

2023 年中国大宗商品展望：化工企业复苏之路崎岖

2023 年 2 月 27 日

要点速览



中国重新开放应能支撑国内化工行业的需求回暖。



石油化工和煤化工企业的产品价差或将扩大，但成本仍将保持在历史较高位水平。



下行风险包括产能快速扩张引发的供给过剩，以及全球和国内经济表现弱于预期。

主分析师

黄珊
香港
+852 2533 3526
betty.huang@spglobal.com

其他联系人

黄晓丹
香港
+852 2532 8078
danny.huang@spglobal.com

敖曼
香港
+852 2533 3577
annie.ao@spglobal.com

李静, CFA
香港
+852 2532 8005
christine.li@spglobal.com

研究助理

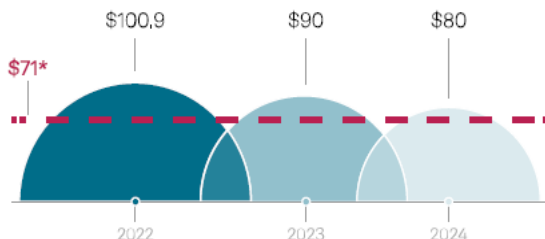
袁烁淇
香港

中国化工行业将缓慢复苏并继续扩张

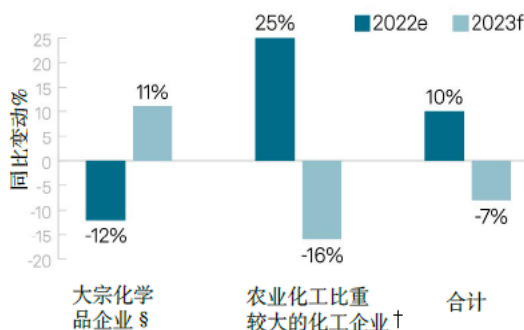
在经历2022年创纪录高速增长后，农业化工细分板块增长或将放缓



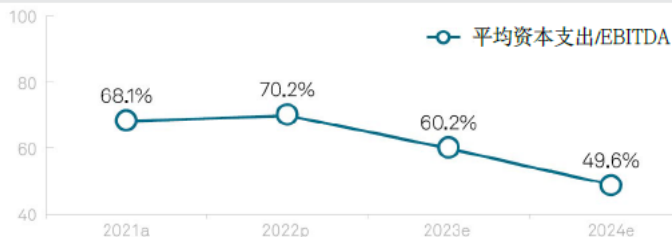
原材料价格有所回落但仍处于高位
-布伦特原油价格假设（美元\$/桶）



受评化工企业合计EBITDA
(农业化工板块的高比重影响了整体趋势)



新项目将进一步提振利润水平。大多数受评企业的开支水平将保持高位，尽管资本支出比率有所改善。



*10年平均。§ 上海华谊，万华化学，中化国际。† 先正达集团，中国化工。我们还将主营有机硅塑料的中国蓝星纳入计算，该公司的EBITDA趋势与其他农业化工企业相仿。公司全称参见表1。
e-估算。f-预测。资料来源：标普全球评级。
版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

随着中国重新开放，中国化工行业有望在今年逐步复苏。与此同时，石油和煤炭价格回落或将部分缓解企业成本压力，并将小幅提升产品价差。

尽管近年来市场环境波动性较大，但标普全球评级预计，化工行业将延续过往用于产能扩张的较高资本开支。

我们还预计，行业内各细分板块的表现将继续分化。例如，2022 年，农业化工板块的表现要优于众多石油化工和煤化工企业。即便产品价格有所下降，但农业化工的供求情况应会继续支撑该板块较好的利润水平。

下行风险包括产能大幅扩张所引发的供给过剩（以大宗化学品为主）。若中国或其他主要经济体的宏观经济表现不及我们预期，产品价差也可能收窄。

我们的受评企业应有充足的财务缓冲空间应对行业周期性影响。化工行业有望走出谷底，且 2021 年化工行业走强后所构建起的坚挺的资产负债表有望为企业提供评级缓冲。部分新项目所产生的利润应能使企业杠杆率在未来 1-2 年保持在可控水平。

