

行业研究 | 行业专题研究 | 石油石化

特朗普胜选如何影响大化工？



| 报告要点

美国前总统、共和党总统候选人特朗普在 2024 年美国总统选举中获得超过 270 张选举人票，锁定大选胜局。我们展望特朗普政策 2.0 时期对化石能源以及对外贸易的政策措施，分析了其对大化工行业产生的潜在影响。特朗普在能源政策方面或放松对石油行业监管，并试图推动美国油气产量增长；在税收政策方面或升级对华贸易政策，由于大多数中国化工品对美出口占比较小，受贸易影响或有限。此外，中国化工企业有望在美国以外区域迎来产能出海布局的机会。

| 分析师及联系人



许隽逸



张玮航



陈律楼



申起昊

SAC: S0590524060003 SAC: S0590524090003 SAC: S0590524080002 SAC: S0590524070002



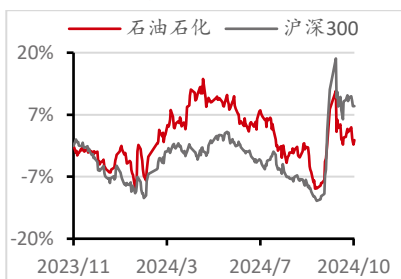
陈康迪

石油石化

特朗普胜选如何影响大化工？

投资建议： 强于大市（维持）
上次建议： 强于大市

相对大盘走势



相关报告

- 《石油石化：2024Q3 大化工行业基金持仓分析：石化重仓降低，化工延续低配》
2024. 10. 27
- 《石油石化：财政发力促大化工稳健前行》
2024. 10. 14



扫码查看更多

美国前总统、共和党总统候选人特朗普在 2024 年美国总统选举中获得超过 270 张选举人票，锁定大选胜局。我们展望特朗普政策 2.0 时期对化石能源以及对外贸易的政策措施，分析了其对大化工行业产生的潜在影响。特朗普在**能源政策方面**或放松对石油行业监管，并试图推动美国油气产量增长；在**税收政策方面**或升级对华贸易政策，由于大多数中国化工品对美出口占比较小，受贸易影响或有限。此外，中国化工企业有望在美国以外区域迎来产能出海布局的机会。

➤ 美国能源和环保政策或面临转向

特朗普当选一方面或提供美国大规模税收减免和其他财政激励措施，鼓励本土化石能源开采，增加使用公共土地进行更多的钻探活动，支持石油和天然气行业的发展；另一方面或调整环保政策，撤销拜登政府实施的环保法规，终止电车和清洁能源补贴，减少环保署预算，重组环保署人员，或试图促使美国油气生产商增加投入。同时我们认为特朗普对已有新能源政策采取完全废除的极端做法发生的可能性较低，或不意味着可再生能源将完全失去政策性支持。

➤ 化工品出口受贸易政策影响或有限

我们统计了 62 种代表性化工品对美出口占比，其中仅有 4 种占比超过 10%。若美国全面加税，对美出口占比大的化工品短期或受到冲击，而大多数化工品对美出口占比较小，受到贸易摩擦的影响或有限。另一方面，贸易壁垒对中国化工行业是挑战更是机遇，如轮胎、聚酯瓶片行业有望通过出海填补中国大陆失去的份额，实现弯道超车。我们认为，前瞻布局海外基地、绕道出口的企业具有战略优势。

➤ 当前化工整体低估值颇具吸引力

我们汇总了大化工 28 个细分行业近 20 年的估值情况，发现当前化工整体估值仍处于历史较低水平，截至 2024 年 11 月 4 日，基础化工/石油石化 PE-TTM 分别在 54%/49% 估值分位，板块整体均有较好的估值提升空间。多个基础化工细分板块估值处于历史低位，在上升行情中或具备更好的赔率。PE-TTM 在 20% 分位以内的细分行业有纯碱 19%/民爆制品 8%/涤纶 18%/复合肥 7%/轮胎 6%。石油石化中 PE-TTM 在 20% 分位以内的细分行业是油气开采 16%。

➤ 投资建议：关注化工出海、低估值核心资产及成长方向

出海布局生产基地企业具有战略优势，关注赛轮轮胎、森麒麟、通用股份、玲珑轮胎。低估值核心资产兼具逆周期韧性和顺周期弹性，关注华鲁恒升、巨化股份、华峰化学、新和成、万华化学。低估值成长方向在宏观修复下有着更好的估值弹性，关注成本优势及成长性显著的宝丰能源、卫星化学；关注顺应 ESG 的再生产业-台华新材、三联虹普、惠城环保；关注合成生物学、CPI、COC、PEEK 等产业升级方向。关注化工景气赛道，动物营养添加剂、农药刚需品、制冷剂。关注低估值红利板块，资源优质且高分红的中国石油、中国石化、中国海油。

风险提示：政策效果不达预期；市场信心不及预期；化工行业的供需矛盾暂未得到解决的风险；美国对华关税政策超预期的风险。

正文目录

1. 大化工视角：特朗普政策 2.0	5
1.1 能源政策或面临转向	5
1.2 与中国贸易措施或升级	6
2. 基础化工：贸易壁垒，是挑战更是机遇	8
2.1 对美出口化工品份额影响或有限	8
2.2 “困境求生”的典型案列	12
3. 特朗普胜选对石油石化的潜在影响	19
3.1 特朗普能源主张对油价影响几何	19
3.2 特朗普关税政策对炼化龙头影响几何	24
4. 特朗普 2.0 时代大化工或迎上升行情	26
4.1 大化工在上升行情中有较好的胜率与赔率	27
4.2 大化工兼具高弹性与高赔率	29
4.3 大化工整体低估值颇具吸引力	30
5. 投资建议：关注化工出海、低估值核心资产及成长方向	31
5.1 关注出海布局生产基地的企业	31
5.2 关注低估值核心资产	32
5.3 关注化工低估值成长方向	32
5.4 关注化工景气提升赛道	32
5.5 关注低估值红利板块	32
6. 风险提示	32

图表目录

图表 1：拜登政府和特朗普政府时期关键能源指标比较	6
图表 2：中国化工品出口总额（亿美元）及同比增速	9
图表 3：中国出口至美国化工品金额（亿美元）及占比	9
图表 4：中国出口至主要替代地区占比	9
图表 5：美国自中国和替代地区进口化工品金额（亿美元）（相对 2017 年）	9
图表 6：中国化工品出口美国的结构变化（按金额，亿美元）	10
图表 7：2023 年代表性化工品出口美国占比梳理	11
图表 8：美国半钢胎进口结构（上图，万条）、美国全钢胎进口结构（下图，万条）	13
图表 9：部分国家对中国轮胎贸易政策限制（包括东南亚基地）	14
图表 10：中国主要轮胎企业海外建设产能（截至 2024 年 9 月末，不完全统计）	15
图表 11：各胎企业毛利率对比（%）	17
图表 12：各胎企海外基地净利润变化（亿元）	17
图表 13：各胎企营业收入变化（亿元）	17
图表 14：中国聚酯瓶片出口量（万吨）、出口占产量比例变化情况（%）	18
图表 15：2017 中国聚酯瓶片出口结构（按出口量）	18
图表 16：2023 年中国聚酯瓶片出口结构（按出口量）	18
图表 17：近年来各国对中国聚酯瓶片反倾销事件汇总（不完全统计）	18

图表 18:	特朗普竞选政策与潜在影响.....	19
图表 19:	美国石油活跃钻机数以及钻机数周环比变化 (台)	20
图表 20:	Permian 产区石油活跃钻机数以及周环比变化 (台)	21
图表 21:	美国原油 SPR 库存周度数据 (百万桶)	21
图表 22:	美国库存井数量处于阶段性低位 (口)	22
图表 23:	特朗普当选后可能采取的措施.....	22
图表 24:	特朗普政府或对美联储采取的控制计划.....	23
图表 25:	样本页岩油企业股利、回购额与原油价格.....	24
图表 26:	样本页岩油企业股利、回购额及同比增速.....	24
图表 27:	2023 年主要炼化产品出口美国占比统计	25
图表 28:	国内炼化企业出口至美国产成品比例高于初制品或中间制品.....	26
图表 29:	大炼化装置建设壁垒较高.....	26
图表 30:	上证指数 10 次涨幅超过 10% 的典型行情回顾	27
图表 31:	上证指数、石油石化、基础化工在 10 段上升行情中的指数涨跌幅比较.....	28
图表 32:	沪深 300、石油石化、基础化工在 10 段上升行情中的指数涨跌幅比较.....	29
图表 33:	10 次上升行情中上证指数、沪深 300、石油石化 (申万)、基础化工 (申万) 涨跌比较	29
图表 34:	石油石化 (申万) 在对应上涨行情内的行情回顾.....	30
图表 35:	基础化工 (申万) 在对应上涨行情内的行情回顾.....	30
图表 36:	基础化工、石油化工 PE 估值监测.....	31

1. 大化工视角：特朗普政策 2.0

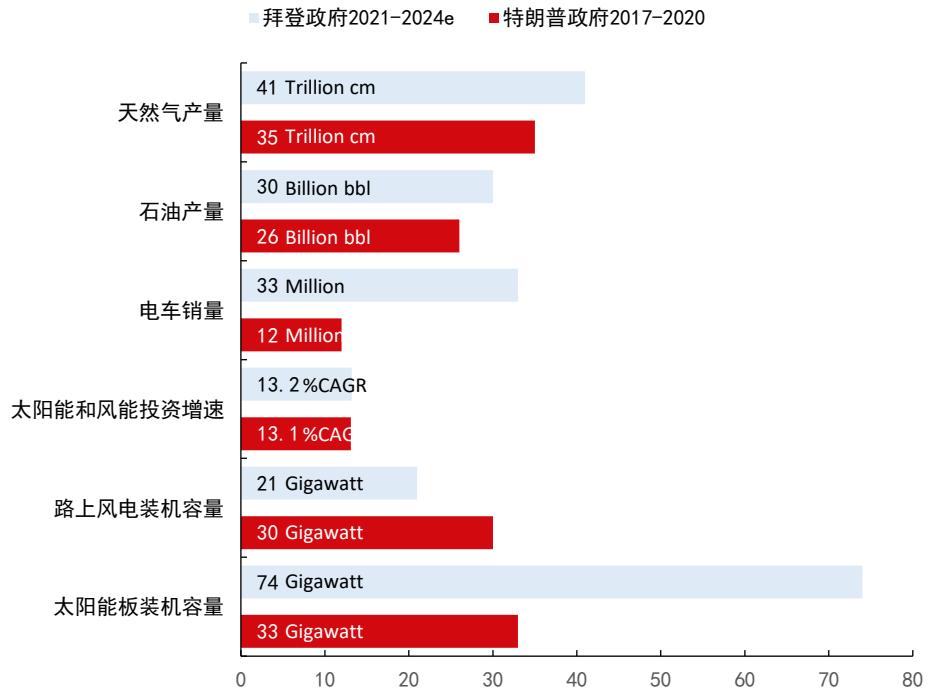
美国前总统、共和党总统候选人特朗普在 2024 年美国总统选举中获得超过 270 张选举人票，锁定大选胜局。**能源政策方面**，特朗普支持以原油和天然气为代表的化石能源开采，反对拜登执政时期的电动汽车和清洁能源政策，以及拜登政府对化石燃料行业的一系列反制措施。**税收政策方面**，特朗普对国内将减少企业税负作为其经济政策的核心；对进口商品征收高比例关税，保护美国公司免受海外企业竞争。本篇专题试图从能源和税收两个方面分析特朗普执政或对基础化工和石油石化行业产生的潜在影响，以及与这些潜在影响或存在关联的大化工行业投资机会。

1.1 能源政策或面临转向

2017 年 6 月 1 日美国总统特朗普宣布退出《巴黎协定》，表示为提升经济增速，美国需要一切形式的能源。特朗普在 2024 年美国总统大选中胜出重返白宫，拜登执政时期美国承诺关于减少碳排放以及支持可再生能源的政策性方案或面临转变。特朗普 2.0 时期美国政府或延续特朗普 1.0 时期的环境和气候行动主张，放松监管减慢气候行动以及能源转型进程，增加使用公共土地进行更多的钻探活动，鼓励能源开采，传统能源包括石油和天然气的生产或得到政策性支持。

