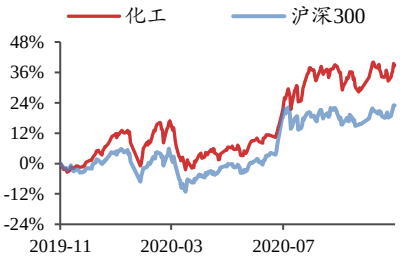
化工

2020 年 11 月 08 日

投资评级：看好（维持）

行业走势图



数据来源：贝格数据

相关研究报告

《行业深度报告-新材料 2020 年三季报综述：出口型企业环比改善，军工材料高增长主线确立》-2020.11.7

《新材料行业周报-昊华科技前三季度净利大增 34%，关注科研试剂国产化机遇》-2020.11.1

《行业周报-原油基本面有所承压，天然气需求向好&长丝价差维持高位》-2020.11.1

化工三季报业绩大幅复苏，看好未来需求复苏化工景气继续上行

——行业深度报告

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

张玮航（联系人）
zhangweihang@kysec.cn
证书编号：S0790119120025

● **化工上市公司净利润于 2020 年 Q3 大幅复苏，关注萤石、粘胶短纤、MDI 等**

我国化工上市公司净利润于 2020 年 Q3 大幅复苏。我们筛选出自 2014 年起已持续经营并公示年报的 351 家化工上市公司进行统计：**从 2020 年 Q3 单季度角度看，**351 家化工上市公司实现了营业总收入合计 15,645.47 亿元（同比-17.19%，环比+8.80%）；归母净利润 1,237.99 亿元（同比+144.83%，环比+638.74%）。**长期看好具有一定护城河，或具有一定成长性的化工龙头。1）华鲁恒升：**根据公司公告，公司将投资第二基地，二次创业助力未来快速成长。**2）万华化学：我们认为，公司作为 MDI 全球巨头已进入新一轮资本开支期，坚定看好公司中长期的成长性。3）恒力石化：我们认为，恒力石化作为石化航母，其价值仍被低估，公司成长瓶颈或已被打破。4）扬农化工：**目前，优嘉三期项目已进入试生产阶段，看好公司将蓄势待发。

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

● **石油化工行业：民营大炼化领军者业绩依旧亮眼，涤纶长丝仍具修复韧性**

Q3 石油化工板块上市公司业绩继续强势回暖。经过上半年疫情和原油价格大幅下行的双重冲击后，石油化工板块盈利能力大幅增强，主要得益于下游需求持续回暖、民营大炼化业绩继续释放以及中国石化扭亏为盈。**剔除中石化后，石油化工板块公司总营收仍呈现同比下降，但降幅持续缩窄，归母净利润实现同比（+34.31%）和环比（+39.69%）双重增长，同比增长为 2020 年内首次。**Q3 涤纶长丝行业有所承压，但进入 10 月以来，受益于印度订单转移、冬季服装面料订单陆续下达，POY 价差已扩大至 1,393 元/吨，涤纶行业龙头盈利能力得以修复。当前时点，我们看好石油化工行业将随下游继续回暖、民营大炼化业绩全面释放，继续保持强劲的盈利能力，并看好涤纶长丝行业的修复韧性和向上弹性。

● **基础化工行业：未来看好萤石、粘胶短纤、氨纶、MDI 等行业龙头**

基础化工细分领域绝大部分板块净利润水平呈现稳中有进的格局。随着 Q3 进入秋季备肥旺季，钾肥、磷肥行业营收同比增长，Q3 单季度创近五年新高，磷肥行业整体净利润水平亦大幅增强；随着下游地产行业开工全面恢复，涂料行业和玻纤行业企业业绩继续同比增长。当大宗商品出现价格上涨的行情时，部分周期股中的资源股（如萤石）将成为抗通胀性资产。2020Q3，钾肥、磷化工及磷酸盐、玻纤、涂料油漆油墨等子行业整体营收、净利润水平表现突出，延续二季度强势复苏态势。聚氨酯、磷肥、氮肥等板块也已步入复苏通道。未来随着国内需求继续复苏，海外需求逐渐恢复，我们预计化工行业景气有望继续保持上行态势。

● **风险提示：**油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行等。

目 录

1、 化工行业三季报点评：化工上市公司 Q3 业绩大幅复苏，看好后市业绩将迎来整体性复苏 5
1.1、 2020 年 Q3 化工上市公司业绩大幅复苏 5
1.2、 2020Q3 化工行业期间费用率稳定，净资产收益率大幅回升 7
1.3、 库存周期：随着国内经济复苏，未来化工品去库进度有望加快 8
2、 石油化工行业：民营大炼化领军者业绩依旧亮眼，涤纶长丝行业 Q3 有所承压 9
2.1.1、 Q3 石油化工板块公司业绩强势复苏，归母净利润总和大幅提升 9
2.1.2、 重点跟踪公司业绩评述：民营大炼化强者恒强，涤纶长丝 Q3 有所承压 10
2.1.3、 建议继续关注进入业绩释放期的民营大炼化领军者和未来趋势向好的涤纶长丝行业龙头 12
3、 基础化工行业：Q3 各化工子行业整体复苏，景气上行通道开启，建议关注估值较低、未来业绩确定性强、具有成长性的化工子行业龙头 14
3.1、 粘胶短纤、MDI、维生素、氨纶等品种基本面向好，景气有望继续上行 18
3.1.1、 萤石：强调萤石资源的稀缺性和金石资源公司自身的成长性 19
3.1.2、 粘胶短纤：基本面良好，行业库存继续下降，未来存继续提价预期 20
3.1.3、 MDI：“金九银十”、不可抗力频发使得 MDI 价差不断扩大 22
3.1.4、 氨纶：氨纶走货相对较快，双原料支撑，氨纶开工及价格双双上调 23
3.1.5、 维生素：价格已于 4 月底冲高回落，下半年 VA、VE 出口量均下滑 24
3.1.6、 氟制冷剂：周期底部不必悲观，静待龙头引领周期景气反转 25
4、 风险提示 27

图表目录

图 1： 化工行业市盈率反弹至 31.75 倍 5
图 2： 化工行业市净率已反弹至 2.35 倍 5
图 3： Q3 CCPI 已从底部反弹至约 4,000 点 5
图 4： 2020 年前三季度，化工企业营收同比-20% 6
图 5： Q1 是化工业绩的至暗时刻，Q3 净利润大幅复苏 6
图 6： 2020 年前三季度营业收入分布：两桶油占 67% 6
图 7： 2020 年 Q3 归母净利润 TOP20：以中国石化为首 6
图 8： 2020 前三季度营收同比：均大幅下滑 7
图 9： 2020 前三季度归母净利：Q2 扭亏，Q3 强势复苏 7
图 10： Q3 行业各项费用率维持稳定 7
图 11： Q3 化工行业净资产收益率探底回升 7
图 12： Q3 化工企业资产负债率环比下降 8
图 13： Q3 化工企业流动比率继续提高 8
图 14： 目前工业企业产成品库存同比增速回落 8
图 15： 化工原料、橡胶等子行业产品库存基本同比持平 8
图 16： 2020Q3 石化涤纶板块营收总和转跌为升 9
图 17： 2020Q3 石化涤纶板块归母净利润总和大幅提升 9
图 18： Q3 石化涤纶板块总营收同比降幅继续缩窄 9
图 19： Q3 石化涤纶板块归母净利润总和实现同比增长 9
图 20： 2020 前三季度恒力石化和荣盛石化营收再创新高 10
图 21： 2020 前三季度其余各企业营收同比降幅有所缩窄 10

图 22: 2020Q3 海利得、新凤鸣、东方盛虹、恒逸石化实现营收环比增长 10
图 23: 2020 前三季度三大炼化企业归母净利润大幅增长 11
图 24: 2020 前三季度其余企业归母净利润同比下降 11
图 25: 2020Q3 大部分公司归母净利润明显环比改善 11
图 26: 各公司存货周转率持续改善 12
图 27: 截至 2020Q3 恒力石化 ROE 高居首位 12
图 28: 截至目前主营炼厂开工率维持在高位 12
图 29: 山东地炼开工率基本维持在 75%左右 12
图 30: 截至目前江浙织机的开工率为 93.47%左右 13
图 31: 目前 POY 的库存天数基本稳定在 18 天左右 13
图 32: 10 月 PTA-PX 平均价差为 465 元/吨 13
图 33: “十一”长假后 POY 价差持续修复 13
图 34: 化学原料板块营收增速：整体延续反弹趋势 14
图 35: 化学制品板块营收增速：全面呈现复苏态势 14
图 36: 化学原料板块归母净利润：整体形势向好 15
图 37: 化学制品板块归母净利润：整体稳中有进 15
图 38: Q3 钾肥行业整体营收同比提高 15
图 39: Q3 磷化工及磷酸盐行业整体营收进一步提速 15
图 40: Q3 磷肥行业整体净利润大幅提升 16
图 41: Q3 聚氨酯行业净利润环比改善明显 16
图 42: Q3 氮肥行业整体净利润延续 Q2 复苏趋势 16
图 43: Q3 纺织化学用品行业净利润环比基本持平 16
图 44: Q3 涂料油漆油墨行业整体净利润环比回落 16
图 45: Q3 玻纤行业整体净利润基本环比持平 16
图 46: 近期氢氟酸、萤石价格与价差趋于稳定 20
图 47: 年底萤石开工率均有下行 20
图 48: 粘胶短纤库存持续降低 21
图 49: 粘胶短纤价格上涨，盈利情况逐步改善 21
图 50: 当前棉花-粘胶价差为正差，且处于历史高位 22
图 51: 聚合 MDI 价格处于高位 23
图 52: 近期纯 MDI 价差持续扩大 23
图 53: 受成本高位压力影响，氨纶厂家报盘纷纷上调 23
图 54: 近期氨纶开工率保持在高位，将近 9 成 24
图 55: 氨纶去库明显，处于近两年来的低位 24
图 56: 维生素价格已于 4 月底冲高回落，目前 VA 价格大幅下行 25
图 57: 自 8 月起，VA 出口量同比大幅下滑 25
图 58: 2020 下半年，VE 进出口量双双同比下滑 25
图 59: 三代制冷剂：工厂迫于成本压力维持低负荷生产 26
图 60: R32 价格与价差：进入底部区间 26
图 61: R125 价格与价差：进入底部区间 26
图 62: R134a 价格与价差：进入底部区间 26

表 1: 2020 年前三季度基础化工行业毛利率、净利率排行 TOP20：中简科技、金石资源等表现亮眼 17
表 2: 2020 年前三季度基础化工行业 ROE、EPS 排行 TOP20：道恩股份、扬农化工等表现亮眼 17
表 3: 2020 年前三季度，基础化工行业个股涨幅 TOP40：亚士创能、名臣健康和容大感光等领涨 18

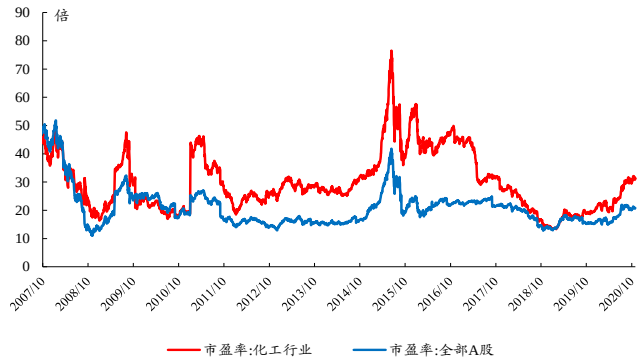
表 4： 重点公司盈利预测和估值汇总表 26

1、 化工行业三季报点评：化工上市公司 Q3 业绩大幅复苏，看好后市业绩将迎来整体性复苏

1.1、 2020 年 Q3 化工上市公司业绩大幅复苏

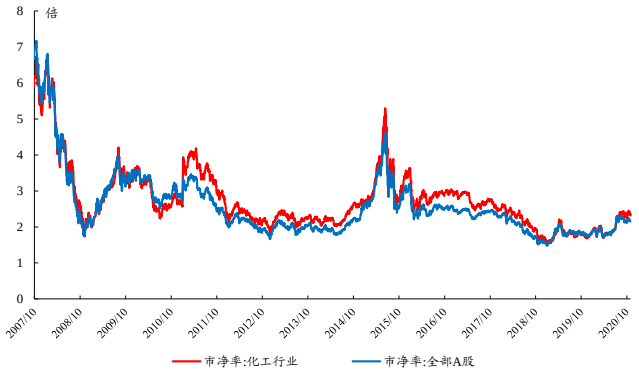
Q3 业绩同比增长，我们确认 2020Q1 为化工行业上市公司的业绩底部，Q2 业绩已止损回暖。2020 年初以来 NCP 疫情持续蔓延，全球范围内物流运输受限、企业复工复产受阻、世界经济下行压力剧增，化工行业整体形势不佳，曾于 2020 年 Q1 呈现出了“低价格+低业绩+低估值”的“三低”状态。为了实现“促消费、保就业、稳外贸”的多重目标，前期，我国开始积极扩大内需、释放消费潜力、加大基建投资、提振市场活力、出台外贸优惠政策。为观察下游需求复苏进度，2020 年 5 月初起，我们开源化工团队通过紧密跟踪，率先观察到化纤、塑料、氟化工、农化、地产后周期品种等化工产业链内需回暖，并坚定看好“全球经济终将恢复常态化运行”。目前“低价格+低业绩+低估值”的“三低”状态已逐步修复：1）CCPI 指数已从底部的 3154 点反弹至今的约 4,000 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%；3）化工行业整体 PE 已由底部的 14.12 反弹至 31.75 倍、PB 已由底部的 1.49 反弹至 2.35 倍。在当前时点上，我们持续坚定看好处于周期底部、估值较低、现金流量健康的化工子行业龙头。

图1：化工行业市盈率反弹至 31.75 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：化工行业市净率已反弹至 2.35 倍



