化工

2020 年 12 月 05 日

投资评级：看好（维持）

海外复苏一致预期下，全球化工供给或有扰动，坚定看好大国化工在历史性机遇下快速崛起

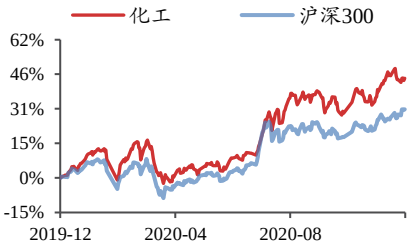
——行业投资策略

金益腾（分析师）
jinyiteng@kysec.cn
证书编号：S0790520020002

张晓锋（联系人）
zhangxiaofeng@kysec.cn
证书编号：S0790120080059

龚道琳（联系人）
gongdaolin@kysec.cn
证书编号：S0790120010015

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业周报-油价创九个月新高，长丝市场交投氛围活跃》-2020.11.29

《化工行业周报-后疫情时代我国化工龙头抗风险能力显著，继续布局顺周期》-2020.11.29

《新材料行业周报-C919 有望 2021 年启动量产，关注航空材料供应商昊华科技》-2020.11.29

● **终端需求边际继续改善，化工周期东风已起**

目前，随着国内经济复苏、化工龙头业绩持续改善。随着国际油价反弹，化工景气指数已大幅提升。市场流动性和风险偏好已经有所变化，展望 2021 年，我们更看重个股绝对估值的安全性和业绩改善的确定性，坚定看好顺周期、涨价、低库存品种及子行业龙头。我们建议继续关注海内外需求边际继续改善、行业向龙头集中且集中度提升、现金流量健康、估值较低的化工子行业龙头：聚氨酯、煤化工、氟化工、氨纶、粘胶、维生素、农药行业等。

受益标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、扬农化工、华峰氨纶、新和成、荣盛石化；【低估值龙头】三友化工、金石资源、海利得、巨化股份、三美股份、利民股份；【弹性标的】鲁西化工、新凤鸣、滨化股份、华谊集团、江苏索普。

● **我们预计海外需求终将重走中国复苏之路，化工行业有望全面景气**

我们认为当前海外疫情发展情况类似于 2020 年 2 月份的中国,如今部分海外国家采取“封国”等举措来控制疫情的进一步恶化，部分海外国家物流亦不通畅。2020 年 4 月以来，欧美经济亦有所复苏。2020 年 7 月-10 月，美国和欧元区 PMI 数据已连续 4 个月处于荣枯线之上。目前新冠疫苗研发不断取得新进展，疫情终将过去。我们预计未来海外需求将大幅复苏，重走中国复苏之路。随着未来海外需求复苏叠加国内需求边际改善，我们预计需求的力量将带动化工子行业进入“全面高景气”行情，我们建议加紧布局粘胶短纤、氨纶、聚酯等化纤产业链、醋酸、MDI 等子行业，买入复苏。

● **疫情或将重塑全球化工供给格局，中国化工全球市占率将加速提升**

至 2018 年，中国制造业工业增加值占全球制造业工业增加值的 28.4%。而中国化工产业作为中国最重要的基础制造业之一，在全球的话语权亦不断提升。根据 Cefic Chemdata International 数据，2018 年中国化工品销售额共计 11,980 亿欧元（约合 9,854 亿人民币），占世界化工品销售总额的 35.80%。全球化工品产能将持续向中国集中。2020 年受业绩压力及需求疲弱影响，海外巨头业绩大幅下降，频现裁员潮。2020 年 10 月份标普全球表示，在疫情冲击下许多欧美企业因无法正常运营而陷入违约风险，预计未来 9 个月美国的企业违约率将从 6.2%升至 12.5%。即使未来海外需求大幅复苏，海外化工巨头的开工、销售体系等或无法快速恢复。即使没有疫情到来，部分化工品海外装置年限较为久远，未来海外装置开工或存变量。疫情洗牌加速提升中国化工行业话语权，化工品订单内流或将可持续，中国化工全球市占率有望进一步提高。

● **风险提示：**宏观经济下行、原油价格大幅下跌、安全生产及环保风险

目 录

1、 后疫情时代化工板块盈利迅速修复，化工周期延续高景气 5
1.1、 库存：经济将进入主动补库存周期，行业景气度继续向上 7
2、 海外需求终将重走中国复苏之路，国内外需求复苏将带动化工行业全面高景气 7
2.1、 以史为鉴，我们认为当前海外疫情发展情况类似于 2020 年 2 月份的中国 7
2.2、 以史为鉴，我们认为海外需求将重走中国复苏之路 8
2.3、 2021 年的需求边际改善主要来自于海外，布局全球化化工子行业 10
2.3.1、 粘胶短纤：盈利水平仅是初步修复，我们预计粘胶短纤真正的景气行情即将到来 14
2.3.2、 氨纶：供需错配行业基本面迎来拐点，供需错配格局或将持续到 2021 年年中 15
2.3.3、 涤纶长丝/涤纶工业丝：海外复苏预期持续升温，2021 年涤纶长丝具备较强的向上弹性和修复韧性 16
2.3.4、 MDI：下游需求为 MDI 提供强有力支撑，2021 年 MDI 行业格局持续向好 19
2.3.5、 氟化工：萤石行业中长期前景仍然广阔，静待龙头引领三代制冷剂周期反转 21
2.3.6、 纯碱：下游需求将迎来边际改善，2021 年将维持供给紧平衡 25
2.3.7、 醋酸：下游 PTA 大幅扩增产能，2021 年醋酸或将供不应求 27
3、 疫情或将重塑全球化工供给格局，中国化工全球市占率将加速提升，中国化工龙头迎历史性发展机遇 31
3.1、 民营大炼化强势崛起，中国剑指全球第一大炼油国 37
3.2、 醋酸：未来醋酸装置频繁故障检修、醋酸供给紧张或为常态 41
3.3、 代森锰锌：印度供应商交货迟缓，部分订单流入国内 43
4、 风险提示 44

图表目录

图 1： CCPI 已于底部的 3154 点大幅反弹 5
图 2： 化工周期已起，行业估值已迎来修复 5
图 3： Q1 是化工业绩的至暗时刻，Q3 净利润大幅复苏 6
图 4： 化工行业周期景气度随油价反弹而提升 6
图 5： 目前工业企业产成品库存已明显回落 7
图 6： 后市将有望从“被动去库存”进入“主动补库存” 7
图 7： 2020 年 3 月后，中国 PMI 持续高于荣枯线 9
图 8： 2020 年 3 月以来，中国社零总额环比持续上升 9
图 9： 2020 年 4 月以来，美国和欧元区 PMI 数据有所反弹 9
图 10： 2020 年 4 月以来，美国零售商销售额上升 10
图 11： 2020 年 4 月以来，欧盟 27 国零售销售指数上升 10
图 12： 目前 CCPI 已反弹至 4,200 点 10
图 13： 2020 年 5 月以来，纺织出口交货值同比降幅缩窄 11
图 14： 2020 年 5 月以来，化学纤维制造业出口交货值同比降幅缩窄 12
图 15： 美国 15 年期和 30 年期抵押贷款固定利率已触及历史最低水平 13
图 16： 5 月以来美国新建房屋销售较快增长 13
图 17： 6 月起美国成屋销售呈现强势 V 型复苏 13
图 18： 纺织纱线、织物及制品出口额累计同比持续增长 13
图 19： 服装及衣着附件出口金额自 6 月开始修复 13
图 20： 2020 年 9 月以来，化纤价格持续上涨 14
图 21： 粘胶短纤库存已处于历史低位 15
图 22： 棉花-粘胶短纤价差持续高位 15

图 23：供需错配，氨纶行业基本面迎来拐点 16
图 24：氨纶库存处于近两年低位 16
图 25："金九银十"传统旺季，氨纶进出口量同比大增 16
图 26：氨纶价格上调，价差有扩大趋势 16
图 27：截至 9 月涤纶长丝表观消费量增速为 5.3% 17
图 28：国内服装鞋帽针纺织品零售额持续修复 17
图 29：我国房地产竣工和新开工面积仍处于景气上行阶段 17
图 30：截至 11 月 27 日 POY 价差为 949 元/吨 18
图 31：截至目前涤纶长丝库存天数稳定在 17 天左右 18
图 32：截至目前下游江浙织机开工率高于往年水平 18
图 33：国内汽车销量自 4 月起已实现同比增长 19
图 34：美国汽车销量自 4 月起持续修复 19
图 35：MDI 广泛应用于家电、建筑、汽车、服装鞋帽等下游领域 19
图 36：聚合 MDI 价格自 4 月触底以来迎来强势反弹 20
图 37：MDI 开工率于 2 月末触底后反弹并维持高开工率 20
图 38：2020 年月度冰箱销量持续再创新高 20
图 39：9 月单月冰柜总销量同比大增 70.6% 20
图 40：我国冰箱出口量 6 月起强势增长 21
图 41：我国冰柜出口量 3 月起大幅增长 21
图 42：国内汽车销量自 4 月起已实现同比增长 21
图 43：美国汽车销量自 4 月起持续修复 21
图 44：近年来全国萤石产量呈下滑趋势 22
图 45：近期氢氟酸价格与价差保持平稳 22
图 46：年底 R22 剩余配额有限，市场价格坚挺维稳，厂家调涨意愿明显 23
图 47：三代制冷剂 R32 微利运行 24
图 48：三代制冷剂 R134a 价格及价差处于底部区间 24
图 49：我国空调产量较 2019 年下滑显著 25
图 50：我国汽车保有量稳中有进 25
图 51：2 月以来，房屋累计竣工面积同比降幅收窄 25
图 52：2020 年 4 月以来，汽车当月产量均同比增长 25
图 53：2020 年以来，浮法玻璃生产线开工数共计增加 8 条 26
图 54：产能扩张速度放缓，开工率维持在较高水平 26
图 55：2017 年以来，纯碱产量/表观消费量接近 100% 26
图 56：纯碱表观消费量大致呈现增长趋势 27
图 57：2020 年 9 月以来，醋酸价差不断扩大 28
图 58：2019 年醋酸行业开工率已达历史新高 29
图 59：近期 PTA 开工率高企 30
图 60：2020 年 11 月，醋酸行业开工率达到 90%以上 31
图 61：醋酸占 PTA 成本比例较小 31
图 62：中国制造业附加值占全球比重不断上升 33
图 63：部分子行业固定资产投资完成额当月同比增速转正 33
图 64：我国化工上市公司：近年来在建工程显著增加，进入新一轮产能周期 33
图 65：目前固定资产投资完成额水平仍处于底部区间，有恢复趋势 33
图 66：多数化工子行业正处于产能投放/释放期 34
图 67：PPI 同比读数已接近底部，CPI 有转负趋势 34

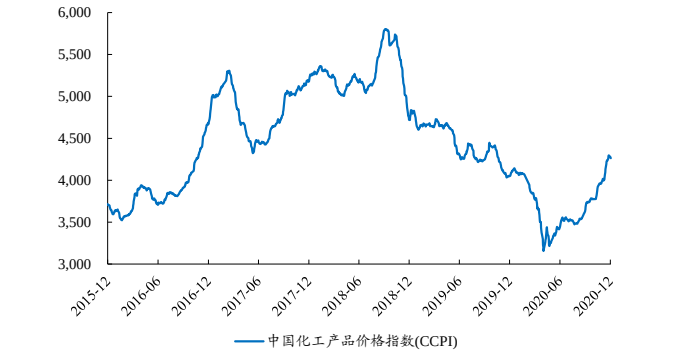
图 68: 2020Q1，全球化学制造业资本开支增长率回落 34
图 69: 全球化工行业资本开支将平稳增长 34
图 70: 2020 年前三季度，巴斯夫深度亏损 35
图 71: 2020 年 H1，赢创工业集团净利润仅 19 亿元 35
图 72: 2020 年 10 月，涤纶短纤库存天数下降至负值 36
图 73: 2018 年，海外装置不可抗力造就醋酸景气行情 37
图 74: 截至目前主营炼厂开工负荷维持在高位 37
图 75: 截至目前山东地炼开工负荷维持在 75%左右 37
图 76: 受疫情影响 2020Q2 全球石油需求锐减 39
图 77: GOM 原油产量创 2008 年以来的最大月度降幅 39
图 78: 部分国际化工巨头已大幅削减 2020 年资本开支 39
图 79: 中国炼油厂加速崛起，承接全球产能转移 39
图 80: 东北亚地区 PX 供给和需求均居全球首位 40
图 81: 2019 年国内 PX 产能迎来集中投产高峰 40
图 82: 目前我国民营企业产能占比已经占据半壁江山 40
图 83: PX 进口依存度下降，进口替代快速推进 40
图 84: 近期代森锰锌价格上涨 43

表 1: 根据我们测算，2021 年纯碱行业将处于供需平衡状态 27
表 2: 2020 年以后，我国投产或拟建 PTA 产能超 4,000 万吨 28
表 3: 目前国内醋酸产能合计 935 万吨 29
表 4: 预计未来 2 年左右我国将有 1800 万吨 PX 项目投产 41
表 5: 2019 年醋酸装置频发故障检修 41
表 6: 2020 年醋酸装置频繁故障检修 42
表 7: 重点公司盈利预测和估值汇总表 43

1、 后疫情时代化工板块盈利迅速修复，化工周期延续高景气

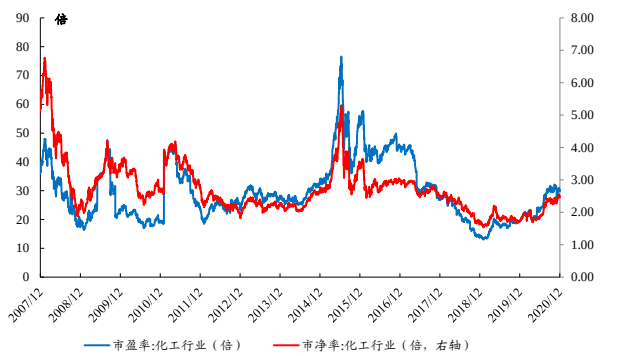
终端需求边际继续改善，“低业绩+低价格+低估值”状态已过，化工周期东风已起。回顾 2020 年初以来化工股的表现，在年初疫情蔓延和油价大幅下跌的双重打击下，化工板块在 2020 年 Q1-Q2 遭受重创，整体板块呈现出“低业绩+低价格+低估值”的“三低”态势。从全年的维度看，我们认为 2020 全年化工板块的业绩将呈现出“前低后高”的态势，在 2020Q1-Q2 化工板块的“三低”状态期间，化工各子行业龙头已经迎来了投资机会。为观察下游需求复苏进度，2020 年 5 月初起，我们通过紧密跟踪，率先观察到化纤、塑料、氟化工、农化、地产后周期品种等化工产业链内需回暖，并坚定看好“全球经济终将恢复常态化运行”。2020 年 Q2 以来，为实现“战疫情、稳增长”的双重目标，我国积极扩大内需、释放消费潜力、加大基建投资、提振市场活力。自 7 月以来，国内终端需求边际改善、经济大幅复苏、流动性边际收紧，且国内疫情的控制比海外更好，我国 A 股市场风格已显著切换至“顺周期”资产，而且正在随着我国经济复苏的深化而逐步推进。目前，随着国内经济复苏、化工龙头业绩持续改善，前期化工板块的“三低”状态已大幅修复，化工周期东风已起：1）被动补库存+产能释放周期的双重压力下，中国化工产品价格指数（CCPI）自 2018 年 8 月以来持续下跌；受疫情+低油价的催化，2020 年来 CCPI 加速下行，于 4 月 2 日跌至历史底部位置 3,154 点。目前 CCPI 指数已从底部的 3,154 点反弹至今的约 4,280 点；2）剔除中国石化和中国石油，化工板块 Q3 净利润同比增长 26%，我国化工上市公司业绩已于 2020 年 Q1 探底，Q2 收入环比小幅下降而净利润扭亏为盈，Q3 净利润则大幅复苏；3）化工行业整体 PE 已由底部的 14.12 反弹至 30.20 倍、PB 已由底部的 1.49 反弹至 2.50 倍。**随着国际油价反弹，化工景气指数已大幅提升。**

图1：CCPI 已于底部的 3154 点大幅反弹



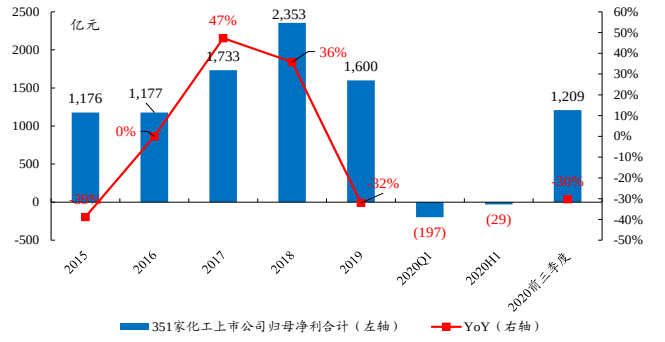
数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：化工周期已起，行业估值已迎来修复



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图3：Q1 是化工业绩的至暗时刻，Q3 净利润大幅复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所（剔除每年新上市公司业绩）

图4：化工行业周期景气度随油价反弹而提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

我国化工企业迎历史性发展机遇：中国化工龙头全球市占率加速提升，海外化工终端需求将继续边际改善。

供给端，根据 UNSD 数据，2010 年-2018 年，中国制造业工业增加值占全球的比重由 18.30%提升至 28.4%，比重仍在提升中，我国承接着全球化工产业的转移发展，在各子行业都呈现了全面赶超的态势。2020 年以来，在全球疫情迅猛蔓延导致境外需求放缓、世界经济增速大幅下滑、主要经济体普遍低迷、国际油价大幅波动并维持低位、北美飓风天气持续的背景下，**国外石油及化工企业的销售、盈利能力、扩张能力更是遭受重创，大量欧美炼油厂正面临着永久关闭的风险。**然而，在后疫情时代，凭借全产业链、高效的产业组织协同能力、强大的生产供应能力，我国化工企业在稳步复工复产的基础上，已向全球源源不断地输出卫生防疫物资。2020 年以来，在世界宏观经济环境变化、油价剧烈波动下，我国化工企业均已体现出显著、持续的抗风险能力。同时，得益于靠近快速增长的需求中心，塑料和燃料需求给亚洲炼油厂带来了新的增长动能，中国炼油、炼化厂正在加速崛起。我们看好全球化工厂的结构性调整将加速，欧美年限长、单体小、竞争力差的化工装置将加速淘汰，国内化工龙头“全球化再布局”开启快进键。**疫情以来，海外供给遭遇较大冲击，我们预计 2021 年海外供给或仍将无法全面恢复。**目前，纺服订单、有机硅订单内流已经开始印证“海外供给受扰”逻辑，未来生产经营稳定的中国化工行业将充分受益于全球需求复苏。中国经济高质量发展动力足已成全球经济增长“引擎”，**我们坚定看好，疫情或将重塑全球化工供给格局，中国化工全球市占率将加速提升，中国化工龙头迎历史性发展机遇：在中国化工品产能逐渐提升、成本不断降低和品质不断提高的情况下，全球化工品产能将持续向中国集中。**

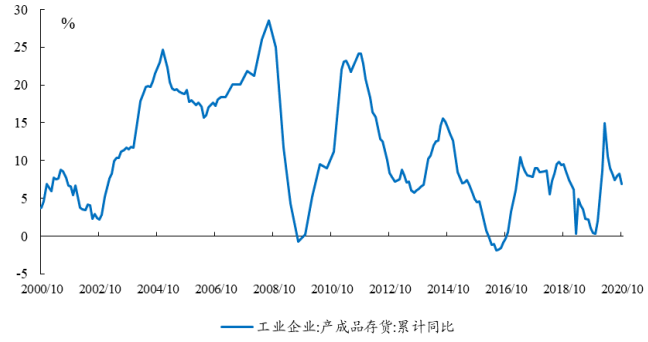
需求端，目前，全球正采取多种防控措施应对疫情，世界经济正在步入疫情后的复苏：美国房地产复苏、刺激法案落地和企业补库存正在进入运行轨道；疫苗研发捷报频传提振市场信心，海外经济恢复预期持续强化，而经济恢复中供给恢复往往慢于需求，全球再通胀交易正在出现，我们坚定看好当下全球风格切换的共振正在开启。随经济复苏的确定性进一步提升，我们看好海外化工终端需求也将继续边际改善，全球顺周期资产将继续迎来“估值修复”与“价值发现”。**市场流动性和风险偏好已经有所变化，展望 2021 年，我们更看重个股的绝对估值的安全性和业绩改善的确定性，坚定看好顺周期、涨价、低库存品种及子行业龙头。我们建议继续关注海内外需求边际继续改善、行业向龙头集中且集中度提升、现金流量健康、估值较低的化工子行业龙头：聚氨酯、煤化工、氟化工、氨纶、粘胶、维生素、农药行业等。**

受益标的：【化工龙头白马】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、扬农化工、华峰氨纶、新和成、荣盛石化；**【低估值龙头】**三友化工、金石资源、海利得、巨化股份、三美股份、利民股份；**【弹性标的】**鲁西化工、新凤鸣、滨化股份、江苏索普。

1.1、 库存：经济将进入主动补库存周期，行业景气度继续向上

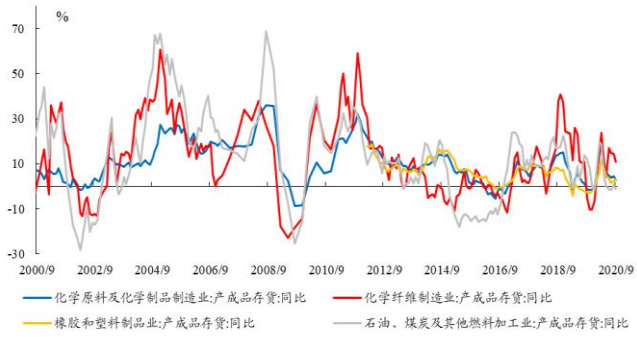
库存周期：受疫情影响，2020 年 Q1 化工库存周期从“主动去库”向“被动补库”进行“逆向”切换，2020 年 Q2 产成品库存已普遍回落，后市“被动去库存-主动补库存”的趋势已逐渐明朗。一轮完整的库存周期时长在 30-45 个月左右，包括“被动去库-主动补库-被动补库-主动去库”四个阶段，2000 年迄今已经历了六轮库存周期。本次的第六轮库存周期开启于 2016 年 7 月，在供给侧改革红利、上游行业产能淘汰出清、房地产及基建投资回暖的背景下，工业企业盈利陆续修复，库存周期进入了主动补库存阶段；此后 2018 年 Q2 后进入被动补库存阶段；2018 年 9 月进入主动去库存阶段；2019 年底，化工行业（为中游行业）库存进入底部区间。2020 年一季度，受 NCP 疫情影响，企业生产与消费需求恢复进程错配，造成工业与制造业库存迅速累积，库存周期出现“异化”：从主动去库存阶段“逆向”重回被动补库阶段。自 4 月起，我国主要经济指标有所改善，经济运行逐步向常态化复苏，制造业生产快于需求的状况有所缓解，同时在增值税减免优惠的帮助下，中游化工等行业的库存同比增速已有所回落。据国家统计局数据显示，截至 2020 年 9 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制造业、石油/煤炭及其他燃料加工业的产成品存货同比分别为+3.00%、+10.80%、+3.30%、-1.40%，较 3 月份的+21.20%、+23.80%、+12.00%、+18.50%的增速明显放缓。7-9 月工业企业库存、营收增速双双提高，工业企业营收与库存增速差值收窄但仍较大，基建、地产尚存在牵制。**我们认为，前期化工库存周期由被动去库存进入主动补库存的趋势仍在，后市“被动去库存-主动补库存”的趋势将逐渐明朗，行业景气度将继续向上。**

