总量研究中心

投资策略系列：涨价主线

策略联合行业专题研究报告

寻找供需错配驱动持续涨价的品种

基本结论

- **当前市场对于商品涨价最关心的莫过于持续性问题，我们认为 2021 年商品涨价持续性核心驱动力是：需求回升的背景下，当前产能利用率提升空间有限，新增产能短时间内难以快速扩张，供需错配格局延续。**与去年商品涨价推动力来自流动性宽松和供给端冲击不同，今年商品涨价的核心矛盾在于需求提升背景下的供需错配。

- **“流动性、需求、供给”三维分析框架：**1）首先，今年流动性的边际变化肯定是弱于去年的，并且通胀预期升温的情况下，市场对美联储政策收缩的预期也在逐步升温。2）其次，今年支撑商品价格的最重要的因素在于全球共振复苏下需求的持续扩张，这是和去年相比最显著的变化。从全球工业生产的恢复情况来看，此次全球经济复苏基本属于 V 型恢复，需求恢复相对更快。特别是在疫苗的普及的情况下，明年二季度开始或是全球共振加速恢复的阶段。3）此外，今年供给端同样会从疫情冲击中逐步扩张，产能利用率回升明显，当前各国工业产业利用率已恢复到历史相对高位，进一步抬升空间有限。更为重要的是，经历了过去 2-3 年资本开支持续放缓的阶段，许多品种新增产能扩张短时间内难以跟上需求扩张速度。

- **节奏上来看，我们认为涨价趋势至少延续至上半年甚至三季度，核心的原因在于二三季度大概率是全球共振复苏的阶段。**一方面，二季度开始进入开工的旺季，需求呈现季节性回升。另一方面，全球疫情呈现普遍改善的情况，疫苗分化进程的加速，后续疫情对经济的拖累或极大缓和。上半年和三季度的全球需求扩张确定性较高，甚至经济恢复或超市场预期。尽管短期大宗上涨速度较快，短期或存一定回调压力，但不改中期上行趋势。然而四季度开始，市场或开始对美联储政策在 2022 年开始收缩进行定价，流动性或对商品上涨趋势造成一定的扰动。叠加部分品种四季度或有部分新增产能投放，供给端的支撑同样会有所弱化。因此四季度商品涨价趋势或有所降温。

- **在供需双扩张的背景下，主要看好供给弹性一般，需求弹性较大品种。**比如：化工中的 MDI、钛白粉、醋酸和尼龙 66 等；有色中的铜和铝等；建材中的玻璃等；造纸中的白卡纸等；钢铁中的硅铁等。但对原油为代表的能源产品价格，我们相对谨慎，核心原因是原油的供给弹性大，OPEC+限产力度或是后续油价重要影响因素。具体来说：

  ——**化工：**1）MDI：下游需求强劲，新增产能有限，建议关注万华化学。2）钛白粉：地产竣工高景气支撑需求，钛矿供应持续偏紧，建议关注龙蟒佰利。3）醋酸：国内新建产能有限，需求稳步提升，建议关注华鲁恒升。4）尼龙 66：核心原料供应紧张，下游需求向好，建议关注：神马股份。

  ——**有色：**1）铜：需求弹性较高，供给端仍存不确定性，建议关注紫金矿业、西部矿业。2）铝：需求增长和供给调控支撑铝价上涨趋势，建议关注中国宏桥、云铝股份。

  ——**建材：**玻璃：下游需求具备支撑，行业供给难以实质增加，建议关注旗滨集团。

  ——**造纸：**白卡纸：供给端缺乏弹性，消费升级、出口增长、以纸代塑提振需求，建议关注博汇纸业。

  ——**钢铁：**硅铁：需求稳中有升+供给政策持续推动+成本支撑，价格区间将整体上移，建议关注鄂尔多斯。

- **风险提示：**经济复苏不及预期、供给扩张超预期、海外黑天鹅事件

艾熊峰 分析师 SAC 执业编号：S1130519090001
aixiongfeng@gjzq.com.cn

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

丁士涛 分析师 SAC 执业编号：S1130520030002

姜浩 分析师 SAC 执业编号：S1130520040003

倪文祎 分析师 SAC 执业编号：S1130519110002

内容目录

一、涨价趋势持续性的驱动力来自供需错配 5
1.1 前瞻商品涨价持续性："流动性、需求、供给"三维分析框架 5
1.2 供需结构较好品种涨价趋势延续至上半年甚至三季度确定性较高 6
1.3 供需结构向好，涨价持续性较强品种梳理 7
二、化工：MDI、钛白粉、醋酸和尼龙 66 7
2.1 MDI：下游需求强劲，新增产能有限 7
2.2 钛白粉：地产竣工高景气支撑需求，钛矿供应持续偏紧 8
2.3 醋酸：国内新建产能有限，需求稳步提升 10
2.4 尼龙 66：核心原料供应紧张，下游需求向好 11
三、有色：铜和铝 13
3.1 铜：需求弹性较高，供给端仍存不确定性 13
3.2 铝：需求增长和供给调控支撑铝价上涨趋势 16
四、建材：玻璃 18
玻璃：下游需求具备支撑，行业供给难以实质增加 18
五、造纸：白卡纸 19
白卡纸：供给端缺乏弹性，消费升级、出口增长、以纸代塑提振需求 19
六、钢铁：硅铁 23
硅铁：需求稳中有升+供给政策持续推动+成本支撑，价格区间将整体上移 23

图表目录

图表 1：当前全球经济恢复速度将快于 2008 年金融危机 5
图表 2：全球主要经济体工业产能利用率均有明显回升 6
图表 3：过去 2-3 年全球资本开支持续下行（近 12 个月资本开支增速） 6
图表 4：涨价持续性较强品种梳理 7
图表 5：MDI 市场份额 8
图表 6：MDI 开工率 8
图表 7：中国和美国房地产竣工景气上行 9
图表 8：钛矿龙头资本开支处于较低水平，支撑钛精矿价格 9
图表 9：醋酸库存量处在低位 10
图表 10：行业内供应检修部分影响醋酸开工 11
图表 11：主要醋酸产能分布（单位：万吨） 11
图表 12：尼龙 66 库存低位，支撑价格 12
图表 13：国内尼龙 66 开工率处在高位 12
图表 14：中国尼龙 66 消费量增速回升 13
图表 15：铜库存处在低位，产能利用率明显提升 14
图表 16：过去 2-3 年铜矿企业资本开支明显下行 14
图表 17：近年来供应中断影响铜矿产出占比在 5%左右 15
图表 18：铜价走势与全球经济息息相关 15
图表 19：不同地区铜的消费量占比：1960 年 VS2019 年 16
图表 20：国内铝锭交易所库存降至三年来低位 17
图表 21：国内铝锭社会库存降至三年来低位 17
图表 22：电解铝产能利用率处在高位 17
图表 23：电解铝行业利润达到高位 17
图表 24：2020 年 5 月玻璃价格触底反弹并创新高 18
图表 25：浮法玻璃在产产能整体较为稳定 19
图表 26：2020 年 4 月份开始玻璃厂家库存一路下滑 19
图表 27：2020 年 9 月以来白卡纸吨纸毛利超 2000 元/吨 20
图表 28：2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率总体保持提升 21
图表 29：国内白卡纸库存天数进入下行区间 21
图表 30：白卡纸月度企业库存量（万吨） 21
图表 31：白卡纸表观消费量呈上升态势 22
图表 32：过去 5 年白卡纸需求复合增速居各纸种首位 22
图表 33：白卡纸下游细分行业需求分布 22
图表 34：白卡纸年度净出口量及增速 23
图表 35：白卡纸行业集中度为各纸种最高 23
图表 36：白卡纸行业 CR4 超过 80% 23

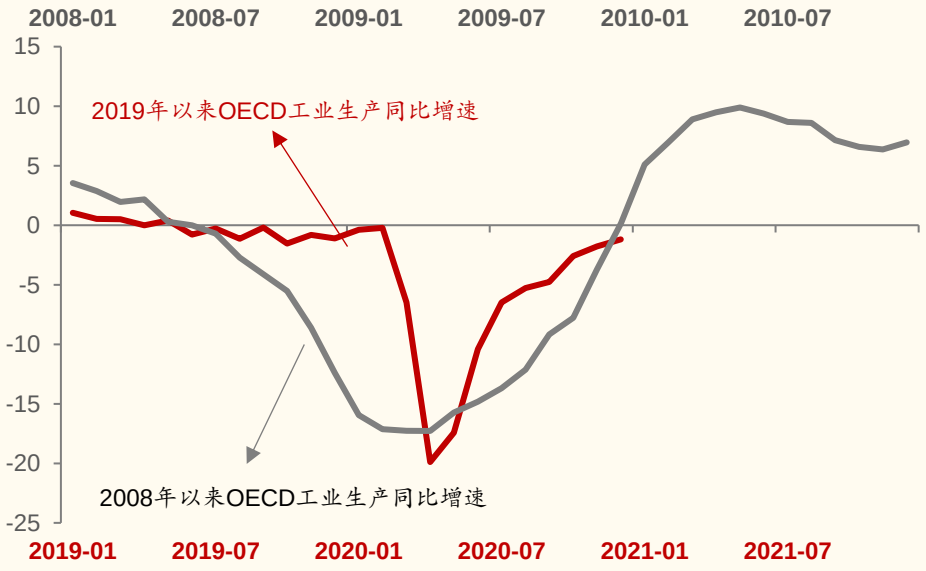
图表 37：硅铁产量 24
图表 38：硅铁开工率 24
图表 39：硅铁主产区开工率 24
图表 40：国内硅铁主产区产量占比 25
图表 41：国内主要硅铁企业市占率统计 25