化工市场整体逐步回暖

在疫情防控 and 房地产领域政策放松、经济刺激举措颁布以及市场环境逐步恢复正常的背景下，化工行业有望从二季度起缓慢复苏。随着去年年底疫情管控措施的放松，新冠感染人数激增，继而对工业活动和化工品需求造成扰动。但这种影响应为暂时性的。我们的基本假设是，2023 年中国的实际 GDP 将由 2022 年 3% 的低位水平升至 4.8%，2024 年将为 4.7%。

需求及经济回暖叠加原料价格回落有望支撑化工产品价差走阔。房地产、工业、建筑、汽车、家电等众多行业均将支撑化工行业需求复苏。美国和欧洲经济疲弱可能会在一定程度上抵消中国经济复苏的利好。

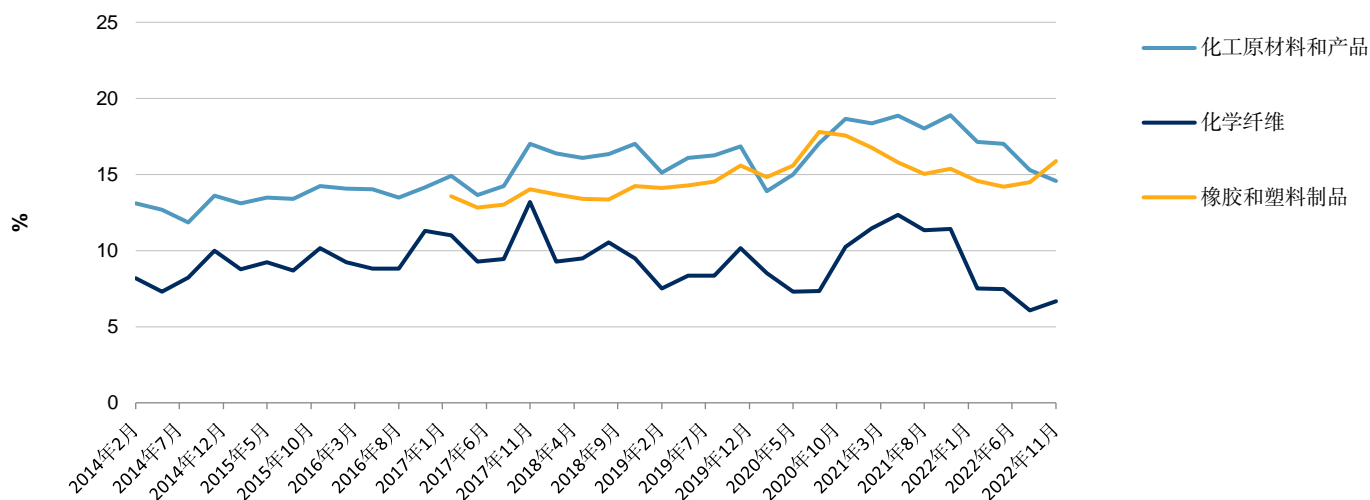
尽管石油和煤炭价格逐步降温，但考虑到供给紧张和地缘政治风险，我们预计油价和煤价今年仍将维持在较高水平。因此产品价差即便有望改善，也将继续大幅低于 2021 年的高位水平。

从行业整体来看，今年的利润水平或难以恢复至 2021 年的高位。2021 年中国化工企业表现格外强劲。除国内需求回暖利好外，全球工厂因能源价格飙升及疫情原因而关停也拉动了出口大幅提升。

因原材料成本上涨及国内外需求疲弱，化工行业去年利润普遍下滑（见首页图表）。另一个拖累利润的因素为：亏损的部分大宗化学品（如聚乙烯、聚丙烯、乙二醇和苯乙烯）价格受到产能扩张的拖累。部分产品价格降幅超过了 35%，如醋酸和双酚 A。

