



基础化工行业研究

买入（维持评级）
行业深度研究

证券研究报告

基础化工组

分析师：陈屹（执业 S1130521050001）

分析师：杨翼荣（执业 S1130520090002）

chenyi3@gjzq.com.cn

yangyirong@gjzq.com.cn

化工价值报告系列（一）——“卷王”的胜出

主要观点

- 我国借助国内需求释放及全球产业转移的机遇，快速奠定了大宗化工产品的相对优势，但不同于日韩，我国有望在长周期范围内继续维持。在国内竞争中，现阶段大宗产品的竞争格局已经获得初步定型，无论是技术、市场、政策、配套等都难以给予后来者大比例颠覆行业格局的机会，龙头企业已经开始能够形成正向循环，强化优势。

核心逻辑

- **与日韩相似，国内凭借低成本制造优势成为承接全球产业转移的主要国家：**中国具有庞大的需求基础，且多领域多环节高速建设，撬动了上游材料的需求，为产业链完善和规模化竞争提供了良好支撑。全球制造业分工给予了中国参与全球制造业链条的良好机遇，在前段化工产品环节进一步实现产品输出，形成市场消化的基础上，更是进一步完善产业链的网状布局，推动国内产业链形成核心竞争力，扩大布局市场提供了契机。
- **从长周期看，中国不同于日韩，有望在长周期范围内持续保持相对竞争优势：**①中国能够持续把握先进制造的发展趋势；②中国庞大的内需支撑给予国内持续产能建设需求，后续的“先进”优势叠加充足的市场容量提供动力；③生产要素的竞争力有更长周期的延续，提供了充足的时间窗口；④工程化及配套等软实力的优势持续加强，促使国内企业能够不断夯实现有竞争力的同时，进一步快速切入新兴赛道的市场。
- **大宗领域已经实现高度国产化，优势格局已经初步形成：**结合目前的行业供需变化以及大宗制造领域的技术演进变化来看，我们认为现阶段的行业竞争格局已经获得了初步的定型，无论是技术、市场、政策、配套等都难以给予后来者大比例颠覆行业格局的机会。在能够形成成本优势的因素中，无论是技术累积、趋势把握、产业配套、精细管理、文化培养等，龙头企业都已经开始能够形成自身的正向循环，在规模生产、产业链、配套设施、技术工艺等方面不断强化，更是能够在企业文化、生产管理、工程化落地、工艺适配化改造、关联耗材及催化剂改进、基础研究等多个维度构建“软实力”，有助于在更多赛道及品类方向延伸复制成本优势。
- **新的供需再平衡阶段，行业两极分化将进一步加剧，龙头企业的优势进一步突出。**新的发展阶段，行业产能消化压力大幅提升，在行业需求增速回落阶段的产能自然消化周期将明显拉长。在供给过剩阶段，成本管控成为企业延续发展的关键因素，行业将加剧形成两极分化状态。龙头企业已经形成了现有产业链相对较好的竞争优势，并可以进一步延伸发展，在大宗产品领域兼具抗风险能力和自身成长空间：①头部企业凭借规模、品类等优势能够获得更好的投资收益，利润兑现能力更强；②有资金实力的情况下可以做持续的资本开支，获得进一步的成长性；③持续相对较高的技术投入不断夯实现有的竞争力，为后续的延伸和扩展提供了储备；④以更低的资金成本调动更多的资源，可以实现延续性的发展。从目前的情况龙头的优势和高稳定的持续投入已经初步形成了正向强化的发展闭环，企业的竞争力在加速提升。

投资建议

- 进入到这一轮产能释放的周期底部后，龙头的股息率开始出现反超，盈利持续兑现能力形成强支撑，且已经能够明显看到基础化工行业的估值和龙头的估值差距明显收窄，出现了阶段性反转的情况，后续对于龙头的认知和价值发现将有望持续带动相对较好的市场表现，建议关注基础化工行业“卷王”：万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、赛轮轮胎等龙头企业。

风险提示

- 能源相对价格剧烈变化风险；贸易政策及税收的剧烈波动风险；需求端明显不及预期的风险；政策执行及落地不达预期的风险。



内容目录

一、中国化工行业把握“国产化”和“专业分工”的机会迅猛发展.....	4
1.1、类似于日韩，国产化和产业转移带动国内化工行业进入“黄金十年”.....	4
1.2、不同于日韩，中国在大宗制造领域的相对优势将长时间持续.....	6
二、大宗化工行业奠定优势地位，个体差异逐步放大.....	11
2.1、大宗领域实现高度国产化，优势格局已经初步形成.....	11
2.2、供需再平衡阶段，方向性改变需要时间，龙头的抗风险优势相对突出.....	15
三、龙头经营基础夯实，具有更长的生命周期.....	18
四、投资建议.....	20
五、风险提示.....	21

图表目录

图表 1：日本自 20 世纪 90 年代以来经济增速明显放缓.....	4
图表 2：日本战后第二产业占比维持明显高位.....	4
图表 3：日本中后期开始依靠出口形成发展动力.....	4
图表 4：韩国工业化推动了 20 世纪下半程的快速发展.....	5
图表 5：中国社零销售过去持续位于高速增长阶段.....	5
图表 6：人均社零消费水平也在持续性提升.....	5
图表 7：主要制造国家相对全球水平的人均 GDP 变化.....	6
图表 8：中国近 30 年来相对美国、欧盟人均 GDP 变化.....	6
图表 9：韩国战后农业比重下降，制造业、出口快速提升.....	6
图表 10：日韩和中国全球出口份额占比的走势全然不同.....	6
图表 11：日韩制造业增加值占 GDP 比重变化.....	7
图表 12：韩国中高新技术产业占比持续快速提升.....	7
图表 13：中国汽车出口量实现了追赶反超.....	7
图表 14：中国的高技术制造业占比持续提升.....	7
图表 15：全球真实 GDP 增速呈现台阶式下行.....	8
图表 16：日、韩全球炼厂产能及占比的变化过程.....	8
图表 17：中国炼化产能起步相对较晚，但后续成长速度明显.....	8
图表 18：美、日、韩、中人均收入的走势（千美元）.....	9
图表 19：日本劳动力结构逐步开始向老龄化发展.....	9
图表 20：韩国劳动力仍处于增长，但老龄逐步增多.....	9
图表 21：中国改革开放后，经济活动人口快速提升，人口红利持续形成相对优势.....	10



图表 22:	中国是全球最大的化工销售市场	10
图表 23:	中国装备制造领域的收入快速增长 (万亿元)	10
图表 24:	2000-2009 年中国出口增速明显高于日、韩	11
图表 25:	中国 20 世纪初 10 年内化学品出口大幅增长	11
图表 26:	我国自 2012 年开始 R&I 开支位居全球首位	11
图表 27:	中国占全球全球 R&I 开支的 34%	11
图表 28:	化工行业引进技术经费下降明显 (亿元)	12
图表 29:	2023 年甲醇产能规模占比分布情况	12
图表 30:	100 万吨以上规模的甲醇产能投放时间分布	12
图表 31:	我国甲醇装置建设规模变化情况 (万吨)	13
图表 32:	粘胶短纤行业新增产能相对受限 (万吨)	13
图表 33:	粘胶短纤需求增速相对平缓 (万吨)	13
图表 34:	醋酸行业产能持续增长 (万吨)	14
图表 35:	醋酸行业的需求仍持续提升 (万吨)	14
图表 36:	TDI 行业的产能持续提升 (万吨)	14
图表 37:	TDI 产品价差一定程度上收窄	14
图表 38:	我国化工园区各省的分布占比情况	15
图表 39:	全国大型和超大型化工园区占比仅有 1 成	15
图表 40:	化工行业 2021 年利润大幅提升带动行业进入新一轮投资热潮	16
图表 41:	2021 年新一轮化学原料及制品、化纤等固定资产投资大幅提升	16
图表 42:	化学原料及制品行业的资产回报及利润率	17
图表 43:	化学原纤维行业的资产回报及利润率	17
图表 44:	大型企业的总资产报酬率相对较高	18
图表 45:	大型企业的净资产收益率相对优势有所放大	18
图表 46:	大型企业资产增速有进一步提升的趋势	19
图表 47:	大型企业的资本累积率处于相对较高水平	19
图表 48:	大型企业技术投入比已经有连续性反超	19
图表 49:	大型企业带息负债比例明显偏低	19
图表 50:	化工龙头的股息率开始呈现出反超	20
图表 51:	化工龙头的相对估值水平有所提升	20



一、中国化工行业把握“国产化”和“专业分工”的机会迅猛发展

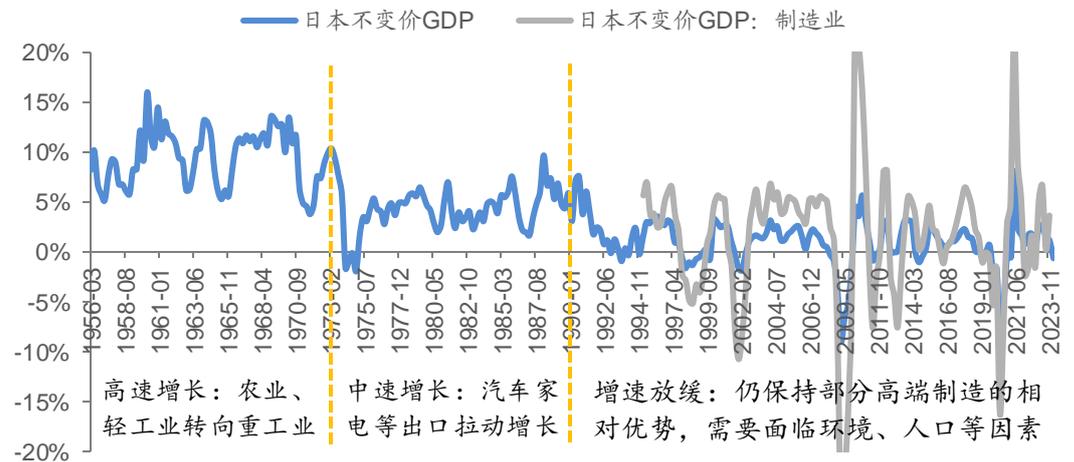
1.1、类似于日韩，国产化和产业转移带动国内化工行业进入“黄金十年”

化工产品及其材料行业定位于制造产业链的中上游，下游涵盖了吃穿住行用方方面面的需求。从终端应用来看，化工和终端的市场饮食、纺服、家电、交通等关联密切，而同时在多数生产制造环节，化工产品更是提供重要的材料供应，从大的方向看，化工产业和中游制造、终端消费环节密切相关，因而在国内供给力量升级以及终端需求提升的过程中，化工行业呈现出了快速增长的态势，国内化工行业崛起于国内需求的释放和产业链供给能力的提升。

在内需释放基础上外部也形成有效的加成，国内的低成本优势成为继日韩后承接制造业产业链转移的主要国家。作为典型制造业专业承接国，日韩在战后都快速进入高速发展的繁荣期，凭借各自专业化布局和集中式发展，日韩两国很快摆脱了战争的影响，快速形成经济修复，并逐步由农业、轻工业等劳动力密集型领域开始向重工业领域进行延伸发展，较早实现了产业的结构性升级：

- 日本：在战后快速实现其国内的农业、轻工业的复苏，通过金融杠杆充分先资金加速向重工业领域进行转型，通过产业结构升级实现了战后的高速发展，但后期内部需求的市场空间有限，日本借助汽车、家电的出口实现后续成长的蓄力，承接了全球化产业链转移的部分趋势。

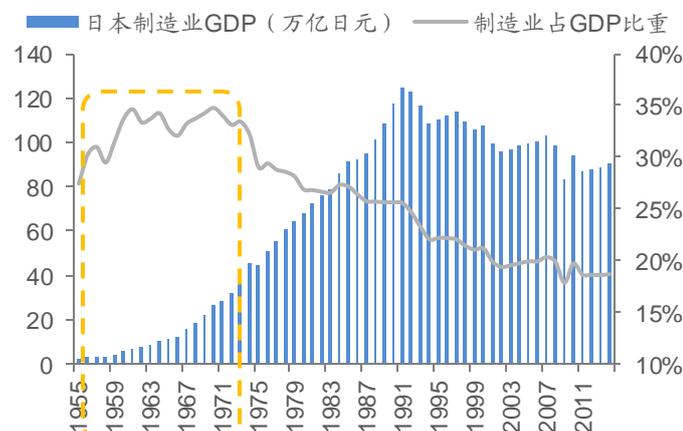
图表1：日本自 20 世纪 90 年代以来经济增速明显放缓



来源：Wind，国金证券研究所

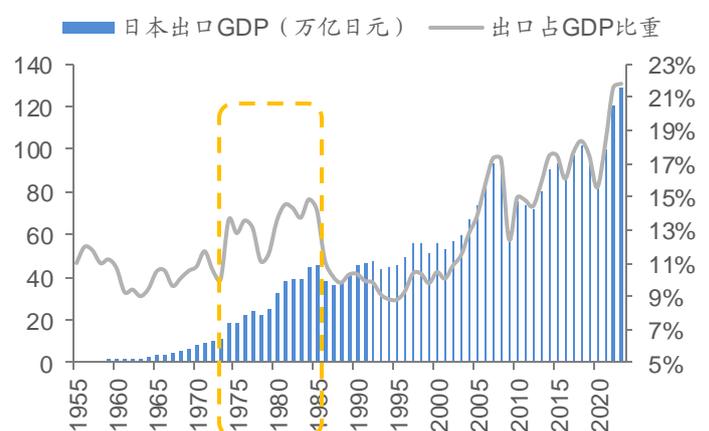
可以明显看到，日本先后通过国内产业升级满足内需以及出口拉动经济实现了经济的快速发展，带动了国内化工产业进入快速发展的需求赛道。

