



Research and
Development Center

证券研究报告 Research Report

2020年06月13日

莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行

——化工行业2020年中期投资策略

张燕生 化工行业首席分析师

职业编号: S1500517050001

联系电话: +86 10 83326847

邮箱: zhangyansheng@cindasc.com

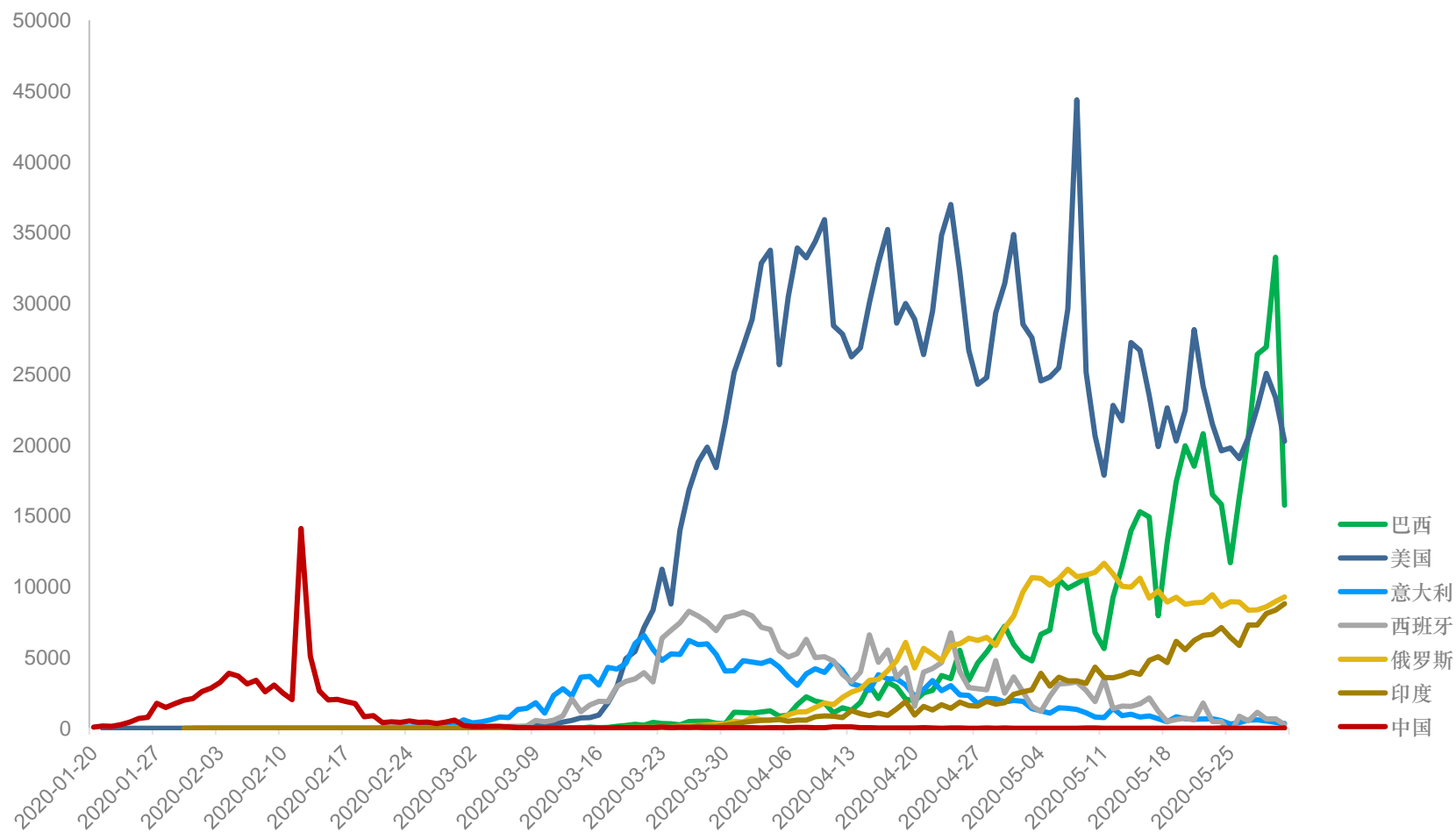
洪英东 研究助理

联系电话: +86 10 83326848

邮箱: hongyingdong@cindasc.com

全球新冠肺炎疫情此起彼伏

全球主要国家日新增新冠肺炎病例数量



数据来源: Wind, 信达证券研究开发中心

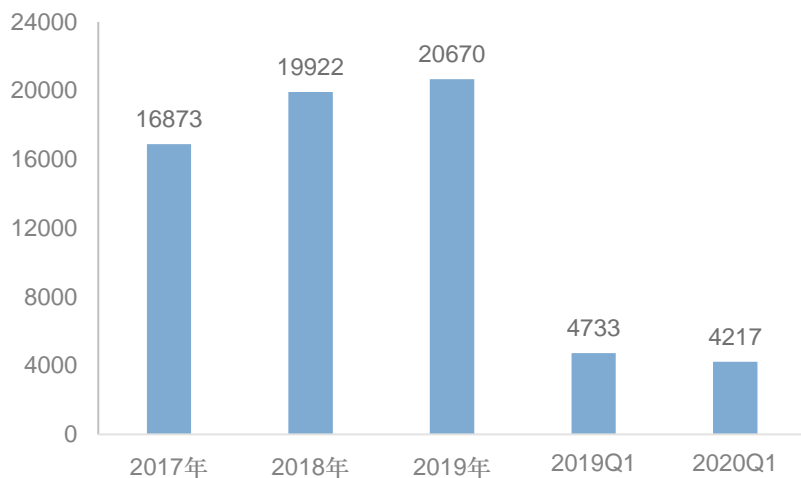
放眼历史新冠疫情必然只是短期偶发事件

- 2020年6月12日，我国累计确诊新冠肺炎病例84662人，累计治愈79900人，累计死亡4645人，现存确认病例仅余117人。
- 我国新冠肺炎日新增确诊病例数量和现存确诊病例数量的高峰出现在2月中旬。
- 目前可以说我国与第一阶段新冠肺炎疫情的战役已经接近尾声。
- 到6月12日，美国累计确诊病例209万,现存确诊病例还在上升，但是日新增病例已经从4月的高峰开始下降。
- 到6月12日，意大利累计确诊病例近24万，现存病例3万。日新增病例的高峰出现在3月下旬，之后已经快速下降。
- 到6月12日，西班牙累计确诊病例超过24万，现存病例6.5万。日新增病例的高峰出现在3月下旬，之后已经快速下降。
- 俄罗斯、印度、巴西均从4月之后日新增病例快速增长，目前仍在高位。
- 全球各国疫情控制进展不一，有些已经显著控制，有些开始得到控制，有些则仍未得到控制。不过已经基本取得第一轮防控成功的国家和地区仍要小心秋冬季节新冠疫情的反扑。
- 新冠疫情比起非典疫情，范围广，时间长，不过放眼在历史的角度必然只是短期的偶发事件，我们在疫情之后经济生活仍要回归正轨。
- 要讨论疫情之后可能对化工行业的长期影响，其实第一步是要讨论疫情出现之前的轨道是什么，之后讨论在恢复原有轨道后，疫情这个波动事件的出现会叠加什么变化。