数据来源：Wind、开源证券研究所

图3：Q3 CCPI 已从底部反弹至约 4,000 点

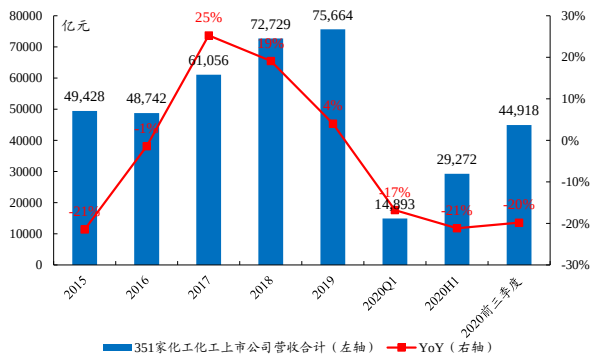


数据来源：Wind、开源证券研究所

我国化工上市公司业绩已于 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。据 Wind 数据，截至 10 月 31 日晚，384 家化工行业 A 股上市公司均已披露《2020 年第三季度报告》。我们筛选出自 2014 年起已持续经营并公示年报的 351 家化工上市公司进行统计：**从前三季度角度看**，351 家化工上市公司共实现营业总收入 44,917.80 亿元（同比-19.82%）、1,208.74 亿元（同比-30.28%）。**从 2020 年 Q3 单季度角度看，**351 家化工上市公司实现了营业总收入合计 15,645.47 亿元（同比-17.19%，环比+8.80%）；归母净利润 374 亿元（同比+26%，环比+25.50%），因中国石油、中石化管道资产重组收益确立，三季度大幅扭亏，故剔除中国石油与中石化。

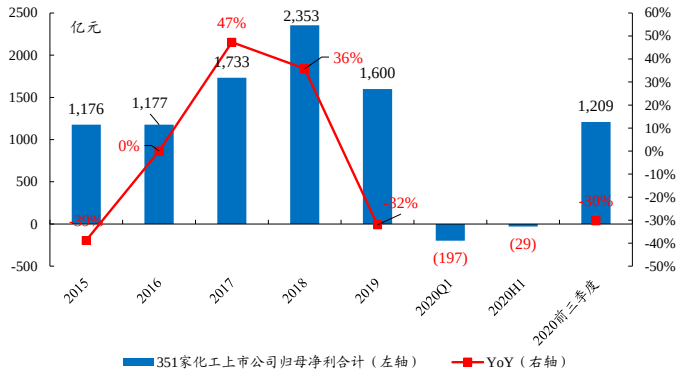
Q3 化工企业盈利能力环比大幅增长。2020 年 Q1，受疫情影响，终端需求不振，叠加油价下行至低位，需求及成本两端支撑不足，化工品价格短期加速下行至近十年间的底部，上市化工企业业绩表现出现分化：市场需求减弱叠加新增产能冲击的传统行业，盈利能力受到较大冲击；而在受政策托底或推动、内需支撑等的子行业中，企业业绩受 NCP 疫情的冲击相对较小。**进入 Q2，**海外疫情持续蔓延且形势严峻，原油价格一度暴跌至负值，全球经济动荡、进出口受阻，我国化工企业继续承压前行；在多项政策扶持下，国内企业复工复产稳步推进，需求端亦逐步复苏，化工企业盈利触底；**进入 Q3，**伴随着国内化工企业生产全面正常化，国内需求持续复苏，海外需求逐渐复苏，化纤、MDI 等部分子行业进入“金九银十”旺季，化工企业盈利能力环比大幅增长。整体来看，2020 年 Q1、Q2、Q3 单季度，351 家化工上市公司中分别有 263、299、308 家实现盈利，占比分别为 75%、85%、88%。

图4：2020 年前三季度，化工企业营收同比-20%



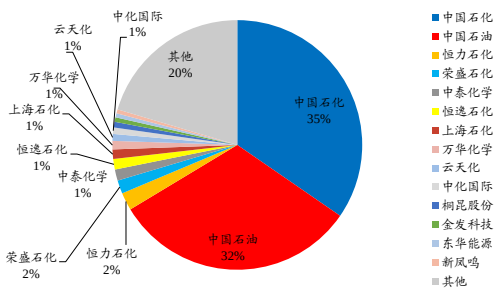
数据来源：Wind、开源证券研究所（剔除每年新上市公司业绩）

图5：Q1 是化工业绩的至暗时刻，Q3 净利润大幅复苏



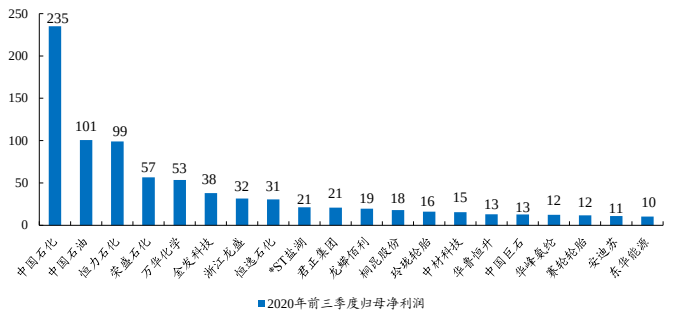
数据来源：Wind、开源证券研究（剔除每年新上市公司业绩）

图6：2020 年前三季度营业收入分布：两桶油占 67%



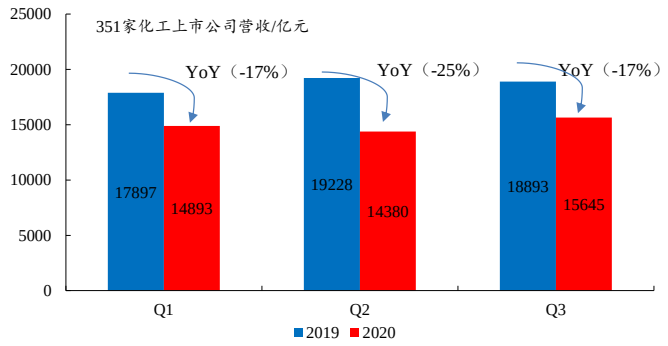
数据来源：Wind、开源证券研究所

图7：2020 年 Q3 归母净利润 TOP20：以中国石化为首



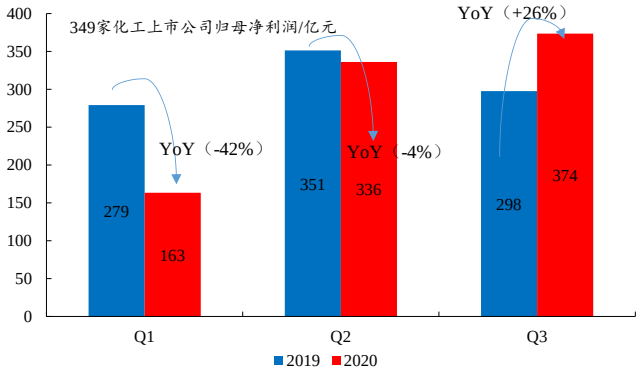
数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：2020 前三季度营收同比：均大幅下滑



数据来源：Wind、开源证券研究所

图9：2020 前三季度归母净利：Q2 扭亏，Q3 强势复苏



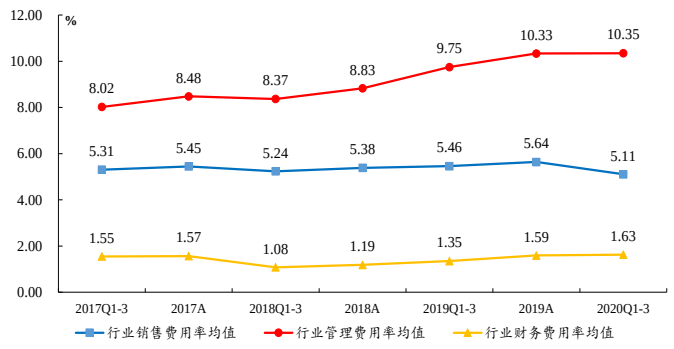
数据来源：Wind、开源证券研究所 注：因中国石油、中石化管道资产重组收益确立，三季度大幅扭亏，故剔除中国石油与中石化。

1.2、 2020Q3 化工行业期间费用率稳定，净资产收益率大幅回升

2020 前三季度化工行业期间费用率保持稳定。2020 前三季度，根据 Wind 数据，化工行业销售费用率均值为 5.11%，同比下降 0.35 pcts，较 2019 年底下降 0.53 pcts；行业管理费用率均值为 10.35%，同比上升 0.60 pcts，较 2019 年底小幅上升 0.02 pcts。2017 年以来，化工行业的资产负债率基本维持在 37%-38%左右的较低水平，去杠杆成效显著，行业财务费用率也持续维持在 2%以下的低水平。2020 年前三季度，化工行业平均财务费用率为 1.63%，同比上升 0.28 pcts，较 2019 年底微幅上行 0.04 pcts。

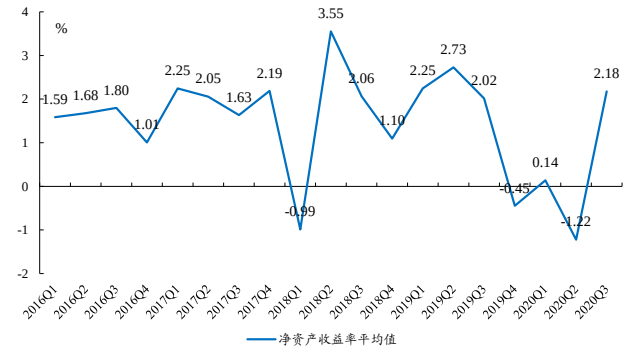
化工行业净资产收益率 Q3 环比大幅回升。受 2020H1 全球新冠疫情影响，油价一度跌至负值，大多数化工品价格也随之大幅下跌，化工企业利润空间压缩，行业净资产收益率于 2020Q2 跌至负值。随着 NCP 疫情对经济的冲击逐渐淡化，企业已全面复工，中国经济强势复苏，化工行业 Q3 单季净资产收益率随之大幅反弹，超过 2019 年同期水平。同时，化工行业流动比率指标进一步提升，创近年来新高，短期偿债能力不断增强。

图10：Q3 行业各项费用率维持稳定



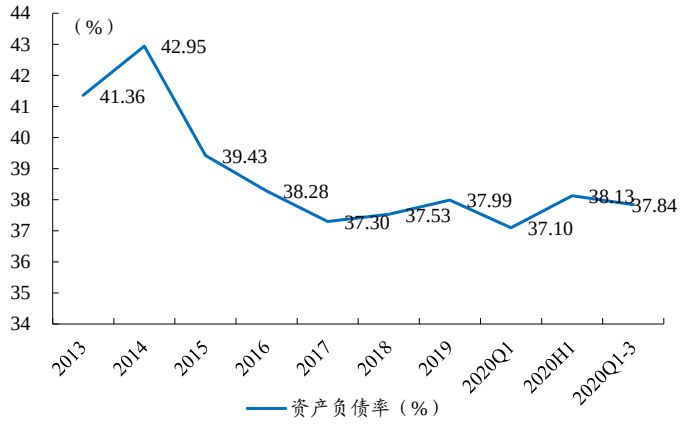
数据来源：Wind、开源证券研究所

图11：Q3 化工行业净资产收益率探底回升



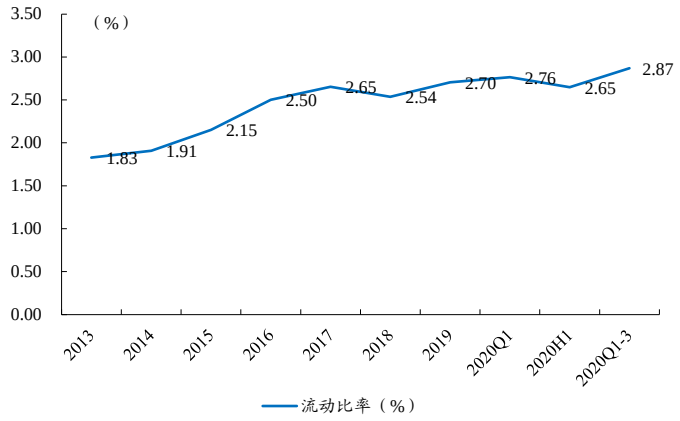
数据来源：Wind、开源证券研究所

图12：Q3 化工企业资产负债率环比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：Q3 化工企业流动比率继续提高

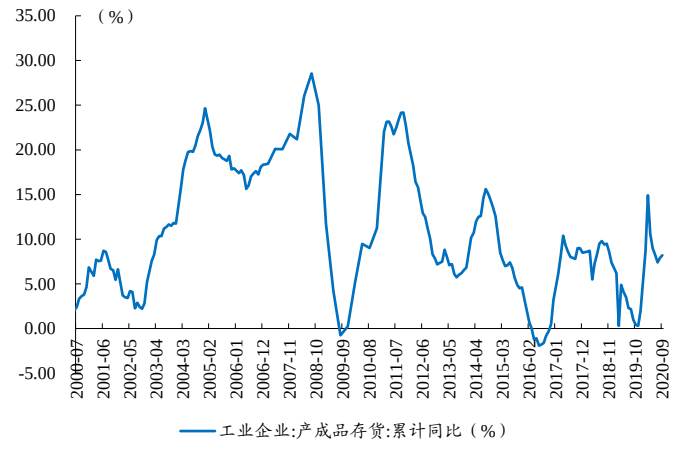


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.3、 库存周期：随着国内经济复苏，未来化工品去库进度有望加快

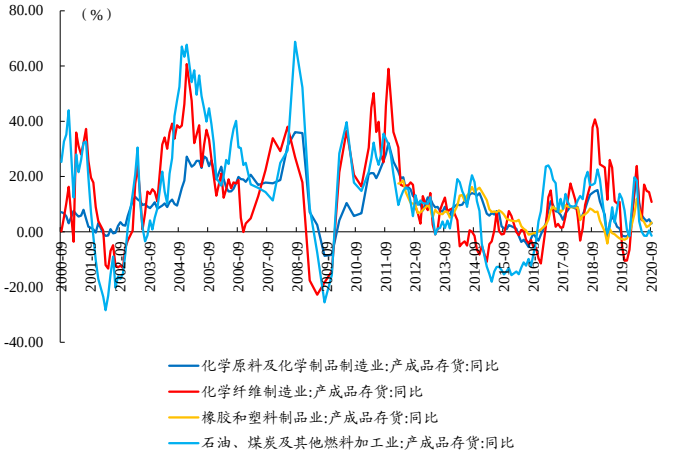
2020 年 Q3 产成品库存同比增速持续回落，后市“被动去库存-主动补库存”的趋势已逐渐明朗。2020 年三季度，我国主要经济指标改善明显，PMI 等宏观经济数据持续位于景气区间，国内需求恢复态势良好。叠加部分子行业进入“金九银十”旺季，化工行业去库表现明显，据国家统计局数据显示，截至 2020 年 9 月，化学原料及化学制品制造业、化学纤维制造业、橡胶和塑料制造业、石油/煤炭及其他燃料加工业的产成品存货同比分别为+3.00%、+10.80%、+3.30%、-1.40%，较 6 月份的+4.80%、+17.10%、+3.50%、-1.40%的增速明显放缓。随着国内经济持续复苏，未来海外需求存在复苏可能，我们认为未来化工品被动去库进度有望加快，进一步进入主动补库阶段。