一、涨价趋势持续性的驱动力来自供需错配

1.1 前瞻商品涨价持续性：“流动性、需求、供给”三维分析框架

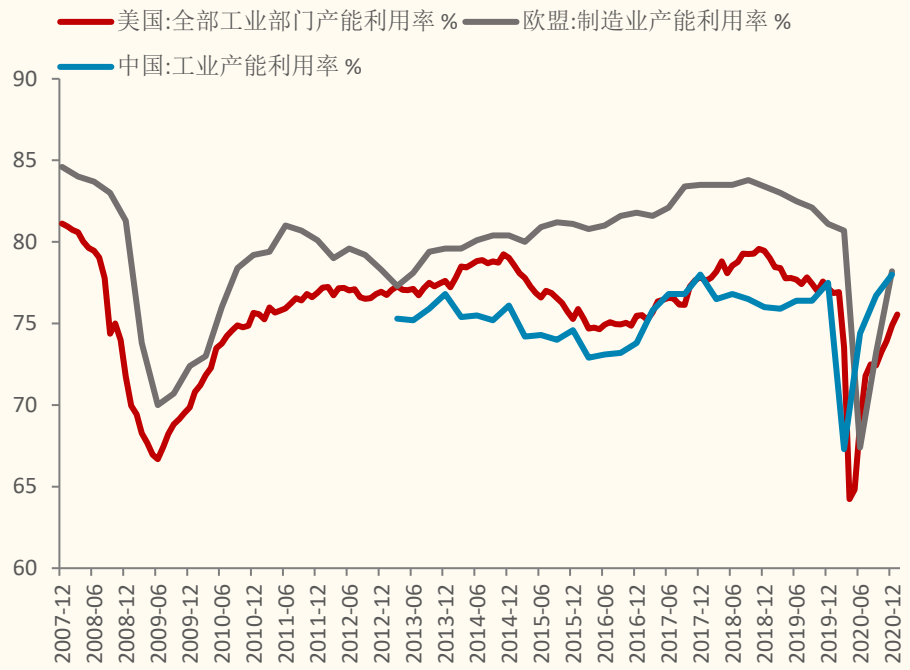
- **2020 年 4 月以来大宗商品涨价主要驱动力来自全球流动性宽松以及疫情冲击供给。**1）流动性方面，2020 年疫情冲击之下全球流动性处在极度宽松阶段，美元处在相对弱势，支撑大宗商品在内的多类资产上涨；2）供给方面，疫情对大宗商品供给端产生了较大的冲击，停产导致供给收缩成为支撑商品价格的重要因素。3）需求方面，中国经济率先从疫情中恢复，一定程度了对大宗商品需求形成了一定的支撑。
- **当前市场对于商品涨价最关心的莫过于持续性问题，我们认为 2021 年商品涨价持续性核心驱动力是：需求回升的背景下，当前产能利用率提升空间有限，新增产能短时间内难以快速扩张，供需错配格局延续。**与去年商品涨价推动力来自流动性宽松和供给端冲击不同，今年商品涨价的核心矛盾在于需求提升背景下的供需错配。
- 1）首先，今年流动性的边际变化肯定是弱于去年的，**并且通胀预期升温的情况下，市场对美联储政策收缩的预期也在逐步升温。**
- 2）其次，今年支撑商品价格的最重要的因素在于全球共振复苏下需求的持续扩张，这是和去年相比最显著的变化。**从全球工业生产的恢复情况来看，2009-2010 年呈现 U 型复苏形态，而此次全球经济复苏基本属于 V 型恢复，需求恢复相对更快。**特别是在疫苗的普及的情况下，明年二季度开始或是全球共振加速恢复的阶段。
- 3）此外，今年供给端同样会从疫情冲击中逐步扩张，产能利用率回升明显，当前各国工业产业利用率已恢复到历史相对高位，产能利用率进一步抬升空间有限。**更为重要的是，经历了过去 2-3 年资本开支持续放缓的阶段，许多品种新增产能扩张短时间内难以跟上需求扩张速度。**

图表 1：当前全球经济恢复速度将快于 2008 年金融危机



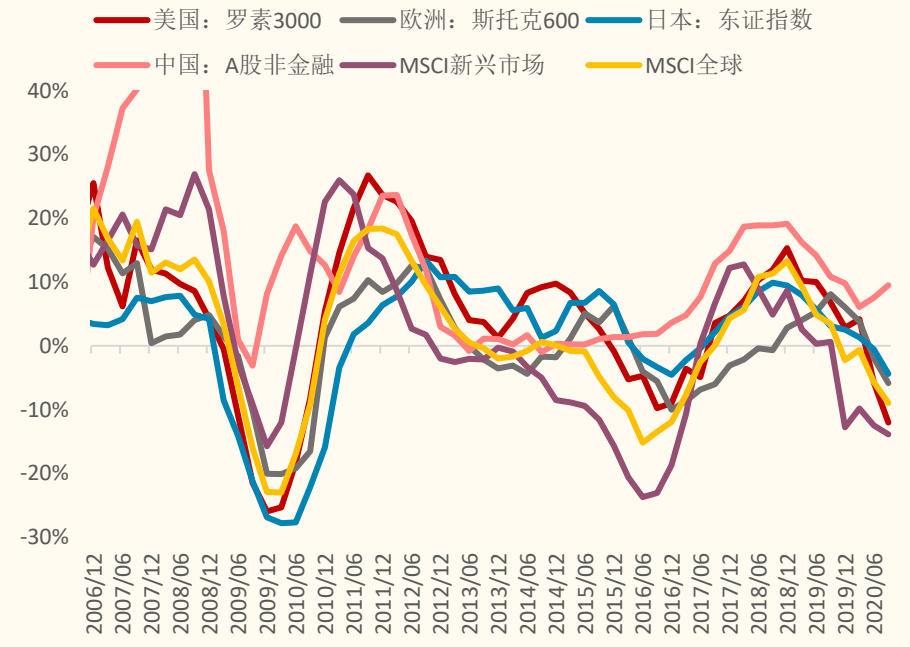
来源：Wind、国金证券研究所

图表 2：全球主要经济体工业产能利用率均有明显回升



来源： Wind、国金证券研究所

图表 3：过去 2-3 年全球资本开支持续下行（近 12 个月资本开支增速）



来源：Bloomberg、Wind、国金证券研究所

1.2 供需结构较好品种涨价趋势延续至上半年甚至三季度确定性较高

- **节奏上来看，我们认为涨价趋势至少延续至上半年甚至三季度，核心的原因在于二三季度大概率是全球共振复苏的阶段。**一方面，二季度开始进入开工的旺季，需求呈现季节性回升。另一方面，一季度全球疫情呈现普遍

改善的情况，叠加疫苗分化进程的加速，后续疫情对经济的拖累或极大缓和。所以上半年和三季度的全球需求扩张确定性较高，甚至经济恢复或超市场预期。尽管短期大宗上涨速度较快，短期或存一定回调压力，但不改中期上行趋势。然而四季度开始，市场或开始对美联储政策在 2022 年开始收缩进行定价，流动性或对商品上涨趋势造成一定的扰动。叠加部分品种四季度或有部分新增产能投放，供给端的支撑同样会有所弱化。因此四季度商品涨价趋势或有所降温。

1.3 供需结构向好，涨价持续性较强品种梳理

- **在供需双扩张的背景下，主要看好供给弹性一般，需求弹性较大品种。比如：化工中的 MDI、钛白粉、醋酸和尼龙 66 等；有色中的铜和铝等；建材中的玻璃等；造纸中的白卡纸等；钢铁中的硅铁等。**但对原油为代表的能源产品价格，我们相对谨慎，核心原因是原油的供给弹性大，OPEC+限产力度或是后续油价重要影响因素。

图表 4：涨价持续性较强品种梳理

行业	品种	逻辑	关注标的
化工	MDI	下游需求强劲，新增产能有限	万华化学
	钛白粉	地产竣工高景气支撑需求，钛矿供应持续偏紧	龙蟒佰利
	醋酸	国内新建产能有限，需求稳步提升	华鲁恒升
	尼龙 66	核心原料供应紧张，下游需求向好	神马股份
有色	铜	需求弹性较高，供给端仍存不确定性	紫金矿业、西部矿业
	铝	需求增长和供给调控支撑铝价上涨趋势	中国宏桥、云铝股份
建材	玻璃	下游需求具备支撑，行业供给难以实质增加	旗滨集团
造纸	白卡纸	供给端缺乏弹性，消费升级、出口增长、以纸代塑提振需求	博汇纸业
钢铁	硅铁	碳中和背景下，高耗能行业持续控能耗去产能。钢铁产业链硅铁首当其冲，供给收缩在路上。	鄂尔多斯

来源：国金证券研究所

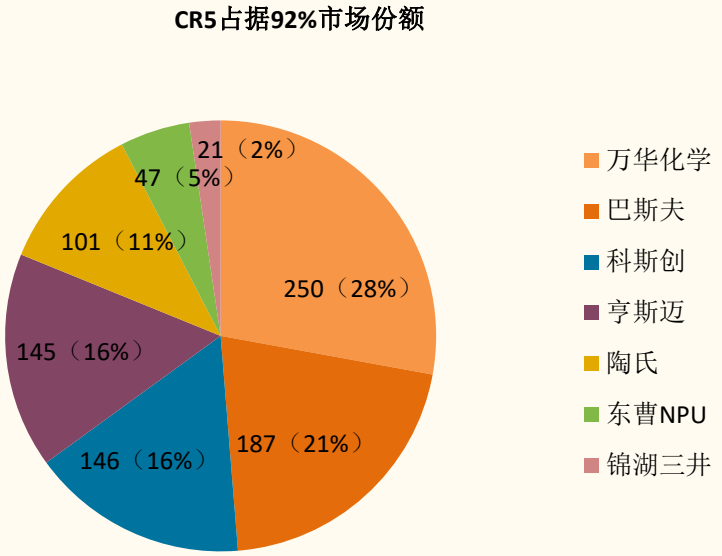
二、化工：MDI、钛白粉、醋酸和尼龙 66

2.1 MDI：下游需求强劲，新增产能有限

- **海外极端天气导致 MDI 供应不足。**MDI 开工率从 60-70%降低至 30-35%，不可抗力预计一到一个半月可能逐渐恢复到六成。MDI 的技术壁垒极高，目前全球产能约 860 万吨，全球供应垄断于万华化学、科思创、巴斯夫、陶氏、亨斯迈等，CR5 产能占比 92%，上述公司定价策略对 MDI 价格具有重大影响。
- **MDI 需求仍然强劲。**聚合 MDI 每年约有 5-7%的增长。其中聚合 MDI 新增需求主要来自冰箱、无醛板、猪舍等领域的拉动。纯 MDI 方面，2020 年氨纶、TPU 需求拉动纯 MDI 需求上行，2021 年保持乐观；鞋底原液对纯 MDI 需求下滑，2021 年将会有所改善。
- 聚合 MDI：下游及终端企业于 3 月基本完全恢复，加上经济处于复苏期，因而对原料的需求存增长预期，以及买涨心态刺激下，场内询盘买气尚存，供需面利好支撑下，市场仍偏强运行。

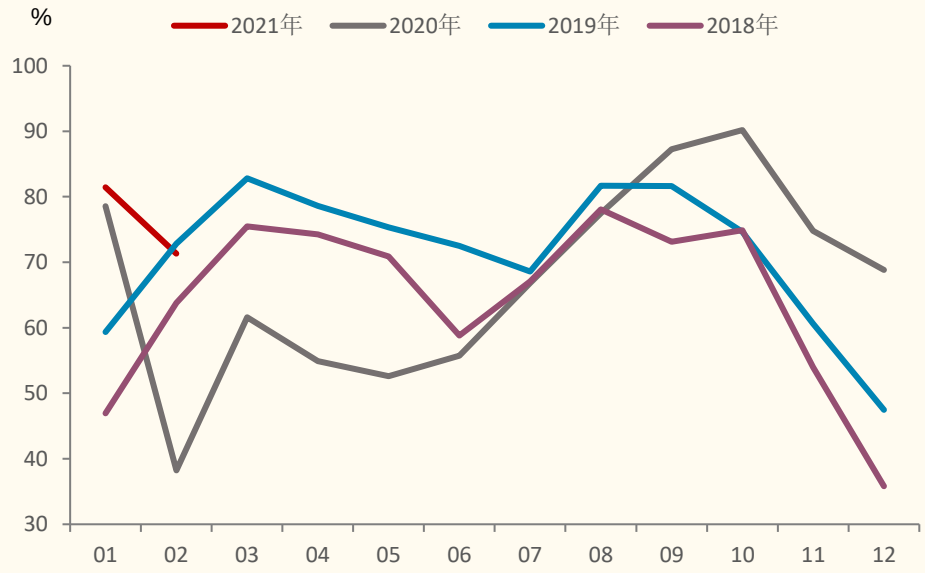
- 纯 MDI：整体供应端缺口尚存，而下游原料库存富裕情况有限，加上原料 BDO 大幅推涨，且全球经济逐步复苏，届时对纯 MDI 仍存一定需求量，供需面利好支撑下，市场报盘仍存上调预期。
- **建议关注：万华化学等。**