化工上市公司收入增速放缓、盈利能力下滑

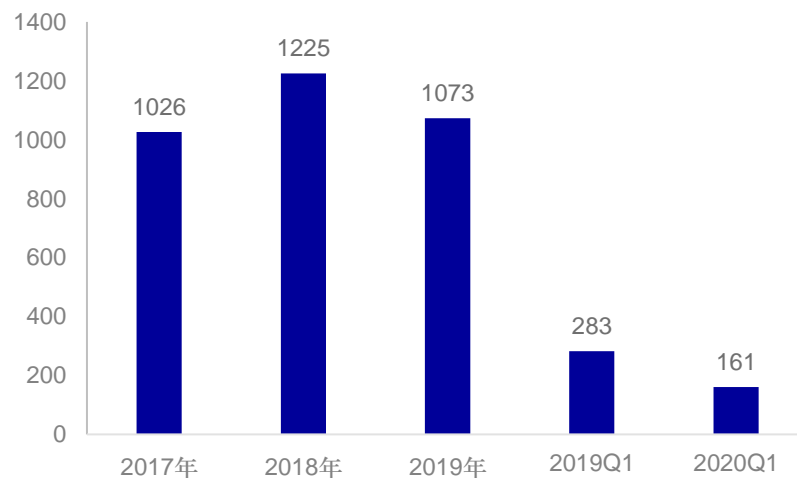
- SW化工板块近400家上市2017、2018、2019年的合计收入分别为1.69万亿、2万亿、2.07万亿，2019年仅同比增长了3.8%，低于同期GDP增速。受新冠疫情影响，2020Q1的合计收入同比下滑了11%。
- SW化工板块近400家上市2017、2018、2019年的合计利润分别为1026亿、1225亿、1073亿，2019年同比下滑了12%。受新冠疫情影响，2020Q1的合计利润同比下滑了43%。

SW化工板块上市公司营业收入（亿元）



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心
注：不包含中国石化、盐湖股份

SW化工板块上市公司归母净利润（亿元）

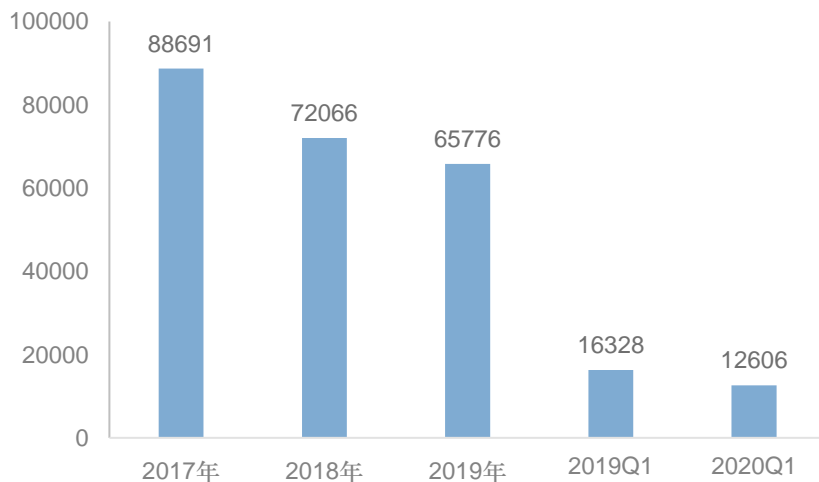


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心
注：不包含中国石化、盐湖股份

化工行业周期下行，收入利润双降

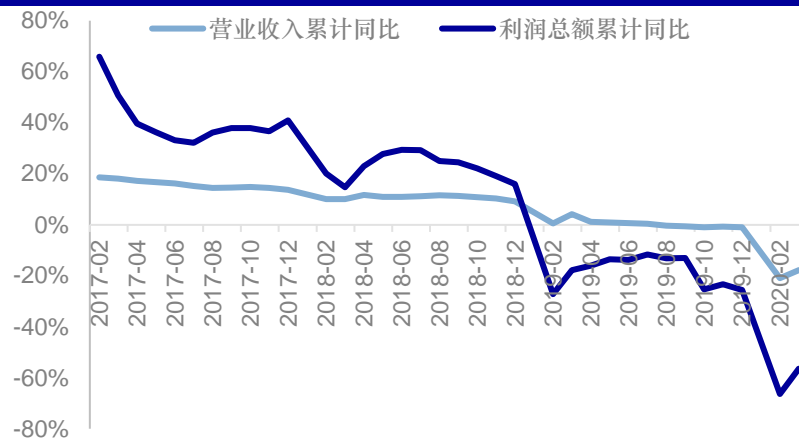
- 国家统计局公布的化学原料及化学制品制造业2017、2018、2019年收入分别为8.9万亿、7.2万亿、6.6万亿。最近三年一期收入持续下滑。
- 化学原料及化学制品制造业2017、2018、2019年利润分别为6046亿、5146亿、3481亿。最近三年一期盈利能力持续下滑。

化学原料及化学制品制造业营业收入（亿元）



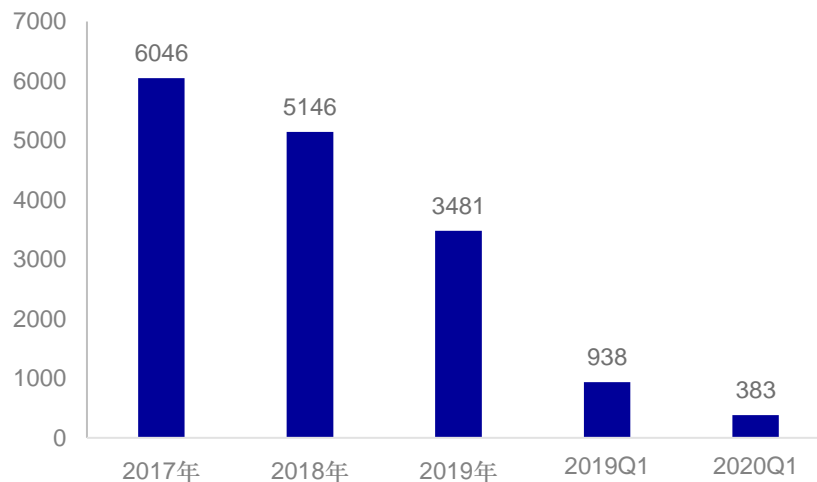
数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

化学原料及化学制品制造业收入及利润变化率



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

化学原料及化学制品制造业利润总额（亿元）

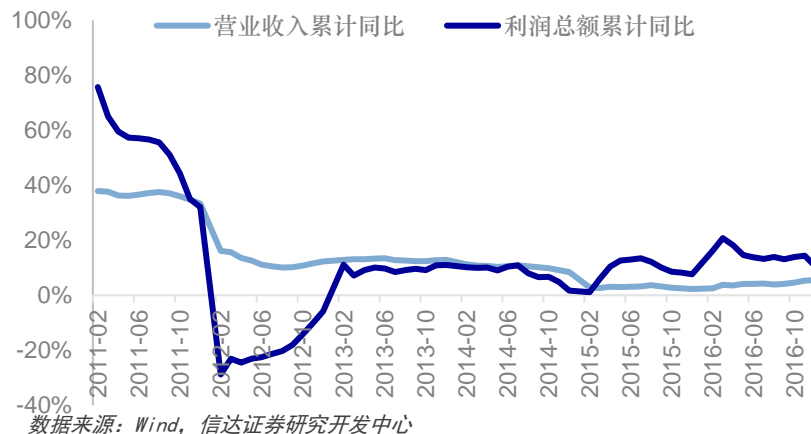


数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

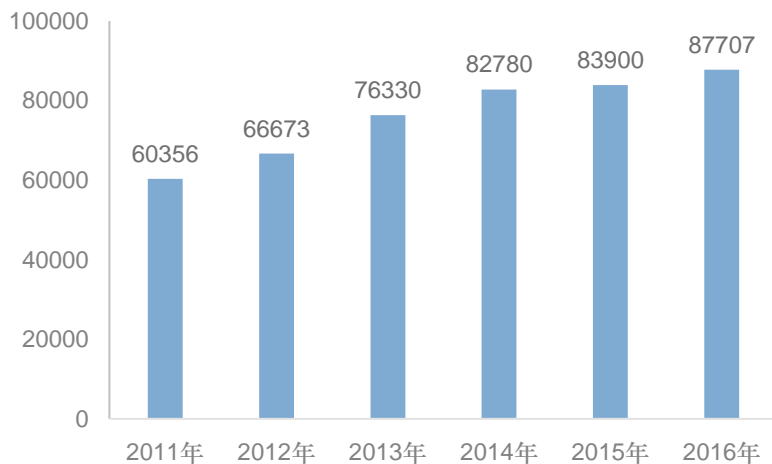
化工行业上一轮周期下行时收入利润保持增长

- 国家统计局公布的化学原料及化学制品制造业2011收入为6万亿至2016年增长到8.8万亿，年复合增长率7.8%。
- 化学原料及化学制品制造业2011年利润为3978亿至2016年增长到4983亿，年复合增长率4.6%。