图14：目前工业企业产成品库存同比增速回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：化工原料、橡胶等子行业产品库存基本同比持平



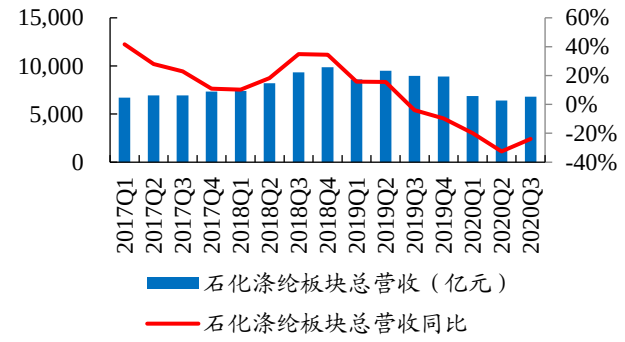
数据来源：Wind、开源证券研究所

2、 石油化工行业：民营大炼化领军者业绩依旧亮眼，涤纶长丝行业 Q3 有所承压

2.1.1、 Q3 石油化工板块公司业绩强势复苏，归母净利润总和大幅提升

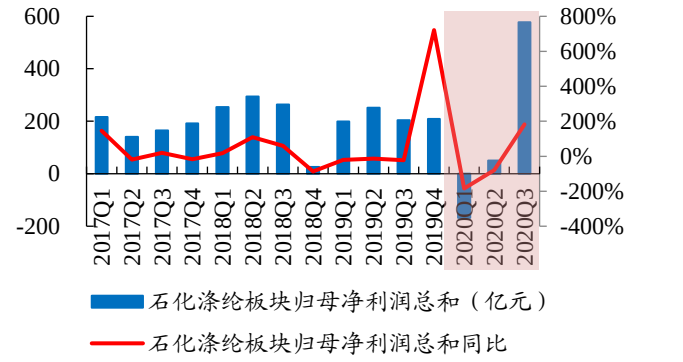
Q3 石油化工板块上市公司业绩继续强势回暖。经过上半年疫情和原油价格大幅下行的双重冲击后，石油化工行业盈利能力大幅增强，主要得益于下游需求持续回暖、民营大炼化业绩继续释放以及中国石化扭亏为盈。据 Wind 数据统计，2020Q2 石油化工板块实现扭亏为盈，确认拐点到来；Q3 石油化工板块营业收入总和环比增长 6.46%，归母净利润实现同比增长 183.04%、环比增长 1046.92%，展现出强劲的增长动能，主要是由于中国石化在 Q3 强势扭亏为盈，单季度实现归母净利润 463.89 亿元，创下历史新高。**剔除中石化后，石油化工板块公司总营收同比下降，但降幅持续缩窄，归母净利润实现同比和环比双重增长。自 5 月起我们始终坚定看好，民营大炼化将充分受益于低成本原油红利和下游需求回暖；当前时点，我们认为石油化工行业将随下游继续回暖、民营大炼化业绩全面释放，继续保持强劲的盈利能力。**

图 16：2020Q3 石化涤纶板块营收总和转跌为升



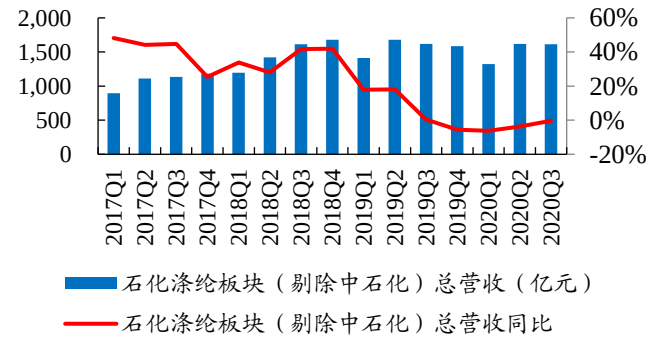
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以上数据选自石油化工和涤纶子板块）

图 17：2020Q3 石化涤纶板块归母净利润总和大幅提升



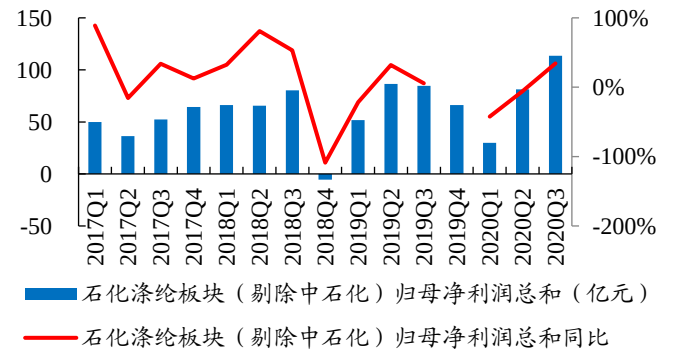
数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以上数据选自石油化工和涤纶子板块）

图 18：Q3 石化涤纶板块总营收同比降幅继续缩窄



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以上数据选自石油化工和涤纶子板块，剔除中国石化）

图 19：Q3 石化涤纶板块归母净利润总和实现同比增长

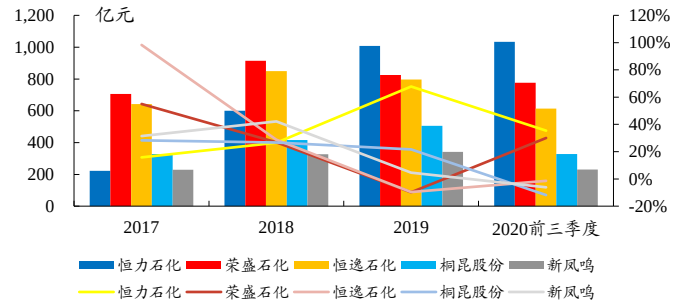


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：以上数据选自石油化工和涤纶子板块，剔除中国石化）

2.1.2、 重点跟踪公司业绩评述：民营大炼化强者恒强，涤纶长丝 Q3 有所承压

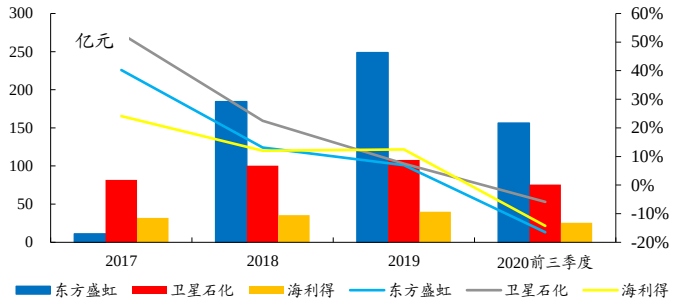
2020 年前三季度，在我们重点跟踪的 8 家公司当中，恒力石化和荣盛石化营业收入再创新高，分别大幅同比增长 35.38%、30.10%，其余公司的营业收入虽仍存不同程度的同比下滑，但较 2020H1 的降幅已有所缩窄。作为民营大炼化行业领军者，恒力石化和荣盛石化在本次疫情与原油价格的双向冲击下，展现出稳定的盈利能力和较强的抗风险能力。2020 前三季度，其余 6 家公司的营收仍然呈现同比下滑趋势，但降幅继续缩小。Q3 单季度，共有 4 家公司实现营收环比增长，其中包括海利得、新凤鸣、东方盛虹和恒逸石化。其中，海利得受益于全球汽车产业链启动，车用丝销量陆续恢复，以及 8 月越南工厂第一批 1.2 万吨工业丝正式投产，营业收入实现环比改善。

图20：2020 前三季度恒力石化和荣盛石化营收再创新高



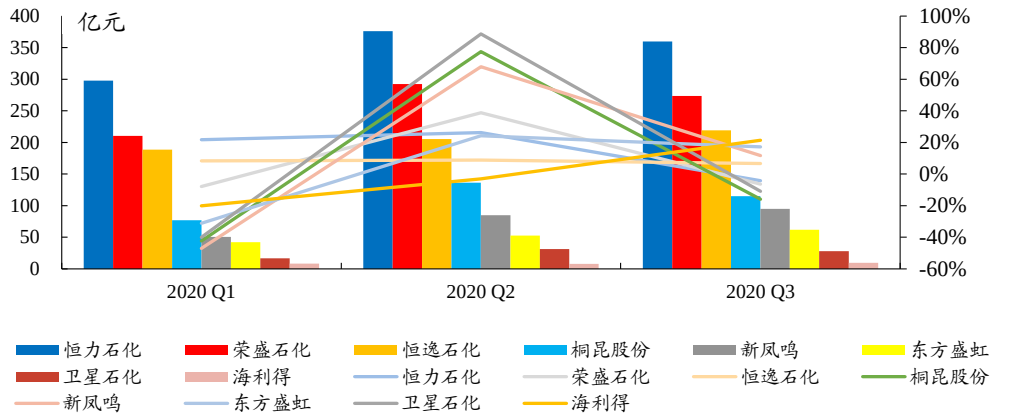
数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2020 前三季度其余各企业营收同比降幅有所缩窄



数据来源：Wind、开源证券研究所

图22：2020Q3 海利得、新凤鸣、东方盛虹、恒逸石化实现营收环比增长

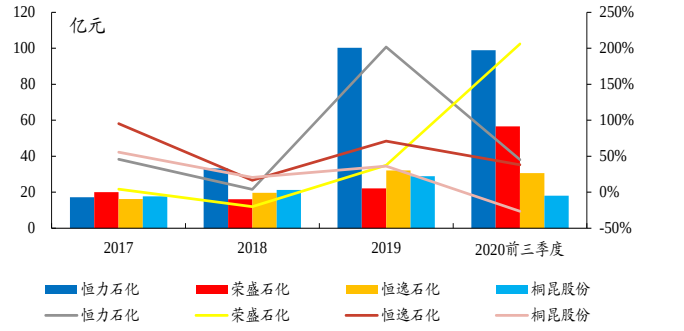


数据来源：Wind、开源证券研究所

民营大炼化强者恒强，涤纶长丝 Q3 价差缩窄拖累公司业绩。归母净利润方面，在我们重点跟踪的 8 家公司内，2020 年前三季度荣盛石化、恒力石化、恒逸石化实现同比增长，分别同比大幅增长 206.17%、45.16%、38.09%。恒力石化得益于继续享受低成本原油，Q3 公司营业成本环比下降 12.45%。根据公司公布的经营数据，1-9 月公司原油平均进价为 2,197.81 元/吨，较 1-6 月的平均进价再度下降，低成本原油显著增强了公司盈利能力，因此 Q3 恒力石化的毛利率和净利率均得以明显提升，Q3 公司毛利率和净利率分别为 24.28%、12.13%，较 Q2 的 17.22%、8.99%，分别提升 7.06%、3.14%。

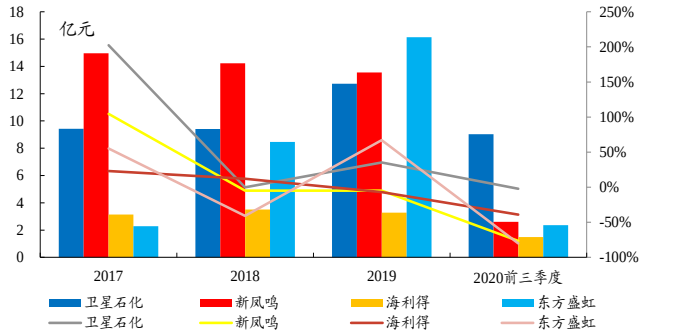
2020 年前三季度，其余 5 家公司归母净利润均同比下降，其中卫星石化的同比降幅较 2020H1 缩窄明显，公司前三季度的归母净利润仅同比下降 2.17%，基本追平 2019 年同期利润水平。涤纶长丝龙头新凤鸣前三季度实现归母净利润 2.60 亿元（同比-76.51%），Q3 单季度实现归母净利润 5,950.18 万元（环比-58.04%）。据 Wind 数据，Q3 涤纶长丝 POY 平均价差为 844 元/吨，较 Q2 约下降 340 元/吨，涤纶长丝价差缩窄对公司盈利能力造成拖累。**但进入 10 月以来，“银十”如期而至，受益于印度订单转移以及冷冬预期，涤纶长丝产销两旺，价差持续修复，截至目前 POY 价差已反弹至 1393 元/吨，我们看好随行业景气度修复，涤纶长丝行业的公司业绩将同步回暖。**涤纶工业丝龙头海利得前三季度实现归母净利润 1.49 亿元(同比-38.95%)，Q3 单季度实现归母净利润 4,719.59 万元（环比-15.22%）。据 Wind 数据，Q3 聚酯切片（纤维级）均价为 4，542 元/吨，平均价差为 350 元/吨，较 Q2 平均价差下降 236 元/吨，聚酯切片盈利能力下滑对公司业绩造成拖累。但是进入 9 月以来，海利得车用丝订单基本恢复至同期水平，2021 年随越南工厂开始放量，公司或将迎来业绩拐点。**我们继续看好民用涤纶长丝和涤纶工业丝行业未来长期的向好趋势。**

