

从中国供给侧改革到全球供给侧改革

——行业专题报告

✍️ : 陈煜 执业证书编号: S1230520040001
☎️ : 021-80106011
✉️ : chenyu02@stocke.com.cn

行业评级

化工

看好

报告导读

2020年中国化工产业链一体化能力进一步得到验证并增强，2021年中国化工已经处于“全球供给侧改革”后的新阶段。中国化工正站在全球竞争优势提升的新起点上。

投资要点

□ 化工品涨价的3个误区

(1) 误区一：“纯疫情”驱动涨价？2020年化工高景气，是因为纯疫情驱动带来的海外供给缩减，导致化工品价格上涨，这是一种片面认知。因为本次涨价不是简单“供给缩减”的情境，而是“供给缩减+需求缩减”的特殊情境。供需曲线中不只有供给曲线在移动，需求曲线也在移动。

(2) 误区二：“纯流动性”驱动涨价？纯粹因为流动性充裕导致产品价格上涨，是市场的另一种认知误区。金融属性在精细化工品上并无原油那么明显，价格框架依然需从供需分析出发。2020年中看到的更多是库存周期的变动。

(3) 误区三：纯库存周期？那么用“纯库存周期”去理解是否足够呢？不够！市场认为补库存结束后价格演绎也将告一段落，而补库存不会持续太久。我们认为应该叠加供需关系背景去考虑。库存周期能够部分解释价格上涨的“长度”，但不能解释它的“强度”。

□ 全球供给侧改革：中国企业和海外企业资产负债表的分化

2020年“全球供给侧改革”并非简单复制2016年“中国供给侧改革”的中小企业出清。而是从财务视角来看，中国化工和海外化工资产负债表分化的体现。中国视角的2016-2017年，体现为化工龙头资产负债表修复，中小企业并未受益。全球视角的2020-2021年，我们同步观测到2020年前三季度，中国化工龙头资产负债表修复，海外化工资产负债表恶化。

尽管从财务视角的有类似观点，但2020年全球供给侧改革和2016年中国供给侧相比仍有多处区别，主要有三点：

第一点，受益对象不同。2016年中国供给侧改革中，竞争力提升的是中国国内绝对一线龙头，竞争力减弱的是其它企业。

第二点，行业背景不同。2016年是中国产能过剩，落后产能加速出清。2020年国内化工供需已逐步趋于平衡。

第三点，驱动力不同。2016年是行政下的产能主动式出清，2020年是卫生事件导致的海外产能受限。但考虑到本次国内外差距的拉大，是在国内化工格局已经重塑的背景下。2020年的全球供给侧改革意义更为深远。

相关报告

- 1《MDI价格延续上涨，化纤产业链高景气维系》2021.01.29
- 2《化工蓝筹难言泡沫！》2021.01.25
- 3《MDI价格大幅上调，涤纶短纤价差加速上扬》2021.01.22
- 4《万华宁波二期MDI装置重启，粘胶短纤价格延续涨势》2021.01.16
- 5《景气拾阶而上，拥抱化工大年》2020.12.14

报告撰写人：陈煜

联系人：陈煜，王强峰

□ 未来相对比较竞争优势拉大的演绎路径

第一步，演绎初期——资产负债表差距拉大：表现为中国龙头相较海外化工企业资产负债表差距的拉大。

第二步，演绎中期——疫情带来的发展窗口期：表现为疫情影响给予国内化工企业加速发展的机会。

第三步，演绎后期——中国的配套一体化优势增强：中国化工产业链的联系性增强，国内化工企业间的产业链集群更加紧密、完善。这个完善后，意味着中国追赶欧美化工龙头步伐加快，欧美化工将面临中国的激烈竞争。

第四步，远期影响——海外新兴国家对中国的化工产业承接再次延期：国内配套程度的进一步强化，成本优势进一步增强，产业转移难言成本优势（参考国内化工西迁）。同时新兴国家的产业脆弱性也将持续考验学术界所担忧的转移。