化学原料及化学制品制造业收入及利润变化率

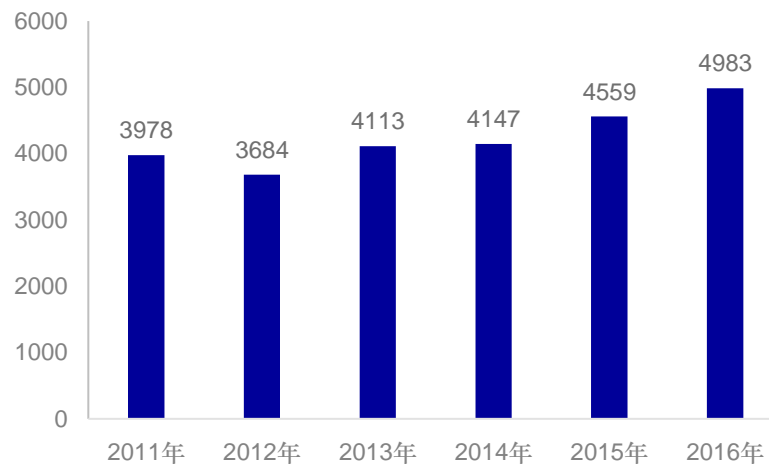


化学原料及化学制品制造业营业收入（亿元）



数据来源: Wind, 信达证券研究开发中心

化学原料及化学制品制造业利润总额（亿元）

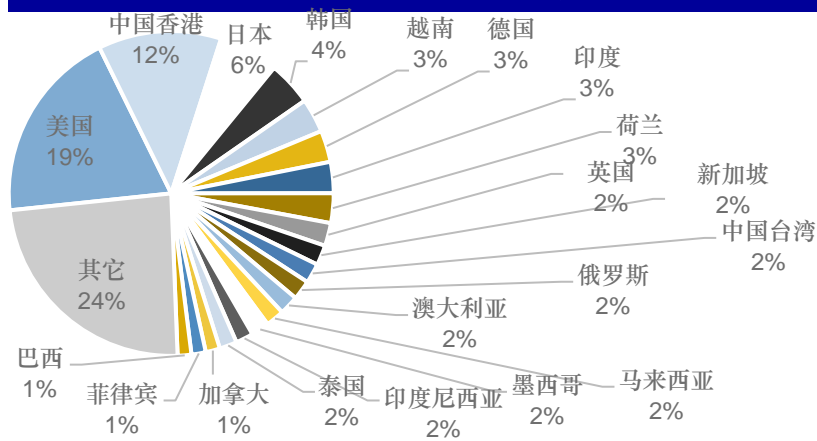


数据来源: Wind, 信达证券研究开发中心

受国际贸易摩擦影响2019年后我国出口面临挑战

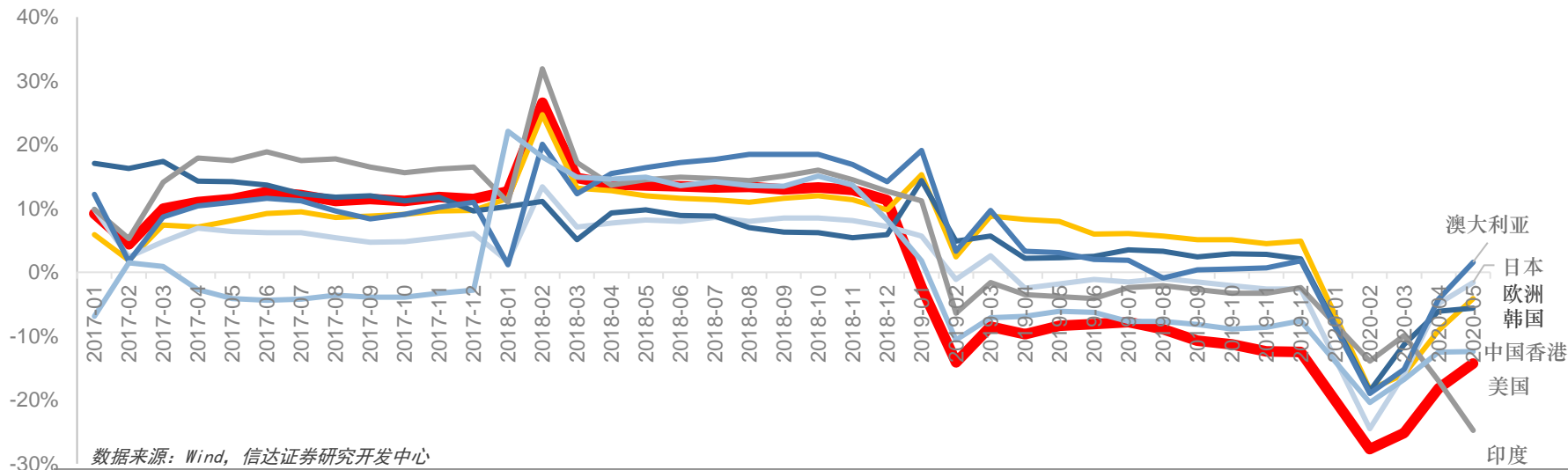
- 2019年我国货物和服务出口以本币计18.5万亿同比增长5.4%。
- 2019年我国出口金额以美元计2.5万亿，同比没有增长。
- 我国出口第一大贸易伙伴为美国，2018年占比19%。
- 2018年中美贸易摩擦爆发后，从2019年开始对我国出口表现出明显影响，对美出口2019年同比下滑12%。同期我国对其它主要贸易伙伴出口也出现了下滑。