图23：2020 前三季度三大炼化企业归母净利润大幅增长



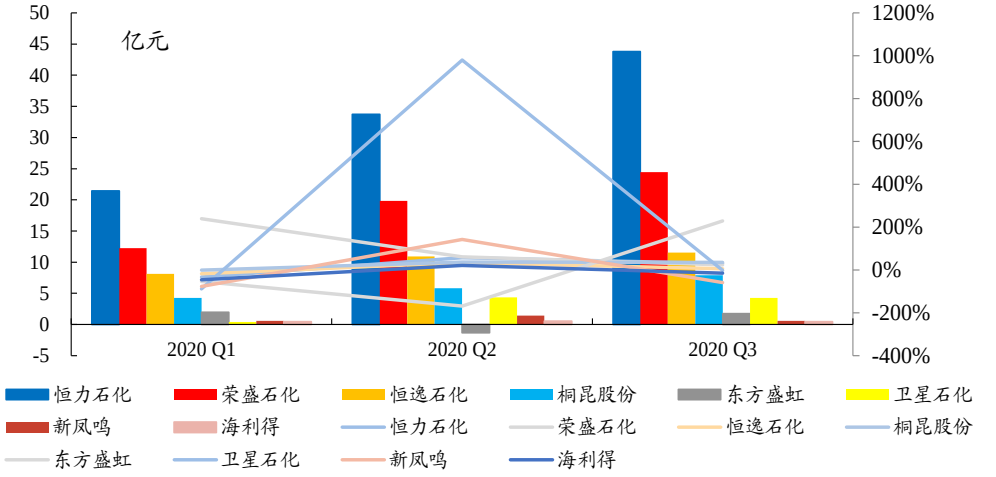
数据来源：Wind、开源证券研究所

图24：2020 前三季度其余企业归母净利润同比下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25：2020Q3 大部分公司归母净利润明显环比改善

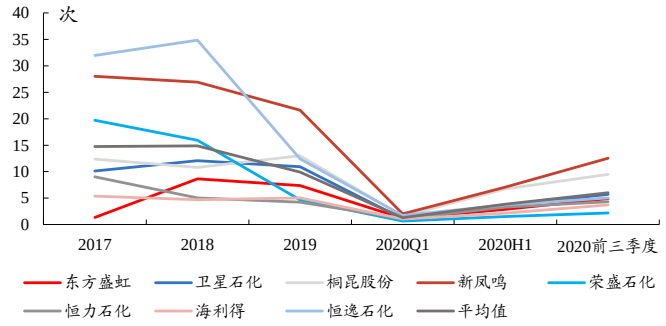


数据来源：Wind、开源证券研究所

Q3 各公司存货周转率持续改善，恒力石化和荣盛石化 ROE 稳居前两位。从库存周转率上来看，Q1 由于疫情造成下游需求锐减，石油化纤产业链各环节库存一度冲高，导致各公司的库存周转率均出现大幅下降、触及底部。此后，随疫情缓解，下游需求回暖，各公司库存周转率持续改善，涤纶长丝改善幅度较为突出。其中，

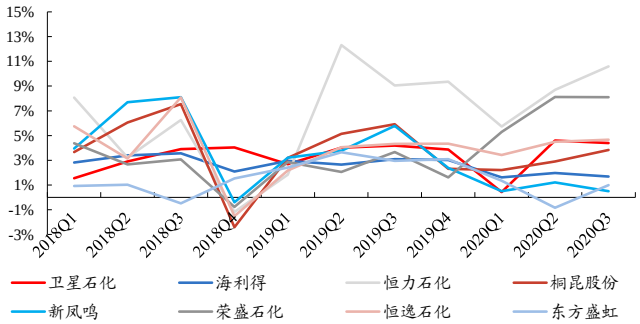
新凤鸣库存周转率始终领跑行业，截至 2020Q3 公司库存周转率为 12.53 次，远高于平均值 5.99 次，展现出较强的库存管理能力；桐昆股份位居第二位，库存周转率 9.49 次。Q3 有三家公司的 ROE 水平较 Q2 再度提升，其中包括恒力石化、桐昆股份和东方盛虹。恒力石化 ROE 水平表现亮眼，Q3 单季度 ROE 为 10.59%，较 Q2 的 8.69%上升 1.90%；荣盛石化位列第二位，Q3 单季度 ROE 为 8.10%，与 Q2 基本持平。

图26：各公司存货周转率持续改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：截至 2020Q3 恒力石化 ROE 高居首位

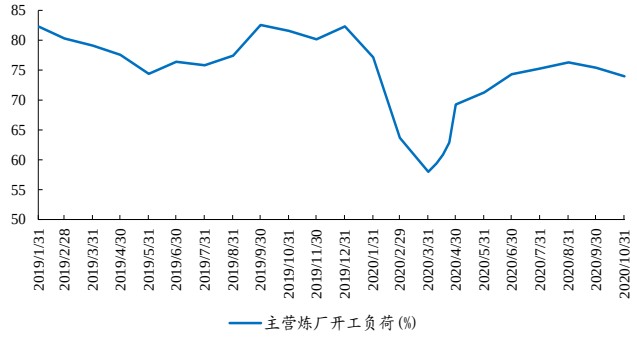


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.1.3、 建议继续关注进入业绩释放期的民营大炼化领军者和未来趋势向好的涤纶长丝行业龙头

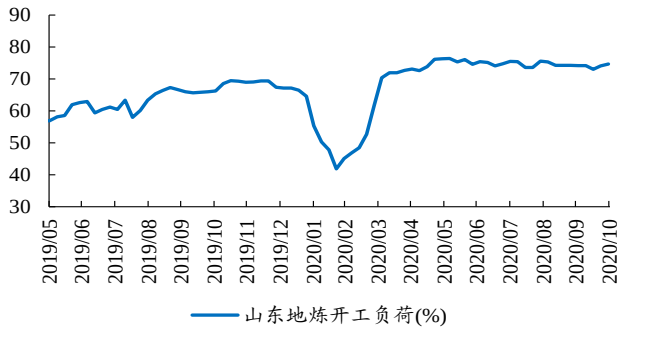
目前我国各大炼厂继续维持高负荷运转，全球范围内石油需求复苏进行中。据卓创资讯统计，目前我国主营炼厂开工率维持高位，截至 10 月 31 日，主营炼厂开工负荷为 73.97%；山东地炼开工率自 3 月强势反弹以来，目前基本维持在 75%左右。据国际能源署（IEA）最新发布的 10 月原油市场月报显示，2020 年 9 月，全球原油供应减少 60 万桶/日，至 9110 万桶/日，较 2019 年同比减少 870 万桶/日。从需求端看，全球多个国家面临的第二波疫情冲击，对原油需求的复苏造成一定拖累。**但是截至目前，全球经济目前复苏的状况仍好于预期，我国经济数据表现依旧亮眼，**我国制造业总体持续回暖，据国家统计局数据显示，10 月份中国制造业采购经理指数（PMI）为 51.4%，较 9 月份小幅下降 0.1 个百分点，自 3 月份以来已连续 8 个月处于扩张区间，表明市场需求增长态势较为强劲，进出口持续改善，经济继续保持稳定复苏态势。国内天然气和化工品需求保持增长，成品油需求继续稳步恢复。**受益标的：恒力石化、荣盛石化。**

图28：截至目前主营炼厂开工率维持在高位



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

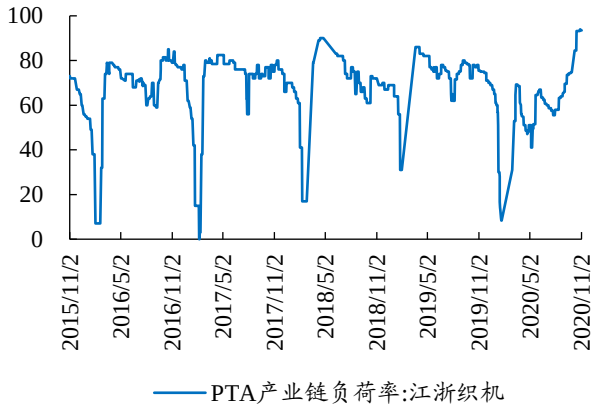
图29：山东地炼开工率基本维持在 75%左右



数据来源：卓创资讯、开源证券研究所

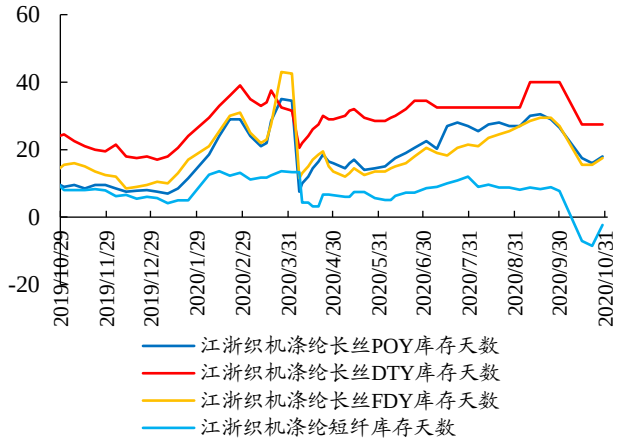
下游涤纶长丝领域，进入 10 月份，纺织服装市场需求陆续释放，活跃度有所提升，主要受益于印度订单转移、冬季服装面料订单和双十一订单陆续下达。据 Wind 数据统计，截至 11 月 2 日江浙织机的开工率已反弹至 93.47%左右，为 2020 年至今的历史高位，并超越往年 80%左右的开工负荷。库存方面，涤纶长丝库存降库效果显著，截至 10 月 29 日，POY 库存天数已经降低至 18 天左右。**“银十”在十一长假后如期而至，我们看好涤纶长丝将受益于下游纺服需求拉动持续回暖，当前下游织机开工率持续反弹，库存水平降低，未来趋势向好，我们继续看好涤纶长丝行业的复苏韧性和向上弹性。**

图30：截至目前江浙织机的开工率为 93.47%左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

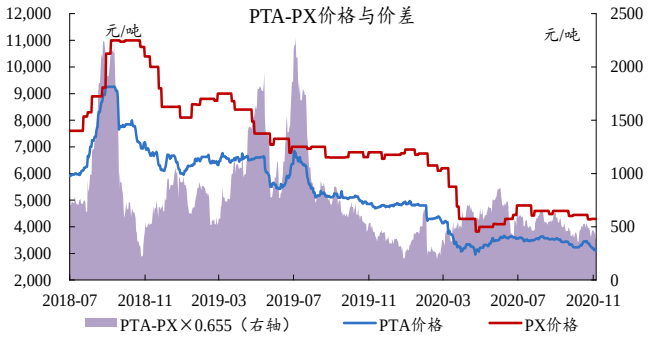
图31：目前 POY 的库存天数基本稳定在 18 天左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

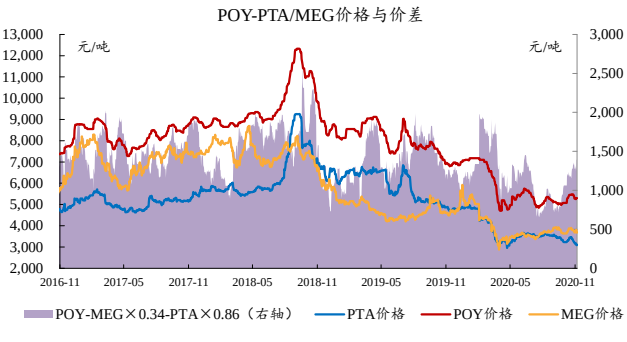
价格与价差方面，由于 PTA 价格降低，目前 PTA-PX 价差有所缩窄，10 月 PTA-PX 平均价差为 465 元/吨，PTA 盈利空间有所压缩。**涤纶长丝价差受上游原材料和下游供需双向影响，在 PTA 价格下降、下游需求具有支撑的情况下，涤纶长丝价差持续修复。**7 月起，由于海外疫情尚未完全控制，纺服需求较为低迷，POY 价差再度走低，Q3 涤纶长丝 POY 平均价差为 844 元/吨，较 Q2 约下降 340 元/吨。但是十一小长假之后，随纺服行业景气度提升，截至目前 POY 价差已反弹至 1,393 元/吨，我们继续看好涤纶长丝随行业景气度提振仍具备较强的复苏韧性和向上弹性。**受益标的：新凤鸣、海利得。**

图32：10 月 PTA-PX 平均价差为 465 元/吨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：“十一”长假后 POY 价差持续修复

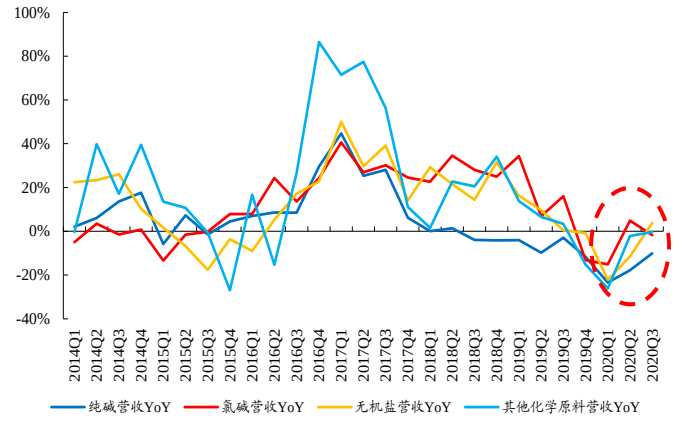


数据来源：Wind、开源证券研究所

3、 基础化工行业：Q3 各化工子行业整体复苏，景气上行通道开启，建议关注估值较低、未来业绩确定性强、具有成长性的化工子行业龙头

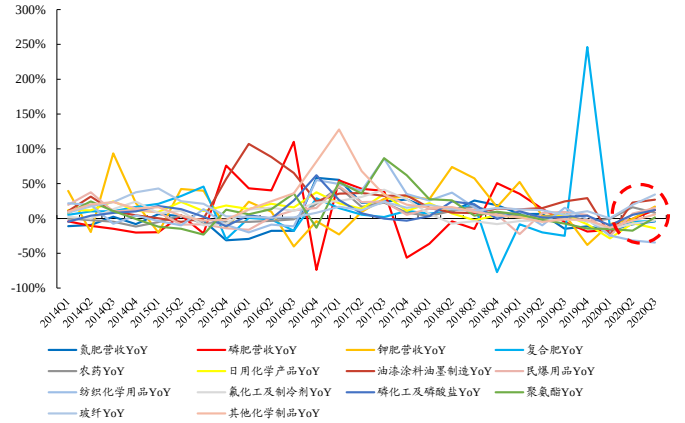
Q3 各化工子行业整体复苏，景气上行通道开启。基础化工行业作为周期性较强的行业，受宏观经济、政策、行业景气周期影响较大。2019 年全球经济增速持续下滑、国际贸易与投资低迷、贸易保护主义抬头，全球总需求不足，化工行业整体处于景气下行轨道。2020 年一季度的 NCP 疫情进一步重创全球经济，加速了全球经济的下行趋势并触及底部，基础化工行业也表现萎靡，在 2020 年 Q1 呈现“低价格+低业绩+低估值”的“三低”状态。但**从 Q2 开始**，随着国内生产秩序逐步恢复，需求逐渐复苏，化工企业盈利能力开始逐步触底反弹。**进入 Q3，**基础化工行业全面复苏的信号则更加强烈。受益于我国政府对 NCP 疫情强力有效的控制，已实现全面复产复工，Q3 国内下游需求超预期，出口也迎来边际改善，我国进入经济全面复苏的通道。另外，我国提出要构建“国内、国际双循环”相互促进的新发展格局，给予各类企业信贷、税收等优惠政策，为实现经济进一步复苏注入动力。**从基础化工板块的经营指标来看，**各化工子行业 2020 年 Q3 延续 Q2 反弹趋势，复苏程度有过之而无不及，化工整体呈现景气上行格局。**我们建议继续关注顺周期板块，并坚定看好估值较低、未来业绩确定性强、具有一定成长性的化工子行业龙头。**

