

基础化工行业

从“一利五率”看化工央国企投资价值

核心观点:

- “一利五率”明确考核标准，央国企迎来保质保量增长。2023年1月，国资委召开中央企业负责人会议，优化央企经营指标体系为将“两利四率”调整为“一利五率”，用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率。目标为“一增一稳四提升”：利润总额增速高于全国GDP增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量，资产负债率总体保持稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。
- 化工央国企分红率高，公司重视股东回报。2013-2021年中央国有企业分红率维持46%-91%之间，处于行业中上水平，高于地方国有企业和民营企业。2021年，国内中央国有企业/地方国有企业/民营企业/其它企业现金分红率分别为61%/30%/40%/28%。2022年中国石油、中国石化、中国海油现金分红率高达52%/71%/43%。截至2023年4月17日，中国石油、中国石化、中国海油A股股息率(TTM)为4.07%、7.44%、8.14%。
- 化工央国企估值偏低。2013-2022年，中央国有企业PB值波动区间为0.31-0.76，低于行业平均水平，远低于民营企业PB波动区间的0.72-1.8之间。根据彭博和Wind数据，2022年，国内大型化工央企多数PB范围小于1，海外化工龙头企业PB范围为1.0X-2.8X。国内大型化工央企估值整体处于偏低水平。
- 化工央国企有望通过持续强劲的资本开支，加快完善业务板块。国有化工企业现金流充沛、财务杠杆低，有望通过持续强劲的资本开支，加快完善业务板块，实现绿色低碳转型发展。三桶油积极布局CCUS、氢能、光伏、风电、充换电业务等，稳健推进EVA等高端聚烯烃新材料业务。万华在风电、太阳能、核电等清洁能源领域提前布局，预计到2030年每年将获得149亿度清洁电力，减少865万吨碳排放。
- 投资建议：化工央国企估值偏低，高分红+持续强劲的资本开支+业务布局逐步完善，并通过改革提升运营质量和盈利能力，我们看好化工央国企估值重塑。(1)油价高位，上游油气行业央国企盈利有望实现中枢上行，建议关注中国石油、中国海油等；(2)央国企改革，通过收购兼并实现强强联合，如“两化”合并带来的资产重组、产业协同，建议关注扬农化工、鲁西化工、昊华科技、中化国际等；(3)激励充分、管理制度完善的地方国企中的龙头白马公司，建议关注万华化学、华鲁恒升等。
- 风险提示。原油价格大幅波动，宏观经济波动；市场竞争加剧；政策不及预期风险等。

行业评级

买入

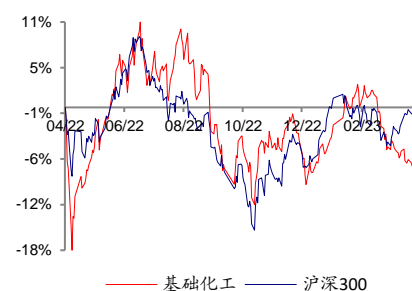
前次评级

买入

报告日期

2023-04-19

相对市场表现



分析师:

邓先河



SAC 执证号: S0260521040006



021-38003672



dengxianhe@gf.com.cn

分析师:

吴鑫然



SAC 执证号: S0260519070004



SFC CE No. BPW070



0755-23942150



wuxr@gf.com.cn

请注意，邓先河并非香港证券及期货事务监察委员会的注册持牌人，不可在香港从事受监管活动。

相关研究:

基础化工行业:万华拟收购烟台巨力, TDI 行业格局再优化 2023-04-16

基础化工行业:中沙合作持续推进, 炼化价值迎来重估 2023-04-09

基础化工行业:AI 赋能合成生物, GPT4 入局加快行业范式变革 2023-04-03

基础化工行业:AI 赋能合成生物, GPT4 入局加快行业范式变革 2023-04-03

联系人:

丁续

dingxu@gf.com.cn

重点公司估值和财务分析表

股票简称	股票代码	货币	最新 收盘价	最近 报告日期	评级	合理价值 (元/股)	EPS(元)		PE(x)		EV/EBITDA(x)		ROE(%)	
							2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E	2022E	2023E
中复神鹰	688295.SH	CNY	41.97	2023/4/13	增持	41.87	0.67	1.05	62.6	40.0	45.3	28.7	13.1	16.9
濮阳惠成	300481.SZ	CNY	24.10	2023/4/3	买入	31.18	1.42	1.56	17.0	15.4	13.9	11.9	18.2	18.3
亚钾国际	000893.SZ	CNY	25.14	2023/4/2	买入	29.9	2.18	2.99	11.5	8.4	8.9	5.7	20.1	21.5
振华股份	603067.SH	CNY	12.93	2023/3/31	买入	18.63	0.82	1.04	15.8	12.4	8.5	7.2	16.6	17.9
川恒股份	002895.SZ	CNY	23.94	2023/3/31	买入	30.6	1.51	2.04	15.9	11.7	8.0	5.7	17.3	18.9
华鲁恒升	600426.SH	CNY	34.11	2023/3/30	买入	41.64	2.96	2.97	11.5	11.5	1.7	0.8	23.4	19.0
荣盛石化	002493.SZ	CNY	14.48	2023/3/29	买入	16.06	0.37	0.85	39.1	17.0	4.3	3.3	26.3	7.6
润丰股份	301035.SZ	CNY	68.38	2023/3/27	买入	93.69	5.1	6.69	13.4	10.2	7.4	5.3	22.9	23.1
万华化学	600309.SH	CNY	98.13	2023/3/21	买入	119.26	5.17	6.91	19.0	14.2	8.4	6.1	24	26.1
华恒生物	688639.SH	CNY	162.30	2023/3/6	买入	185.2	2.95	4.15	55.0	39.1	50.0	34.8	20.6	21.8
森麒麟	002984.SZ	CNY	31.50	2023/2/24	买入	38.51	1.23	2.14	25.6	14.7	14.6	7.1	10.5	15.1
百傲化学	603360.SH	CNY	15.23	2023/1/31	买入	21.98	1.62	1.83	9.4	8.3	7.3	5.5	32.3	29.1
扬农化工	600486.SH	CNY	94.32	2023/1/30	买入	141.6	5.79	6.68	16.3	14.1	8.5	8.1	21	19.5
瑞丰新材	300910.SZ	CNY	105.26	2023/1/10	买入	201.57	3.82	6.72	27.6	15.7	24.4	12.7	24.93	26.8
利尔化学	002258.SZ	CNY	15.99	2022/11/4	买入	25.66	2.36	2.57	6.8	6.2	3.0	2.1	25.4	21
广信股份	603599.SH	CNY	30.14	2022/11/3	买入	44.01	3.45	3.84	8.7	7.8	5.6	4.5	23	19.4
聚合顺	605166.SH	CNY	10.94	2022/10/31	买入	18.33	0.93	1.24	11.8	8.8	4.9	3.1	17.4	18.4
赛轮轮胎	601058.SH	CNY	10.80	2022/10/31	买入	13.74	0.51	0.81	21.2	13.3	8.4	5.6	12.6	16.8
合盛硅业	603260.SH	CNY	82.57	2022/10/31	买入	147.38	5.98	8.19	13.8	10.1	9.5	7.2	25.8	27.7
中触媒	688267.SH	CNY	27.92	2022/10/30	买入	36.57	0.91	1.41	30.7	19.8	20.7	14.1	5.74	19.3
雅克科技	002409.SZ	CNY	65.53	2022/10/30	买入	73.44	1.34	1.79	48.9	36.6	35.2	24.7	9.4	10.9

数据来源：Wind、广发证券发展研究中心

备注：振华股份、川恒股份、华鲁恒升、荣盛石化、森麒麟、濮阳惠成、华恒生物、利尔化学、中触媒、万华化学、扬农化工已公布2022年年度数据，表中估值指标按照最新收盘价计算

目录索引

一、化工央国企估值偏低，国家推动央企改革背景下估值有望迎来重估.....	6
（一）央国企改革政策频出，央国企价值有望重估.....	6
（二）化工央国企估值偏低.....	7
（三）化工央国企持续进行资本开支，加快完善业务板块.....	9
二、“一利五率”明确考核标准，央国企迎来保质保量增长.....	12
（一）2023 年中央企业经营指标体系调整为“一利五率”.....	12
（二）央国有化工企业分红率高.....	16
（三）国企改革正在进行.....	17
（四）化工央国企 ROE 改善空间大.....	20
三、中国上游油气对外依存度高，中游化工品已成为全球最大生产国和消费国.....	21
（一）国内油气对外依存度高，高油价凸显油气资源价值.....	21
（二）中国已成为全球化工最大生产国和消费国.....	23
（三）中国化工产业链完善，全球化工企业加快在中国投资步伐.....	26
四、相关标的.....	28
五、风险提示.....	29

图表索引

图 1: 中国特色的估值体系的提出	6
图 2: 化工央国企 PB 估值与化工全行业 PB 估值对比	8
图 3: 大型化工央国企与海外龙头化工企业 PE 对比	8
图 4: 国有化工企业与海外龙头化工企业 PB 对比	9
图 5: 国有化工企业在建工程均值高 (亿元/家)	9
图 6: 国有化工企业在建工程占固定资产比例高	9
图 7: 万华化学各板块规划	11
图 8: 万华各板块业务定位	11
图 9: “一利五率”经营指标体系及其目标逻辑关系	13
图 10: 化工企业利润总额 (亿元)	14
图 11: 化工企业利润总额增速	14
图 12: 化工企业资产负债率	14
图 13: 化工企业 ROE	15
图 14: 化工企业净现比	15
图 15: 化工企业研发费用 (亿元/家)	15
图 16: 化工企业研发经费投入强度	15
图 17: 化工企业营业现金比率	16
图 18: 全员劳动生产率 (万元/人)	16
图 19: 中国化工企业分红率	16
图 20: 中国中化结构示意图	17
图 21: 中国石油股价 (元/股)	19
图 22: 昊华科技收购中化蓝天后业务示意图	20
图 23: 三桶油历史 ROE 变化情况 (%)	20
图 24: 中国原油的进口量和产量	21
图 25: 中国原油表观消费量	21
图 26: 中国天然气进口量和产量	22
图 27: 中国天然气表观消费量	22
图 28: 亚太地区石油储量少、产量少，但消费量高	22
图 29: Brent 现货价格 (美元/桶)	23
图 30: 中国 LNG 现货价格 (元/吨)	23
图 31: 化工产业链复杂	23
图 32: 2010-2020 全球各国/组织化学品产量复合增长率	24
图 33: 中国化工行业销售额全球占比高	24
图 34: 中国化工行业研发支出	24
图 35: 2021 年全球纺织品出口国 (地区) 市场份额	25
图 36: 2021 年全球服装出口国市场份额	25
图 37: 2019 年尿素全球产能分布	25
图 38: 2022 年全球汽车产量分布	25
图 39: 2022 年全球冰箱冷柜产量分布	26

图 40: 2021 年全球空调产量分布	26
图 41: 中国化工行业资本支出全球占比高	27
图 42: 中国外商直接投资金额	27
表 1: 23 年来央国企重估政策频出	7
表 2: 央国企业进行绿色低碳业务结构升级	10
表 3: 2022 年至今, 华鲁恒升资本开支规划产能	12
表 4: 2023 年中央企业经营指标体系	13
表 5: 三桶油 2022 年分红计划	17
表 6: 2022 年“科改示范企业”化工企业名单	18
表 7: 中国石油改革情况	18
表 8: 三桶油 20-22 年 ROE 变化 (%)	20
表 9: 三桶油不同 ROE 假设下对应利润率水平测算	21
表 10: 鼓励外商投资及化工产业投资相关政策	26
表 11: 2022 年以来, 全球化工企业加快中国投资	27

一、化工央企估值偏低，国家推动央企改革背景下估值有望迎来重估

（一）央企改革政策频出，央企价值有望重估

2022年11月21日，中国证监会主席易会满首次公开提出，要把握好不同类型的上市公司的估值逻辑，探索建立具有中国特色的估值体系。中国特色估值体系是在资本市场载体里建立“中国特色”。二十大报告重新定位中国特色的资本市场，实现安全与发展诉求的辩证统一，目的是更好发挥市场资源配置功能，而本质是对“中国优势资产”进行重估。

相比于西方成熟资本市场，中国特色的资本市场具有三大结构性特征：（1）以公有制为主体，截至2023年4月18日，国企市值占A股整体市值的48%。（2）在产业结构上，我国面临产业升级阶段，向高端制造、绿色化和数智化转型，战略性新兴产业占比提升。（3）在投资者结构上，A股个人投资者交易占比逐步下降但在绝对值上仍占比较高。

图1：中国特色的估值体系的提出



数据来源：广发策略《围读“中国特色估值体系”-“中国特色估值体系”猜想系列（四）》，广发证券发展研究中心

央国企的估值水平显著低于民企，具有重估潜力，同时21年以来央国企的盈利能力显著高于民企，从而提升了其重估能力。因此，央国企重估是“中国特色估值体系”的重要一环，国务院和国资委等多部门发布相关政策协同推进。

2022年5月，国资委发布《提高央企控股上市公司质量工作方案》，要求2024年底前调整盘活一批上市平台，科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司平均水平，到2023年ESG相关专项报告披露“全覆盖”。2023年1月，国资委召开中央