图5：目前工业企业产成品库存已明显回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图6：后市将有望从“被动去库存”进入“主动补库存”



数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 海外需求终将重走中国复苏之路，国内外需求复苏将带动化工行业全面高景气

2.1、 以史为鉴，我们认为当前海外疫情发展情况类似于 2020 年 2 月份的中国

2020 年 2 月，我国采取严密防控疫情措施，最终有效的控制疫情扩散，经济相应的快速复苏，如今部分海外国家采取“封国”等举措来控制疫情的进一步恶化。

当前全球新冠疫情仍较为严重，根据中国疾病预防控制中心数据，截至 2020 年 11 月 19 日，全球确诊新冠肺炎患者 5,532.69 万人，死亡 133.37 万人。2020 年 11 月，欧洲疫情二次反复，多国封城、加强防疫措施。根据腾讯网报道，10 月 28 日，因疫情加剧，法国总统宣布全境禁足，并再次封国。德国几乎在同一时间也宣布，11 月 2 日起全国封城一个月。10 月 30 日，比利时也宣布“封国”。比利时总理德克鲁（Alexander De Croo）宣布，从 11 月 2 日开始至 12 月 13 日止，实施全国性的加强封锁措施，维持宵禁。10 月 31 日晚，英国首相鲍里斯·约翰逊宣布从 11 月 5 日起英国英格兰地区开始实施第二次全面封锁，直至 12 月 2 日结束。**部分国家采取较为严格的“封国”举措，疫情使人们减少出行、消费，海外大部分产品需求受到较大抑制。**

2020 年 2 月，中国大部分地区物流受阻，如今部分海外国家物流亦不通畅。根据隆众资讯，目前部分国家、地区受疫情影响清关效率降低，港口压港严重，集装箱往返周期拉长。从海外自中国的进口货物减少，导致国外到中国的集装箱减少，配货成本增加。受疫情影响，部分国家、地区对到港的集装箱集中消毒及适度隔离也加剧了箱子的短缺。海外运输受阻，海运价格大幅上涨。根据隆众资讯数据，2020 年 8-9 月份，中国到巴基斯坦卡拉奇港的小柜报价在 700-800 美金/柜，11 月中旬报价大幅上涨至 3,600 美金/柜左右。9 月下旬中国到孟加拉大柜报价 1,100-1,250 美金/柜，11 月中旬报价升至 2,600 美金/柜左右；到巴西的大柜每周涨 300 美元/柜，近期报价至 5,100 美金/柜左右；出口欧美的运费也从 2,000 美金/柜涨至 5,000-6,000 美金/柜。

2.2、 以史为鉴，我们认为海外需求将重走中国复苏之路

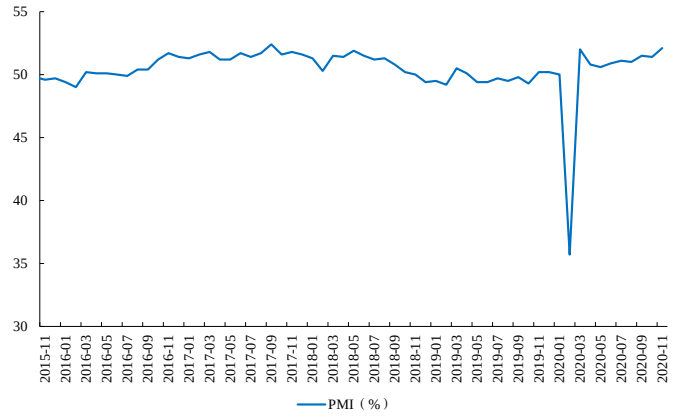
2020 年 3 月以来，中国经济不断复苏，如今海外需求亦有所复苏。2020 年 1 月底，新冠疫情在国内不断蔓延，各种经济活动陷入短暂停滞，生产和需求受到了较大抑制。2020 年 2 月，PMI、社会消费品零售总额等宏观数据达历史低位，化工品库存高位，部分化工品生产行业开工率降低。3 月份以来，国内疫情逐渐受控，生产、运输物流等逐渐恢复，经济逐渐复苏。根据国家统计局数据，2020 年 3 月以来，国内生产秩序不断恢复，物流运输情况逐步好转，国内 PMI 连续 9 个月位于荣枯线以上。与此同时国内社零总额也不断恢复，2020 年 10 月，我国社零总额为 38,576.5 亿元，已接近 2019 年同期水平，经济持续复苏。

2020 年 4 月以来，欧美经济亦有所复苏。2020 年 4 月，新冠疫情在海外主要国家蔓延，彼时美国和欧元区经济遭受重创，PMI 数据和零售销售额等宏观经济达历史低位。随后美国和欧元区主要国家出台大规模经济刺激方案，同时随着海外疫情日渐常态化，海外经济开始有所复苏。根据 Wind 数据，2020 年 4 月以来，美国和欧元区 PMI 数据自低位反弹。2020 年 7 月-11 月，美国 PMI 数据已连续 5 个月处于荣枯线之上。同时，自 2020 年 4 月以来，而美国和欧元区零售销售数据有所好转。**整体来看，欧美宏观数据好转，经济逐渐呈现复苏趋势。**

新冠疫苗研发不断取得新进展，疫情终将过去。据美国 ABC 新闻报道，当地时间 11 月 18 日，辉瑞公司（Pfizer）及其合作伙伴生物科技公司（BioNTech）宣布，经过大规模三期试验的最终分析，其新冠病毒疫苗有效性超过 95%，已达到关键的安全性里程碑；11 月 20 日辉瑞公司在其官网宣布，公司与合作伙伴 BioNTech 已正式向美国食品药品管理局（FDA）提交了新冠疫苗的紧急使用授权申请。未来随着疫苗研发成功上市，新冠疫情终将成为过去。一旦海外疫情进入常态化阶段，或者疫苗上市疫情受到良好控制，**我们预计未来海外需求将大幅复苏，重走中国复苏之**

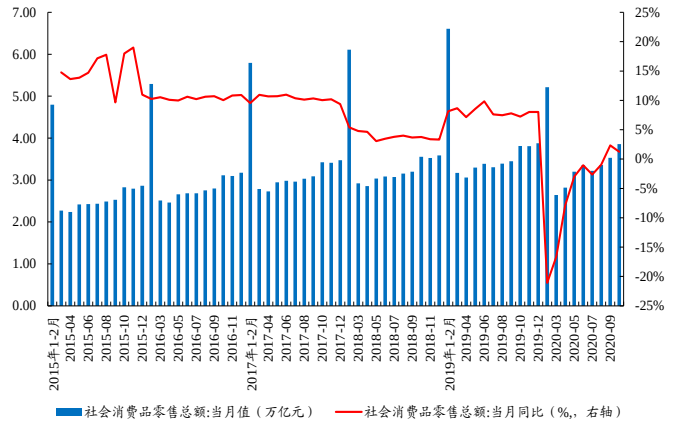
路。

图7：2020 年 3 月后，中国 PMI 持续高于荣枯线



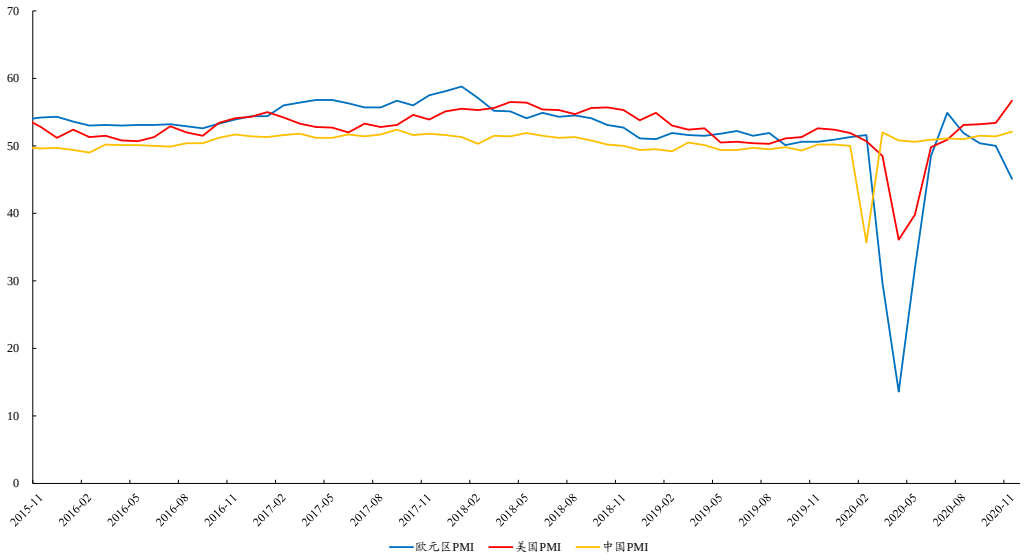
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图8：2020 年 3 月以来，中国社零总额环比持续上升



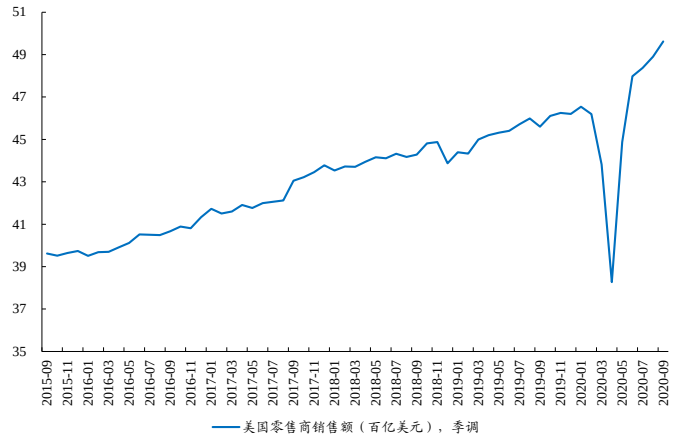
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图9：2020 年 4 月以来，美国和欧元区 PMI 数据有所反弹



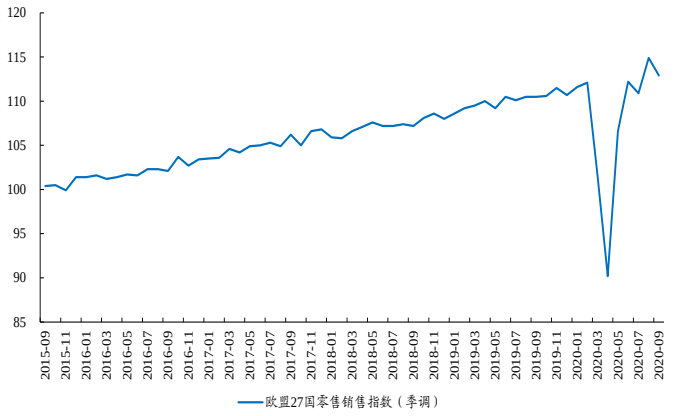
数据来源：Wind、开源证券研究所

图10：2020 年 4 月以来，美国零售商销售额上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：2020 年 4 月以来，欧盟 27 国零售销售指数上升

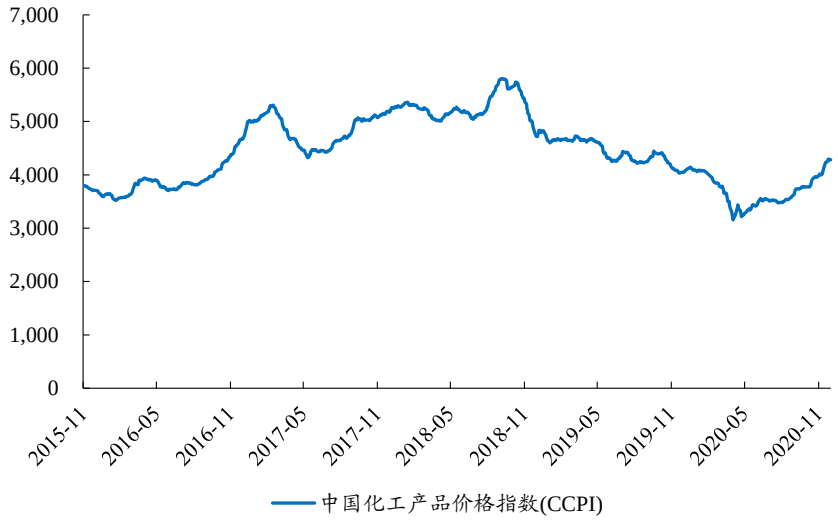


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3、 2021 年的需求边际改善主要来自于海外，布局全球化化工子行业

国内外需求复苏共振，叠加“金九银十”缔造化工行业“高景气”行情。2020 年 8 月，国内疫情已得到良好控制，化工企业持续稳定生产。在强劲的国内需求及海外需求复苏的同步拉动下，多数化工品库存开始逐渐下降，价格不断上涨。2020 年 9 月开始，部分化工品进入其传统的“金九银十”旺季，其需求进一步边际改善，库存不足或高位大幅下降，价格大幅上涨，以下子行业表现尤为明显：**粘胶短纤、氨纶、聚酯等化纤产业链、环氧丙烷-聚醚产业链、PVC 行业和有机硅行业。**在当下海外需求受疫情影响，仅仅是初步复苏的情况下，已经大幅带动以上化工子行业“高景气”行情。随着未来海外需求复苏叠加国内需求边际改善，我们预计需求的力量将带动化工子行业进一步“全面高景气”，**我们建议加紧布局粘胶短纤、氨纶、聚酯等化纤产业链、醋酸、MDI 等子行业，买入复苏。**

图12：目前 CCPI 已反弹至 4,200 点

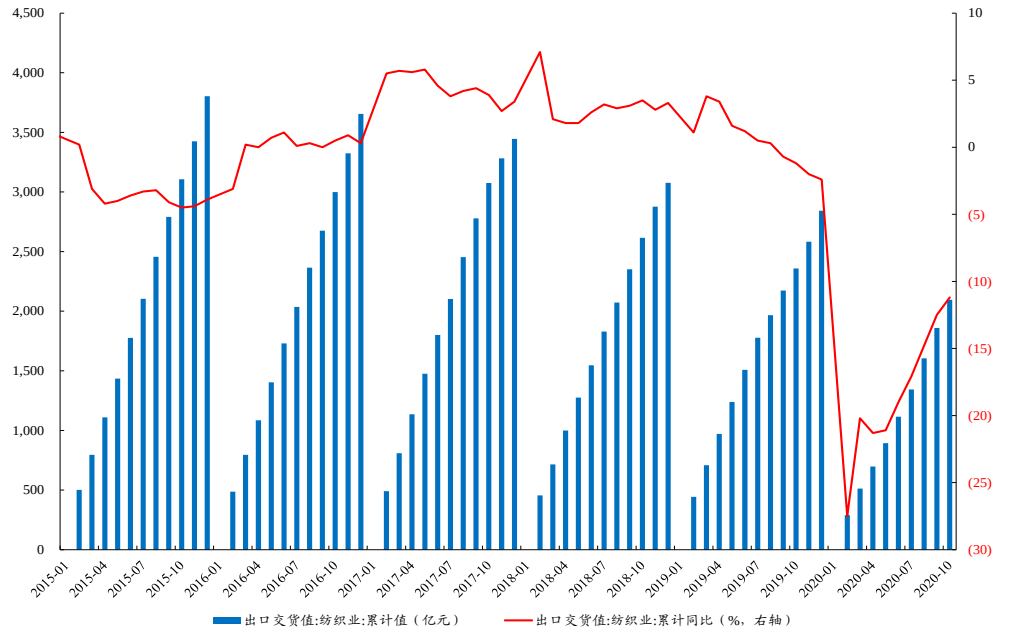


数据来源：Wind、开源证券研究所

中国纺织业已成为全球体量最大、最完备的产业体系。近年来，国内纺织市场份额日渐饱满、人工成本不断上升，国内纺织企业盈利水平有所承压。叠加近年来供给侧改革、环保趋严影响，部分落后纺织产能出清。而东南亚在经历了较长时间动荡时期后，东南亚各国形成了和平发展共识，对外开放力度加大，人工成本较低。目前全球纺织产业有向印度、越南、柬埔寨等国家转移的趋势。我国亦有部分纺织企业出走，布局东南亚基地。受此影响，根据国家统计局数据，自 2015 年以来国内纺织业出口交货值逐年下降。2020 年 2 月以来，受全球发生新冠疫情影响，纺织业出口交货值更是同比大幅下降。**但纺织工业仍是中国为数不多的具有从原料供应、设计研发，到纺织染加工、三大终端制造、运营零售的全产业链闭环生产的行业，已成为全球体量最大、最完备的产业体系。**

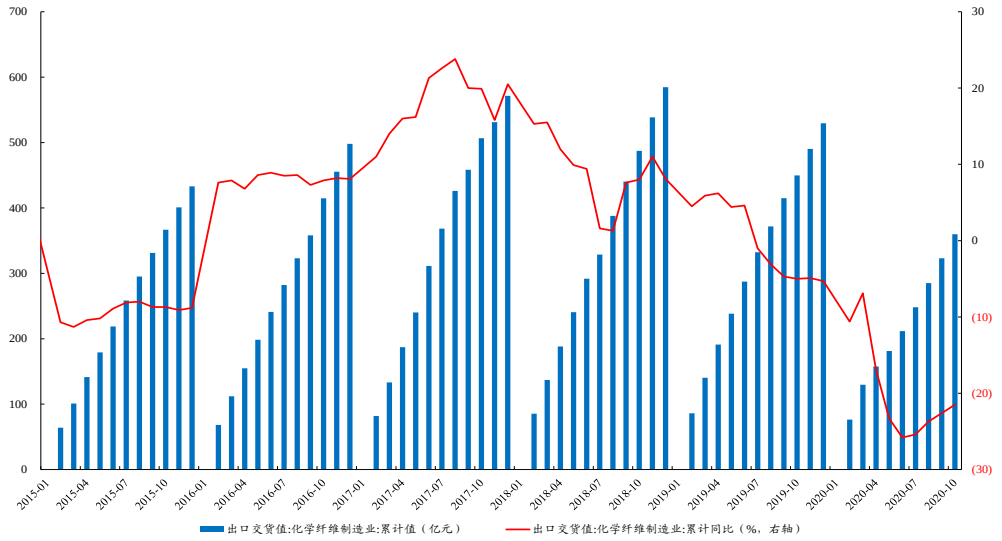
中国化纤供应全球，我们预计 2021 年中国化纤将迎来全新的发展机遇。根据全球纺织网数据，2018 年中国纤维加工量达 5,460 万吨，占全球纤维加工总量的 51.3%；根据中国化纤工业协会数据，2019 年中国化学纤维产量 5,827 万吨，同比增长 16.28%。我国化纤产业链在全球纺织价值产业链中的影响力持续增强。随着国内疫情受控良好，经济逐渐复苏，自 2020 年 5 月以来，纺织业出口交货值同比降幅不断缩窄。**10 月份以来，海外需求有所复苏。**全球纺织业加紧生产秋冬纺织品，但彼时受印度新冠疫情影响，无法承接大量海外纺织订单。在中国纺服行业正经历“最困难的一年”时，部分印度纺织订单开始流向具有强大产能、纺织产业链完整的中国，上游的棉花、化纤等价格持续上涨，足**以证明中国纺织产业链仍为全球最大、最完备的产业体系。**

图13：2020 年 5 月以来，纺织出口交货值同比降幅缩窄



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

图14：2020 年 5 月以来，化学纤维制造业出口交货值同比降幅缩窄



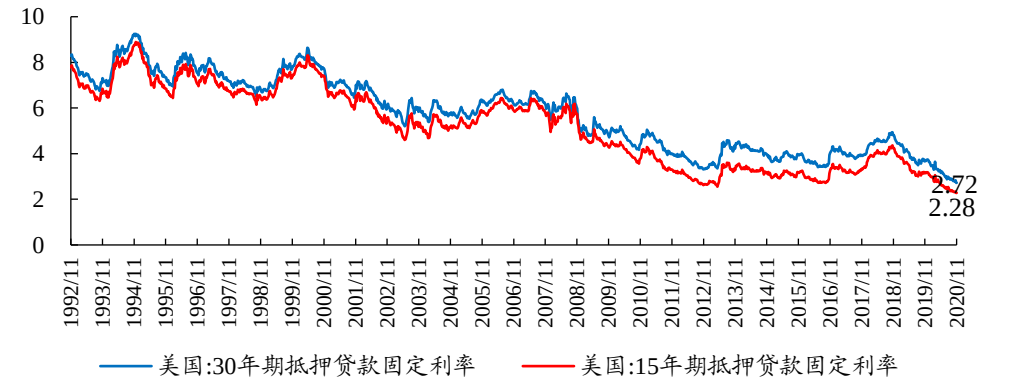
数据来源：国家统计局、开源证券研究所

美国房地产持续升温，我国纺织纱线及制品出口金额和服装及衣着附件出口金额持续复苏，看好 2021 年化纤行业迎来景气上行。虽然受到新冠疫情的冲击，美国经济发展速度放缓，但近半年以来美国房地产市场再度迎来强势崛起，新房和二手房销售额快速增长。2020 年初新冠疫情发生初期，美国新房和二手房销售急剧下降，并分别在 4 月和 5 月触底，5 月、6 月迎来强势反弹。根据美国商务部数据，7 月至 10 月美国新建住宅销售同比增速分别为 48.1%、41.8%、38.0%、41.5%，根据全美地产经纪商协会数据，7 月至 10 月美国二手房销售同比增速分别为 8.7%、10.1%、21.4%、26.6%。美国房地产市场异常火爆，主要是因为按揭贷款利率下降对住房销售起到刺激作用。美国抵押贷款固定利率持续下降，根据 Wind 数据，当前 15 年期、30 年期抵押贷款固定利率分别为 2.28%、2.72%，已经触及历史最低水平。**美国房地产高景气度将有效拉动家纺需求，进一步刺激上游原材料涤纶长丝、粘胶短纤和氨纶等化纤原料需求复苏。**从我国出口端来看，受益于海外防疫物资需求旺盛，3 月起我国纺织纱线、织物及制品出口金额持续增长。随着全球疫情逐步缓解，防疫物资需求下降，10 月最新数据显示，纺织纱线及制品出口增速较前期有所放缓。全球经济生产活动逐步恢复正常，人们的消费诉求从必需品转向可选消费，全球主要市场对服装的购买需求开始回升，服装及衣着附件出口金额自 5 月触底后，6 月起迎来修复，根据海关总署数据，截至 10 月累计同比下滑幅度明显缩窄至-8.6%。**我们预计，未来全球服装消费迎来回暖将明显带动化纤需求向上。**