图34：化学原料板块营收增速：整体延续反弹趋势



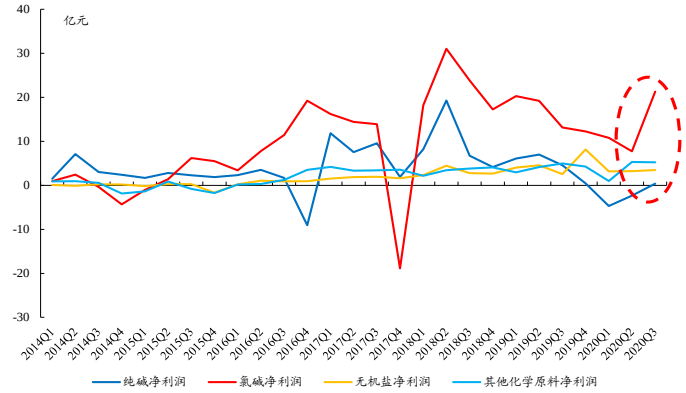
数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：化学制品板块营收增速：全面呈现复苏态势



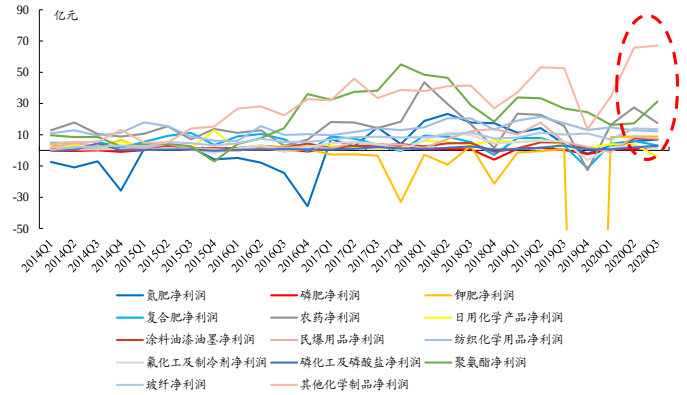
数据来源：Wind、开源证券研究所

图36：化学原料板块归母净利润：整体形势向好



数据来源：Wind、开源证券研究所

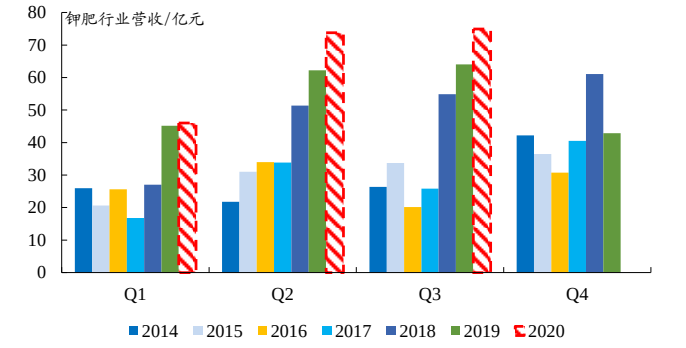
图37：化学制品板块归母净利润：整体稳中有进



数据来源：Wind、开源证券研究所

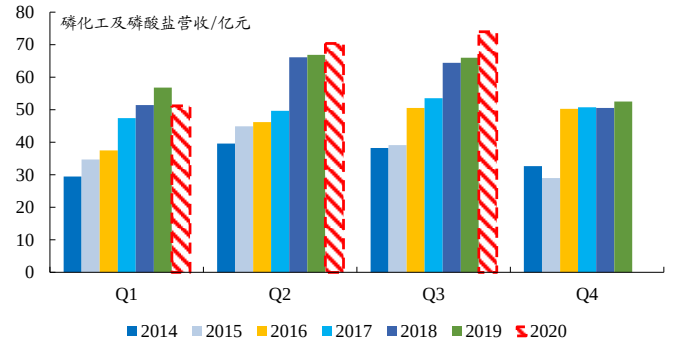
基础化工细分领域绝大部分板块净利润水平呈现稳中有进的格局。随着 Q3 进入秋季备肥旺季，钾肥、磷肥行业营收同比增长，Q3 单季度创近五年新高，磷肥行业整体净利润水平亦大幅增强；随着下游地产行业开工全面恢复，涂料行业和玻纤行业企业业绩继续同比增长，Q3 单季度盈利水平创近五年新高。此外，当大宗商品出现价格上涨的行情时，部分周期股中的资源股（如**萤石**）将成为抗通胀性资产。2020Q3，钾肥、磷化工及磷酸盐、玻纤、涂料油漆油墨等子行业整体营收、净利润水平表现突出，延续二季度强势复苏态势。聚氨酯、磷肥、氮肥等板块也已步入复苏通道。**未来随着国内需求继续复苏，海外需求逐渐恢复，我们预计化工行业景气有望继续保持上行态势。**

图38：Q3 钾肥行业整体营收同比提高



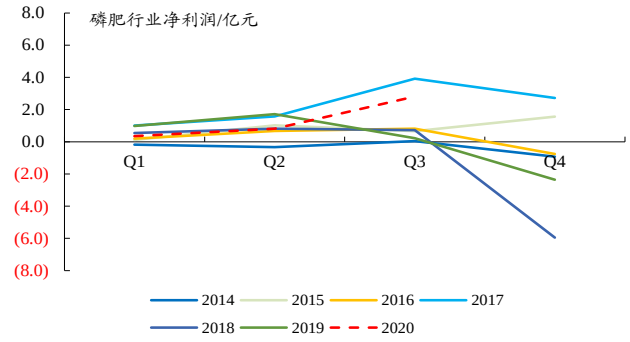
数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：Q3 磷化工及磷酸盐行业整体营收进一步提速



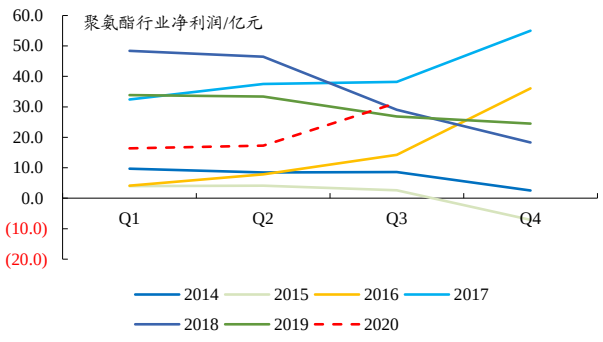
数据来源：Wind、开源证券研究所

图40：Q3 磷肥行业整体净利润大幅提升



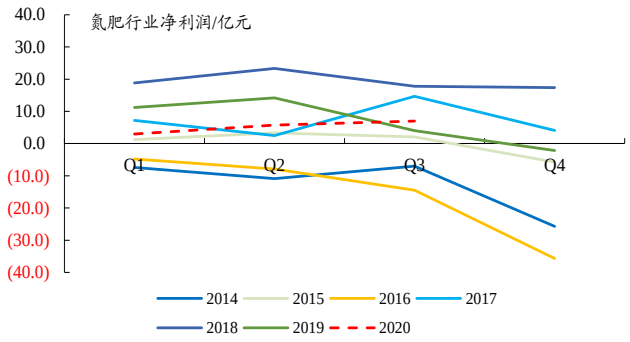
数据来源：Wind、开源证券研究所

图41：Q3 聚氨酯行业净利润环比改善明显



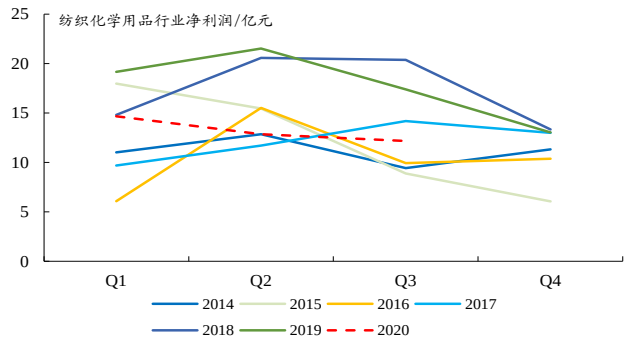
数据来源：Wind、开源证券研究所

图42：Q3 氮肥行业整体净利润延续 Q2 复苏趋势



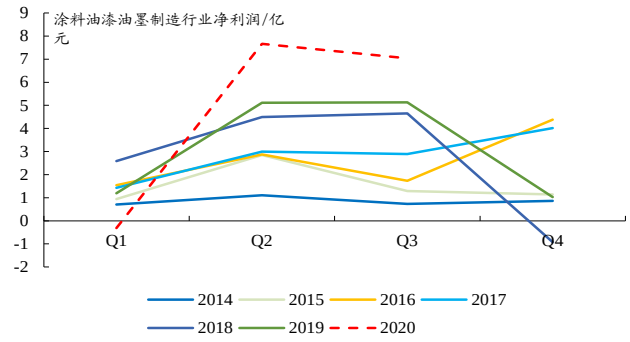
数据来源：Wind、开源证券研究所

图43：Q3 纺织化学用品行业净利润环比基本持平



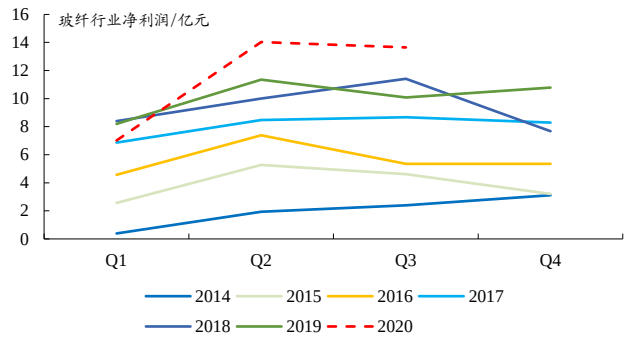
数据来源：Wind、开源证券研究所

图44：Q3 涂料油漆油墨行业整体净利润环比回落



数据来源：Wind、开源证券研究所

图45：Q3 玻纤行业整体净利润基本环比持平



数据来源：Wind、开源证券研究所

根据基础行业行业各公司披露的《2020 年三季度报告》披露的数据（剔除 ST 公司），**从销售毛利率和净利率角度看，**金石资源、中简科技、百傲化学、震安科技、奥福环保、松井股份等盈利能力突出；**从净资产收益率角度看，**道恩股份、金发科技、国恩股份、山东赫达、扬农化工、再升科技、金石资源、利民股份、濮阳惠成等 ROE（摊薄）表现亮眼，分别达到了 42.94%、26.98%、21.90%、19.86%、17.73%、17.73%、16.72%、16.02%、14.68%，大幅超过行业平均值 5.21%；**从每股收益率角度看，**扬农化工、国恩股份、道恩股份、金博股份、丰山集团、金发科技、海利尔、新农股份、科思股份、玲珑轮胎等 EPS 表现卓越，分别达到了 3.30、2.45、1.90、1.66、

1.52、1.47、1.40、1.38、1.31、1.30 元/股。**从股价表现来看，**2020 年前三季度（1 月 1 日-9 月 30 日），基础化工行业中，66.33%个股股价上涨，33.67%个股股价下跌，涨幅高于 50%的个股数量占比达 19.19%。2020 年前三季度，涨幅（前复权）前五的个股分别为：亚士创能、名臣健康、容大感光、三棵树、宏大爆破，涨幅分别达到了 205.0%、189.2%、187.0%、180.2%、168.2%。

表1：2020 年前三季度基础化工行业毛利率、净利率排行 TOP20：中简科技、金石资源等表现亮眼

排名	证券代码	证券简称	2020 年三季报毛利率	排名	证券代码	证券简称	2020 年三季报净利率
1	300777.SZ	中简科技	83.85%	1	300777.SZ	中简科技	50.52%
2	603983.SH	丸美股份	67.44%	2	688598.SH	金博股份	39.63%
3	688598.SH	金博股份	62.60%	3	688019.SH	安集科技	36.80%
4	603605.SH	珀莱雅	61.72%	4	300236.SZ	上海新阳	36.71%
5	600315.SH	上海家化	61.50%	5	603041.SH	美思德	32.83%
6	603360.SH	百傲化学	59.77%	6	300699.SZ	光威复材	32.69%
7	603505.SH	金石资源	57.96%	7	603360.SH	百傲化学	31.54%
8	300767.SZ	震安科技	56.33%	8	300767.SZ	震安科技	31.44%
9	688019.SH	安集科技	54.69%	9	603505.SH	金石资源	31.03%
10	688021.SH	奥福环保	54.37%	10	603983.SH	丸美股份	29.71%
11	300740.SZ	御家汇	53.87%	11	688357.SH	建龙微纳	29.35%
12	688157.SH	松井股份	52.28%	12	600352.SH	浙江龙盛	28.48%
13	300699.SZ	光威复材	52.14%	13	688021.SH	奥福环保	28.14%
14	603630.SH	拉芳家化	50.77%	14	600989.SH	宝丰能源	27.89%
15	300587.SZ	天铁股份	50.31%	15	603601.SH	再升科技	26.72%
16	000893.SZ	亚钾国际	49.28%	16	300690.SZ	双一科技	26.41%
17	300487.SZ	蓝晓科技	48.01%	17	300200.SZ	高盟新材	26.33%
18	002749.SZ	国光股份	47.73%	18	002812.SZ	恩捷股份	26.19%
19	300285.SZ	国瓷材料	47.12%	19	688300.SH	联瑞新材	25.44%
20	688357.SH	建龙微纳	47.06%	20	300285.SZ	国瓷材料	24.58%