企业负责人会议，优化央企经营指标体系为“一利五率”，目标为利润总额增速高于全国GDP增速，资产负债率总体保持稳定，净资产收益率、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。根据国资委规划，“十四五”期间央企将进一步加大研发投入力度，尤其是卡脖子技术在研发初期需要大量资金投入，且短时间内看不到成果，央企是攻克卡脖子技术的主要中坚力量。

表1：23年来央国企重估政策频出

时间	部门	政策/会议	内容要点
2022/5/7	国资委	国企改革三年行动推进会	建立进退有序的国有资本动态调整机制，进一步加强对国有资本运营的监管。围绕促进高水平科技自立自强，加快提升企业自主创新能力，推动国有企业打造原创技术“策源地”，着力突破一批关键核心技术，全方位推动国有企业转型升级创新发展。
2022/5/27	国资委	《提高央企控股上市公司质量工作方案》	在2024年底前：调整盘活一批上市平台、落实董事会各项机制、将证券交易所年度信息披露工作考核结果纳入绩效评价体系、科技投入强度原则上不低于市场同行业可比上市公司平均水平，到2023年相关专项报告披露“全覆盖”。
2022/11/21	证监会主席易会满	2022 金融街论坛年会	国有上市公司和上市国有金融企业市值占比将近一半，体现了国有企业作为国民经济重要支柱的地位。建设中国特色现代资本市场，探索建立具有中国特色估值体系。
2023/1/5	国资委	中央企业负责人会议	提出2023年中央企业考核指标为“一利五率”，目标为“一增一稳四提升”。相较于2022年的变化主要是用净资产收益率替换净利润指标，用营业现金比率替换营业收入利润率指标，对盈利能力、价值实现能力的考核更加重视。
2023/2/9	国资委	《关于做好2023年中央企业投资管理进一步扩大有效投资有关事项的通知》	提出要持续推动国有资本向重要行业和关键领域集中，深入推进战略性重组和专业化整合。加大关键核心技术协同攻关力度；加大能源资源、粮食供应保障、战略性物资储备等领域布局力度；推动绿色化数字化智能化转型发展。
2023/3/3	国资委	国有企业对标世界一流企业价值创造行动启动会议	国有企业在效率效益、战略性新兴产业布局、科技创新能力支撑等方面仍存在差距。突出效益效率，加快转变发展方式，聚焦全员劳动生产率、净资产收益率、经济增加值率等指标，有针对性地抓好提质增效稳增长，切实提高资产回报率水平；突出创新驱动，提升基础研究能力。
2023/3/5	国务院总理李克强	政府工作报告	深化国资国企改革，提高国企核心竞争力。坚持分类改革方向，处理好国企经济责任和社会责任关系，完善中国特色国有企业现代公司治理。
2023/3/6	国资委	党委扩大会议	瞄准国有企业功能定位持续深化改革，进一步优化国有经济布局，大力发展实体经济，发展战略性新兴产业，遵循市场经济规律和企业发展规律，推进战略性重组和专业化整合，助力现代产业体系建设，服务加快构建新发展格局。

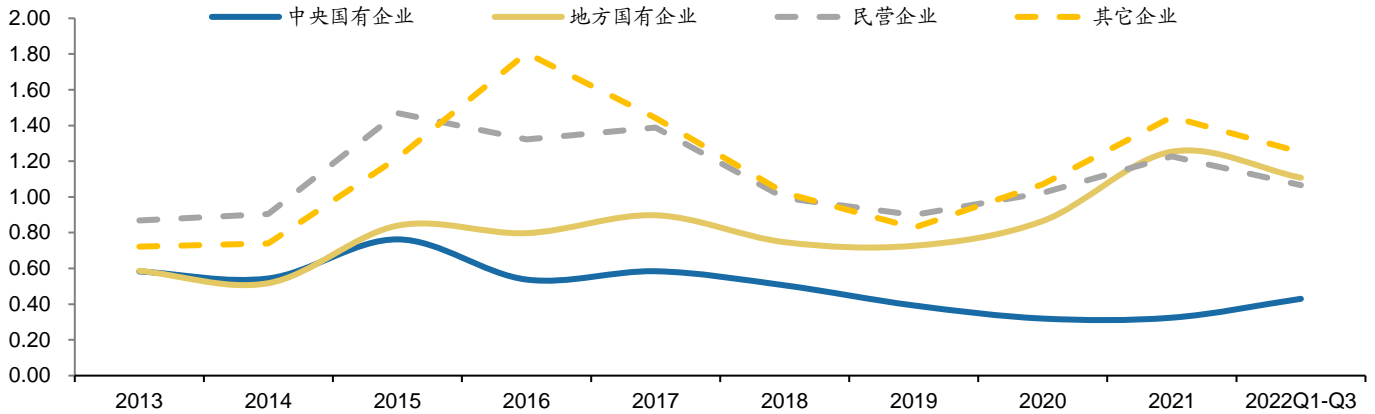
数据来源：国资委，国务院，证监会，广发证券发展研究中心

（二）化工央国企估值偏低

化工央国企PB估值低于中国化工全行业平均水平。2013-2022年，中央国有企业PB值波动区间为0.31-0.76，低于行业平均水平。地方国有企业PB波动上升，从

2013年的0.58上升至2021年的1.25。民营企业 and 化工其他企业PB值维持在较高水平，稳定在0.72-1.8之间。

图2：化工央企PB估值与化工全行业PB估值对比



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

与海外化工龙头对比，国内大型化工央企估值偏低。我们选取中国石油、中国石化、中国海油、中化国际、万华化学、华鲁恒升、扬农化工、昊华科技、鲁西化工、华锦股份与巴斯夫、科思创等海外化工龙头企业估值进行对比。根据彭博和Wind数据，2022年，国内大型化工央企PE范围为6X-22X，多数PB范围小于1，海外化工龙头企业PE范围为8X-54X，PB范围为1.0X-2.8X，国内大型化工央企估值整体处于偏低水平。

图3：大型化工央企与海外龙头化工企业PE对比

企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
国内	中国石油	36.6	214.6	62.9	24.6	25.6	41.1	10.7	6.6
	中国石化	27.2	18.4	13.3	8.4	13.3	12.9	7.4	7.7
	中国海油	6.9	-	17.7	13.3	8.9	7.1	6.2	3.9
	中化国际	55.0	85.5	81.1	13.8	20.7	-	9.1	22.6
	万华化学	22.0	17.4	11.5	6.2	18.6	37.7	13.1	15.5
	华鲁恒升	14.5	21.2	23.9	6.7	13.5	33.1	10.8	9.8
	扬农化工	19.9	27.3	27.9	12.2	18.0	36.4	33.8	17.5
	昊华科技	111.5	157.9	100.5	37.0	21.2	30.1	52.5	38.8
	鲁西化工	24.8	69.1	20.4	4.4	9.7	14.4	7.3	5.8
华锦股份	-	13.3	8.2	5.7	10.6	-	11.5	12.3	
海外	巴斯夫	10.0	12.0	15.1	10.9	12.5	16.9	9.5	8.1
	台塑	18.2	11.9	11.2	10.8	11.0	12.8	29.6	8.3
	埃克森美孚	7.7	16.0	25.4	17.3	12.2	15.3	11.0	16.8
	拜尔	24.5	15.7	21.7	26.2	38.3	21.8	44.6	53.7
	杜邦	5.0	5.2	11.3	37.1	28.1	36.3	49.0	29.7
	科思创	12.2	15.1	14.6	6.2	4.1	11.2	20.7	4.6
	西方石油	474.9	-	83.3	12.4	36.5	-	12.7	5.3
	雪佛龙	27.2	113.2	35.6	12.5	20.1	-	13.6	9.4

数据来源：彭博，Wind，广发证券发展研究中心

注：各公司PE估值数据为当年年末市值/当年归母净利润

图4: 国有化工企业与海外龙头化工企业PB对比

企业	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	
国内	中国石油	1.3	1.2	1.2	1.1	0.9	0.6	0.7	0.7
	中国石化	0.9	0.9	1.0	0.8	0.9	0.7	0.7	0.7
	中国海油	0.8	1.0	1.1	1.2	1.2	0.6	0.6	0.7
	中化国际	2.4	2.1	1.5	1.3	1.2	1.3	1.9	1.9
	万华化学	3.4	3.4	4.3	2.4	4.4	6.5	5.0	3.9
	华鲁恒升	1.9	2.1	2.9	1.7	2.4	4.1	3.2	2.7
	扬农化工	3.0	3.6	4.1	2.6	4.2	7.1	6.0	3.8
	昊华科技	8.5	6.0	5.3	3.2	2.9	3.1	6.4	5.0
	鲁西化工	1.7	1.4	3.3	1.5	1.5	1.8	1.7	1.4
	华锦股份	1.5	1.9	1.3	0.7	0.7	0.7	0.8	0.8
海外	巴斯夫	1.9	1.5	1.9	1.7	1.4	1.0	1.7	1.1
	台塑	1.1	1.3	1.4	1.5	1.5	1.4	1.8	1.5
	埃克森美孚	1.4	1.5	1.5	1.4	1.3	0.8	1.5	2.2
	拜尔	4.1	2.6	2.5	1.7	1.1	1.1	1.6	1.6
	杜邦	-	1.1	1.3	0.7	0.5	0.9	1.4	1.3
	科思创	2.7	1.9	2.8	2.3	1.3	1.2	1.8	1.0
	西方石油	2.1	2.5	2.7	2.2	1.6	2.0	2.8	2.8
	雪佛龙	1.1	1.5	1.6	1.3	1.6	1.2	1.6	2.2

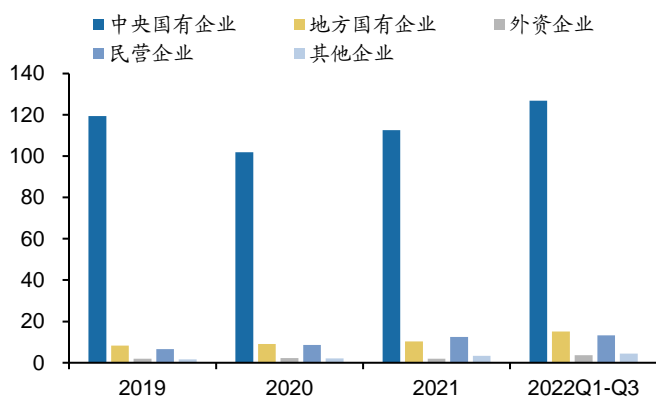
数据来源: 彭博, Wind, 广发证券发展研究中心

注: 各公司 PB 估值数据为当年年末市值/当年年末净资产

(三) 化工央企国企持续进行资本开支, 加快完善业务板块

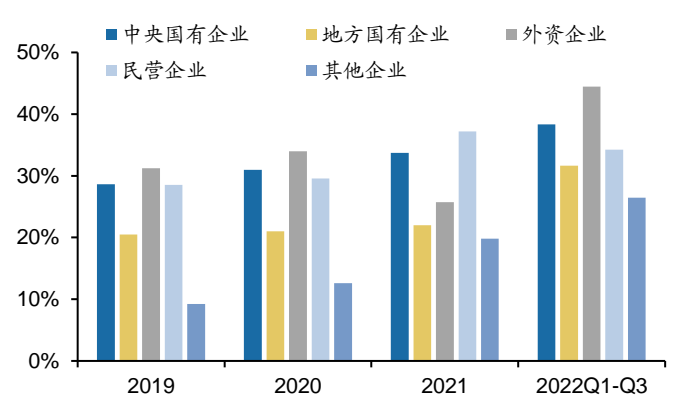
化工行业是一个较为明显的周期性行业, 盈利跟随行业景气呈现周期性变化, 资本回报率较低, 而优秀化工企业穿越行业周期需要两个特质——强护城河和高成长性: 其中, 高成长性要求化工企业持续保持资本开支, 扩大占有率, 实现业务结构升级。扩张需要两个关键因素: (1) 获得扩产所需要的指标, 能耗双控的政策下, 作为高耗能的化工项目, 国有企业在这一方面优势显著, 22年以来国家所批复的大型炼化项目以国有企业为主; (2) 化工作为重资产行业扩产需要充足资金, 国有化工企业在此方面现金流充沛、财务杠杆低。总体而言, 国有化工企业在化工行业新一轮扩产周期中资本开支力度强劲, 有望加快完善业务板块, 优质化工国有企业有望提升估值。

图5: 国有化工企业在建工程均值高 (亿元/家)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图6: 国有化工企业在建工程占固定资产比例高



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

三桶油扎实推进绿色低碳转型发展, 稳健布局新材料新能源业务。中国海油新能源

业务进展顺利，规模化获取海南东方海上风电等项目，首个深远海浮式风电平台“海油观澜号”完成浮体总装。中国海上首个碳封存示范工程在恩平油田群建成，渤中-垦利油田群岸电二期项目建成投用。中国石油着力打造“油气热电氢”综合能源公司，风光发电、地热等新能源业务稳步拓展。公司全力参与“沙戈荒”大基地和深远海风电大基地项目建设，加强绿电、地热、氢能等项目布局实施。中国石化在布局氢能、光伏、充换电业务，正在建设新能源服务网络，充换电站、碳中和加油站、碳中和油库，拥有加氢站数量全球首位。