图 1

因成本高企、需求乏力，2022年化工行业毛利润率下滑



注：橡胶和塑料制品数据起始于2017年2月。资料来源：国家统计局，标普全球评级。

版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

受评实体：新项目将进一步支撑盈利；农业化工的增长将从高位回归常态，但仍保持良好势头

我们预计，大部分受评公司 2023 年的表现将优于行业水平，其 EBITDA 将达到或超过 2021 年时的较高水平。这是因为新项目带动产量增加，以及部分受评公司有大规模农业化工业务。

大宗化学品企业——2023 年的盈利将大致达到或超过 2021 年峰值。受评公司全都有新项目将于 2023-2024 年完工，促使产量增加。例如，中化国际（控股）股份有限公司（中化国际）的一个专注于环氧树脂一体化产业链的大型石化项目将于今年初竣工。2023-2024 年上海华谊（集团）公司（上海华谊）也将扩大旗下主要产品醋酸、丙烯酸和甲醇的产能。

农业化工比重较大的企业——2022 年创纪录高位；势头依然良好。市场情况应仍然有利于农业化工生产商先正达集团和中国化工集团有限公司（中国化工），即便相关产品价格回落或将导致盈利与利润率从 2022 年高位下滑。去年，由于俄乌冲突、对食品安全的担忧、和农业化工品的相对刚需，该子行业的盈利大增，而化肥价格涨至历史高位。植保和种子产品等高利润率业务应会为先正达集团的增长提供支撑。

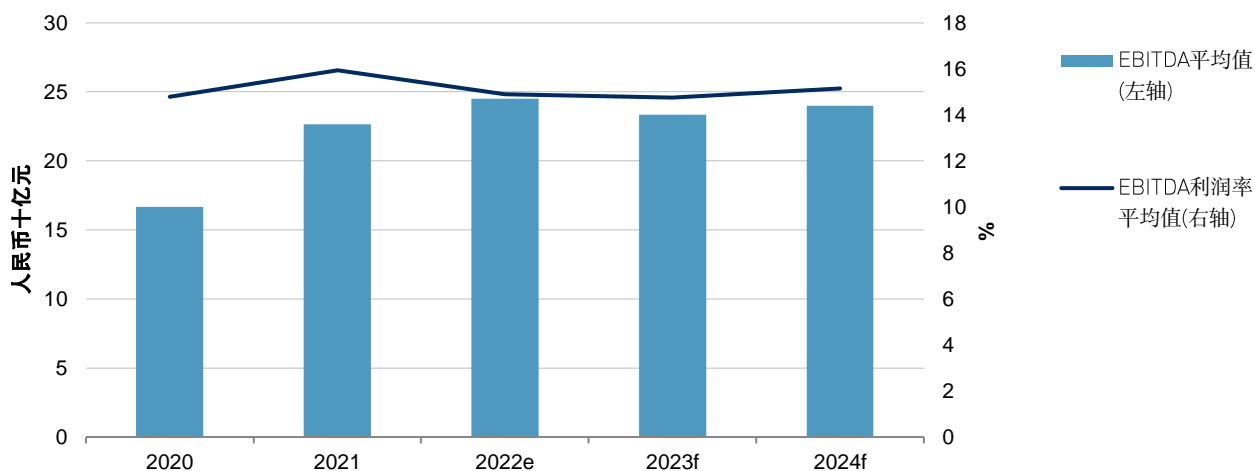
我们预计，主营硅材料的中国蓝星（集团）股份有限公司（中国蓝星）将呈现类似的盈利趋势。硅材料的价格将从峰值逐步回落（尽管仍处于历史较高水平），2023 年该公司的 EBITDA 也将下滑，甚至将低于 2021 年的水平。我们估算该公司去年的盈利达到创纪录高位。