同样值得注意的是特朗普胜出或不意味着可再生能源将完全失去政策性支持：一方面新能源相关企业自身战略规划时间框架较总统选举周期更长，不希望公司运营规则随政治风向频繁改变，因此对已有新能源政策采取完全废除的极端做法发生的可能性较低；另一方面特朗普 1.0 时期并非完全缺乏支持新能源的相关提议，2018 年 1 月 22 日特朗普对进口光伏组件施加了 4 年的惩罚性关税，首年关税为 30%，逐年下降最终至 15%。首批进口的 2.5 吉瓦光伏组件将免于征税。目的是要筑起贸易壁垒，保护美国本土的光伏组件制造商企业。根据 Rystad Energy 对关键能源指标统计，在 2017 至 2020 年特朗普执政时期某些新能源相关指标接近甚至超过 2021 至 2024 年拜登政府执政时期：美国在太阳能和风能投资增速方面，2017-2020 年 CAGR 为 13.1%，2021-2024 年 CAGR（包含预测值）为 13.2%；在路上风电装机容量方面，特朗普政府时期高于拜登政府时期约 9 吉瓦。

图表1：拜登政府和特朗普政府时期关键能源指标比较



资料来源：Rystad Energy, 国联证券研究所

1.2 与中国贸易措施或升级

“对外国商品征收高额关税，为政府带来巨额收入，保护美国公司免受海外竞争”是特朗普贸易政策和财政提议的一贯主张，特朗普也曾表示若在2024年美国大选总统大选中胜出，仍将利用关税迫使其他国家遵循对美国有利的贸易政策。回顾特朗普1.0时期对华贸易政策，其治下的美国将中国看作是贸易上的战略竞争，对中国采取对抗性政策。特朗普2.0时期对华贸易政策或将进一步升级：特朗普在2024年竞选活动中提及将对所有中国进口商品征收超过60%的关税，《经济学人》智库（EIU）亚洲首席经济学家尼克·马罗（Nick Marro）认为，不排除特朗普政策2.0会取消2009年9月中国与美国缔结的永久正常贸易关系（PNTR）地位。大化工行业中部分化工品出口至美国数量占产量比例较高，短期内或受到关税政策的潜在威胁。

1.2.1 特朗普1.0执政时期关税政策梳理

- 2018年3月1日，特朗普政府根据商务部以1962年《贸易扩展法》第232条款对进口钢铁产品出具的调查报告采取措施，向除加拿大和墨西哥以外的所有进口钢和铝分别征收25%和10%的关税。
- 2018年3月22日，特朗普以盗窃美国知识产权和商业秘密为理由，针对“301

调查”结果，宣布向中国进口商品征收关税。白宫官员也在当天早些时候吹风会上提及，涉及征税的中国商品价值大约 500 亿美元。

- 2018 年 7 月 6 日，美国开始向【第一批清单】(List1) 列出的中国产品征收 25% 关税，涉及商品总价值 340 亿美元。此前公布将从中国进口约 500 亿美元商品加征 25% 的关税，此次加征关税标志第一批额外关税清单已经正式生效。
- 2018 年 8 月 23 日，中美双方代表团在华盛顿就贸易争端重启谈判；美国贸易代表办公室 (USTR) 就针对中国 2000 亿美元产品加征关税的计划进行听证；美国对【第二批清单】(List2) 列出的价值 160 亿美元中国进口产品加征 25% 关税，作为继 7 月 6 日实施的 340 亿关税计划之后，针对 500 亿美元中国商品加征关税计划的第二部分，涉及产品包括半导体、电子、塑料等。
- 2018 年 9 月 24 日，美国对【第三批清单】(List3) 价值 2000 亿美元的 6000 多种中国商品征收关税，初始税率为 10%，并计划在 2019 年提高至 25%。
- 2019 年 5 月 10 日，中美贸易谈判进展缓慢，特朗普宣布对第三批清单 2000 亿美元中国商品的关税税率由 10% 调高至 25%，并指出支付给美国的关税对商品成本影响不大，主要是由中国承担。
- 2019 年 8 月 1 日，特朗普表示将自 9 月起对【第四批清单】(List4) 价值接近 3000 亿美元的中国进口商品加征 10% 的关税，额外关税将分别在 9 月和 12 月分两阶段生效。8 月 23 日，特朗普表示将价值 3000 亿美元中国进口商品加征关税税率由 10% 提高至 15%，将已被征收 25% 关税的 2500 亿中国商品税率提升至 30%。
- 2019 年 9 月 1 日，美国政府向【第四批清单 A】(List4A) 价值 1120 亿美元的中国商品额外加征关税生效，商品清单包括鞋、食品和纸尿裤等。
- 2019 年 12 月 15 日，美国政府原定在 12 月 15 日对【第四批清单 B】(List4B) 中价值 1600 亿美元中国商品征收 15% 关税，商品清单包括手机、圣诞饰品等，在中美双方签署“中美第一阶段贸易协议”后暂停。
- 2020 年 1 月 15 日，中美签署第一阶段贸易协议，美国暂停上调部分关税，并将部分涉及中国商品的关税进行了一些调整。根据协议，美国自 2020 年 2 月 14 日起，对从中国进口的 List4A 清单商品征收关税税率自 15% 降至 7.5%。

2. 基础化工：贸易壁垒，是挑战更是机遇

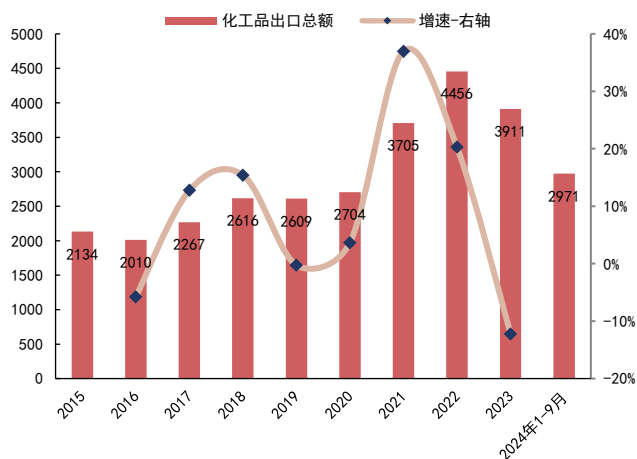
2.1 对美出口化工品份额影响或有限

为了更好地分析美国关税对中国化工行业的影响，我们选取海关总署化工品相关的 13 大类为口径进行统计，需要特别注意的是，海关总署分类较宽，包含化工原料及其产成品（如塑料及其制品包括 PE、PP 等原料及地板等产成品，橡胶及其制品大类包含各类橡胶及产成品轮胎）。

单看直接出口至美国的化工品，中国对美出口化工品表现份额下降。中美贸易摩擦自 2018 年逐步升级，2019 年中国出口至美国化工品金额较 2018 年下降 16.1% 至 323.4 亿美元，占当年化工品出口总额的 12.4%，子行业均有不同幅度的下滑，其中橡胶及其制品和有机化学品下滑最为明显。2020-2022 年，公共卫生事件后全球经济活动逐步恢复，叠加中国供应链较稳定，带动中国化工品出口显著增长。随后两年，由于全球经济增速放缓叠加海外去库存影响，化工品需求较弱，2023 年中国出口至美国化工品总额同比下降 21.2% 至 406.5 亿美元，占当年化工品出口总额 3911.4 亿美元的 10.4%。

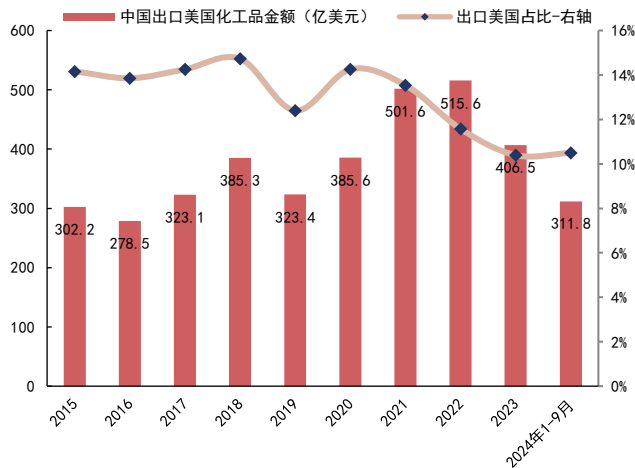
企业或通过转口、出海建厂等方式填补因贸易摩擦而退出的中国出口份额，算上间接出口至美国的化工品份额，化工品整体对美出口份额或较稳定。2018 年中美贸易摩擦以来，中国化工品出口结构也有所改变，2023 年对美出口化工品份额较 2017 年下降 3.9pct；相应地，主要替代地区（越南、马来西亚、柬埔寨、泰国、印尼、印度、墨西哥、韩国）份额由 2017 年的 25.3% 增长至 2023 年的 30%。从美国进口份额看，东南亚、墨西哥等地区一定程度上替代了中国大陆对美出口，企业或通过转口贸易和出海建厂等方式填补因贸易摩擦而退出的中国出口份额，因此我们认为中国化工品对美出口份额整体或较稳定。

图表2：中国化工品出口总额（亿美元）及同比增速



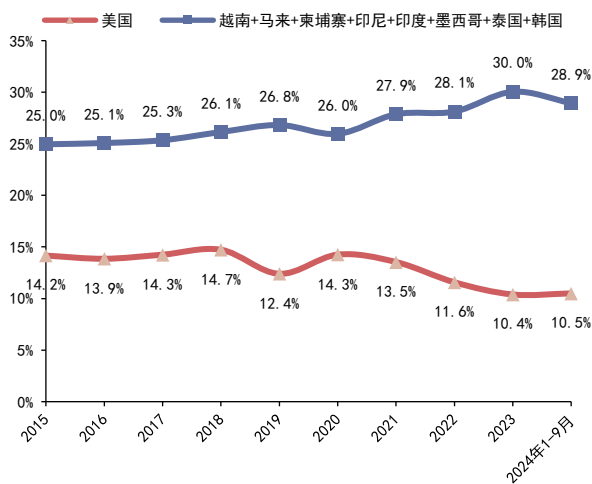
资料来源：海关总署，国联证券研究所
注：统计口径为化工相关的13大类（HS商品编码为28、29、31、32、33、34、35、36、38、39、40、54、55）

图表3：中国出口至美国化工品金额（亿美元）及占比



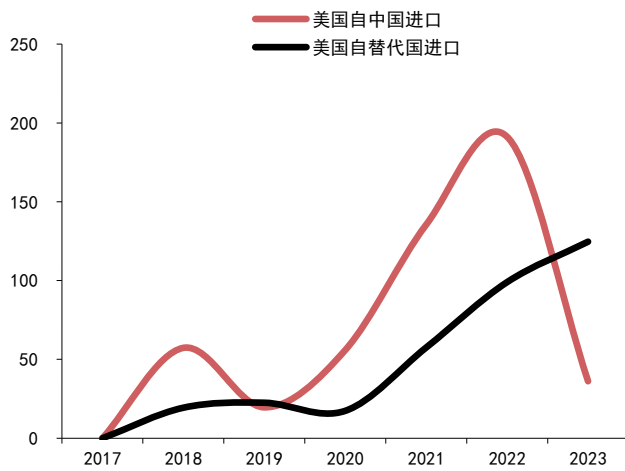
资料来源：海关总署，国联证券研究所
注：统计口径为化工相关的13大类（HS商品编码为28、29、31、32、33、34、35、36、38、39、40、54、55）