图表2：日本战后第二产业占比维持明显高位



来源：Wind，国金证券研究所

图表3：日本中后期开始依靠出口形成发展动力



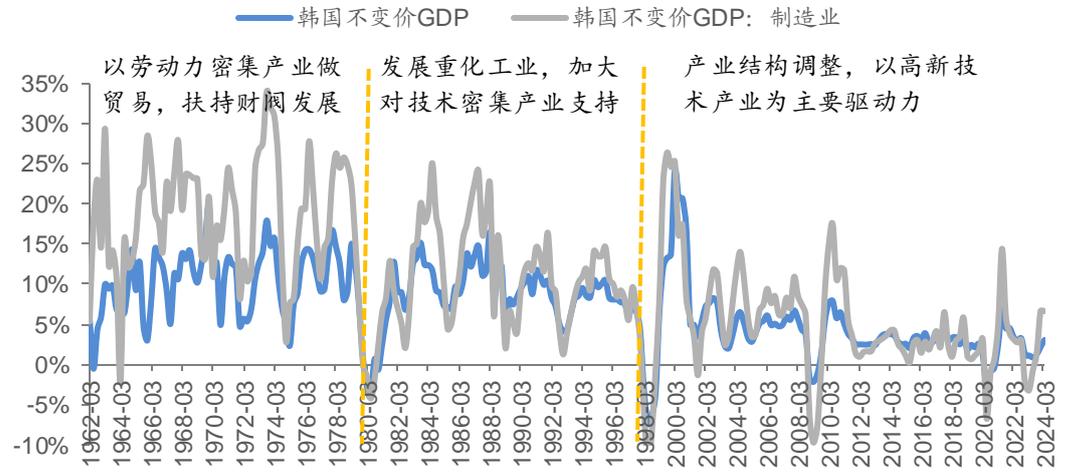
来源：Wind，国金证券研究所

- 韩国：依托于农业实现经济修复，集中市场资金给予财阀发展力量，以主要企业为核



心力量实现制造业的拓展升级，并进一步延伸产品出口。且受益于韩国对重工业和高新技术两轮发展趋势的有效把握，凭借主要企业集中发展，承接了全球制造业转移的部分业务，在满足内需的基础上更是通过出口来拉动国内的经济。

图表4：韩国工业化推动了20世纪下半程的快速发展



来源：Wind，国金证券研究所

与日韩相似，终端需求提升及产业链转移也带动了国内上游化工产品需求的快速发展，进入了规模快速扩充和品类极大丰富的阶段：

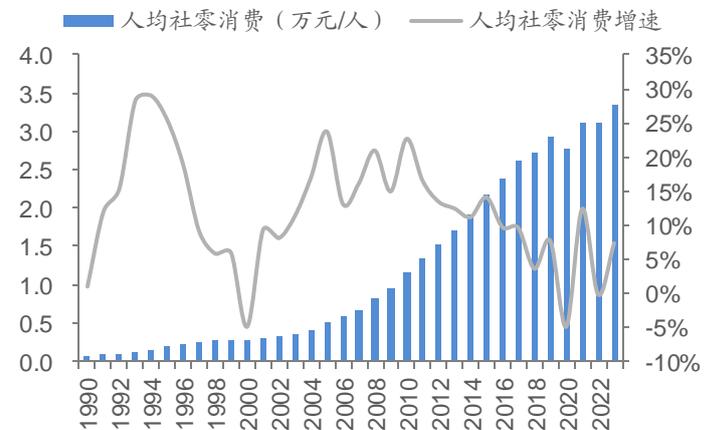
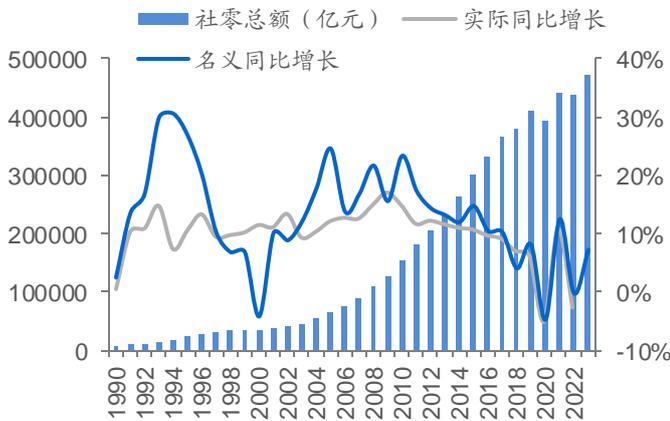
- 中国具有庞大的需求基础，且多领域多环节高速建设，撬动了上游材料的需求，为产业链完善和规模化竞争提供了良好支撑；
- 全球制造业分工给予了中国参与全球制造业链条的良好机遇，在前段化工产品环节进一步实现产品输出，形成市场消化的基础上，更是进一步完善产业链的网状布局，推动国内产业链形成核心竞争力，扩大布局市场提供了契机。

伴随国内技术的储备不断升级完善，国内材料环节的丰富度和附加值正处于加速扩展阶段，产业趋势从大宗放量向完善产业链进行升级，横纵双向不断提升国内装置的生产竞争力。

国内需求的高基数和高成长推动国内化工行业发展进入黄金期。国内制造业发展起步相对较晚，国内前期相对抑制的市场需求在改革开放后快速增长，终端供给和需求的双螺旋式提升给上游材料提供了充足的发展动力。从终端的消费情况看，巨大的人口基数给予国内独一份的市场基础，而不断增长的人口数量和人均消费能力快速形成发展动能。

图表5：中国社零销售过去持续位于高速增长阶段

图表6：人均社零消费水平也在持续性提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

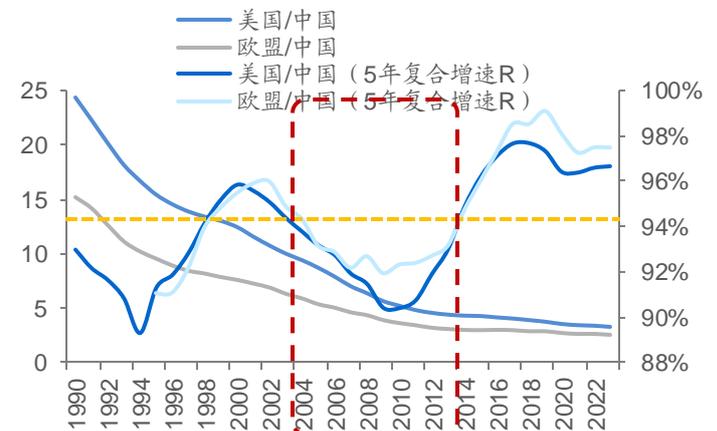
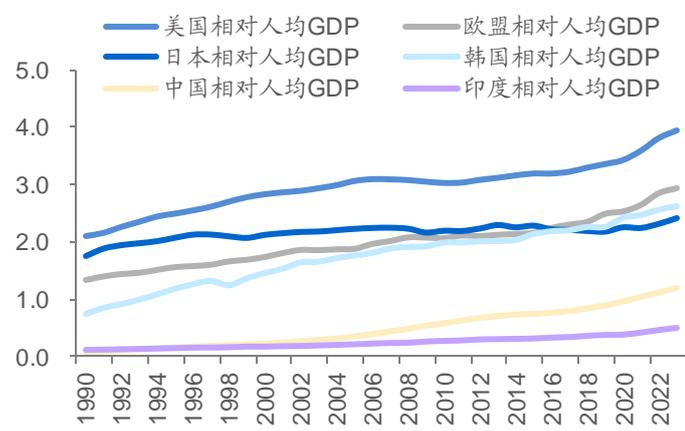
化工行业在长期发展过程中同时兼具“成长”和“周期”属性。回顾发展的过程，国内化工行业前端大宗环节伴随的下游需求的持续支撑，形成“供需轮动”的市场表现，需求支撑了较长时间维度的增长，但投产的阶段性集中导致在成长之上表现出周期属性，出现周期震荡上行的状态。



2004-2013 的 10 年是国内制造业追赶的关键 10 年，国内的需求释放速度明显高于欧美市场，国内化工行业受益于国内需求提升的相对优势，为国内化工行业的发展提供了良好的增长空间；相比于发达国家，我国的人均 GDP 水平明显较低，在人口数量和人均水平双向提升的过程中，国内市场爆发出来更快的需求增长，形成了明显的成长空间，在这一时间，我国相比于美国和欧盟的人均数据快速收窄，需求的提升带动了上游材料尤其是大宗材料快速提升。

图表7：主要制造国家相对全球水平的人均 GDP 变化

图表8：中国近 30 年来相对美国、欧盟人均 GDP 变化



来源：Wind，国金证券研究所（XX 国家人均 GDP/全球人均 GDP）

来源：Wind，国金证券研究所

1.2、不同于日韩，中国在大宗制造领域的相对优势将长时间持续

回顾日、韩的制造业发展，能够明显看到国内的制造业供给升级和承接全球制造业趋势转移的订单成为制造大国快速发展的两大重要赛道；同样的，我国制造业的发展路径也同样由内需和出口双重拉动，国内制造业尤其是前段大宗化工行业在前期的“黄金十年”里获得快速发展。

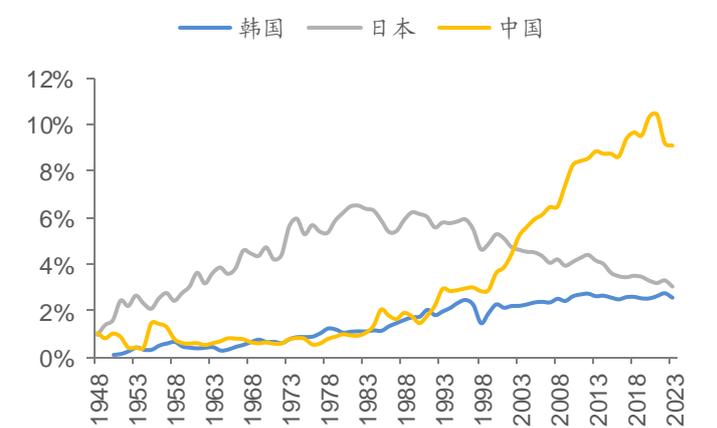
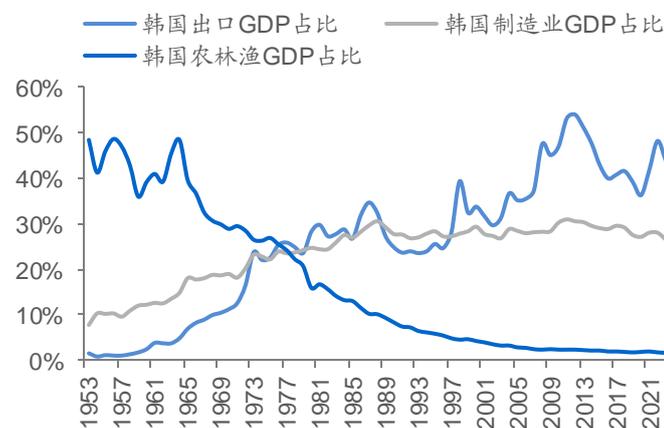
那是不是意味着中国也会走向日韩后续的发展路径呢？我们认为有几个关键的条件是明显的：

(1) 对于先进制造业的趋势把握会很大程度上影响竞争力的延续性。

虽然日韩都通过产业升级，有效拉动了经济发展，但后期的运行仍然存在较大的差异。在汽车、家电热潮后，韩国对于消费电子的把握以及技术密集的持续集中投入有效地延续了其参与全球制造的竞争优势，因而在 97 年亚洲金融危机之后，韩国延续了出口的支撑力，出口占 GDP 的比重持续提升，且在全球出口贸易占比维持稳定份额；在 2008 年新的消费电子产业逐步崛起后可以实现制造业拉动能力进一步升级，借助技术结构升级和产业趋势的把握极大程度上延续制造业的相对优势。