□ 投资建议：拥抱全球供给侧改革下的化工大年

我们观点鲜明地看好2021年全球化工供给侧改革下的化工景气大年，观点鲜明地重点推荐两大投资主线：“海外需求”与“油价修复”。

第一大主线：海外需求建议关注地产、服装产业链条上的化工品；

(1) 地产：MDI、钛白粉等

(2) 服装：氨纶、粘胶、涤纶长丝等

第二大主线：油价修复主要关注煤化工和轻烃裂解。

(1) 煤化工：煤制烯烃等

(2) 轻烃裂解：乙烷裂解、PDH等

□ 建议积极关注化工龙头

积极关注化工相关重点标的：

万华化学：化工龙头，化工中的“茅台”。

华鲁恒升：煤化工龙头，成长空间依然较大。

扬农化工：国内综合性农药龙头，成长确定性高。

鲁西化工：煤化工龙头，向新材料龙头迈进。

华峰化学：国内氨纶龙头，打造聚氨酯产业链龙头。

龙蟠佰利：钛白粉龙头，中国氯化法率先突破者。

浙江龙盛：全球染料、中间体龙头，多元化产业布局。

东华能源：国内PDH龙头，向下游烯烃产业链延伸。

同时建议积极关注：

国瓷材料、三友化工、金禾实业、万润股份、利尔化学、新安股份、濮阳惠成

□ 核心风险：疫苗进展低于预期；油价大幅下跌；贸易摩擦持续。

正文目录

1. 针对化工品涨价的 3 个误区.....	4
2. 全球供给侧改革：中国企业和海外企业资产负债表的分化	7
3. 投资建议：拥抱化工大年，拥抱化工龙头.....	11
4. 核心风险.....	12

图表目录

图 1: 供需曲线.....	4
图 2: 卫生事件的拐点不是产品价格的拐点	4
图 3: 2017-2020 年期间化工品库存经历 3 轮大起大落.....	5
图 4: 国内主要化工品开工率	5
图 5: 2017 年起化工企业在建工程有序释放	6
图 6: 氨纶库存与价格变化.....	6
图 7: 中国化工龙头企业资产负债率上行.....	7
图 8: 2020Q3 中国化工龙头企业资产负债表再迎修复	8
图 9: 2020 年下半年起中国化工品景气度持续回升	8
图 10: 四国工厂用电量情况	9
图 11: 中国产能集中度不断提升	9
图 12: 海外化工企业净利润均出现同比下滑	9
图 13: 中国出口订单金额增长迅速，涉及化工品种类多	10
图 14: 中国向其他国家的出口金额实现增长	10
图 15: 不同国家化工企业投资回报率变化	11
表 1: 氨纶行业近几年无新增产能，短期 1-2 年内新增供给集中在华峰	6
表 2: 重点关注的化工标的估值	12

针对“疫情、流动性、库存周期”3个认知误区，我们提出“全球供给侧改革”的概念，本文进行重点阐述。

“中国供给侧改革”发生在2016年，主要针对过剩产能的出清。其后迎来龙头红利时代。

“全球供给侧改革”源于2020年我们对化工的观察。其后演绎路径大概率类似2016年后，只不过这一次在范围、阶段、方向上都略有差异。

从2016年的中国供给侧改革到2020年的全球供给侧改革，中国化工正站在全球竞争优势提升的新起点上，化工终局时代有望来临。

1. 针对化工品涨价的3个误区

(1) 误区一：“纯疫情”驱动涨价？

2020年化工高景气，是因为纯疫情驱动带来的海外供给缩减，导致化工品价格上涨，这是一种片面认知。

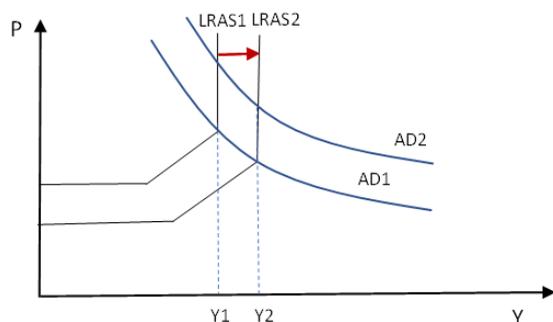
因为本次涨价不是简单“供给缩减”的情境，而是“供给缩减+需求缩减”的特殊情境。供需曲线中不只有供给曲线在移动，需求曲线也在移动。

因此实际是供需曲线交错移动驱动涨价：

- (1) 疫情发生——供给下降快于需求下降，涨价
- (2) 疫情拐点——供给恢复慢于需求上升，涨价

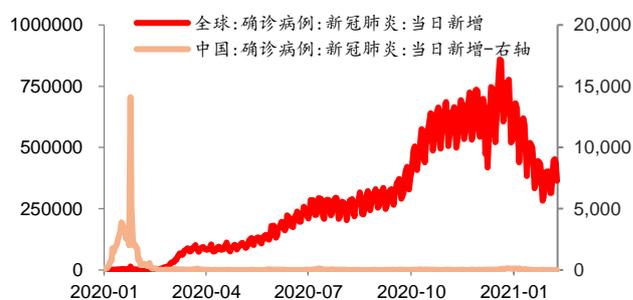
因此卫生事件的拐点不是产品价格的拐点，我们将进一步观测其在全球范围完全结束前后，可能的价格拐点。