图表4：中国出口至主要替代地区占比



资料来源：海关总署，国联证券研究所

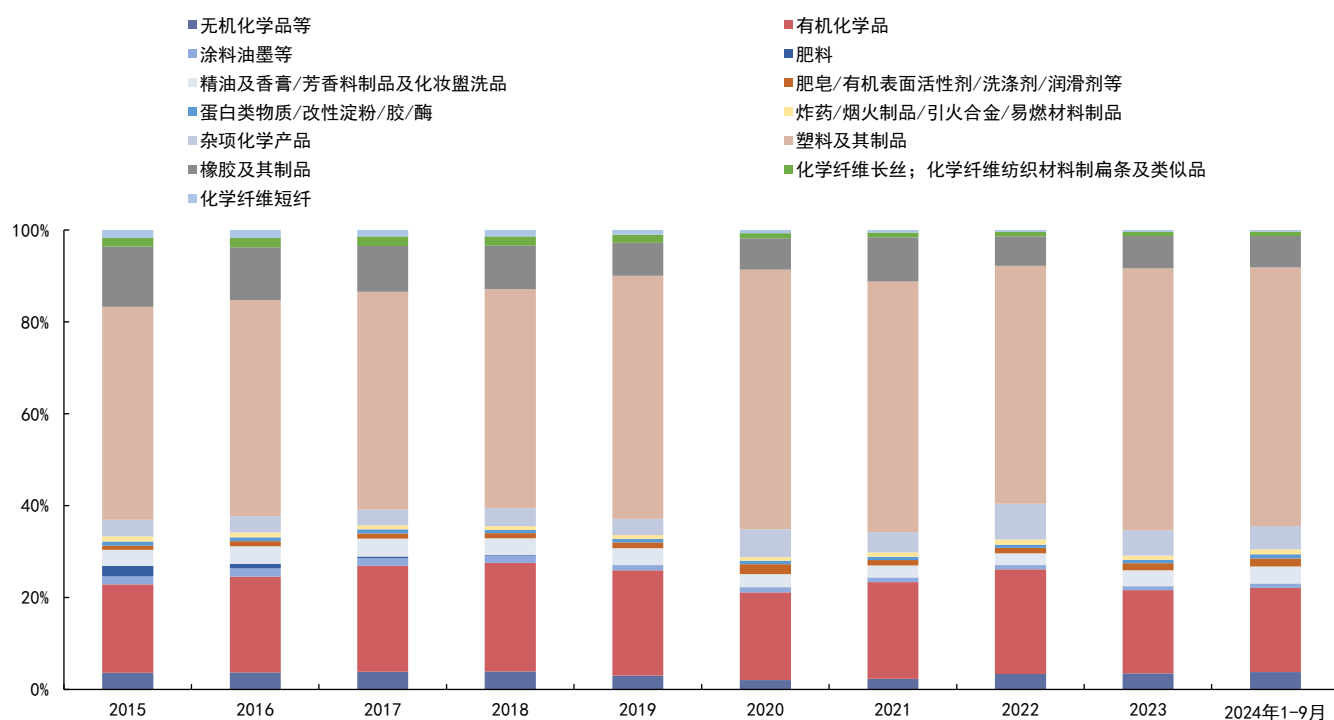
图表5：美国自中国和替代地区进口化工品金额(亿美元)(相对2017年)



资料来源：ITC，国联证券研究所
注：替代地区为越南、马来、柬埔寨、印尼、印度、墨西哥、泰国、韩国

从化工品出口结构看，塑料及其制品、有机化学品和橡胶及其制品为主要三大类，其中塑料及其制品出口份额通常占据50%以上，主要由于塑料制品出口品类广泛且出口量庞大。有机化学品出口份额通常在20%左右，橡胶及其制品为7%左右。

图表6：中国化工品出口美国的结构变化（按金额，亿美元）



资料来源：海关总署，国联证券研究所

细分行业层面，我们统计了 62 种代表性化工品对美出口占比（对美出口量/产量），其中仅有 VE、三氯蔗糖占比在 20% 以上；聚合 MDI、草甘膦占比在 10%-20% 之间；VA、SAP、涤纶工业丝、全钢胎、苏氨酸、赖氨酸、有机硅中间体、软泡聚醚占比在 1%-10% 之间；其余 50 种产品直接对美出口占比不足 1%，主要由于多以制成品形式出口。若美国对中国全面加征关税，我国少量对美出口占比大的化工产品短期受到的冲击或相对较大；大多数化工产品对美出口占比较小，受到贸易摩擦的影响或有限。

图表7：2023 年代表性化工品出口美国占比梳理

分类	产品	产量 (万吨)	出口数量 (万吨)	出口金额 (万美元)	出口美国数量 (万吨)	出口美国金额 (万美元)	出口数量/产量	出口美国数量/产量
醇类及下游	丙二醇	44.5	20.5	23478	0.21	272	46.18%	0.47%
	异丙醇	38.9	13.0	12193	0.00	3	33.29%	0.00%
	MTBE	1468.3	188.1	195689	0.29	4864	12.81%	0.02%
酚酮	丁酮	43.0	13.7	13945	0.06	68	31.96%	0.15%
酸酯/酸酐	醋酸	946.5	83.8	32381	2.63	974	8.85%	0.28%
	丙烯酸	325.0	12.4	11474	0.70	673	3.80%	0.21%
	丙烯酸甲酯	15.6	0.4	414	0.12	113	2.38%	0.79%
	丙烯酸乙酯	10.0	3.1	3895	0.05	65	30.70%	0.52%
	丙烯酸丁酯	225.0	24.1	27102	0.01	13	10.70%	0.00%
	氯乙酸	55.6	6.9	3818	0.20	175	12.37%	0.35%
	苯酐	229.7	13.2	14045	0.02	19	5.74%	0.01%
	顺酐	119.1	14.6	12811	0.01	14	12.25%	0.01%
	MMA	130.5	14.6	28332	0.38	1457	11.22%	0.29%
	SAP	77.0	71.6	126967	1.96	5765	92.97%	2.55%
化纤	PTA	6305.7	350.9	269574	0.00	1	5.57%	0.00%
	聚乙烯醇	62.7	18.4	36439	0.31	770	29.35%	0.49%
	聚酯切片	928.5	87.2	85436	0.18	289	9.40%	0.02%
	涤纶长丝	4152.5	403.4	533961	5.43	8485	9.71%	0.13%
	涤纶工业丝	205.4	52.0	77293	5.14	7744	25.32%	2.50%
	涤纶短纤	734.8	120.5	120794	5.06	3728	16.41%	0.69%
	PA6	481.6	47.9	89532	0.25	616	9.94%	0.05%
	PA66	59.8	13.0	39135	0.02	108	21.67%	0.03%
塑料	氨纶	89.5	7.0	34930	0.09	507	7.78%	0.10%
	PE	2735.2	83.5	109050	0.07	286	3.05%	0.00%
	PP	3225.1	117.5	142165	0.52	876	3.64%	0.02%
	PVC	2399.8	242.0	194605	0.06	68	10.08%	0.00%
	PS	410.4	18.6	28623	0.11	1266	4.53%	0.03%
	ABS	600.3	13.9	25959	0.56	1140	2.32%	0.09%
	EVA	215.4	20.7	51911	0.09	216	9.59%	0.04%
	PC	248.6	36.2	88091	0.62	1805	14.57%	0.25%
增塑剂	PMMA	35.0	3.7	7444	0.01	28	10.55%	0.02%
	PBT	98.7	30.3	55955	0.28	701	30.69%	0.29%
	DOP	119.3	6.7	9124	0.00	1	5.64%	0.00%
聚氨酯	DINP	36.4	5.0	6901	0.02	25	13.61%	0.05%
	聚合MDI	190.0	104.4	168151	23.02	31955	54.94%	12.12%
	纯MDI	126.6	12.1	25169	0.26	518	9.55%	0.20%
	TDI	120.0	33.3	72500	0.26	620.43	27.72%	0.21%
	BDO	240.9	21.5	31017	0.03	111	8.94%	0.01%
氯碱相关	软泡聚醚	432.5	169.2	263092	4.63		39.12%	1.07%
	己二酸	218.4	44.8	56430	0.06	95	20.51%	0.03%
	纯碱	3215.0	148.9	48472	0.02	12	4.63%	0.00%
	PVC	2052.1	242.0	194605	0.06	68	11.79%	0.00%
制冷剂	钛白粉	407.0	164.2	359767	1.33	2914	40.34%	0.33%
	有机硅中间体	180.6	40.7	121472	2.59	-	22.51%	1.44%
	R22	69.1	9.4	20693	0.05	121.5	13.66%	0.07%
	R32	25.0	5.0	10940	0.17	336	19.85%	0.67%
农药化肥	R134a	21.5	13.9	47499	0.10	351	64.79%	0.45%
	萤石	699.5	37.8	16562	5.93	2840	5.40%	0.85%
	尿素	6015.9	425.1	161143	0.91	402	7.07%	0.02%
	磷酸一铵	879.4	203.6	113913	0.74	710.19	23.15%	0.08%
	磷酸二铵	1337.7	503.6	270508	0.28	339.76	37.64%	0.02%
橡胶轮胎	复合肥	5217.0	165.7	66788	0.08	112.07	3.18%	0.00%
	草甘膦	52.9	46.1	176217	6.34	-	87.26%	11.99%
	半钢胎	531.8	286.3	786338	4.26	12485.64	53.83%	0.80%
饲料药添加剂	全钢胎	556.7	462.0	1008552	17.93	44676	83.00%	3.22%
	炭黑	537.4	72.7	102327	0.54	1235	13.53%	0.10%
	VA	1.4	0.5	11660.1	0.08	-	34.19%	5.40%
	VE	13.0	8.3	86943.3	2.61	-	63.46%	20.05%
	蛋氨酸	58.6	15.4	32343.1	0.25	-	26.33%	0.43%
	三氯蔗糖	2.2	1.6	31102.7	0.58	-	75.50%	26.64%
苏氨酸	89.3	56.9	103671.8	3.10	-	63.69%	3.47%	
赖氨酸	282.4	96.1	112886.7	6.44	-	34.02%	2.28%	

资料来源：卓创资讯、百川盈孚，国联证券研究所

2.2 “困境求生”的典型案列

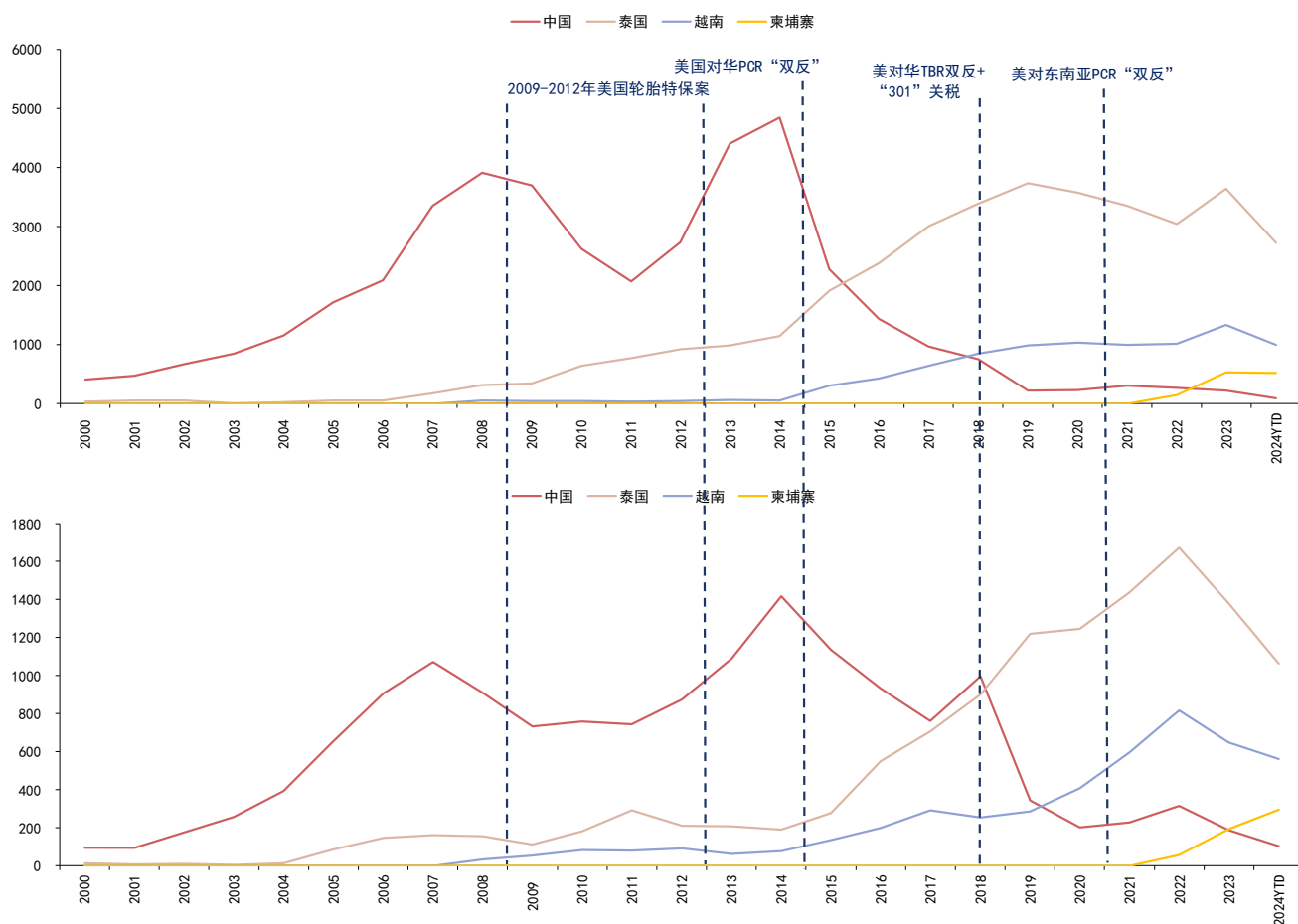
从历史上看，贸易壁垒对中国化工企业既是挑战也是机遇。关税增加和技术壁垒短期或对行业冲击大，但这种外部压力也倒逼行业淘汰落后产能、加快转型升级、加速拓展海外市场。如早在 10 年前就被美国加征高额关税的中国轮胎行业，头部企业通过海外建厂绕开贸易壁垒，凭借高性价比优势持续提升全球市占率，实现弯道超车。我们认为前瞻布局海外基地、或绕道出口的中国化工企业具有战略优势。