表 2: 央企企业进行绿色低碳业务结构升级

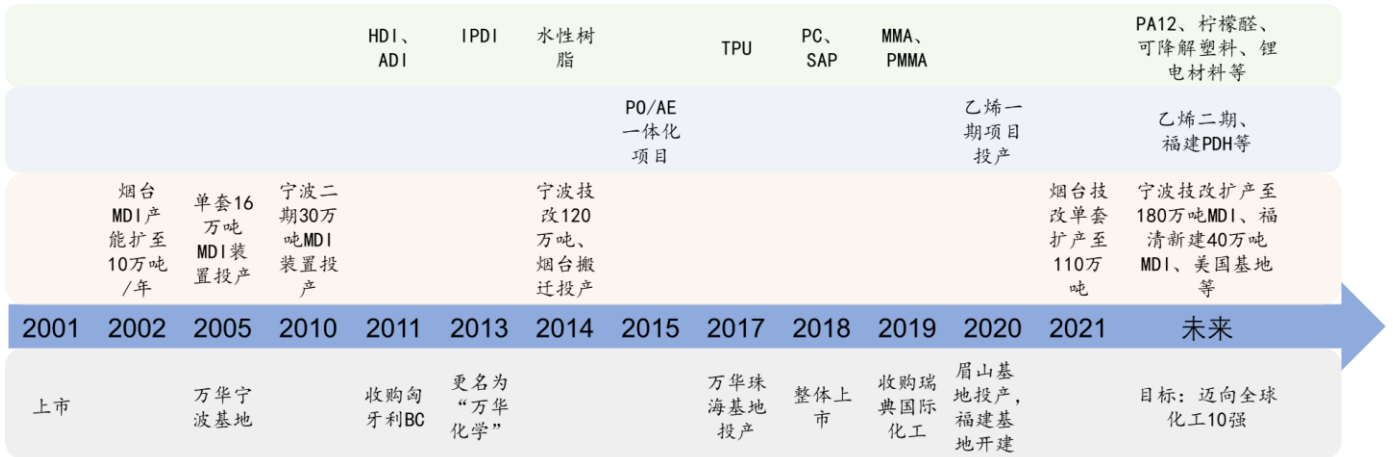
公司	项目	项目进展
中国海油	海上风电	在江苏首个海上风电项目已实现全容量并网，目前项目运转正常 公司收购中核汇海风电投资有限公司 40% 股权 首座离岸距离 100 公里以上、水深 100 米以上的“双百”漂浮式风电平台完成浮体总装（深远海浮式风电平台“海油观澜号”） 中国首个直接为油田生产设施、高渗透率直接供电的分散式风电项目 - 蓬莱分散式风电项目正式启动 中国海油首个大型海上风电示范项目 - 海南 CZ7 海上风电示范项目获得核准
	CCS/CCUS	首套海上二氧化碳封存装置在恩平 15-1 生产平台完成安装，中国首个海上千万吨级 CCS/CCUS 集群示范项目启动实质性研究工作
	光伏业务	公司首个陆上集中式光伏项目 - 甘南合作市“牧光互补”项目顺利开工
	海上风电、光伏发电	“沙戈荒”大基地和深远海风电大基地项目 首个风光储一体化开发项目——大庆油田葡二联小型分布式电源集群应用示范一期工程并网发电，累计建成风光发电装机规模超过 140 万千瓦，累计地热供暖面积达到 2,500 万平方米，新能源开发利用能力达到 800 万吨标煤/年
中国石油	CCS/CCUS	吉林油田二氧化碳驱油示范工程累计封存二氧化碳 190 余万吨
	氢能	开展 4 个氢提纯项目前期研究，其中四川石化项目已建成投用 新增高纯氢产能 1,500 吨 / 年，高纯氢总产能达到 3,000 吨 / 年积极推进加氢站建设 目前共有加氢站（综合服务站）35 座
	新材料	推动吉林石化、广西石化乙烯项目建设，加快辽阳石化、大庆石化相关新产品研发。新材料包括乙烯、合成树脂、合成纤维原料及聚合物、合成橡胶、尿素等
	地热供暖	累计地热供暖总面积达到 2,500 万平方米，年替代标准煤 57.5 万吨 北京首个中深层地热供暖项目顺利开工
中国石化	氢能	建设氢能供应中心，拥有加氢站数量全球首位
	新能源汽车充换电	加快建设新能源服务网络，充换电站、碳中和加油站、碳中和油库持续投营
	太阳能、风能等	提升光伏级 EVA 等高附加值产品产量

数据来源：各公司 2022 年年报，各公司 ESG 报告，Wind，广发证券发展研究中心

万华化学是全球最大且最具竞争力的 MDI 制造商，凭借自主创新研发多次打破国外垄断，在高技术、高资本、高附加值的化工新材料领域突出主业，并实施与主业相关的多元化发展向国际一流化工新材料公司不断迈进。精细化学品与新材料业务持续保持快速增长：公司通过自主研发已经形成全球最全特种异氰酸酯系列、第二大 TPU 供应商、兼顾高吸收和高吸液的 SAP、全球最大单套产能的超透光学级 PMMA、

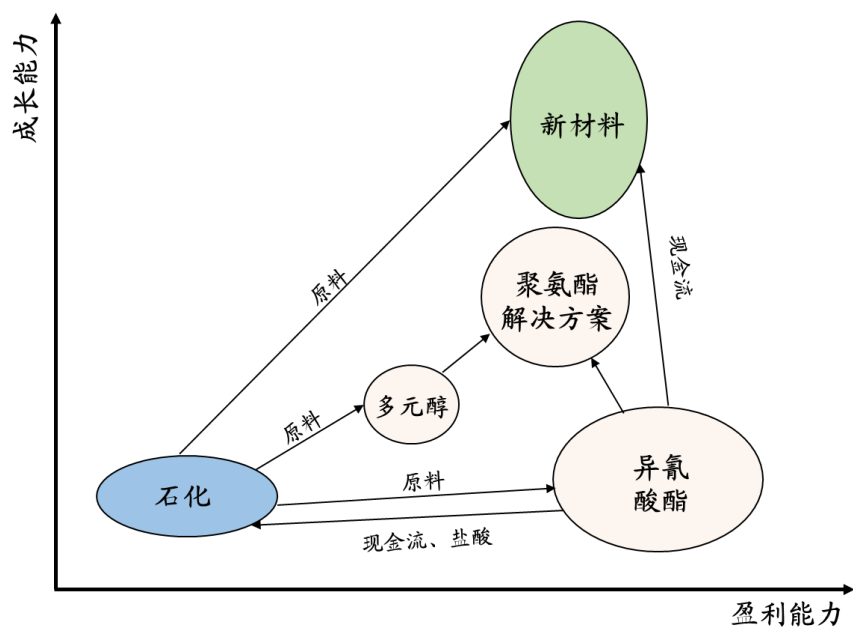
高端特种PC等多个具有竞争力的产品，后续随尼龙12、柠檬醛产业链、高端聚烯烃、可降解塑料、锂电三元正极等一系列新产品投产，新材料板块将迎来爆发式增长。在能源方面，万华化学从源头加强碳足迹管理，持续进行能源结构优化，形成多轮驱动的供应体系，实现能源方面的绿色低碳变革和供应保障。公司在风电、太阳能、核电等清洁能源领域提前布局，通过合资、合作的方式实现清洁能源的增量，预计到2030年，万华合资、投资的清洁新能源项目，按照股权占比公司每年将获得149亿度清洁电力，减少865万吨碳排放。

图7：万华化学各板块规划



数据来源：公司官网，公司年报，经营公告，广发证券发展研究中心

图8：万华各板块业务定位



数据来源：广发证券发展研究中心

华鲁恒升凭借先进煤气化平台，通过品类扩展，实现“一头多线”发展，达到优质原材料供应商的高，又通过产品升级，逐步向领先的功能材料供应商迈进。“十四五”战略发展期，华鲁恒升150万吨绿色化工新材料项目陆续落地，在尼龙新材料、锂电化学品和可降解塑料等新能源、新材料业务领域持续展开布局。尼龙新材料：通过实施精己二酸品质提升、酰胺及尼龙新材料项目，构建以苯为原料，经由己内酰胺、己二酸等产品发展PA6和PA66 高端新材料项目。锂电化学品：通过乙二醇联产草酸、碳酸二甲酯（DMC），以及通过1,4丁二醇（BDO）延伸拓展的NMP，构建锂电化学品。可降解塑料：通过实施精己二酸品质提升、PBAT可降解塑料项目、构建以苯、电石为原料，经由1,4丁二醇（BDO）、己二酸等产品发展PBAT材料。

表 3：2022 年至今，华鲁恒升资本开支规划产能

项目名称	建设内容（以终端产品产能统计）	预算数（亿元）	2022H1 工程进度/预计投产时间	
酰胺及尼龙新材料项目	30 万吨己内酰胺，20 万吨/年尼龙 6	49.80	于 2022.11.12 日全部投产	
尼龙 66 高端新材料	8 万吨/年尼龙 66、14.8 万吨/年己二酸	30.78	3%，2022.04 公告公示，建设期 24 月，预计 2024H1 投产	
德州基地	高端溶剂项目	30 万吨/年碳酸二甲酯、30 万吨/年碳酸甲乙酯、副产 5 万吨/年碳酸二乙酯	10.31	18%，2022.04 环评公示，建设期 20 月，预计 2023 年底投产
	PBAT 可降解塑料项目	10 万吨/年乙炔、72 万吨/年甲醛、17.9 万吨/年 BDO、12 万吨/年 PBAT、5 万吨/年 NMP	44.28	2021.08 环评公示，2022H1 工程进度为 0%
园区气体动力平台项目	100 万吨/年尿素、100 万吨/年醋酸、	59.24	一期项目，预计 2023H2 投产	
合成气综合利用项目	15 万吨/年混甲胺、15 万吨/年 DMF	56.04	一期项目，预计 2023H2 投产	
荆州基地	蜜胺树脂单体材料项目	16 万吨/年三聚氰胺	5.4	一期项目，2022.5 环评公示、建设期 24 月，预计 2024H1 投产
	醋酸裂解法生产醋酐	10 万吨/年醋酐	3.9	一期项目，2022.7 环评公示，建设期 22 月，预计 2024H1 投产
新能源材料项目	20 万吨/BDO、3 万吨/年 PBAT，16 万吨/年 NMP	34	二期项目，2022.12 环评公示，建设期 26 月，预计 2025 年初投产	
合计投资额		293.75		

数据来源：2022H1 财报，荆州市人民政府官网，公司官网，Wind 投资者问答，《关于酰胺及尼龙新材料项目(30 万吨年) 尼龙 6 装置投产公告》，《关于荆州公司签订绿色新能源材料投资协议公告》、《华鲁恒升（荆州）有限公司蜜胺树脂单体材料项目环境影响报告书》等，广发证券发展研究中心

二、“一利五率”明确考核标准，央国企迎来保质保量增长

（一）2023 年中央企业经营指标体系调整为“一利五率”

国资委进一步优化完善中央企业经营指标体系，将“两利四率”调整为“一利五率”。保留利润总额、资产负债率、研发经费投入强度、全员劳动生产率四个指标，用净资产收益率替换净利润指标、营业现金比率替换营业收入利润率。2023

年中央企业发展目标为“一增一稳四提升”。“一增”，即确保利润总额增速高于全国GDP增速，增大国资央企稳定宏观经济大盘的分量；“一稳”，即资产负债率总体保持稳定；“四提升”，即净资产收益率（ROE）、研发经费投入强度、全员劳动生产率、营业现金比率4个指标进一步提升。

表 4: 2023年中央企业经营指标体系

2021 “两利四率” 经营目标		2023 年 “一利五率” 经营目标	
	两高三增一稳		一增一稳四提升
净利润	高于国民经济的增速	净资产收益率	进一步提升
利润总额	高于国民经济的增速	利润总额	高于全国 GDP 增速
资产负债率	保持稳健可控	资产负债率	总体保持稳
利润率	明显增长	营业现金比率	进一步提升
研发投入强度	明显增长	研发投入强度	进一步提升
全员劳动生产率	明显增长	全员劳动生产率	进一步提升

数据来源：国务院国有资产监督管理委员会，广发证券发展研究中心

“一利五率”经营指标体系及其“一增一稳四提升”的经营目标并非孤立存在，而是具有“牵一发而动全身”式的紧密关联。ROE受到销售净利率、总资产周转率和资产负债率影响：，ROE与其他“四率”的关联表现为如下四点：（1）全员劳动生产率提升将有助于降低成本费用率，提升销售净利率；（2）研发费用率提升短期内可能提高成本率，但长期看有助于提高企业市场份额或毛利率，从而对ROE产生积极影响；（3）提升营业现金比率，意味着应收账款周转率与存货周转率提升，从而提高总资产周转率。（4）资产负债率提升将提高ROE，但国资委要求“稳资产负债率”，意味着企业不能通过提高财务杠杆的方式提高ROE，必须实质性提升业务质量。