我们预估，先正达集团、中国化工和中国蓝星三家公司 2022 年的 EBITDA 增长 11%-37%。这抵消了其它受评化工企业盈利下降的影响。

因此，整体来看，受评公司总 EBITDA 在 2022 年增长了 10%达到峰值后（见首页图表和图 2），2023 年该指标将下降 7%。该总体趋势受到农业化工细分行业的影响（2022-2023 年该细分行业的 EBITDA 权重为受评公司汇总数的 61%-68%）。

图 2

2023年大部分受评实体的盈利将回归到2021年的较高水平
2022年全年平均值主要受农业化工比重较大的化工企业驱动



注：财务参数为受评公司（见表1）的平均值。e--估算。f--预测。
资料来源：公司数据，标普全球评级。
版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

持续大规模投资用于产能扩张和升级

我们预计未来 3-5 年产能会进一步增加。我们认为这符合中国通过炼化一体化不断升级产业的政策。政策还支持发展能源转型相关材料和高附加值产品、提高新材料自给率、以及扩大国内消费。

2018 年以来，国内化工行业进入扩张期。我们认为，在建项目主要受大规模炼化一体化的推动（沥青、丙烯、聚乙烯、聚丙烯等），也受国家重点关注的能源转型及其他上述颇具有前景的领域的环境支持。我们预计，对可再生能源和电动汽车所使用的材料的需求将不断增加。

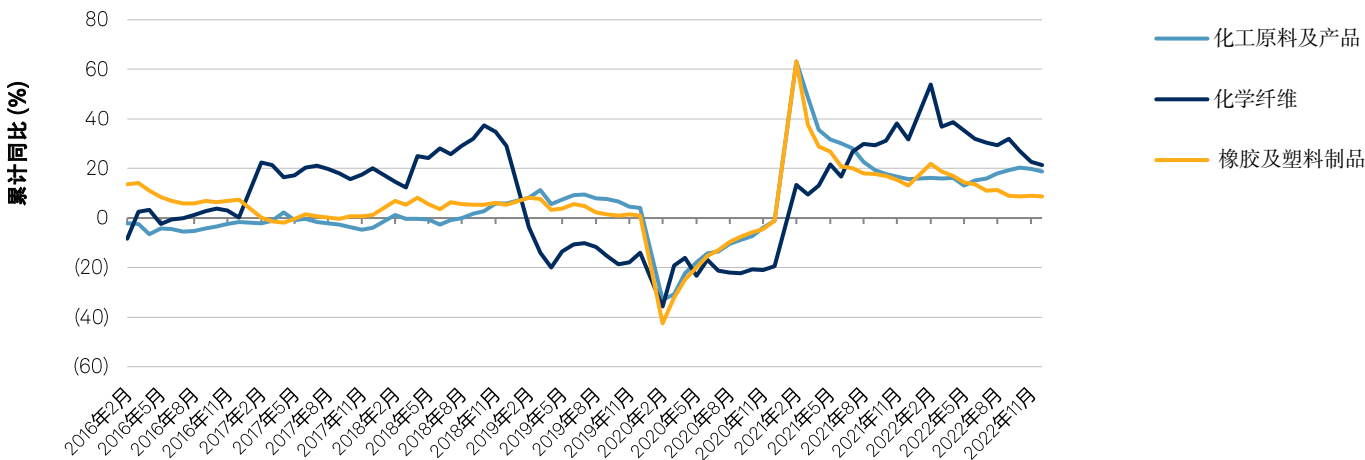
2022 年，化工原料及产品生产的投资额增长 18.8%，创近年新高。例如，乙烯和丙烯的产能增速均在 12% 以上。