海外复苏预期升温，叠加 RCEP 正式签署，我们看好 2021 年海外疫情缓解将带动涤纶长丝行业迎来全面复苏。目前疫苗的顺利推进将有利于海外疫情得以有效控制，欧美等地区经济复苏预期持续升温，纺服产业链将充分受益。此外，据腾讯新闻报道，2020 年 11 月 15 日，第四次区域全面经济伙伴关系协定领导人会议在线上举行，正式签署区域全面经济伙伴关系协定（RCEP），至此全球最大自贸区正式诞生，同时也翻开了东亚区域经济一体化新的一页。RCEP 包括东盟十国，以及澳大利亚、中国、日本、新西兰和韩国，以上 15 国之间采用双边两两出价的方式对货物贸易自由化作出安排，协定生效后区域内 90%以上的货物贸易将最终实现零关税，**可以预见取消关税和非关税壁垒效应的叠加将逐步释放 RCEP 的贸易创造效应，显**

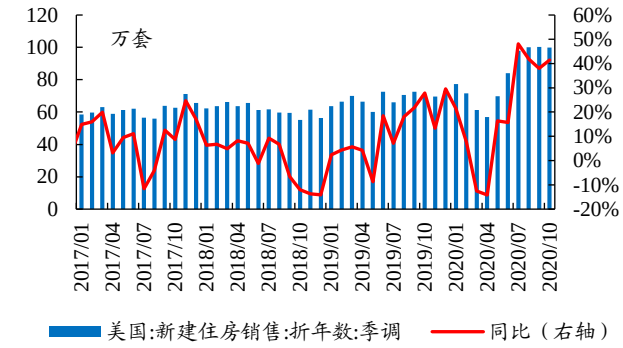
著降低区域内贸易成本和产品价格，未来将进一步提升我国纺服、家具、玩具等行业的出口竞争力，中长期将有效提振我国纺服产业链的竞争力。

图15：美国 15 年期和 30 年期抵押贷款固定利率已触及历史最低水平



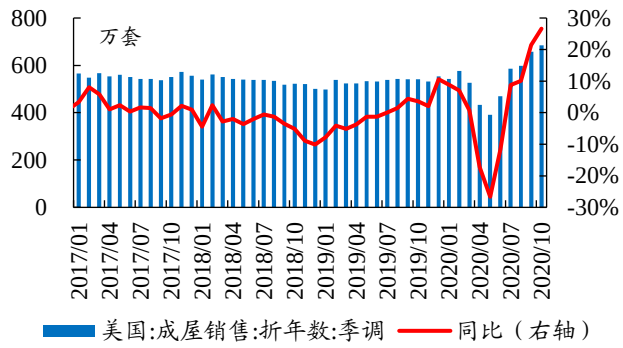
数据来源：Wind、开源证券研究所

图16：5 月以来美国新建房屋销售较快增长



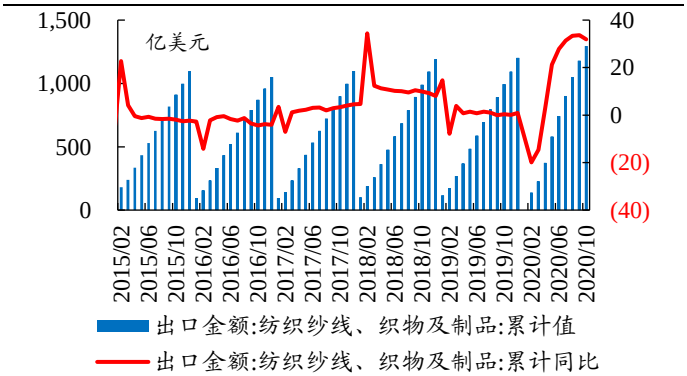
数据来源：美国商务部、开源证券研究所

图17：6 月起美国成屋销售呈现强势 V 型复苏



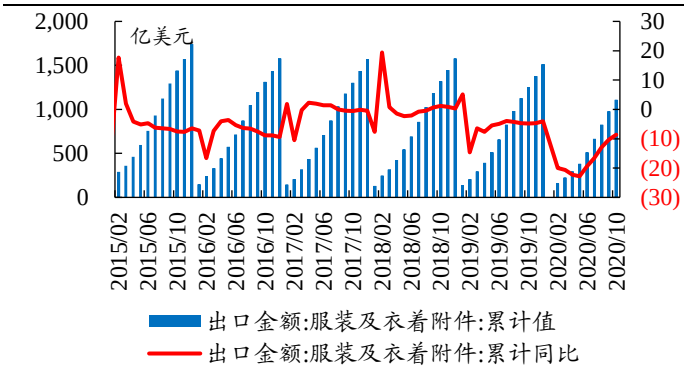
数据来源：全美地产经纪商协会、开源证券研究所

图18：纺织纱线、织物及制品出口额累计同比持续增长



数据来源：海关总署、开源证券研究所

图19：服装及衣着附件出口金额自 6 月开始修复

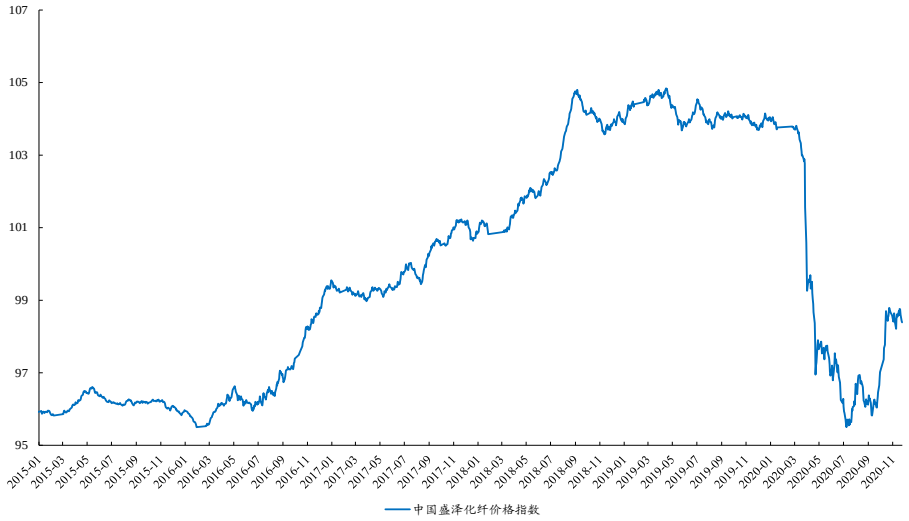


数据来源：海关总署、开源证券研究所

我们看好海外需求复苏继续带动化纤行业景气上行。仅仅是 2020 年 5 月以来刚刚复苏的海外需求，已经让化纤价格持续上涨，库存高位回落。未来随着海外需求全面复苏，我们预计全球的纺织服装订单将大幅增加，而中国化纤产能目前已占据世界化纤产能半壁江山，**有且仅有中国有能力承接全球全面复苏的化纤需求，我们**

认为 2021 年化纤行情将继续景气上行。我们继续建议关注粘胶短纤、氨纶和聚酯产业链。

图20：2020 年 9 月以来，化纤价格持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.1、 粘胶短纤：盈利水平仅是初步修复，我们预计粘胶短纤真正的景气行情即将到来

2018 年以来粘胶短纤价格持续下跌，包括行业龙头在内的粘胶短纤企业亏损两年。自 2018 年年中以来，受到中美贸易摩擦、下游纺织业出口略有下滑以及粘胶短纤行业产能快速投放等因素影响，粘胶短纤的价格出现较大幅度的持续下跌。2018 年全年粘胶短纤价格中枢显著低于 2017 年，市场低迷情绪持续蔓延至今。叠加占据主要原材料成本的溶解浆、烧碱价格持续下跌影响，据卓创资讯数据显示，粘胶短纤价格从 2018 年 6 月底的 14,868 元/吨降至 2019 年底的 9,460 元/吨，跌幅达 36.4%。2020 年 Q1，受新冠疫情影响，下游纺织业出口疲软，粘胶短纤价格延续下跌趋势，一度下降至 8,500 元/吨的历史新低。

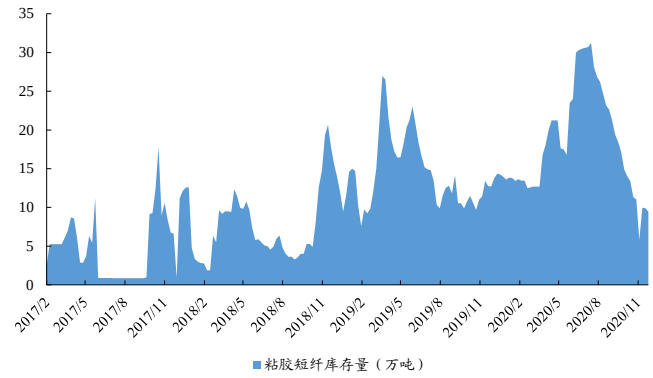
粘胶短纤真正的景气尚未到来，目前仅是盈利的初步修复。2020 年 8 月以来，随着国内需求复苏、厂家去库挺价意愿明显以及印度纺服订单内流，粘胶短纤库存大幅下降。根据百川盈孚数据，2020 年 8 月 1 日，粘胶短纤行业库存为 26.84 万吨，创历史新高。截至 11 月 7 日，粘胶短纤行业库存仅 5.82 万吨，较此前历史高点下降了 78.32%。粘胶短纤价格亦由历史低点的 8,500 元/吨上涨至目前的 10,600 元/吨，涨幅为 24.71%。而当前粘胶短纤行业平均成本为 10,561 元/吨，行业总体仅刚刚实现盈亏平衡。三友化工拥有粘胶短纤产能 78 万吨，为粘胶短纤行业龙头。截至 12 月 1 日，三友化工粘胶短纤含税成交价为 11,000 元/吨，税后价格为 9,735 元/吨。根据我们测算，该价格下公司粘胶短纤吨净利为 885 元/吨。作为粘胶短纤行业龙头，目前公司粘胶短纤产品的净利率仅为 9.09%。**我们认为，粘胶短纤作为一个包括龙头在内已亏损两年的行业，厂家挺价意愿强烈，近期粘胶短纤价格上涨仅为行业初步的盈利修复。**

粘胶短纤价格上涨的障碍已不复存在：1、行业开工率提升空间不大。目前粘胶短纤行业仍有 33 万吨高成本产能长期停滞。根据百川盈孚数据，截至 2020 年 11 月

26 日，粘胶短纤行业开工率为 83.91%，我们预计粘胶短纤行业开工率上升空间已然不大；**2、行业库存历史低位。**截至 11 月 26 日，粘胶短纤行业库存为 9.47 万吨，处于历史较低位置；**3、棉花-粘胶短纤仍然处于历史高位。**根据 Wind 数据，目前棉花-粘胶短纤价差仍维持 4,000 元/吨的历史高位，下游纱线厂使用粘胶短纤替代棉花的动力仍然强劲，我们继续看好粘胶短纤对棉花的替代。

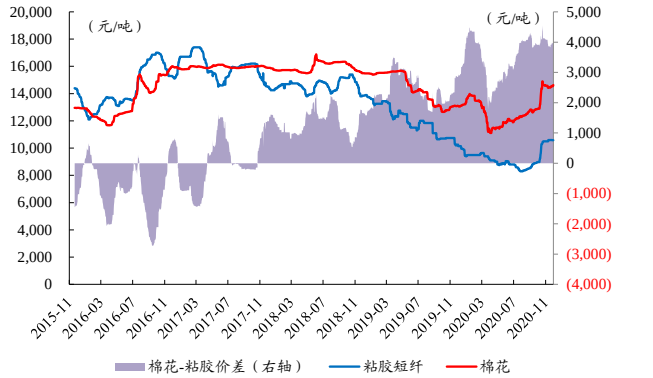
海外需求正在复苏，粘胶短纤景气行情即将到来。目前粘胶短纤库存低位，厂家挺价意愿仍然强烈，棉-粘价差历史高位，粘胶短纤供应端正处弱势。**我们看好海外需求复苏后，粘胶短纤行业景气行情开启。**

图21：粘胶短纤库存已处于历史低位



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图22：棉花-粘胶短纤价差持续高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3.2、 氨纶：供需错配行业基本面迎来拐点，供需错配格局或将持续到 2021 年年中

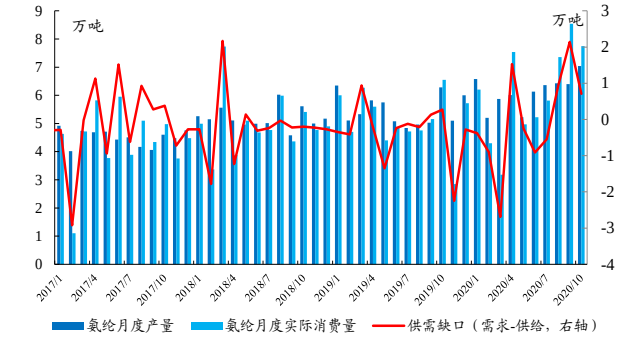
上一轮氨纶行业扩产周期已阶段性结束，行业集中度提升头部企业持续受益。回顾 2020 年全年中国氨纶市场：上半年，受经济放缓、NCP 疫情冲击、产业供需失衡的影响，终端纺服市场遭受冲击，氨纶产品需求不振，价格弱势运行进入近几年最低点。4 月份，作为口罩防护服原料之一，70D/140D 口罩规格氨纶需求略增（2%-3%）；5-6 月份，纺企市场逐渐进入传统淡季，氨纶市场价格继续下滑。整体来看，2020 年上半年氨纶行业开工窄幅震荡，根据百川盈孚数据，氨纶厂家开工维持在 7.5-8.5 成附近，部分厂家开工 5 成偏下；5-6 月是行业传统淡季，场内库存逐渐增加，库存处于高位，5 月份华峰氨纶新项目逐步达产，氨纶价格继续下行。然而，自 9 月起，PTMEG 及纯 MDI 市场价格大幅上调，成本端支撑较强，氨纶市场价格继续上扬。

2013-2019 年，国内氨纶行业集中度（CR4）由 39%提升至 52%，中小企业市场份额持续萎缩甚至面临关停淘汰，同时，由于环保监管力度加大，氨纶落后产能的成本进一步增加，利润空间进一步压缩。氨纶行业整体盈利持续下滑，不具备成本优势的中小企业扩产意愿不强。进入 2020 年 Q4，传统旺季叠加海内外需求回暖，供给端压力较小，氨纶厂家开工率 80%-90%，去库态势显著，部分货源逐步紧俏。在成本压力和货源紧俏的双重利好下，氨纶厂家报盘根据各型号不同上调 1,000-5,000 元/吨不等，下游纺企开工平稳，刚需采购为主，截至 11 月底，浙江地区氨纶 20D 主流报价在 41,000-47,500 元/吨，氨纶 30D 主流报价在 42,000-44,500 元/吨，氨纶 40D 主流报价在 35,000-38,000 元/吨。库存方面，氨纶库存位于两年以来的

历史低位。我们认为，氨纶目前部分货源依旧紧俏，短期内预计氨纶整体市场走势或将稳中上行，价格仍存上行空间。**供需错配，氨纶走货相对较快，双原料成本支撑，库存低位，氨纶价格仍存上行动力。**

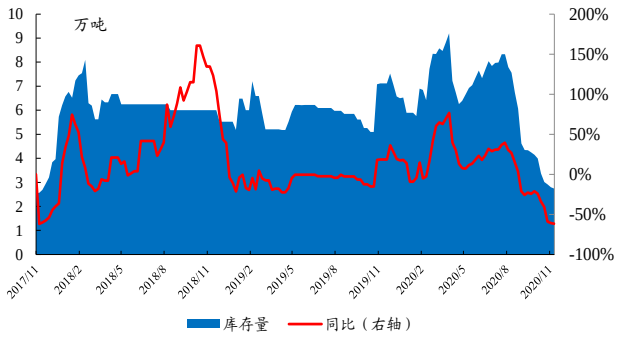
到 2021 年下半年，根据百川盈孚及公司公告，国内或将有华峰氨纶 4 万吨、泰和新材 3+1.5 万吨、宁夏晓星 4 万吨的氨纶新增产能投放，而在此前，**我们看好氨纶阶段性供需错配格局或将持续到 2021 年年中。**此外，近年来氨纶持续提质增量，差别化、功能化产品国内市场需求缺口逐渐缩小。未来，产品开发、技术进步、绿色可持续性发展等是化纤行业不断向前迈进的强有力支撑。我们看好华峰氨纶将凭借深厚积淀、品牌竞争力与成本优势持续享有超额收益。**受益标的：华峰氨纶。**

图23：供需错配，氨纶行业基本面迎来拐点



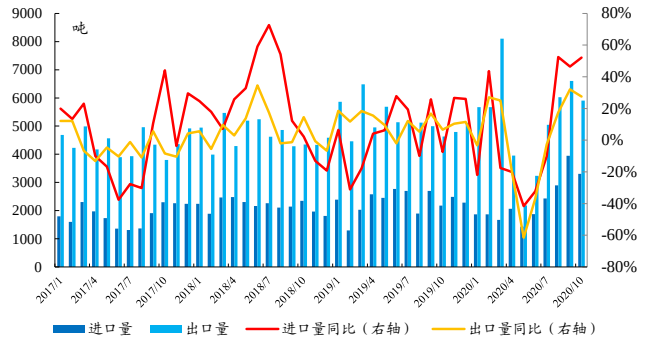
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图24：氨纶库存处于近两年低位



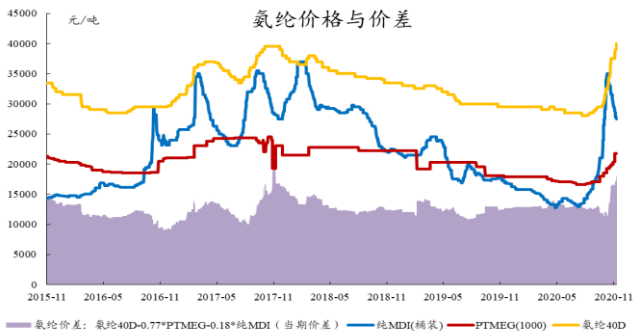
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图25：“金九银十”传统旺季，氨纶进出口量同比大增



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图26：氨纶价格上调，价差有扩大趋势



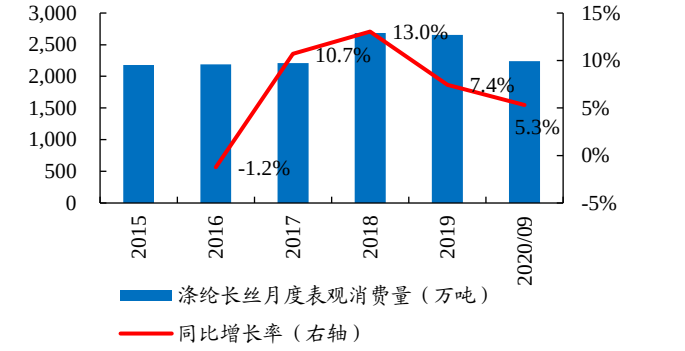
数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

2.3.3、 涤纶长丝/涤纶工业丝：海外复苏预期持续升温，2021 年涤纶长丝具备较强的向上弹性和修复韧性

涤纶长丝行业上接石油化工，下接纺织、服装、房地产、汽车以及其他工业等领域，与宏观经济发展和居民消费水平具有较大相关性。2020 年初，新冠疫情全球蔓延，对涤纶长丝的下游行业，如服装、家纺等领域造成较大冲击。得益于我国疫情防控卓有成效和复工复产快速推动，我国服装鞋帽纺织品零售额自 4 月起陆续恢复，累计同比降幅持续缩窄，根据国家统计局数据，截至 10 月累计同比降幅已缩窄至-10%以内；此外，我国房地产新开工面积和竣工面积在 2 月触及冰点后，同样展现出强势复苏，累计降幅持续缩窄，尤其是新开工面积，根据 Wind 数据，截至 10

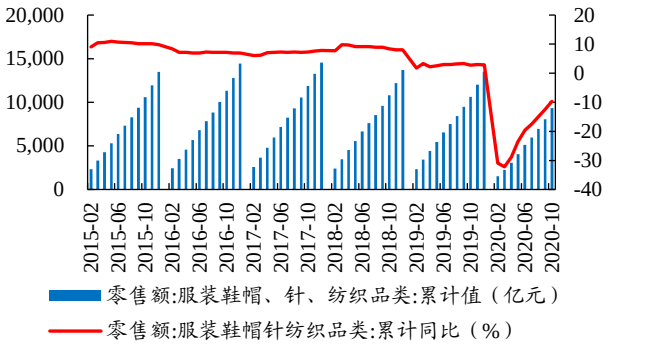
月同比降幅已经缩窄至-2.6%。国内涤纶长丝需求同步复苏，在面临疫情冲击和需求锐减的情况下，**涤纶长丝展现出较强的修复韧性，据卓创资讯统计，截至 2020 年 9 月，涤纶长丝表观消费量依旧实现同比增长 5.3%。**“十一”长假后，伴随海外订单转移和秋冬订单下达，“银十”行情如期而至，进一步加速涤纶长丝需求修复，我们预计 2020 年全年涤纶长丝需求增速将达 6%以上。

图27：截至 9 月涤纶长丝表观消费量增速为 5.3%



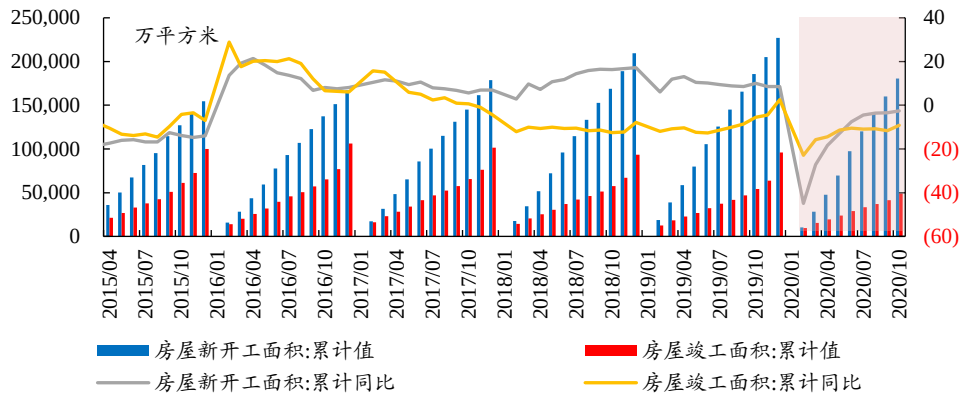
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图28：国内服装鞋帽针纺织品零售额持续修复



数据来源：国家统计局、开源证券研究所

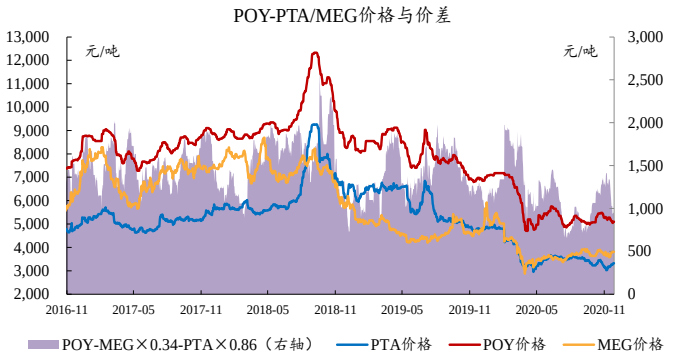
图29：我国房地产竣工和新开工面积仍处于景气上行阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