图表 5：MDI 市场份额



来源：Wind、国金证券研究所

图表 6：MDI 开工率



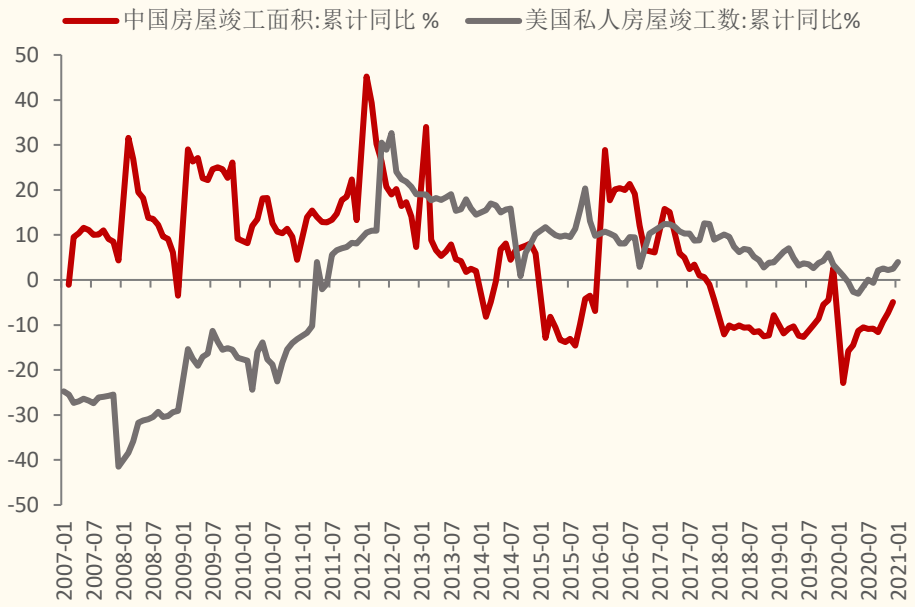
来源：百川盈孚、国金证券研究所

2.2 钛白粉：地产竣工高景气支撑需求，钛矿供应持续偏紧

- **国内房地产及汽车行业回暖，美国房地产进入景气周期，有望持续拉动钛白粉需求。**国内方面，房屋新开工面积同比降幅在二季度后开始持续收窄，二季度后汽车产量逐步回升。海外方面，随着美国一系列刺激计划的出台，美国的房地产进入景气周期。

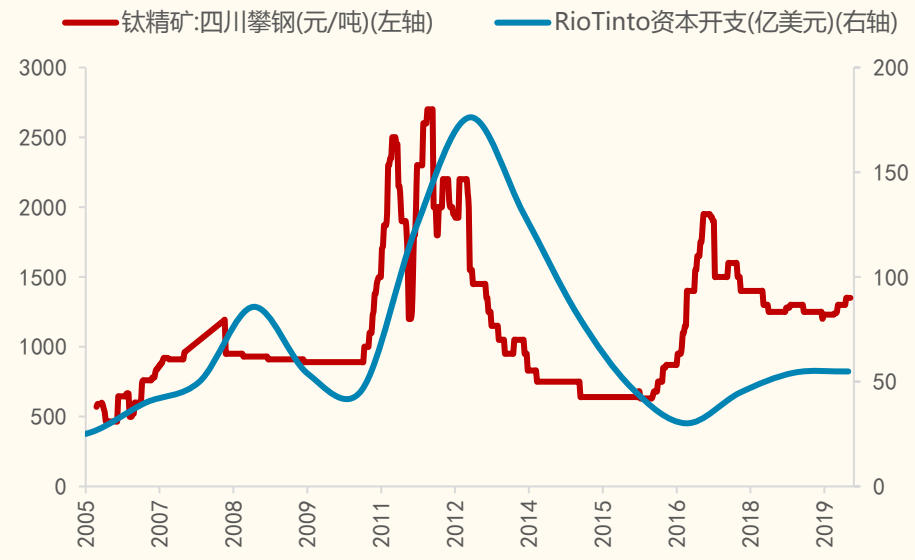
- **全球钛矿资本开支减弱，预计钛矿供应持续偏紧。**全球主要的钛矿生产企业近年无大幅资本开支意愿。自 2012 年钛矿价格下跌以来，全球各大钛矿供应商都大幅削减资本开支，2013~2018 年全球几乎无新增矿山供应，部分在产矿山也逐步接近了开采尾声，高品位钛矿供应将持续下滑。2019 年国际钛矿资源出现大幅减少，部分项目停产以及原矿区资源枯竭，钛矿供应偏紧。2020 年因海外疫情反复，主流矿商有所减产，加之多家机构评定认为钛矿杂质逐渐增加，勘探到的资源元素聚集量不断下降，Iluka 和 Kenmare 纷纷表示钛原料单位成本上升，未来供应将继续减少。叠加下游钛白粉需求好转，进一步造成原料紧张，全球供应依旧维持紧张态势。
- **建议关注：龙蟒佰利等。**

图表 7：中国和美国房地产竣工景气上行



来源：CEIC、Wind、国金证券研究所

图表 8：钛矿龙头资本开支处于较低水平，支撑钛精矿价格

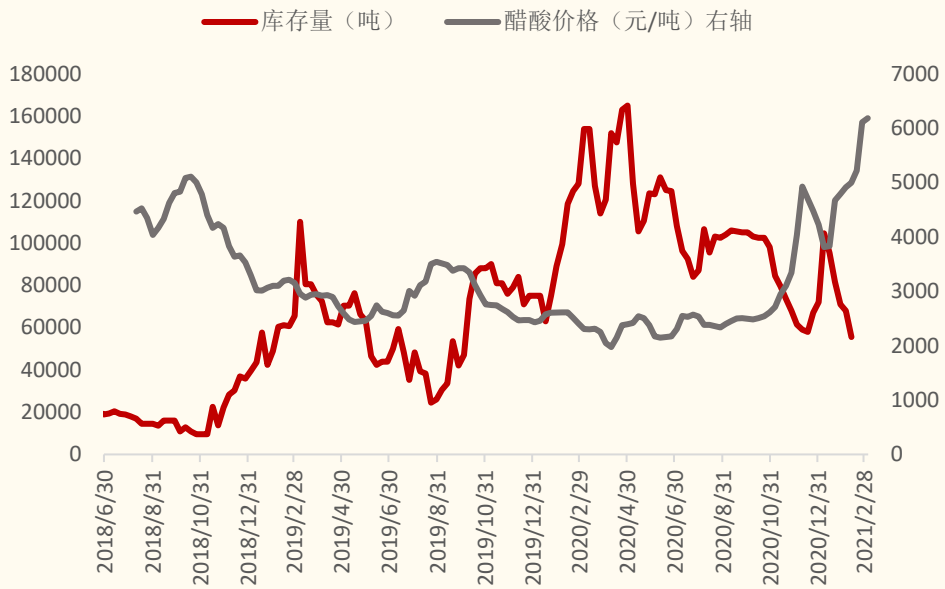


来源：Wind、国金证券研究所

2.3 醋酸：国内新建产能有限，需求稳步提升

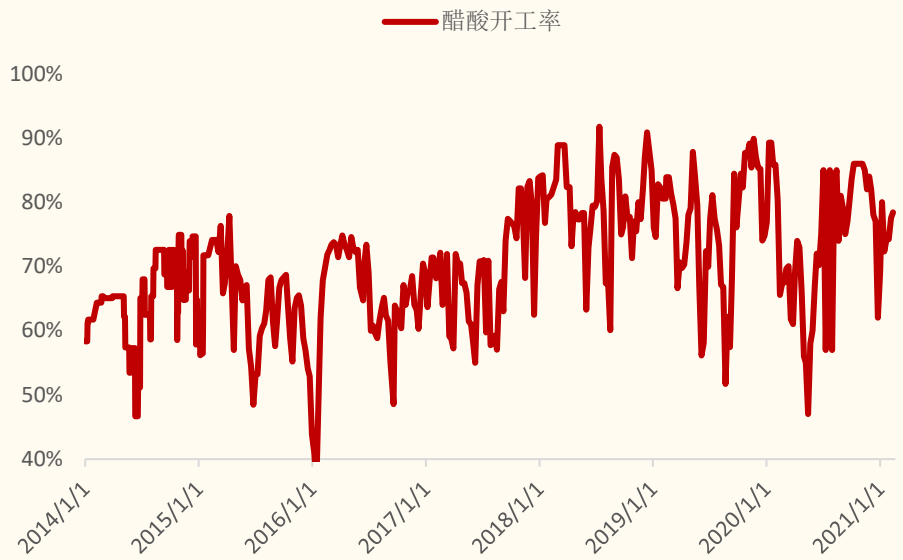
- **目前醋酸库存低位，美国装置停车影响海外供给，出口需求提升。国内新建产能有限，需求稳步提升，预期产品行情仍将持续。**
- **库存低位：**2020 年海外疫情影响较为严重，国内醋酸下游开工明显提升，醋酸的下游需求提振，大量消耗了社会库存，今年醋酸库存处于低位；
- **供给偏紧：**今年以来醋酸整体供给偏紧，行业内供应检修部分影响醋酸开工，供给偏紧。而近两年多，醋酸的新建产能主要为华谊装置（预计 50 万吨，2021 年投放），预期醋酸将持续维持供给偏紧状态，支撑醋酸产品维持高盈利。
- **需求提振：**美国寒流导致美国醋酸装置停产，出口需求提升，同时国内 PTA 仍有大量新建产能，带动醋酸下游需求持续提升。
- **建议关注：华鲁恒升等。**

图表 9：醋酸库存量处在低位



来源：Wind、国金证券研究所

图表 10：行业内供应检修部分影响醋酸开工



来源：百川资讯、国金证券研究所

图表 11：主要醋酸产能分布（单位：万吨）

地区	企业	2021 年产能
华东地区	江苏索普	140
华东地区	塞拉尼斯	120
华东地区	兖矿鲁南化工	100
华东地区	上海吴泾化工	70
华东地区	华鲁恒升	60
华北地区	河北建滔	50
华东地区	南京 BP	50
华东地区	安徽华谊化工	50
华中地区	河南龙宇	50
西南地区	扬子乙酰	45
华中地区	河南顺达	40
西北地区	延长榆林	40
华北地区	天津渤化	35
东北地区	恒力石化	35
西北地区	宁夏石化化工	30
华中地区	河南义马	20