图表9：韩国战后农业比重下降，制造业、出口快速提升

图表10：日韩和中国全球出口份额占比的走势全然不同

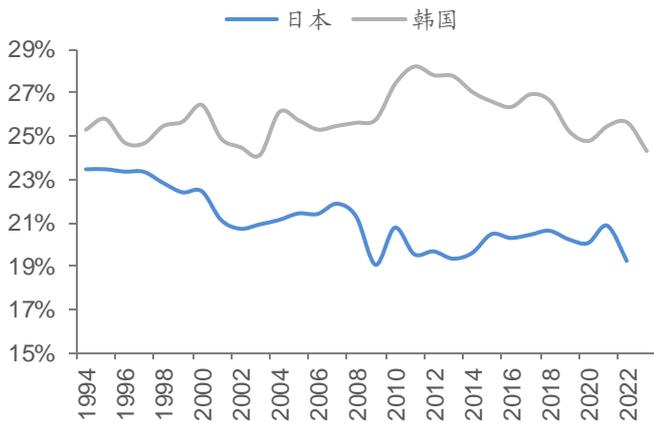


来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

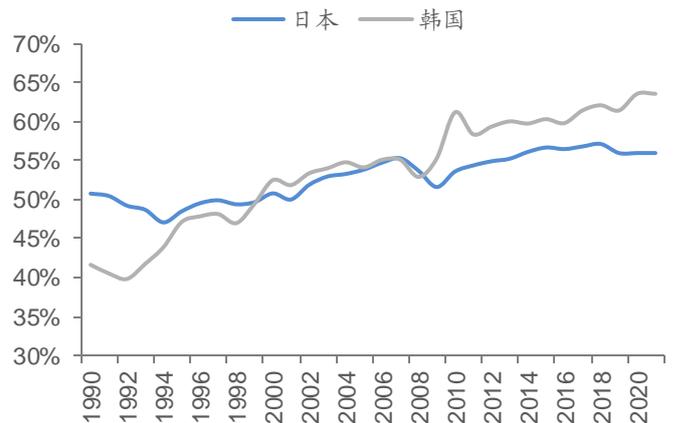


图表11: 日韩制造业增加值占 GDP 比重变化



来源: Wind, 国金证券研究所

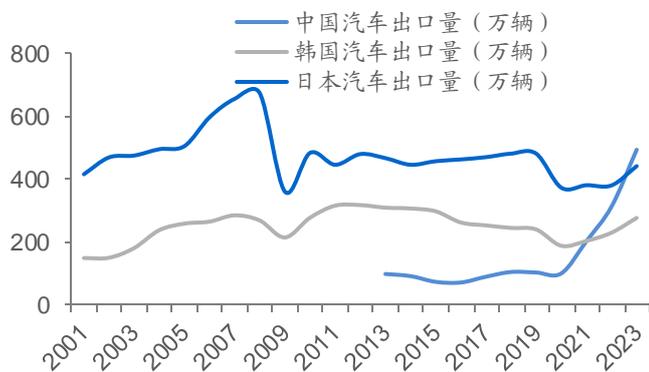
图表12: 韩国中高新技术产业占比持续快速提升



来源: Wind, 国金证券研究所 (中高新技术产业(含建筑业)占制造业增加值比重)

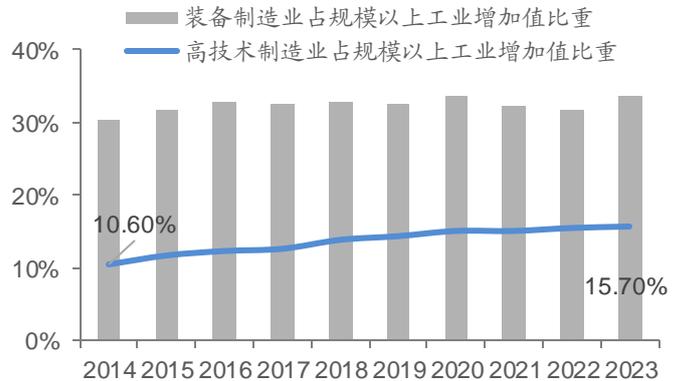
而从中国来看,我国虽然在汽车、家电、智能手机最开始的产业转移中并未形成产业链和有效供给能力,错失了产业承接的先发优势,但后续凭借市场容量和低成本配套能力,我国快速形成了反超,并在新一轮产业趋势和方向上把握了最新动态,形成绝对的优势力量。从最新的新能源发展趋势以及中国在高新技术产业的发展态势看,中国对于大的新的产业周期的方向指引会很大程度上延续新产业的持续竞争力,支撑中国延续产业转移的承接优势。目前看,我国在装备制造领域已经形成了较好的配套能力,同时持续提升高技术制造业的占比。

图表13: 中国汽车出口量实现了追赶反超



来源: Wind, 国金证券研究所

图表14: 中国的高技术制造业占比持续提升



来源: 国家统计局, 国金证券研究所

(2) 承接产业发展阶段的不同也会形成明显的差异,在内需支撑有限的条件下,“攻城容易守城难”。

全球产业趋势的转移常常基于相对优势的比较和专业化分工,而化工行业多数以前段材料为主,在大宗领域基础材料的发展定制属性相对较多,产品差异度小,成本是构成竞争优势的关键。而从大宗产业发展的角度看,在实现基本产品参数要求的基础上,成本、配套等成为主要的竞争因素。在发展的偏前期,供给和需求处于快速成长,规模效益、工艺优化、设备改善、配套升级等可能会形成“后来者优势”,经过成熟工程化之后,能够综合多维度生产要素,形成更合理的产业配套,区位选择,规模放大等,并借助各自的劳动力、资金、市场等外部赋能形成发展阶段的优势差异。

日、韩在 70 年代先后进行了经济结构转型升级,先后布局重工业,也逐步形成了基础化工产品的供给,然而在下游需求持续放量的过程中,行业规模持续性放大,在快速需求的推动下会有更多的产能建设需求,生产装置、工艺、技术的优化速度相对较快,因而在全球的制造业接棒式发展的过程中,先期低基数高增长的硬件条件往往难以获得最优配置,而没有持续提升动力和充足的市场空间的支撑下,后续新建产能和规模化市场将有望形成反超,最终实现弯道超车。

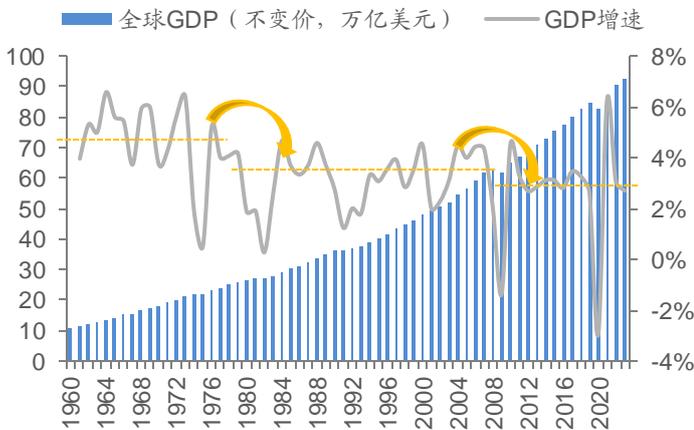
从日、韩的发展流程中看,日本在 60-70 年代迅速进行重工业发展,无论是钢铁、炼厂等



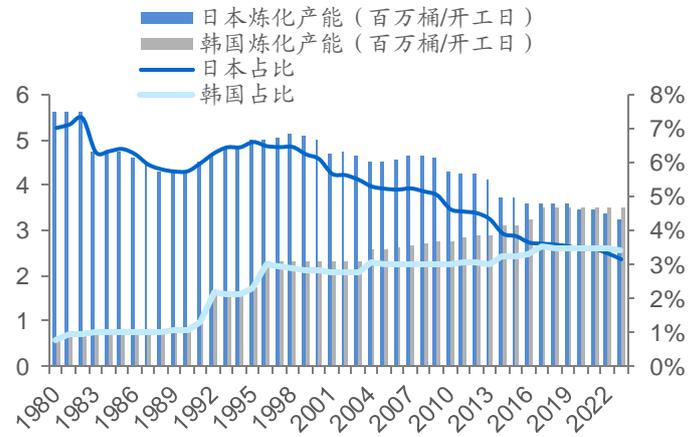
产能快速提升，至 70 年代末，日本在没有明显资源优势的条件下，已经具备了相对较高的全球重工业产能占比，然后后期更低成本的新装置逐步投产建设，开始呈现出新装置的规模及技术优势，高资本密度行业的先发优势难以持续。

图表15: 全球真实 GDP 增速呈现台阶式下行

图表16: 日、韩全球炼厂产能及占比的变化过程



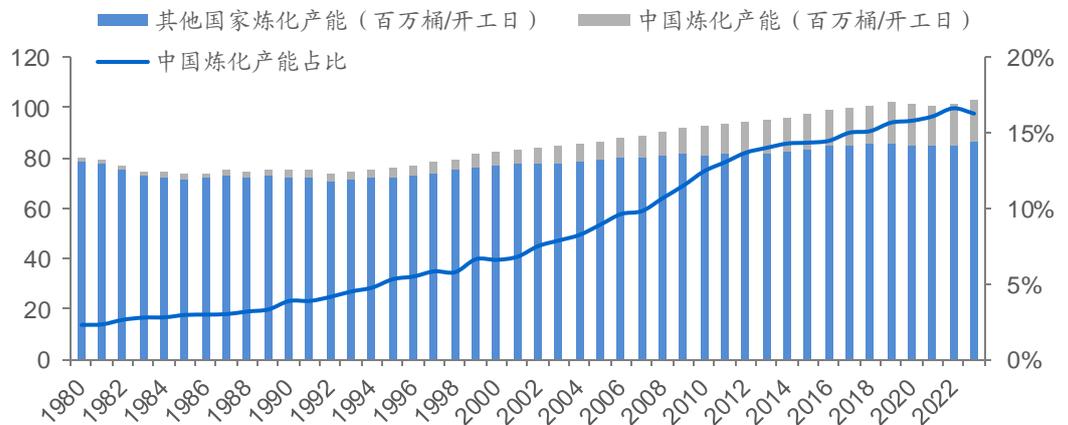
来源: Wind, 国金证券研究所



来源: Wind, 国金证券研究所

而从中国的发展历程看，90 年代后期至 21 世纪初开始大规模快速发展国内大宗制造业，是新增产能的主要力量，相比于前期的产能在技术、规模上具备更好的基础，大规模的内需支撑给予了国内持续产能建设需求，因而在竞争力方面，后续的“先进”优势叠加充足的市场容量提供持续动力，中国在大宗制造的环节优势将长期获得持续。

图表17: 中国炼化产能起步相对较晚，但后续成长速度明显



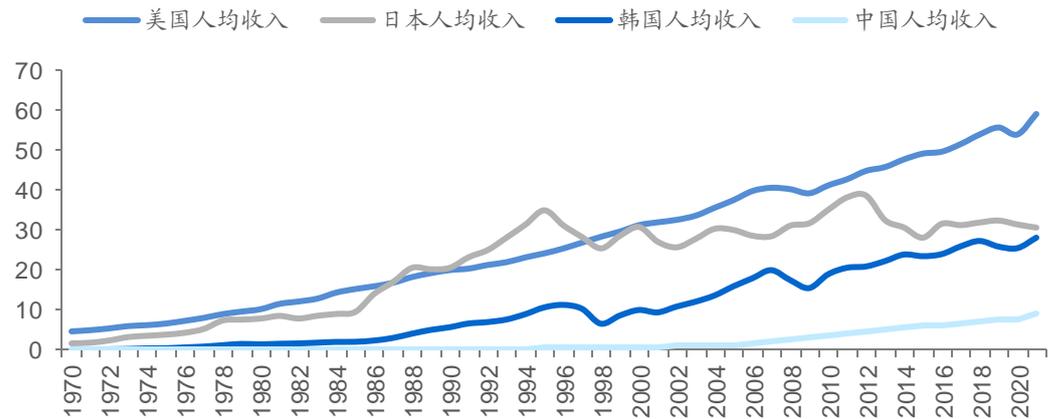
来源: Wind, 国金证券研究所

(3) 竞争优势的延续和放大会给予不同国家带来不同的发展潜力。

在制造产业的转移，多数是生产要素优势转移的结果，比如人工生产力。在日、韩制造业高速发展过程中，相对低成本的劳动力成为其发展制造业的重要因素之一，生产企业可以快速承接全球劳动力密集的制造业环节，在产业链发展的基础上，进一步延伸更多的生产制造环节，而在规模持续发展的过程中，不仅人工成本具有相对优势，还需要有经验的劳动力持续补充，才能支撑规模和链条的持续扩大延伸。