2.2.1 轮胎：出海典型案例，由规避制裁到全球化战略布局

中国轮胎产业多次被关税限制。通常全球轮胎需求低迷、海外本土企业经营不善时，美国钢铁工人联合会发起调查申请，美国商务部及国际贸易委员会最终会通过施加高额关税的方式来保护本国企业。作为劳动密集型及出口导向型产业，我国轮胎产业也多次遭遇了海外多国的关税限制，尤其是美国和欧洲这两大全球轮胎消费地区陆续对我国轮胎征收了高额关税，直接削弱中国轮胎在直接出口方面的高性价比优势。

“双反”措施实施后，中国向美国出口的轮胎数量显著减少。据 USITC，2009 年美国轮胎特保案前，中国出口至美的半钢胎近 4000 万条/年，占美国进口半钢胎的 38%左右；出口至美的全钢胎近 800 万条/年，占美国进口全钢胎的 32%左右。2009-2012 年轮胎特保案期间，中国输美轮胎数量显著减少。2013-2014 年处于关税空档期，中国出口至美轮胎数量再次回升，致美国本土企业经营再度恶化。2014 年末美国对中国大陆轮胎发起双反调查，随后中国出口至美的轮胎数量持续下滑，2023 年美国进口中国半钢胎+全钢胎数量不足 500 万条/年，占美国进口量仅 5%。

图表8：美国半钢胎进口结构（上图，万条）、美国全钢胎进口结构（下图，万条）



资料来源：USITC，国联证券研究所
注：2024年YTD即2024年1-8月进口数据

图表9：部分国家对中国轮胎贸易政策限制（包括东南亚基地）

国家	开始时间	终裁时间	名称	涉及轮胎产品	结果及贸易保护措施
美国	-	2009年6月	中美轮胎特保案	乘用车胎及轻卡胎	2009年9月开始连续三年对中国输美乘用车及轻卡胎分别加征55%/45%/35%从价特别关税
	2013年12月	2014年2月	对华新重启工程机械轮胎反倾销情势变迁复审	工程轮胎	终裁决定惩罚税率为16.18%-105.59%
	2014年7月	2015年8月	对华半钢子午线轮胎“双反”调查	乘用车胎及轻卡胎	终裁认定我国半钢胎征收反倾销和反补贴合并税率30.61%-107.68%；2018年3月行政复议终裁延续双反裁定，合并税率为22.18%-107.68%
	2016年2月	2017年2月	对华全钢子午线轮胎“双反”调查	卡客车轮胎	2017年2月中国轮胎行业取得终裁胜诉，反倾销和反补贴不成立
	2018年11月	2019年2月	重启对华全钢子午线轮胎“双反”调查	卡客车轮胎	对中国相关轮胎企业实行反倾销和反补贴，全国统一合并税率为42.31%
	-	2018年8月	中美贸易冲突加征关税	多种轮胎	美国商务部对华输美轮胎产品加征25%关税
	2020年5月	2021年5月	对东南亚半钢胎提出“双反”调查	乘用车胎及轻卡胎	2020年12月美国商务部公布双反初裁结果：泰国反倾销初裁税率为13.25%-22.21%，越南为0%-22.3%，韩国为14.24%-38.07%，中国台湾为52.42%-98.44%；越南反补贴税率为6.23%-10.08%。 2021年5月公布双反终裁结果：泰国反倾销终裁税率为14.62%-21.09%，越南为0%-22.30%，韩国为14.72%-27.05%，中国台湾为20.04%-101.84%；越南反补贴税率为6.23%-7.89%。
	2022年9月	2024年1月	对泰国半钢胎提出“双反”复审	乘用车胎及轻卡胎	2023年7月美国商务部公布复审初裁结果，森麒麟泰国复审初裁单独税率为1.24%；另一家强制应诉企业日本住友轮胎（泰国公司）的初裁单独税率为6.16%；其他泰国出口美国的轮胎企业初裁税率为4.52%。 2024年1月公布复审终裁结果，维持初裁结果不变。
	2023年10月	2024年10月	对泰国全钢胎提出反倾销调查	卡客车轮胎	2024年5月美国商务部公布对泰国全钢胎反倾销初裁结果，作为应诉企业之一的浦林成山获0%税率，普利司通和其他企业获2.35%税率。 2024年10月公布泰国全钢胎反倾销终裁结果，普利司通获48.39%税率，浦林成山和其他企业获12.33%税率。
	欧洲	2017年8月		对华卡客车轮胎反倾销调查	卡客车轮胎

资料来源：美国商务部，轮胎商业，国联证券研究所

“出海 1.0”：贸易壁垒驱动产业转移。2011 年以来，以赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟为代表的中国胎企开启第一轮出海，海外首厂均选择“一带一路”辐射的东南亚区域。东南亚区域一方面靠近天然橡胶主产地，另一方面与欧美拥有较好的贸易伙

伴关系，轮胎进出口关税、企业税收优惠较国内具有明显优势。

“出海 2.0”：规避贸易壁垒+主动加速全球化战略布局。伴随我国轮胎产能的转移，2020 年起，美国频繁对东南亚轮胎发起“双反”调查，中国轮胎再次面临贸易危机。中国头部胎企陆续计划将产能从东南亚拓展至北美（墨西哥）、欧洲（塞尔维亚）、非洲（摩洛哥）等地，进入全球化扩张阶段。相较于第一轮出海的“困境求生”，第二轮出海驱动因素更为多元，一方面是全球化布局强化抵御关税风险的能力，另一方面是在海外高通胀、高利率、老旧产能退出的背景下，中国轮胎以性价比优势快速提升全球市场份额。

图表10：中国主要轮胎企业海外建设产能（截至 2024 年 9 月末，不完全统计）

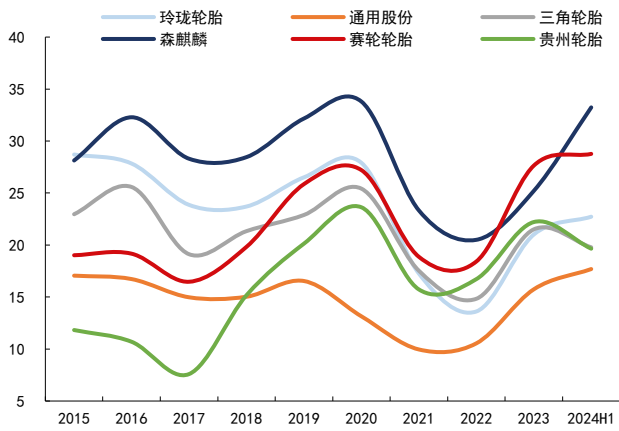
企业	基地	项目产能			(预计) 投产时间
		半钢胎 (万条/年)	全钢胎 (万条/年)	非公路胎 (万条/年)	
赛轮轮胎	越南（一期+二期）	1300	160	5（万吨）	2013 一期/2015 二期
	越南（与固铂合资）		265		2019
	越南（三期）	300	100	5（万吨）	2024 半钢+全钢/2025 非公路
	柬埔寨（一期）	900	165		2022
	柬埔寨（二期）	1200			2024H2
	墨西哥	600			2025
	印尼	300	60	3.7	2025
玲珑轮胎	泰国（一期+二期）	1200	120		2014 一期/2015 二期
	泰国（三期）	300	60	40	2018
	塞尔维亚	1200	160	22	2023 全钢/2024 半钢
	塞尔维亚扩产		80	15	2026-2027
森麒麟	泰国（一期）	1200			2015
	泰国（二期）	600	200		2023
	西班牙	1200			2025
	摩洛哥	1200			2024Q4
贵州轮胎	越南（一期）		120		2022
	越南（二期）		80	15	2024
中策橡胶	泰国（一期+二期）	850	210		2015
	泰国（三期）	500	140		2021
	印尼		300		2024H2
	墨西哥				未披露产能和建设时间
双钱轮胎	泰国		180	5	2017
通用股份	泰国（一期）	600	130		2021
	泰国（二期）	1000			2024
	柬埔寨（一期）	500	90		2023

	柬埔寨（二期）	350	75		2024
浦林成山	泰国（一期+二期）	800	200		2020 一期/2022 二期
青岛双星	越南	850	80		2021
	柬埔寨	700	150		2024
福临轮胎	马来西亚	300	50		2018
朝阳浪马	巴基斯坦（一期）		72		2022
	巴基斯坦（二期+三期）		168		2024/2025
昊华轮胎	斯里兰卡	750	150		2020（已破产）
	越南	1200	240		2025
金宇轮胎	越南（一期）		200		2021
	越南	300			2025
山东银宝	泰国	300	120		2018
寿光福麦斯轮胎	柬埔寨	800	120		2025/2026
万力轮胎	柬埔寨	1000	120		2025/2026
截至 2023 年底合计投产（万条）		10500	2862		
2023 年美国替换市场出货量（万条）		25350	2080		
2023 年欧洲替换市场销量（万条）		37100	2550		
2023 年欧美合计需求（万条）		62450	4630		
中国胎企已出海产能占欧美替换需求比例		17%	62%		
预计 2024 年投产		4450	685		
预计 2025 年及之后投产		6600	620		
在建/规划产能合计		11050	1305		

资料来源：各公司公告、轮胎商业网、车轱辘，国联证券研究所

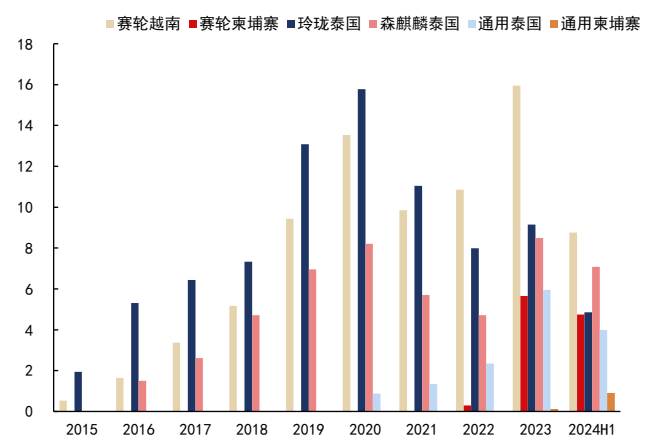
从盈利角度，海外产能扩张助力中国胎企享受贸易壁垒下的高利润市场。海外基地在产品价格和成本方面都具有较强优势，盈利能力远高于国内，头部企业凭借海外基地放量及客户持续突破等，全球竞争优势不断扩大。

图表11: 各胎企业毛利率对比 (%)