来源：Wind、国金证券研究所

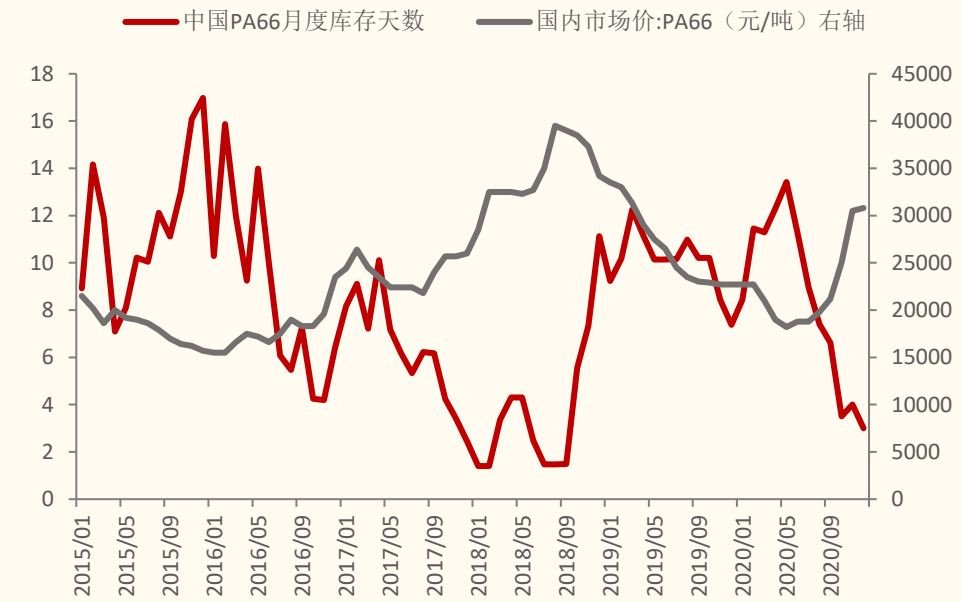
2.4 尼龙 66：核心原料供应紧张，下游需求向好

- 尼龙 66（PA66）价格由 2020 年 9 月底 2.1 万上涨至目前 3.2 万元/吨，尼龙 66 关键原材料己二腈产能控制在国外龙头手中，龙头公司通过控制己二腈的供应来控制尼龙 66 价格，从 11 月到 2 月己二腈装置仍然没有复产，预计全球己二腈供应紧张在 2021 年上半年无法解决，2021 年上半年看到尼龙 66 价格到 3.5 万元/吨以上。
- 尼龙 66 全球产能 308 万吨，行业集中度较高，产能主要集中在欧美地区，主要生产商有英威达、巴斯夫、奥升德和杜邦等，主要原料己二腈的先进

生产技术目前被英威达、奥升德等公司所控制。受己二腈原料制约，近年国内 PA66 扩产很少，但是实际下游需求量大，目前国内 PA66 产能 30 万吨/年出头，实际的需求量达到 60 万吨/年左右，进口依存率高。

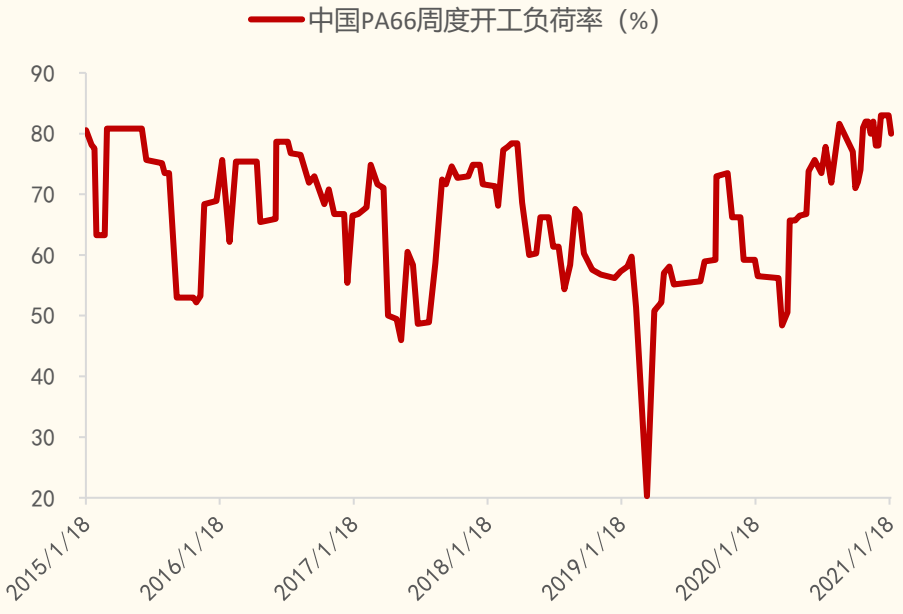
- **原料端，**英伟达己二腈装置供应量减少，奥升德宣布己二腈和己二胺上调 350 美元/吨；**需求端，**下游汽车单月销量同比向好，家电产品彩电、冷柜、冰箱、洗衣机等产量同比增长；**供给端，**尼龙 66 近年少有新增产能，目前只有英伟达上海 4 万吨/年在建。
- **建议关注：神马股份等。**