从长远来看，全球最大的中国化工行业应沿着价值链向上发展，并进一步提高效率。这也是产能扩张以及政府对合规生产和环保投资的政策趋于严格的目的。

随着行业竞争力和全球市场份额逐步提高，拥有较强技术实力和财务状况的龙头企业将受益。而随着中小企业和落后产能继续被淘汰，行业竞争格局应会有所改善。

图 3

中国化工行业投资将继续增长
分板块固定资产投资

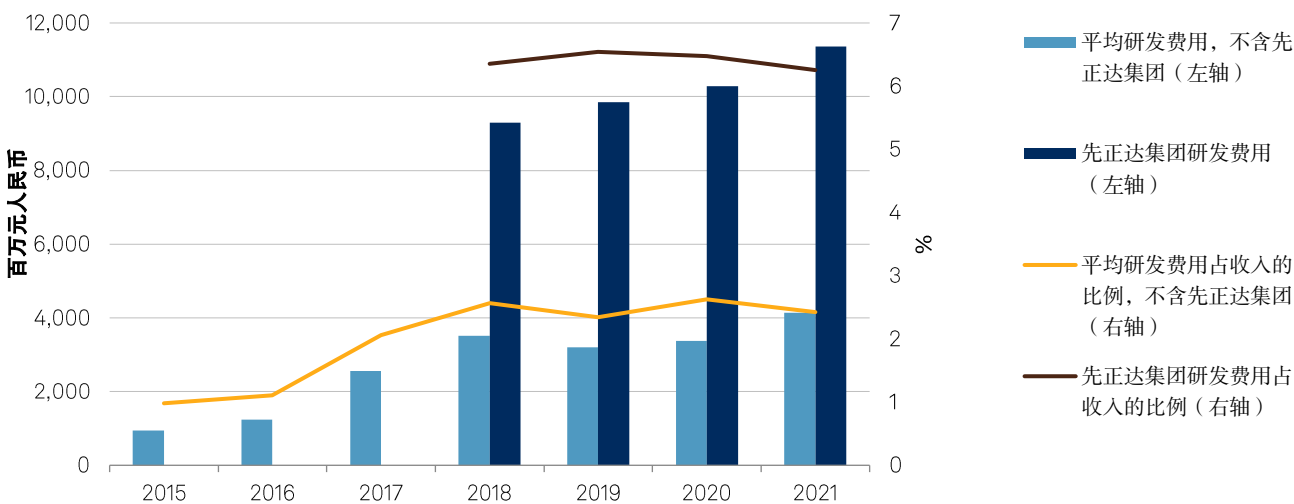


数据截至2022年12月。资料来源：国家统计局，标普全球评级。
版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

研发费用在过去几年上升之后，也可能会继续增长。这将能提升技术能力和核心竞争力，有助于产业升级。2018-2021 年间，受评企业的研发费用占收入的比例超过 2.3%，高于中国到 2025 年 1.5% 的目标。特种化学品公司先正达集团的支出比例更高，为 6%-7%。

图 4

中国化工企业的研发支出料将进一步增长
受评企业的平均值



注：先正达集团财务数据始于2018年。资料来源：公司数据，标普全球评级。
版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