2018年中国出口目的地金额占比



数据来源: Wind, 信达证券研究开发中心

中国出口主要国家和地区月度金额累计同比变化



数据来源: Wind, 信达证券研究开发中心

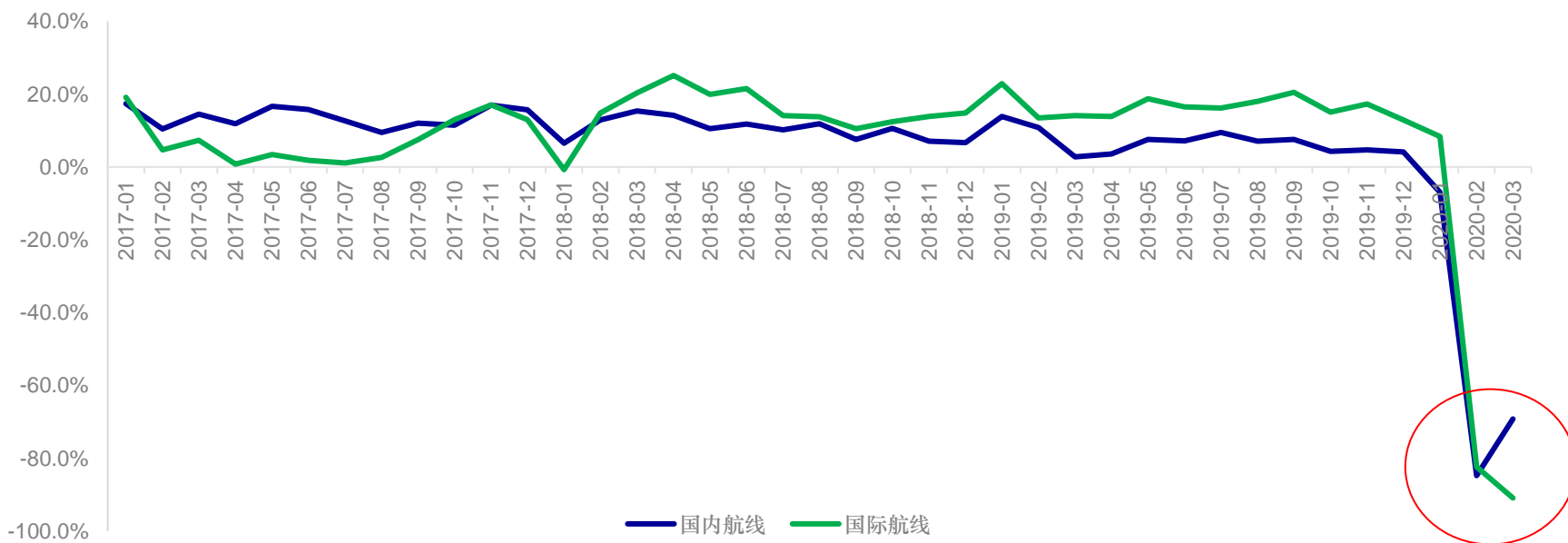
化工行业面临外需疲弱引发的下行风险

- 在2011至2016年的化工周期下行时，需求端保持平稳较快的增长。
- 在2011至2016年的化工周期下行时，供给端增长更快，导致产能过剩，虽然全行业利润仍保持增长，但利润率持续降低，2011年化工行业利润率6.6%，2014年最低点为全行业5.0%。
- 2016年全面启动供给侧结构性改革，试图解决供应端的产能过剩。
- 2017年高压的环保停产、限产政策短期内逆转了供需关系，提升了化工周期景气度。
- 化工企业进行环保技改并复产，过度的环保限制被整改，2018年后化工行业供给端恢复常态，虽有去产能，但也存在高盈利刺激下的新增产能出现，化工行业总体的产能过剩状况并未彻底改善。
- 2018年之后由于国际贸易摩擦频现，逆全球化思潮抬头，我国宏观经济三驾马车之一的出口降速，甚至可能出现下滑。
- 2018年之后的化工周期下行面临了新的挑战，即需求端持续下滑的风险。这个需求下滑由外需引发，可能也会对内需产生负面影响。
- 新冠肺炎疫情的出现，导致短期剧烈下滑之后又快速反弹，待疫情结束后，抹平疫情的短期影响，化工行业要回到的仍是一条非常挑战性的正轨上。
- 在逆全球化、外需疲弱的趋势上，新冠疫情叠加的影响不是削弱趋势，而是加强趋势，一是新冠疫情导致我国在全球国际政治格局中面临更多不确定性，二是疫情之后我国与海外的商务活动会较长时间的受限，这我们的外贸业务也会带来负面影响。

国际商务活动的受限对我国的外贸经济构成负面影响

- 国内疫情出现后，民航客运量大幅下滑，2月国内疫情高峰后，国内航线客运量在3月开始反弹，国际航线客运量3月继续下滑。
- 3月29日开始民航局开始执行“五个一”政策：一个航司一个国家保留一条航线一周最多执行一班。
- 即便国内疫情结束后，迫于输入型疫情压力，我国的出入境国际航线也难以在短期内恢复正常。
- 新冠肺炎疫情相当于在交易上附加了额外的交易成本，会改变交易的供需平衡。
- 国际商务活动的受限，对我国的外贸经济构成负面影响。