图表 12：尼龙 66 库存低位，支撑价格



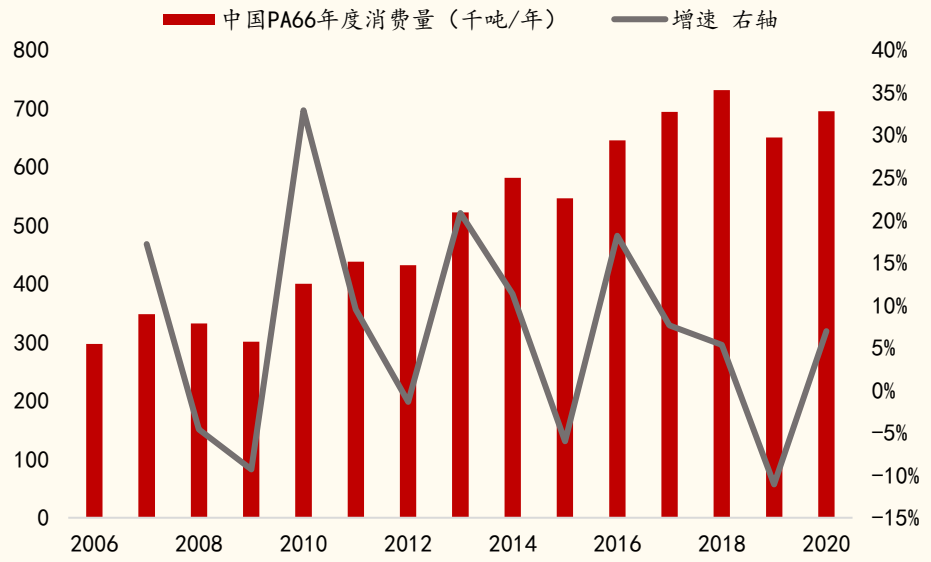
来源：Wind、国金证券研究所

图表 13：国内尼龙 66 开工率处在高位



来源：Wind、国金证券研究所

图表 14：中国尼龙 66 消费量增速回升



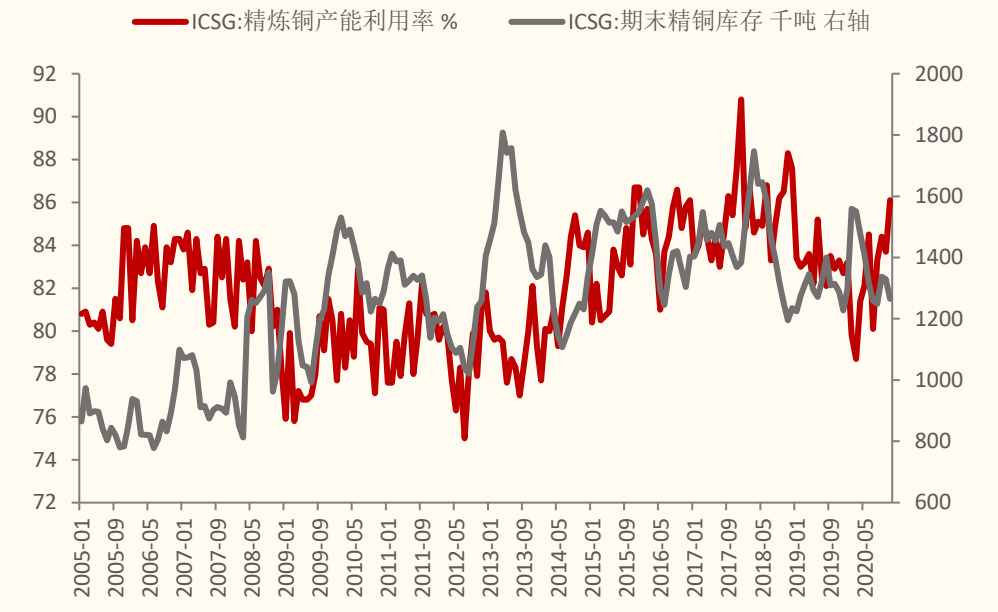
来源：国金证券研究所

三、有色：铜和铝

3.1 铜：需求弹性较高，供给端仍存不确定性

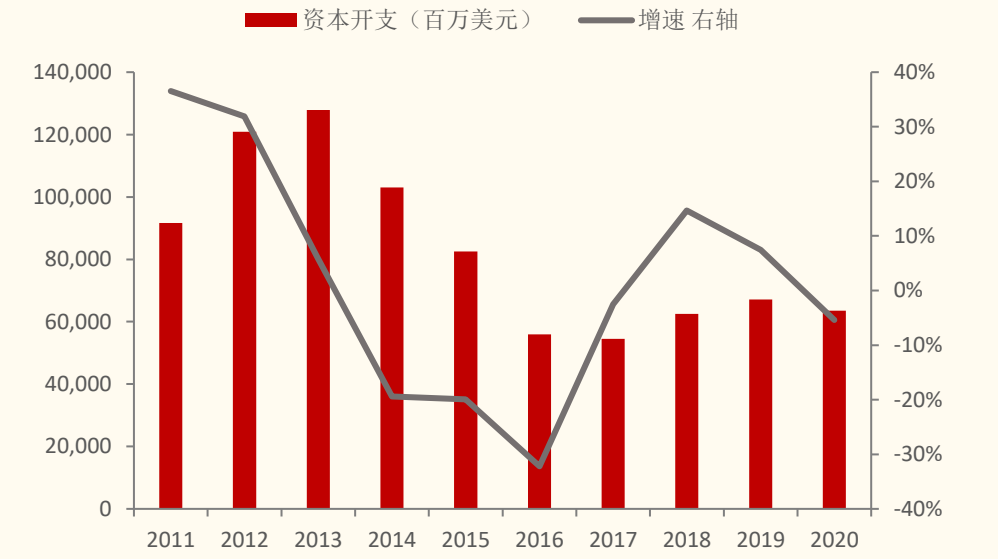
- **受益于全球经济复苏，需求端扩张的同时供给端仍存不确定性，铜价走势乐观。**需求端在全球持续复苏和下游行业景气向上的带动下降保持相对强劲，但供给端受产能扩张有限和生产中断影响，此外当前产能利用率并不低，基本处恢复到疫情前的水平。由于精炼铜供给会受到矿山生产中断、冶炼厂达产进度不及预期的影响，精炼铜供给存在不确定性，我们认为 2021 年全球精炼铜供需将是紧平衡。由于全球新增产能集中在南美洲、非洲等地区，影响供给的事件频发，我们预计矿产铜供给存在低于预期的可能。
- **根据国际铜研究组织（ICSG）的数据，全球精炼铜产能利用率明显回升，2020 年 11 月末为 86.1%，已经达到了疫情前的水平。与此同时，精炼铜库存整体处在历史相对低位。**从全球三大期货交易所（LME、COMEX、SHFE）铜库存来看，当前库存水平处在 2008 年三季度以来的低点。精炼铜产能利用率并不低，而铜库存处在低位，反映了疫情缓和后全球经济恢复带动铜的需求回暖。
- **由于精炼铜供给会受到矿山生产中断、冶炼厂达产进度不及预期的影响，精炼铜供给存在不确定性。**矿山生产会受到罢工、天气、技术等问题影响，从过去 10 年数据来看，生产中断对全球产量的影响在 4.4%左右。2020 年全球铜矿山受到疫情影响，生产中断对产量影响约 4.8%。由于全球新增产能集中在南美洲、非洲等地区，影响供给的事件频发，预计矿产铜供给存在低于预期的可能。此外，2016 年以来全球主要铜矿企业资本开支处在低位，考虑到铜矿投资周期较长，往往需要五年左右的时间建设投产，预计未来 1-2 年整体全球铜矿产能扩张有限。
- **铜作为对全球经济最为敏感的金属，铜价走势与全球经济息息 ，特别是中国作为全球最大的铜消费国，全球铜的消费增速和中国 PMI 存在明显的正相关。**在中国经济加速修复的过程中，对铜的需求将形成有力的支撑。具体来说，中国电力投资、家电制造行业和美国地产建造业作为铜的主要下游需求行业，目前均处在景气向上周期，铜的下游需求将持续保持强劲。
- **建议关注：紫金矿业、西部矿业等。**

图表 15：铜库存处在低位，产能利用率明显提升



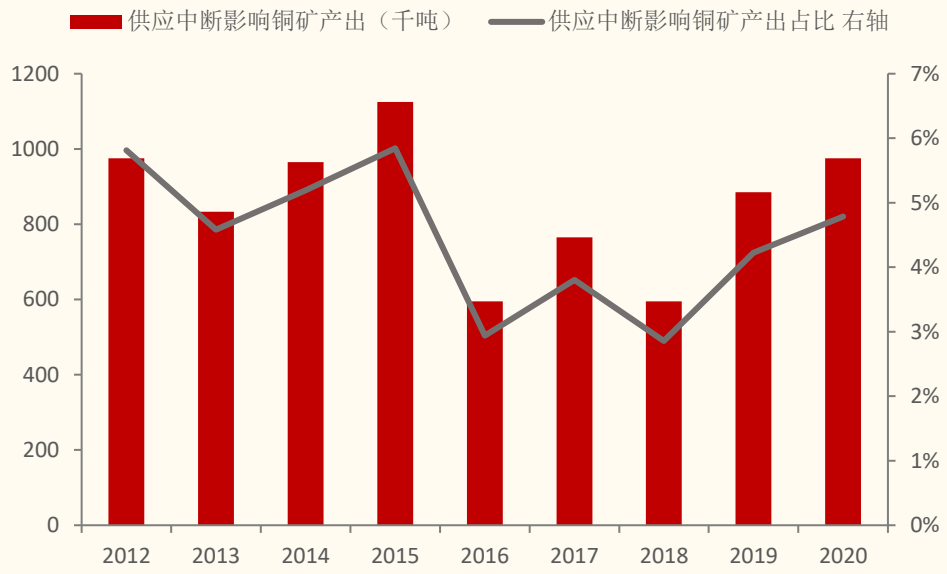
来源：Wind、国金证券研究所

图表 16：过去 2-3 年铜矿企业资本开支明显下行



来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 17：近年来供应中断影响铜矿产出占比在 5%左右



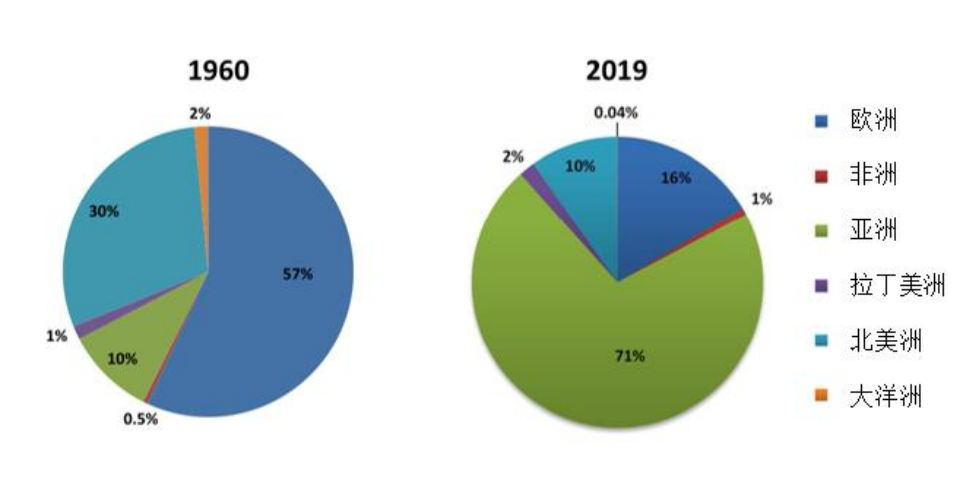
来源：Bloomberg、国金证券研究所

图表 18：铜价走势与全球经济息息相关



来源：Wind、国金证券研究所

图表 19：不同地区铜的消费量占比：1960 年 VS2019 年

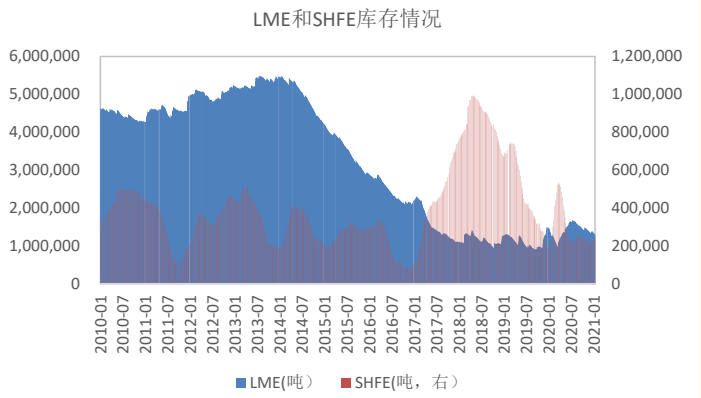


来源：ICSG、国金证券研究所

3.2 铝：需求增长和供给调控支撑铝价上涨趋势

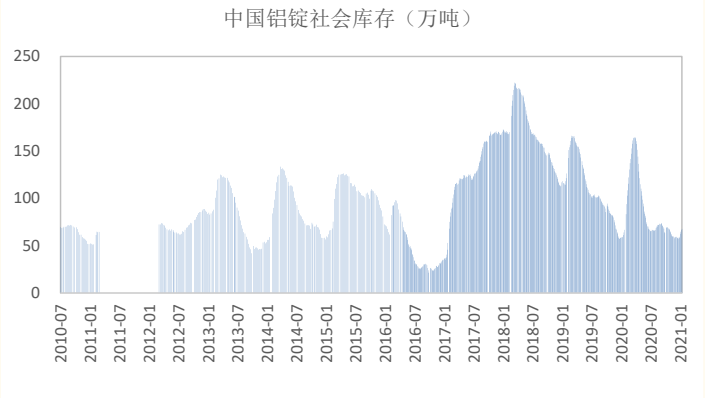
- **需求恢复是铝价上涨的驱动力。2012-18** 年中国原铝消费复合增速 9.6%，为基本金属中需求最好的品种，增速呈现前高后低的趋势。2019 年受到下游地产、汽车、出口需求下滑影响，中国原铝消费首次出现负增长 1.6%。2020 年随着需求复苏，中国原铝消费增速 6.4%。2021 年随着全球经济复苏，原铝需求有望延续回升。从供给情况看，2020 年中国原铝产量增速 4.9%，原铝进口 106 万吨、为近十年最高。在产量和进口大幅增长的情况下，供给端的大幅度增长被更快增长的需求所消化。
- **产能天花板形成，供给逻辑逐步强化。**由于全球电解铝新增产能集中在中国，中国产能变化代表了全球的产能情况。2017 年是中国电解铝产能的分水岭，4500 万吨的产能天花板改变了此前产能无序扩张的格局。2020 年末中国电解铝运行产能约 4100 万吨，产量约 3700 万吨，产能利用率超过 90%。内蒙凭借着能源优势，是中国重要的电解铝生产大省。随着内蒙古双控政策的出台，作为高耗能产业的电解铝存在减产的可能。由于 2017 年后内蒙是重要的产能转移地，在建的电解铝产能也存在延期投产的可能。云南由于能源配套问题尚未完全解决，新增产能投产进度低于预期。在产能利用率超过 90%的情况下，在产产能减产和新增产能延期投产进一步强化供给逻辑。
- **碳中和背景下，电解铝行业长期受益。**与其他国家不同，中国电解铝生产所需的能源以火电为主。二氧化碳的排放主要在能源消耗和电解过程，电力环节吨铝二氧化碳排放量 11.2 吨，电解环节吨铝二氧化碳排放量 1.8 吨。19 年电解铝行业二氧化碳排放量 4.12 亿吨，占全社会总排放量 5%。在碳中和背景下，内蒙率先调整对电解铝行业的电价政策并对自备电厂征收交叉补贴。作为高耗能的电解铝行业，产业政策调整将对冲击现有产能。
- **建议关注：中国宏桥、云铝股份等。**