图 1：供需曲线



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 2：卫生事件的拐点不是产品价格的拐点



资料来源：Wind，浙商证券研究所

(2) 误区二：“纯流动性”驱动涨价？

纯粹因为流动性充裕导致产品价格上涨，是市场的另一种认知误区。

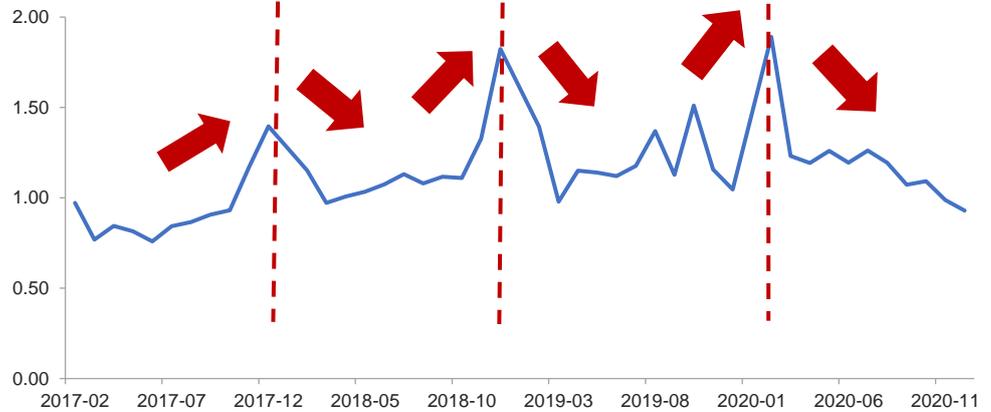
金融属性在精细化工品上并无原油那么明显，价格框架依然需从供需分析出发。

2020年中看到的不只是流动性的影响，更多是库存周期的变动，直接体现为下游补库存强度超预期：

- (1) 首先，本就处于2018-2020的去库存尾端，库存去化了2年已较低；
- (2) 其次，疫情冲击导致2020年上半年化工品直接进入极低库存；
- (3) 2020年下半年海外订单内流效应，叠加流动性宽裕等因素，导致补库超预期。

流动性对化工品价格的影响是“锦上添花”不是“雪中送炭”。

图 3：2017-2020 年期间化工品库存经历 3 轮大起大落



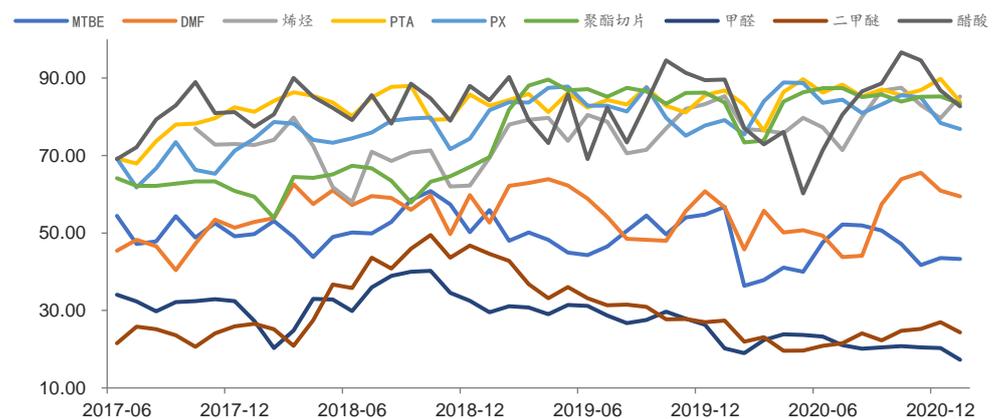
资料来源：Wind，浙商证券研究所

(3) 误区三：纯库存周期？

那么用“纯库存周期”去理解是否足够呢？不够！市场认为补库存结束后价格演绎也将告一段落，而补库存不会持续太久。我们认为应该叠加供需关系背景去考虑。近几年化工行业的新增供给局限在少数子行业或绝对头部公司，整体的新增供给较为有序，2020 年若无卫生事件冲击，也已经处于供需偏平衡的时点。