中国民航月度客运量当月同比变化



数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

哪些化工企业在逆周期持续实现增长？

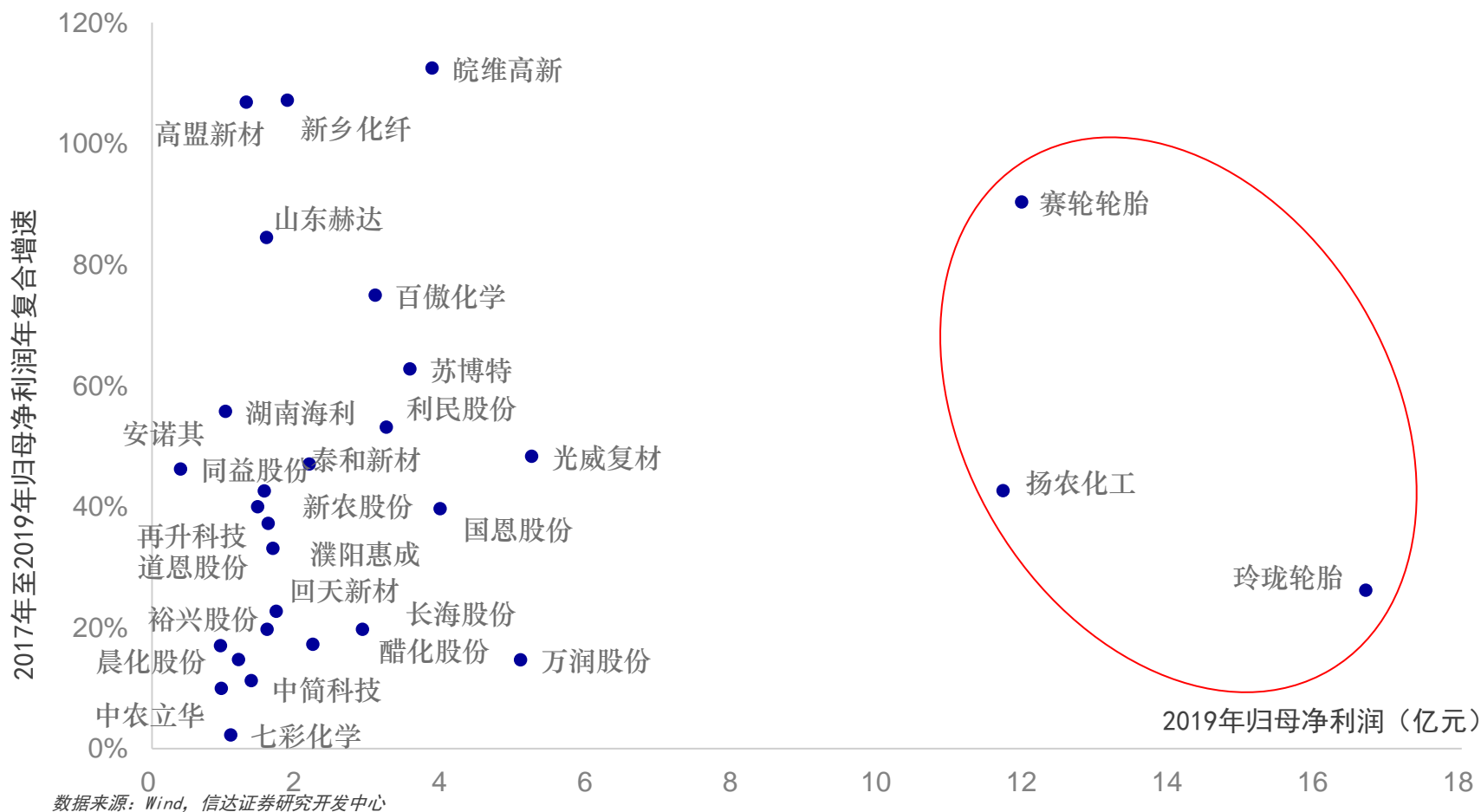
化工上市公司近三年一期归母净利润（亿元）及同比增长率

公司	子行业	2017	增长率	2018	增长率	2019	2019Q1	增长率	2020Q1
新乡化纤	粘胶	0.30	273%	1.13	15%	1.30	0.19	148%	0.46
皖维高新	维纶	0.85	53%	1.30	196%	3.85	0.47	4%	0.49
七彩化学	涂料油漆油墨制造	1.03	2%	1.05	3%	1.08	0.15	141%	0.37
光威复材	其他纤维	2.37	59%	3.77	39%	5.22	1.58	8%	1.72
中简科技	其他纤维	1.10	9%	1.21	13%	1.37	0.24	13%	0.27
裕兴股份	其他塑料制品	0.69	11%	0.76	24%	0.94	0.20	40%	0.28
万润股份	其他化学制品	3.85	15%	4.44	14%	5.07	1.01	23%	1.24
苏博特	其他化学制品	1.34	101%	2.68	32%	3.54	0.49	1%	0.49
醋化股份	其他化学制品	1.61	25%	2.01	10%	2.21	0.52	16%	0.60
回天新材	其他化学制品	1.10	8%	1.19	33%	1.58	0.51	9%	0.56
山东赫达	其他化学制品	0.46	58%	0.73	115%	1.58	0.29	35%	0.38
濮阳惠成	其他化学制品	0.74	42%	1.06	38%	1.45	0.29	17%	0.34
晨化股份	其他化学制品	0.79	9%	0.86	11%	0.95	0.15	36%	0.20
扬农化工	农药	5.75	56%	8.95	31%	11.70	3.27	36%	4.46
利民股份	农药	1.37	50%	2.06	56%	3.22	0.83	73%	1.42
百傲化学	农药	1.00	45%	1.45	111%	3.07	0.32	182%	0.90
新农股份	农药	0.76	69%	1.28	21%	1.55	0.48	3%	0.49
中农立华	农药	0.90	28%	1.15	3%	1.19	0.28	3%	0.29
湖南海利	农药	0.42	24%	0.51	96%	1.01	0.31	102%	0.62
玲珑轮胎	轮胎	10.48	13%	11.81	41%	16.68	2.85	30%	3.72
赛轮轮胎	轮胎	3.30	103%	6.68	79%	11.95	1.84	48%	2.72
高盟新材	聚氨酯	0.43	93%	0.84	122%	1.86	0.42	7%	0.45
国恩股份	改性塑料	2.03	52%	3.08	28%	3.96	0.79	28%	1.02
道恩股份	改性塑料	0.94	31%	1.22	36%	1.66	0.36	92%	0.69
同益股份	改性塑料	0.18	65%	0.30	30%	0.39	0.09	12%	0.10
安诺其	纺织化学用品	0.85	63%	1.38	16%	1.60	0.47	5%	0.49
长海股份	玻纤	2.02	30%	2.63	10%	2.89	0.55	2%	0.56
再升科技	玻纤	1.14	40%	1.59	8%	1.71	0.48	34%	0.64
泰和新材	氨纶	1.00	56%	1.56	38%	2.16	0.41	28%	0.53