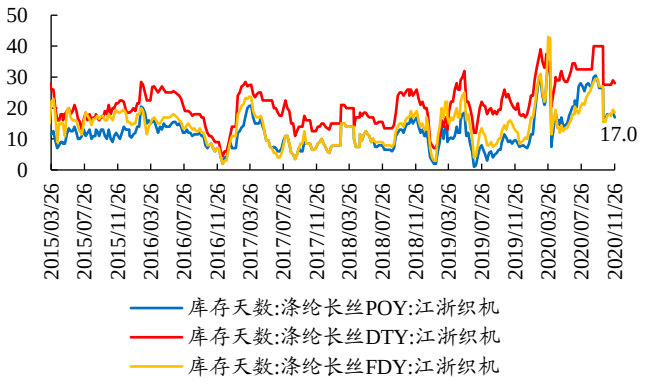
据百川盈孚数据，截至 11 月 27 日，涤纶长丝 POY 价格为 5,100 元/吨，价差为 949 元/吨。近期，逐渐步入淡季，价差再度缩窄，但是受益于前期“银十”行情和秋冬订单陆续下达，目前涤纶长丝库存水平相对稳定，POY 库存稳定在 17 天左右。据 Wind 数据统计，截至 11 月 25 日，下游江浙地区织机开工率为 87.75%，高于往年平均水平。2020 年，在涤纶长丝下游需求遭遇较大冲击的情况下，涤纶长丝的需求增速依然有望达 6%以上，展现出较强的修复韧性和向上弹性。我们继续坚定看好涤纶长丝需求在 2021 年将持续改善，海外需求复苏、美国房地产行情火爆、RCEP 等三重因素将共同带动涤纶长丝需求向上。**受益标的：恒力石化、荣盛石化、新凤鸣。**

图30：截至 11 月 27 日 POY 价差为 949 元/吨



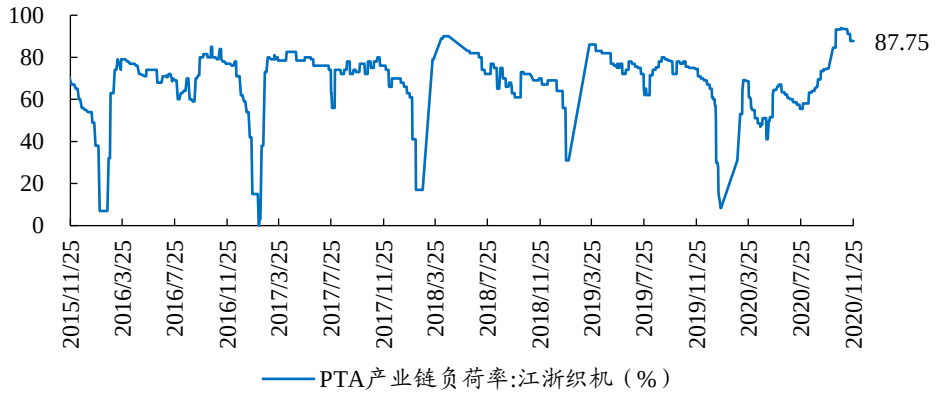
数据来源：百川盈孚、Wind、开源证券研究所

图31：截至目前涤纶长丝库存天数稳定在 17 天左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

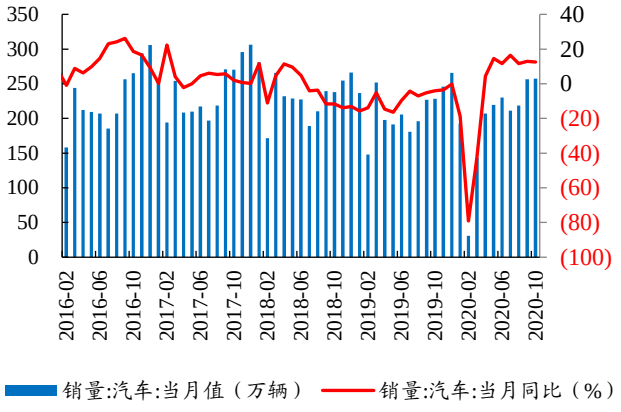
图32：截至目前下游江浙织机开工率高于往年水平



数据来源：Wind、开源证券研究所

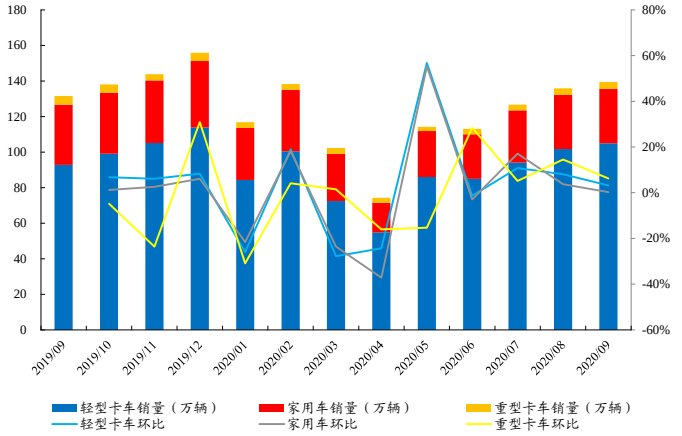
全球汽车行业回暖，涤纶工业丝将迎底部反转。2020 年初，受新冠疫情影响，全球汽车产业链遭受重创，随复工复产持续推动，全球汽车产业链自 4 月起逐步重启。我国汽车行业带领全球汽车产业链强势复苏，我国汽车销量自 4 月起便实现同比增长，根据中国汽车工业协会，5 月-10 月均保持 10%以上的同比增速，复苏势头较为强劲。美国乘用车、轻卡、重卡销量于 7 月开始实现稳定正增长，据 Statista 最新数据显示，9 月美国乘用车、轻卡、重卡分别同比增长 0.23%、3.19%、6.26%。车用工业丝主要应用于安全气囊、安全带、轮胎帘子布等汽车零部件，**2021 年我们看好全球汽车产业链复苏将带动车用丝行业同步修复，当前至暗时刻已过，车用工业丝或将迎来底部反转。受益标的：海利得。**

图33：国内汽车销量自 4 月起已实现同比增长



数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

图34：美国汽车销量自 4 月起持续修复

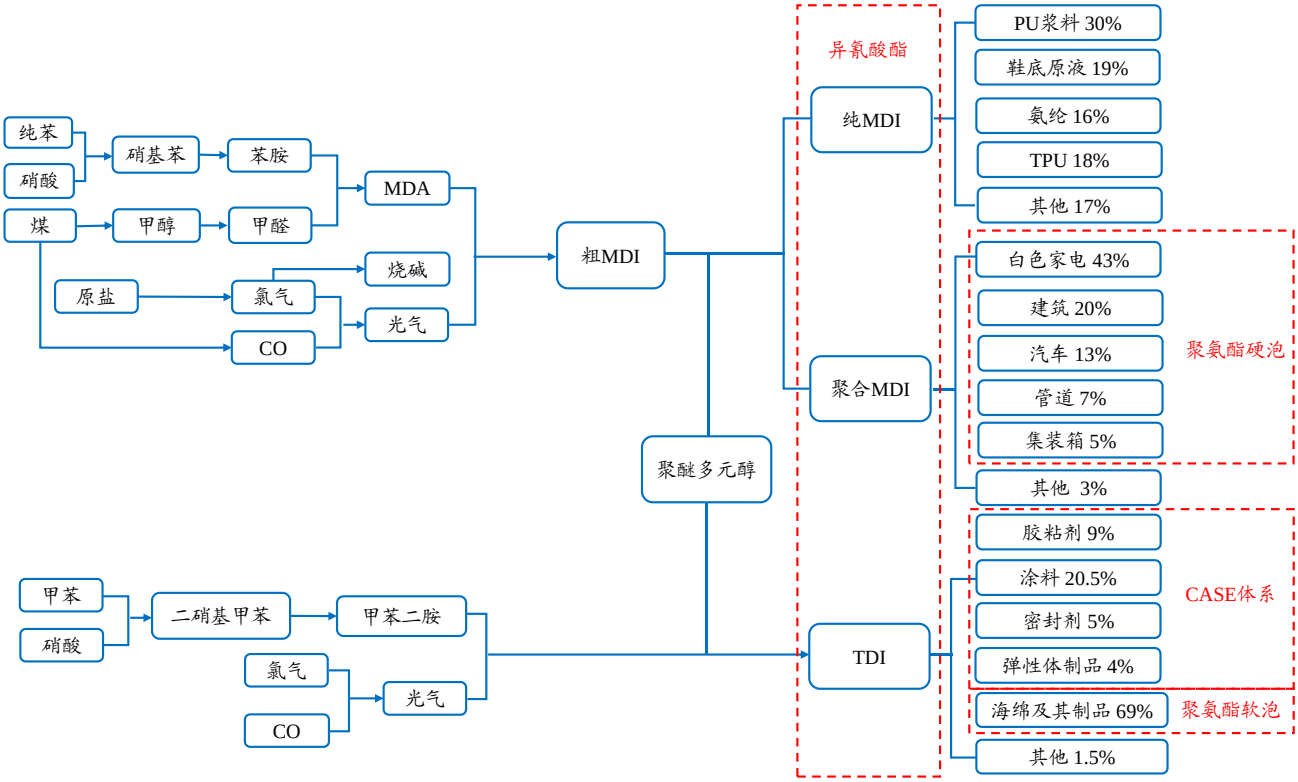


数据来源：Statista、开源证券研究所

2.3.4、 MDI：下游需求为 MDI 提供强有力支撑，2021 年 MDI 行业格局持续向好

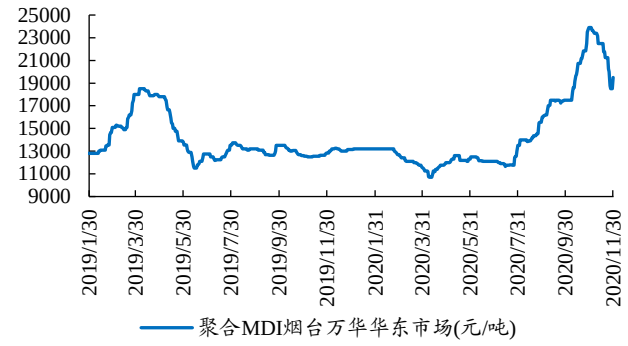
MDI 主要用于合成聚氨酯材料，而聚氨酯材料的产品形态较为多样，可以泡沫、弹性体、涂料、胶粘剂、合成革等多种产品形式，广泛地应用于家电、交通运输、建筑、纺织服装领域。**因此，MDI 的需求与家电、建筑、汽车、纺服等高度相关。**2020 年初，新冠疫情全球蔓延，MDI 行业同样受到较大冲击，根据百川盈孚数据，价格自 2 月起持续低迷，于 4 月中触及 10,200 元/吨的低位，同时我国 MDI 行业开工率也急剧下滑，2 月末开工率仅为 38.23%。此后，随我国疫情防控得当，MDI 供给端和需求端均得以快速修复，行业开工率快速拉升，截至 11 月 30 日，据百川盈孚统计，我国 MDI 行业开工率为 90.18%，保持在高开工水平。

图35：MDI 广泛应用于家电、建筑、汽车、服装鞋帽等下游领域



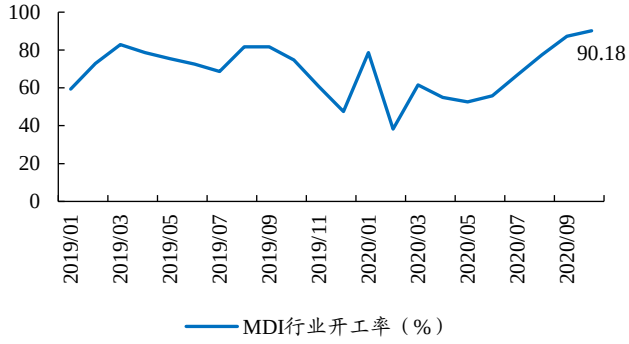
资料来源：公司公告、百川盈孚、卓创资讯、开源证券研究所

图36：聚合 MDI 价格自 4 月触底以来迎来强势反弹



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

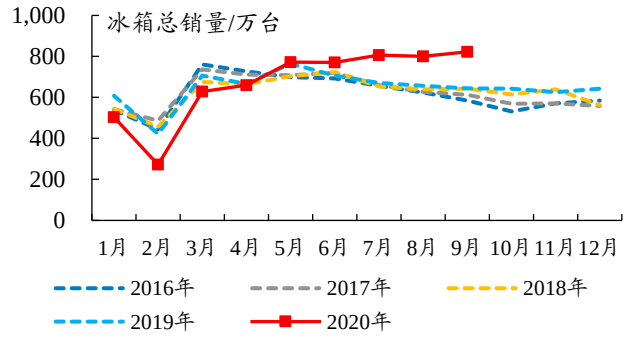
图37：MDI 开工率于 2 月末触底后反弹并维持高开工率



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

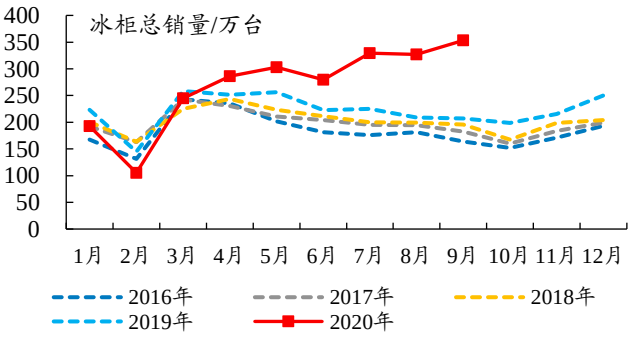
冰箱冷柜销量和出口量保持强劲为 MDI 下游需求提供强有力支撑。据产业信息数据，2020 年 2 月，我国冰箱和冰柜销量分别为 271.9 万台、105.3 万台，分别同比下降 35.6%、27.3%。进入 3 月以来冰箱和冰柜销量呈现强势的 V 形反转，4 月冰箱销量提升至 659.1 万台，基本恢复至 2019 年同期水平；4 月冰柜销量大幅反弹至 286.4 万吨，实现了同比增长 14%。**根据产业在线 9 月最新数据，9 月我国冰箱销量达 822.6 万台，同比增长 27.9%；冰柜销量达 353.2 万台，同比大增 70.6%。**出口方面，1 月~2 月冰箱和冰柜出口量均呈现负增长，2 月单月冰箱和冰柜出口量分别同比下降 17.6%和 27.1%。3 月起冰箱和冰柜出口量强势反弹，**根据产业在线 9 月最新数据，9 月我国冰箱出口量为 436.80 万台，同比增长 57.1%；冰柜出口量为 247.30 万台，同比大幅增长 93.7%**。冰箱和冰柜销量和出口量快速回暖的主要原因以下三点：1）进入 4 月后天气逐渐升温，传统的冰箱冰柜销售旺季是 4 月~9 月，季节因素对冰箱冰柜的销售起到提振作用；2）疫情期间各国居民的生活方式发生了一定转变，养成了疫情宅家、储存食材的生活习惯，带动冰箱冰柜需求大幅增长；3）美国房地产强势复苏，新房和二手房销量持续创新高；国内房地产新开工面积和竣工面积持续修复，地产链复苏对建筑、家电等需求起到良好支撑作用。**在美国房地产保持强劲增长，我国房地产新开工和竣工面积持续修复的情况下，我们继续看好 2021 年 MDI 需求向上。**

图38：2020 年月度冰箱销量持续再创新高



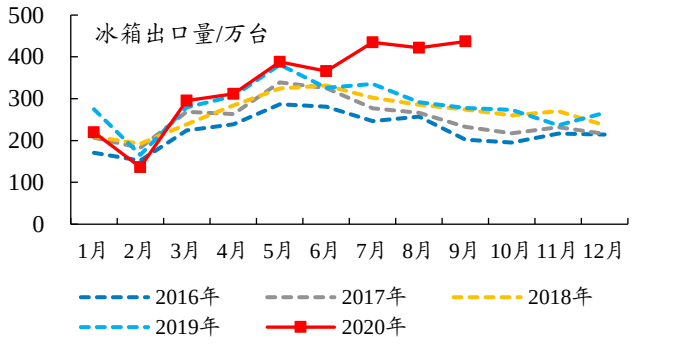
数据来源：产业在线、开源证券研究所

图39：9 月单月冰柜总销量同比大增 70.6%



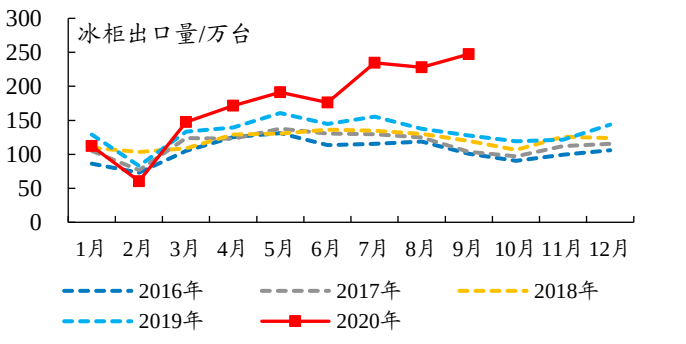
数据来源：产业在线、开源证券研究所

图40：我国冰箱出口量 6 月起强势增长



数据来源：产业在线、开源证券研究所

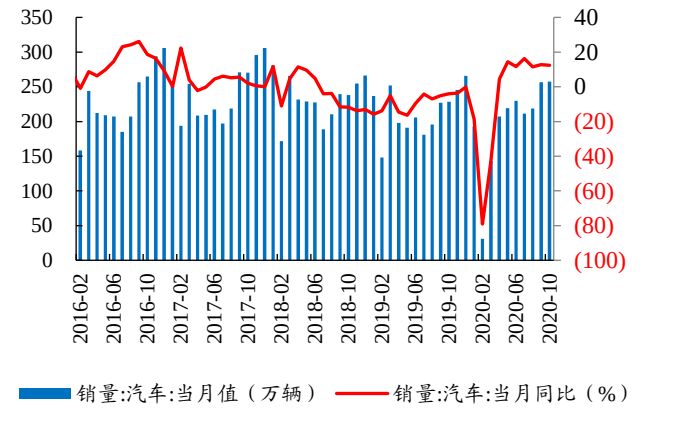
图41：我国冰柜出口量 3 月起大幅增长



数据来源：产业在线、开源证券研究所

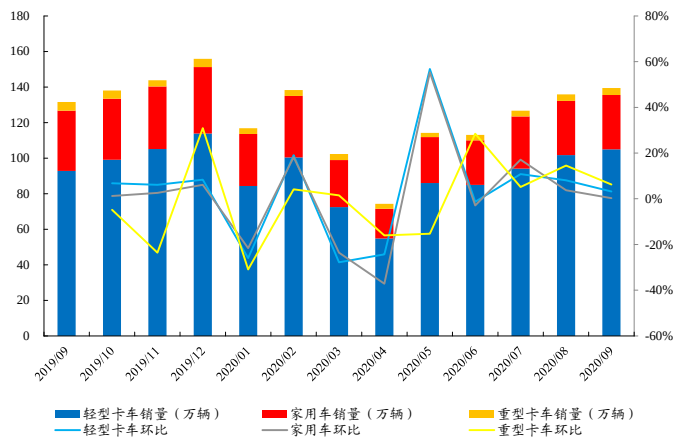
全球汽车行业回暖带动 MDI 需求增长。2020 年初，受新冠疫情影响，全球汽车产业链按下“暂停键”，根据中国汽车工业协会数据，2 月我国汽车单月销量同比大幅下降 79.10%。由于海外疫情发生时间晚于国内时间，4 月起美国乘用车、轻卡、重卡销量受到疫情的影响较为明显，根据 Statista 数据，分别同比下降 37.15%、24.33%、16.04%。此后随复工复产持续推动，全球汽车产业链逐步重启，我国汽车行业作为全球汽车产业链的重要一环起到“排头兵”的关键作用，带领全球汽车产业链强势复苏。我国汽车销量自 4 月起便实现同比增长，5 月-10 月均保持 10%以上的同比增速，复苏势头较为强劲。美国乘用车、轻卡、重卡销量于 7 月开始实现稳定正增长，据 Statista 最新数据显示，9 月美国乘用车、轻卡、重卡分别同比增长 0.23%、3.19%、6.26%。聚氨酯材料在汽车中应用广泛，可应用于仪表盘、座垫、靠背、头枕、车门、汽车顶棚、密封件等部位。**2021 年，我们继续看好全球汽车产业链持续复苏，MDI 行业将充分受益。**

图42：国内汽车销量自 4 月起已实现同比增长



数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

图43：美国汽车销量自 4 月起持续修复



数据来源：Statista、开源证券研究所

2.3.5、 氟化工：萤石行业中长期前景仍然广阔，静待龙头引领三代制冷剂周期反转

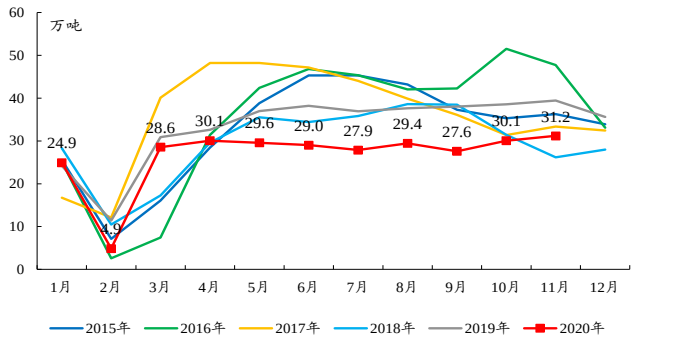
全球萤石资源形成结构性稀缺，根据 USGS 数据，其中我国萤石储量占全球的 13.2%，而产量占比却高达 57.2%。有效储量不足、储采比严重失衡、资源破坏、流失浪费等问题严重，我国萤石资源保障能力实则不足。近年来，行业标准提高、环保督察工作常态化运行，行业整治无放松可能，违规生产、安全隐患突出的萤石矿

企将加速退出，行业有效产能规模将持续收缩并向头部企业集中。

金石资源公司优势来自于萤石资源的稀缺性和自身的成长性，制冷剂开工旺季来临，萤石需求边际好转，中长期萤石需求前景仍然广阔。金石资源公司是全球唯一专注于萤石行业开采和加工的上市公司，是我国萤石行业拥有资源储量（占全国20%）、开采及加工规模最大的企业，其矿业开发模式等在行业内占据较强的优势。公司作为行业龙头充分受益于行业景气上行及自身产品不断放量，并通过收购扩大资源储量，持续保持业绩高速增长：近年来，公司持续在逆势中加速行业整合、保持高速成长，根据公司公告，矿物量和在产矿山由 2014 年的 941 万吨、6 座扩大至 2019 年的 1,300 万吨、8 座，目前共拥有单一型萤石资源储量 1,300 万吨。从氟化工产业链来看，2020 年全年制冷剂企业整体开工负荷不高，部分面临亏损；氟化铝行业减产挺价，氢氟酸行业持续亏损。然而，在氟化工产业链进入景气低谷的阶段，根据公司公告，金石资源公司单季度业绩仍创下历史新高：2020 年 Q3 单季度，公司营收 2.35 亿元（同比+26.65%）、归母净利 7,726.85 万元（同比+40.46%），业绩创下历史单季度新高，我们看好萤石稀缺性及公司成长价值潜力将被不断挖掘和认识。**受益标的：金石资源。**