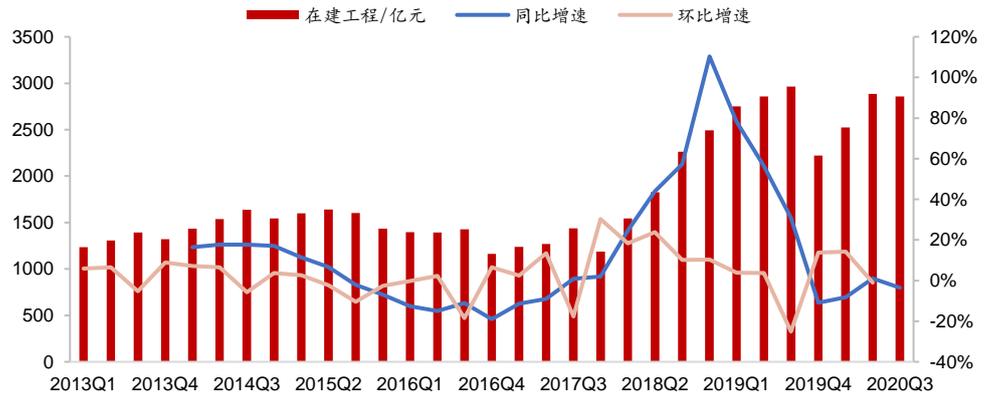
库存周期能够部分解释价格上涨的“长度”，但不能解释它的“强度”。近几年化工行业的新增供给有序很大意义上（尤其是涨价后半场）延续了这种“长度”，同时也强化了价格的“上涨预期”，这进一步促进了下游采购意愿及补库情绪。

图 4：国内主要化工品开工率



资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 5：2017 年起化工企业在建工程有序释放



资料来源：Wind，浙商证券研究所

以“氨纶”为例子，涨价前半场由库存驱动，后半程考虑到无新增产能进一步加剧了上涨情绪，行业的涨价意愿也得到了较好的体现，导致补库力度和持续性都得到增强。

图 6：氨纶库存与价格变化



资料来源：Wind，浙商证券研究所

表 1：氨纶行业近几年无新增产能，短期 1-2 年内新增供给集中在华峰

公司	项目名称	新增产能	预计投产	备注
华峰化学	华峰差别化氨纶项目二期	150000	2025/12/1	
华峰化学	华峰差别化氨纶项目一期	50000	2023/12/1	
越华新材	宁夏越华新材	30000	2021/12/1	
泰和新材	泰和新材	15000	2021/12/1	
新乡化纤	新乡化纤	30000	2021/12/1	100000 吨规划，其中 30000 吨预计 2021 年底
华峰化学	华峰氨纶三期	40000	2021/11/1	

资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 全球供给侧改革：中国企业和海外企业资产负债表的分化

回顾 2020 年化工演绎中我们的预判视角，及前文阐述的市场 3 大认知误区，我们有了另一种理解视角。至此，我们提出“全球供给侧改革”的概念。

——我们于 2020 年二季度正式全面翻多化工行业（见相关报告《翻多，向两年的景气下行告别》）。并于 2020 年 7 月坚定提出此后未来 1 年化工有 3 波行情（见机构客户电话会议）。同时在 2020 年 10 月提示化工二次进攻，判断化工品涨价扩散即将发生（见相关报告《化工将迎来二次进攻》）。2021 年初我们再次提出化工蓝筹难言泡沫（见相关报告《化工蓝筹难言泡沫》）。