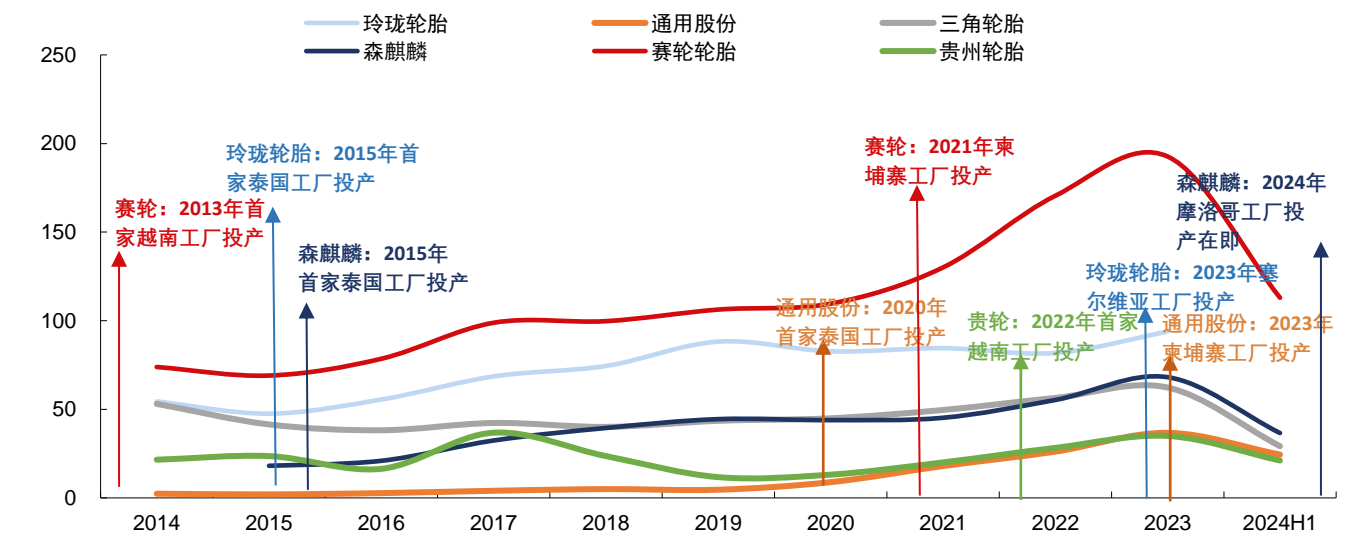
资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表12: 各胎企海外基地净利润变化 (亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

图表13: 各胎企营业收入变化 (亿元)



资料来源: Wind, 国联证券研究所

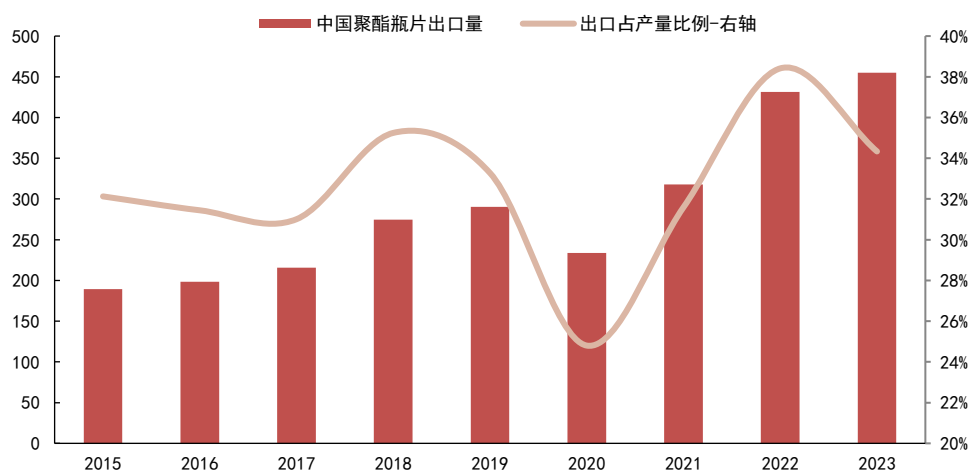
2.2.2 聚酯瓶片: 反倾销事件频发, 处于出海布局初期

中国是全球聚酯瓶片主要生产国, 出口依赖度高。聚酯瓶片主要用于制成食品饮料包装, 据百川盈孚, 聚酯瓶片下游有 78% 用于软饮料, 客户涵盖全球各大饮料品牌商, 因此厂商需要依赖大量出口拓展海外市场。据卓创资讯, 我国聚酯瓶片出口量由 2015 年底的 189 万吨增长至 2023 年的 455 万吨, 出口量占产量的比重在 34% 左右。

伴随近年来我国聚酯瓶片出口量不断提升, 反倾销案例也不断增加, 出口结构也随之改变, 2017 年日本对中国聚酯瓶片反倾销前曾是第一大出口国, 加征高额关税后出口至日本的量显著下滑。

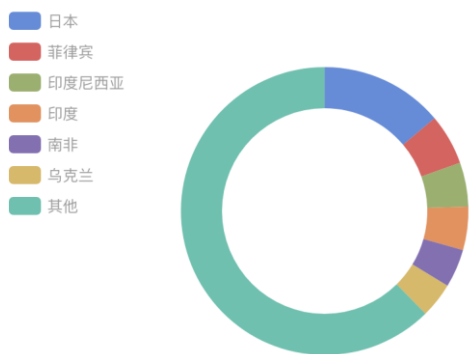
聚酯瓶片企业开启出海布局。为了规避日益频发的贸易壁垒，以万凯新材为代表的聚酯瓶片企业正在积极出海布局，2023年12月7日，万凯新材公告拟与国际合作伙伴共同出资在尼日利亚建设与运营30万吨/年瓶片生产基地，成为业内首家“走出去”的聚酯瓶片企业，有利于企业增强抵抗贸易壁垒的能力、缓解国内竞争激烈的压力。

图表14：中国聚酯瓶片出口量（万吨）、出口占产量比例变化情况（%）



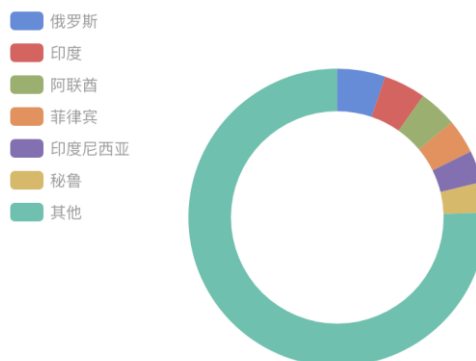
资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表15：2017 中国聚酯瓶片出口结构（按出口量）



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表16：2023 年中国聚酯瓶片出口结构（按出口量）



资料来源：卓创资讯，国联证券研究所

图表17：近年来各国对中国聚酯瓶片反倾销事件汇总（不完全统计）

时间	国家	反倾销发展及结果
2017年2月	欧盟	宣布终止反倾销调查，但保留6.5%的进口关税
2013年10月	阿根廷	对中国聚酯瓶片征收16%的反倾销税；2017年4月4日延长对华反倾销调查期限。

2014年7月	土耳其	对进口PET征收7%的额外关税
2016年5月4日	美国	美国国际委员会发布公德作出对华反倾销（反倾销幅度104.98%-126.43%）和反补贴产业损害肯定性终裁（补贴率7.53%-47.56%）
2015年6月-2020年12月	马来西亚	2015年6月未来五年内征收反倾销税率介于4.26%-14.91%；2020年7月28日，对涉华聚对苯二甲酸乙二醇酯启动反倾销立案调查；2020年12月26日，马来西亚对原产于或进口自中国的特性粘度为0.70分/克及以上的聚对苯二甲酸乙二醇酯作出反倾销初裁。决定以保证金的形式征收等同于倾销幅度的临时反倾销税，幅度为0%~57.75%。预计于2021年4月23日前对本案作出反倾销终裁。
2016年11月28日	巴西	巴西外贸委员会执行管理委员会开始征收反倾销关税（87.23%-682.38%），为期五年
2017年7月	印度尼西亚	2017年7月印尼反倾销委员会披露对华聚酯瓶片反倾销税率4.8%-26%，初裁结果目前陆续推迟中，现在额外征收5%进口关税
2017年8月4日	日本	日本财务省正式发表对产自中国的聚酯瓶片反倾销调查结果，确认中国聚酯瓶片企业倾销事实，公布倾销差额率40.41%-53.85%，日本财务省8月23日晚间宣布对中国产聚酯对苯二甲酸乙二醇酯征收39.8%至53%的临时性反倾销进口关税，自9月2日起开始生效，为期四个月，到2018年1月1日截止。2018年起正式实行五年反倾销关税
2017年11月16日	加拿大	加拿大公布反倾销和反补贴初步裁定结果，对中国聚酯瓶片收42%的临时性关税（基中三房巷为26.1%）2018年取消反倾销调查
2019年8月-2020年5月19日	南非	南非国际贸易管理委员会于2019年8月起至2020年2月底，对华征收临时性反倾销关税22.9%；2020年5月19日，公布对产自中国大陆地区的PET切片（税号则以39076开头）征收反倾销关税。其中浙江万凯征收28.26%，上海远纺26.4%，他其企业28.89%，三房巷则豁免征收反倾销关税（旗下包江含阴兴业，宇兴，兴泰）。
2019年10月1日-2020年8月5日	印度	2019年10月1日，印度商工部正式发布公告，对原产于中国的聚酯瓶片启动反倾销立案调查；2020年8月5日，印度商工部发布公告称，对原产于或进口自中国的聚对苯二甲酸乙二醇酯树脂临时征收反倾销税。其中江阴澄高包装材料有限公司与汉邦（江阴）石化有限公司征收反倾销税税额146.11美元/吨；浙江万凯新材料有限公司征收反倾销税税额15.54美元/吨；江苏兴业塑化股份有限公司与江阴兴宇新材料有限公司，江苏三房巷国际贸易有限公司征收反倾销税税额60.92美元/吨；其他任意生产商/出口商征收反倾销税税额200.66美元/吨。

资料来源：隆众资讯，国联证券研究所

3. 特朗普胜选对石油石化的潜在影响

3.1 特朗普能源主张对油价影响几何

3.1.1 特朗普竞选宣言侧重或试图鼓励油气生产商增加投入

参考特朗普当前竞选表述，特朗普当选或试图鼓励油气生产商增加投入，而影响因素一方面为政策和金融方面试图促进美国境内油气生产商增加投入，另一方面为环保政策的调整及转向带来的海外原油供应变化。

图表18：特朗普竞选政策与潜在影响

特朗普竞选政策		潜在影响
供应	推动联邦土地和水域的能源租赁	美国境内油气开采
	撤销拜登政府实施的环保法规，包括油气开采设备的甲烷排放新规和尾气排放标准。	

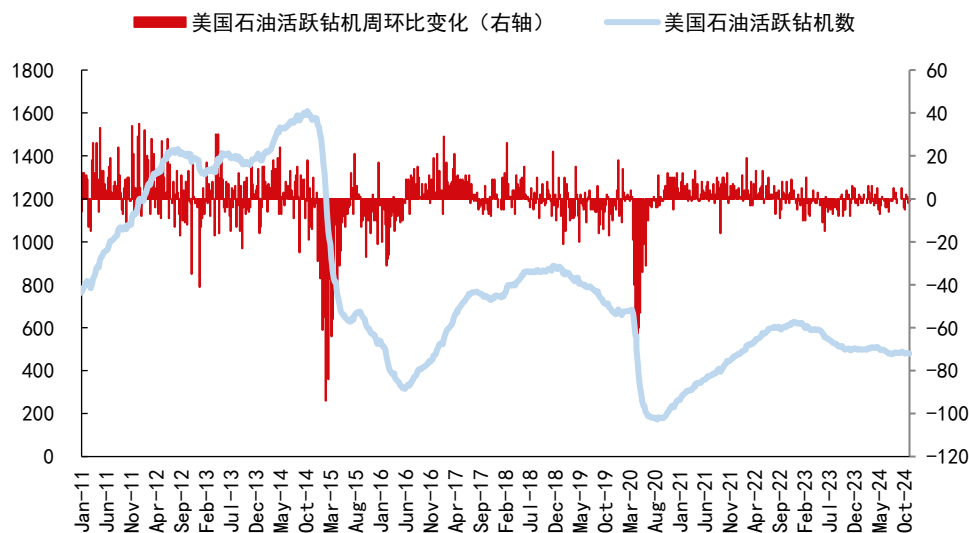
	提供大规模税收减免和其他财政激励措施，以支持石油和天然气行业的发展。	海外主要能源生产国产量及原油需求
	终止电动车和清洁能源补贴	
	减少环保署预算	
	重组环保署人员	
需求	加强美联储控制，反对大选前降息，控制通胀在合理水平	全球及美国原油需求