图表 20：国内铝锭交易所库存降至三年来低位



来源：Wind，国金证券研究所

图表 21：国内铝锭社会库存降至三年来低位



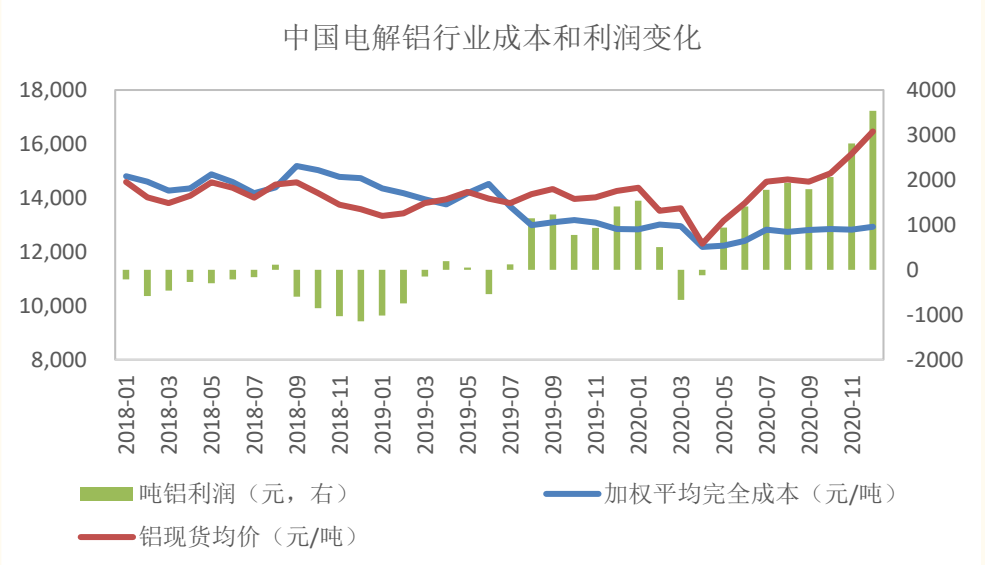
来源：Wind，国金证券研究所

图表 22：电解铝产能利用率处在高位



来源：Wind、国金证券研究所

图表 23：电解铝行业利润达到高位



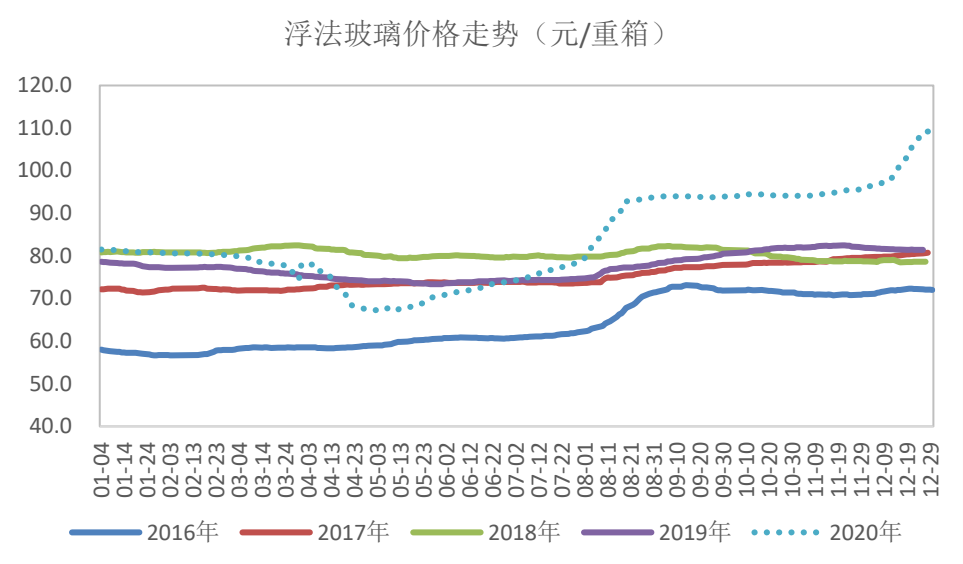
来源：Wind、国金证券研究所

四、建材：玻璃

玻璃：下游需求具备支撑，行业供给难以实质增加

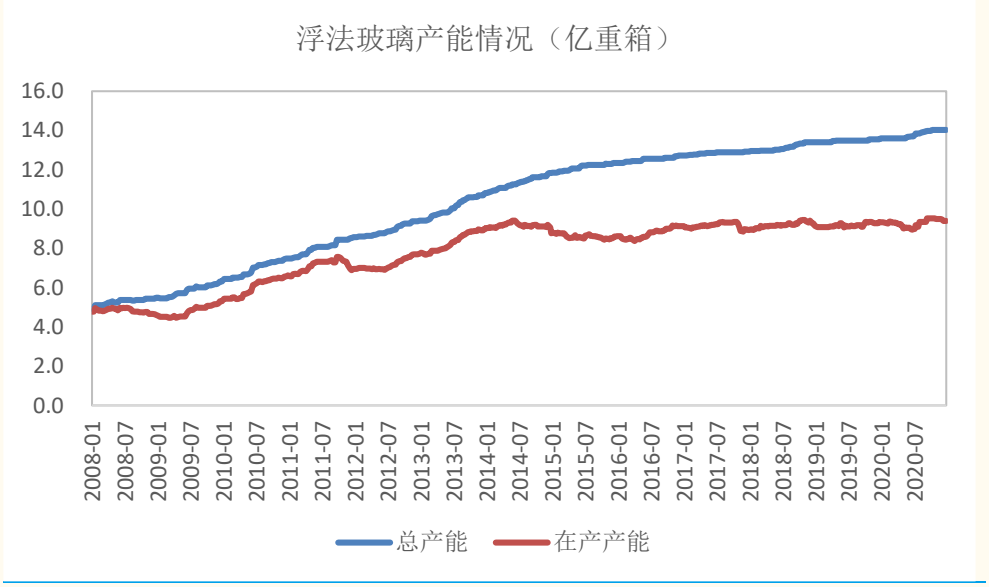
- 2021 年房地产竣工修复逻辑有望继续演绎，浮法玻璃下游需求具备支撑，同时行业供给难以实质增加，在供需格局改善背景下 2021 年玻璃价格中枢将进一步抬升。
- **我国浮法玻璃产能结束快速扩张阶段，新增产能受到严格控制。**浮法玻璃行业进入门槛相对较低，当行业处于景气周期之时，吸引了大批资本的涌入，致使玻璃产能快速增加，供给过剩情况不断加剧。2011-2015 年，浮法玻璃产能利用率从 90%降至 70%，2016 年后，受益于供给侧改革叠加环保政策逐步趋严，玻璃行业产能扩张速度明显放缓，新增玻璃产能减少、部分落后产能停产退出，产能利用率多年维持在 65%-75%。尽管总体产能利用率较低，然而实际“有效产能利用率”并不低。**2015 年以来，部分统计在册的产能实际已不具备复产条件。根据隆众资讯数据，在剔除僵尸产线后，当前玻璃产能利用率接近 85.5%。**
- **2021 年新点火（5 条）以及复产产线（10 条）在 15 条左右，远低于 2020 年的 34 条。**考虑到投产节奏、产能爬坡等因素，假设 15 条产线平均产能贡献时间为 6 个月，则实际增加产线 7.5 条。根据卓创资讯数据，目前熔窑运行时间超 10 年的产线共有 19 条，假设全部冷修，且冷修周期均为 6 个月，则实际缩减产线 9.5 条，那么 2021 年浮法玻璃整体产能可能出现小幅下滑。此外，考虑到仍有部分浮法产线计划转产光伏组件背板，如：旗滨集团、中国玻璃等企业均计划加大光伏组件用超白浮法玻璃产品。综合以上两方面因素考虑，我们预计 2021 年建筑用浮法玻璃供给将出现净减少。
- **建议关注：旗滨集团等。**

图表 24：2020 年 5 月玻璃价格触底反弹并创新高



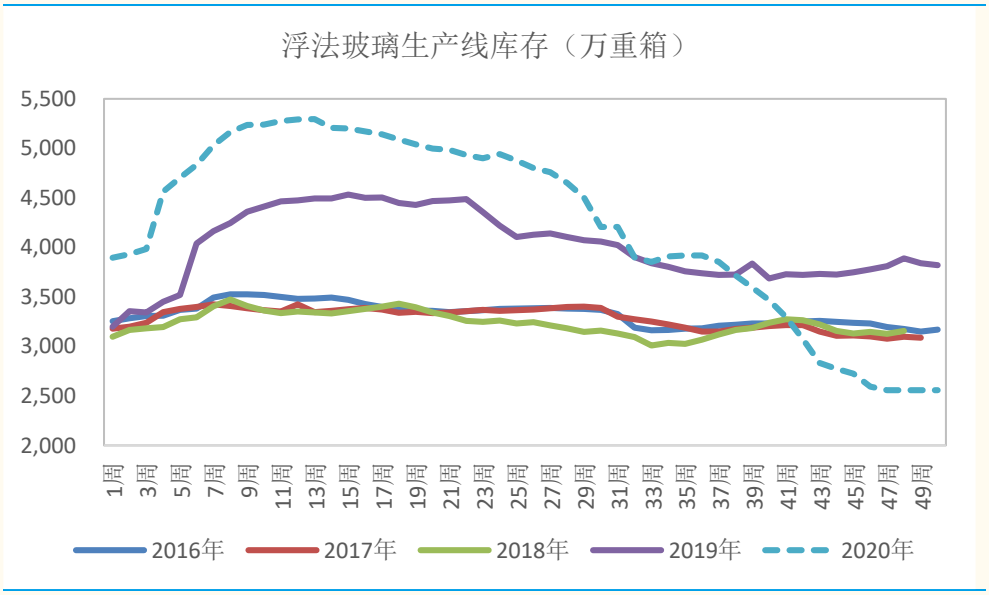
来源：Wind、国金证券研究所

图表 25：浮法玻璃在产产能整体较为稳定



来源：Wind、国金证券研究所

图表 26：2020 年 4 月份开始玻璃厂家库存一路下滑



来源：Wind、国金证券研究所

五、造纸：白卡纸

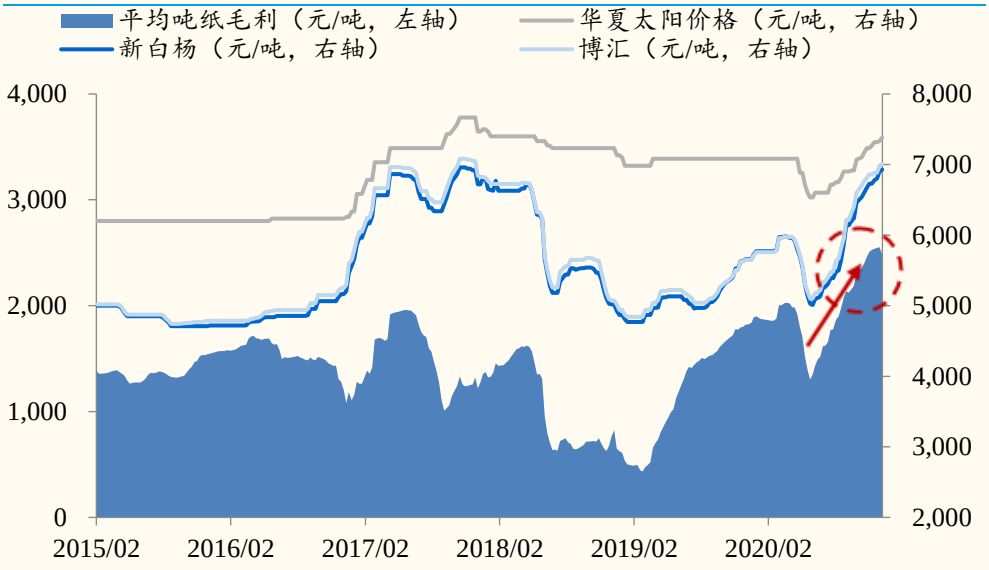
白卡纸：供给端缺乏弹性，消费升级、出口增长、以纸代塑提振需求

- **短期来看，成本端浆价上行，催化白卡提价加速落地。**根据 RISI 产业数据了解，3 月初宁波中华纸业/亚洲浆纸业上调白卡纸价格 1800 元/吨，目前执行 250-400g 金丽卷筒白卡纸到货承兑含税参考价 10010 元/吨。**白卡吨盈利已再次创新高。**以博汇为代表的白卡纸企业由于使用自产化机浆，并且前期进行了充足的木浆储备，预计可以更大的享受提价带来的红利。我们预计当前白卡吨纸净利预计已超 1000 元/吨。
- **供给端来看，白卡目前开工率已接近峰值，供给端缺乏弹性。**2020 年白卡纸行业的开工负荷率于 4 月见底，5-6 月持续环比提升，7-12 月份开工率