图9: “一利五率”经营指标体系及其目标逻辑关系

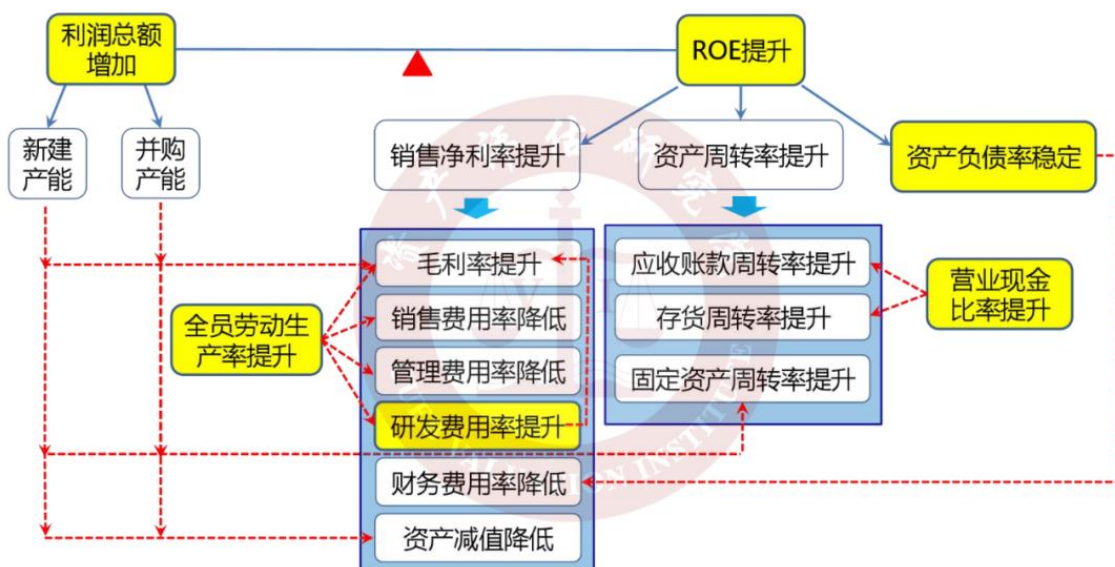


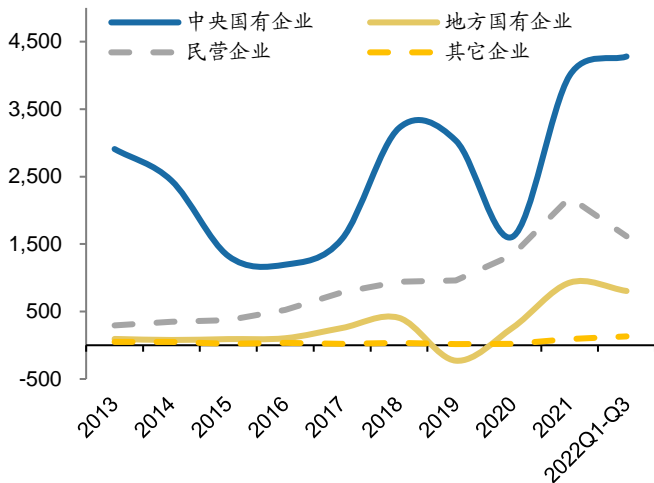
图 1 “一利五率”经营指标体系及其目标的逻辑关系

数据来源：中国资产评估协会，广发证券发展研究中心

利润总额方面，中央国有企业占据绝对性优势。2013-2021年CAGR为4%，2021年化工企业利润总额为7208亿元，同比上升123%，中央国有企业占比为55.5%，同比上升148%；地方国有企业占比13.9%，同比上升254%。22年Q3化工企业利润总额为6829亿元，中央国有企业占比为62.3%，地方国有企业占比11.8%。

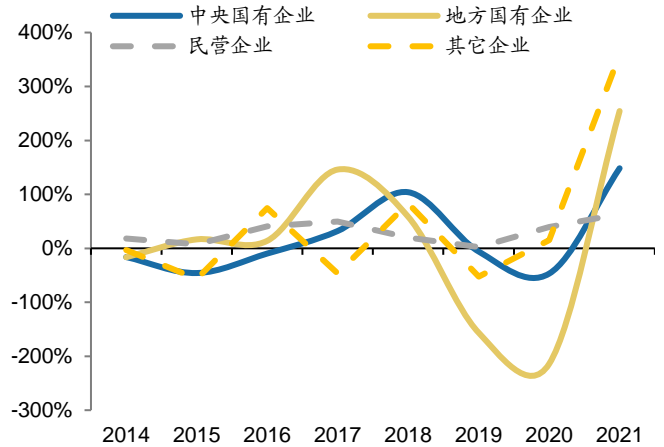
利润增速方面，2019年受经济增速回落影响，化工产品均价下滑，化工行业盈利下滑，2020年受疫情影响，化工企业利润总额持续下降。2021-2022年化工企业利润总额及增速随着疫情放缓逐渐提升，后续景气度有望进一步回暖。

图 10: 化工企业利润总额 (亿元)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

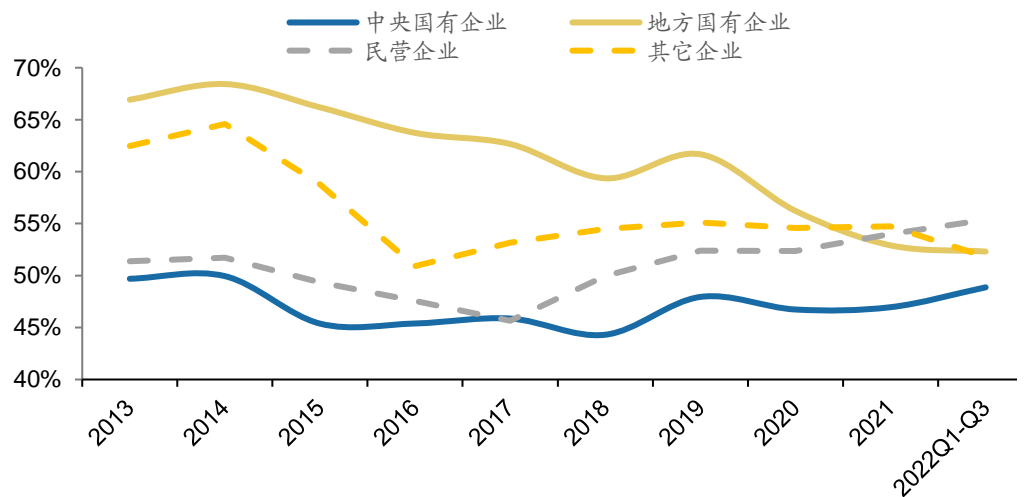
图 11: 化工企业利润总额增速



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

中央国有企业财务杠杆低，资产负债率稳定且处于较低水平。2013年至2022年Q3，A股上市中央国有企业资产负债率在44%-50%之间，低于化工行业平均水平，财务管理能力强；地方国有企业资产负债率稳步下降，去杠杆明显；民营企业资产负债率在48%-55%之间波动。截至2022年Q3，中央国有企业/地方国有企业/民营企业/其它企业资产负债率分别为49%/52%/55%/52%。

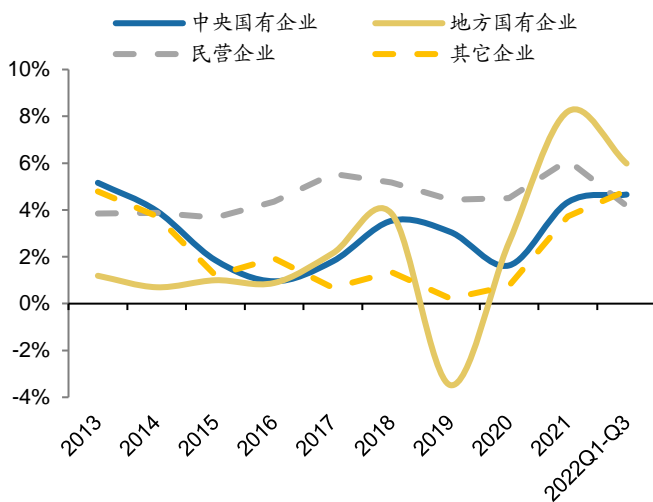
图 12: 化工企业资产负债率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

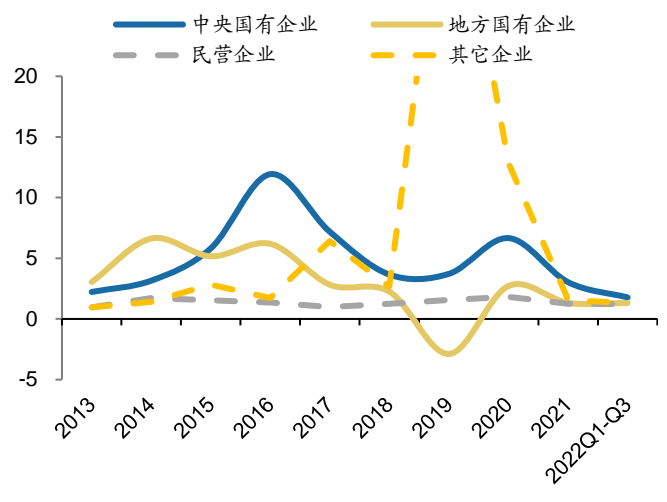
中央国有企业盈利能力强，现金流充沛。自2013年以来，中央国有企业具有较高的ROE，盈利能力强大。截至2022Q3，国内中央国有企业/地方国有企业/民营企业/其它企业ROE分别为4.66%/5.99%/4.17%/4.83%。中央国有企业具有良好的现金流，净现比高于同行业其他企业，截至2022Q3，国内中央国有企业/地方国有企业/民营企业/其它企业净现比分别为1.77%/1.32%/1.21%/1.29%。近年来受疫情的负面影响，中央国有企业ROE及净现比相对地方国有企业，民营企业与其他企业波动较小。中央国有企业抗风险能力高，更具备穿越周期可能性。

图 13: 化工企业ROE



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

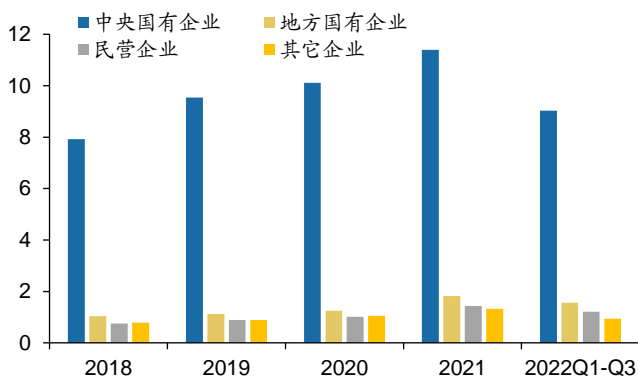
图 14: 化工企业净现比



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

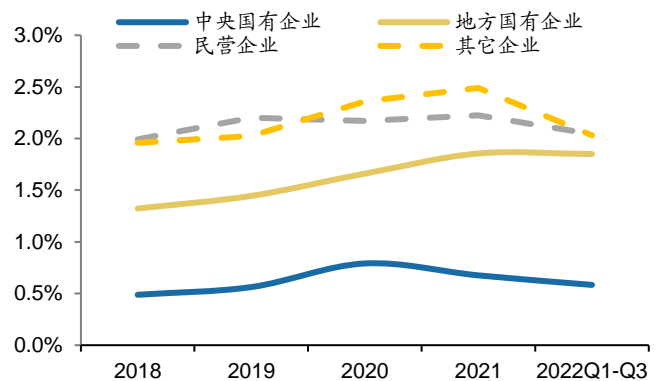
中央国有企业平均研发费用远高于同行业其他企业。2018-2021年，中央国有企业平均研发经费逐年上升，在化工企业里为绝对龙头；研发经费投入强度稳定在0.49-0.79%之间。地方国有企业，民营企业与其他企业的研发费用与研发经费投入强度接近。截至2022年Q3，国内中央国有企业/地方国有企业/民营企业/其它企业研发经费投入强度分别为0.58%/1.85%/2.04%/2.03%。

图 15: 化工企业研发费用 (亿元/家)



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 16: 化工企业研发经费投入强度

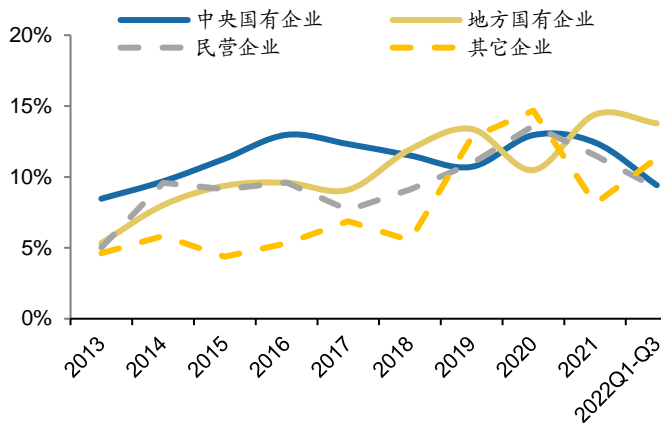


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

化工企业营业现金比率较稳定，中央国有企业全员劳动生产率为化工企业最高。

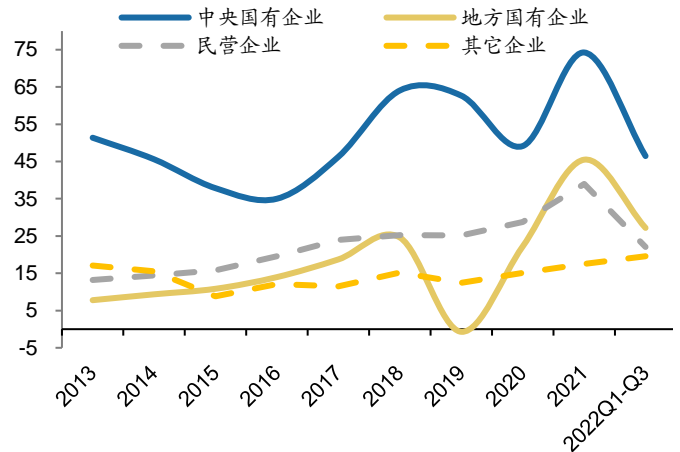
2013-2021年中央国有企业营业现金比率稳定在8%-13%。地方国有企业，民营企业和其他企业的营业现金比率波动上升。2013-2021年，化工企业全员劳动生产率波动上升，其中中央国有企业占据绝对优势；地方国有企业，民营企业与其他企业全员劳动生产率较为接近。截至2022年Q3，国内中央国有企业/地方国有企业/民营企业/其它企业全员劳动生产率分别为46/27/22/19万元/人。