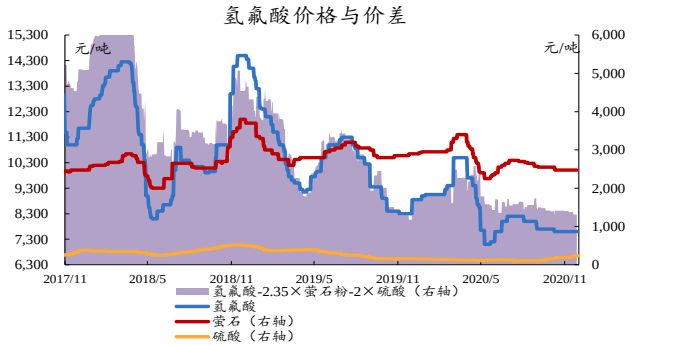
目前萤石企业库存相对较高，进入冬季北方萤石粉企业开工下滑，南方影响不大，部分选厂外购块矿企业利润微薄依旧停车。目前国内萤石企业选厂萤石块矿储备充足，年底将至企业回款积极性存在。在环保趋严、北方冬季萤石矿开工即将下滑、制冷剂传统生产旺季即将来临（12 月到次年 5 月）的背景下，我们预计年底萤石需求将迎来边际好转。**中长期来看，伴随我国有关部门持续释放促进汽车、家电等重点商品消费的政策利好信号，新旧能效的汽车、空调、冰箱加速升级迭代，制冷剂刚性需求终将复苏；同时，新能源、新材料等战略性新兴产业异军突起，含氟新材料将有望成为氟化工业的新支柱。**未来国家层面将继续重视萤石战略资源利用，萤石需求前景仍然广阔。**受益标的：金石资源。**

图44：近年来全国萤石产量呈下滑趋势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图45：近期氢氟酸价格与价差保持平稳

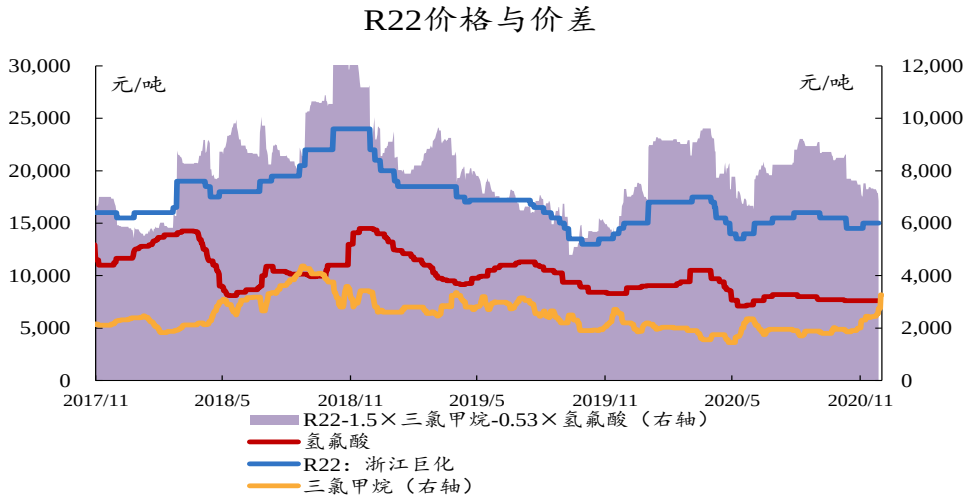


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

二代制冷剂 R22：2020 年用作制冷剂的 R22 将出现供需缺口，随空调售后市场逐步启动，当前厂家持惜售态度。R22 曾主要作为定频空调的冷媒使用，出于环保节能考虑，近年来空调的逐步转型升级，国内大部分空调生产厂家多用新型空调制冷剂、少用 R22，目前 R22 的需求主要集中在维修市场及对外出口，需求较为刚性。近几年来每逢年底，萤石供应有所减少，企业 R22 配额余量基本用尽，厂家接单较少，主要按生产前期低价订单为主，市场上存在断货现象，R22 价格将高位维稳。2017-2018 年间，我国氟化工行业维持高景气，制冷剂产品价格全线上涨，根据百川

盈孚数据，R22 价格最高达 24,000 元/吨。进入 2020 年，在大环境不景气、制冷剂终端需求疲软等利空因素影响下，萤石盘整、氢氟酸价格震荡走低，制冷剂产品全线震荡走弱。在当前时点上，场内供应略显紧张，主供前期订单（已至 12 月）为主，新单较少。R22 剩余配额有限，市场价格坚挺维稳，厂家调涨意愿明显，根据百川盈孚数据，华东市场主流成交价格在 13,500-13,800 元/吨。**受益标的：巨化股份、东岳集团等。**

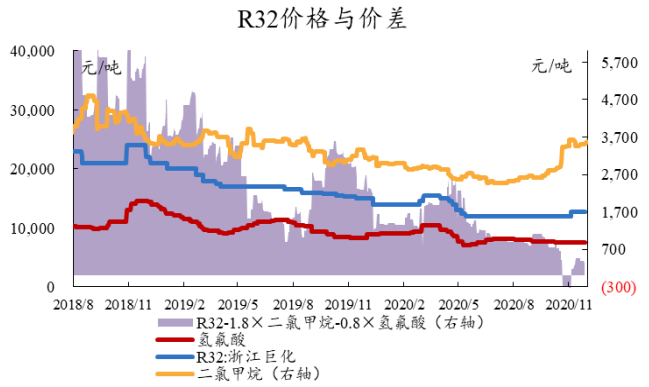
图46：年底 R22 剩余配额有限，市场价格坚挺维稳，厂家调涨意愿明显



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

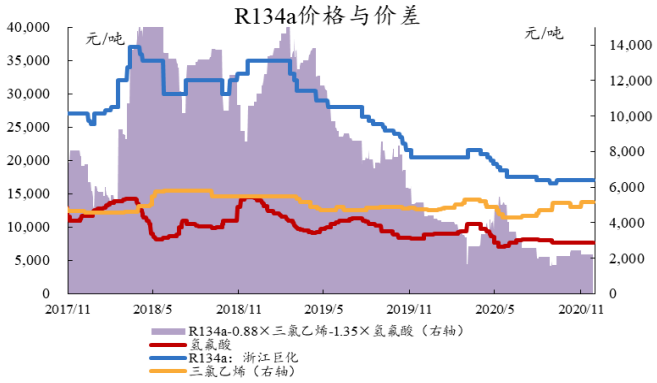
三代制冷剂：供应过剩、价格进入底部区间，产能大幅扩张时期已结束。1）在前期“抢占市场份额、抢占配额”三代剂扩张潮中，企业大幅加码产能而下游终端需求疲软，三代剂产能过剩问题日益凸显。2019 年以来，R125 和 R32 产品价格逐渐回落至底部区间，毛利润处于盈亏平衡位置，在 NCP 疫情催化作用下，目前各厂商微利或亏损运行，成本不具优势的小企业将面临停产淘汰危机；2）新增装置从建设到投产的周期为 1-2 年，前期新建产能实际落地有限。同时，在政策限制和高额投资成本的双重压力下，目前国内市场上暂无尚未动工的新建产能，未来三代剂总产能难有显著增长；3）当前我国制冷剂市场正处于三代对二代制冷剂产品的更替期，第二代制冷剂已走向淘汰末期，三代制冷剂将逐渐迭代成为制冷剂市场主流。在当前时点上，三代制冷剂的产能扩张即将结束，在消耗现有产能结束后，供给端有望迎来显著的边际改善。目前 R32、R134a、R125 三种品种价格及价差均已进入底部区间，而配额管理即将在立法层面落地，我们看好三者长期盈利仍将向上，未来有望复制 R22 的长周期景气行情。在二代制冷剂陆续退出、四代制冷剂普及遥遥无期，而下游需求稳定增长的背景下，我们看好三代制冷剂有望在反转后开启未来高景气的“黄金十年”，龙头巨化股份及三美股份将有望引领周期景气反转。**受益标的：巨化股份、三美股份等。**

图47：三代制冷剂 R32 微利运行



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

图48：三代制冷剂 R134a 价格及价差处于底部区间

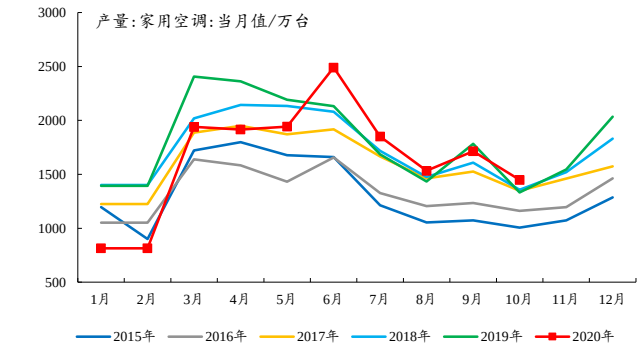


数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

空调内销好转，能效新国标的实施将助力空调升级换代，预计 2021 年空调整体出货量将大幅回暖。2020 年 Q1，我国空调呈现产销双降的态势，但 4 月份下滑幅度已明显收窄。据产业在线数据，2020 年 1-9 月全国空调产量为 15,602.9 万台，同比下降 11.7%。奥维云网(AVC)全渠道推总数据显示，2020 冷年中国空调市场零售额规模为 1,600 亿元，相比 2019 年同比下降 18.2%，行业同比为近十年最差。此外，空调能效新国标《房间空气调节器能效限定值及能效等级》(GB21455-2019)已于 2020 年 7 月 1 日正式实施。新国标将进一步推动空调器朝着高效、变频的方向发展，空调卖场将快速更新一批高效能的空调新品。除了疫情和天气因素外，空调新能效标准发布导致的产品结构调整客观上加剧了空调行业的价格战。从终端需求来看，根据奥维统计，空调线下销量仍有一定下滑，不过自 5 月份以来线上销量基本保持在 20%以上增速，拉动空调全渠道销量在 Q2 实现同比转正，基于线上增长推动，Q3 空调终端销量保持改善趋势，我们预计 2021 年空调整体出货量将大幅回暖。

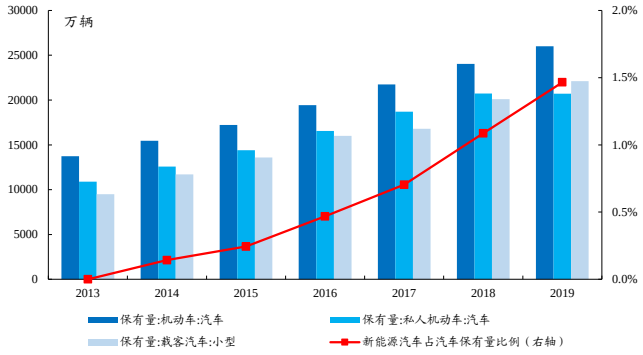
国内汽车产业发展的恢复速度好于预期，汽车保有量将继续稳中有增。2020 年，突如其来的新冠疫情使汽车产业遭受明显冲击，但在企业做好疫情防控工作的基础上加快复工复产，及政府一系列的促进汽车消费政策推动下，行业总体降幅持续收窄，表现好于预期。国产汽车产销降幅继续收窄，商用车呈现逆势增长。据中国汽车工业协会数据显示，2020 年 1-10 月，汽车产销分别完成 1,951.9 万辆和 1,969.9 万辆，同比分别下降 4.6%和 4.7%;乘用车产销分别完成 1,531.6 万辆和 1,549.5 万辆，同比分别下降 10.1%和 9.9%。商用车产销分别完成 420.3 万辆和 420.4 万辆，同比增长 22.5%和 20.9%，主要受货车增长拉动。在我国高效防控、积极应对的背景下，国内汽车产业发展的恢复速度好于预期，市场恢复形势继续向好。**宏观经济活动的复苏带动汽车需求的持续改善，我们看好 R134a 等汽车制冷剂的需求将迎来边际改善。**

图49：我国空调产量较 2019 年下滑显著



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图50：我国汽车保有量稳中有进

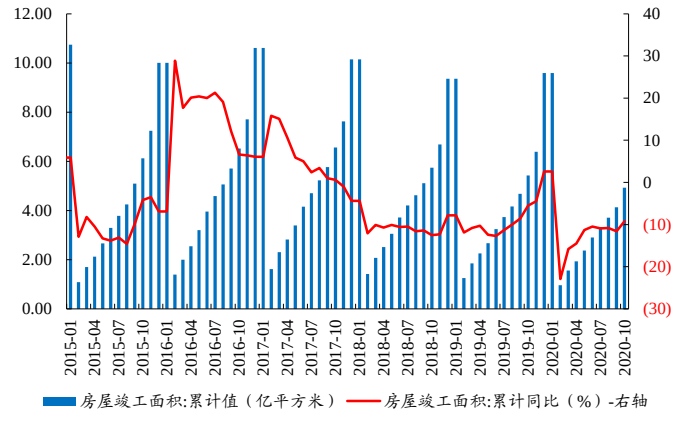


数据来源：中国汽车工业协会、开源证券研究所

2.3.6、 纯碱：下游需求将迎来边际改善，2021 年将维持供给紧平衡

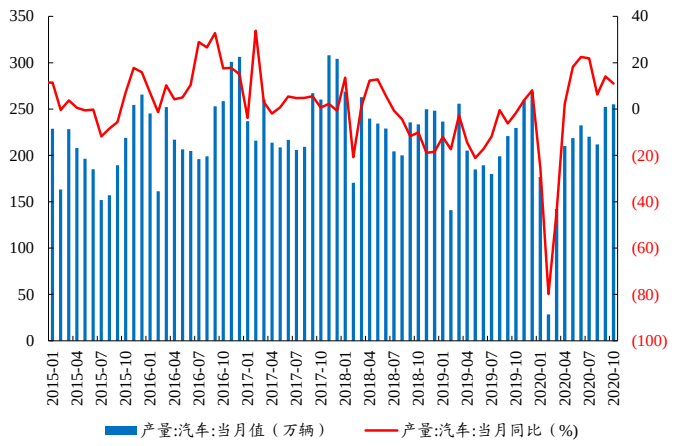
下游房地产和汽车继续景气，2021 年纯碱需求将显著改善。根据国家统计局数据，2020 年 2 月以来，房屋累计竣工面积同比降幅不断缩窄。根据中国汽车工业协会，自 2020 年 2 月以来，汽车当月产量同比降幅不断缩窄。4 月以来，汽车当月产量已连续实现同比正增长。房地产行业和汽车产业景气上行，玻璃需求持续向好。根据 Wind 数据，2020 年 5 月底，全国浮法玻璃生产线共计 384 条；在产浮法玻璃产线为 243 条，较 2019 年底净增加 8 条。**下游需求持续改善，我们坚定看好 2021 年纯碱迎来边际改善。**

图51：2 月以来，房屋累计竣工面积同比降幅收窄



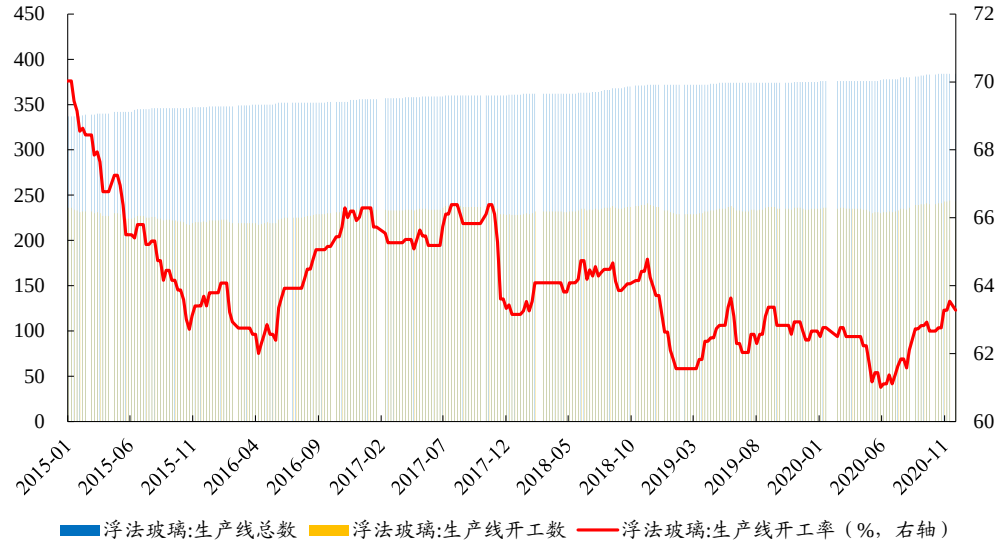
数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：2020 年 4 月以来，汽车当月产量均同比增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

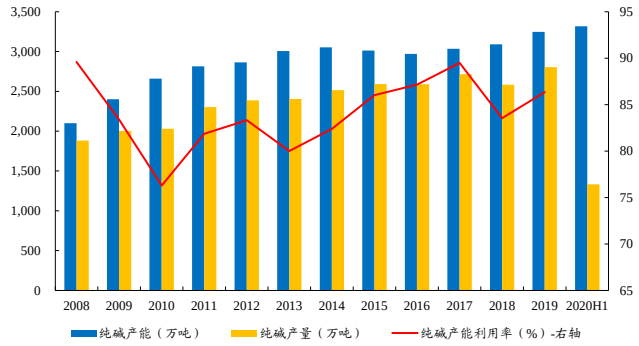
图53：2020 年以来，浮法玻璃生产线开工数共计增加 8 条



数据来源：Wind、开源证券研究所

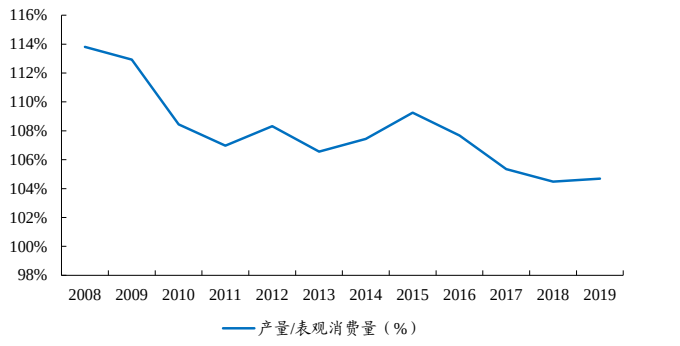
2021 年纯碱行业或将处于供需平衡状态。需求端，2020 年 1-10 月，纯碱表观消费量合计为 2,187 万吨。**根据我们测算，**若 11 月、12 月纯碱的表观消费量保持与 10 月份的 246 万吨一致，则 2020 年全年纯碱表观消费量为 2,679 万吨，同比持平。2019 年纯碱的表观消费量为 2,678 万吨，同比增长 8%。受疫情影响，2020 年上半年纯碱需求受到一定的抑制。如今纯碱及下游生产秩序已全面恢复，国内需求复苏，且 2020 年以来，浮法玻璃生产线开工数已新增 8 条，光伏玻璃产能紧张，**我们预计 2021 年纯碱需求将有较大幅度增长。根据我们测算，**中性假设 2021 年纯碱的表观消费量同比增速为 10%，则对应纯碱需求将增长 268 万吨，即 **2021 年表观消费量为 2,947 万吨。叠加海外需求复苏预期，纯碱出口或将进一步增加，拉动纯碱需求增加。供给端，**根据卓创资讯数据，2020 年纯碱产能为 3,277 万吨，2021 年将仅新增 40 万吨产能，即 2021 年纯碱的产能将为 3,317 万吨。**保守假设 2021 年纯碱行业开工率为 90%，则 2021 年纯碱产量为 2,985 万吨，我们预计 2021 年纯碱行业将处于供需平衡状态。**

图54：产能扩张速度放缓，开工率维持在较高水平



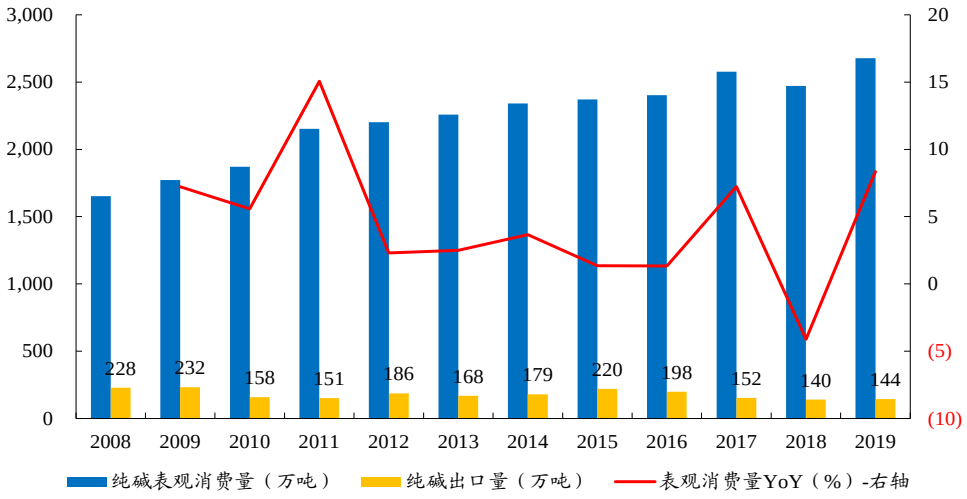
数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图55：2017 年以来，纯碱产量/表观消费量接近 100%



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图56：纯碱表观消费量大致呈现增长趋势



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表1：根据我们测算，2021 年纯碱行业将处于供需平衡状态

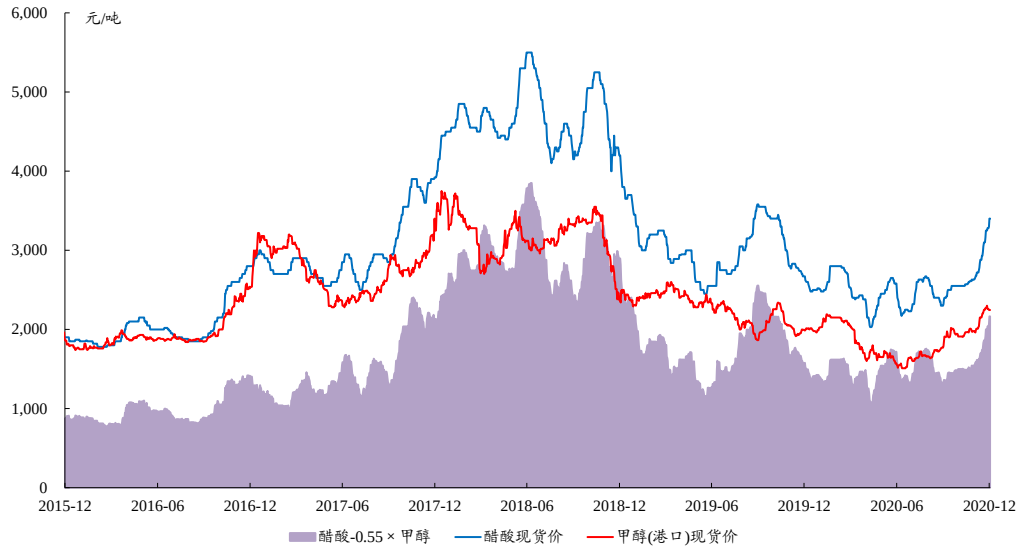
	纯碱表观消费量（万吨）	纯碱产能（万吨）	纯碱产能利用率（%）-右轴	纯碱产量（万吨）
2015	2,372	3,013	86	2,592
2016	2,404	2,970	87	2,588
2017	2,578	3,035	89	2,716
2018	2,472	3,091	84	2,583
2019	2,678	3,247	86	2,804
2020*	2,679	3,277	-	-
2021*	**2,947**	**3,317**	**90**	**2,985**