资料来源：The American Presidency Project, Politico, 路透社, 国联证券研究所

3.1.2 特朗普竞选宣言或推动美国原油开采活跃度上升

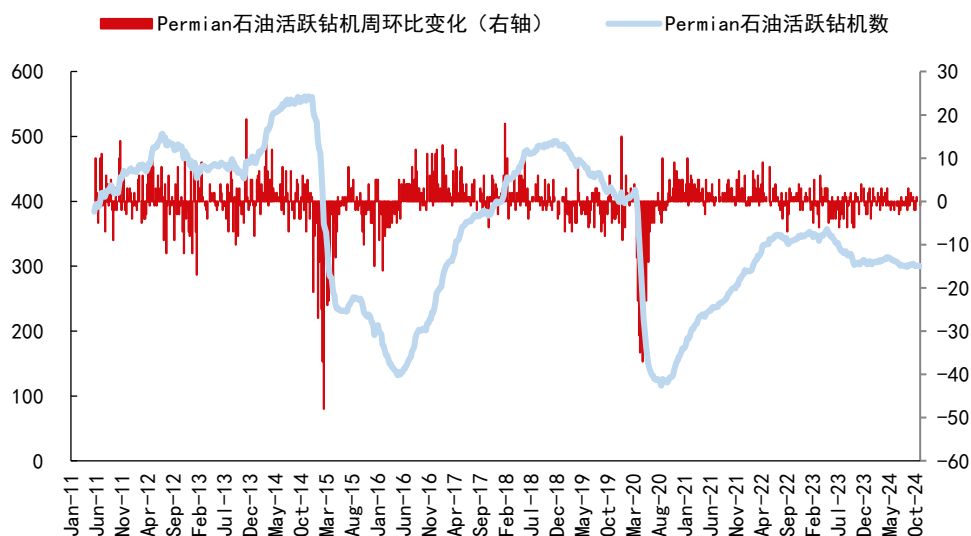
就美国原油开采而言，推动联邦土地和水域的能源租赁、取消拜登政府的环保法规、增加税收减免和财政支持尤其是提供大规模税收减免和其他财政激励措施，以支持石油和天然气行业的发展等政策以试图促进美国境内油气开采的活跃强度，减少环保成本及高额补贴以试图促使美国油气企业增加原油开采活跃度，增加油气开采资本开支。与此同时，美国原油战略库存及库存井数量都处于历史相对低位，长期或影响美国能源安全水平。

图表19：美国石油活跃钻机数以及钻机数周环比变化（台）



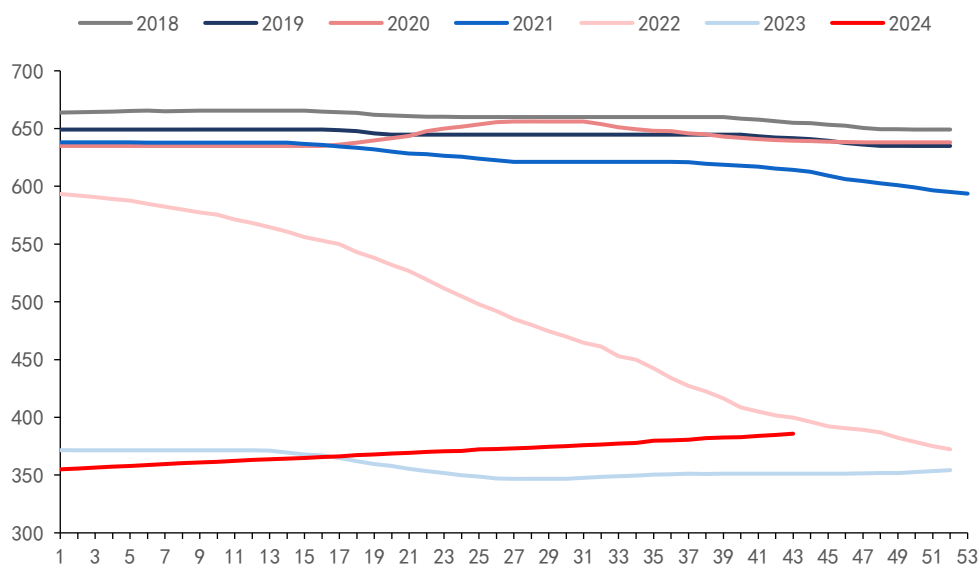
资料来源：贝克休斯, 国联证券研究所

图表20: Permian 产区石油活跃钻机数以及周环比变化 (台)



资料来源: 贝克休斯, 国联证券研究所

图表21: 美国原油 SPR 库存周度数据 (百万桶)



资料来源: EIA, 国联证券研究所

图表22：美国库存井数量处于阶段性低位（口）


资料来源：EIA，国联证券研究所

3.1.3 特朗普竞选宣言对环保政策的调整试图影响油气厂商心态

特朗普或对拜登政府的环保政策多有调整，除撤销拜登政府实施的环保法规，包括油气开采设备的甲烷排放新规和尾气排放标准外，特朗普还计划降低环保署预算、重组EPA的组织架构，减少“低价值项目”的新招聘，重新设置科学顾问委员会，并削减高管职位。

图表23：特朗普当选后可能采取的措施

序号	措施	内容	最高签发机构 (参考历史)
1	增加税收减免和财政支持	提供大规模税收减免和其他财政激励措施，以支持石油和天然气行业的发展。	国会立法通过，总统签署
2	取消拜登政府的环保法规	撤销拜登政府实施的环保法规，包括油气开采设备的甲烷排放新规和尾气排放标准。	总统令
3	推动联邦土地和水域的能源租赁	增加联邦土地和水域上的油气租赁，扩大石油和天然气的勘探和生产。	总统令
4	终止电动车和清洁能源补贴	取消电动车强制销售目标和相关补贴，减少对可再生能源项目的政府补贴。	总统令
5	减少环保署预算	削减EPA预算。	预算及立法批准
6	重组环保署人员	重组EPA的组织架构，减少“低价值项目”的新招聘，重新设置科学顾问委员会，并削减高管职位。	预算及立法批准

资料来源：The American Presidency Project, Politico, 路透社，国联证券研究所

3.1.4 特朗普政府或加强美联储监管削弱美联储独立性

就特朗普竞选内容中对美联储的规划而言，一方面特朗普计划削弱美联储的独立性，希望更多的增加总统在美联储利率调整过程中的影响力；同时，特朗普认为竞选前降息属于政治行为应极力避免。金融政策方面，特朗普希望增加对美联储的影响力，利率变化或造成全球能源消费边际显著波动。考虑到特朗普对传统能源的侧重，我们认为或对全球原油终端需求产生较为积极的影响。

图表24：特朗普政府或对美联储采取的控制计划

序号	控制计划	内容
1	增加总统对美联储的影响力	建议美联储在做出利率决策时应咨询总统的意见，确保美联储的政策反映总统的经济政策目标。
2	监督美联储的政策	提议让美联储的政策和规定接受白宫审查，并让财政部更严格地监督美联储，增加行政部门的控制。
3	罢免美联储主席	再次当选总统，特朗普可能会寻求罢免现任美联储主席杰罗姆·鲍威尔，尽管其任期到 2026 年才结束。
4	美联储独立性的调整	削弱美联储的独立性，让总统在美联储的决策中扮演更积极的角色。

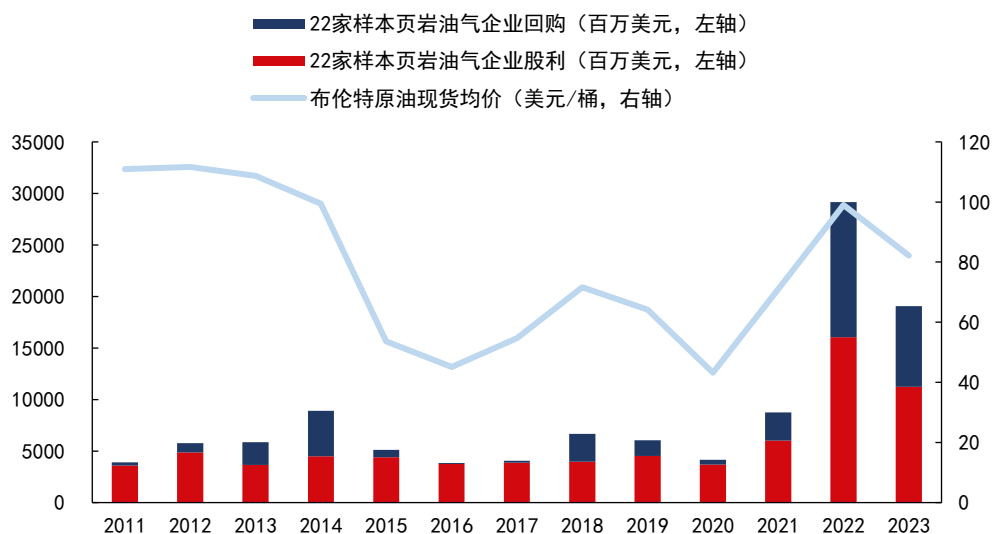
资料来源：Politico, 路透社，财联社，国联证券研究所

3.1.5 特朗普能源政策所面临的巨大挑战

我们认为：特朗普的各项政策或不能直接带来美国油气产量的增长，其难点是要说服绝大多数的美国油气公司的股东放弃股东回报这一核心诉求，转而将现金流从股东回报优先转向产量优先，并且选择自我牺牲式的生产方式，接受产量增长带来的低油价情境下的潜在亏损。

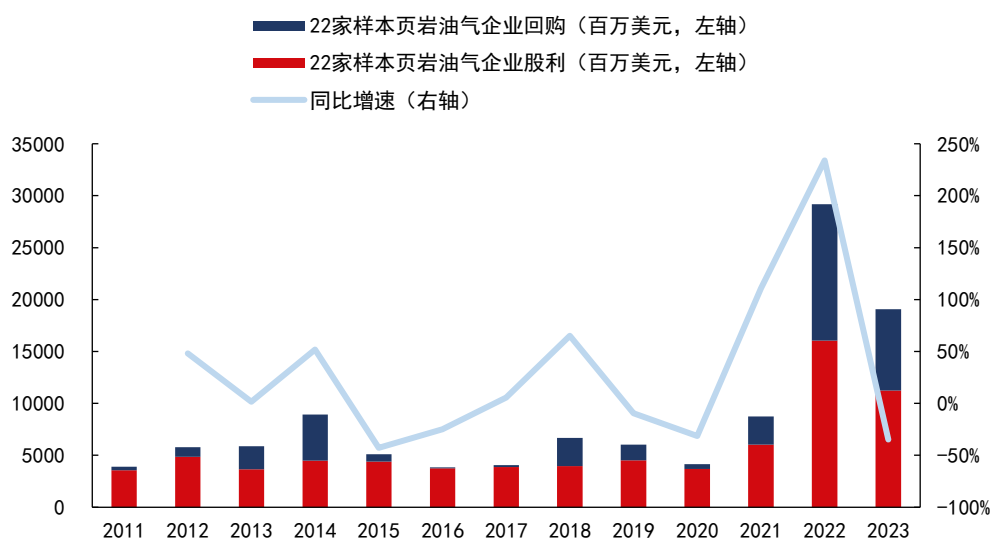
我们统计了 22 家典型的样本美国油气企业的资本开支情况，我们发现，降杠杆、提高股东回报成美国油气企业首要选择。通过对美国页岩油企业用于股东回报的现金流追踪可以显著的发现，美国页岩油企业持续维持较为稳定的分红，即使在 2020 年低油价环境下，用于股东分红的现金流并未出现显著下滑，主要收缩了股东回购规模，2011-2020 年样本页岩油企业分红及回购平均金额约为 54 亿元。伴随 2021-2023 年原油价格的持续上升并维持中高位震荡，美国页岩油企业大幅增加分红金额，回购规模也有显著的提升，用于股东回报的现金流（股利与企业回购之和）出现显著上升，2022 年达到了近 12 年以来最高水平，2023 年伴随油价回落略有下降，但持续维持在较高水平，2023 年 22 家样本页岩油企业分红及回购金额总计约为 191 亿美元，达到 2011-2020 年平均水平的 3.51 倍。

图表25: 样本页岩油企业股利、回购额与原油价格



资料来源: 各公司公告, 国联证券研究所

图表26: 样本页岩油企业股利、回购额及同比增速



资料来源: 各公司公告, 国联证券研究所

综合来看, 特朗普或放缓乃至放弃对清洁能源的支持, 叠加特朗普对待美联储态度较为强硬, 话语权增强或对其他原油生产国的政策产生影响。

3.2 特朗普关税政策对炼化龙头影响几何

我们梳理了我国出口至美国的主要炼化产品的出口情况, 绝大多数产品出口至美国的占比均处于 3% 以下的较低水平。由于炼化龙头企业产品多为初制品或中间制

品，并非终端产成品，一般需要在国内或东南亚等地区进一步加工为终端产成品后再出口至美国，因此我国主要炼化产品出口至美国占比较低，但下游及终端产品出口至美国占比较高。