图 17: 化工企业营业现金比率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

图 18: 全员劳动生产率 (万元/人)

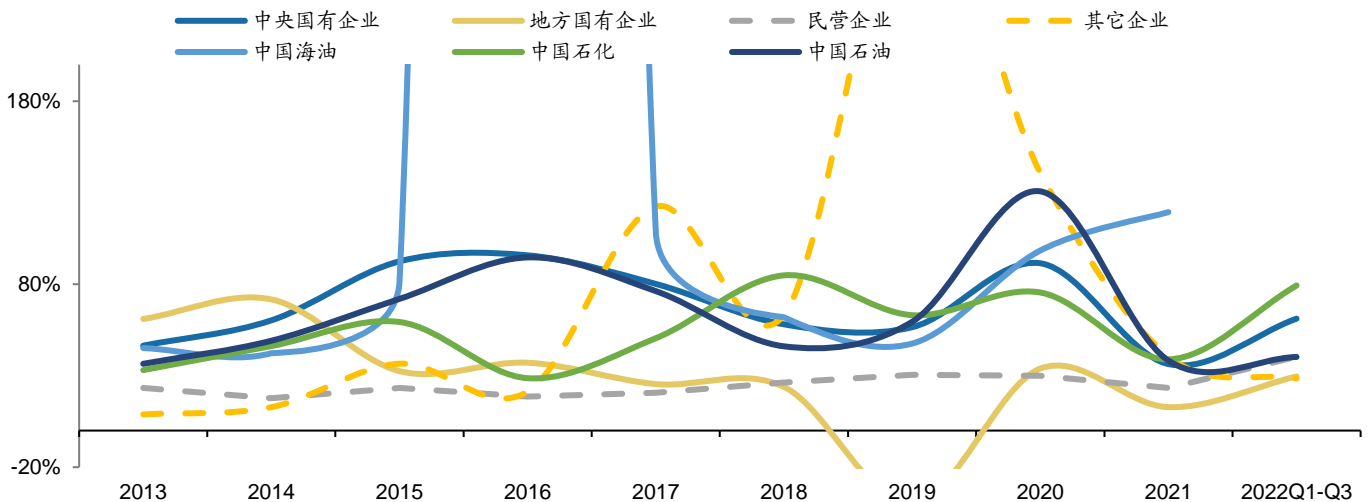


数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

(二) 央国有化工企业分红率高

中央国有化工企业分红率高，公司重视股东回报。2013-2021年中央国有企业分红率维持46%-91%之间，处于行业中上水平，高于地方国有企业和民营企业。2021年，国内中央国有企业/地方国有企业/民营企业/其它企业全分红率率分别为61%/30%/40%/28%。2022年中国石油、中国石化、中国海油现金分红率达52%/71%/43%。截至2023年4月17日，中国石油、中国石化、中国海油A股息率(TTM)为4.07%、7.44%、8.14%。

图 19: 中国化工企业分红率



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

表5: 三桶油2022年分红计划

公司	分红计划
中国海油	2022-2024 年公司全年股息支付率预计将不低于 40% ；无论公司经营表现如何，2022-2024 年，全年股息绝对值预计不低于 0.70 港元/股（含税）。
中国石化	公司优先采用现金分红的利润分配方式。公司可以进行中期利润分配。公司当年实现的母公司净利润为正，及公司累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展情况下，公司应进行现金分红，且 每年以现金方式分配的利润不少于当年实现的母公司净利润的 30% 。
中国石油	在当年实现的归属于母公司股东的净利润及累计未分配利润为正，且公司现金流可以满足公司正常经营和可持续发展情况下， 现金分红比例不少于当年实现的归属于母公司股东的净利润的 30% 。本公司股息每年分配两次，末期股息由股东大会以普通决议的方式决定，中期股息可以由股东大会以普通决议的方式授权董事会决定。

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

（三）国企改革正在进行

国有企业改革的持续深化。国资委按照“一条主线、五个着力”思路，以“做强做优做大中央企业、实现高质量发展”为主线，着力中央企业战略性重组、专业化整合、并购、“两非”（非主业、非优势）剥离和“两资”（低效资产、无效资产）清退、“压减”等五个重点，先后完成了一批资产规模大、影响深远的重组项目。**国企改革主要有三种策略：第一，并购重组；第二，员工激励机制；第三，引入战略投资者。**

中化集团、中国化工通过重组实现强强联合，切实增强中央企业在种源、化工等领域核心竞争力。2021年5月，由中国中化集团与中国化工集团联合重组的新央企，中国中化控股有限责任公司（中国中化），正式成立。中国中化目前是**唯一以化工为主业的中央企业**，总资产和销售收入双双超过万亿元，成为全球规模最大的化工企业。

图 20: 中国中化结构示意图



数据来源：中国中化官网，广发证券发展研究中心

通过资产重组、股权合作等方式稳步推动三大石油公司之间的专业化整合，推动具有中国特色的“X+1+X”油气市场。2020年国家管网集团通过市场化方式收购三大石油公司相关管道资产，打破我国油气干线管道主要由三大石油公司实行上中下游业务一体化经营的传统格局。

“科改示范行动”国企改革专项工程为国企增活力强动力，化工企业共上榜18家。2020年，完成改革方案备案的204户“科改示范企业”名单正式公布，138家央企子企业和66家地方国企入围该名单。2022年，国企改革“科改示范企业”最新名单公布，上榜公司增加至439家。中国石油、中国石化、中国海油、中国中化等企业上榜。其中，三桶油上榜13家企业。

表 6: 2022年“科改示范企业”化工企业名单

公司	附属公司
中国石油天然气集团有限公司	中国石油天然气管道工程有限公司
	北京石油机械有限公司
	中油奥博(成都)科技有限公司
	中国石油集团工程材料研究院有限公司
	昆仑数智科技有限责任公司
	天津中油渤星工程科技有限公司
中国石油化工集团有限公司	中联煤层气国家工程研究中心有限责任公司
	德州大陆架石油工程技术有限公司
	中国石化催化剂有限公司
中国海洋石油集团有限公司	中石化(北京)化工研究院有限公司
	中海油天津化工研究设计院有限公司
	中海油常州涂料化工研究院有限公司
	深圳海油工程水下技术有限公司
中国中化控股有限责任公司	中化环境控股有限公司
	沈阳化工研究院有限公司
	昊华化工科技集团股份有限公司
	中蓝晨光化工研究设计院有限公司
中国化学工程集团有限公司	中国天辰工程有限公司
	中国化学工业桂林工程有限公司
	华陆工程科技有限责任公司

数据来源：国务院国有资产监督管理委员会、广发证券发展研究中心

国企改革长远看有助于优化国有资本结构，提升国有企业运行效率，发挥国有企业的上下游产业链稳定作用，改善盈利能力。化工国企正在实行资产重组、收购兼并、股权变动、员工激励等一系列改革。如中国石油在2019-2021年进行的股份无偿转让给中冶集团、下属公司昆仑能源和国家管网集团订立股权转让协议以及设立产业资本投资公司等一些列改革。2022年1月21日，华鲁恒升发布员工激励计划，拟授予激励对象限制性股票。

表 7: 中国石油改革情况

日期	改革类型	公告名称	主要内容
----	------	------	------

2022/9/6	权益变动	中国石油:关于国有股份无偿划转的提示性公告	为加强中国石油集团与中国石化集团战略合作,优化本公司股权结构,中国石油集团拟通过无偿划转方式将其持有的本公司 1,830,210,000 股 A 股股份(总股本的 1%)划转给中国石化集团。
2022/6/20	收购兼并	中国石油:关联交易出售附属公司	根据股权转让协议,本公司同意向辽河局公司转让其所持有辽河储气库公司 100%权益,辽河局公司同意向本公司支付约人民币 1,287.7565 百万元现金的代价。出售完成时,辽河储气库公司不再是本公司的附属公司。
2021/4/29	资金投向	中国石油天然气股份有限公司关于拟参与设立产业资本投资公司的公告	公司拟与中石油、中油资本或所属企业分别出资 29 亿元、51 亿元及 20 亿元共同设立产业资本投资公司。
2020/12/22	资产重组,收购兼并	中国石油:关于昆仑能源出售北京管道公司 60%股权和大连 LNG 公司 75%股权的公告	公司下属公司昆仑能源和国家管网集团订立股权转让协议。国家管网集团同意收购昆仑能源持有的北京管道公司 60%股权和大连 LNG 公司 75%股权。本次交易完成后,昆仑能源将不再持有目标公司任何股权。
2019/11/25	权益变动	中国石油:关于国有股份无偿划转的提示性公告	为加强中国石油集团与中冶集团战略合作,拓宽合作领域,优化本公司股权结构,中国石油集团拟通过无偿划转方式将持有的本公司 560,000,000 股 A 股股份(总股本的 0.31%)划转给中冶集团。

数据来源: 中国石油《关于国有股份无偿划转的公告》, 中国石油《关于拟参与设立产业资本投资公司的公告》, 中国石油《关联交易出售附属公司的公告》, Wind, 广发证券发展研究中心

图 21: 中国石油股价 (元/股)

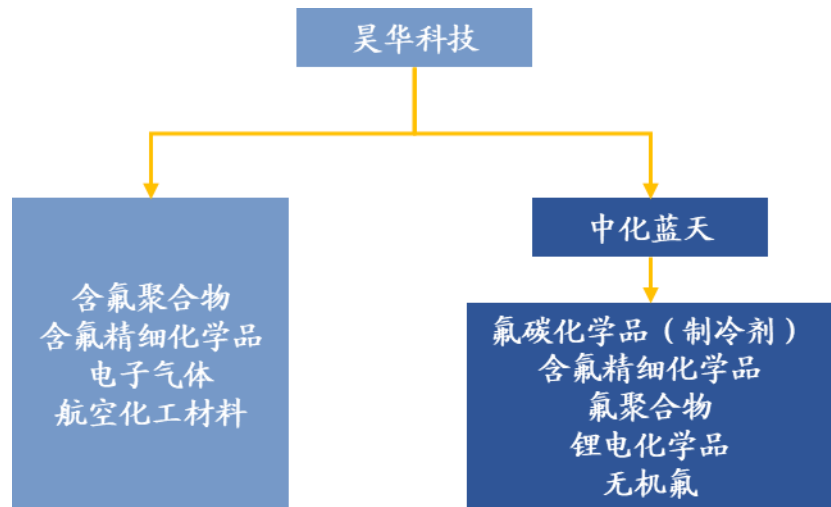


数据来源: Wind, 中国石油《关于国有股份无偿划转的公告》, 中国石油《关于拟参与设立产业资本投资公司的公告》, 中国石油《关联交易出售附属公司的公告》, 广发证券发展研究中心

2023年2月15日,昊华科技拟分别向中化集团、中化资产发行股份购买其各自持有的中化蓝天52.81%、47.19%股权。本次交易完成后,中化蓝天将成为昊华科技的全资子公司。昊华科技主要涉及含氟聚合物、含氟精细化学品、电子气体、航空化工材料及工程技术服务等行业。中化蓝天业务涵盖氟碳化学品(制冷剂)、含氟精细化学品、氟聚合物、锂电化学品、无机氟等。本次收购为中国中化旗下氟化工相关资产的

资源整合，有助于优化国有资本结构，提升国有企业运行效率，同时丰富了昊华科技的业务，完善公司现有氟化工产业链，改善公司盈利能力。

图 22: 昊华科技收购中化蓝天后业务示意图

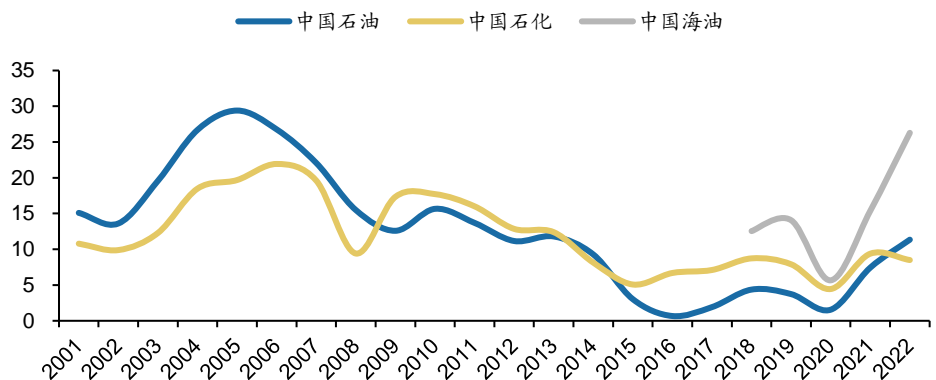


数据来源：中化蓝天官网，广发证券发展研究中心

(四) 化工央国企 ROE 改善空间大

“一利五率”用净资产收益率替换净利润指标，未来央国企考核更加注重盈利能力。下央国企的利润有望实现中枢上行。我们以三桶油为例（以2022年末净资产静态测算），中国石油净资产收益率若由12%提升至16%，其利润将由1538亿元提升至2461亿元，PE估值将由7.0X下降至5.2X。