数据来源：卓创资讯、开源证券研究所 注：2020 年、2021 年表观消费量、产能数据等为测算值

2.3.7、 醋酸：下游 PTA 大幅扩增产能，2021 年醋酸或将供不应求

醋酸价格开启上行通道。2020 年上半年受新冠疫情影响，醋酸价格自 2020 年 2 月份下跌至 4 月低点。尽管 2020 年 5 月份醋酸需求未明显恢复，但彼时较多装置开始检修，醋酸行业开工率较低，供应端利好推动醋酸价格小幅上行。6 月份醋酸需求不振，加之行业开工率有所恢复，醋酸价格再度下行。10 月份为醋酸传统旺季，加之部分下游价格持续上涨，因此下游行业开工有明显提升，需求面表现尚可，工厂出货稳健，库存压力逐步释放，醋酸报盘小幅上行。根据 Wind 数据，截至 2020 年 12 月 2 日，醋酸现货价为 3,400 元/吨，而 2020 年内低点为 2,030 元/吨，累计涨幅已达 67.49%。

图57：2020 年 9 月以来，醋酸价差不断扩大



数据来源：Wind，开源证券研究所

未来 PTA 产能持续扩张，有望大幅提振醋酸需求。根据卓创资讯数据，自 2010 年醋酸的表观消费量呈增长趋势，2019 年醋酸表观消费量为 695.28 万吨，同比增长 7.07%。根据卓创资讯数据，90%以上的 PTA 用于生产 PET（聚对苯二甲酸乙二醇酯）。PTA 的下游需求主要来自涤纶纤维、聚酯瓶片、聚酯切片。其中涤纶长丝对 PTA 的消费需求最多，占 PTA 总需求的 52%。随着 PX-PTA-涤纶长丝产业链的不断扩张，我国已成为全球第一大 PTA 生产和消费大国，2020 年以后我国投产或拟建 PTA 产能合计 4,210 万吨。而生产 1 吨 PTA 需要 0.04 吨醋酸，随着未来 PTA 不断投产，有望进一步提振醋酸需求。**根据我们测算，若未来 4,210 万吨 PTA 均能顺利投产，将催生 168.4 万吨醋酸需求。**

表2：2020 年以后，我国投产或拟建 PTA 产能超 4,000 万吨

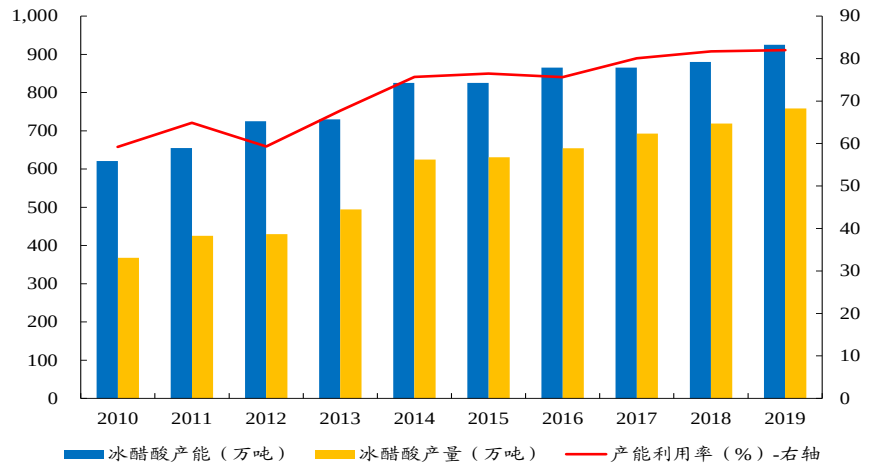
公司简称	总产能（万吨/年）	所属公司或参股公司	预计投产时间
恒力石化#4	250	恒力石化	已投产
恒力石化#5	250	恒力石化	已投产
逸盛宁波	300	恒逸石化、荣盛石化	2020 年
福建百宏	250	百宏石化	2020 年
独山能源	220	新凤鸣二期	已投产
澄星实业+中石化	220	江阴澄星实业集团、中石化	2020 年
2020 年小计	**1,490**		
恒力石化	500	恒力石化	2021 年
逸盛宁波（中金石化）	300	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
逸盛海南	220	恒逸石化、荣盛石化	2021 年
虹港石化	240	盛虹石化	2021 年
宁夏宝塔	120	宝塔石化集团	2021 年
2021 年小计	**1,380**		

公司简称	总产能（万吨/年）	所属公司或参股公司	预计投产时间
仪征化纤	220	中国石化	2022 年
桐昆股份一期+二期	500	桐昆股份	一期已开工建设
蓝山屯河	120	蓝山屯河	2022 年
宁波台化	300	台化	待定
佳龙二期	200	佳龙集团	待定
2021 年后小计	**1,340**		
合计	**4,210**		

数据来源：环评报告、公司公告、开源证券研究所

醋酸行业开工率已达历史高点。根据卓创资讯数据，目前国内醋酸名义总产能达 935 万吨。但江苏索普一套 20 万吨/年装置因煤指标不够未开启，义务气化 25 万吨装置因爆炸，截至 2020 年 11 月，该套装置未重启。目前醋酸行业实际有效产能为 890 万吨。2010 年以来，醋酸产量连年增长，2019 年国内醋酸产量为 758.49 万吨，同比增长 5.5%。醋酸行业开工率自 2016 年连年上升，2017 年-2019 年醋酸行业开工率分别为 80.05%、81.69%和 82.00%，**醋酸行业开工率已长期高位。**根据 Wind 数据，截至 2020 年 11 月 26 日，醋酸行业开工率为 93.41%。

图58：2019 年醋酸行业开工率已达历史新高



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

表3：目前国内醋酸产能合计 935 万吨

企业	产能（万吨）
江苏索普	140
塞拉尼斯	120
鲁南兖矿	100
上海华谊	70
华鲁恒升	50
安徽华谊	50
扬子石化 BP	50
建滔焦化	50

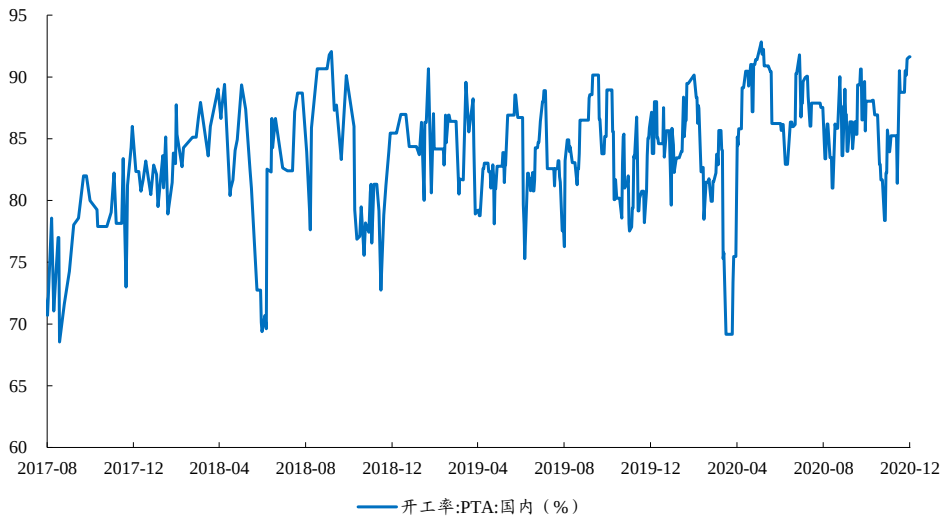
企业	产能（万吨）
永城龙宇	50
扬子乙酰	45
河南顺达	45
延长石油	40
恒力石化	35
天津渤化永利	35
中石化长城能源	30
义马气化	25
合计	935

数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

注：江苏索普一套 20 万吨/年装置因煤指标不够未开启，义务气化 25 万吨装置因爆炸至今未开启

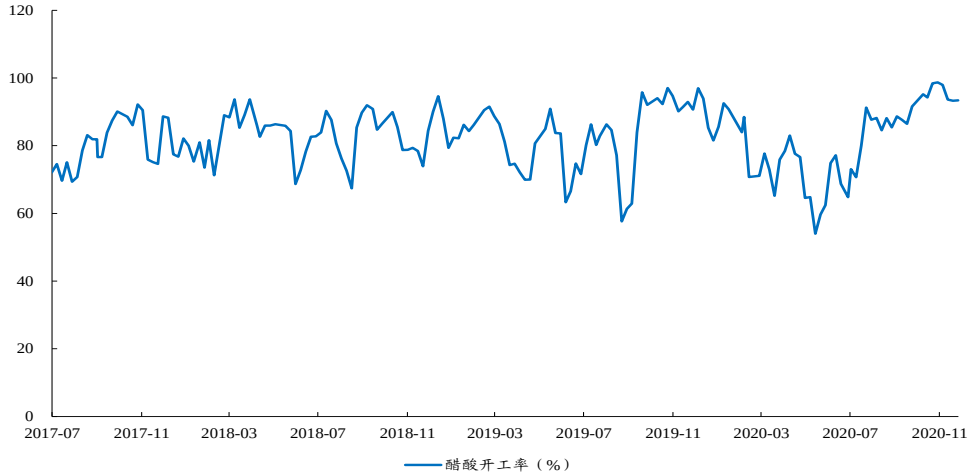
未来醋酸或仍将处于供需紧平衡状态。新增产能方面，根据卓创资讯数据，华谊集团拟建 50 万吨与 70 万吨醋酸，预计分别于 2021 年 5 月与 2021 年 12 月投产。若醋酸新增项目顺利投产，则醋酸行业有效总产能将达到 1,010 万吨。**保守假设，未来醋酸行业开工率能达到较高的 90%，则根据我们测算，对应年产量将仅为 909 万吨**。2019 年醋酸的表观消费量为 695.28 万吨，而未来 4,210 万吨 PTA 将催生 168.4 万吨醋酸需求。即使不考虑醋酸其他下游应用的增速，仅考虑 PTA 带来的醋酸需求增量，以 2019 年醋酸表观消费量作为基数，未来国内醋酸的表观消费量保守估计或将达到 863.68 万吨。而 2017 年-2019 年，醋酸的年平均出口量为 60.17 万吨，**则届时醋酸行业或将处于供需紧平衡，甚至是供不应求的格局。若海外需求进一步复苏，下游 PTA 开工率有望进一步提升，我们预计届时醋酸供给或将进一步紧张。**

图59：近期 PTA 开工率高企



数据来源：Wind、开源证券研究所

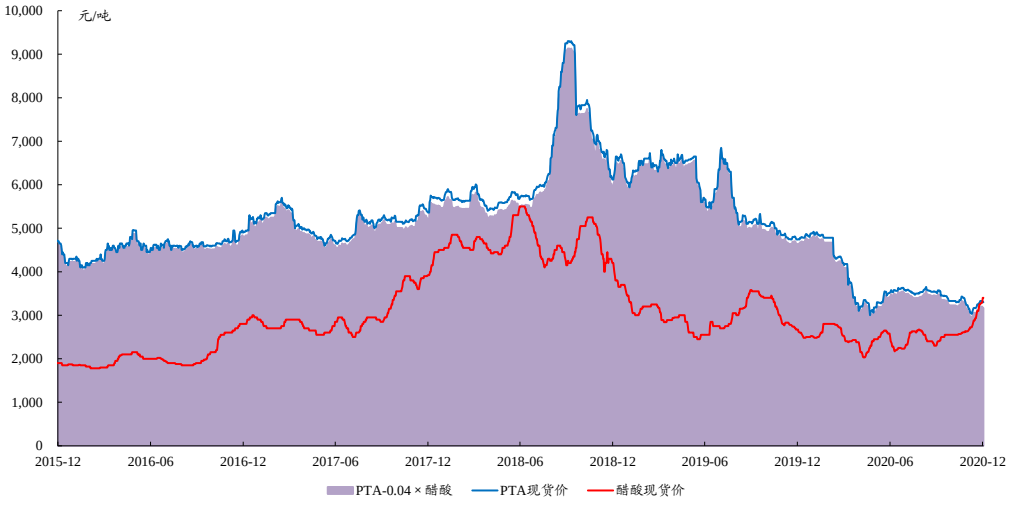
图60：2020 年 11 月，醋酸行业开工率达到 90%以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

PTA 对醋酸价格上涨并不敏感。醋酸下游消费主要为 PTA，1 吨 PTA 仅需 0.04 吨醋酸。按 PTA 加工费 500 元每吨、含税完全成本 3,500 元/吨计，即使醋酸含税价格上涨至 4,000 元/吨，醋酸也仅占 PTA 总成本的 **4.57%**。**因此醋酸价格上涨对下游 PTA 生产的影响有限，为醋酸价格上涨提供了充足空间。受益标的：华鲁恒升、华谊集团、江苏索普。**

图61：醋酸占 PTA 成本比例较小



数据来源：Wind、开源证券研究所

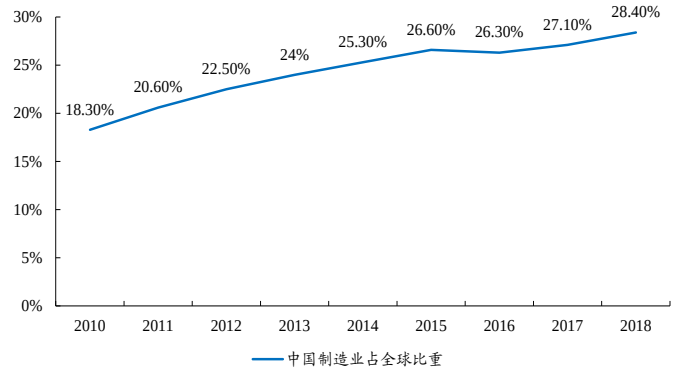
3、 疫情或将重塑全球化工供给格局，中国化工全球市占率将加速提升，中国化工龙头迎历史性发展机遇

我国承接着全球化工产业的转移发展，在各子行业都呈现了全面赶超的态势，中国有望重构全球化工及石化产业链、供应链和价值链，国内化工龙头“全球化再布局”开启快进键。改革开放 40 年来，我国石油和化学工业取得了举世瞩目的发展

成就，为农业、工业、建筑业以及服务业提供了大量原材料和产品。现阶段，全球正在发生第四轮产业转移，我国承接国际产业转移的重点逐步从劳动密集型加工业转向了资本与技术密集型加工业，同时中国向东盟及其他中低收入经济体转移中低端产业，并承接全球中高端产业。中国亦不断加强基础设施建设，在基础设施领域仍保持显著优势，可以通过公路、铁路或海运进行高效的货物运输。据联合国统计司（UNSD）统计数据，中国制造业工业增加值占全球制造业工业增加值的比重连年上升。2009 年中国制造业工业增加值超过美国，成为世界第一。至 2018 年，中国制造业工业增加值占全球制造业工业增加值的 28.4%。根据 Cefic Chemdata International 数据，中国化工品销售额占世界化工品销售额的比重保持上升趋势，在 2009 年一举超越欧盟成为世界第一。**2018 年中国化工品销售额共计 11,980 亿欧元（约合 9,854 亿人民币），占世界化工品销售总额的 35.80%。**近年来，我国承接着全球化工产业的转移发展，在各子行业都呈现了全面赶超的态势：行业领军者万华化学位列《全球化工企业 50 强名单》32 位；中国先正达排名全球农药行业第一；氟化工行业的东岳集团和巨化股份，分别是全球第二代和第三代制冷剂最大企业；醋酸乙烯行业的皖维高新、玻纤行业的中国巨石，产能均居全球第一位；氨纶行业的华峰氨纶和炭黑行业的黑猫股份，均居全球第二位；钛白粉行业的龙蟒佰利也提升至全球第四位；维生素行业的新和成、蛋氨酸行业的安迪苏、橡胶制品行业的玲珑轮胎、三力士和圣奥股份等也都跻身于全球在该领域最具竞争力的企业。随着中国工业化进程的推进，全球工业持续向中国集中。中国经济高质量发展动力足已成全球经济增长“引擎”，未来我国石油和化学工业将有望由“大国”向“强国”跨越，**我们坚定看好中国有望重构全球化工及石化产业链、供应链和价值链，国内化工龙头“全球化再布局”开启快进键。**后市在政策指导下，我国化工行业将持续淘汰落后产能、推动产业升级、提高产能集中度，未来化工行业整体将向创新、安全、环保、质效等方向进行高质量的联动性发展。

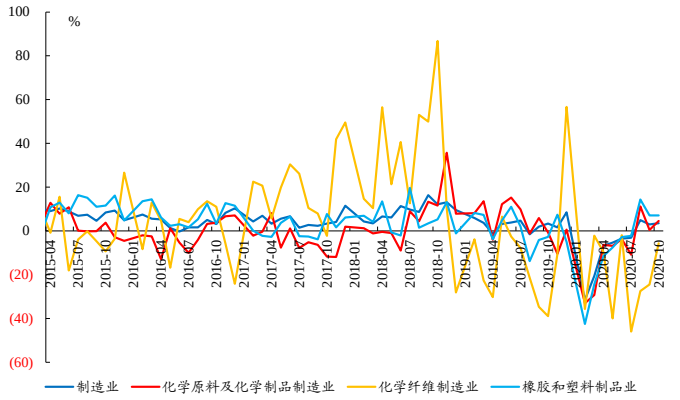
我们坚定看好，疫情或将重塑全球化工供给格局，中国化工全球市占率将加速提升，中国化工龙头迎历史性发展机遇。中国在全球化学品供应端的体量庞大：庞大且持续增长的市场、稳固的产业链供应链基础、较优的要素配给和营商环境等，我国化工产业独有的“全产业形态”、“全产业链”优势显著。“后疫情”时代，凭借全产业链、高效的产业组织协同能力、强大的生产供应能力，我国化工企业稳步复工复产，并向全球源源不断地输出卫生防疫物资。疫情后供需格局正在重塑，中国制造业在全球产业链动荡中正在出现韧性和扩张能力，中国经济高质量发展动力足，已成全球经济增长“引擎”。中国率先实现经济常态化运行，经济实现“V 形”反转，也将为疫情下的世界经济复苏及秩序恢复注入信心。目前，我国正在推动形成的以国内大循环为主体、国内国际双循环相互促进的新发展格局对未来经济的推动作用。在严峻的国际形势和疫情形势下，中国石油和化学工业面临着重大历史机遇并肩负着重大历史责任，将在全球市场复苏中扮演重要角色。**我们坚定看好，疫情或将重塑全球化工供给格局，中国化工全球市占率将加速提升，中国化工龙头迎历史性发展机遇：在中国化工品产能逐渐提升、成本不断降低和品质不断提高的情况下，全球化工品产能将持续向中国集中。**

图62：中国制造业附加值占全球比重不断上升



数据来源：UNSD、开源证券研究所

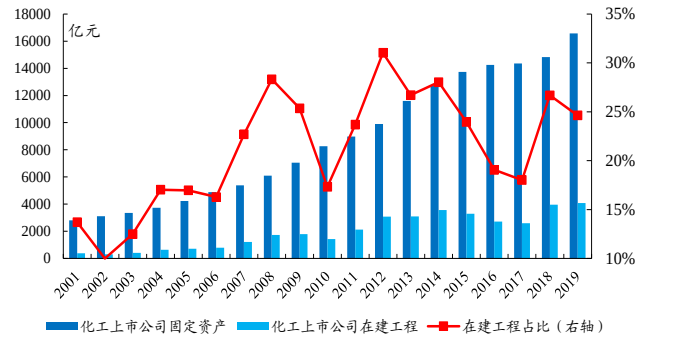
图63：部分子行业固定资产投资完成额当月同比增速转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

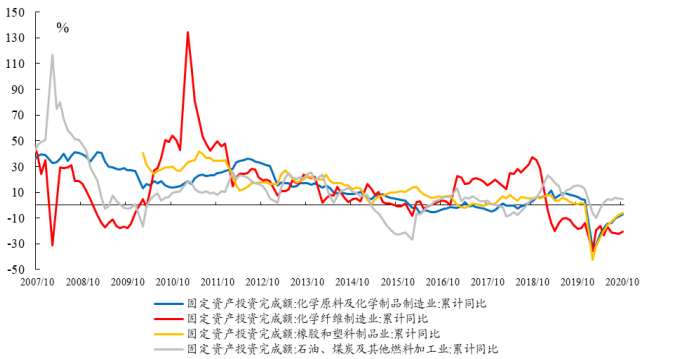
我国多数化工子行业进入新一轮的产能周期投放/释放期，开启“强者恒强”的时代。一轮产能周期的持续时间大约是 7-11 年左右，主要经历“被动去产能-主动补产能-被动补产能-主动去产能”四个阶段。产能周期同步或稍微领先于经济周期，并领先于固定资产投资周期。自改革开放以来，我国已经历了四轮产能周期。借供给侧改革东风，化工行业老旧产能陆续淘汰出清，行业集中度提高并向头部集中。2017 年起，我国开启了第五轮产能周期的底部和起点，特点是：1）在供给侧改革、设备更新换代周期的双重作用下，存量产能进行了升级调整和布局优化。同时在 2016 年-2017 年间，化工企业去杠杆成效显著；2）从固定资产投资完成额的角度来看，上游原材料行业的产能投放节奏有所放缓，石化/化纤类行业的产能则迅速释放；3）大型的龙头企业凭借产业链优势、规模优势、技术储备优势、资源优势等，其自我修复能力更强，盈利改善的速度和力度更快更大，成为了产能投放的主体，甚至建立了高壁垒的“护城河”，新建项目进军高附加值、低周期属性类的领域；4）当行业低谷来临，不具备成本、规模、安全、环保优势的中小企业难以为继，将加速淘汰出清，而具有完善的产业链结构、突出的研发实力、规模效益显著、抗周期能力优异的各子行业龙头，在产品价格不济、行业衰退周期中不仅可以自保性经营，反而还会逆势扩充产能，或通过并购、重组、整合“小而散”产能份额等带来的盈利增量，助力公司加速成长、业绩创新高；5）各地方、各级环境督查力度加大且多次“回头看”，并继续高度重视安全生产问题，违规建设、生产技术不达标、安全隐患突出的化工企业将加速退出。