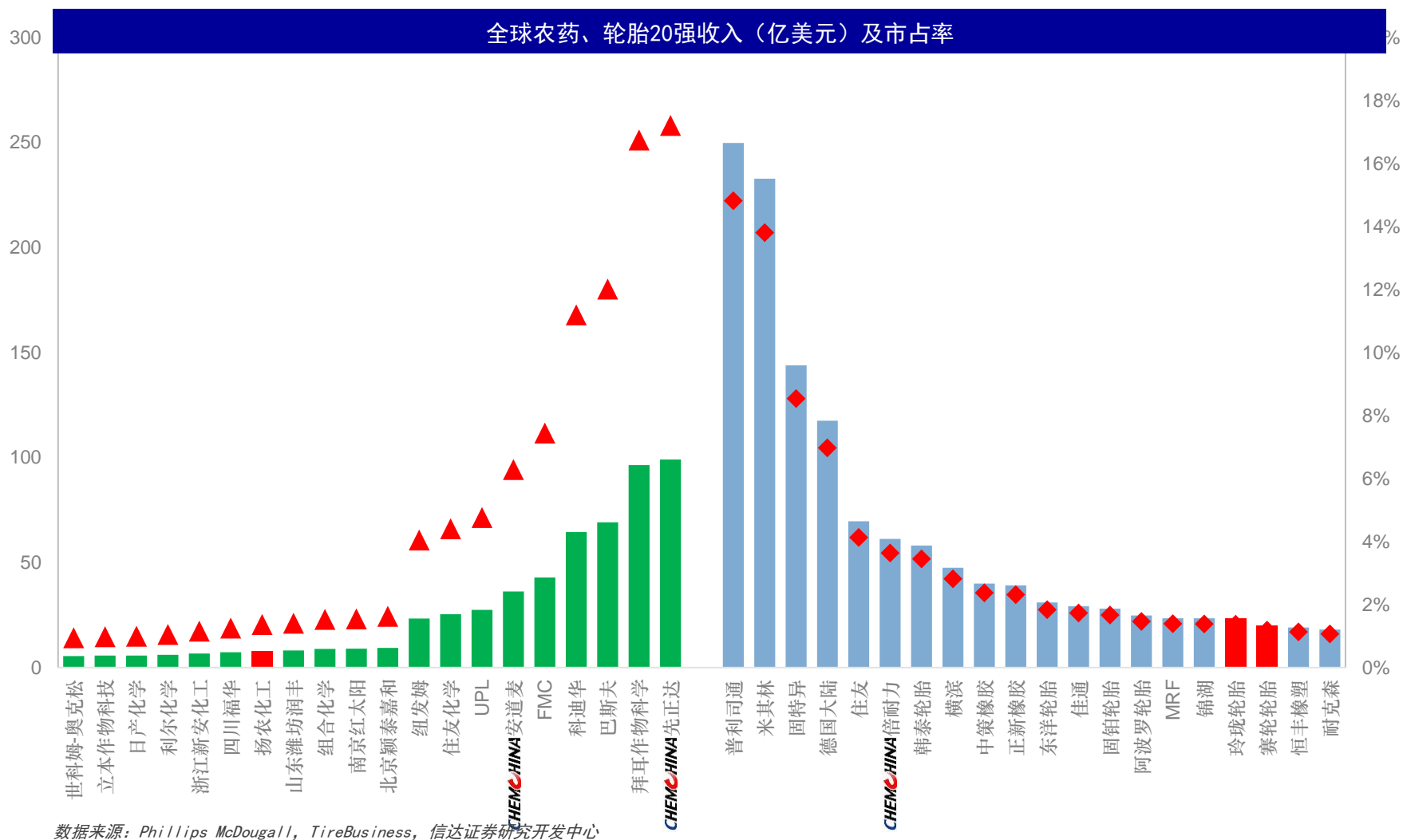
数据来源：Wind，信达证券研究开发中心

逆周期公司的特征分布

逆周期公司的年复合增长率及2019年归母净利润（亿元）

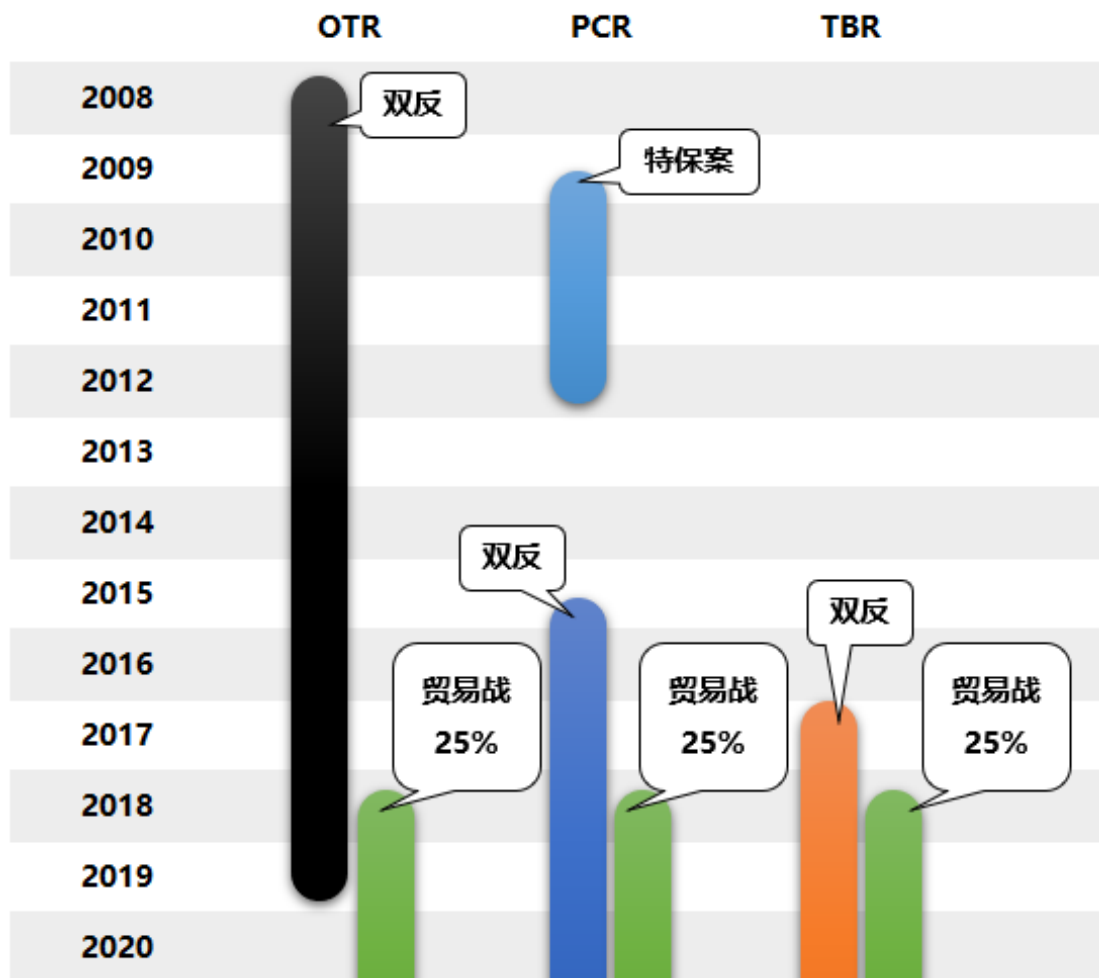


中国农药、轮胎龙头上市公司在全球农药、轮胎行业中所处位置



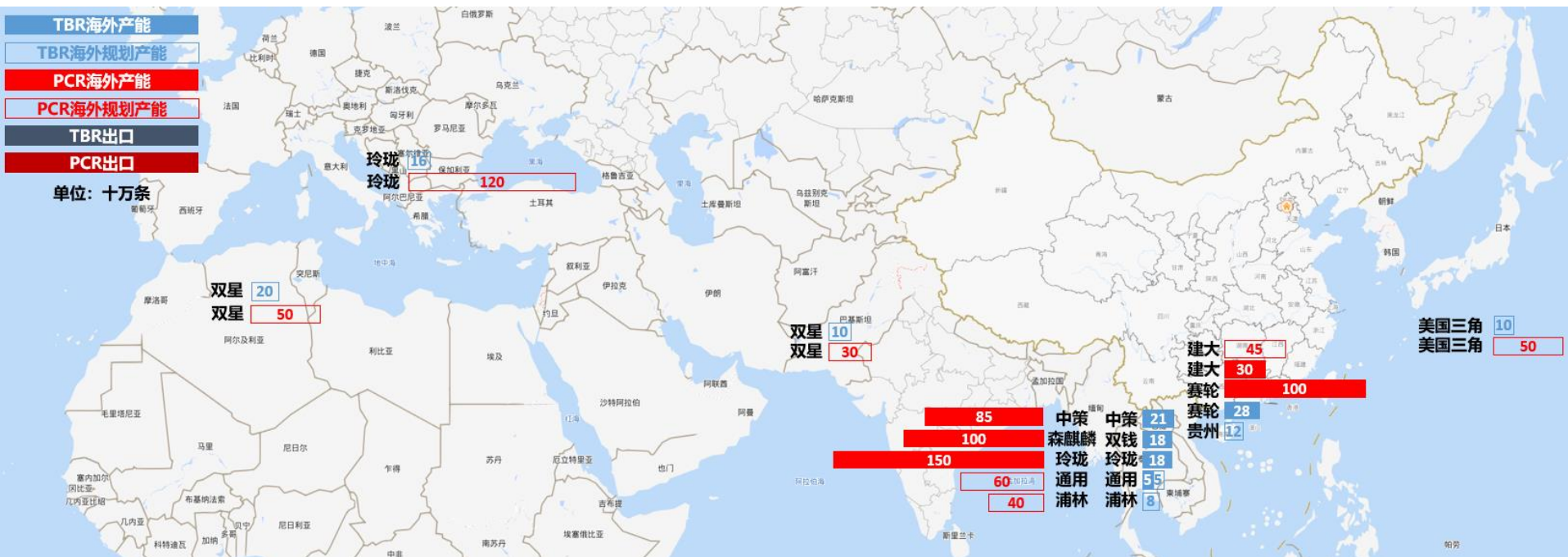
中国轮胎在国际市场上命运多舛

- 轮胎制造的劳动力相对密集，并且中国的化工原料供应链齐全，中国制造轮胎有较强的成本优势。
- 中国轮胎参与国际市场竞争之路并不顺利，受到全球多个主要市场贸易壁垒限制，范围广、时间长、税率高。
- 美国2008年开始对中国工程机械轮胎征收双反税；2009年开始对中国乘用车轮胎征收3年的特保案关税；2015年开始对中国乘用车轮胎征收双反税；2017年开始对中国卡客车轮胎征收双反税。由于中美贸易战，2018年之后中国轮胎输美又增加了25%关税。
- 欧盟2018年底开始对中国卡客车轮胎征收双反税。