受评企业的杠杆率将基本持稳

我们预计，尽管部分化工企业的业务扩张迅速，但在健康的盈利状况和新项目贡献的支撑下，大部分受评企业的杠杆率在 2023 年-2024 年将基本保持稳定。

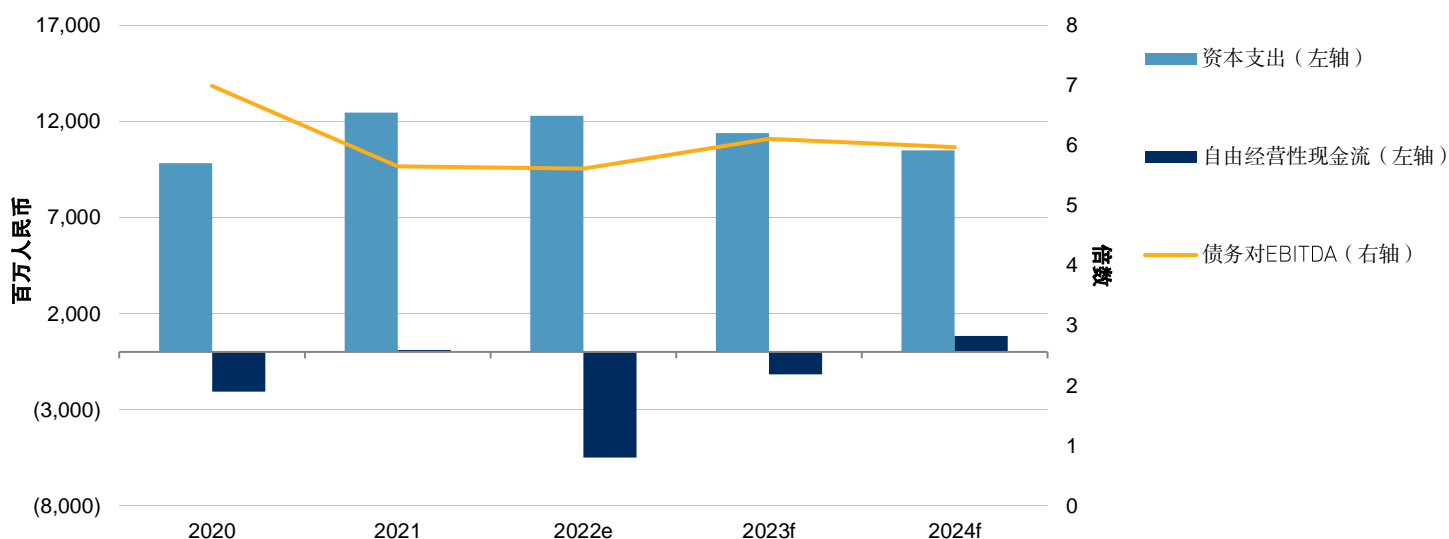
我们的受评企业是行业重要参与者，其主要在中国进行重点项目扩张和较大规模投资。例如，中化国际正在建设一套环氧树脂产业链项目，该项目的涂料和复合材料终端市场应会受益于中国新能源、高铁、新基建等具有增长前景的行业的持续发展。

中国蓝星未来两年将投资有机硅和聚醚多元醇等领域。考虑到电动汽车电池中更高硅含量的要求，未来几年电动汽车使用量的增加或将支撑该公司有机硅业务的持续增长。

图 5

今年大部分受评企业的杠杆率将基本持稳

受评企业的财务指标平均值



f—预测。e—估算。资料来源：公司数据，标普全球评级估算。

版权 © 2023 Standard and Poor's Financial Services LLC。版权所有。

下行风险犹存

未来两到三年，全球范围内（尤其在中国）的大规模产能新增可能会限制以大宗化学品为主的产品价差改善。根据标普全球大宗商品洞察的数据，到 2023 年，全球基础化工原料乙烯和丙烯的产能扩张将以高个位数百分比超过市场需求。

随着产能扩张，行业竞争将变得更加激烈。在我们看来，这种风险在相对低端的同质化产品中尤为高。

包括受评企业在内的行业领先公司可能会更好地应对这些结构性的挑战。这得益于其较大的规模、较强的科学技术和市场地位、相对有效的成本控制、以及良好的一体化运营模式。除此之外，正如去年的行业低谷所见，涉足绿色能源、新材料和电动汽车的企业利润率可能会更具韧性，这是因为下游需求的增长和更强的成本传导能力。

如果市场需求持续疲软、产品价差低于我们预期，行业下行风险将会加剧。如果中国经济复苏和市场信心较弱，更多的成本传导可能会受到阻碍。潜在的全球经济衰退而导致的出口疲软也会给行业复苏蒙上阴影。