图64：我国化工上市公司：近年来在建工程显著增加，进入新一轮产能周期



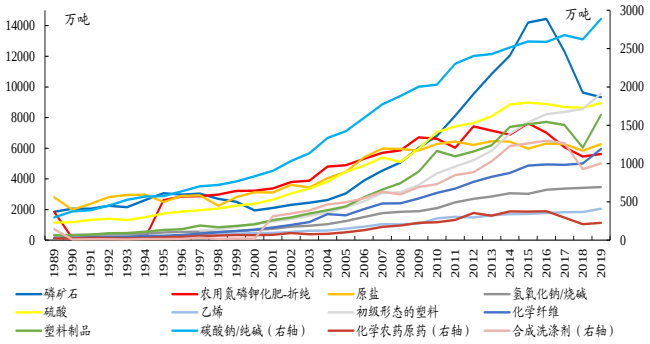
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图65：目前固定资产投资完成额水平仍处于底部区间，有恢复趋势



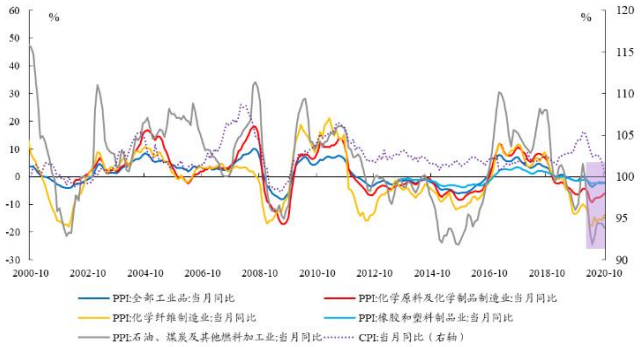
数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

图66：多数化工子行业正处于产能投放/释放期



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

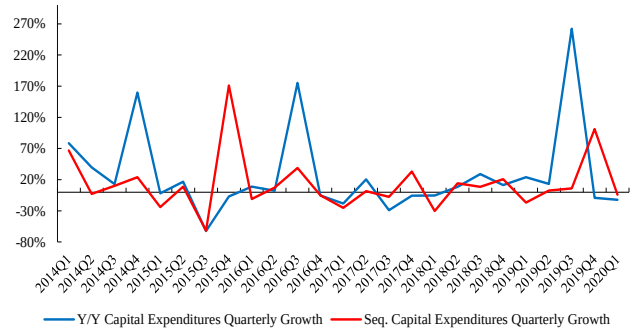
图67：PPI 同比读数已接近底部，CPI 有转负趋势



数据来源：Wind、国家统计局、开源证券研究所

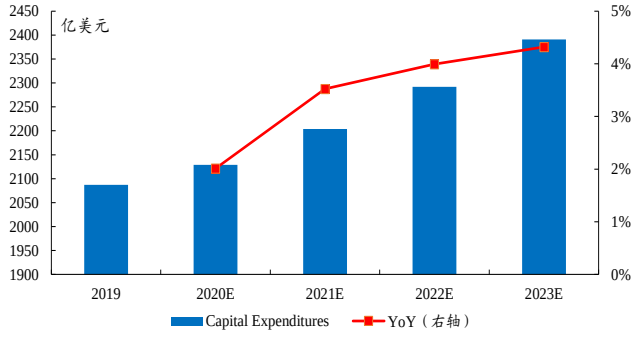
2018 年-2019 年，我国多数化工子行业产能出清结束，已开启或即将开启新一轮的产能周期投放/释放期。整体而言，2020 年上半年，受贸易摩擦、逆全球化、NCP 疫情冲击等的影响，全球经济放缓，化工景气面临压力，化工品价格下行带动 PPI 同比跌幅扩大；同时，多项化工新建项目被搁置，目前固定资产投资完成额水平仍处于底部区间，但现已出现恢复趋势。从全球来看，全球化工行业资本开支将平稳增长。据 Statista 预测，到 2023 年，全球化学工业资本支出总额预计将达到 2,390 亿美元。

图68：2020Q1，全球化学制造业资本开支增长率回落



数据来源：CSI Market、开源证券研究所

图69：全球化工行业资本开支将平稳增长

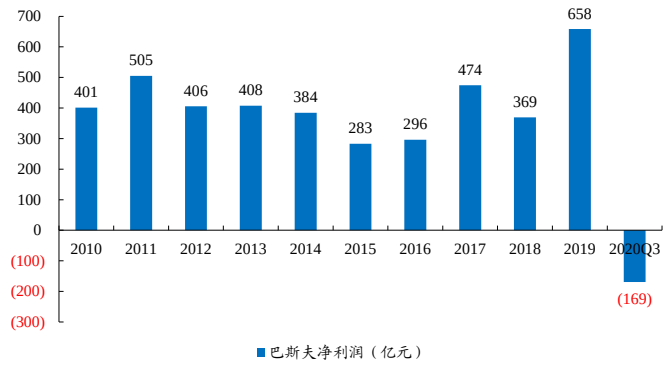


数据来源：Statista、开源证券研究所

即使未来海外需求大幅复苏，海外化工巨头的开工、销售体系等或无法快速恢复。2020 年全球发生新冠疫情，海外国家防疫不力，海外疫情持续蔓延，整体海外需求受到较为明显压制，原油价格亦大幅下跌。根据卓创资讯数据，2019 年底 WTI 原油报 61.72 美元/桶，布伦特原油报 68.16 美元/桶，2020 年 4 月 20 日，WTI 原油一度下跌至-37.63 美元/桶，布伦特原油也下跌至 25.57 美元/桶的历史低位。彼时拖累多数化工品价格大幅下跌。疫情期间，化工企业开工、运输等方面亦受到一定的冲击。受多种因素影响，海外化工企业业绩大幅下滑。根据时代周报数据，世界 500 强中的原油公司，2019 年的总利润较 2018 年下跌了 33%，其中 BP 的利润大幅下跌了 57%。根据新浪财经报道，巴斯夫（BASF）2020 年第二季度销售额降低 12%，为 127 亿欧元（约 150 亿美元）；不计特殊项目的息税前收益为 2.26 亿欧元，较 2019 年第二季度下降 77%。赢创工业集团（Evonik）发布 2020 年第二季度财报：面对新冠疫情引发的全球经济衰退，由于部分市场的需求明显疲软，公司第二季度销售额与收益同比下降。销售额为 28.3 亿欧元（约 33.5 亿美元），下降 14%；调整后税息折旧及摊销前利润（EBITDA）为 4.56 亿欧元，下降 19%。第二季度调整后净收益

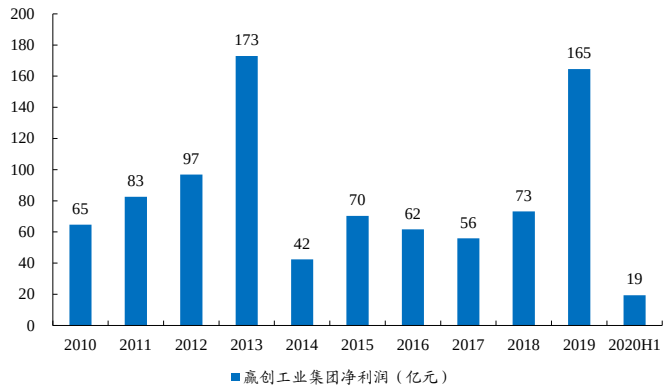
同比下降 30%，为 1.6 亿欧元。**受业绩压力及需求疲弱影响，海外巨头频现裁员潮。**根据腾讯新闻网报道，9 月 22 日，全球最大的化工企业德国巴斯夫宣布，计划重新调整其全球业务服务部，至 2022 年底将减员最多 2,000 人，2023 年起每年将节约 2 亿欧元左右。根据澎拜新闻报道，2020 年以来，瓦克化学、庄信万丰、PPG 工业、陶氏化学、巴斯夫等化工企业相继宣布裁员计划。根据中国石化新闻网报道，11 月 23 日石油巨头埃克森美孚表示将削减 1,900 个工作岗位，特别是其在休斯顿的办事处。

图70：2020 年前三季度，巴斯夫深度亏损



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：汇率采用历史汇率

图71：2020 年 H1，赢创工业集团净利润仅 19 亿元



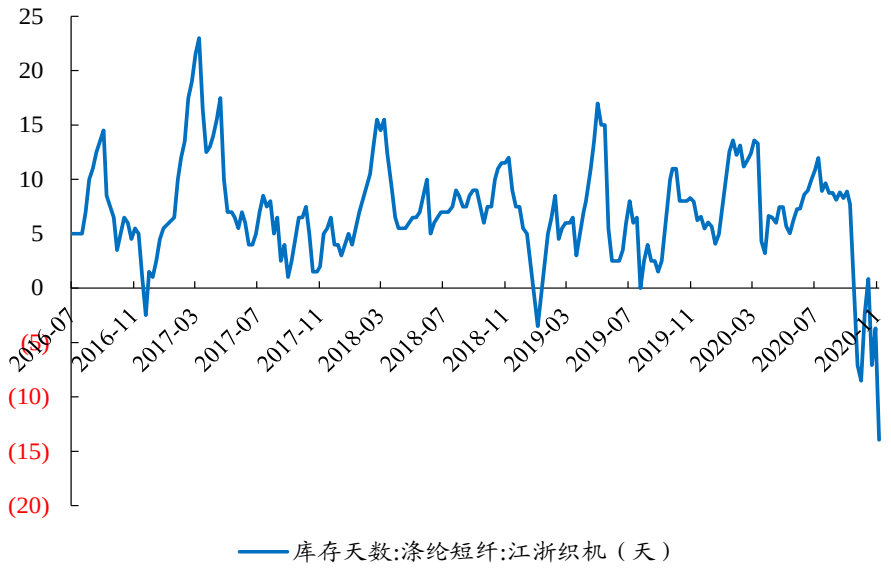
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：汇率采用历史汇率

2021 年海外企业违约风险增加，中小化工企业或迎来破产潮。根据 FX168 财经报社报道，2020 年 10 月份标普全球表示，在疫情冲击下许多欧美企业因无法正常运营而陷入违约风险，预计未来 9 个月美国的企业违约率将从 6.2%升至 12.5%，欧洲企业违约率将从 3.8%升至 8.5%。标普全球表示，收到降级警告的公司数量达到创纪录的水平，以及信用质量的下降，违约率势将大幅上升。在此背景下，我们预计海外中小型化工企业破产风险增加。另根据投天下报道，印度从 2020 年 3 月 24 日开始进行全国封锁，并于下半年进入漫长的分阶段解封。一旦一些工厂被迫关停，恢复生产并不容易。封锁一个月后，印度服装制造商协会（CMAI）公布的调查显示，印度国内约 31%的服装工厂可能倒闭，约 250 万工人可能失去工作。**2020 年海外化工企业业绩承压，企业现金流断裂风险增加，加之化工巨头裁员潮频现，未来企业违约风险增加，我们预计即使未来海外需求复苏，海外化工企业的开工率、销售体系等无法快速恢复，企业产能扩张也将受到进一步抑制。**

纺服订单、有机硅订单内流开始印证“海外供给受扰”逻辑，未来生产经营稳定的中国化工行业将充分受益于全球需求复苏。2020 年第二季度开始，中国疫情全面受控，各行业企业开始正常生产，物流运输等全面恢复。随着国内需求逐渐复苏，化工行业生产经营逐渐步入正轨，景气持续回暖。**反观海外，疫情以来，海外供给遭遇较大冲击，我们预计 2021 年海外供给或仍将无法全面恢复。1）海外装置开工不稳，已有部分化工装置出现意外事故。**例如，根据百川盈孚，2020 年 10 月份烯烃进口量同比下滑。除了海外装置计划内的检修以外，近期石脑油裂解装置故障不断，加之受疫情影响，部分装置减产，导致烯烃进口量维持低位。2020 年 11 月初韩国 LG 装置意外停车，该装置重启时间或将延后至 2021 年初左右；11 月 20 日，日本 JX 装置因故障而计划外停车，停车时间或将在 30 天以上。**我们预计受 2020 年海外装置开工不稳定影响，未来部分海外化工装置开工或仍将出**

现意外故障。建议关注甲醇、醋酸等子行业；2）受疫情影响，海外产能开工受阻，无法承接大量订单。2020 年 5 月以来，海外需求有所复苏，但海外供给受疫情扰动无法全面恢复生产，海外订单开始流入国内，部分化工产业链开启全面景气行情。2020 年 10 月份以来，印度纺织厂商受疫情影响无法承接快速恢复的海外需求订单，大量纺织订单流入国内进行生产，国内纺服织造产业链迎来了全面景气，上游化纤原料充分受益。例如，根据 Wind 数据，涤纶短纤库存一度下降至负值，即存在订单超签现象。**我们认为，此次印度纺服订单和有机硅订单内流，即是“海外供给受扰”逻辑的印证。**

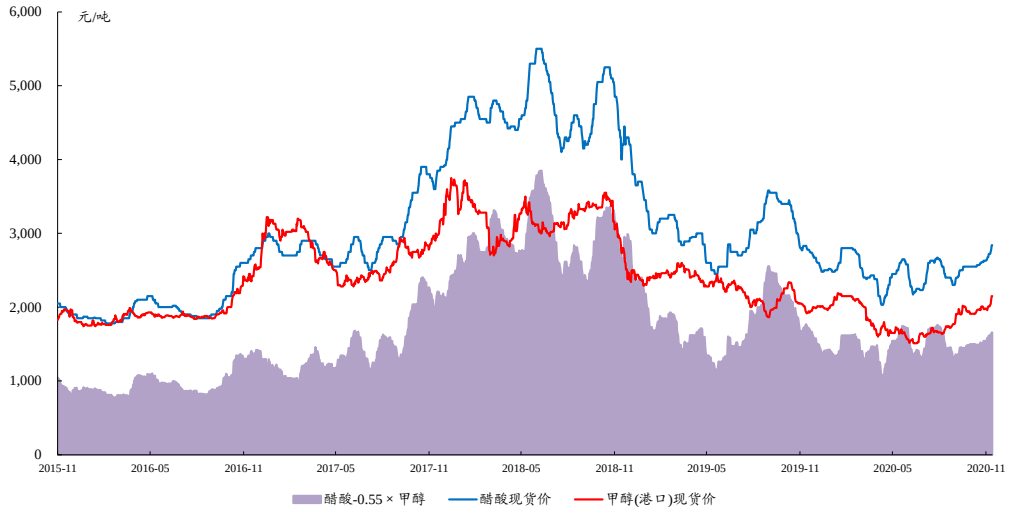
图72：2020 年 10 月，涤纶短纤库存天数下降至负值



数据来源：Wind、开源证券研究所

即使没有疫情到来，部分化工品海外装置年限较为久远，未来海外装置开工或存变量。尽管曾经海外化工产业领先于中国，但部分化工品生产装置运行年限较为久远，近年来频繁发生事故，又是遭遇不可抗力。**我们认为，即使没有疫情，这些化工品生产装置未来出现事故概率本就较大，容易造成全球产能供给扰动。**例如，海外醋酸装置运行年限较为久远，2018 年海外醋酸装置遭遇不可抗力，叠加彼时化工行业高景气，根据 Wind 数据，醋酸价格一度上涨至 5,500 元/吨的历史高点。反观中国，近年来随着中国制造业日渐强大，中国化工企业通过引进国外先进技术及装置、结合本土经验进行技改，又或是自主研发突破国外技术封锁等手段，部分化工品生产技术开始领先世界，随后国内这些化工品产能开始持续扩张，甚至打造上下游一体化相关配套设施，降低生产成本，凸显规模化生产优势，获取行业超额收益。**而国内如 MTO 装置、大型水煤浆装置、炼化一体化装置等，均是近年来新上的装置，运行相对稳定。**若未来海外装置出现意外事故或是较为严重的不可抗力，我们预计国内化工企业将充分受益。另外，尽管部分国内化工子行业产能正在持续扩张，但这些产能或处于计划阶段，亦或是处于建设阶段，亦或是处于产能爬坡阶段，短时间内产能无法全面释放。**我们建议继续关注醋酸行业，关注大炼化、尿素等出口占比较大的化工子行业。**

图73：2018 年，海外装置不可抗力造就醋酸景气行情



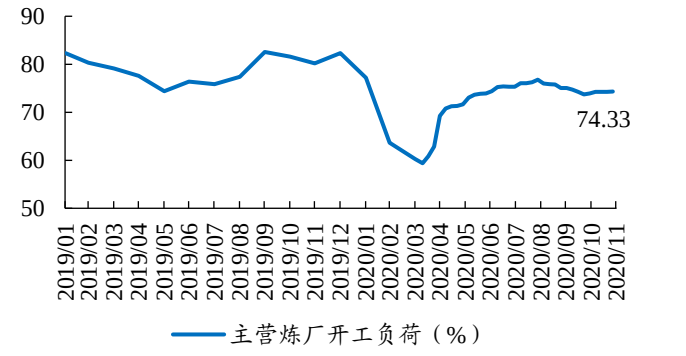
数据来源：Wind、开源证券研究所

疫情洗牌加速提升中国化工行业话语权，化工品订单内流或将可持续。考虑到海外疫情形势反复，我们预计海外化工品供应恢复速度有限，我国化工品或将加速扩大占全球市场占有率，中国化工产业将在未来海外需求复苏中充分受益。叠加全球化工制造业向我国集中的大趋势，**我们预计化工品订单内流并非短期不可持续事件**，全球化工行业经过此次疫情洗牌，国内化工供应链在世界化工产业的话语权将大幅提升。

3.1、 民营大炼化强势崛起，中国剑指全球第一大炼油国

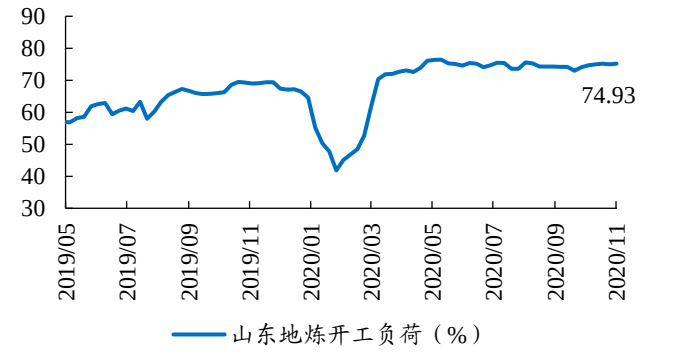
2020 年新冠疫情在全球范围肆虐，造成石油需求锐减，全球范围内中国炼厂率先强势复苏。由于我国疫情防控及时有效，根据卓创资讯数据，山东地炼开工负荷于 2 月末触底，此后强势反弹，4 月初开工负荷恢复至 70%以上；主营炼厂开工负荷于 4 月初触底，此后同样呈现强势的 V 型反弹。总体而言，我国炼厂在经历了 2020 年初新冠疫情的冲击后，4 月基本恢复产出。根据卓创资讯数据，截至 11 月末，主营炼厂和山东地炼的工负荷分别为 74.33%和 74.93%，依旧维持在高位运行。

图74：截至目前主营炼厂开工负荷维持在高位



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图75：截至目前山东地炼开工负荷维持在 75%左右



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

而我国以外的炼厂却在持续遭受重创，永久性关闭加速。2020 年以来，在全球疫情迅猛蔓延导致境外需求放缓、世界经济增速大幅下滑、主要经济体普遍低迷、国际油价大幅波动并维持低位、北美飓风天气持续的背景下，**国外石油及化工企业**

的销售、盈利能力、扩张能力更是遭受重创，大量欧美炼油厂正面临着永久关闭的风险：

1)根据国际能源署(IEA)消息，随着新冠疫情冲击石油产品需求，预计 2020-2021 年度永久关闭的炼油产能升至约 170 万桶/日；在过去几个月里，全球十几家炼油厂已宣布关闭，其中大部分产能关闭发生在美国。据能源世界网 11 月 24 日休斯顿报道，荷兰皇家壳牌公司（Royal Dutch Shell PLC）即将永久关闭其位于路易斯安那州 Convent 的炼油厂，这家炼油厂的一次加工能力为 24 万桶/天。此外，据财新网新闻，壳牌还将把其位于新加坡的 Pulau Bukom 炼油厂的原油加工能力减半并裁员。Pulau Bukom 每天可加工 50 万桶石油，是壳牌在全球最大的全资炼油厂，该炼油厂是壳牌在德克萨斯州、路易斯安那州、德国、荷兰和加拿大运营的 6 个炼油和石化工厂之一。据中国能源网消息，在欧洲 Petroineos 计划关闭苏格兰 Grangemouth 炼厂近一半产能，Gunvor 也将关闭其在比利时的 Antwerp 炼厂。

2）据美国能源信息署（EIA）报告，受 2020 年 8 月下旬飓风劳拉（Laura）和马可（Marco）影响，8 月份墨西哥联邦海上湾（GOM）的原油产量创下了 2008 年 9 月以来的最大月度降幅，每天下降 45.3 万桶/日，环比降幅达到 27%。目前 GOM 中的原油产量总计为 120 万桶/天，这是近七年来的最低产量；

3）据中国化工报报道，受疫情等多重因素影响，近期，埃克森美孚、雪佛龙、道达尔、英国石油公司、瓦克化学、庄信万丰、PPG 工业、陶氏化学、巴斯夫、科莱恩等全球化工企业相继宣布“削减支出”或“减裁员工”计划；

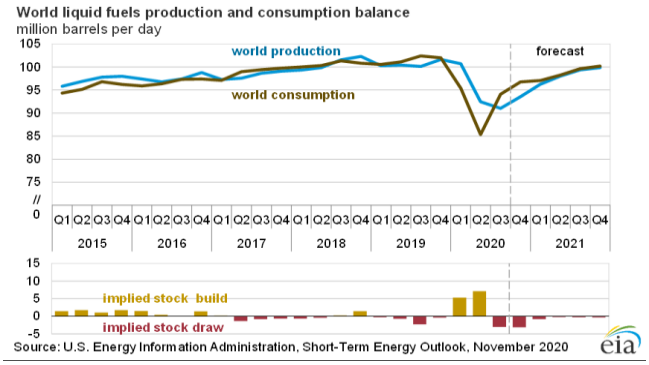
4）据 IHS Markit 数据，全球 55 家上市国际石油公司、国家石油公司和勘探开发公司的净债务总额预计 2021 年底将达到 9,600 亿美元的历史高点，与 2019 年年底相比增加约 14%。未来几年里，偿还这笔债务将耗费大量现金流。此外，总债务与总资本比率预计将从 2019 年底的 33%升至 2021 年底的 36%。这比 2014 年年底 30%的价格跌幅还要高。未来几个季度可能会有更多资产减记，从而进一步推高负债率；

5）据 American Chemistry Council （美国化学理事会，ACC）预测，2020 年，美国化学品贸易总额将下降 16.4％至 1,990 亿美元。其中 2020 年美国化学品出口将急剧下降至 14.5%，预计到 2022 年才能完全恢复到疫情前的水平。

6）2020 年 10 月，据 S&P Global（标普全球）预测，新冠疫情冲击将使美国和欧洲未来 9 个月的企业违约率上升一倍，美国企业违约率将从 6.2%升至 12.5%，欧洲企业违约率将从 3.8%升至 8.5%。这是基于标普的基本情景预测，即到 2021 年年中新冠疫苗将被广泛使用。而在悲观情况下，美国的企业违约率可能升至 15%，欧洲可能升至 11.5%。