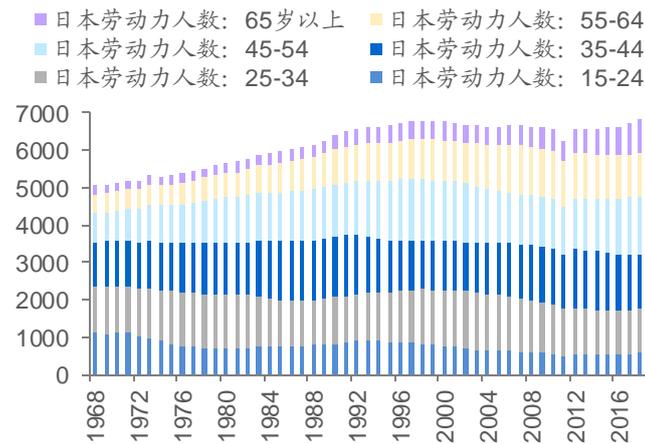
图表18: 美、日、韩、中人均收入的走势(千美元)



来源: Wind, 国金证券研究所

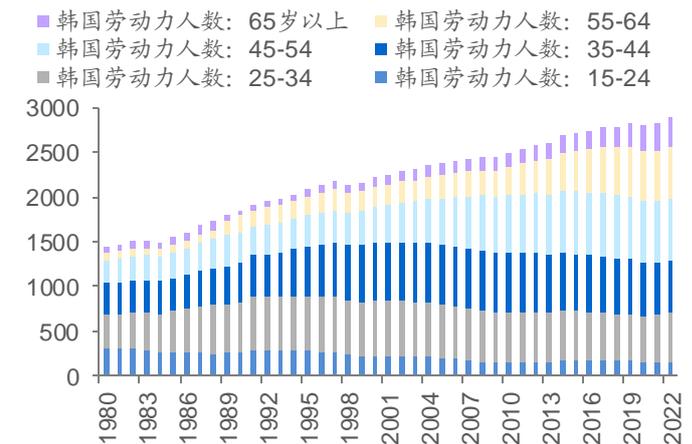
日韩在承接产业发展的过程中确实具有相对较低的人工成本,且劳动力人数持续性提升,然后进入21世纪,日、韩55岁以下劳动力人口数量开始逐步平稳,甚至是出现下行,相较于后续崛起的低人工成本地区的优势逐步减弱,同时高质量劳动力人口的蓄力难以为继,因而在发展过程中,会有更有人工成本优势的中国进一步承接后续的制造业。

图表19: 日本劳动力结构逐步开始向老龄化发展



来源: Wind, 国金证券研究所

图表20: 韩国劳动力仍处于增长,但老龄逐步增多

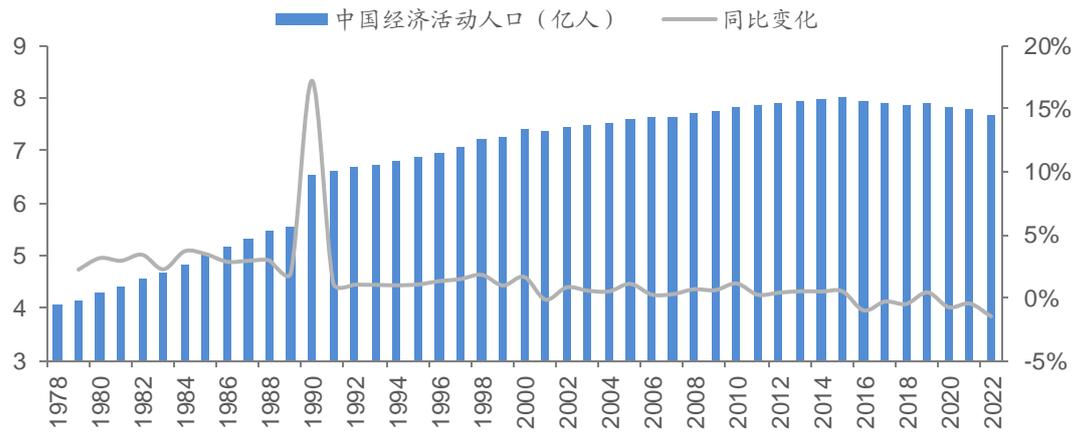


来源: Wind, 国金证券研究所

“人口红利”优势给中国最开始承接产业专业提供了充足的时间窗口。不同于日、韩,我国的经济活动人口数量持续攀升,且在21世纪初中国承接产业发展的黄金期仍有持续性的提升,虽然也在后期面临人口结构问题,但相对较长劳动力增长期给予了国内更长的承接产业转移的时间;且伴随着全球需求增速的逐步放缓,初步的制造业需求已经获得了极大程度上的满足,为中国持续获得制造业优势提供了充足的时间。



图表21: 中国改革开放后, 经济活动人口快速提升, 人口红利持续形成相对优势



来源: Wind, 国金证券研究所

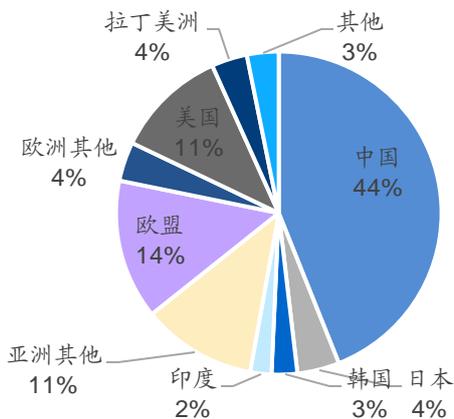
(4) 体量的差异会极大程度上在综合竞争力上给予额外赋能, 形成更为稳固的竞争力。

在制造业发展进入中期后, 最为容易发展和渗透的领域已经获得了较快成长, 行业竞争不仅仅局限于直接生产要求的比较, 更需要关注关联配套和软实力的提升, 而往往这一领域的发展需要有足够的匹配市场形成支撑。

无论是在关联装置零部件、工艺软件研发、催化剂适配, 还是产业链环节、区域匹配等, 都需要充足的市场形成支撑, 而中国依托国内需求市场形成基数支撑后, 不断丰富产品环节和品类, 形成了贯穿的产业链布局基础, 给予了国内关联设备厂、工艺软件研发、零部件装备、催化剂、细分耗材市场发展空间, 进一步提升细分赛道的专业化, 工艺设计、设备生产、工程安装等也逐步形成联合助力。

中国进入 21 世纪后, 我国已经成为全球最大的化工销售市场, 占比达到 44%, 给予行业及周边产业充足的市场需求基数。国内的装备制造能力持续提升, 通用设备和专用设备行业高速发展, 经过最初十年黄金期, 国内化工行业获得了较大的规模优势, 并匹配综合制造业的提升, 形成了良好的规模和应用市场。2023 年我国装备制造业占规模以上工业增加值的比重已经提升至 33.6%。庞大的内需市场地崛起同时给予了国内配套行业发展空间, 不仅能够实现低成本的配套获取, 同时还有助于我国快速实现新兴产业趋势的把握, 以高效低成本的方式占领先期市场。

图表22: 中国是全球最大的化工销售市场



来源: Cefic, 国金证券研究所 (2022 年)

图表23: 中国装备制造领域的收入快速增长 (万亿元)



来源: Wind, 国金证券研究所

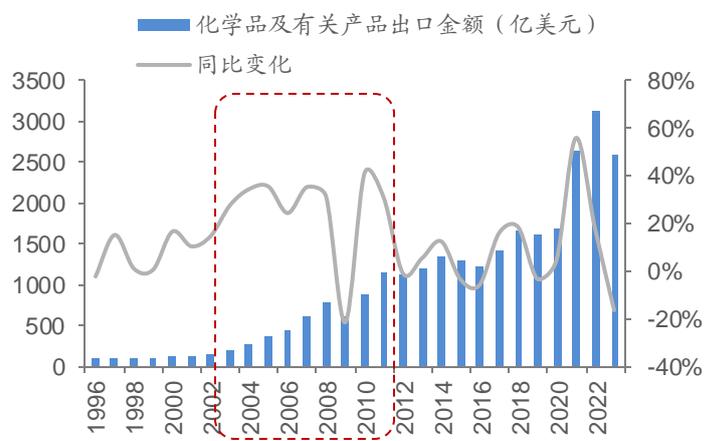
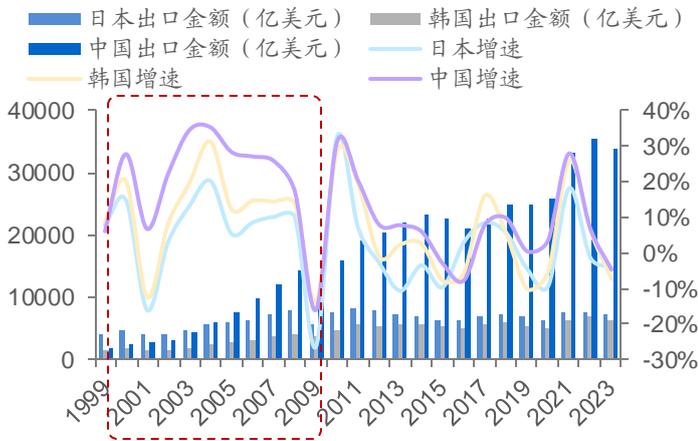
化工行业在叠加“时代”和“市场”技术的推动下形成了基础竞争力的累积。21 世纪初的 10 年, 我国出口开始快速提升, 成为承接制造业转移的重要阵地, 我国产品出口增速明显高于日本、韩国, 成为承接制造业转移的新的主阵地。经过多年的加速追赶, 我国在生产要素、工程配套、市场容量逐步形成绝对优势, 叠加我国快速形成优势阶段, 终端的需求增速已经有所放缓, 我国在更新技术、趋势把握等方面把握了较好的时机, 因而我国的制造业的相对有望长时间持续。21 世纪初以来, 我国的出口增速已经开始明显高于日、韩,



开始快速参与到全球产业合作之中，也同时带动国内化工产品出口的快速放量，进入产品出口的第一个快速放量期。

图表24：2000-2009年中国出口增速明显高于日、韩

图表25：中国20世纪初10年内化学品出口大幅增长



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

二、大宗化工行业奠定优势地位，个体差异逐步放大

2.1、大宗领域实现高度国产化，优势格局已经初步形成

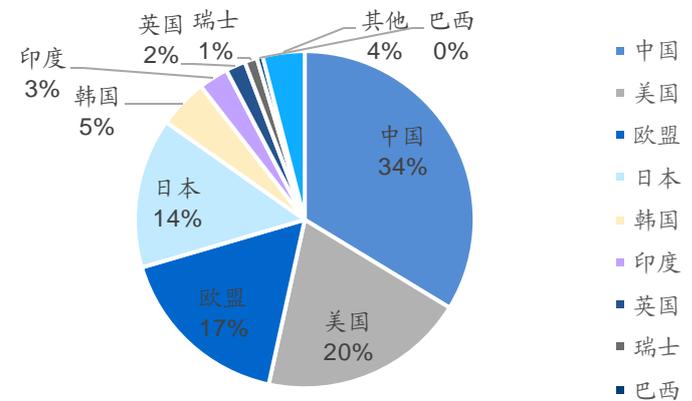
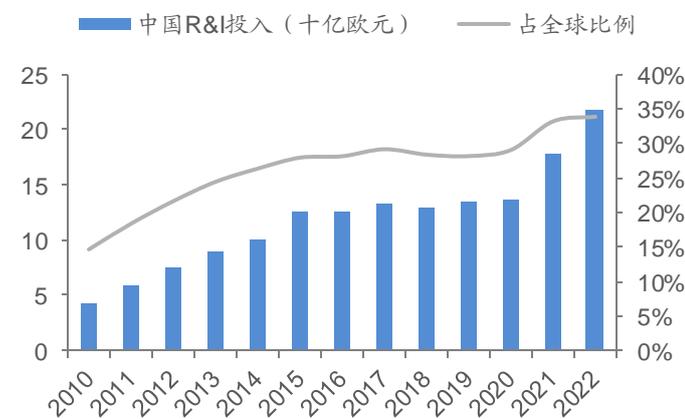
我国借助规模优势，后来者居上，已经成为了全球化工制造的主导力量；那么从企业的角度看，有没有可能在大宗产品领域仍然存在着较多的弯道超车的机遇呢？

结合目前的行业供需变化以及大宗制造领域的技术演进变化来看，我们认为现阶段的行业竞争格局已经获得了初步的定型，无论是技术、市场、政策、配套等都难以给予后来者大比例颠覆行业格局的机会。