2020 年“全球供给侧改革”并非简单复制 2016 年“中国供给侧改革”的中小企业出清。而是从财务视角来看，中国化工和海外化工资产负债表分化的体现。

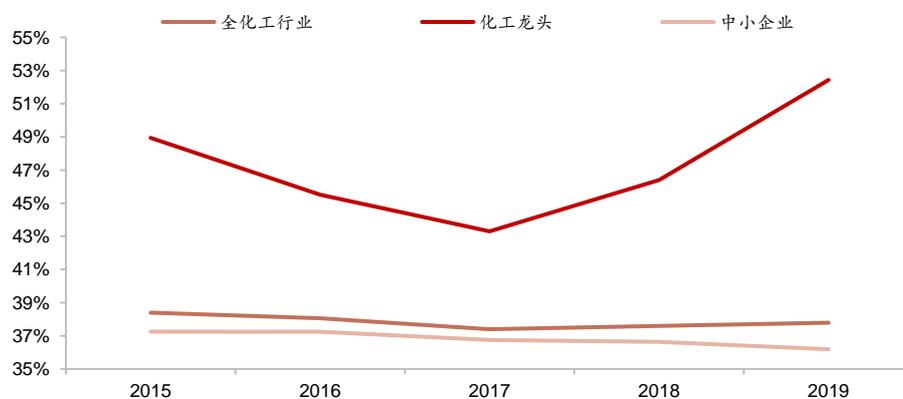
（1）中国视角的资产负债表分化

2016-2017 年，体现为化工龙头资产负债表修复，中小企业并未受益。

2018-2019 年，体现为现金流良好的化工龙头进一步扩张资产负债表，中小企业无力扩张。资产负债表的分化显现。

中国的这种分化不是简单意义上的差距拉大，更是中小企业彻底失去竞争力。

图 7：中国化工龙头企业资产负债率上行



资料来源：Wind，浙商证券研究所

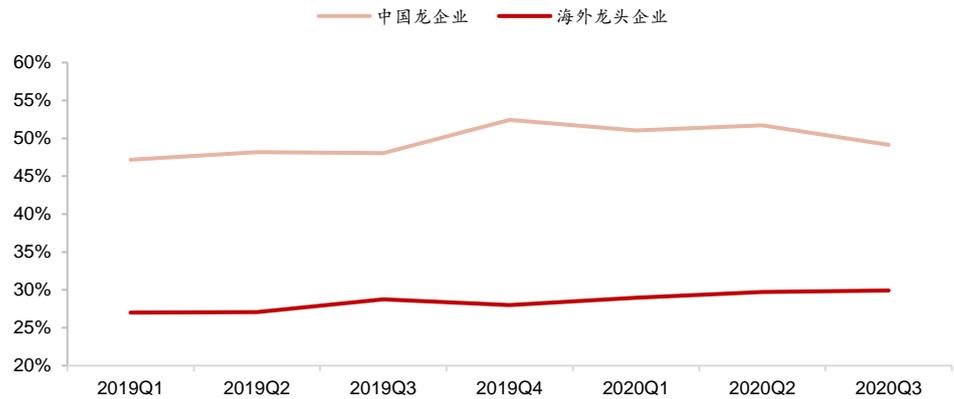
（2）全球视角的资产负债表分化

2020-2021 年，我们同步观测到 2020 年前三季度，中国化工龙头资产负债表修复，海外化工资产负债表恶化。

2021 后，大概率将复制 2018-2019 年期间，国内化工扩表，海外企业无力扩张。

这种国内外的分化将伴随着，中国化工优势企业的全球竞争优势得到大幅增强。

图 8：2020Q3 中国化工龙头企业资产负债表再迎修复



资料来源：Wind，浙商证券研究所

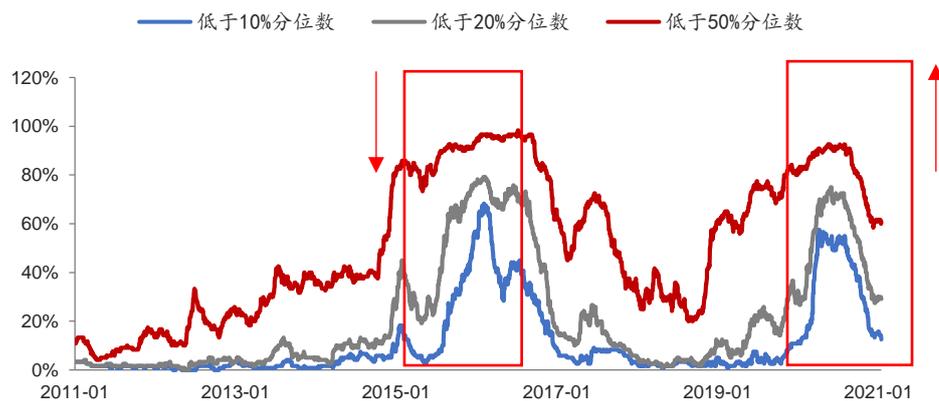
尽管从财务视角的有类似观点，但 2020 年全球供给侧改革和 2016 年中国供给侧相比仍有多处区别，主要有三点：

第一点，受益对象不同。2016 年中国供给侧改革中，竞争力提升的是中国绝对一线龙头，竞争力减弱的是国内其它企业。对比 2016 年，2020 年竞争力提升的是中国绝大多数企业，竞争力减弱的是海外绝大多数企业（尤其是新兴国家的中小企业）。

第二点，行业背景不同。2016 年是中国产能过剩，落后产能加速出清。2020 年国内化工供需已逐步趋于平衡。

第三点，驱动力不同。2016 年是行政下的产能主动式出清，2020 年是卫生事件导致的海外产能受限。但考虑到本次国内外差距的拉大，是在国内化工格局已经重塑的背景下。2020 年的全球供给侧改革意义更为深远。