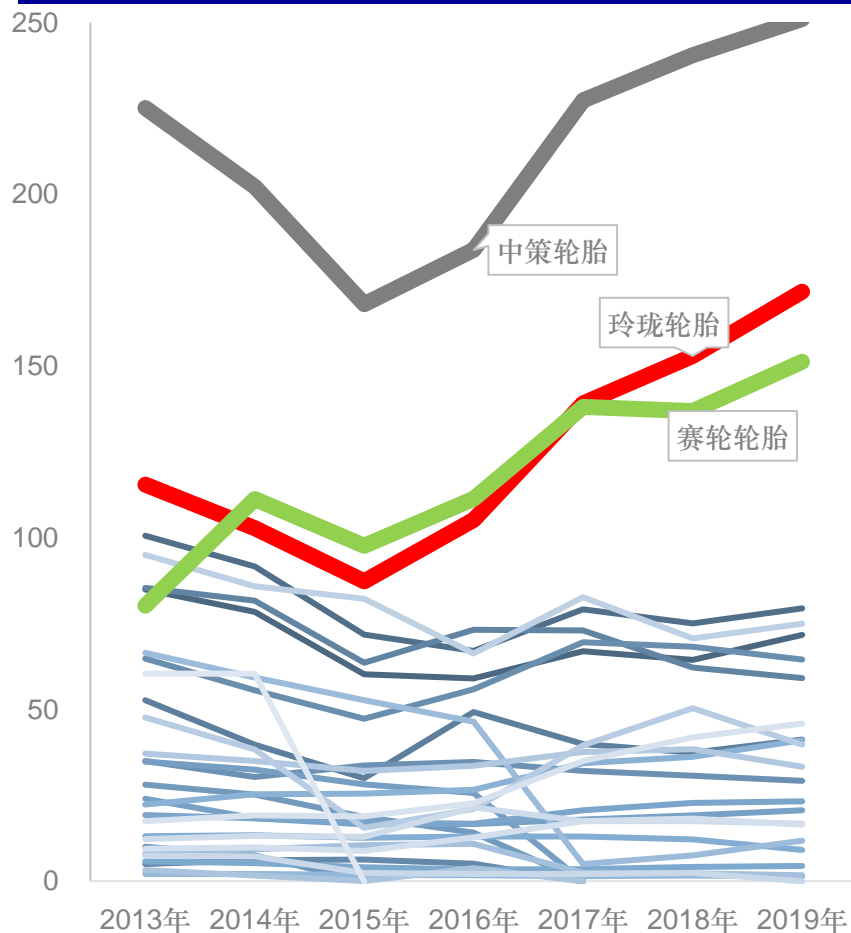
中国轮胎行业龙头企业通过国际布局突破贸易壁垒限制

- 中国轮胎行业由于受到国际贸易制裁多，所以率先从生产出口的模式跨越到更高阶的国际化阶段，在海外布局工厂开展全球化经营。
- 中国第一家出海建厂的轮胎企业是赛轮轮胎，早在2012年启动了越南工厂的建设。
- 目前已经在海外建成产能的中国轮胎企业有赛轮轮胎、玲珑轮胎、中策轮胎、森麒麟轮胎、通用股份、双钱轮胎。
- 中国本土轮胎在贸易壁垒下正快速流失欧美等市场的份额，而海外建厂的中国轮胎企业迅速的抓住了机会，保住了市场份额，并取得了更好的盈利能力。