数据来源：Wind、开源证券研究所

表2：2020 年前三季度基础化工行业 ROE、EPS 排行 TOP20：道恩股份、扬农化工等表现亮眼

排名	证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE（摊薄）	排名	证券代码	证券简称	每股收益 EPS（元/股）
1	002838.SZ	道恩股份	42.94%	1	600486.SH	扬农化工	3.30
2	600143.SH	金发科技	26.98%	2	300690.SZ	双一科技	2.62
3	300690.SZ	双一科技	22.97%	3	002768.SZ	国恩股份	2.45
4	002768.SZ	国恩股份	21.90%	4	688019.SH	安集科技	2.14
5	002810.SZ	山东赫达	19.86%	5	002838.SZ	道恩股份	1.90
6	600486.SH	扬农化工	17.73%	6	688598.SH	金博股份	1.66
7	603601.SH	再升科技	17.73%	7	688357.SH	建龙微纳	1.62
8	600803.SH	新奥股份	17.64%	8	603810.SH	丰山集团	1.52
9	002909.SZ	集泰股份	16.76%	9	603737.SH	三棵树	1.48
10	603505.SH	金石资源	16.72%	10	600143.SH	金发科技	1.47
11	603360.SH	百傲化学	16.07%	11	603605.SH	珀莱雅	1.42

排名	证券代码	证券简称	净资产收益率 ROE（摊薄）	排名	证券代码	证券简称	每股收益 EPS（元/股）
12	002734.SZ	利民股份	16.02%	12	603639.SH	海利尔	1.40
13	603010.SH	万盛股份	15.93%	13	002942.SZ	新农股份	1.38
14	002709.SZ	天赐材料	15.74%	14	300856.SZ	科思股份	1.31
15	002942.SZ	新农股份	15.73%	15	601966.SH	玲珑轮胎	1.30
16	002749.SZ	国光股份	15.24%	16	603378.SH	亚士创能	1.23
17	603378.SH	亚士创能	15.10%	17	300575.SZ	中旗股份	1.12
18	300699.SZ	光威复材	14.93%	18	603867.SH	新化股份	1.12
19	600731.SH	湖南海利	14.85%	19	300848.SZ	美瑞新材	1.10
20	300481.SZ	濮阳惠成	14.68%	20	002810.SZ	山东赫达	1.06

数据来源：Wind、开源证券研究所

表3：2020 年前三季度，基础化工行业个股涨幅 TOP40：亚士创能、名臣健康和容大感光等领涨

排名	证券代码	证券简称	1 月 1 日收盘价（前复权）	9 月 30 日收盘价（前复权）	2020 前三季度涨幅	排名	证券代码	证券简称	1 月 1 日收盘价（前复权）	9 月 30 日收盘价（前复权）	2020 前三季度涨幅
1	603378.SH	亚士创能	22.23	67.80	205.0%	21	300740.SZ	御家汇	9.49	17.81	87.7%
2	002919.SZ	名臣健康	15.08	43.60	189.2%	22	603010.SH	万盛股份	11.18	20.70	85.1%
3	300576.SZ	容大感光	20.43	58.64	187.0%	23	002810.SZ	山东赫达	19.17	35.36	84.4%
4	603737.SH	三棵树	57.30	160.55	180.2%	24	300236.SZ	上海新阳	27.62	50.90	84.3%
5	002683.SZ	宏大爆破	18.74	50.28	168.2%	25	601208.SH	东材科技	4.92	8.99	82.7%
6	002838.SZ	道恩股份	10.56	28.00	165.3%	26	002812.SZ	恩捷股份	50.39	91.47	81.5%
7	601216.SH	君正集团	2.76	7.22	161.3%	27	300261.SZ	雅本化学	4.26	7.63	79.0%
8	603906.SH	龙蟠科技	10.40	26.70	156.7%	28	002585.SZ	双星新材	4.56	8.13	78.2%
9	002709.SZ	天赐材料	20.67	51.70	150.1%	29	300200.SZ	高盟新材	7.70	13.67	77.6%
10	300522.SZ	世名科技	12.08	29.69	145.8%	30	300721.SZ	怡达股份	18.83	33.35	77.1%
11	603330.SH	上海天洋	10.79	25.66	137.8%	31	002324.SZ	普利特	8.35	14.52	74.0%
12	300767.SZ	震安科技	33.55	79.72	137.6%	32	300587.SZ	天铁股份	9.26	15.78	70.5%
13	300225.SZ	金力泰	5.87	13.84	135.7%	33	300777.SZ	中简科技	30.81	52.48	70.3%
14	688019.SH	安集科技	131.95	310.26	135.1%	34	600889.SH	南京化纤	4.62	7.74	67.5%
15	300132.SZ	青松股份	10.97	25.30	130.6%	35	603916.SH	苏博特	16.67	27.68	66.0%
16	600143.SH	金发科技	7.23	15.73	117.7%	36	300073.SZ	当升科技	27.30	45.00	64.8%
17	603991.SH	至正股份	17.16	36.72	114.0%	37	300530.SZ	达志科技	23.07	37.99	64.7%
18	603650.SH	彤程新材	17.14	34.20	99.5%	38	603605.SH	珀莱雅	87.69	144.04	64.3%
19	603033.SH	三维股份	13.14	26.20	99.3%	39	002556.SZ	辉隆股份	5.61	9.18	63.6%
20	603601.SH	再升科技	7.60	14.67	93.1%	40	300285.SZ	国瓷材料	22.79	37.15	63.0%

数据来源：Wind、开源证券研究所

注：样本剔除 ST 公司

3.1、 粘胶短纤、MDI、维生素、氨纶等品种基本面向好，景气有望继续上行

建议关注绝对低估值、未来业绩确定性强、具有一定成长性的化工子行业龙头。目前在国际油价震荡、国际形势变化莫测、国内需求持续复苏的背景下，中国经济持续复苏，国内疫情得到良好的控制，中国企业已能持续、稳定经营生产。我们建

议关注基本面良好、处于景气上行通道、未来有望持续稳定盈利的品种。**短期我们建议关注基本面良好，处于景气上行周期的品种，如粘胶短纤、MDI、维生素、氨纶等，**看好绝对低估值的化工子行业龙头。如**萤石行业龙头“金石资源”、粘胶短纤行业龙头“三友化工”、涤纶工业丝龙头“海利得”、杀菌剂龙头“利民股份”。**

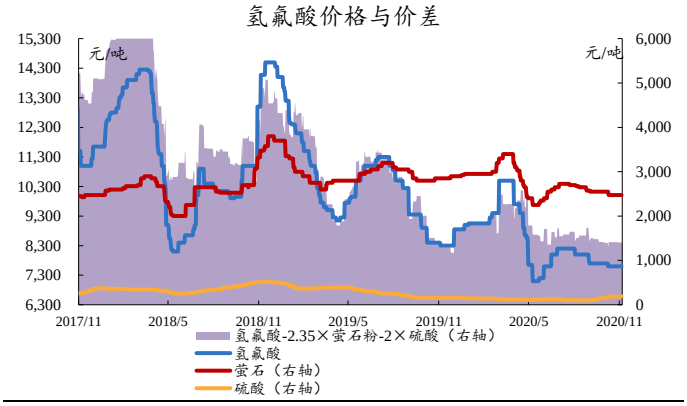
长期看好具有一定护城河，或具有一定成长性的化工龙头。1）华鲁恒升：根据公司公告，公司与湖北省江陵县政府、荆州市政府签订投资建设现代煤化工基地。计划一期项目总投资不少于 100 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品，二期及后续投资规模另行协商。若未来项目落地，以公司此前良好的成本控制能力，有望再造一个低成本的“煤化工龙头”。**2）万华化学：**公司一期乙烯项目预计将于 2020 年内投产，福建产业园已正式开工，10 月 10 日万华（福建）年产 40 万吨 PVC 项目环评已进行第一次公示。此外，眉山基地和烟台新材料等项目持续推进中。**我们认为，公司作为 MDI 全球巨头已进入新一轮资本开支期，多元化发展的长远布局对于拓展未来成长空间具有重要意义，我们坚定看好公司中长期的成长性，公司未来将开启腾飞新篇章。3）恒力石化：**据公司公告，恒力石化（惠州）拟投资约 115 亿元在惠州大亚湾石化园区内建设“2×250 万吨/年 PTA 项目”，预计将于 2021 年底建成投产，项目建成后公司将拥有 1,660 万吨 PTA 年产能，稳居行业龙头地位。惠州石化园区是国内八大石化产业基地之一，地理位置优越，项目投产后可全面辐射华南市场需求，我们认为，公司在惠州大亚湾投建 PTA 项目是布局华南地区的关键一环，为向聚酯产业链延伸迈出的坚实一步。**我们认为，恒力石化作为石化航母，其价值仍被低估，公司成长瓶颈或已被打破，未来成长动能值得期待。4）扬农化工：**公司现有 2,600 吨/年卫生菊酯、800 吨/年联苯菊酯、2,000 吨/年功夫菊酯等产能；目前，优嘉三期项目已进入试生产阶段，公司菊酯产能将达到 2,750 吨/年卫生菊酯、800 吨/年联苯菊酯、4,500 吨/年功夫菊酯、800 吨/年氯氰菊酯、4,000 吨/年高效氯氰菊酯等，公司作为菊酯领军者地位将进一步巩固。多方位项目协同发展，我们看好公司将蓄势待发。

我们继续看好未来化工行业作为基础制造业继续复苏，目前我国生产增长、综合需求持续好转，长期看好未来业绩确定性强、具有一定成长性的化工龙头。**受益标的：【绝对低估值龙头】金石资源、三友化工、海利得、利民股份、巨化股份、三美股份；【化工龙头】万华化学、华鲁恒升、恒力石化、扬农化工、新和成；【弹性标的】华峰氨纶、鲁西化工、新凤鸣。**

3.1.1、 萤石：强调萤石资源的稀缺性和金石资源公司自身的成长性

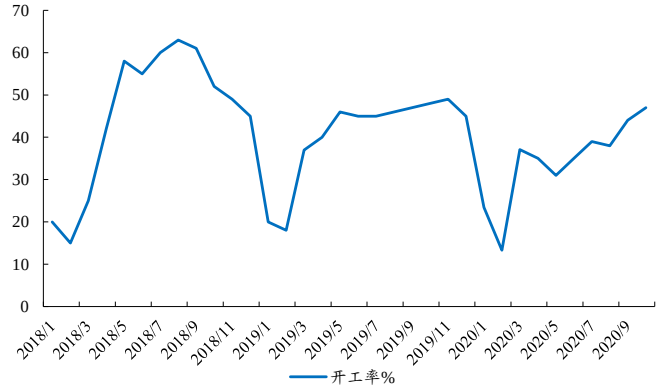
近期萤石酸级精粉市场行情趋稳，待年底北方停产后，我们预计萤石价格将有上行动力。据百川盈孚数据，目前华东市场报价 2,400-2,550 元/吨，华北区域仍然保持在 2,400-2,600 元/吨。场内低价订单偏少，萤石厂家保价心态强烈。下游无水氢氟酸市场弱势维稳运行，整体行情欠佳，市场交投氛围清淡；氟化铝企业库存压力较大，挺价心态不减，下游企业按需采购。整体来看，近期萤石酸级精粉市场行情趋稳。随着环保趋严、北方冬季萤石矿开工下滑、制冷剂传统生产旺季即将来临（12 月到次年 5 月），我们预计年底精粉、高品位块矿等萤石价格将有上行动力。中长期来看，伴随我国有关部门持续释放促进汽车、家电等重点商品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。

图46：近期氢氟酸、萤石价格与价差趋于稳定



数据来源：Wind、开源证券研究所

图47：年底萤石开工率均有下行



数据来源：Wind、开源证券研究所

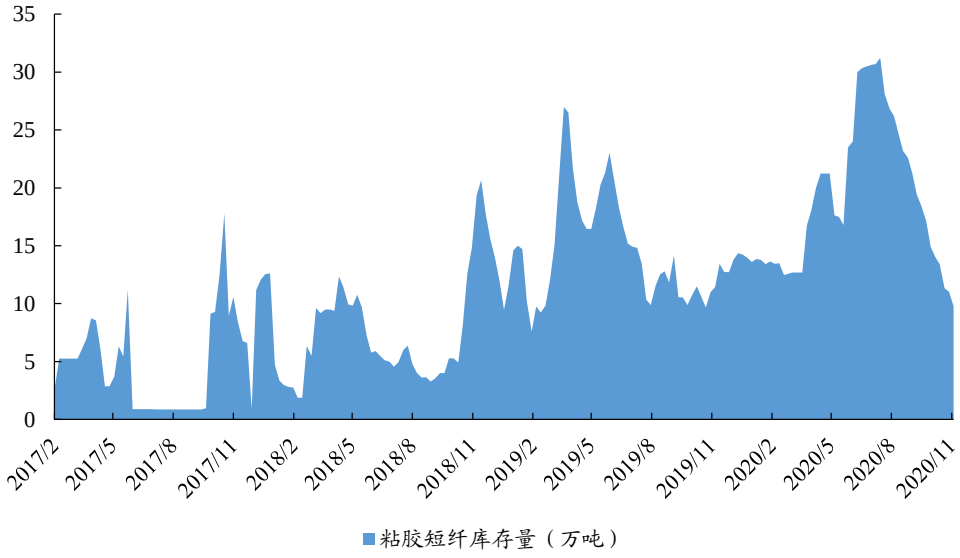
萤石资源稀缺：全球萤石资源形成结构性稀缺，其中我国萤石储量占全球的13.2%，而产量占比却高达57.2%。有效储量不足、储采比严重失衡、资源破坏、流失浪费等问题严重，我国萤石资源保障能力实则不足。近年来，行业标准提高、环保督察工作常态化运行，行业整治无放松可能，违规生产、安全隐患突出的萤石矿企将加速退出，行业有效产能规模将持续收缩并向头部企业集中。