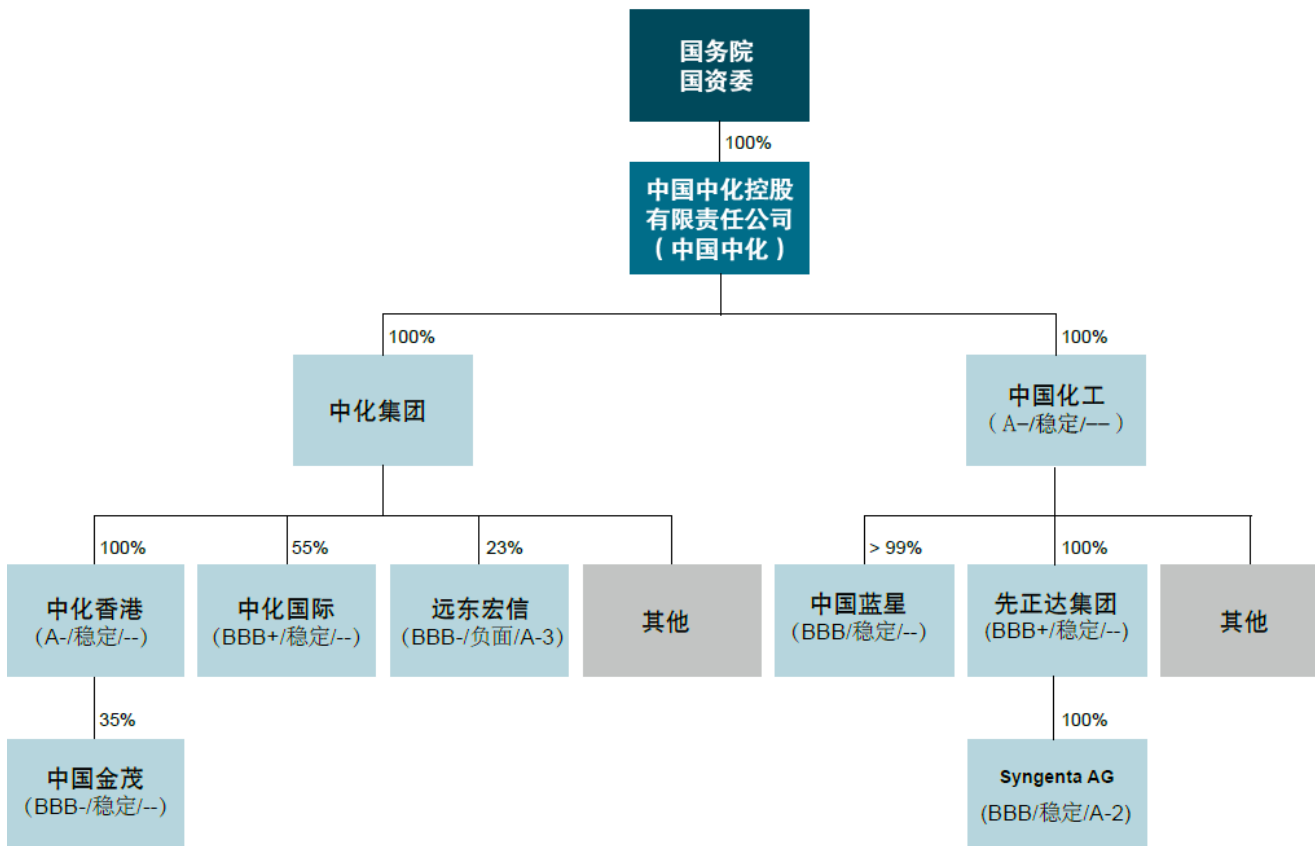
表 1

中国化工企业评级列表

企业	主体信用评级
中国化工集团有限公司	A-/稳定/--
中国蓝星（集团）股份有限公司	BBB/稳定/--
上海华谊（集团）公司	BBB/稳定/--
中化香港（集团）有限公司	A-/稳定/--
中化国际（控股）股份有限公司	BBB+/稳定/--
先正达集团股份有限公司	BBB+/稳定/--
万华化学集团股份有限公司	BBB/稳定/--

资料来源：标普全球评级。

中国中化的组织架构
几家受评企业隶属于中国两大主要国有化工集团



注：远东宏信和中国金茂不是化工企业。国务院国资委——国务院国有资产监督管理委员会。
远东宏信——远东宏信有限公司。中化国际——中化国际（控股）股份有限公司。
资料来源：公司数据，标普全球评级。
版权 © 2023 Standard & Poor's Financial Services LLC。版权所有。