一直保持在 80%以上。2021 年 2 月白卡纸行业开工负荷率 82.4%。回溯 2017 年白卡景气高峰之时，行业开工负荷率为 84%，当前开工率已接近峰值，白卡产能供给端已缺乏弹性。目前 APP 位于宁波的 60 万吨白卡纸产能已经停机，即 2021 年白卡行业实际产能将减少，2021 年 4Q 白卡纸供给端新增产能 90 万吨（太阳母公司 90 万吨），假定按照一条 90 万吨生产线投产即满产的假设，4Q 贡献产能 23 万吨，预计 2021 年白卡行业整体产能净减少 37 万吨。

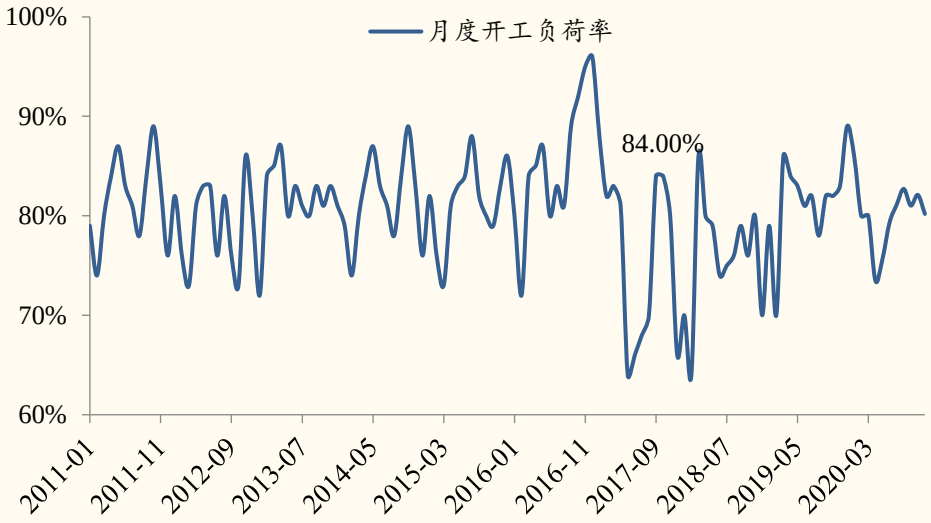
- **白卡库存已降至往期平均水平，需求端逻辑充分验证。**库存角度，白卡企业库存天数 2 月为 21.04 天，回落至历史均值附近；2 月企业月度库存量为 70.18 万吨，较去年显著已回落。我们判断随着下游需求恢复，行业库存已进入下行周期。2020 年白卡的表观消费量为 900.7 万吨，同比+5.0%，过往 5 年的 CAGR 为 5.5%，复合增速强于其他大宗纸种。我们认为令白卡保持良好成长性的核心因素是国内的消费升级，高端消费占比的提升带动以白卡为基材的高档纸质包装需求快速增长。
- **2021 年出口边际转暖进一步提振白卡需求。**中国作为白卡纸净出口国家，2020 年受疫情影响，白卡纸年净出口 31.9 万吨，同比下滑 31.6%。我们判断随着疫苗的推出和海外疫情后经济的修复，2021 年白卡纸出口有望恢复增长。
- **从供给格局来看，白卡纸行业集中度在各细分纸种赛道中居于首位，CR4 超过 80%，且前两名 APP 和博汇为同一实控人。**良好的竞争格局决定了头部企业具有更强的溢价权，在行业旺季阶段具有更好的价格弹性，同时在行业淡季阶段能够限产保价，降低行业周期波动。
- **建议关注：博汇纸业等。**

图表 27：2020 年 9 月以来白卡纸吨纸毛利超 2000 元/吨



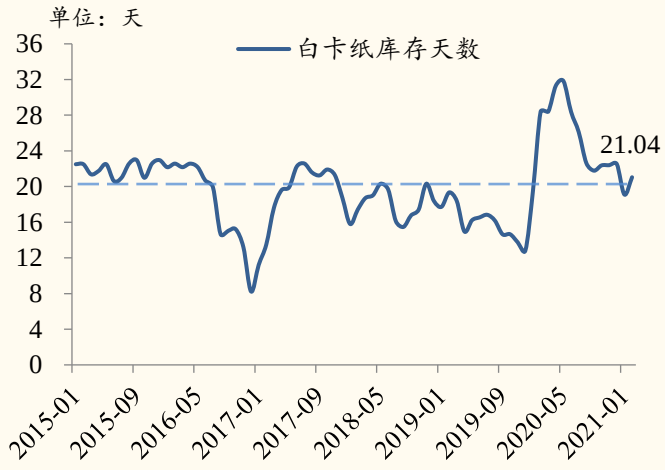
来源：RISI、国金证券研究所

图表 28：2020 年 4 月以来白卡纸开工负荷率总体保持提升



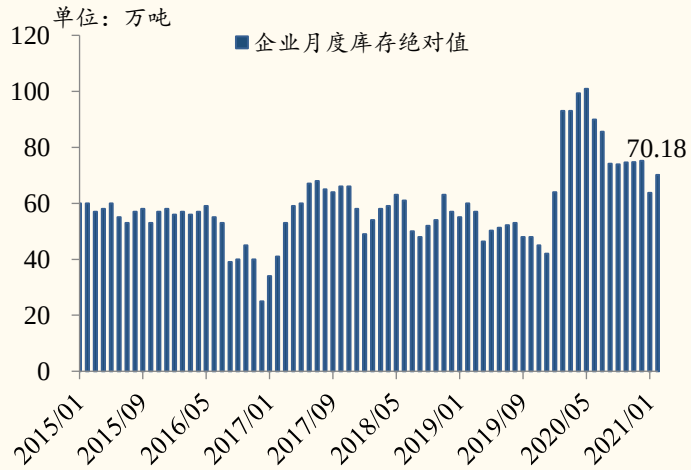
来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 29：国内白卡纸库存天数进入下行区间



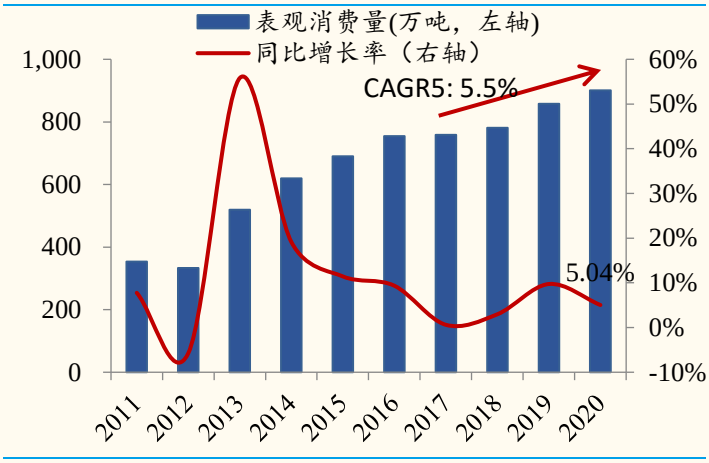
来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 30：白卡纸月度企业库存量（万吨）



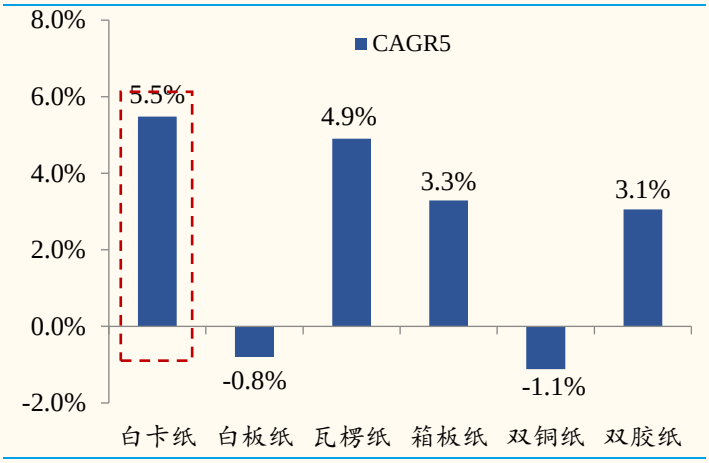
来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 31：白卡纸表观消费量呈上升态势



来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 32：过去 5 年白卡纸需求复合增速居各纸种首位



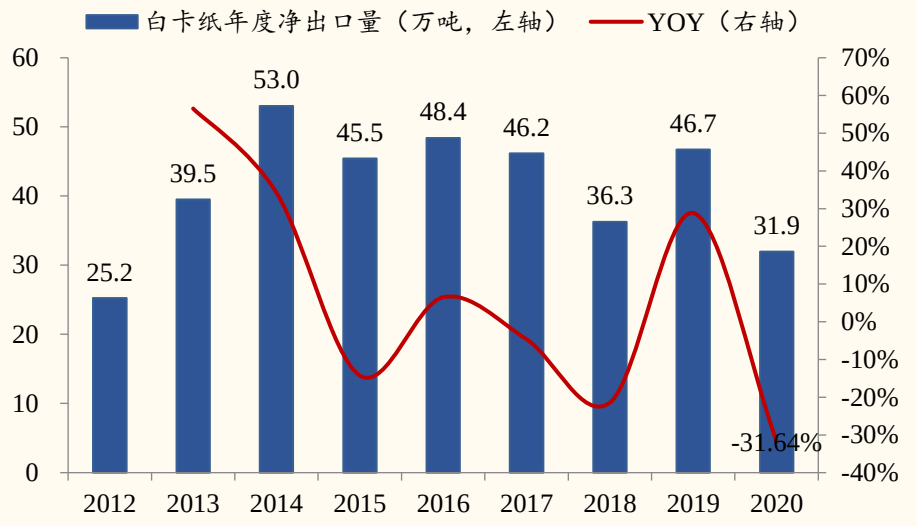
来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 33：白卡纸下游细分行业需求分布

