料将成为驱动上述企业成长的主要动力，建议关注民营大炼化龙头荣盛石化、恒力石化和东方盛虹，同时关注化纤龙头新凤鸣。
- 3) 轻烃裂解：工艺路线决定着轻质化工艺位于成本曲线的左侧，具有充足的盈利空间，考虑到乙烯下游巨大的市场，我们认为乙烷裂解将长期保持高盈利能力。现阶段重点关注卫星石化的新增产能，目前二阶段项目正在稳步推进，根据计划将于 2022 年下半年建成，二阶段项目建成后 C2 业务板块将得到扩张，同时公司将形成 PDH、一阶段乙烯和二阶段乙烯的协同效应，公司上游大宗化工原料产能持续提升，将有利于公司布局下游的氢能源和化工新材料业务。
- 4) 聚氨酯：我们认为房地产、汽车和家电等下游行业的风险已经逐渐释放，2022 年有望获得边际改善机会，因此当前的价格支撑较强。再者海外的产能也基本恢复，进一步加大供给的空间不会很大。此外，万华在烟台、宁波、福建和匈牙利等基地有 MDI 或特种异氰酸酯的新增产能计划，未来在异氰酸酯领域的份额将进一步增强；同时万华目前在不断拓展特种新材料板块，规划有聚碳酸酯、水性树脂、降解塑料、特种尼龙等项目，这些产能市场需求增速快，进口替代效应明显，未来的成长动能十分充足。
- 5) 新材料：大力发展化工新材料和高端精细化学品，将是“十四五”的两大重点任务。目前该领域受到政策大力支持和资本的助力，有望加速发展，展望 2022 年新能源汽车/风电光伏高景气、绿色环保塑料市场不断扩大、人造肉市场逐渐兴起、制氧制氢市场快速增长有望驱动相应新材料的发展，建议关注碳纤维龙头光威复材、有机硅龙头东岳硅材、生物降解塑料龙头金丹科技和长鸿高科、纤维素醚/植物胶囊/人造肉龙头山东赫达、沸石分子筛龙头建龙微纳。

图表37 投资逻辑图



资料来源：平安证券研究所

## 五、 风险提示

- 1) 宏观经济波动风险：石油石化行业是国民经济的基础行业，产品应用在汽车、建筑、电子电器、日用品等各个领域，因此石化行业的需求增长跟 GDP 等宏观指标有紧密的联系，宏观经济增速回落会导致石化产品需求增长不及预期。
- 2) 油价和原材料剧烈波动风险：石化产品的成本和价格跟油价/原材料价格关系极为紧密，油价/原材料价格的剧烈波动会导致厂家成本管理和产品定价上极为困难，影响行业盈利水平。
- 3) 项目建设进度不及预期：油气开发储运项目、LNG 工厂、民营大炼化和乙烷裂解项目进度受产品和原料市场环境、项目融资、工程管理等多方因素影响，不排除项目进展不及预期的风险。
- 4) 装置不可抗力：石油化工装置的稳定运行对原料和产品市场的健康运行极为重要，不可抗力因素可在极短的时间内导致供需失衡，造成原料成本或者产品价格的剧烈波动
- 5) 环保因素：近两年来日益趋严的环保政策和环保督查使得众多中小企业停产或者减产，影响了行业内相关公司的生存和盈利。

## 平安证券研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 20% 以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于市场表现 10% 至 20% 之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对市场表现在  $\pm 10\%$  之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于市场表现 10% 以上）

### 行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于市场表现 5% 以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对市场表现在  $\pm 5\%$  之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场表现 5% 以上）

### 公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

平安证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券股份有限公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其他人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券股份有限公司 2021 版权所有。保留一切权利。

## 平安证券

### 平安证券研究所

电话：4008866338

#### 深圳

深圳市福田区益田路 5023 号平安金融中心 B 座 25 层  
邮编：518033

#### 上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融大厦 26 楼  
邮编：200120  
传真：( 021 ) 33830395

#### 北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街中心北楼 16 层  
邮编：100033