金石资源加速成长：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。近年来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，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。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。**

3.1.2、 粘胶短纤：基本面良好，行业库存继续下降，未来存继续提价预期

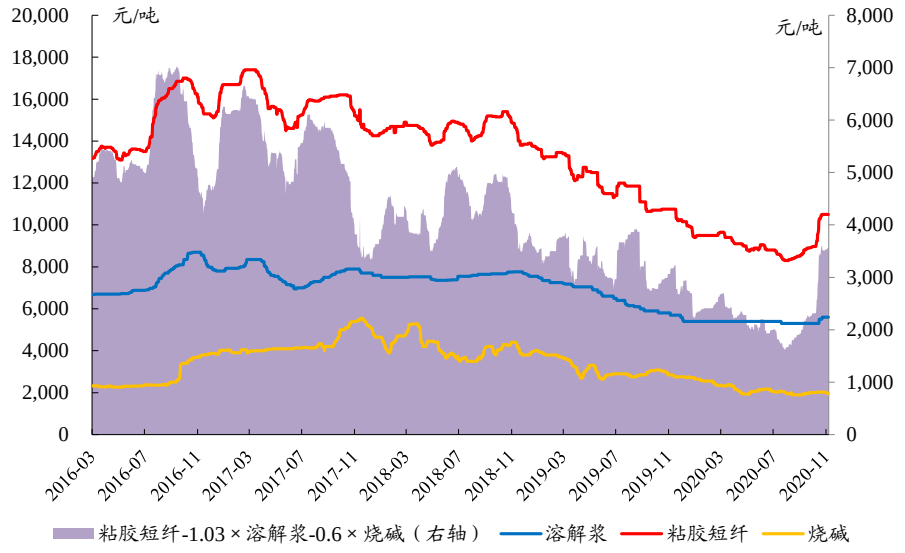
粘胶短纤：价格持续高位，供需基本面良好，未来存继续提价预期。截至11月5日，根据卓创资讯数据，粘短纺织类纤维中端市场均价为10,660元/吨（承兑）。**成本端**，溶解浆货紧，进口货源上涨，支撑粘胶短纤价格坚挺。目前进口针叶浆报735美元/吨，阔叶浆报710美元/吨，国产阔叶浆含税到厂报价5,600元/吨。**需求端**，目前粘胶短纤继续平稳出货，价格坚挺，纱企排产积极。**库存方面**，根据百川盈孚数据，截至10月31日，粘胶短纤行业库存为11.01万吨，较上周下降2.89%。**供给端**，随着粘胶短纤价格不断上涨，截至11月6日，粘胶短纤行业开机率提升至80.95%，成都丽雅10万吨装置重启，该装置满负荷运行。但目前仍有39万吨行业产能停滞，部分高成本装置仍低负荷运行，我们预计当前价格下粘胶短纤开工率提升空间不大。粘胶短纤此前超签订单较多，目前厂家所持订单可执行到11月末。下游人棉纱继续消化前期订单，多数人棉纱所持订单可执行到11月中旬。受制于粘胶短纤和人棉纱都有前期订单尚未交付，当前货源紧缺，支撑当前粘胶短纤和人棉纱售价，因此我们预计11月粘胶短纤或无明显销售压力和累库预期。

图48：粘胶短纤库存持续降低



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

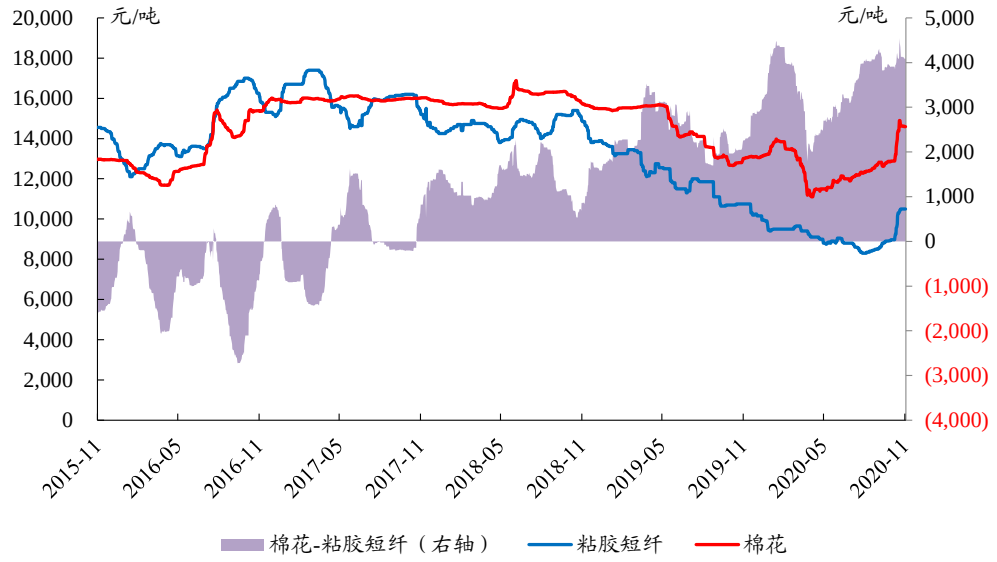
图49：粘胶短纤价格上涨，盈利情况逐步改善



数据来源：Wind、开源证券研究所

棉花-粘胶短纤正差持续处于历史高位，继续看好粘胶短纤对棉花的替代。根据 Wind 数据，自 2017 年以来，棉花-粘胶短纤价差始终为正差。自 2020 年 7 月底以来，棉花-粘胶短纤价差更是持续处于 4,000 元/吨以上的历史高位，截至 11 月 2 日，粘胶短纤价差为 4,088 元/吨。我们继续看好下游进一步使用粘胶短纤替代棉花，以降低棉纺织品的成本，未来粘胶短纤需求有望逐步增长。

图50：当前棉花-粘胶价差为正差，且处于历史高位



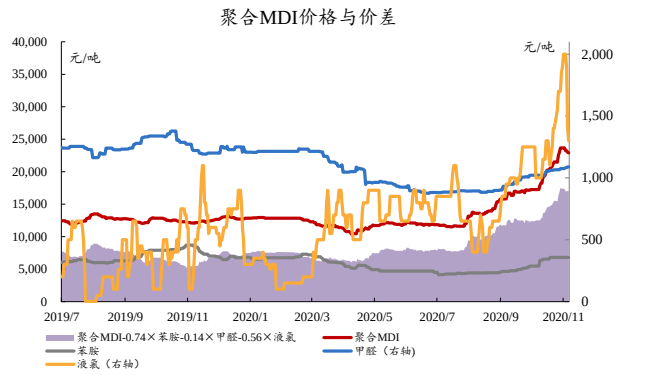
数据来源：Wind、开源证券研究所

公司 2020 年 Q4 粘胶短纤业务盈利情况有望继续环比改善。目前三友化工拥有粘胶短纤产能 78 万吨，为粘胶短纤的上市龙头。以公司粘胶短纤销量 78 万吨计，若粘短含税价格上涨 1,000 元/吨，将增厚公司归母净利润 5.87 亿元，业绩弹性较大。当前三友化工粘胶短纤含税价格 11,000 元/吨，公司高白纤维报价 11,500 元/吨，而我们测算其含税完全成本约为 9,700 元/吨。若保持当前价格，我们预计公司 2020 年 Q4 粘胶短纤业务将实现全面盈利。若未来粘胶短纤价格进一步上行，公司粘胶短纤业务盈利情况将大幅提升。**受益标的：三友化工。**

3.1.3、 MDI：“金九银十”、不可抗力频发使得 MDI 价差不断扩大

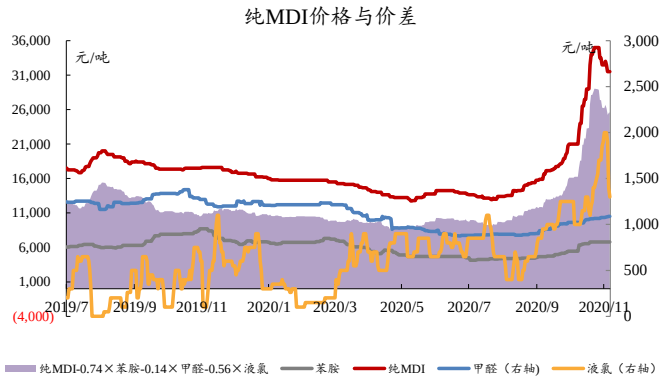
国内外检修+不可抗力频发导致 MDI、TDI 价格持续上涨、价差扩大，万华化学作为聚氨酯行业龙头充分受益。目前 MDI 价格位于高位，据百川盈孚数据，截至本周五（11 月 6 日），纯 MDI 价格为 32,000 元/吨，10 月至今已上涨 58%；聚合 MDI 价格为 23,500 元/吨，10 月至今已上涨约 34%。万华化学于 10 月 27 日发布公告，再度上调 11 月份 MDI 挂牌价，自 2020 年 11 月份开始，公司中国地区聚合 MDI 分销市场挂牌价为 25,000 元/吨（比 10 月份价格上调 5,400 元/吨），直销市场挂牌价 25,000 元/吨（比 10 月份价格上调 5,400 元/吨）；纯 MDI 挂牌价 28,000 元/吨（比 10 月份价格上调 8,200 元/吨）。纯 MDI 方面，上海科思创本周对经销商指导价 31,000 元/吨，货源供应短缺，库存低位挺市态度坚决，下游以刚需采购为主。**聚合 MDI 方面，近期热度略有降低。**目前虽然供应方挺价态度坚决，但下游对高价货源较为抵触，市场心态也逐渐回归理性，价格开始下降，本周（10 月 30 日-11 月 6 日）约下降 500 元/吨。综合考虑当前 MDI 处于检修季且前期海外装置不可抗力频发，**上海科思创装置将于 10 月底检修，预计 40 天左右**，我们认为，由于 MDI 价格已处于高位，上行空间相对有限，但是由于供方仍然掌握话语权，MDI 价格或将在高位震荡，价差维持高位仍将为万华化学铸造盈利空间。**受益标的：万华化学。**

图51：聚合 MDI 价格处于高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图52：近期纯 MDI 价差持续扩大

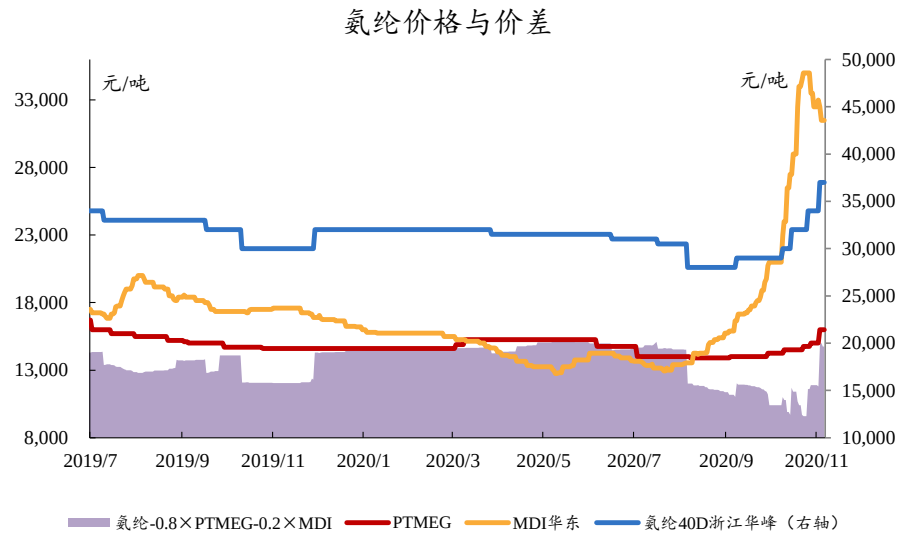


数据来源：Wind、开源证券研究所

3.1.4、 氨纶：氨纶走货相对较快，双原料支撑，氨纶开工及价格双双上调

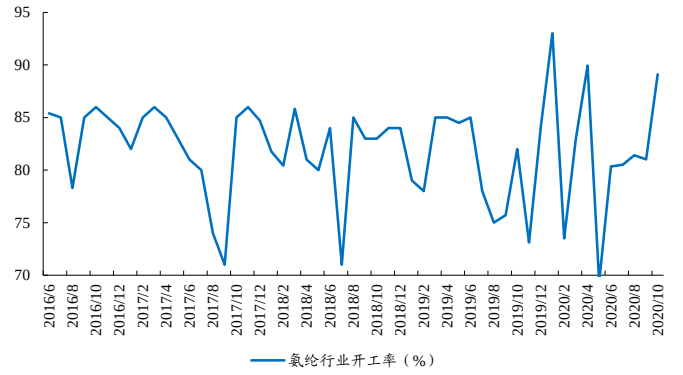
近期国内氨纶市场偏上坚挺，氨纶厂家出货积极，货源紧俏，双原料市场价格成本端支撑：主原料市场区间整理，辅原料市场向下回调。在成本高位压力影响下，厂家报盘纷纷上调，多数上调 3000 元/吨以上，目前厂家开工 8-9 成，氨纶厂家货紧价高，出货顺畅，新单价格较高，多以维护老客户为主。下游经销商、代理小幅采买跟进，以按需采购为主。“银十”需求有所好转，内贸“双十一”叠加外贸圣诞节、感恩节双重利好下，氨纶走货相对较快，货源紧张，市场成交稍好，氨纶行业去库明显。据百川盈孚数据，截止 11 月 6 日，浙江地区氨纶 40D 报价 33000-37500 元/吨，山东地区 40D 报价 33500-37500 元/吨，我们预计短期氨纶价格将偏强上涨。