终端行业	社会卡	食品卡	烟卡
扑克牌纸	3.9%		
服装（包括吊牌等）	6.4%		
乳制品（液包等）		9.1%	
酒精类饮料	1.1%		
药品	35.5%		
香烟			14.2%
饮料（不包含酒精）		2.6%	
各类器具(电子类，家用小电器类等）	1.0%		
化妆品	1.2%		
出版印刷	0.2%		
纸袋/购物袋类	1.5%		
食品包装类（方便面碗，糕点，冷饮等）	9.9%	4.0%	
餐饮服务类（汉堡盒，咖啡杯等）		9.5%	
合计	60.6%	25.2%	14.2%

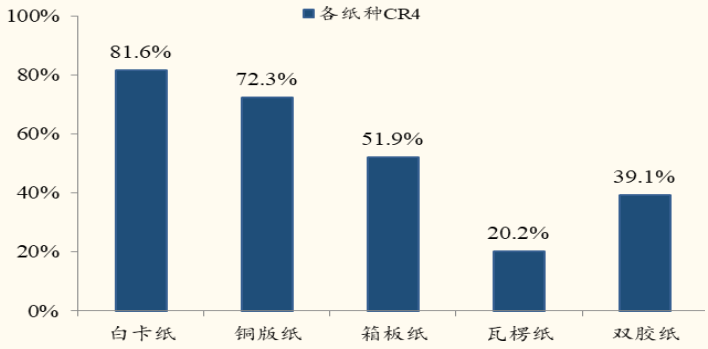
来源：中国产业信息网，国金证券研究所

图表 34：白卡纸年度净出口量及增速



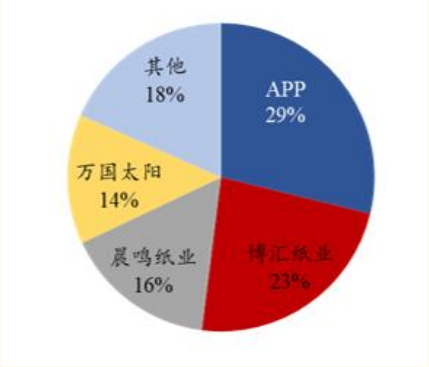
来源：卓创资讯、国金证券研究所；净出口量=出口量-进口量

图表 35：白卡纸行业集中度为各纸种最高



来源：卓创资讯、国金证券研究所

图表 36：白卡纸行业 CR4 超过 80%



来源：卓创资讯、国金证券研究所

六、钢铁：硅铁

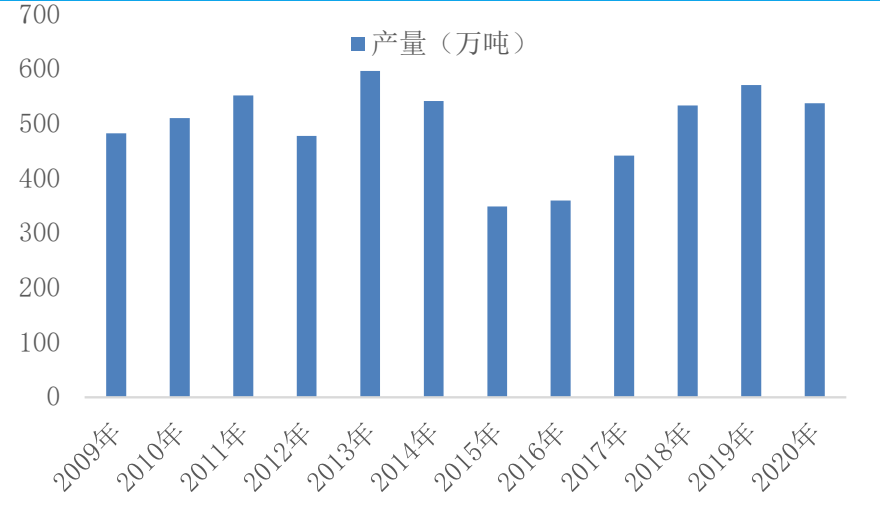
硅铁：需求稳中有升+供给政策持续推动+成本支撑，价格区间将整体上移

- 需求稳中有升+供给政策持续推动+成本支撑，2021 年硅铁价格区间将整体上移，预计价格区间维持在 6500-7000 元/吨之间。若内蒙古淘汰政策落地实施良好，可能会继续推动硅铁价格持续新高。
- 硅铁需求分为四个部分，分别为钢厂、金属镁、出口、铸造。2020 年受到疫情影响，硅铁产量总体略有下降，全年硅铁产量 538 万吨，同比下降 5.9%。**我们预计 2021 年硅铁需求稳中略升，疫情影响消退，国内外需求恢复，硅铁四大下游需求均有所回暖。全年总需求达到 560-570 万吨左右水平，同比增长在 5%上下。**
- **碳中和背景下，高耗能行业持续控能耗去产能。钢铁产业链硅铁首当其冲，供给收缩在路上。**从产能角度看，属于典型的产能过剩行业，行业整体产能利用率在 60%上下。但根据我们草根调研反馈，其中包括了较多的僵尸产能，目前在生产的设备中，利用率基本处于饱和状态。从开工率的角度，2020 年硅铁行业开工率维持在 50-60%之间。几大主产区，内蒙、宁夏、甘肃、陕西等地，表现相对稳定，一直维持在 80%左右高位水平。硅铁产能增速已明显下降，关注新产能释放节奏。根据 mysteel 统计，2020 年硅

铁新增产能将近 30 万吨，这部分的量并未释放完毕。近两年新增产能主要包括了新疆、陕西地区部门小产能，以及宁夏地区的部分复产产能。但考虑宁夏等地区电价水平较高，以及各企业间生产成本的控制能力差异显著，新产能释放节奏仍需要观察。

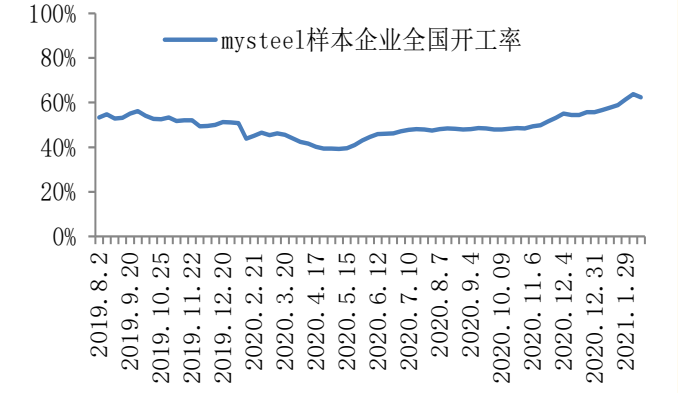
- 成本方面，由于硅铁成本中电费占比较高，成本相对固定。其余成本构成中的兰炭和硅石，特别是兰炭价格走高对硅铁价格将形成强有力支撑。12 月 7 日，国家发改委发布《关于做好 2021 年煤炭中长期合同签订履行工作的通知》（以下简称《通知》），未来原煤加上炼焦煤的持续缩量，带动兰炭价格的持续上行。
- **此外，硅铁行业高集中度，供给政策落地，小企业淘汰利于大企业。**硅铁主产区分布在内蒙、宁夏、青海、陕西、甘肃等地，基本上占到全国每月产量的 95%以上。从行业集中度角度看，CR10 市占率 50%上下，CR5 市占率 39%上下，CR5 市占率 32%上下。其中，鄂尔多斯、内蒙君正为国内最大的两家企业。
- **建议关注：鄂尔多斯等。**

图表 37：硅铁产量



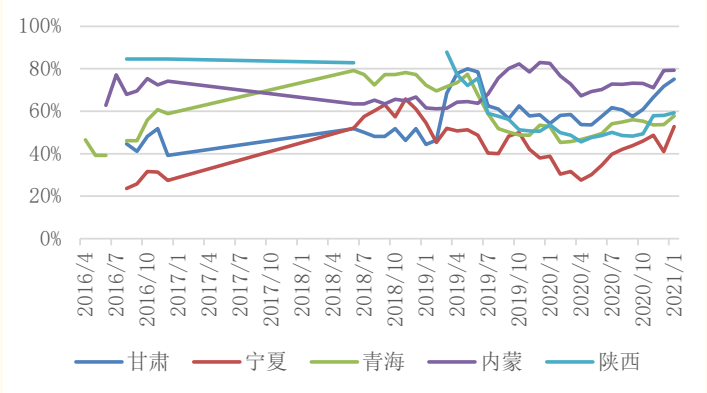
来源：铁合金在线、国金证券研究所

图表 38：硅铁开工率



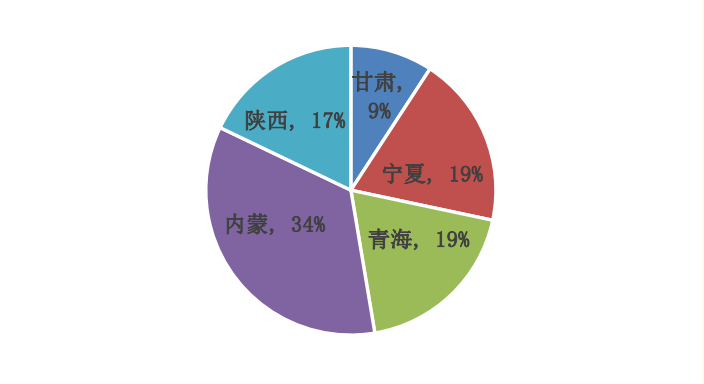
来源：mysteel、国金证券研究所

图表 39：硅铁主产区开工率



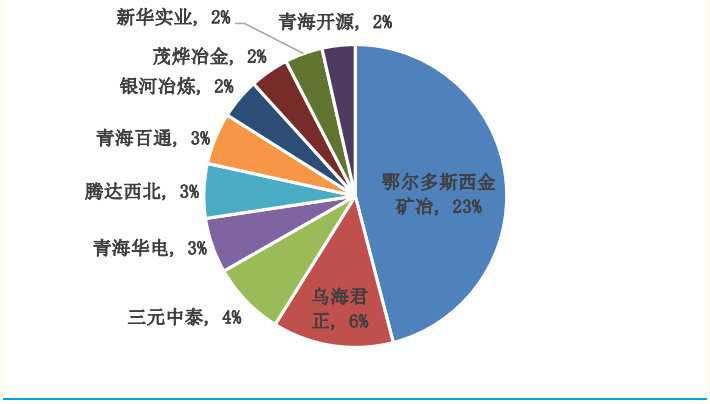
来源：mysteel、国金证券研究所

图表 40：国内硅铁主产区产量占比



来源：wind、国金证券研究所

图表 41：国内主要硅铁企业市占率统计



来源：铁合金在线、国金证券研究所

- **风险提示：**经济复苏不及预期、供给扩张超预期、海外黑天鹅事件、宏观流动性超预期收缩

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。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。

本报告反映编写分析员的不同设想、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，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

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；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自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。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402