规模化的技术更迭速度放缓，在大宗化工领域，规模带来的弯道超车的概率大幅降低。我国已经度过了大规模技术依赖阶段，大宗化工产品已经转向本土化技术升级。在发展过程中，我国基本经历了两轮规模化的技术引进阶段：第一阶段，国内制造业基础薄弱，国内企业通过技术引进提升基础大宗产品的供应能力；第二阶段，实现了大宗产品的充分自给，开始向中高端材料领域进行突破，结合自身的研发和技术引进，加速进行产品结构升级。

图表26：我国自2012年开始R&I开支位居全球首位

图表27：中国占全球全球R&I开支的34%



来源：Cefic，国金证券研究所

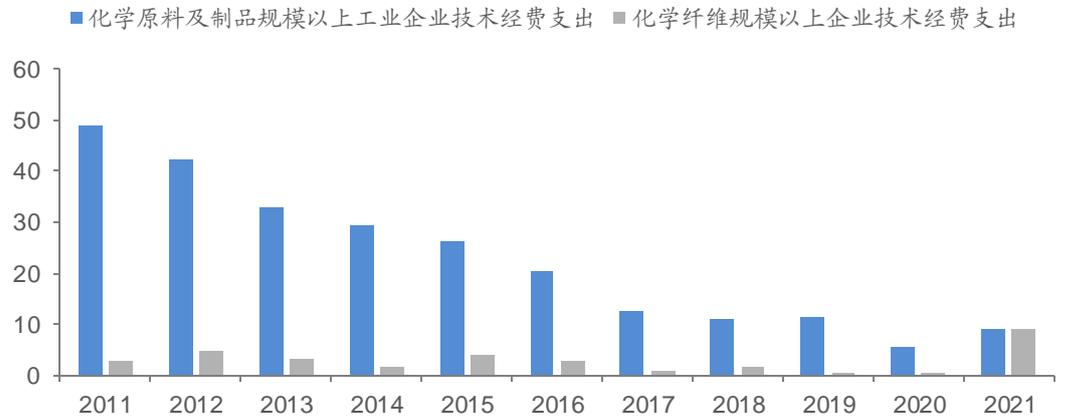
来源：Cefic，国金证券研究所

大宗产品领域，行业内技术依赖程度持续性降低，自主发展逐步开始占据主导。自改革开放后，我国就凭借市场优势加速发展国内资本密集型和技术密集型行业，而经过第一波技术引进，国内企业开始实现产业工程化后，开始密集进入产能投放期，国内技术和工艺通过本土化改造持续提升规模优势，降低生产成本，国产化率快速提升。



伴随着近 10 年来的技术升级，国内传统大宗产品的工艺和路径优化已经实现了极大程度的提升，后续边际改善效应逐步减弱，在不出现完全革新路径的情况下，较难实现更进一步的技术更迭，因而从大宗化工领域看，国内未来的发展更多是老旧产能的技术和设备升级替换。根据最近化工行业内企业每年应用于技术引进的费用数据来看，费用支出持续下降，国内的技术成熟程度相对较高。

图表28：化工行业引进技术经费下降明显（亿元）



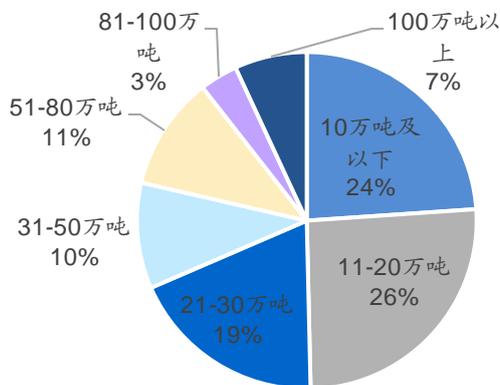
来源：Wind，国金证券研究所

大宗产品产能布局已经度过了明显的规模效应提升阶段，基本已经实现了规模的合理优化，前期通过规模提升带来的折旧、人工等方面的成本优化进入缓和期。

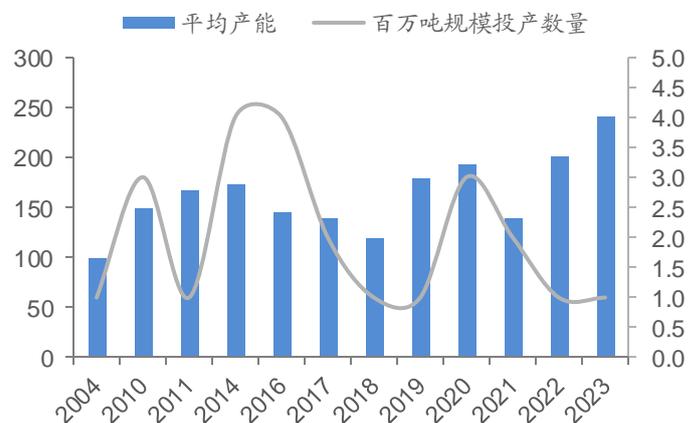
早期通过技术引进，我国快速实现了初次的产品覆盖，但受当时的技术和工艺包以及我国初期设备配套能力的限制，开始时国内大宗化工产品的规模明显相对较小，但伴随国内生产企业工程化能力的提升，对于技术和工艺掌握能力不断加强，国内企业快速实现了装置规模提升，同时在实现设备国产化的过程中，大幅降低了设备的单吨投资成本，对应的单吨产品的折旧、人工都有明显下行；而进入到后期，全行业的规模化提升阶段逐步进入到缓和期，行业内的工艺升级开始更多集中于优质企业的自选工艺和升级优化为主，多数新增产能以成熟工艺的复制为主。

以甲醇为例，20 世纪我国甲醇大量依赖进口，生产装置的规模不足 10 万吨，伴随着国内产能迅速崛起，甲醇新建装置的平均规模迅速提升至 40-50 万吨，工艺逐步进入成熟期后，甲醇的国产化率大幅提升，在国内基本实现了充足的自给情况下，新建装置的规模开始出现明显的两极分化，少数企业依然追求技术进步和工艺的优化，进一步放大单套装置的规模，但多数企业开始进行成熟装置的复制扩建，新增装置的规模平均约为 60 万吨左右，而更大规模装置的应用和落地需要有较好的工程能力和技术掌握能力的企业，对于企业自身的要求相对较高。

图表29：2023 年甲醇产能规模占比分布情况



图表30：100 万吨以上规模的甲醇产能投放时间分布

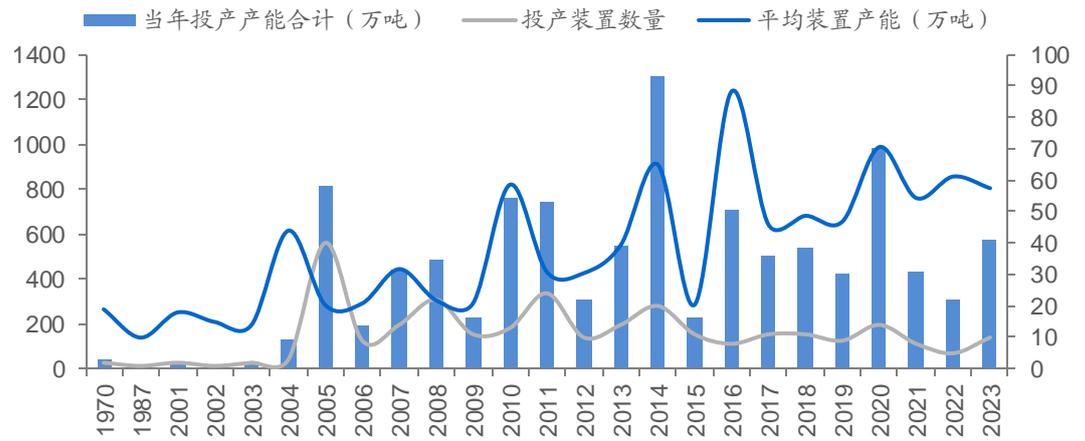


来源：卓创资讯，国金证券研究所

来源：卓创资讯，国金证券研究所



图表31: 我国甲醇装置建设规模变化情况 (万吨)

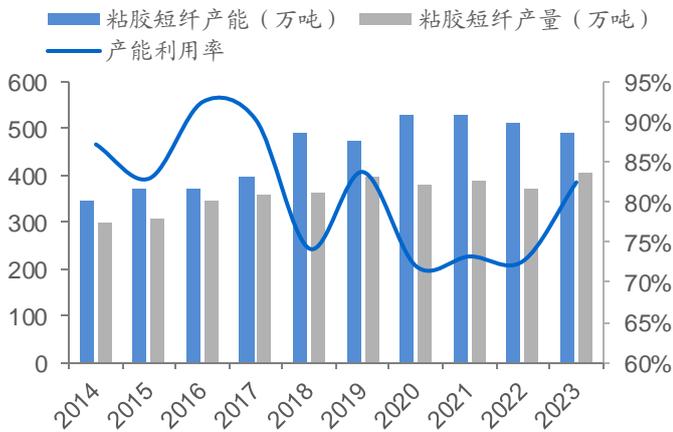


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

市场空间和政策审批双重限制, 大规模产能投放的难度大幅提升, 后进入的先进产能释放节奏明显放缓。国内大宗化工产品基本实现了产品自供, 现阶段来看, 国内大宗化工产品领域基本呈现出四类趋势:

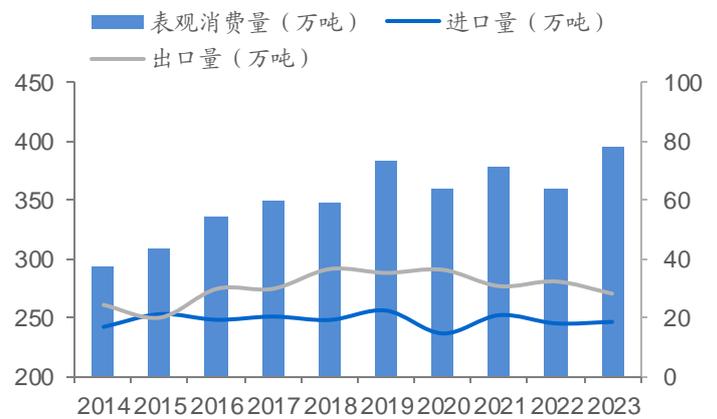
- ① 较早完成了供给国产化, 并部分通过出口来平滑国内供需市场, 但由于需求的增速有限, 行业经历供给端进行优化后, 新增产能相对受限, 行业进入稳态发展, 比如粘胶短纤、磷肥、电石法 PVC 等。

图表32: 粘胶短纤行业新增产能相对受限 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

图表33: 粘胶短纤需求增速相对平缓 (万吨)



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

- ② 行业处于国产化过程或者完成国产化阶段, 需求进入温和发展期, 产能仍然有持续增长, 行业面临较大的供给压力, 新增产能的消化较为困难, 行业仍将面临结构性优化, 部分赛道需要的时间明显较长, 如烯烃、醋酸、氨纶等产品。



图表34: 醋酸行业产能持续增长 (万吨)



图表35: 醋酸行业的需求仍持续提升 (万吨)

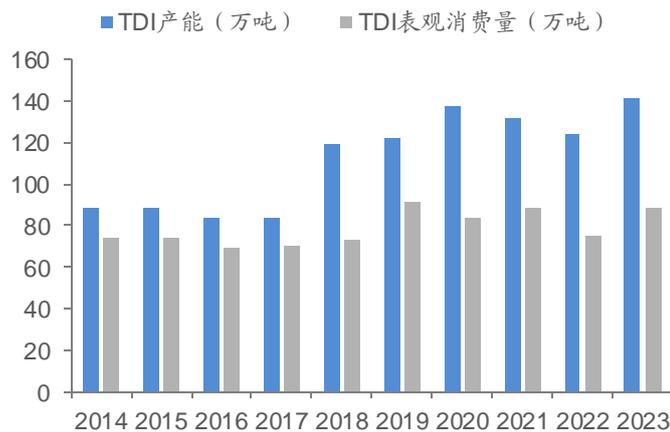


来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

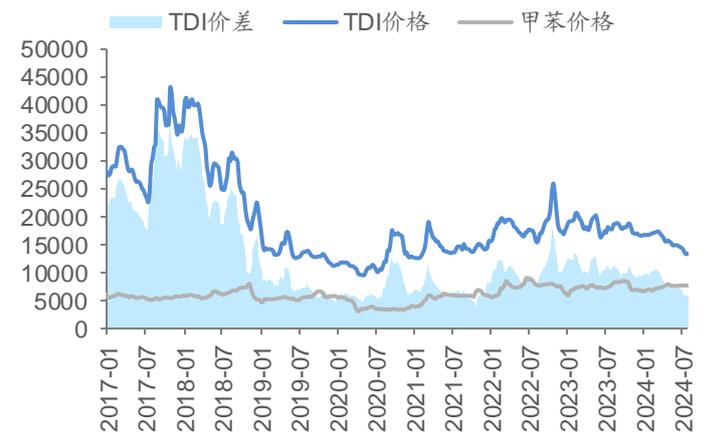
来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