图23: 三桶油历史ROE变化情况 (%)



数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 8: 三桶油20-22年ROE变化 (%)

		2020	2021	2022
601857.SH	中国石油	1.55	7.43	11.34
600028.SH	中国石化	4.44	9.38	8.50
600938.SH	中国海油	5.66	15.38	26.29

数据来源：Wind，广发证券发展研究中心

表 9: 三桶油不同ROE假设下对应利润率水平测算

	2022 年末净 资产 (亿元)	ROE	4%	6%	8%	10%	12%	14%	16%	18%	20%	22%	24%	26%	28%
中国石油	15,381	对应	615	923	1230	1538	1846	2153	2461	2769	3076	3384	3691	3999	4307
中国石化	9,372	净利润	375	562	750	937	1125	1312	1499	1687	1874	2062	2249	2437	2624
中国海油	5,984	(亿元)	239	359	479	598	718	838	957	1077	1197	1316	1436	1556	1675
		市值 (亿元)													
中国石油	12,869	对应	20.9	13.9	10.5	8.4	7.0	6.0	5.2	4.6	4.2	3.8	3.5	13.9	10.5
中国石化	7,150	PE 估值	19.1	12.7	9.5	7.6	6.4	5.4	4.8	4.2	3.8	3.5	3.2	12.7	9.5
中国海油	5,648		23.6	15.7	11.8	9.4	7.9	6.7	5.9	5.2	4.7	4.3	3.9	15.7	11.8

数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

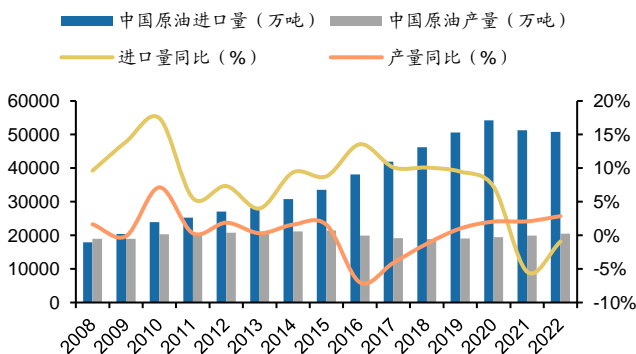
注: 市值统计时间点为 2023.4.17, 市值的计算方法为区分不同类型的股份价格和股份数量分别计算类别市值然后加总。

三、中国上游油气对外依存度高，中游化工品已成为全球最大生产国和消费国

(一) 国内油气对外依存度高，高油价凸显油气资源价值

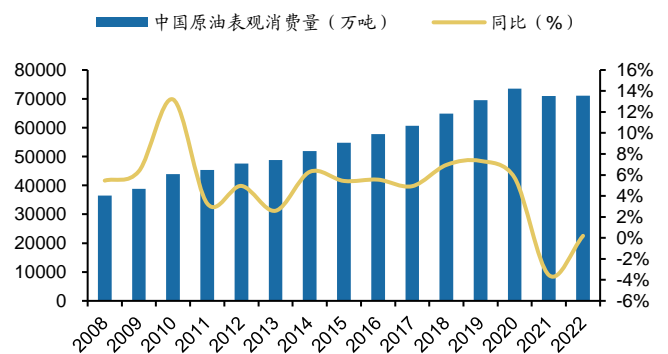
2022年中国原油表观消费量为71.1亿吨，进口量为50.8亿吨，进口对外依存度为71.2%。自2011年以来，我国原油产量保持稳步增长，在2015年达到原油产量的高峰21.5亿吨，而后由于国际原油价格暴跌并维持低位运行，叠加油气消费增速放缓，2016年国内原油产量大幅下降。随后，国内原油产量增速逐步提高，2020-2022年原油产量增速稳定在2%左右。中国原油表观消费量一直保持逐步增长的趋势，受新冠疫情影响，石化行业需求疲软、价格振幅大，2021年表观消费量历史首次下降（同比-3.44%）。同时受2020年原油进口量较大、国际油价上涨的影响，2021年我国原油库存充足，叠加国际原油成本走高，原油进口量也出现了首次回落。2022年中国原油进口量为50.8亿吨，同比下降0.94%，进口对外依存度为71.2%，同比下降0.8%；原油产量为20.5亿吨，同比增加2.86%，原油表观消费量为71.1亿吨。

图 24: 中国原油的进口量和产量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

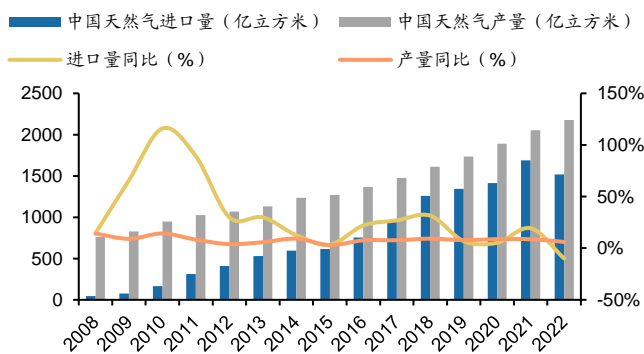
图 25: 中国原油表观消费量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

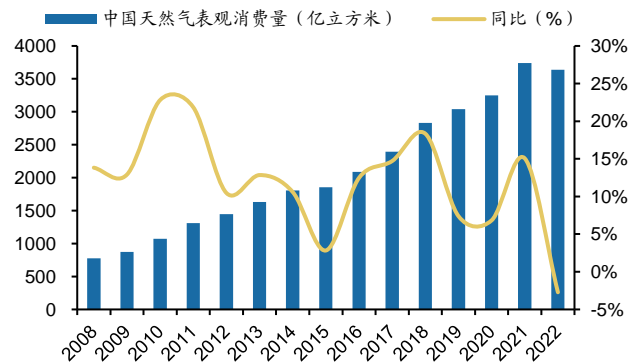
2022年中国天然气表观消费量为3638亿立方米，进口量为1519亿立方米，进口对外依存度为41.8%。随着我国对天然气需求的不断增长，2011-2021年间我国天然气表观消费量CAGR为11.1%，天然气的进口量也在大幅提高，期间CAGR为18.3%。2021年中国进口天然气1680亿立方米，同比增长19.9%，其中管道气进口量591亿立方米，同比增长22.9%，LNG进口量1089亿立方米，同比增长18.3%，澳大利亚是中国最大的LNG进口来源国，占比39.4%，美国超越卡塔尔成为中国第二大LNG进口来源国，进口量为124亿立方米，占比11.4%。2022年中国天然气产量为2178亿立方米，同比上涨6.1%，进口量为1519亿立方米，同比下降9.98%，表观消费量为3638亿立方米，同比下降2.72%。

图26: 中国天然气进口量和产量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

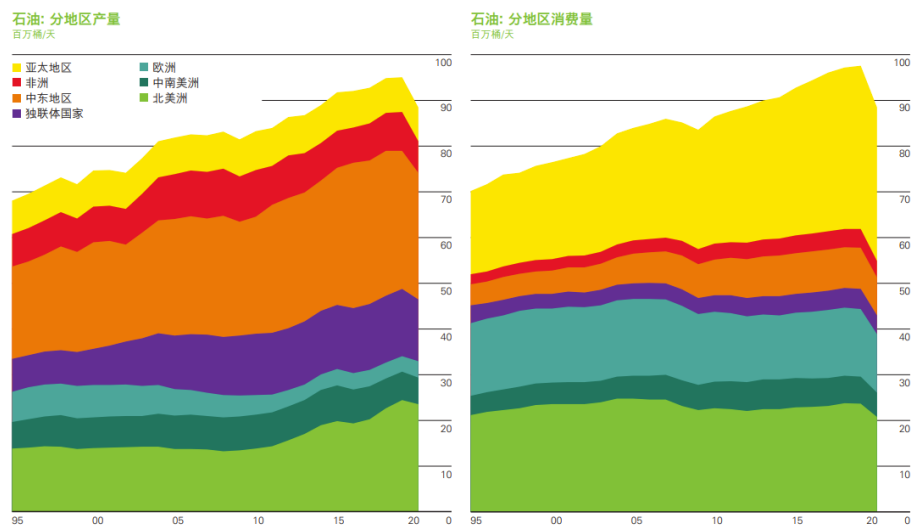
图 27: 中国天然气表观消费量



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

亚太地区的石油储量少，产量低，但消费量很大，尤其中国是世界第二大石油消费国，因此我国石油进口对外依存度始终很高。“十四五”期间，我国现代能源体系建设的主要目标是，到2025年国内原油年产量回升并稳定在2亿吨水平，稳中有升，天然气年产量力争达2300亿立方米以上。

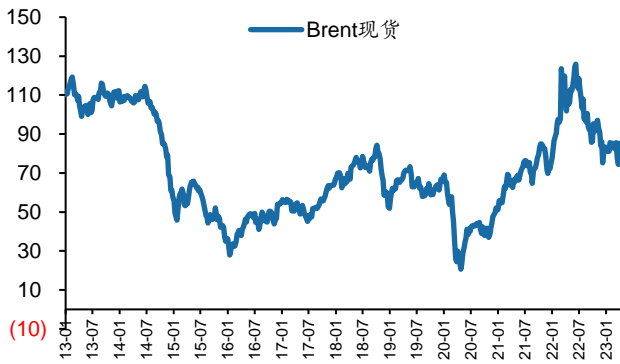
图28: 亚太地区石油储量少、产量少，但消费量高



数据来源: 《bp 世界能源统计年鉴》2021年版、广发证券发展研究中心

油气价格高位，资源价值凸显。俄乌冲突以来，国际油价、天然气价格快速飙升，2022年油价曾高达120美元，中国LNG现货价格高达7500元/吨。中国是全球最大的油气进口国，地缘政治因素对我国油气进口成本影响很大。油气资源是我国重要的战略物资，未来我国会加大油气勘测开发力度，并不断促进能源结构转型。

图29: Brent现货价格(美元/桶)



数据来源: 百川盈孚, 广发证券发展研究中心

图30: 中国LNG现货价格(元/吨)

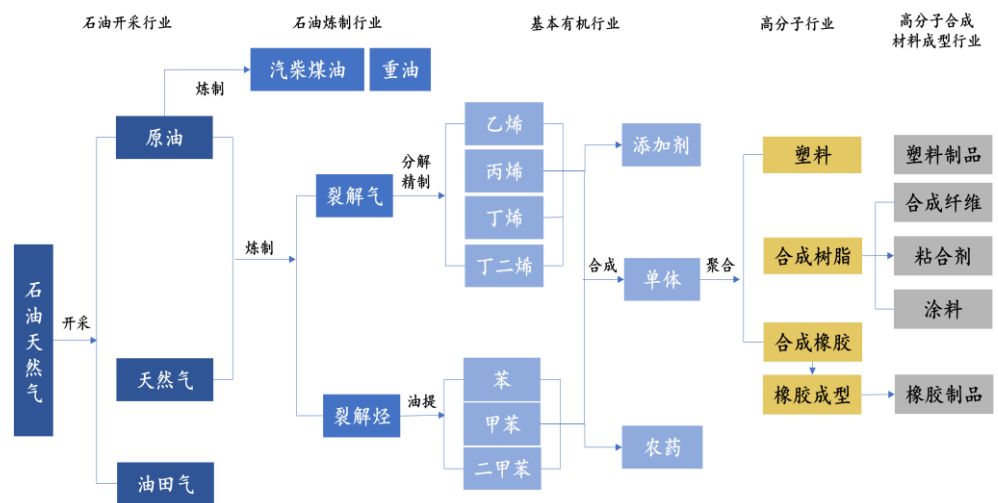


数据来源: 百川盈孚, 广发证券发展研究中心

(二) 中国已成为全球化工最大生产国和消费国

石油化工产业链范围极广、化学品种类极多。原油和天然气可以为下游农业、能源、交通、电子、纺织、轻工、建筑等与国民生活息息相关的领域提供原料，是我国的战略物资，化工产品在国民经济中占有重要地位。原油通过炼制可以得到汽油、煤油、柴油、润滑油、液化石油气、焦炭、石蜡、沥青等油品，通过裂解(裂化)、重整和分离，可以得到乙烯、丙烯、丁烯、丁二烯等烯烃以及苯、甲苯、二甲苯等芳烃，它们可以进一步合成为多种有机化工原料，再通过聚合生成“三大合成材料”，即塑料、合成树脂、合成橡胶。