图 9：2020 年下半年起中国化工品景气度持续回升



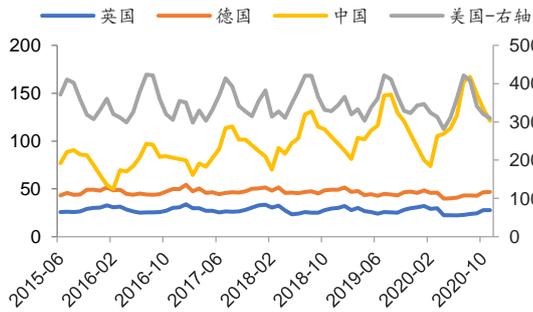
资料来源：Wind，浙商证券研究所

相似与区别的探讨后，我们直面全球供给侧改革的3个认知：海外开工率是否受限、海外订单内流、内循环视角的订单内流。

一、海外开工率是否受限

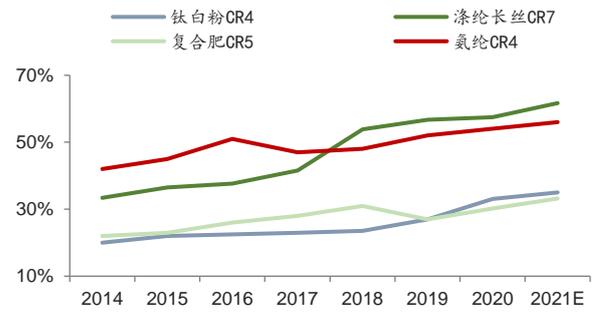
欧美化工以大企业居多，新兴国家的疫情管制难言严格，是市场对于海外开工率是否受限的疑问。我们从三个具有代表性的海外国家数据观测到，疫情影响欧美及其他地区2020年前三季度净利润均同比下降，卫生事件对海外供给有压制。