- ③ 传统行业内, 新的生产工艺、路径或者具有低成本的生产企业凭借低成本优势进行强势产能扩充, 在获得利润的基础上, 进一步提升市占率, 因而行业将面临持续阵痛, 优势企业能够保证利润空间, 通过量增实现增长, 而高成本产能将同时损失市场和盈利, 将逐步进行产能退出, 比如纯碱、TDI 等产品。

图表36: TDI 行业的产能持续提升 (万吨)



图表37: TDI 产品价差一定程度上收窄



来源: 卓创资讯, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

- ④ 行业内进入阶段性的产能供给充裕状态, 但由于需求尚未见顶, 行业内的企业仍然积极争取新增市场, 多数皆有新增规划, 带动行业未来预估仍将以供给充裕状态持续发展, 比如新能源材料等。

综合分析化工行业的四种情形:

- 供给端受到管控: 行业内的产能分布基本稳定, 政策、指标将限制行业进行大规模的产能投放, 新增产能难以建设, 后进入者难以形成明显优势;
- 供给端尚未明确限制: (1) 若需求增速相对平缓的行业, 新增产能的市场消化能力有限, 市场空间将难以容纳更大规模的产能消化, 而一般能够形成生产规模优势的产品的固定资产投资相对较高, 存量企业较难在短期内进行设备更迭, 市场成为新增产能获得后来者优势的主要因素; (2) 若仍有一定需求支撑的领域, 以现阶段的情况来看, 或者已经形成竞争优势的区分, 或者仍处于激烈的竞争过程, 单纯依靠规模优势或者技术更迭实现本质性的弯道超车阶段已经过去, 后期难度亦将大幅提升。

优质的配套资源获取难度大幅提升, 先发优势将一定程度上给行业优质企业持续赋能。我国化工制造行业经过近 20 多年的加速发展, 已经在园区规划、环保、安全生产、用能等方面做了多次的规范整改, 涉及到的化工园区、港口等优质配套资源已经进行了初次分配, 后续选择空间受限, 获得难度提升。

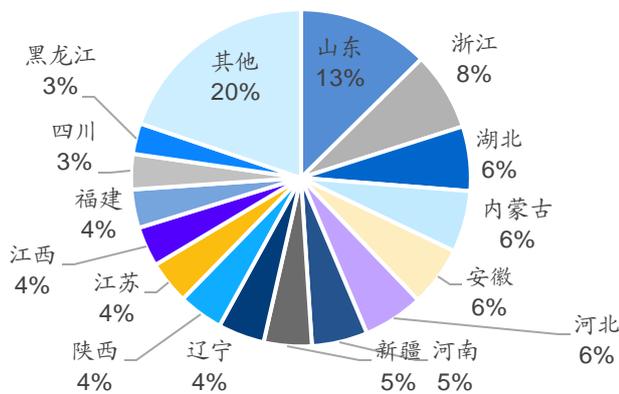
不同于精细化工产品, 大宗化工产品一般生产体量规模相对较大, 且会有涉及到易燃、易



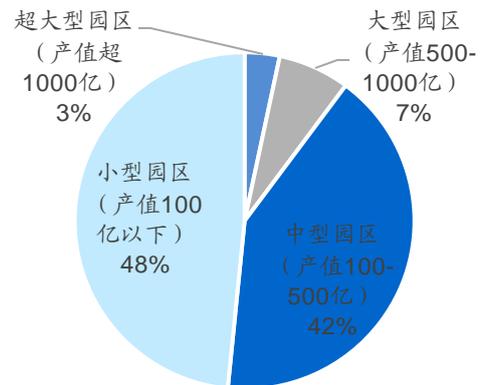
爆或者高压、高温的生产环节，多数需要进入化工园区，而在化工聚集区的企业新增产能明显受限；同时多数大宗产品的生产以产业链协同配套为主，包括一头多产或者多头多产，借助产业链的延伸或者多品类的协同布局实现相对优势的构建，这样规模对于化工园区的可选范围就会明显受限，需要兼顾优质周边配套、贴近终端需求市场、配套上游材料采购、避免区域产能过于集中等因素，后续的产能规划和选取会有明显受限；

根据中国石化联合会全国性统计，各省公布的已认定化工园区为 630 家，国家级化工园区 58 家，化工园区产值占行业总产值比重已达到 62% 左右，未来规划提升至 70%。其中产值超过 500 亿、1000 亿的大型、超大型化工园区约有 64 家，占全国化工园区的 1 成。自 2019 年响水事故后，我国在原“退城入园”的政策要求下，进一步对化工行业进行梳理，未能进入化工园区的企业发展极大程度上受限，优质的化工园区成为优质资源，可以说先期布局的企业已经在合适且优质的化工园区进行了综合协同布局，具有后期难以复制的先发优势。

图表38：我国化工园区各省的分布占比情况



图表39：全国大型和超大型化工园区占比仅有1成



来源：赛迪，国金证券研究所

来源：中国石化联合会，国金证券研究所

除绝对的资源壁垒外，大宗行业的竞争格局是较难颠覆的，龙头企业软硬件优势相对突出。大宗产品的差异程度相对较小，成本是行业竞争的关键因素，而能够形成成本优势的因素中，无论是技术累积、趋势把握、产业配套、精细管理、文化培养等，龙头企业都已经开始能够形成自身的正向循环：

针对现有的业务：合理的产业链、产品协同配套——精细化的管理和成本约束——正向的企业文化和激励——高效稳定的生产管控和调配——提升技术和工艺水平——构建产品的成本竞争力——稳定的较好的盈利水平——合理高效培育新技术及新工艺——筛选有竞争力的新品进一步扩展发展空间。

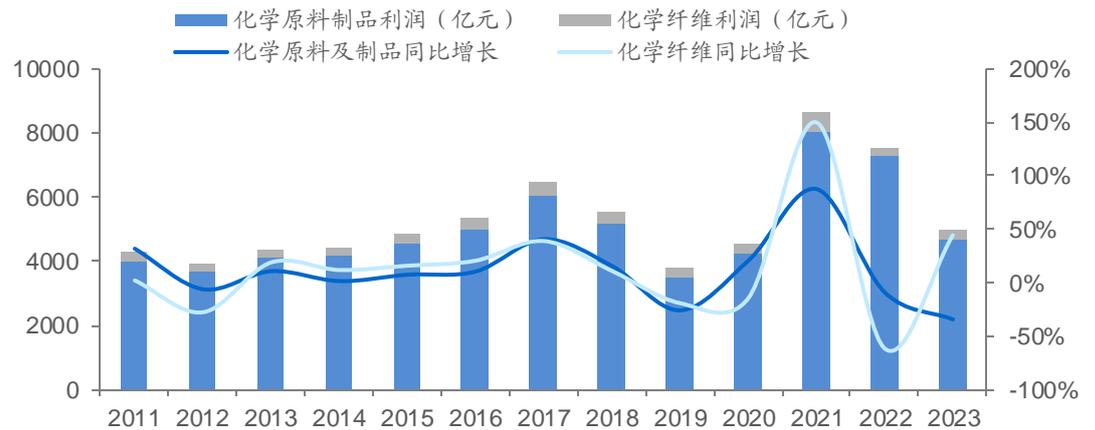
而在不断形成正向循环的过程中，龙头企业不仅通过多轮周期波动形成基础业务布局，在规模生产、产业链、配套设施、技术工艺等方面不断强化，更是能够在企业文化、生产管理、工程化落地、工艺适配化改造、关联耗材及催化剂改进、基础研究等多个维度构建“软实力”，有助于在更多赛道及品类方向延伸复制成本优势。

2.2、供需再平衡阶段，方向性改变需要时间，龙头的抗风险优势相对突出

2020 年，国内制造业的恢复速度明显较快，更多的承接了海外的需求订单，国内需求迅速恢复，需求端的提升速度较为明显；而供给端在供给侧改革形成产能出清后，新增供给的速度相对较低，行业的供给相对平稳，带动了行业出现明显的周期行情，化工行业盈利较高的行业景气度，2021 年化工原料及制品、化工纤维行业盈利出现大幅增长，同比提升约 88%、149%，2022 年盈利水平虽然较 2021 年的高点有所下降，但仍然处于盈利较好水平，连续超过 2 年的高景气大幅带动了化工行业的产能扩展。



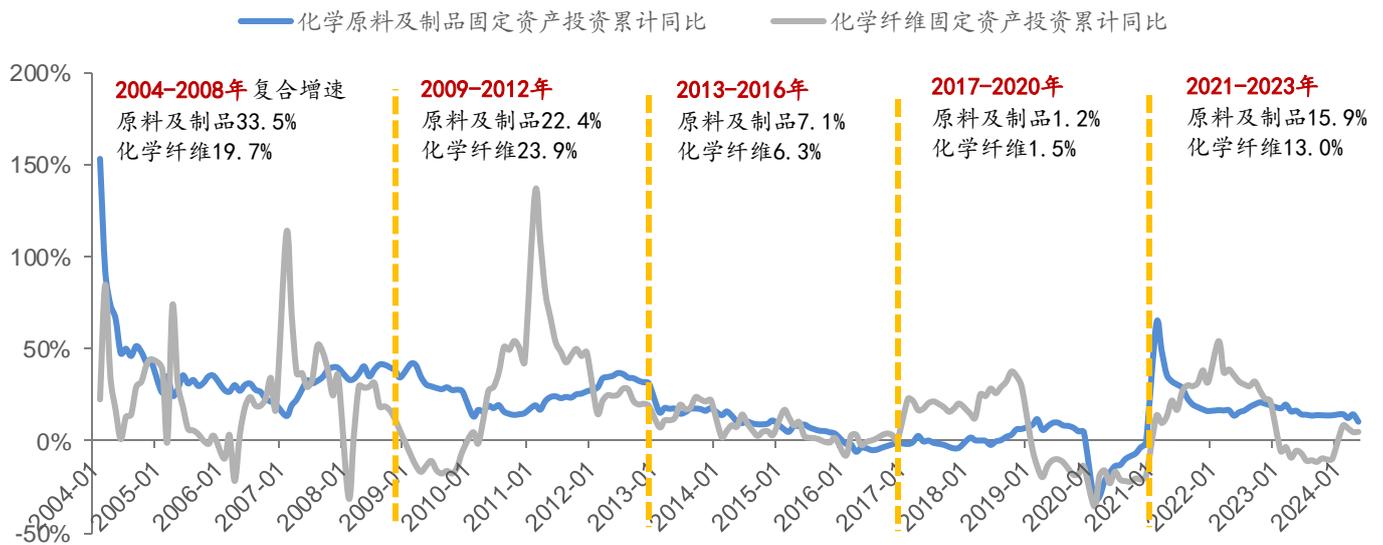
图表40: 化工行业 2021 年利润大幅提升带动行业进入新一轮投资热潮



来源: Wind, 国金证券研究所

较好的产品盈利直接促使国内大宗化工品进入大规模的产能建设期,行业进入新一轮长周期的产能消化阶段。自 2021 年以来的三年时间里,我国的化工行业原料及制品固定资产投资复合增速达到 15.9%,化学纤维的固定资产投资复合增速达到 13.0%,投资增速明显超过此前的两个化工发展阶段,带来供给压力的大幅提升,而伴随产能由建设期向投产期逐步过度,行业的供给压力开始逐步显现。

图表41: 2021 年新一轮化学原料及制品、化纤等固定资产投资大幅提升



来源: Wind, 国金证券研究所

在行业需求增速回落阶段的产能自然消化周期将明显拉长。从历史的情况看这一轮的行业供需再平衡过程,由于新增的产能明显较多,且需求增速较之前下行较多,如果没有对供给端施加外部约束,行业的再平衡时间会将进一步拉长,而对于大宗产品而言,产品差异度较小,成本成为竞争的主要因素,盈利会相对较长时间受到影响:

- 竞争的激烈程度提升:多数持续产能投放的行业将进入供给过剩状态,传统的边际成本定价情况或将因为供给过剩、产能爬坡、联动生产等问题,变成边际亏损定价,行业内成本管控不足的企业将直接面临亏损运行的状态;在此之上,由于大型企业在业务布局上相对多样,生产有一定的联动属性,单一产品的盈利压力的承受能力更强,意味着部分产品的竞争中,很多企业的压力点相对较低,很多产品的盈利回撤会更高。
- 竞争力的比拼将升级:由于没有外部干扰,产能消化时间会被明显拉长,一方面行业内规模较小的企业需要持续经历单一产品的低迷状态,或将长期难以维持运营;另一方面,由于多数大宗产品的压力相对较大,核心竞争力不突出、产品配套不合理、风险管控不到位、财务杠杆水平过高等因素都将带动企业进入危险竞争区域,从而导致