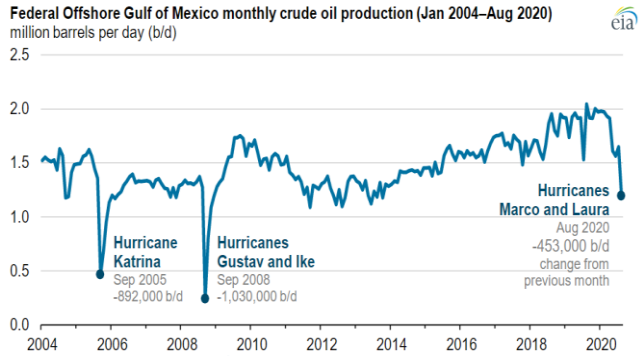
然而，2020 年以来，在世界宏观经济环境变化、油价剧烈波动下，我国化工企业均已体现出显著、持续的抗风险能力：得益于靠近快速增长的需求中心，塑料和燃料需求给亚洲炼油厂带来了新的增长动能，中国炼油、炼化厂正在加速崛起。**我们看好全球炼油、炼厂的结构性调整将加速，中国的大型炼化项目陆续投产中，欧美炼厂中装置年限长、单体小、竞争力差的炼油炼化装置将加速淘汰，国内化工龙头“全球化再布局”开启快进键。**

图76：受疫情影响 2020Q2 全球石油需求锐减



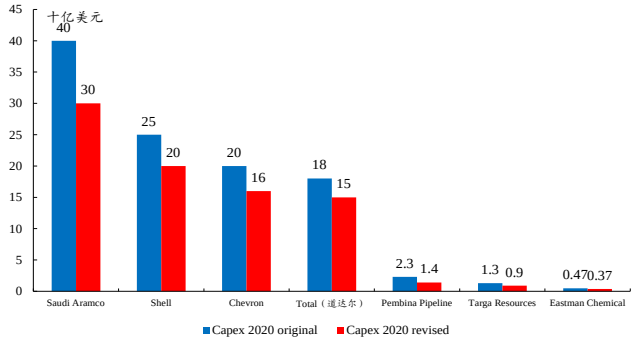
资料来源：EIA

图77：GOM 原油产量创 2008 年以来的最大月度降幅



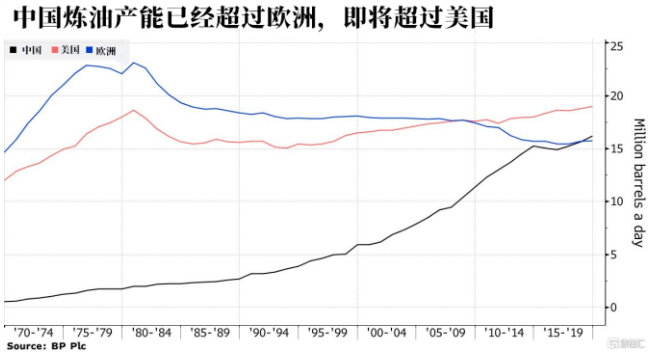
资料来源：EIA

图78：部分国际化工巨头已大幅削减 2020 年资本开支



数据来源：Statista

图79：中国炼油厂加速崛起，承接全球产能转移



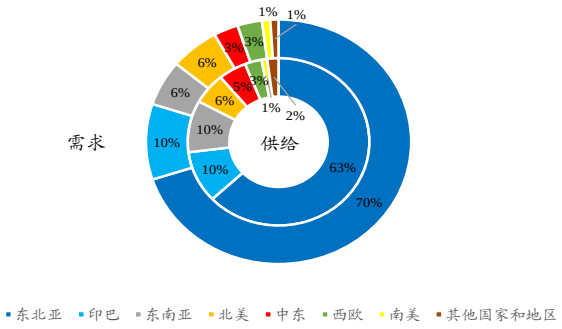
资料来源：BP Plc

受益于我国民营大炼化强势崛起，PX 进口依赖度快速下降。2019 年全球 PX 产能大幅扩张，据中石化经济技术研究院统计，2019 年全球 PX 产能为 5,770 万吨，产量为 4,668 万吨，同比分别增长 12.6%和 3.9%。东北亚地区 PX 的供给和需求均居全球首位，引领全球 PX 行业发展，截至 2019 年底，东北亚地区 PX 产能合计占比全球产能的 63%，需求占比全球的 70%。其中，中国大陆地区的 PX 产能位列全球第一，据百川盈孚统计，截至 2019 年底，中国大陆地区的产能为 2,053 万吨，占比全球总产能的 36%，其次是韩国、印度、日本，产能分别为 993 万吨、587 万吨、399 万吨，分别占比全球产能的 17%、10%、7%。**民营炼化企业快速崛起，成为我国 PX 供应的主力军。**2014 年左右我国 PX 行业发展还存在一定局限性，主要由于我国 PX 行业进入门槛较高，对资金要求、抗风险能力及工艺技术均有严格要求；其次，PX 毒性的争议广受关注，也存在一定的民间阻力。我国 PX 行业在经历了多年的建设投资沉寂期后，在 2019 年迎来投产高峰，2019 年国内新增 PX 产能合计达 1,075 万吨/年，同比增长 78%。恒力石化和浙石化两套超大型装置投产进一步打破了传统三桶油主导的行业格局，**截至目前，我国民营炼化企业的产能占比已超 50%，成为我国 PX 供应的主力军。**

目前国内 PX 供应仍存缺口，进口替代快速推进。我国一直以来是 PX 市场最大的需求国，且需求增速较快。据卓创资讯统计，我国 2009 年 PX 的表观消费量为 817 万吨，2018 年已大幅提升至 2,662 万吨，2009-2018 年我国 PX 表观消费量的年均复合增速为 14%。但是在 2009-2018 年我国 PX 项目上马速度较慢，这 9 年间我国 PX

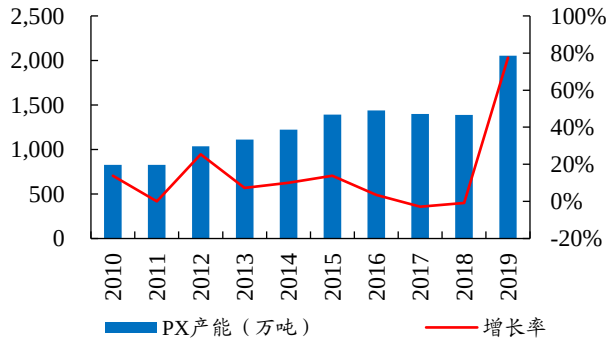
产量的年均复合增速仅为 8.6%，远低于需求增速，导致我国 PX 在供应上存在较大缺口，进口依存度较高，据卓创资讯统计，2018 年我国 PX 进口依存度高达 60%左右。2019 年，我国 PX 产能迎来较快增长，PX 产量也得以明显提升，据卓创资讯统计，2019 年我国 PX 产量为 1,464 万吨，同比增长 43.1%，**2019 年 PX 进口依存度也下降至 50%左右，较 2018 年大幅下降 10%，我国 PX 产能的集中释放快速推动了我国 PX 行业的进口替代进程。**

图80：东北亚地区 PX 供给和需求均居全球首位



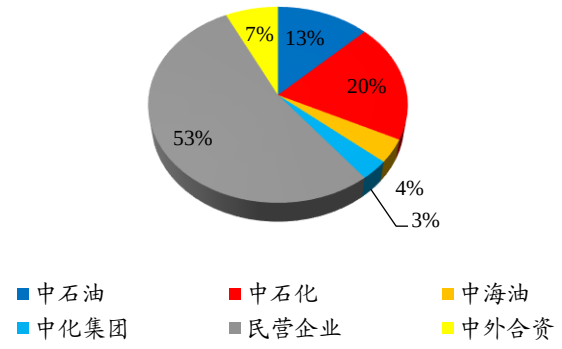
数据来源：卓创资讯、2020 能源化工产业发展报告、开源证券研究所

图81：2019 年国内 PX 产能迎来集中投产高峰



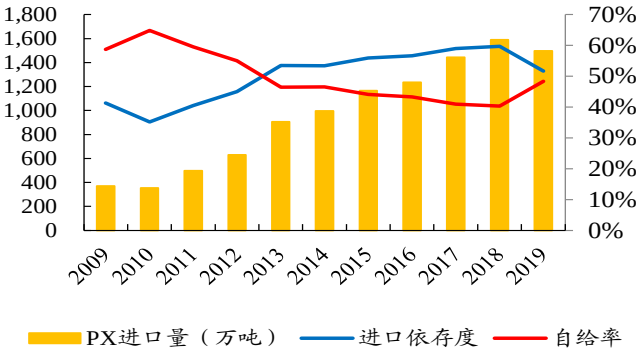
数据来源：Wind、卓创资讯、2020 能源化工产业发展报告、开源证券研究所

图82：目前我国民营企业产能占比已经占据半壁江山



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

图83：PX 进口依存度下降，进口替代快速推进



数据来源：Wind、卓创资讯、开源证券研究所

据百川盈孚和卓创资讯统计，未来 2 年左右我国将有 1,800 万吨 PX 项目投产，全部投产后我国 PX 总产能将超 4,400 万吨。而 2009 年至 2019 年我国 PX 表观消费量的年均复合增速为 14%左右，乐观假设 2020 年-2022 年我国 PX 表观消费量保持 10%左右的增速，可推算出 2022 年我国 PX 需求量约为 3,850 万吨，届时我国 PX 产能将在实现自给自足的基础上出现产能过剩。随着本轮 PX 扩能高峰释放，世界 PX 格局也将迎来大变革，预计我国进口依赖度将进一步降低，**东南亚、日韩、台湾地区规模小、成本高、生产工艺较为落后的 PX 装置或将率先出局，我国将成为 PX-PTA 产业链第一大生产国。**如果没有中国需求的支撑，日本 JX、韩国乐天化工、韩国 SK、现代科斯莫石化公司等 PX 生产商的利润率或将进一步下滑。我们预计，在我国全产业链民营大炼化快速崛起的同时，亚洲其他地区 PX 出口企业的开工率将遭受严峻挑战，在炼油和芳烃综合利润率较低的地区，生产商关闭或整合产能的可能性会进一

步加大。日本和韩国的 PX 出口商正在面临进退两难境地：继续争夺日益萎缩的 PX 出口市场，还是将芳烃原料转向规模大但是竞争更加激烈的汽油市场。**在全球炼厂的本轮激烈竞争和厮杀当中，我国民营大炼化具备全产业链（原油-PX-PTA-涤纶）优势、装置先进的后发优势、规模化优势和成本优势，预计我国民营大炼化行业领军者最终将脱颖而出。受益标的：恒力石化、荣盛石化。**

表4：预计未来 2 年左右我国将有 1800 万吨 PX 项目投产

公司简称	总产能（万吨/年）	装置所在地	所属公司或参股公司
浙石化一期（已投产）	400	浙江舟山	荣盛石化、桐昆股份
东营联合石化（2020 年已投产）	200	山东东营	富海集团
浙石化二期（2021 年）	400	浙江舟山	荣盛石化、桐昆股份
唐山旭阳石化	350	河北曹妃甸	唐山旭阳石化
中化泉州	80	福建泉州	中化集团
汉邦石化	160	天津	中石化
东营威联化学（已开工）	200	山东东营	东营威联化学
宁夏宝塔	80	宁夏银川	宝塔石化
华电榆林	50	陕西榆林	华电煤业集团
恒逸文莱 PMB2#	200	文莱（海外）	恒逸石化
虹港石化（2021 年）	280	江苏连云港	盛虹集团
待投产总计	**1,800**		

资料来源：百川盈孚、卓创资讯、公司公告、开源证券研究所

3.2、 醋酸：未来醋酸装置频繁故障检修、醋酸供给紧张或为常态

国内外大部分醋酸装置装置年限较大，故障相对频发。2018 年由于醋酸海外装置遭遇不可抗力，叠加彼时化工行业高景气，根据 Wind 数据，醋酸价格一度上涨至 5,500 元/吨。2019 年以来，仅恒力石化 35 万吨新装置从开工至 2020 年 11 月未曾检修，国内醋酸装置意外故障亦相对较多。**我们预计未来醋酸装置频繁故障检修、醋酸供给紧张或为常态，将支撑未来醋酸价格进一步上涨。受益标的：华鲁恒升、江苏索普。**

表5：2019 年醋酸装置频发故障检修

工厂（全称）	2019 年产能（万吨）	2019 年装置动态
天津碱厂	35	3 月 8 日-4 月 1 日故障停车；7 月 26 日半负荷生产，预计持续半个月；8 月 18 日晚故障停车后五成开工半个月；10 月 13 日开始降负荷运行，恢复后，10 月 28 日故障停车，10 月 30 日恢复；
河北忠信化工有限公司/河北英都气化有限公司	50	3 月 28 日-4 月 15 日检修;5 月 2 日-5 月 3 日故障；6 月 20 日故障 2 天；8 月 15 日晚故障临时停车，8 月 27 日重启；
江苏索普（集团）有限公司	140	4 月有降负荷情况；5 月底-6 月中检修停车；时

工厂（全称）	2019 年产能（万吨）	2019 年装置动态
		常有故障停车；6 月三期装置前期故障停车;8 月 27 日晚，2、3 期醋酸装置故障停车；10 月 29 日故障降负；11 月 22 日故障停车
安徽华谊	50	8 月 15 日醋酸装置检修
上海吴径化工有限公司	70	4 月 12 日-5 月 7 日 25 万吨检修;5 月 24 日-6 月 20 日 45 万吨检修
塞拉尼斯（南京）化工有限公司	120	12 月-1 月 10 日检修；后期持续 5-8 成负荷开车
BP 南京	50	3 月 15 日-5 月 2 日检修
兖矿国泰化工有限公司	100	4 月 9 日-4 月 29 日检修；
山东华鲁恒升集团有限公司	50	8 月 19 日故障
河南顺达化工科技有限公司	45	2 月 26 日-3 月 6 日检修
河南义马气化厂	20	5 月 17 日-5 月 27 日检修；7 月 19 日爆炸事故目前尚未开车
河南龙宇	50	1 月 23 日故障短停 2 天；7 月 11 日装置停车检修，8 月底恢复；
国电英力特	30	3 月 21 日-3 月 31 日检修
延长石油	25	6 月 22 日故障停车；8 月 8 日故障停车；12 月 14 日-12 月 17 日停车
扬子江乙酰化工有限公司	45	1-2 月检修；12 月停车检修
恒力石化	35	从开工至 2020 年 11 月尚未检修，截至 2020 年 11 月，装置开工 8-9 成，有部分醋酸产品外销

资料来源：百川盈孚、开源证券研究所

表6：2020 年醋酸装置频繁故障检修

工厂	2020 年产能（万吨）	2020 年装置动态
天津碱厂	35	1 月 18 日-2 月 2 日换热器故障停车；7 月 16 日-8 月 13 日降负 7 成；8 月 25 日-9 月 2 日半负荷运行
河北忠信化工有限公司/ 河北英都气化有限公司	50	1 月 1 日-1 月 2 日故障短停；2 月 11 日-2 月 13 日故障停车；2 月 26 日-2 月 29 日故障停车；5 月 10 日-5 月 30 日检修
江苏索普（集团）有限公司	140	3 月 15 日-3 月 22 日停车；4 月 20 日-5 月 20 日检修；7 月 1 日-7 月 9 日故障；9 月 17 日-10 月 1 日故障短停
安徽华谊	50	8 月 31 日-9 月 15 日检修
上海吴径化工有限公司	70	5 月 24 日-6 月 29 日检修；8 月 31 日-9 月 15 日检修
塞拉尼斯（南京）化工有限公司	120	3 月 23 日-4 月 8 日检修；4 月 20 日-5 月 5 日检修；7 月 16 日-7 月 23 日停车
BP 南京	50	6 月 7 日-6 月 18 日检修；7 月 23 日-7 月 30 日因一氧化碳问题停车
兖矿国泰化工有限公司	100	3 月 13 日-4 月 13 日检修；4 月下旬两套装置轮番检修；8 月 10 日故障短停；8 月 27 日-9 月 3 日因锅炉故障，降负 50%运行
山东华鲁恒升集团有限公司	50	8 月 6 日-8 月 27 日正常检修
河南顺达化工科技有限公司	45	1 月 1 日-1 月 3 日停车

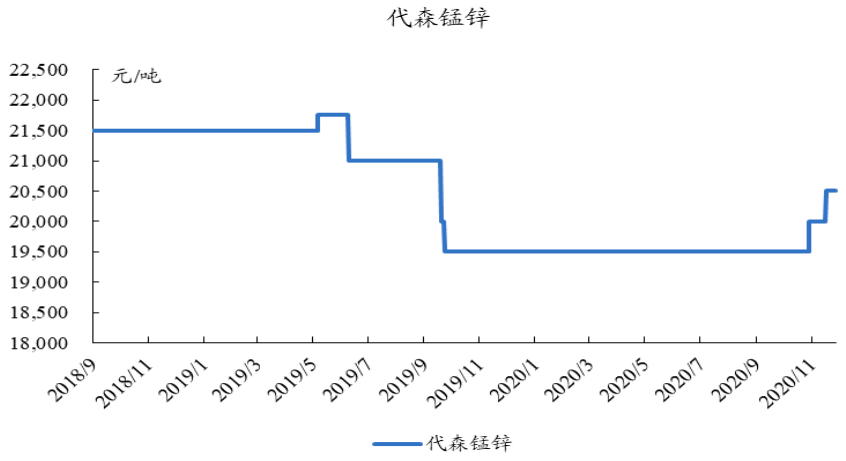
工厂	2020 年产能（万吨）	2020 年装置动态
河南义马气化厂	20	全面停车中
河南龙宇	50	2 月 5 日-2 月 25 日停车
国电英力特	30	6 月 24 日-6 月 29 日检修；11 月 5 日检修一周
延长石油	40	1 月 17 日晚停车；5 月 6 日-6 月 18 日检修；
扬子江乙酰化工有限公司	45	6 月短停，6 月 29 日恢复正常
恒力石化	35	无检修

资料来源：百川盈孚、开源证券研究所 注：该表格数据时间截至 2020 年 11 月

3.3、 代森锰锌：印度供应商交货迟缓，部分订单流入国内

印度代森锰锌供应商受疫情影响交货迟缓，部分海外订单向国内转移。根据百川盈孚数据，近期代森锰锌价格小幅上调 500 元/吨，目前代森锰锌 90%原粉主流上海港提货价 20,500-21,000 元/吨，80%可湿粉上海港主流发到价至 19,000-19,500 元/吨。需求端，当前国外市场旺盛。但受到新冠疫情影响，印度供应商交货迟缓，部分海外订单转向中国，国内库存低位。成本端，上游原料乙二胺等产品价格提涨，支撑代森锰锌价格上涨。我们预计短期代森锰锌市场或存继续上调预期。目前利民股份为全球代森锰锌龙头，拥有代森锰锌产能 3.5 万吨，子公司 1 万吨代森锰锌 DF 新产能有望于 2020 年 Q4 投产。目前印度厂商受疫情影响无法稳定供应代森锰锌，造成全球代森锰锌供给扰动，订单流入国内，代森锰锌价格有所上涨。而利民股份稳定生产，且利民股份代森锰锌新产能或即将投放，我们预计公司有望在未来海外需求复苏中充分受益。**受益标的：利民股份。**

图84：近期代森锰锌价格上涨



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表7：重点公司盈利预测和估值汇总表

证券简称	2020/12/3 收盘价	评级	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
万华化学	83.15	买入	-4.5	-20	50.3	21.6	25.8	32.2	21.4	17.6
华鲁恒升	33.9	买入	-18.8	-20.5	47.2	22.5	22.5	28.3	19.2	15.7
恒力石化	25.12	买入	201.7	29.6	18	6.8	17.6	13.6	11.5	10.8
新和成	33.07	买入	-29.6	60.5	21.7	18.1	32.8	20.4	16.8	14.2

证券简称	2020/12/3 收盘价	评级	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
华峰氨纶	9.51	买入	313.6	1.5	22.6	10.5	23.9	23.6	19.2	17.4
金石资源	26.54	买入	61.6	25.6	31.9	17.3	28.6	22.8	17.3	14.7
海利得	4.21	买入	-6.9	-34.5	69.9	37	15.7	24	14.1	10.3
三友化工	8.78	买入	-56.9	-25	205.6	10.4	26.5	35.4	11.6	10.5
新凤鸣	12.29	买入	-4.8	-59.9	225.4	31.8	12.7	31.6	9.7	7.4
巨化股份	7.48	买入	-58.4	-77	433.9	11.4	22.6	98.1	18.4	16.5
扬农化工	118.95	买入	30.6	1.9	39.1	3.9	31.5	30.9	22.2	21.4
利民股份	13.55	买入	56.2	38	15.5	21	15.7	11.4	9.8	8.1
滨化股份	5.37	未覆盖	-37.51	-18.4	43.87	75.38	18	24.67	17.15	9.78

数据来源：Wind、开源证券研究所 注：滨化股份未覆盖，盈利预测采用 Wind 一致预测

4、 风险提示

宏观经济下行、原油价格大幅下跌、安全生产及环保风险

特别声明

《证券期货投资者适当性管理办法》、《证券经营机构投资者适当性管理实施指引（试行）》已于2017年7月1日起正式实施。根据上述规定，开源证券评定此研报的风险等级为R3（中风险），因此通过公共平台推送的研报其适用的投资者类别仅限定为专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者。若您并非专业投资者及风险承受能力为C3、C4、C5的普通投资者，请取消阅读，请勿收藏、接收或使用本研报中的任何信息。
因此受限于访问权限的设置，若给您造成不便，烦请见谅！感谢您给予的理解与配合。

分析师承诺

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及开源证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

股票投资评级说明

	评级	说明
证券评级	买入（Buy）	预计相对强于市场表现 20%以上；
	增持（outperform）	预计相对强于市场表现 5%～20%；
	中性（Neutral）	预计相对市场表现在－5%～＋5%之间波动；
	减持（underperform）	预计相对弱于市场表现 5%以下。
行业评级	看好（overweight）	预计行业超越整体市场表现；
	中性（Neutral）	预计行业与整体市场表现基本持平；
	看淡（underperform）	预计行业弱于整体市场表现。
备注：评级标准为以报告日后的 6~12 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅表现，其中 A 股基准指数为沪深 300 指数、港股基准指数为恒生指数、新三板基准指数为三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）、美股基准指数为标普 500 或纳斯达克综合指数。我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。		

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

法律声明

开源证券股份有限公司是经中国证监会批准设立的证券经营机构，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供开源证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的机构或个人客户（以下简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给开源证券客户的，属于机密材料，只有开源证券客户才能参考或使用，如接收人并非开源证券客户，请及时退回并删除。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他金融工具的邀请或向人做出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告做出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的开源证券网站以外的地址或超级链接，开源证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部分，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

开源证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。开源证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

开源证券研究所

上海
地址：上海市浦东新区世纪大道1788号陆家嘴金控广场1号楼10层
邮编：200120
邮箱：research@kysec.cn

深圳
地址：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层
邮编：518000
邮箱：research@kysec.cn

北京
地址：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层
邮编：100044
邮箱：research@kysec.cn

西安
地址：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层
邮编：710065
邮箱：research@kysec.cn