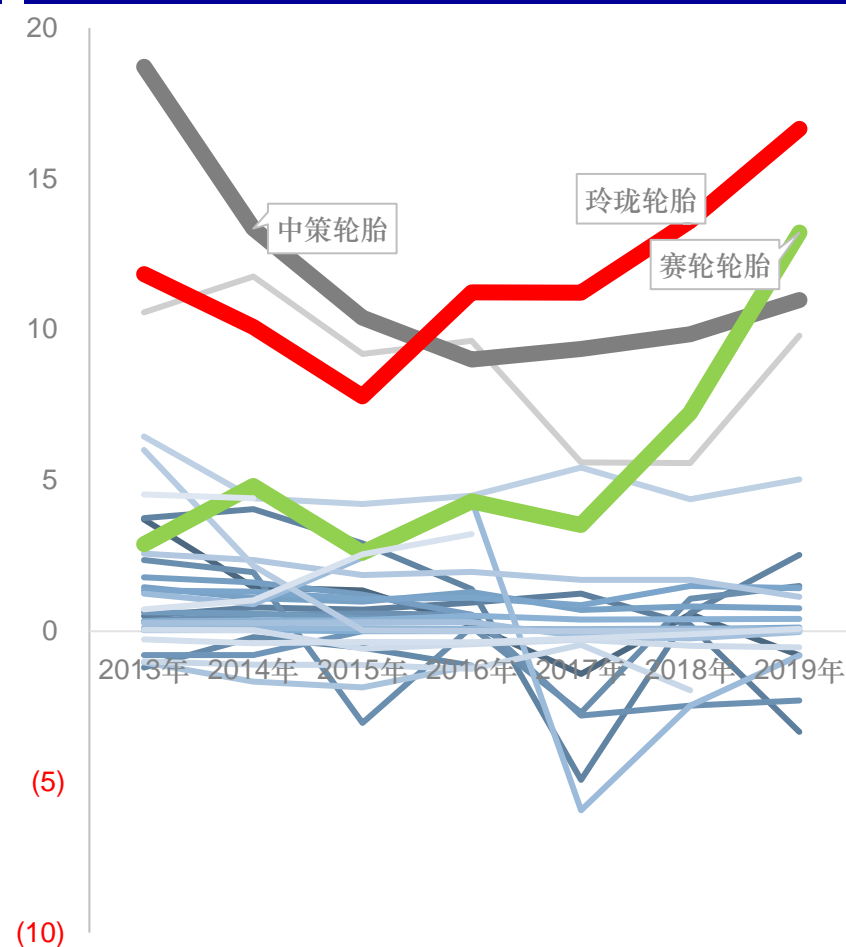
中国轮胎行业的剧烈分化

32家中国轮胎企业近7年销售收入（亿元）



数据来源：橡胶工业协会轮胎分会，信达证券研究开发中心

32家中国轮胎企业近7年利润总额（亿元）



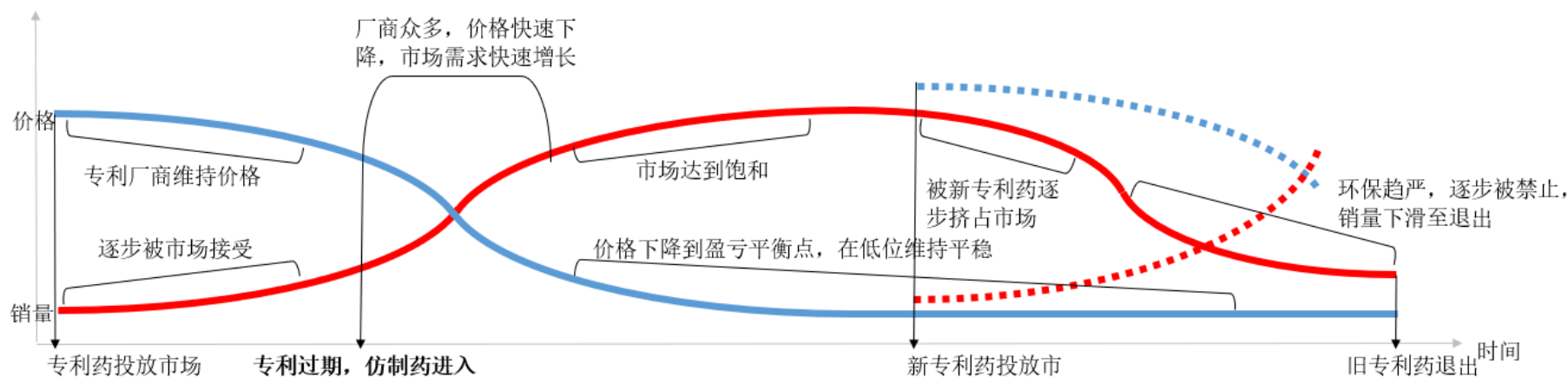
数据来源：橡胶工业协会轮胎分会，信达证券研究开发中心

国际化布局促使中国轮胎龙头破茧而出

- 中国橡胶工业协会轮胎分会有三十余家会员单位，刨除里面的米其林、韩泰等外资会员单位，观察32家国内企业从2013年到2019年的变化。其中有9家企业消失了，剩下23家。
- 2013至2015年有个时间窗口，我国轮胎有个喘息之机。在这3年间，我国的乘用车轮胎和卡客车轮胎都没有受到欧美的贸易壁垒限制。但是这期间我国几乎所有轮胎企业的收入都是下滑的，当然这里面有橡胶等原料价格降低的原因，但是从相对的角度去看我国轮胎在全球的市占率，这3年时间内也下降了一个百分点。32家企业的利润总额在这三年也是持续降低。并且行业元老北京首创轮胎与后起之秀山东德瑞宝轮胎在2015年破产，开启了中国轮胎行业去产能之路。可以明显的看出，这3年的“机遇期”内中国轮胎行业并未更好的取得发展和壮大。
- 2015年之后，绝大部分企业停滞不前或者继续下行时，中策、赛轮、玲珑的收入和利润却在高速增长。多数企业的下滑、破产，加上少数几个企业的成长，这32家企业的总收入2015年之后的增速却超越了全球行业增速，也就是说中国轮胎市场份额在增加，并且合计的利润也在增长。
- 出现这种现象的原因，就是在至暗时刻中，中策、赛轮、玲珑反而抓住了贸易壁垒带来的机会，由于自己的远见布局的海外工厂实现了突围，享受到了贸易壁垒制造出的宽松供需环境，实现了健康的成长。
- 虽然出海企业也会面临新的风险，但国际化经营是成为全球行业巨头的必经之路。

中国农药行业参与全球农药行业分工

- 中国农药行业并没有像中国轮胎行业受到全球市场的频繁制裁，得益于农药行业的分工格局。
- 全球农药巨头多是创新型农药企业，投入研发，成功后将专利药投放市场，产品逐步被市场接受，销量逐步提高，由于此时只有专利企业可以生产销售，因此价格可以维持在高位，此阶段是创新型企业独享丰厚回报的阶段。
- 中国农药企业多是非专利原药企业，专利过期，仿制药企业进入市场参与竞争，由于企业众多，产品价格快速下降，得益于价格下降使得市场需求快速上升。非专利药类型的农药企业通过生产制造优势同样可以获得可观的利润率。
- 创新药企业与中国非专利药企业市场定位不同，中国企业也可以稳定的参与全球农药供应链分工。
- 不过中国的非专利农药企业也不能高枕无忧，我国更为严苛的环保要求正让农药行业受到印度等国企业的挑战。
- 全球最大的农药需求国巴西在2020年1-4月受疫情影响进口量同比下滑了16%，然而从中国采购量下滑了40%。



国际化企业做出逆周期的业绩，逆周期布局对投资则是更好的机会

- 新冠肺炎疫情出现前，我国化工行业处于下行周期，供给侧未实现彻底优化，需求侧出现新挑战。
- 逆全球化、国际贸易摩擦，对我国宏观经济、化工行业的需求构成负面影响。
- 新冠肺炎疫情之后，不会改变疫情之前的化工行业趋势，甚至增加了新的长期压制因素。
- 化工大周期下行的背景下，也存在逆周期的优秀企业，例如轮胎龙头企业和农药板块。这些企业因为更好的融入了全球市场，故而规避了逆全球化的影响，甚至在逆全球化时利用其壁垒创造的被保护下的市场获得了更好的盈利。它们的国际化有些是通过国际化的经营布局，有些是因为根据自身比较优势找准了参与国际分工的定位。
- 国际化也面临国际化的风险，但优于把所有鸡蛋放在同一个篮子里，国际化是成为国际巨头的必经之路。
- 逆周期的企业可以做出逆周期的经营业绩，却不能决定自己有逆周期的估值，因此反而出现了更为珍贵的逆周期在估值低位布局这些资产的机会。
- 国际政治冲突加剧，逆全球化思潮抬头，新冠肺炎疫情此起彼伏，国内经济降速消费不振，价值观割裂极端情绪高涨。但是作为企业，应该从风险中寻找机遇，坚持以正确的姿势融入全球市场，是长期成长的不二法门。
- 莫听穿林打叶声，何妨吟啸且徐行。竹杖芒鞋轻胜马，谁怕？一蓑烟雨任平生。

研究团队简介、机构销售联系人

信达证券化工研究团队（张燕生）曾获 2019 第二届中国证券分析师金翼奖基础化工行业第二名。

张燕生：清华大学化工系高分子材料学士，北京大学金融学硕士，中国化工集团7年管理工作经历。2015年3月正式加盟信达证券研究开发中心，从事化工行业研究。

洪英东：清华大学自动化系学士，清华大学过程控制工程研究所工学博士，2018年4月加入信达证券研究开发中心，从事石油化工、基础化工行业研究。

信达证券股份有限公司

CINDA SECURITIES CO.,LTD

北京市西城区闹市口大街9号院1号楼 邮编：100031

华东地区销售

王莉本：18121125183 wangliben@cindasc.com
文襄琳：13681810356 wenxianglin@cindasc.com
张思莹：13052269623 zhangsiying@cindasc.com
吴 国：15800476582 wuguo@cindasc.com
孙斯雅：18516562656 sunsiya@cindasc.com
张琼玉：13023188237 zhangqiongyu@cindasc.com
袁晓信：13636578577 yuanyu@cindasc.com

华北地区销售

袁 泉：13671072405 yuanq@cindasc.com
张 华：13691304086 zhanghuac@cindasc.com
唐 蕾：18610350427 tanglei@cindasc.com
魏 冲：18340820155 weichong@cindasc.com

华南地区销售

王留阳：13530830620 wangliuyang@cindasc.com
王雨霏：17727821880 wangyufei@cindasc.com
杨诗茗：13822166842 yangshiming@cindasc.com
陈 晨：15986679987 chenchen3@cindasc.com

免责声明

分析师声明

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师在此申明，本人具有证券投资咨询执业资格，并在中国证券业协会注册登记为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告所表述的所有观点准确反映了分析师本人的研究观点；本人薪酬的任何组成部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体分析意见或观点直接或间接相关。

免责声明

信达证券股份有限公司(以下简称“信达证券”)具有中国证监会批复的证券投资咨询业务资格。本报告由信达证券制作并发布。

本报告是针对与信达证券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。本报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。信达证券不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。客户应当认识到有关本报告的电话、短信、邮件提示仅为研究观点的简要沟通，对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于信达证券认为可靠的已公开信息编制，但信达证券不保证所载信息的准确性和完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动，涉及证券或投资标的的历史表现不应作为日后表现的保证。在不同时期，或因使用不同假设和标准，采用不同观点和分析方法，致使信达证券发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告，对此信达证券可不发出特别通知。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测仅供参考，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人做出邀请。

在法律允许的情况下，信达证券或其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，并可能会为这些公司正在提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权仅为信达证券所有。未经信达证券书面同意，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若信达证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，信达证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成信达证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

如未经信达证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。信达证券将保留随时追究其法律责任的权利。

风险提示

证券市场是一个风险无时不在的市场。投资者在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。建议投资者应当充分深入地理解证券市场蕴含的各项风险并谨慎行事。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下，信达证券不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

评级说明

投资建议的比较标准

本报告采用的基准指数：沪深300指数（以下简称基准）；

时间段：报告发布之日起6个月内。

股票投资评级

买入：股价相对强于基准20%以上；

增持：股价相对强于基准5%~20%；

持有：股价相对基准波动在±5%之间；

卖出：股价相对弱于基准5%以下。

行业投资评级

看好：行业指数超越基准；

中性：行业指数与基准基本持平；

看淡：行业指数弱于基准。