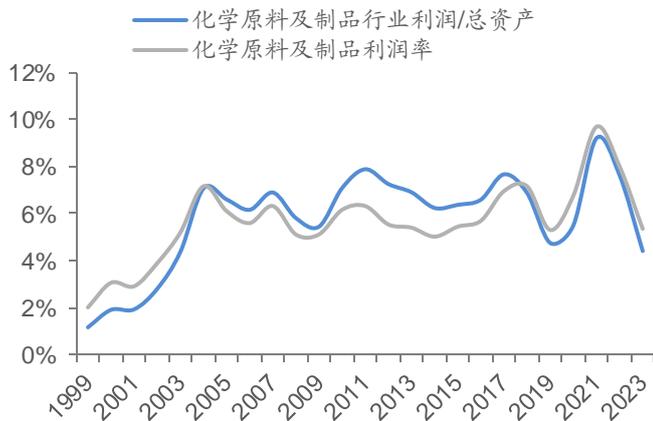


行业内的企业存在优胜劣汰；

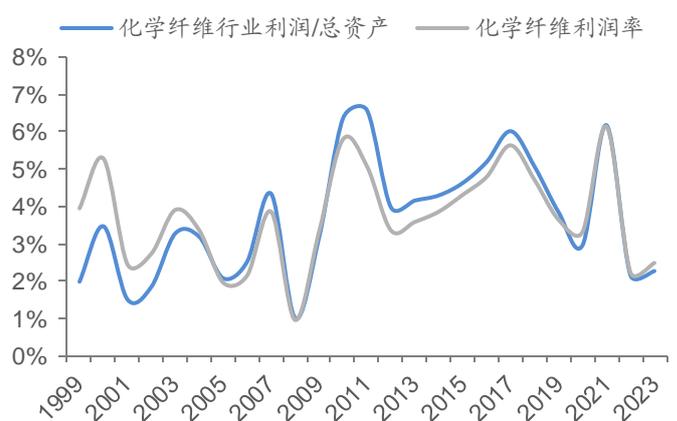
- 竞争格局有望形成本质性变革：从大环境出发，经过这么多年的追赶，行业的发展基础已经有明显的抬升，后期能够把握的产业化机会有限，规模、技术、配套形成的竞争优势在后续的发展过程中难以形成颠覆机遇，反而有可能通过综合的产业化布局加剧差异，有实力、有积淀的企业能够寻求更多赛道、更多品类的产品布局，不仅能够平稳渡过行业低谷阶段，然而能够实现有效成长和优势逆势放大；

根据目前的行业运行情况看，化工行业自 2022 年后产能供给的压力就已经开始初步体现，供给提升后，行业的整体盈利能力出现明显的回落，2023 年化学原料及制品以及化纤行业的利润率分别为 5.3%、2.5%，较 2021 年行业高点下行了 2.7、3.6 个点，已经回落至近几年的相对低点，而从最新的数据来看，截止到 2024 年上半年，化学原料及制品、化学纤维毛利率为 4.6%、2.2%，行业承压的情况依然明显。

图表42：化学原料及制品行业的资产回报及利润率



图表43：化学原纤维行业的资产回报及利润率



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

在供给过剩阶段，成本管控成为企业延续发展的关键因素，行业将加剧形成两极分化状态。从目前大宗产品的综合竞争情况看，行业内企业运行差距加大，一部分低成本产能将有望凭借成本优势获得更低的价格承受力，从而能够维持高的产能利用率，固定成本的摊销更为充分，就可以进一步维持较好的盈利空间；而相对的成本相对较高的企业，位于成本曲线的相对右侧，开工将跟随盈利进行波动，而行业承压状态下，开工不足，固定摊销增多，成本抬升进一步形成盈利承压。从成本管控来看，行业产能过剩将进一步加剧行业内的企业形成两极分化，在盈利低谷阶段，优质企业的成本管控能力尤为重要。

竞争周期拉长，单一的高波动小体量企业的风险将有明显提升。从以往情况看，需求增速相对较高，行业逐步进入供需平衡的时间在需求支撑下相对可控，但进入这一轮新的周期，行业位于底部的时间在没有外部约束的情况下，磨底时间会明显拉长，而在产品布局中，体量种类相对单一，并不具备明显相对优势的企业，或将较长时间处于产品不盈利或者有阶段性亏损状态，如果一旦叠加外部要求升级或者产业链资金占用延长，部分小规模企业的延续性风险将有所提升。

供给端的外部约束也将有望加速行业的结构优化，大方向仍然是优胜劣汰。从目前的情况看，行业供给端的压力已经有明显体现，目前看暂时还未有非常明确的供给端强力限制，但是从目前行业走势看，能耗和碳排、落后产能淘汰升级、环保要求落地等维度成为行业内可以形成外部约束的可能方向：

- 碳排和能耗：在化工生产环节中，大宗是对接上游材料和下游精细产品的中间环节，一方面，本身部分传统产品生产中就涉及高能耗、高碳排的问题，属于国家重点关注的两高领域，比如部分煤化工、黄磷、电石等；另一方面，大宗产品一般走规模优势和产业链配套，单个公司或者基地一般具有较大的生产规模，相比于体量明显较小、专业化分工高的精细化工环节，是碳排的重点关注领域。

对于能耗，目前还主要集中在对于新增产能严格限制和落后产能的技改退出阶段，碳排目前在化工生产中，还主要表现为以绿色能源对现有的化石能源形成替代，以降低总体碳排的方式进行初步优化。从未来的发展方向看，能耗和碳排将进一步对新增产能形成严格管控，先进生产力的企业才有可能获得新建项目的审批或者整合行业产能的空间，且在现有装置运行过程中，通过碳税的交易，先进企业通过节约获得碳税收益，尾部企业需要额外付出碳税成本，碳排作为另一“生产要素”未来将明显提升行



业成本曲线的陡峭程度，进一步加速行业格局优化。

- 落后产能升级淘汰：我国的大宗产品高速发展基本经历了 20 多年的时间，产品的生产规模从小到大，生产技术从全盘依赖进口到自主优化技改，生产工艺也有不断的革新，在发展历史相对悠久的历史来看，行业的分散度相对较高，行业内存在一系列的历史较长的小规模产能，比如煤气化、煤焦化等，这部分装置无论是从能耗、碳排还是生产成本和经营管理上都缺乏有效竞争力，减量替换的过程一方面有望降低整体供给，同时也有希望给予头部企业进一步获得市场份额提升的空间。
- 环保安全要求严格执行落地：我国在早期发展过程中，很多环节配套不足，最开始对于环保和安全的要求并未完全规范，导致很多小规模企业为节约投资支出和生产成本，在三废、安全等方面设置严重不足，比如部分矿山生产会出现安全事故、环境污染等问题，而伴随国家整体制造业不断成熟，对于安全环保的要求更为严格，新建项目的环境容量、生产产品的三废处理、安全生产设施的有效配套等都给小规模企业带来额外的成本增加，比如矿山开发、磷石膏处理等。

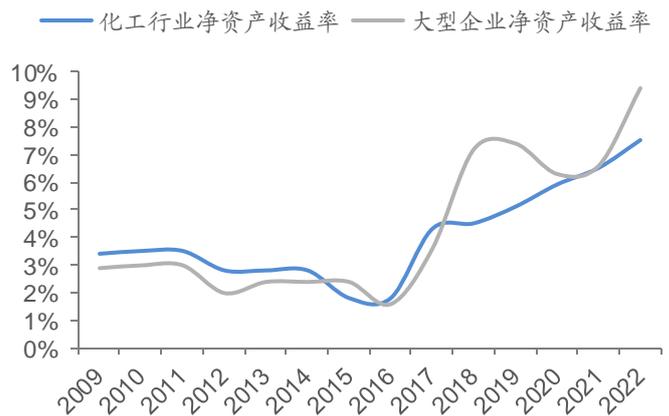
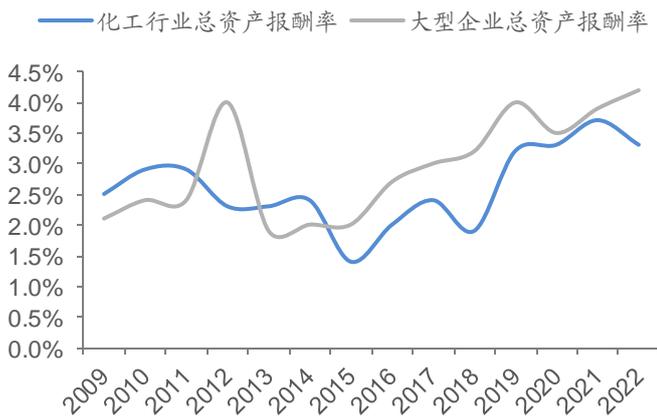
龙头企业已经形成了现有产业链相对较好的竞争优势，并可以进一步延伸发展，在大宗产品领域兼具抗风险能力和自身成长空间。在供给端投放明显的情况下，龙头企业在多轮竞争过程中已经逐步形成了较好的成本管控护城河，结合了自身的产业链配套、技术升级换代、工艺优化改造等优势，在行业过度竞争的过程中依然能够获得稳定的相对盈利空间，而在常年不断进行竞争力强化的过程中，龙头企业在硬件条件之上，更多开始潜移默化的形成高效管理、人才培养、文化传承、基础研发等软实力，使得龙头企业不仅仅可以借助其现有的优势形成较好的抗周期风险，同时还有能力进行品类延伸和优势复制，从现有的龙头企业向“卷王”的升级。而在长远发展过程中，“卷王”并不仅仅局限于当前基地、现有产品，更能将优势扩展制新的赛道和品类，从而获得更有效长期成长空间。

三、龙头经营基础夯实，具有更长的生命周期

在行业周期承压的情况下，大型企业的盈利能力大幅提升，具有相对更好的抗风险能力。在行业扩展周期，龙头企业的体量规模相对较大，产品种类也相对丰富，在周期表现方面，单一产品的盈利空间会被综合布局的产品结构所分散；而在成长表现方面，新增项目的业绩拉动也要被较大的基本盘稀释。但行业进入稳态或者周期底部区间时，龙头企业的优势显现就相对明显，从化工全行业平均值和大型企业的平均值对比来看，无论是总资产报酬率还是净资产收益率，大型企业的收益水平都已经获得了明显的反超，逐步形成头部效应。

图表44：大型企业的总资产报酬率相对较高

图表45：大型企业的净资产收益率相对优势有所放大



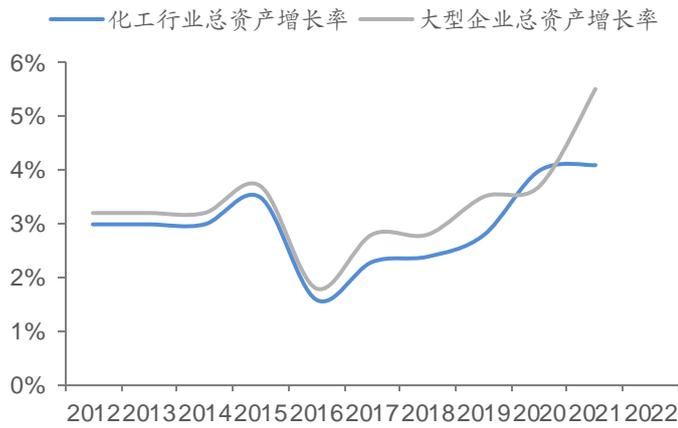
来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

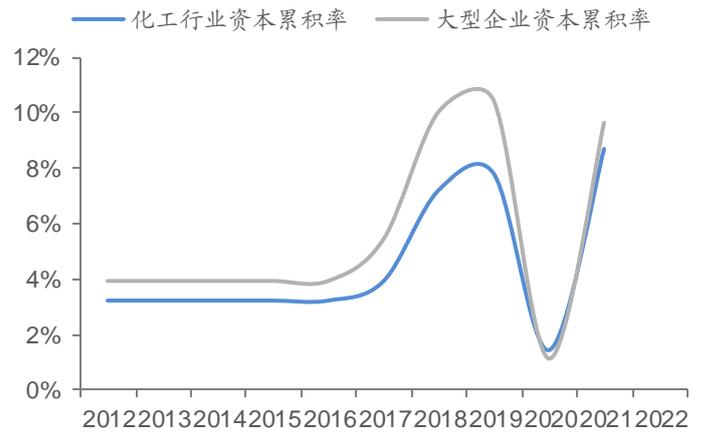
较好的盈利水平可以支撑企业具有穿越周期的持续资本开支规划。龙头企业的盈利持续性相对较好，能够具有长周期的持续性投资，具有穿越周期成长空间。从化工大型企业的平均值和化工整体行业平均的数据对比可以明显看到，大型企业的总资产增长率和资本累积率都明显高于行业水平，而多年的数据累积下，在大宗的生产环节中，行业还将持续表现出头部集中的态势。而从未来的发展情况，在行业底部竞争激烈过程中，无论是高成本、落后产能淘汰，还是因为碳排能耗、环保安全的治理，行业内出现供给端的出清，头部企业将有望获得市占提升，并释放进一步的成长空间。