图 10：四国工厂用电量情况



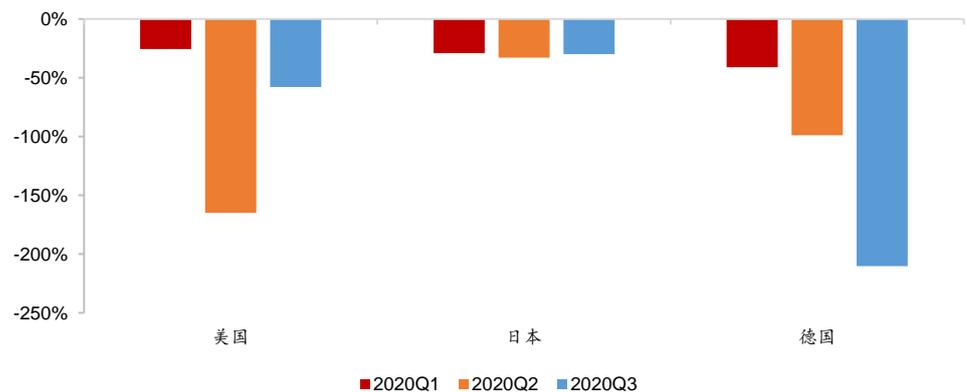
资料来源：Wind，浙商证券研究所

图 11：中国产能集中度不断提升



资料来源：百川资讯，Wind，浙商证券研究所

图 12：海外化工企业净利润均出现同比下滑

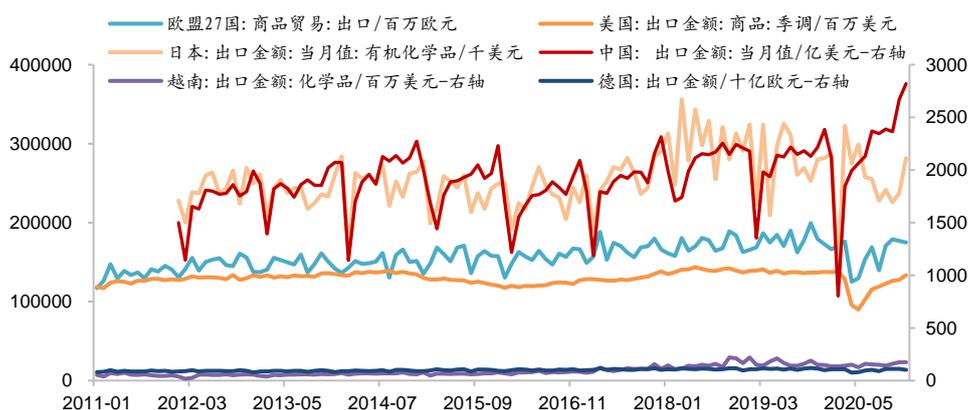


资料来源：Wind，浙商证券研究所

二、海外订单内流

一方面疫情影响下海外供给缩减，订单转移到中国。一方面，这种订单内流也代表着：中国在全球渠道的拓展和延伸，以及在全球份额的提升。

图 13：中国出口订单金额增长迅速，涉及化工品种类多

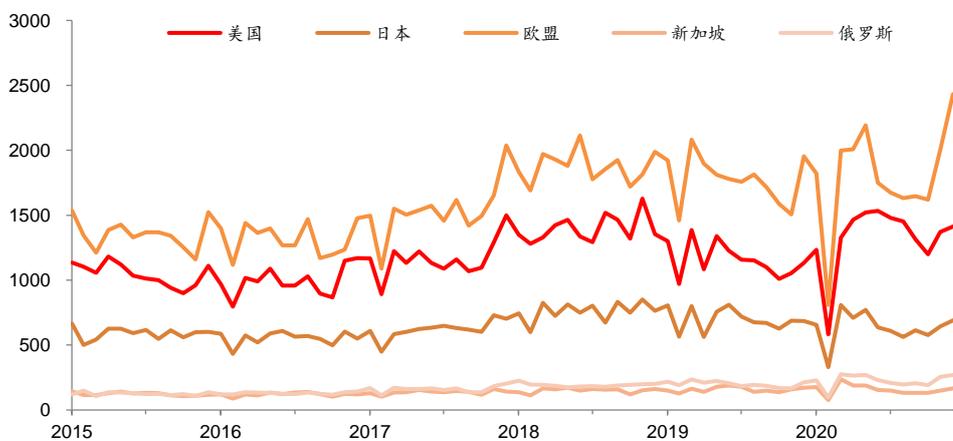


资料来源：Wind，浙商证券研究所

三、内循环视角的订单内流

同时还有另一种维度的订单内流，即国内的进口订单从国外转移至国内。2020年中国化工产业链因此发生了2个重大变化：（1）产业链间内向一体化联系性的增强；（2）以及整体产业链网中的弱点补强。

图 14：中国向其他国家的出口金额实现增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

结合前文我们探究的“一个相似”“三个不同”，以及观测到的“三个认知”，我们认为化工行业很有可能因为本次全球范围内的供给侧改革提前进入到终局阶段，奠定未来十年的竞争格局。

而全球供给侧改革将导致中国优质企业的全球比较竞争优势迎来大幅且持续提升。未来竞争差距拉大的演绎路径我们判断如下：

第一步，演绎初期——资产负债表差距拉大：表现为中国龙头相较海外化工企业资产负债表差距的拉大。

第二步，演绎中期——疫情带来的发展窗口期：

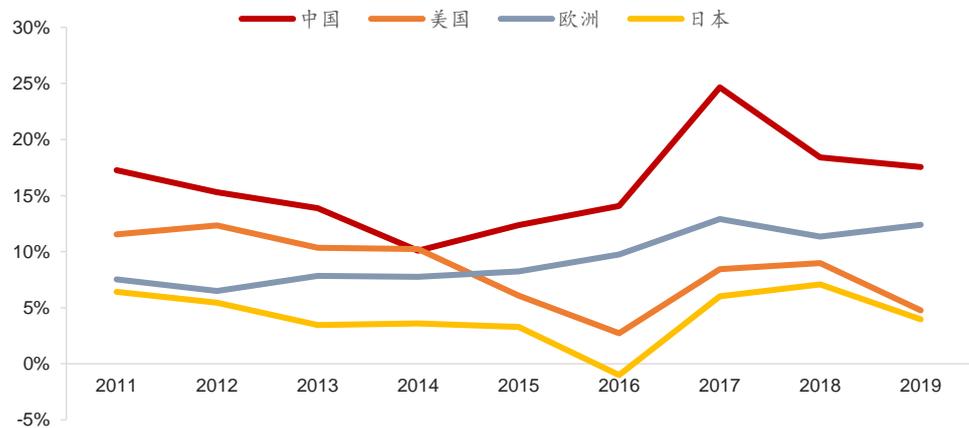
表现为疫情影响给予国内化工企业加速发展的机会。我们主要关注企业是否具有以下三种发展动向：

- (1) 未来两年抓住本次赶超窗口期的企业；
- (2) 未来两年发挥本身一体化能力以及规模优势的企业；
- (3) 未来两年运用好其已初步具备的全球竞争优势业务，去加速参与全球竞争的企业。