相关研究

- Industry Top Trends 2023: Chemicals, Jan. 23, 2023
- Will Buffers Hold For Rated Chemical Companies In Asia-Pacific?, Aug. 16, 2022
- 中国大宗商品观察：化工企业将依靠举债实现增长，2022 年 6 月 13 日

本报告不构成评级行动。

中文版本系根据英文版本翻译，若与原文版本有任何分歧，概以英文版本为准。阅读英文版请点击：

<https://www.capitaliq.com/CIQDotNet/CreditResearch/SPResearch.aspx?articleId=&ArtObjectId=12649242&ArtRevId=1&sid=&sind=A&>

版权©2023, Standard & Poor's Financial Services LLC (以下统称“标普”)。版权所有。

未经标普事先书面许可, 严禁使用任何形式方式修改、反向推导、复制或散布上述内容(包括评级、信用相关分析和数据、估值、模型、软件或其它应用或产品)或其任何部分(以下统称“内容”), 或将其存储于数据库或检索系统。内容不得用于任何非法目的或未经授权而使用。标普及任何第三方供应商及其董事、高管、股东、雇员或代理(以下统称“标普各方”)并未保证内容的准确性、完整性、及时性或可用性。标普各方不对任何错误或遗漏(无论成因), 使用内容得到的结果, 或用户输入任何数据的安全性或维护负责。内容系“按原样”提供。标普各方不作出任何和所有明示或默示的保证, 包括但不限于对特定目的或用途的适销性或适用性的任何保证、对不存在故障、软件错误或缺陷的保证、对内容的功能性不受影响的保证, 或对内容可在任何软件或硬件设置运营的保证。在任何情况下, 标普各方不对任何一方使用内容而遭受的任何直接、间接、偶然性、惩戒性、补偿性、惩罚性、特定或事后损害、费用、开销、律师费或损失(包括但不限于收入损失或利润损失和机会成本)负责, 即使被告知此类损害的可能性。

内容中的信用相关分析(包括评级)以及内容中的观点仅是当日所发表观点的陈述, 并非事实的陈述, 或对购买、持有或出售任何证券或作出任何投资决策的推荐意见。标普不承担在以任何形式或方式出版内容后进行更新的义务。内容的使用者、其管理层、雇员、顾问和/或客户在作出投资决策和其它商业决策时不应依赖内容或将内容替代其能力、判断和经验。标普的观点和分析不针对任何证券的适用性。标普不承担“受托人”或投资顾问的职能。尽管标普从其认为可靠的来源获得信息, 但不会对取得的信息进行审查和承担任何尽职调查或独立验证的义务。

出于特定监管目的, 监管机构允许评级机构在一个司法辖区认可另一司法辖区发布的评级, 标普保留随时且完全自主授予、撤销或暂停此类认可的权利。标普各方不承担因授予、撤销或暂停上述认可而产生的任何责任, 也不对任何声称因此而发生的损失负有义务。

标普将旗下各业务部门的活动分隔开, 从而保证各部门活动的独立性和客观性。因此, 标普的某个部门可能会掌握其他部门未获得的信息。标普已制定了政策和流程, 以确保在每个分析过程中获取的非公开信息的保密性。

标普可就其评级和特定信用相关分析收取报酬(通常从发债人、承销商或债务人处收取)。标普保留公布其观点和分析的权利。标普在其下列网站上发布其公开评级和分析: www.standardandpoors.com(免费网站), 及 www.ratingsdirect.com 和 www.globalcreditportal.com(收费网站), 及 www.spcapitaliq.com(收费网站), 及可能通过其他渠道进行发布, 包括通过标普出版物和第三方分销商。如希望了解更多关于标普信用评级收费的信息, 请查阅 www.standardandpoors.com/usratingsfees。

STANDARD & POOR'S, S&P 和 RATINGSDIRECT 是 Standard & Poor's Financial Services LLC 的注册商标。