图53：受成本高位压力影响，氨纶厂家报盘纷纷上调



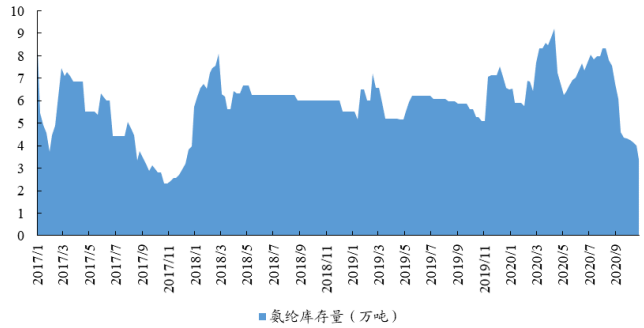
数据来源：Wind、开源证券研究所

图54：近期氨纶开工率保持在高位，将近 9 成



数据来源：Wind、开源证券研究所

图55： 氨纶去库明显，处于近两年来的低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

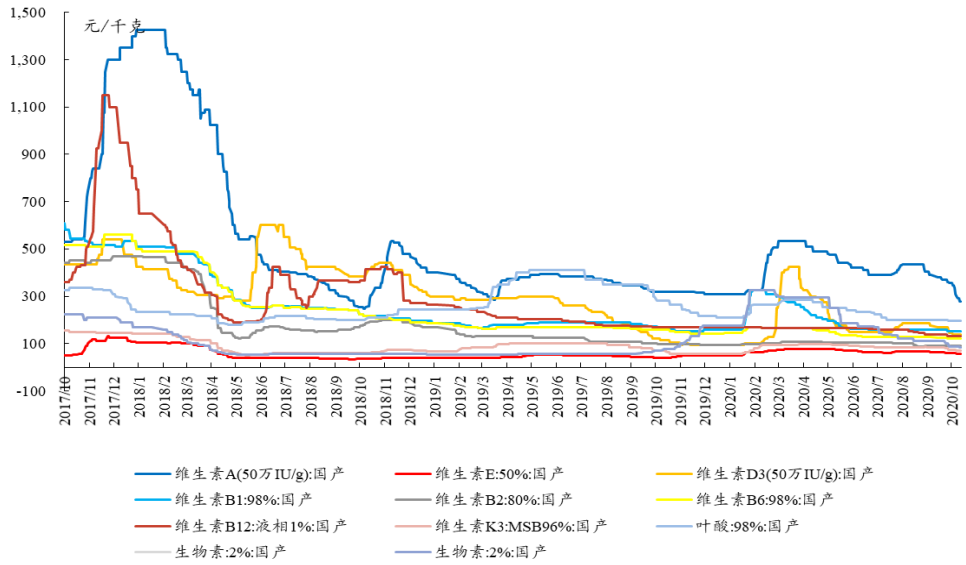
华峰氨纶：三季度氨纶、己二酸项目双双放量增效，助力整体毛利率同比、环比双增。2020 年 Q3，据百川盈孚数据，氨纶 40D、PTMEG、纯 MDI 华东均价分别为 29,315.22、13,992.39、14,833.15 元/吨，分别同比-11.02%、-9.27%、-18.50%；己二酸、纯苯市场均价分别为 6,121.74、3,386.41 元/吨，分别同比-26.18%、-37.35%，价格呈“W”形走势。在多变的经济环境和严峻的市场形势下，公司把控市场强化运营、有效应对不利因素，通过挖潜、提质、增效等，仍实现了 Q3 毛利率同比、环比分别提升 5.09、3.28pct.。此外，氨纶、己二酸项目双双放量：重庆 10 万吨差别化一期已于 6 月底达产。重庆基地单吨净利润比瑞安基地高 2,500-3,500 元/吨，随重庆产能占比提升，公司盈利能力显著增强；公司己二酸四期项目也已于 Q3 逐步放量，产能达 75 万吨。

公司始终将自主创新及高质量发展作为企业内生动力，由“国际氨纶行业龙头”向“全球聚氨酯制品材料龙头”跨越。“十四五”期间，公司将力争实现“4040”目标：国内市场占有率达 40%以上，年产量突破 40 万吨，公司将筑牢全球氨纶行业巨头地位。本轮氨纶产能扩张周期已接近尾声，而下游需求前景仍然广阔，我们看好氨纶行业将迎复苏；作为全球氨纶、聚氨酯领军企业，公司将充分受益。**受益标的：华峰氨纶。**

3.1.5、 维生素：价格已于 4 月底冲高回落，下半年 VA、VE 出口量均下滑

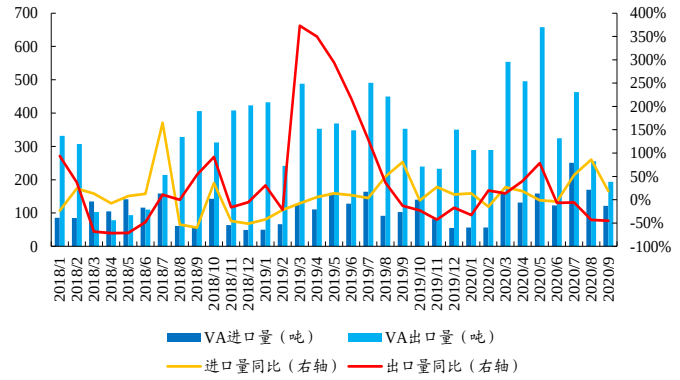
2020 年以来，疫情蔓延影响了全球维生素厂商的生产开工，维生素供需矛盾加剧，价格大幅上涨。据 Wind 数据，2020 前三季度，国产 VA、VE、生物素、蛋氨酸均价分别为 423.85、66.65、216.12、20.38 元/kg，较同期均价分别+14.33%、+45.92%、+288.14%、+14.58%。整体来看，维生素价格已于 4 月底冲高回落，近期下游依赖于消耗前期库存，贸易商购货意愿较为谨慎，价格以弱势整理为主。VA 方面，海内外需求及价格均偏弱，9 月份我国 VA 出口数量同比-45.14%，且短期价格下滑趋势明显；VE 方面，帝斯曼和能特科技合资企业益曼特复产时间仍存不确定性，我们预计 2020Q4 市场供需平衡格局将有所改变。**中长期看，我们预计生猪补栏大概率会“矫枉过正”，将长期支撑饲料及维生素需求。**

图56：维生素价格已于 4 月底冲高回落，目前 VA 价格大幅下行



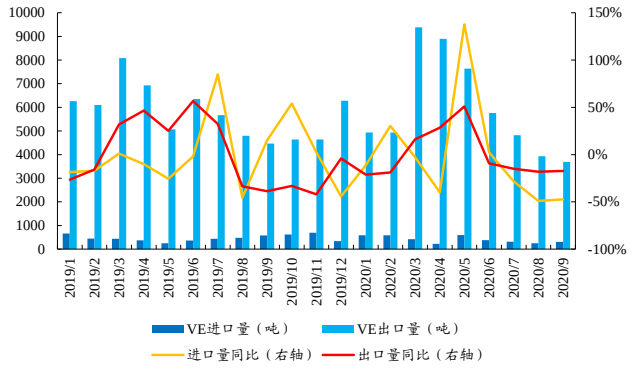
数据来源：Wind、开源证券研究所

图57：自 8 月起，VA 出口量同比大幅下滑



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图58：2020 下半年，VE 进出口量双双同比下滑



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

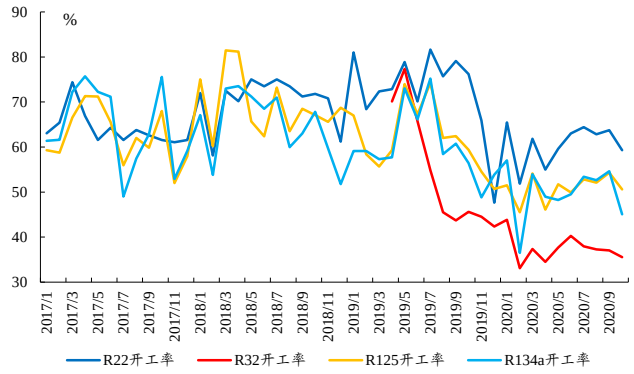
3.1.6、 氟制冷剂：周期底部不必悲观，静待龙头引领周期景气反转

2020 年以来，受 NCP 疫情及经济下行影响，氟化工行业产业链供应链循环阶段性受阻，制冷剂、氟化工原料、含氟精细化学品等价格大幅下滑，行业进入景气低谷。近期，三代制冷剂部分企业迫于成本压力维持低负荷生产，而龙头则依然保持 7-8 成负荷；而下游制冷需求持续疲软，行业供给宽松延续，目前交投意愿偏淡。据百川盈孚数据，截止 11 月 6 日，R22、R32、R125、R134a 的华东市场主流成交价格分别为 12,500-13,500 元/吨、10,300-10,800 元/吨、14,500-15,000 元/吨、14,500-15,000 元/吨，三代制冷剂承压运行。

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（以 R22 为主）已走向淘汰末期，三代制冷剂（以 R32、R125、R134a 为主）将逐渐迭代成为制冷剂市场主流。在当前时点上，三代制冷剂的产能大幅扩张即将结束，R32、R134a、R125 三种品种价格均已进入底部区间。长期来看，随着配额管理即将在立

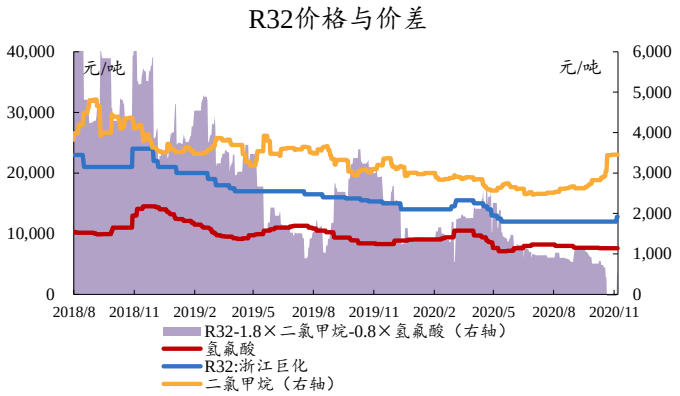
法层面落地，我们看好三者长期盈利仍将向上，未来有望复制 R22 的长周期景气行情。周期底部不必悲观，我们静待龙头引领周期景气反转。**受益标的：巨化股份、三美股份等。**

图59：三代制冷剂：工厂迫于成本压力维持低负荷生产



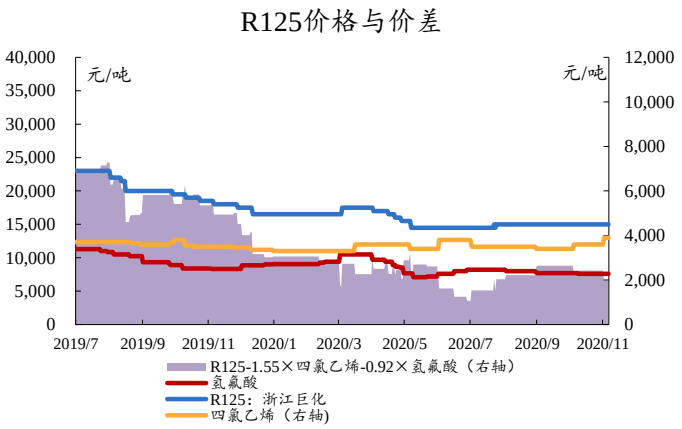
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图60：R32 价格与价差：进入底部区间



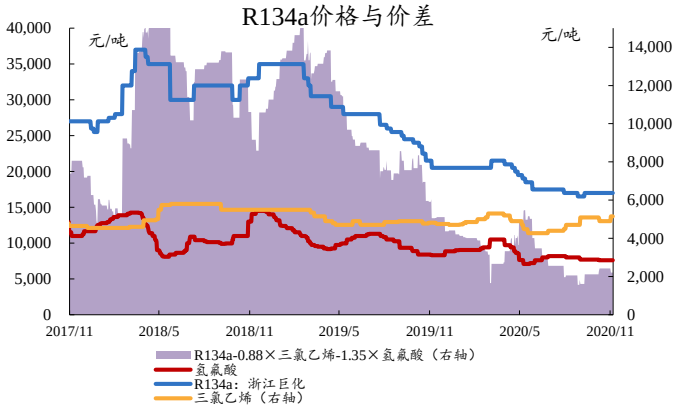
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图61：R125 价格与价差：进入底部区间



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图62：R134a 价格与价差：进入底部区间



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

表4：重点公司盈利预测和估值汇总表

证券简称	2020/11/6 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	85.86	买入	-4.5	-20	50.3	21.6	26.6	33.3	22.1	18.2
华鲁恒升	32.78	买入	-18.8	-20.5	47.2	22.5	21.7	27.4	18.6	15.2
恒力石化	21.09	买入	201.7	29.6	18	6.8	14.8	11.4	9.7	9.1
新和成	29.84	买入	-29.6	60.5	21.7	18.1	29.6	18.4	15.1	12.8
华峰氨纶	8.37	买入	313.6	1.5	22.6	10.5	21.1	20.7	16.9	15.3
金石资源	24.9	买入	61.6	25.6	31.9	17.3	26.9	21.4	16.2	13.8
海利得	3.89	买入	-6.9	-35	69.7	37.3	14.5	22.4	13.2	9.6
三友化工	7.42	买入	-56.9	-25	205.6	10.4	22.4	29.9	9.8	8.9
新凤鸣	10.25	买入	-4.8	-59.9	225.4	31.8	10.6	26.3	8.1	6.1

证券简称	2020/11/6 收盘价	评级	归母净利润增速（%）				PE（倍）			
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
巨化股份	6.88	买入	-58.4	-77	433.9	11.4	20.7	90.2	16.9	15.2
扬农化工	93.1	买入	30.6	1.9	39.1	3.9	24.7	24.2	17.4	16.8
利民股份	12.76	买入	56.2	38	15.5	21	14.8	10.7	9.3	7.7

数据来源：Wind、开源证券研究所

4、 风险提示

油价大幅下跌；环保督察不及预期；下游需求疲软；经济下行等。

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