图31: 化工产业链复杂

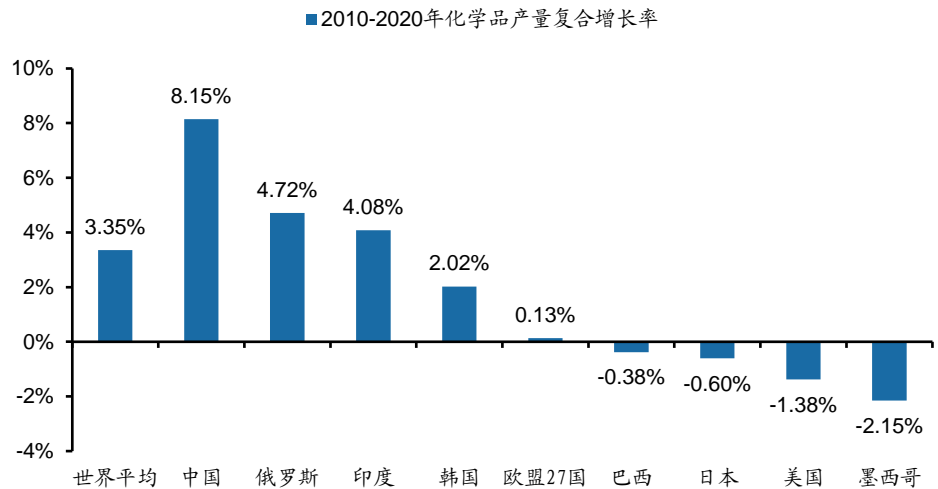


数据来源: 前瞻产业研究院, 广发证券发展研究中心

中国化学品产量增长较快。2010-2020年全球化学品平均复合增长率为3.35%，其中

中国、俄罗斯、印度等增长较快，复合增长率分别为8.15%/4.72%/4.08%，疫情影响减弱，复工率不断提高也有利于全球以及中国化学品产量的提高。预计未来化学品产量将继续保持增长趋势。

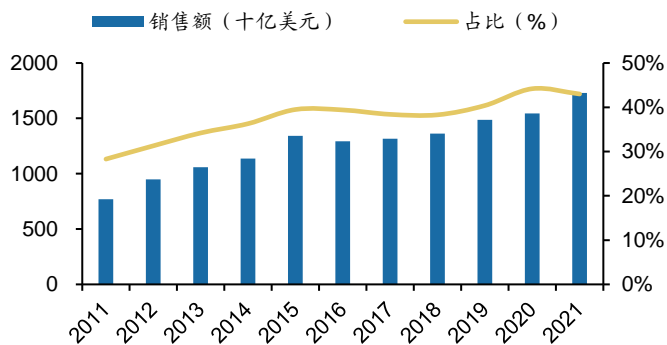
图32: 2010-2020全球各国/组织化学品产量复合增长率



数据来源: Cefic, 广发证券发展研究中心

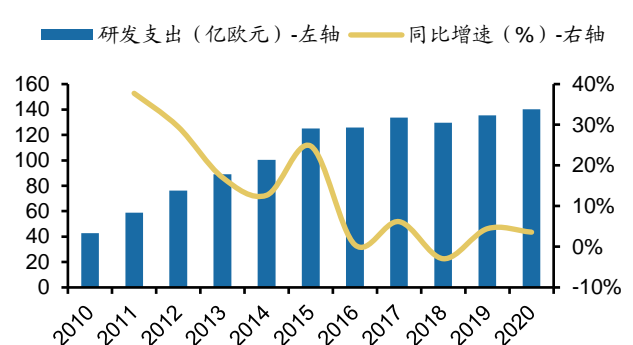
中国已成为全球化工最大生产国和消费国。根据欧洲化学工业委员会Cefic的相关数据统计，截止2021年，中国化工行业销售额由2011年的7702亿美元提升至17293亿美元，CAGR=8.4%，在全球化工行业总销售额占比由2011年的28.3%提升至43%，稳居世界第一。目前全球和中国对化工行业的研发投入不断提高，2020年全球/中国化工行业研发支出分别为479/140亿欧元，同比增长2.5%/3.5%，研发支出的不断提高有利于化学品的更新换代以及产品性能的改进提高和新产品的出现，这将推动全球化学品需求的提高以及需求结构的改善。中国化工行业高销售额占比、不断提高的研发开支占比体现国内完善化工产业链布局及世界地位。

图33: 中国化工行业销售额全球占比高



数据来源: Cefic, 广发证券发展研究中心

图34: 中国化工行业研发支出

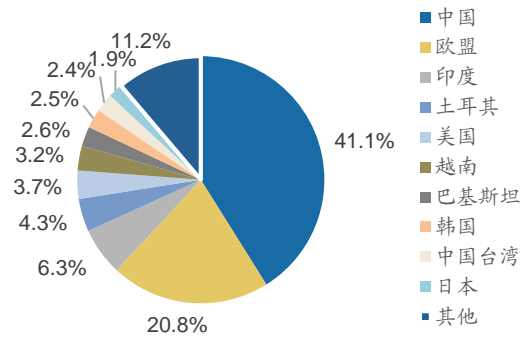


数据来源: Cefic, 广发证券发展研究中心

衣: 中国纺织品出口份额为41%，服装出口份额为32%。中国、欧盟和印度是全球三大稳定的纺织品出口国，2021年CR3达68.2%，中国占41.1%的市场份额。中国、

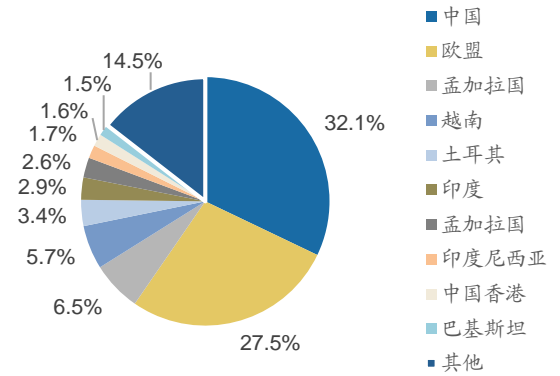
欧盟和孟加拉国是全球三大服装出口国，2021年CR3达66.1%，中国占32.1%的市场份额。根据UNComtrade（2022）发布的数据，亚洲作为最大的纺织品出口地域，2021年巴基斯坦77.8%，印度、越南、孟加拉国约60%的纺织品进口自中国。因此，中国在纺织服装领域具有领先优势。

图35：2021年全球纺织品出口国（地区）市场份额



数据来源：WTO（2022），广发证券发展研究中心

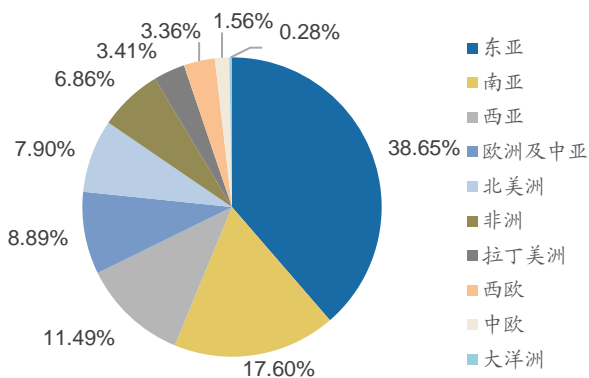
图36：2021年全球服装出口国市场份额



数据来源：WTO（2022），广发证券发展研究中心

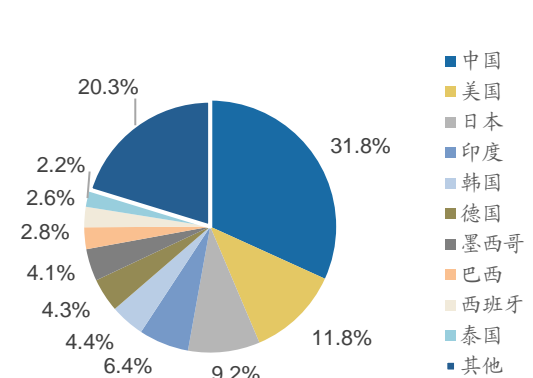
食：中国是化肥生产大国，尿素产能占比高达39%。农业是我国国民经济的基础，其所需的氮、磷、钾肥是农作物生长的必需品，而尿素的含氮量高达46%，是目前施用量很高的氮肥。生产尿素的主要原材料是煤炭和天然气，因此尿素与石油化工有很高相关性。从需求来看，我国尿素下游主要用于农业和工业，其中约52%用于农业用肥，15%用于生产复合肥、11%用于生产人造板、6%用于生产三聚氰胺等工业需求。全球尿素生产主要集中在东亚、南亚和西亚这些煤、气资源丰富的国家。作为农业大国，我国是世界上最大的尿素消费国，同时也是全球重要的尿素出口国。
行：中国汽车产量占全球产量的32%。交通方面，轮船、飞机、汽车需要用到大量煤油、柴油、汽油能源。根据OICA数据，2022年我国汽车产量占全球的31.8%，是全球第一大汽车生产国。

图37：2019年尿素全球产能分布



数据来源：Nutrien，广发证券发展研究中心

图38：2022年全球汽车产量分布

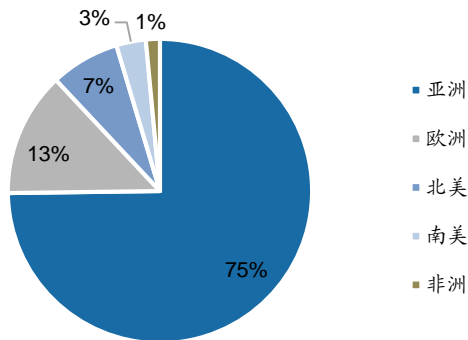


数据来源：OICA，广发证券发展研究中心

住：中国冰箱冰柜产量占比为75%，空调占比为83%。在日常生活中，冰箱、冷柜和空调所用到的含氟制冷剂主要是由氢氟酸及氯代烃等为原料所制备的，而氯代烃是通过烷烃卤代所得。据产业在线数据，亚洲的冰箱和空调产量的全球占比分别达

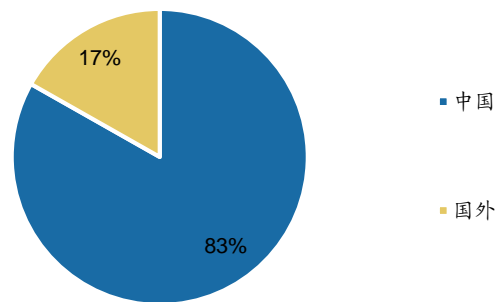
到 75%和 80%以上，其中中国是最主要的生产地。

图 39: 2022 年全球冰箱冷柜产量分布



数据来源：产业在线，制冷快报，广发证券发展研究中心

图 40: 2021 年全球空调产量分布



数据来源：产业在线，轻工业信息网，广发证券发展研究中心

（三）中国化工产业链完善，全球化工企业加快在中国投资步伐

中国化工行业产品种类丰富、产量大，且产业链日趋完善。2019 年，第十三届全国人民代表大会第二次会议通过《中华人民共和国外商投资法》，该法规进一步促进和保护外商投资建立和完善外商投资促进机制。同年 6 月，国家发改委和商务部发布了《鼓励外商投资产业目录》，较 2017 年版本，新增了 4 项产业，包括大型、高压、高纯度工业气体（含电子气体）的生产和供应，高端聚烯烃的开发生产等。2022 年 3 月，多部门联合发布《关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见》，该意见中提到我国将加速石化化工行业质量变革、效率变革、动力变革。随着我国石化化工行业加快调整结构、升级转型，向精细化、专用化、系列化细分市场不断渗透，我国化工行业产业链将不断完善。

表 10: 鼓励外商投资及化工产业投资相关政策

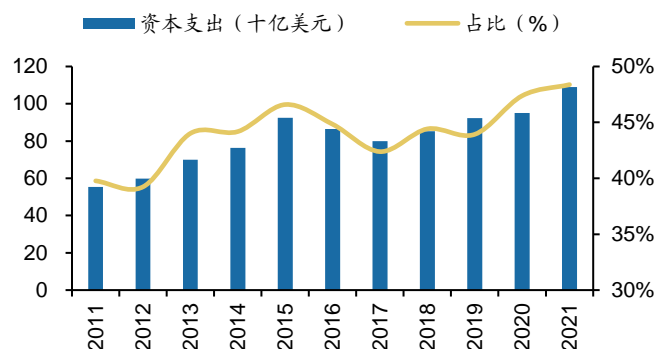
时间	机构	政策及会议名称	作用
2019 年 3 月	第十三届全国人民代表大会	《中华人民共和国外商投资法》	进一步促进和保护外商投资，建立和完善外商投资促进机制，营造稳定、透明、可预期的投资环境，加强外商投资合法权益保护。由于法规的改进、最新的投资和巨大的市场，中国有望成为世界上最现代化、最具成本效益的化学品生产基地。
2019 年 6 月	国家发改委、商务部	《鼓励外商投资产业目录》	化学原料和化学制品制造业共有 21 项被纳入，较《外商投资产业指导目录(2017 年修订)》中新增 4 项产业，包括大型、高压、高纯度工业气体（含电子气体）的生产和供应；高端聚烯烃的开发生产等，这些领域将持续吸引外商在华投资。
2022 年 3 月	工业和信息化部、发改委、科学技术部、生态环境部、应急管理部、国家能源局	关于“十四五”推动石化化工行业高质量发展的指导意见	城镇人口密集区危险化学品生产企业搬迁改造任务全面完成，形成 70 个左右具有竞争优势的化工园区。到 2025 年，化工园区产值占行业总产值 70%以上。

数据来源：利柏特招股说明书，发改委，广发证券发展研究中心

中国化工行业资本开支占全球比例稳步上升，2020 年以来外商在中国直接投资额加速提升。根据欧洲化学工业委员会 Cefic 的相关数据统计，截止 2021 年，中国