图表27：2023年主要炼化产品出口美国占比统计

分类	产品	产量 (万吨)	出口量 (万吨)	出口美国数量 (万吨)	出口量/产量	出口美国数量占比
醇类及下游	丙二醇	44.480	20.541	0.211	46.179%	1.025%
	异丙醇	38.914	12.955	0.001	33.291%	0.004%
	MTBE	1468.284	188.100	0.291	12.811%	0.154%
酚酮	丁酮	43.000	13.745	0.063	31.965%	0.462%
	环己酮	640.640	5.390	0.000	0.841%	0.007%
酸酯/酸酐	醋酸	946.476	83.768	2.630	8.851%	3.140%
	丙烯酸	325.000	12.354	0.695	3.801%	5.627%
	丙烯酸甲酯	15.600	0.371	0.123	2.381%	33.169%
	丙烯酸乙酯	10.000	3.070	0.052	30.697%	1.682%
	丙烯酸丁酯	225.000	24.074	0.011	10.700%	0.044%
	氯乙酸	55.607	6.879	0.197	12.372%	2.858%
	苯酐	229.709	13.186	0.016	5.740%	0.121%
	顺酐	119.067	14.584	0.014	12.248%	0.096%
	MMA	130.500	14.641	0.380	11.219%	2.598%
	SAP	77.000	71.584	1.964	92.966%	2.744%
化纤	PTA	6305.700	350.940	0.002	5.565%	0.001%
	聚乙烯醇	62.653	18.387	0.310	29.347%	1.687%
	聚酯切片	928.490	87.245	0.182	9.396%	0.209%
	涤纶长丝	4152.461	403.374	5.435	9.714%	1.347%
	涤纶工业丝	205.410	52.011	5.144	25.320%	9.891%
	涤纶短纤	734.810	120.548	5.055	16.405%	4.194%
	PA6	481.587	47.875	0.246	9.941%	0.515%
	PA66	59.786	12.956	0.020	21.670%	0.156%
	氨纶	89.530	6.962	0.087	7.777%	1.249%
塑料	PE	2735.240	83.476	0.074	3.052%	0.088%
	PP	3225.128	117.451	0.523	3.642%	0.445%
	PVC	2399.790	241.961	0.063	10.083%	0.026%
	PS	410.370	18.570	0.106	4.525%	0.570%
	ABS	600.340	13.936	0.558	2.321%	4.005%
	EVA	215.362	20.662	0.088	9.594%	0.424%
	PC	248.600	36.229	0.620	14.573%	1.712%
	PMMA	35.000	3.694	0.008	10.555%	0.224%
	PBT	98.683	30.287	0.283	30.691%	0.935%
增塑剂	DOP	119.310	6.730	0.000	5.640%	0.007%
	DINP	36.394	4.952	0.017	13.608%	0.339%

资料来源：卓创资讯，海关总署，国联证券研究所

3.2.1 特朗普关税政策或加速炼化下游产业链或订单转移，但短期内影响或较小

以涤纶长丝、塑料为例，我国涤纶长丝、聚酯面料等中间制品/塑料及塑料初制品出口至美国的占比仅 1.32%/2.73%，而化纤制产成品/塑料产成品出口至美国的占比高达 26.21%/23.39%。若特朗普对中国征收至少 60%的关税或对初制品、中间制品的影响较为有限，但对占比较高的产成品或造成较大影响。

此外，我国涤纶长丝、聚酯面料等中间制品/塑料及塑料初制品出口至亚洲的比例分别为 62.65%/57.43%，主要为出口至东南亚、日韩等地区进一步加工为产成品后再销往欧美地区。

图表28：国内炼化企业出口至美国产成品比例高于初制品或中间制品

品类	出口量（万吨）	出口至美国占比	出口至欧洲占比	出口至亚洲占比	其他占比
涤纶长丝、聚酯面料等中间制品	458	1.32%	8.47%	62.65%	27.56%
化纤纺服、化纤家纺、化纤户外产品等产成品	356	26.21%	19.98%	34.30%	19.51%
塑料及塑料初制品	2096	2.73%	13.52%	57.43%	26.31%
硬管、薄膜、地制品等塑料产成品	2574	23.39%	16.95%	37.87%	21.79%

资料来源：卓创资讯，海关总署，国联证券研究所

因此，我们认为特朗普的关税政策在中长期可能会推动炼化企业下游产业链或订单转移，并对国内终端产成品生产需求造成负面影响。但我们考虑到目前中国产业链集中度高且规模效益明显，叠加海外装置建设周期较长，国内存量产能稀缺性日益凸显，短期内受到产业链或订单转移的影响较小。

图表29：大炼化装置建设壁垒较高

项目名称	投产时间	项目建设周期	原油加工能力（万吨/年）	投资金额（亿元）
浙石化（一期）	2019年12月	29个月	2000	902
恒力石化	2019年5月	42个月	2000	740
浙石化（二期）	2022年1月	23个月	2000	829
东方盛虹	2022年12月	50个月	1600	677
广东石化	2023年2月	46个月	2000	654
裕龙岛炼化（一期）	2024年9月	35个月	本次仅1000万吨常减压装置投产	1160

资料来源：各公司公告整理，国联证券研究所

4. 特朗普 2.0 时代大化工或迎上升行情

2018 年以来特朗普针对中国的关税政策影响深远且持续至今，对中国化工品外

需一定程度上形成压制，2024 年特朗普在新一届美国总统选举中选举人投票获胜，关税及其他形式的贸易壁垒在较大概率上存在进一步加深的可能，或将进一步压制中国化工品的外需，加剧去全球化，抑制宏观需求。

我们观察到，中国 2024 年 1-9 月社零累计同比增速为 3.3%，较 2023 年同期增速减少了 3.5pct，内需不振背景下，中国货币及财政政策已经发生积极转向，中国央行于今年 9 月 27 日下调金融机构存款准备金率 0.5 个百分点，并且央行行长潘功胜表示“预计年底前视市场流动性情况，择机进一步下调存款准备金率 0.25-0.5 个百分点”。与此同时，财政政策亦趋于宽松，财政部门积极扩大财政支出规模、优化税费优惠政策等方式刺激内需。

特朗普 2.0 时代较高的贸易壁垒或随美国极右翼情绪一同强化，我们认为中国货币及财政政策将继续积极应对，更多激活内循环与中国需求活力的政策或将出台，并有望显著改善内需状况，开启顺周期行情，我们对资本市场后市表现较为乐观。

受益于积极的货币及财政政策，上证指数从 9 月 20 日当周最低点 2689.70 上涨至 11 月 4 日的 3310.21，增长了 23.1%，与此同时石油石化（申万）与基础化工（申万）增长了 13.1% 和 27.4%，石油石化较明显跑输上证指数，基础化工则有小幅超额收益，经我们更深入研究发现，化工行业从胜率和赔率来看是上升行情中的优势行业。

图表30：上证指数 10 次涨幅超过 10% 的典型行情回顾



资料来源：wind, 国联证券研究所

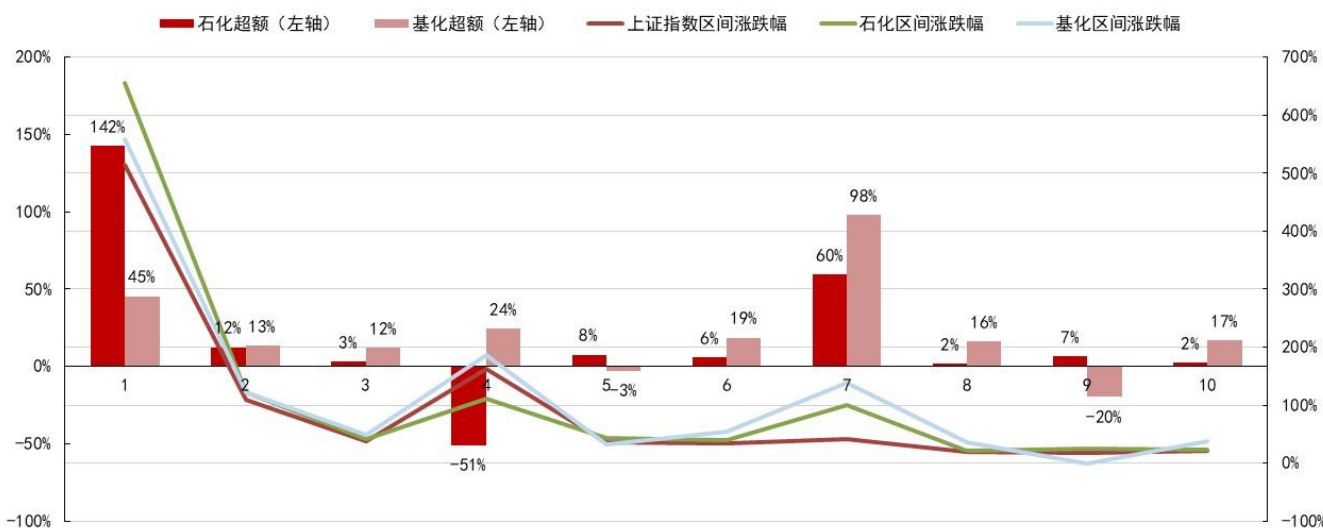
注：以上证指数为参考，上证指数上涨起点/终点为区间起点/终点，化工指数与沪深 300 指数按起点当日最低价买入/终点当日最高价卖出，计算区间涨跌幅；第 7 次行情到 2021 年 2 月暂告一段落，随后持续到 2021 年 9 月，此次行情从 2020 年 3 月 20 日始到 2021 年 9 月 17 日止。

4.1 大化工在上升行情中有较好的胜率与赔率

鉴于上证综合指数仍为二级市场上关注度最高的指数，我们回溯了 2005 年初至今（2024 年 10 月 21 日）上证指数周度数据行情，并基于此选取 10 段较为典型的上升行情为样本，观察化工板块在上升行情中的表现。在此期间上证指数阶段性涨幅基本均在 20% 以上，与石油石化（申万）和基础化工（申万）板块进行对比后发现，石油石化及基础化工板块无论是在胜率还是赔率上均优于上证综合指数。

在 10 段典型的上升行情中，石油石化板块有 9 次跑赢上证指数，基础化工板块 8 次跑赢上证指数，且二者均拥有较为显著的超额收益，石油石化板块相对上证指数的平均超额收益约为 19%，而基础化工板块的相对平均超额收益约 22%。可见大化工板块在上升行情中，无论是胜率还是赔率均处于较好水平。

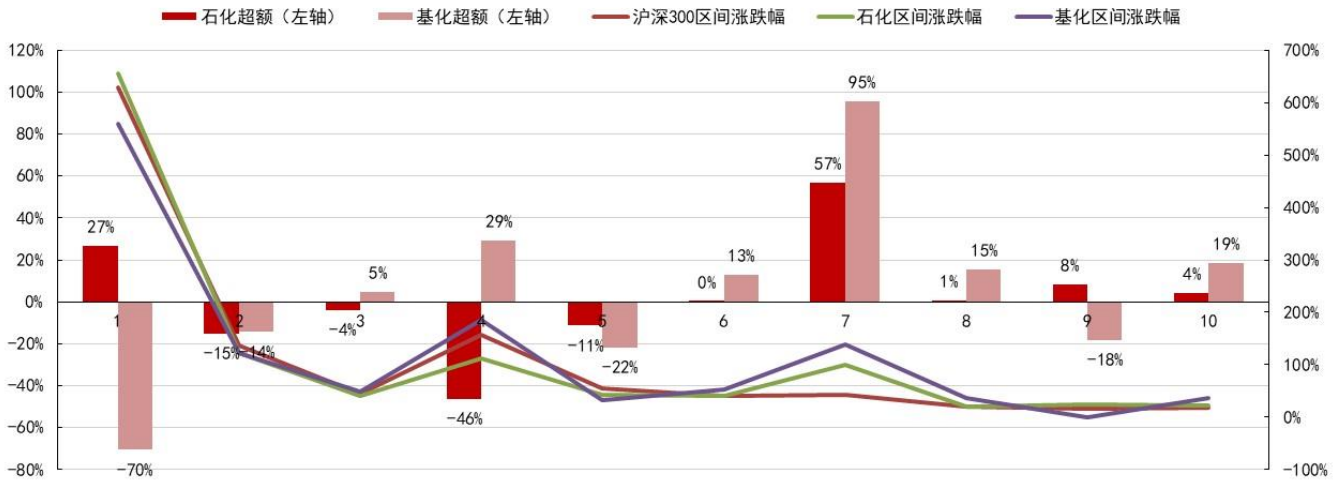
图表31：上证指数、石油石化、基础化工在 10 段上升行情中的指数涨跌幅比较



资料来源：wind, 国联证券研究所

进一步地，将上升行情中大化工板块表现与沪深 300 指数进行对比，我们发现在 10 次典型的上升行情中，石油石化板块和基础化工板块均有 6 次跑赢沪深 300 指数，胜率高于 50%，石油石化板块相对沪深 300 指数的平均超额收益约为 2%，基础化工板块的相对平均超额收益约为 5%，在上升行情中拥有更好的弹性。