第三步，演绎后期——中国的配套一体化优势增强：中国化工产业链的联系性增强，国内化工企业间的产业链集群更加紧密、完善。这个完善后，意味着中国追赶欧美化工龙头步伐加快，欧美化工将面临中国的激烈竞争。

根据我们的测算，近 10 年来国内化工投资回报率在 15-20%，而欧美仅 5-10%，在配套化差异进一步变化后，这种回报率差距可能拉大。中国化工全配套这一在全球都稀缺的属性将进一步凸显出竞争力。

图 15：不同国家化工企业投资回报率变化



资料来源：Wind, Bloomberg, 浙商证券研究所

第四步，远期影响——海外新兴国家对中国的化工产业承接再次延期：国内配套程度的进一步强化，成本优势进一步增强，产业转移难言成本优势（参考国内化工西迁）。同时新兴国家的产业脆弱性也将持续考验学术界所担忧的转移。

3. 投资建议：拥抱化工大年，拥抱化工龙头

我们观点鲜明地看好 2021 年全球供给侧改革下的化工景气大年，观点鲜明地重点推荐两大投资主线：“海外需求”与“油价修复”。

第一大主线：海外需求建议关注地产、服装产业链条上的化工品；

- (1) 地产：MDI、钛白粉等
- (2) 服装：氨纶、粘胶、涤纶长丝等

第二大主线：油价修复主要关注煤化工和轻烃裂解。

- (1) 煤化工：煤制烯烃等
- (2) 轻烃裂解：乙烷裂解、PDH 等

积极关注化工相关重点标的:

万华化学: 化工龙头, 化工中的“茅台”
 华鲁恒升: 煤化工龙头, 成长空间依然较大
 扬农化工: 国内综合性农药龙头, 成长确定性高
 鲁西化工: 煤化工龙头, 向新材料龙头迈进
 华峰化学: 国内氨纶龙头, 打造聚氨酯产业链龙头
 龙蟒佰利: 钛白粉龙头, 中国氯化法率先突破者
 浙江龙盛: 全球染料、中间体龙头, 多元化产业布局
 东华能源: 国内 PDH 龙头, 向下游烯烃产业链延伸

同时建议积极关注:

国瓷材料、三友化工、金禾实业、万润股份、利尔化学、新安股份、濮阳惠成

表 2: 重点关注的化工标的估值

证券代码	证券简称	总市值(亿元)	归母净利润(亿元)			市盈率 PE			市净率 PB
		2021/2/28	2019	2020E	2021E	2019	2020E	2021E	2021/2/28
600309.SH	万华化学	4106.8	101.3	106.3	124.8	40.5	38.6	32.9	9.3
002601.SZ	龙蟒佰利	820.5	25.9	26.5	33.1	31.6	30.9	24.8	5.8
600426.SH	华鲁恒升	692.5	24.5	25.5	28.2	28.2	27.2	24.6	4.6
002064.SZ	华峰化学	632.9	18.4	7.9	11.1	34.4	79.8	57.1	6.0
600352.SH	浙江龙盛	538.1	50.2	53.6	58.4	10.7	10.0	9.2	2.0
300285.SZ	国瓷材料	452.1	5.0	5.4	6.7	90.3	84.0	67.7	9.1
600486.SH	扬农化工	415.4	11.7	11.6	13.0	35.5	35.8	32.0	7.2
000830.SZ	鲁西化工	331.0	16.9	16.4	22.1	19.6	20.2	15.0	3.1
600409.SH	三友化工	268.6	6.8	7.6	10.5	39.3	35.4	25.7	2.5
002597.SZ	金禾实业	229.7	8.1	8.3	9.9	28.4	27.7	23.1	5.0
002221.SZ	东华能源	204.3	11.0	13.2	16.6	18.5	15.5	12.3	2.0
002643.SZ	万润股份	178.5	5.1	5.2	6.3	35.2	34.2	28.2	3.6
002258.SZ	利尔化学	134.0	3.1	3.5	4.7	43.1	38.3	28.3	3.7
600596.SH	新安股份	98.5	3.8	5.7	6.9	26.0	17.3	14.2	1.7
300481.SZ	濮阳惠成	56.9	1.5	1.5	1.9	39.2	37.7	29.5	6.0

资料来源: Wind, 浙商证券研究所

注: 为便于对比, 公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期。

4. 核心风险

疫情控制低于预期; 油价大幅下跌; 贸易摩擦持续。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

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。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

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

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 29 层

北京地址：北京市广安门大街 1 号深圳大厦 4 楼

深圳地址：深圳市福田区太平金融大厦 14 楼

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>