图表46: 大型企业资产增速有进一步提升的趋势



图表47: 大型企业的资本累积率处于相对较高水平



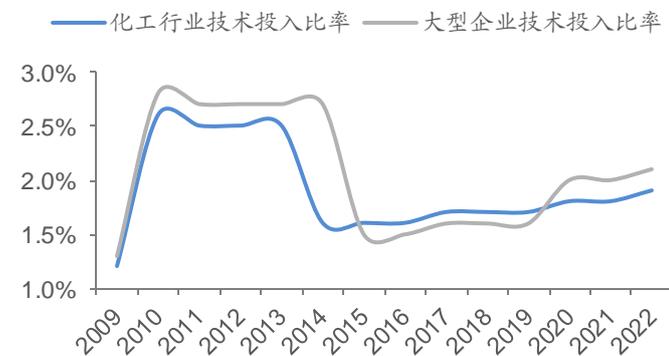
来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

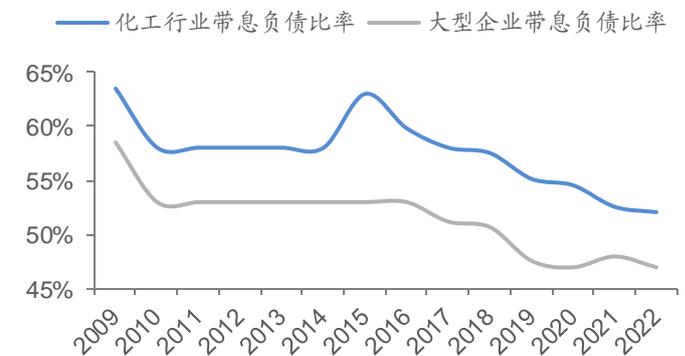
技术研发实力更为稳固,龙头企业可以有基础+应用研究的持续突破,无论是夯实基础还是品类拓展都将明显受益。从正常情况看,大型企业的规模优势相对突出,在进行技术研发投资的过程中,可以通过单一维度的技术进步获得更多的业绩兑现,技术进步带来的边际效应更为明显,且由于长时间的技术研发积累,头部企业可以有更为深入的研究方向和布局,在应用研究之外配合基础研究,能够有助于企业在现有领域保持较好的成本优势,同时可以更多、更快地切入新的发展领域。

头部企业高竞争力延长了企业的生命周期,更为容易地调动更多资源,资金使用成本相对较低。头部企业的带息负债比例明显低于行业平均水平,在相同情况下,龙头有望以更低的成本撬动更多的资金,能够快速把握行业的发展趋势和机遇,形成战斗力的同时,持续地管控现有项目的资金成本。

图表48: 大型企业技术投入比已经有连续性反超



图表49: 大型企业带息负债比例明显偏低



来源: Wind, 国金证券研究所

来源: Wind, 国金证券研究所

综合以上的数据来看:①头部企业凭借规模、品类等优势能够获得更好的投资收益,利润兑现能力更强;②有资金实力的情况下可以做持续的资本开支,获得进一步的成长性;③持续相对较高的技术投入不断夯实现有的竞争力,为后续的延伸和扩展提供了储备;④以更低的资金成本调动更多的资源,可以实现延续性的发展。从目前的情况龙头的优势和高稳定的持续投入已经初步形成了正向强化的发展闭环,企业的竞争力在加速提升。

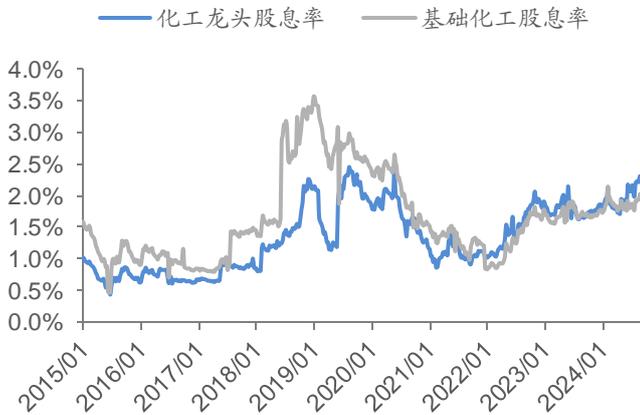
龙头的股息率开始出现反超,盈利持续兑现能力形成强支撑。凭借以上不断强化的相对优势,龙头企业的优势持续在盈利上兑现,在保证持续发展的基础上,国内的龙头企业也在进一步加大分红的力度,从2015年以来,行业头部企业的股息率明显低于行业平均水平,然而进入到这一轮产能释放的周期底部后,头部企业的股息率已经有了明显的提升,形成了较长时间的反超,在行业盈利相对承压的状态下,良好的盈利兑现能力为龙头企业提供了更好的分红基础。

行业估值体系逐步调整,龙头企业的相对估值水平在逐步提升。在此之上,龙头企业的相对估值水平也有了进一步的提升,正常情况下由于很多规模相对较小的精细化工具有较高

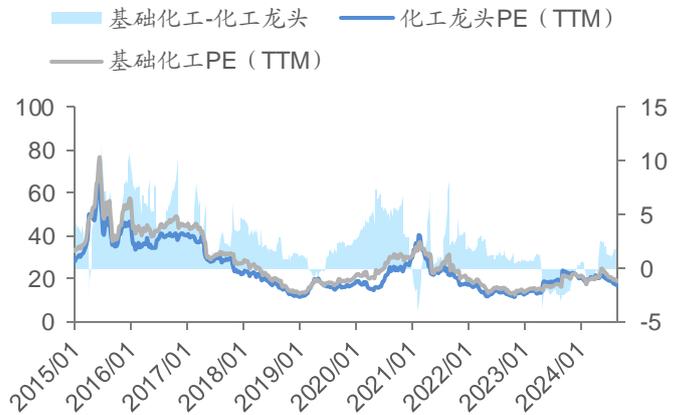


的成长性，估值水平相对较高，因而在历史上基础化工的行业平均估值水平明显高于龙头企业的估值水平，但进入行业承压区间后，能够明显看到基础化工行业的估值和龙头的估值差距明显收窄，出现了阶段性反转的情况，后续对于龙头的认知和价值发现将有望持续带动相对较好的市场表现。

图表50：化工龙头的股息率开始呈现出反超



图表51：化工龙头的相对估值水平有所提升



来源：Wind，国金证券研究所

来源：Wind，国金证券研究所

四、投资建议

与日韩相似，国内凭借低成本制造优势成为承接全球产业转移的主要国家：中国具有庞大的需求基础，且多领域多环节高速建设，撬动了上游材料的需求，为产业链完善和规模化竞争提供了良好支撑。全球制造业分工给予了中国参与全球制造业链条的良好机遇，在现阶段化工产品环节进一步实现产品输出，形成市场消化的基础上，更是进一步完善产业链的网状布局，推动国内产业链形成核心竞争力，扩大布局市场提供了契机。

从长周期看，中国不同于日韩，有望在长周期范围内持续保持相对竞争优势：①中国能够持续把握先进制造的发展趋势；②中国庞大的内需支撑给予国内持续产能建设需求，后续的“先进”优势叠加充足的市场容量提供动力；③生产要素的竞争力有更长周期的延续，提供了充足的时间窗口；④工程化及配套等软实力的优势持续加强，促使国内企业能够不断夯实现有竞争力的同时，进一步快速切入新兴赛道的市场。

大宗领域已经实现高度国产化，优势格局已经初步形成：结合目前的行业供需变化以及大宗制造领域的技术演进变化来看，我们认为现阶段的行业竞争格局已经获得了初步的定型，无论是技术、市场、政策、配套等都难以给予后来者大比例颠覆行业格局的机会。在能够形成成本优势的因素中，无论是技术累积、趋势把握、产业配套、精细管理、文化培养等，龙头企业都已经开始能够形成自身的正向循环，在规模生产、产业链、配套设施、技术工艺等方面不断强化，更是能够在企业文化、生产管理、工程化落地、工艺适配化改造、关联耗材及催化剂改进、基础研发等多个维度构建“软实力”，有助于在更多赛道及品类方向延伸复制成本优势。

新的供需再平衡阶段，行业两极分化将进一步加剧，龙头企业的优势进一步突出。新的发展阶段，行业产能消化压力大幅提升，在行业需求增速回落阶段的产能自然消化周期将明显拉长。在供给过剩阶段，成本管控成为企业延续发展的关键因素，行业将加剧形成两极分化状态。龙头企业已经形成了现有产业链相对较好的竞争优势，并可以进一步延伸发展，在大宗产品领域兼具抗风险能力和自身成长空间：①头部企业凭借规模、品类等优势能够获得更好的投资收益，利润兑现能力更强；②有资金实力的情况下可以做持续的资本开支，获得进一步的成长性；③持续相对较高的技术投入不断夯实现有的竞争力，为后续的延伸和扩展提供了储备；④以更低的资金成本调动更多的资源，可以实现延续性的发展。从目前的情况龙头的优势和高稳定的持续投入已经初步形成了正向强化的发展闭环，企业的竞争力在加速提升。

进入到这一轮产能释放的周期底部后，龙头的股息率开始出现反超，盈利持续兑现能力形成强支撑，且已经能够明显看到基础化工行业的估值和龙头的估值差距明显收窄，出现了阶段性反转的情况，后续对于龙头的认知和价值发现将有望持续带动相对较好的市场表现，建议关注基础化工行业“卷王”：万华化学、华鲁恒升、宝丰能源、赛轮轮胎、卫星化学



等龙头企业。

五、风险提示

能源相对价格剧烈变化风险：全球化工的能源应用结构差异明显，不同能源相对价格如果有剧烈波动，会阶段性呈现出不同产业之间的定位差距，影响龙头企业的竞争力表现；

贸易政策及税收的剧烈波动风险：我国化工行业在满足国内需求的基础上也通过产品出口布局海外市场，如果存在主要国家的贸易政策及税收变化，会对产能消化产生影响；

需求端明显不及预期的风险：如果需求端明显波动下行，会进一步加剧行业的产品竞争，对现有的企业盈利进一步产生冲击；

政策执行及落地不达预期的风险：无论是对生产端的能耗、碳排、安全环保等方面的管控如果执行落地不及预期，将影响未来行业供给端的结构优化的进展。



行业投资评级的说明：

- 买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
- 增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
- 中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。



特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告反映撰写研究人员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，国金证券不对使用本报告所包含的材料产生的任何直接或间接损失或与此有关的其他任何损失承担任何责任。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整，亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与国金证券其它业务部门、单位或附属机构在制作类似的其他材料时所给出的意见不同或者相反。

本报告仅为参考之用，在任何地区均不应被视为买卖任何证券、金融工具的要约或要约邀请。本报告提及的任何证券或金融工具均可能含有重大的风险，可能不易变卖以及不适合所有投资者。本报告所提及的证券或金融工具的价格、价值及收益可能会受汇率影响而波动。过往的业绩并不能代表未来的表现。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告并非意图发送、发布给在当地法律或监管规则下不允许向其发送、发布该研究报告的人员。国金证券并不因收件人收到本报告而视其为国金证券的客户。本报告对于收件人而言属高度机密，只有符合条件的收件人才能使用。根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于C3级(含C3级)的投资者使用；本报告所包含的观点及建议并未考虑个别客户的特殊状况、目标或需要，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的建议或策略。对于本报告中提及的任何证券或金融工具，本报告的收件人须保持自身的独立判断。使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

若国金证券以外的任何机构或个人发送本报告，则由该机构或个人为此发送行为承担全部责任。本报告不构成国金证券向发送本报告机构或个人的收件人提供投资建议，国金证券不为此承担任何责任。

此报告仅限于中国境内使用。国金证券版权所有，保留一切权利。

上海	北京	深圳
电话：021-80234211	电话：010-85950438	电话：0755-86695353
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn	邮箱：researchbj@gjzq.com.cn	邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：201204	邮编：100005	邮编：518000
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号 紫竹国际大厦 5 楼	地址：北京市东城区建国内大街 26 号 新闻大厦 8 层南侧	地址：深圳市福田区金田路 2028 号皇岗商务中心 18 楼 1806



【小程序】
国金证券研究服务



【公众号】
国金证券研究