图表32：沪深300、石油石化、基础化工在10段上升行情中的指数涨跌幅比较



资料来源：wind, 国联证券研究所

4.2 大化工兼具高弹性与高赔率

根据样本数据，大化工板块在上升行情中，无论是胜率还是赔率均处于较好水平。

图表33：10次上升行情中上证指数、沪深300、石油石化（申万）、基础化工（申万）涨跌比较

行情序号	起点	终点	上证指数区间涨跌幅	沪深300区间涨跌幅	石化区间涨跌幅	基化区间涨跌幅	石化相对上证指数超额	基化相对上证指数超额	石化相对沪深300超额	基化相对沪深300超额
1	2005-06-10	2007-10-19	51%	62%	65%	59%	14%	4%	27%	-7%
2	2008-10-31	2009-08-07	10%	13%	12%	12%	2%	1%	-15%	-14%
3	2010-07-02	2010-11-12	37%	45%	41%	49%	3%	12%	-4%	5%
4	2014-03-14	2015-06-12	162%	158%	111%	187%	-51%	24%	-46%	29%
5	2016-01-29	2018-02-02	36%	55%	44%	33%	8%	-3%	-11%	-22%
6	2019-01-04	2019-04-12	35%	40%	40%	53%	6%	19%	0%	13%
7	2020-03-20	2021-09-17	41%	44%	100%	139%	60%	98%	57%	95%
8	2022-04-29	2022-07-08	20%	21%	21%	36%	2%	16%	1%	15%
9	2022-11-04	2023-05-12	19%	17%	25%	-1%	7%	-20%	8%	-18%
10	2024-02-08	2024-05-24	20%	19%	23%	38%	2%	17%	4%	19%
胜率							9	8	6	6
超额							19%	22%	2%	5%

资料来源：wind, 国联证券研究所

注：以上证指数为参考，上证指数上涨起点/终点为区间起点/终点，化工指数与沪深300指数按起点当日最低价买入/终点当日最高价卖出，计算区间涨跌幅。第7次行情到2021年2月暂告一段落，随后持续到2021年9月，此次行情从2020年3月20日始到2021年9月17日止。

将石油石化与基础化工并列比较，10次典型上升行情中，基础化工板块有7次跑赢石油石化板块，且实现了3%的平均相对超额收益，在上升行情中展现出了更好的胜率和赔率。

尤其我们发现第7次上升行情中，上证指数上升行情仅从2020年3月持续到2021年2月，而基础化工和石油化工继续保持上升势头并持续到了2021年9月，走出了显著超额，分别从1563.72/2461.90涨至3131.55/5882.39点，区间涨跌幅分别达100%/139%，较同期上证指数实现60%/98%的超额收益。大化工行业整体在上升

行情中表现出了较好的弹性和赔率，基础化工赔率方面表现更优。

图表34：石油石化（申万）在对应上涨行情内的行情回顾



资料来源：wind, 国联证券研究所

注：第7次行情到2021年2月暂告一段落，随后持续到2021年9月，此次行情从2020年3月20日始到2021年9月17日止。

图表35：基础化工（申万）在对应上涨行情内的行情回顾



资料来源：wind, 国联证券研究所

注：第7次行情到2021年2月暂告一段落，随后持续到2021年9月，此次行情从2020年3月20日始到2021年9月17日止。

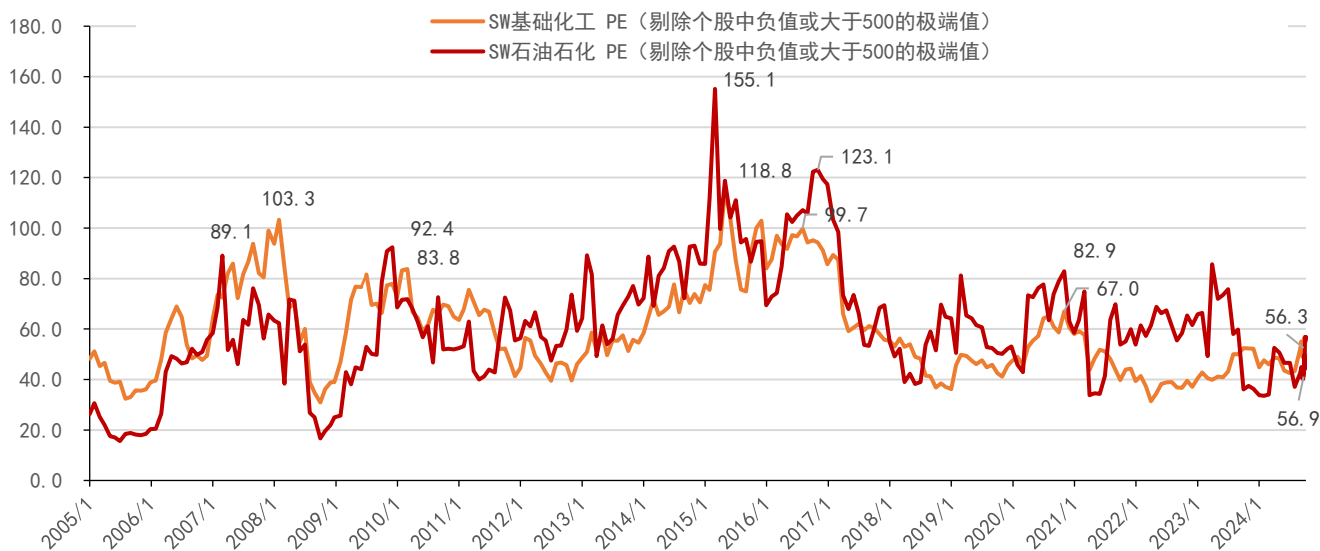
4.3 大化工整体低估值颇具吸引力

大化工板块在上升行情中表现出了较好的胜率和赔率，至于当下化工怎么看，我们汇总了大化工 28 个细分行业近 20 年的估值情况，发现当前化工整体估值仍处于历史较低水平，截至 2024 年 11 月 4 日，基础化工/石油石化 PE-TTM 分别在 54%/49% 估值分位，板块整体均有较好的估值提升空间。

具体到基础化工，多个细分板块估值处于历史低位，在上升行情中或具备更好的赔率。PE-TTM 在 20%分位以内的细分行业有纯碱 19%/民爆制品 8%/涤纶 18%/复合肥 7%/轮胎 6%；PE-TTM 在 21%-40%之间的细分行业有无机盐 28%/涂料油墨 40%/化学纤维 31%/炭黑 23%/磷肥及磷化工 23%/钾肥 23%/氨纶 21%；而氯碱/纺织化学制品/氟化工/聚氨酯/粘胶/改性塑料/膜材料/氮肥/农药/非金属材料等细分行业 PE-TTM 分位居 40%以上。

石油石化细分行业中，油气开采的 PE-TTM 估值分位为 16%；油品石化贸易/油田服务 PE-TTM 分位数则位于 15%-40%之间，分别处于 36%/26%估值分位；油气及炼化工程 PE-TTM 分位则位于 40%以上。

图表36：基础化工、石油化工 PE 估值监测



资料来源：Wind，国联证券研究所
注：日期截至 2024 年 11 月 4 日

5. 投资建议：关注化工出海、低估值核心资产及成长方向

考虑到特朗普上台可能采取强硬的贸易保护政策，去全球化趋势或加剧，我们建议关注出海布局生产基地的企业，以及出口占比较低-内需驱动的低估值方向，包括低估值核心资产、化工低估值成长方向、景气提升赛道、低估值红利板块的相关标的。

5.1 关注出海布局生产基地的企业

前瞻布局海外生产基地、规避贸易壁垒绕道出海的化工企业具有战略优势。关注率先成功实现出海的轮胎行业-赛轮轮胎、森麒麟、通用股份、玲珑轮胎。

5.2 关注低估值核心资产

低估值核心资产在弱需求下依靠规模及技术优势具有逆周期调节能力和盈利韧性，而在顺周期下又有较大弹性，并且近几年行业产能扩张中龙头企业占比较大，规模效应有望进一步增强，未来核心资产有望强者恒强。关注华鲁恒升、巨化股份、华峰化学、新和成、万华化学。

5.3 关注化工低估值成长方向

成长板块在此前宏观疲软背景下估值溢价大幅收缩，在宏观修复下低估值成长股更好的估值弹性，关注成本优势及成长性显著的宝丰能源、卫星化学。并且在去全球化大背景下，国内企业在应用开发上与发达国家差距存在拉大的风险，产业升级及补短板仍是重要的投资机会。关注顺应 ESG 的再生产业-台华新材、三联虹普、惠城环保；关注合成生物学、CPI、COC、PEEK 等产业升级方向。

5.4 关注化工景气提升赛道

大化工板块弹性及赔率高，右侧景气赛道值得关注。部分化工细分赛道已出现或未来有望出现景气度提升迹象，关注动物营养添加剂景气上行-新和成、梅花生物；关注农药刚需品景气改善-扬农化工、润丰股份、广信股份；关注制冷剂行业景气持续-巨化股份。

5.5 关注低估值红利板块

低估值红利资产仍具备较好的投资价值，关注上游资源优质且高分红的中国石油、中国石化、中国海油。

6. 风险提示

1、政策效果不达预期：尽管市场调控政策正在逐步推进，政策的执行效果可能不及预期。由于政策实施过程中可能出现的延迟等影响因素发生，市场供需平衡的恢复进程可能因此放缓，进而影响调控效果。

2、市场信心不及预期：由于过去市场波动较大，加之部分企业违约或项目延期等负

面事件的发生，市场参与者的信心可能仍然较为脆弱。消费者和投资者可能仍然持观望态度，导致市场活跃度和交易量难以显著提升，从而进一步影响市场复苏进程。

3、化工行业的供需矛盾暂未得到解决的风险：近期宽松货币政策并不能在短期内直接解决化工行业的供需矛盾，绝大多数化工产品仍存在供给过剩的问题。

4、美国对华关税政策超预期的风险：特朗普上台后或对华执行更激进的关税政策，对中国出口到美国化工品的影响或超出我们预期。

评级说明

投资建议的评级标准		评级	说明
报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的6到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，北交所市场以北证50指数为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准；韩国市场以柯斯达克指数或韩国综合股价指数为基准。	股票评级	买入	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅大于10%
		增持	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在5%~10%之间
		持有	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-5%~5%之间
		卖出	相对同期相关证券市场代表性指数涨幅小于-5%
	行业评级	强于大市	相对表现优于同期相关证券市场代表性指数
		中性	相对表现与同期相关证券市场代表性指数持平
		弱于大市	相对表现弱于同期相关证券市场代表性指数

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与、不与、也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

法律主体声明

本报告由国联证券股份有限公司或其关联机构制作，国联证券股份有限公司及其关联机构以下统称为“国联证券”。本报告的分销依据不同国家、地区的法律、法规和监管要求由国联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。

国联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。

国联证券国际金融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。

权益披露

国联证券国际金融有限公司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关系，且雇员或其关联人士没有担任本报告中提及的公司或发行人的高级人员。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户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、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

版权声明

未经国联证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、转载、刊登和引用。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、转载、刊登和引用者承担。

联系我们

北京：北京市东城区安外大街208号致安广场A座4层

无锡：江苏省无锡市金融一街8号国联金融大厦16楼

上海：上海市虹口区杨树浦路188号星立方大厦8层

深圳：广东省深圳市福田区益田路4068号卓越时代广场1期13楼