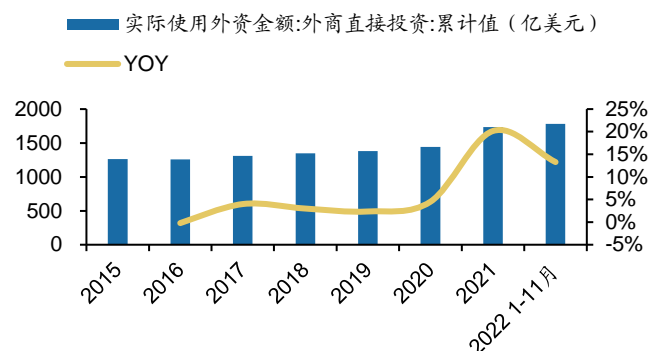
化工行业固定资产投资由 2011 年的 554 亿美元提升至 1090 亿美元，CAGR=7.0%，在全球化工行业固定资产投资占比由 2011 年的 40% 提升至 48%，稳居世界第一，全球化工行业新装置建设向中国转移趋势明显。同时，国家政策的出台为外资企业营造了一个更好的投资环境。近年来，外资大型化工企业纷纷宣布加大对华的投资力度。自疫情及能源危机以来，尤其是欧洲化学工业受到天然气大幅上行的影响，其竞争力在不断削弱，且欧洲化工行业加速向中国转移。根据商务部数据，外商在中国直接投资 2021 年达到 1735 亿美元，同比+20.16%，2021 年 1-11 月继续增加至 1781 亿美元，同比+13.28%。

图 41: 中国化工行业资本支出全球占比高



数据来源: Cefic, 广发证券发展研究中心

图 42: 中国外商直接投资金额



数据来源: Wind, 广发证券发展研究中心

2022 年，罗姆集团、科思创、巴斯夫、英威达、默克、壳牌、英力士等国际大型化工公司公布了在中国新的投资建厂计划。2023 年 3 月 26 日，沙特阿美宣布联手北方工业集团、盘锦鑫诚实业集团计划在辽宁盘锦建设 1500 万吨/年大型炼油化工一体化联合装置，总投资额将达 837 亿元。3 月 27 日，沙特阿美以 246 亿人民币收购荣盛石化 10% 股权，旨在拓展沙特阿美在华下游领域相关业务。根据战略规划，沙特阿美通过一项长期销售协议，向荣盛石化子公司浙石化供应 48 万桶/日的阿拉伯原油。中沙合作持续推进，有望推动国内炼化产业提升供应链稳定性、加快“减油增化”高端化转型、全球化发展，沙特阿美对国内炼化产业的高度认可也有望推动国内炼化行业价值迎来重估。

表 11: 2022 年以来，全球化工企业加快中国投资

时间	企业名称	投资情况
2022.1.3	罗姆集团	罗姆集团宣布投资数千万欧元扩建上海工厂，以扩大 PLEXIGLAS® 商标的 PMMA 模塑料产品，预计 2023 年二季度建成投产
2022.7.8		科思创计划在上海扩大水性聚氨酯分散体和聚氨酯弹性体产能
2023.2.23	科思创	科思创宣布将在广东珠海投资数亿欧元建造其最大的热塑性聚氨酯生产基地，项目分三期建设，预计 2025 年底实现约 3 万吨/年产能，2033 年全部建成后公司将拥有约 12 万吨/年 TPU 产能
2022.7.19	巴斯夫	巴斯夫宣布推进湛江一体化石化基地，计划 2030 年前投资 100 亿欧元
2022.8.24	英威达	英威达将与安徽昊源化工集团、康泰斯合作建设年产 40 万吨尼龙 66 连续聚合生产线，计划总投资 41 亿元
2022.9.2	默克	在上海浦东金桥建成 OLED 材料生产基地（10 亿元“投资中国倍增计划”的一部分，聚焦于半导体领域）

2022.9.13	壳牌	中海壳牌惠州三期乙烯项目在中英两地“云签约”
2022.7.28	英力士	中国石化转让上海赛科 50% 股权于英力士；中国石化收购英力士苯领高新材料（宁波）50% 股权，并再新建两套 30 万吨/年 ABS 树脂产能；中国石化与英力士按照 50%: 50% 股权比例再天津成立合资公司，并新建 50 万吨/年高密度聚乙烯项目。
2023.3.26		沙特阿美宣布联手北方工业集团、盘锦鑫诚实业集团计划在辽宁盘锦建设 1500 万吨/年大型炼油化工一体化联合装置，总投资额达 837 亿元
2023.3.27	沙特阿美	沙特阿美以 246 亿人民币收购荣盛石化 10% 股权，旨在拓展沙特阿美在华下游领域相关业务。根据战略规划，沙特阿美通过一项长期销售协议，向荣盛石化子公司浙石化供应 48 万桶/日的阿拉伯原油

数据来源：广州化工交易中心，科思创中国公众号，阿美中国官网，中国石化官网，罗姆集团官网，广发证券发展研究中心

四、相关标的

中国石油：中国石油是中国油气行业占主导地位的最大的油气生产和销售商，是中国销售收入最大的公司之一，也是世界最大的石油公司之一。主要业务包括：原油及天然气的勘探、开发、输送、生产和销售及新能源业务。公司深化改革创新，油气新能源分部发挥了盈利支柱作用，炼化新材料分部布局结构持续优化，高水平科技获得重要成果。

中国海油：中国海油为中国最大之海上原油及天然气生产商，亦为全球最大之独立油气勘探及生产企业之一，主要业务为勘探、开发、生产及销售原油和天然气。2022 年公司成功在上交所主板上市，成为近十年来中国能源行业规模最大的 IPO。公司积极参与中国正在进行的油气体制改革。

万华化学：万华化学是全球最大且最具竞争力的 MDI 制造商，凭借自主创新研发多次打破国外垄断，在高技术、高资本、高附加值的化工新材料领域突出主业，并实施与主业相关的多元化发展向国际一流化工新材料公司不断迈进。公司主营产品为异氰酸酯、多元醇等聚氨酯全系列产品、丙烯酸及酯等石化产品、水性涂料等功能性材料、特种化学品等，所服务行业包括生活家居、运动休闲、汽车交通、建筑业、电子电气、个人护理和绿色能源等。

华鲁恒升：华鲁恒升为多业联产的新型化工企业，主要业务板块包括新能源新材料相关产品、有机胺、肥料、醋酸及衍生品等。“十四五”战略发展期，华鲁加快布局新能源、新材料、新基地。截止目前，华鲁德州和荆州基地远期投资约 300 亿。华鲁恒升先进的煤气化平台具备“一线多头”柔性联产模式和持续降本增效的技改，同时，新布局业务延续成本优势。

扬农化工：扬农化工是中国农药行业领军企业，主营业务为农药产品（杀虫剂、除草剂和杀菌剂）的生产、销售。扬农股份建有国内农药行业目前唯一的新农药创制与开发国家重点实验室，并建有农药国家工程研究中心（沈阳）。公司以振兴民族菊酯工业为己任，坚持自主创新，实施名牌战略，积极推进我国农药产业结构升级。现已形成以菊酯为核心，农药为主导，精细化学品为补充的多元化产品格局。

中化国际：中化国际在中间体及新材料、农用化学品、聚合物添加剂、天然橡胶等领域具有核心竞争力的国际化经营大型国有控股上市公司。公司专注于化工新材料、

农药原药及剂型、电子化学品、汽车用材料及化学品等方面的研究，其中农药原药研究、橡胶化学品研究属行业领先。

昊华科技：昊华科技所从事的主要业务为高端氟材料、电子化学品和航空化工材料的研发与生产。公司子公司晨光院作为原化工部直属的科技型企业，以有机氟材料作为主导产业，从事有机氟开发和生产已达五十多年，技术底蕴深厚。公司拥有自主知识产权的电子特气制备和纯化全套技术，开发了一系列国产替代急需的电子特气产品，形成了国内领先的产业规模。

鲁西化工：鲁西化工是集化工、化肥、装备制造及科技研发于一体的综合性化工企业。产品涵盖化工和化肥两大领域、五大系列七十多个品种。其中化工新材料产品主要包括聚碳酸酯、尼龙6、己内酰胺、多元醇等；基础化工产品主要包括甲烷氯化物和二甲基甲酰胺等；化肥产品主要包括复合肥等。

五、风险提示

（一）原料价格波动的风险

原油是化工行业的成本主要构成，且我国需要大量进口原油，因此原油价格的波动会造成产业链条中产品的价格波动，从而造成行业效益的波动和销售风险的增加。

（二）经济波动风险

化工行业与国计民生密切相关，行业发展与国民经济景气程度联动性较高。宏观经济波动给行业带来的需求波动风险。

（三）市场竞争风险

化工行业存在一定程度的产能过剩，新增产能的进一步投放将会加剧市场竞争，化工产品盈利受供需关系波动影响。

（四）政策不及预期风险

全球宏观经济仍有压力，国内“稳增长”政策落地效果有不及预期风险。

广发基础化工行业研究小组

- 邓先河：联席首席分析师，北京大学学士、UF 硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 吴鑫然：资深分析师，中山大学金融硕士，2017 年进入广发证券发展研究中心。
- 郭齐坤：高级分析师，山东大学硕士，2020 年进入广发证券发展研究中心。
- 丁续：高级研究员，同济大学硕士，2021 年进入广发证券发展研究中心。
- 李凌芳：研究员，华东理工大学硕士，2015 年加入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
- 增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
- 持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
- 卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市	香港
地址	广州市天河区马场路 26 号广发证券大厦 47 楼	深圳市福田区益田路 6001 号太平金融大 厦 31 层	北京市西城区月坛北 街 2 号月坛大厦 18 层	上海市浦东新区南泉 北路 429 号泰康保险 大厦 37 楼	香港德辅道中 189 号 李宝椿大厦 29 及 30 楼
邮政编码	510627	518026	100045	200120	-
客服邮箱	gfbzqyf@gf.com.cn				

法律主体声明

本报告由广发证券股份有限公司或其关联机构制作，广发证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“广发证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由广发证券于该国家或地区的具有相关合法合规经营资质的子公司/经营机构完成。

广发证券股份有限公司具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，接受中国证监会监管，负责本报告于中国（港澳台地区除外）的分销。

广发证券（香港）经纪有限公司具备香港证监会批复的就证券提供意见（4 号牌照）的牌照，接受香港证监会监管，负责本报告于中国香港地区的分销。

本报告署名研究人员所持中国证券业协会注册分析师资质信息和香港证监会批复的牌照信息已于署名研究人员姓名处披露。

重要声明

广发证券股份有限公司及其关联机构可能与本报告中提及的公司寻求或正在建立业务关系，因此，投资者应当考虑广发证券股份有限公司及其关联机构因可能存在的潜在利益冲突而对本报告的独立性产生影响。投资者不应仅依据本报告内容作出任何投资决策。投资者应自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或者口头承诺均为无效。

本报告署名研究人员、联系人（以下均简称“研究人员”）针对本报告中相关公司或证券的研究分析内容，在此声明：（1）本报告的全部分析结论、研究观点均精确反映研究人员于本报告发出当日的关于相关公司或证券的所有个人观点，并不代表广发证券的立场；（2）研究人员的部分或全部的报酬无论在过去、现在还是将来均不会与本报告所述特定分析结论、研究观点具有直接或间接的联系。

研究人员制作本报告的报酬标准依据研究质量、客户评价、工作量等多种因素确定，其影响因素亦包括广发证券的整体经营收入，该等经营收入部分来源于广发证券的投资银行类业务。

本报告仅面向经广发证券授权使用的客户/特定合作机构发送，不对外公开发布，只有接收人才可以使用，且对于接收人而言具有保密义务。广发证券并不因相关人员通过其他途径收到或阅读本报告而视其为广发证券的客户。在特定国家或地区传播或者发布本报告可能违反当地法律，广发证券并未采取任何行动以允许于该等国家或地区传播或者分销本报告。

本报告所提及证券可能不被允许在某些国家或地区内出售。请注意，投资涉及风险，证券价格可能会波动，因此投资回报可能会有所变化，过去的业绩并不保证未来的表现。本报告的内容、观点或建议并未考虑任何个别客户的具体投资目标、财务状况和特殊需求，不应被视为对特定客户关于特定证券或金融工具的投资建议。本报告发送给某客户是基于该客户被认为有能力独立评估投资风险、独立行使投资决策并独立承担相应风险。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券认为可靠，但广发证券不对其准确性、完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策，如有需要，应先咨询专业意见。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券的立场。广发证券的销售人员、交易员或其他专业人士可能以书面或口头形式，向其客户或自营交易部门提供与本报告观点相反的市场评论或交易策略，广发证券的自营交易部门亦可能会有与本报告观点不一致，甚至相反的投资策略。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且无需另行通告。广发证券或其证券研究报告业务的相关董事、高级职员、分析师和员工可能拥有本报告所提及证券的权益。在阅读本报告时，收件人应了解相关的权益披露（若有）。

本研究报告可能包括和/或描述/呈列期货合约价格的事实历史信息（“信息”）。请注意此信息仅供用作组成我们的研究方法/分析中的部分论点/依据/证据，以支持我们对所述相关行业/公司的观点的结论。在任何情况下，它并不（明示或暗示）与香港证监会第5类受规管活动（就期货合约提供意见）有关联或构成此活动。

权益披露

(1) 广发证券（香港）跟本研究报告所述公司在过去12个月内并没有任何投资银行业务的关系。

版权声明

未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。