

后疫情时代下四大投资主线：龙头白马、周期成长、周期反转与成长突破


——石油化工&基础化工行业2021年春季策略报告


2021年3月4日


 作者：赵乃迪、吴裕

 证券研究报告

- 油价将逐步回归55-65美元/桶正常区间：**供给端方面，虽然后续 OPEC 大概率会降低减产幅度，但其减产进度仍将大概率匹配需求端的变化，而需求端拐点的关键变量是欧美疫情的变化。随着疫苗的进展有序推进，多国已开始进行新冠疫苗的接种，加上美国财政刺激政策的稳步落地，原油需求有望逐步恢复。我们预期后疫情时代油价将逐步回归 55-65美元/桶正常区间。
- 主线一：后疫情时代需求有望复苏，继续拥抱龙头白马：**2020年全球经济陷入二战以来的首次负增长，2021年将迎来后疫情时代的共振复苏。我们认为化工行业超额收益率与PPI同比增速具备较强相关性，随着PPI环比继续改善，以及供需格局边际改善，化工行业将迎来景气拐点和第二波配置机会，我们关注继续拥抱质地优秀的龙头白马。
- 主线二：关注周期成长性性标的，持续关注民营大炼化及轻烃裂解龙头：**2020Q1，新冠疫情和油价暴跌双重不利影响并行，国营炼厂各个板块业绩同比大幅下滑，而民营大炼化仍有盈利，形成鲜明对比。2019年以来，多个民营大炼化项目全面投产，为民营炼化企业带来丰厚利益。预计“十四五”期间，国家对炼化新增产能审批趋严，配备有新型炼化技术的民营大炼化企业凭借先发优势将极具竞争力。
- 主线三：关注周期景气反转的结构性机会——化纤板块与蛋氨酸：**关注周期景气反转的结构性机会，重点关注有望触底反弹的化纤、粘胶、氨纶：化纤行业具备早周期特征，伴随疫情防控进入常态化，以及供需格局逐步改善，氨纶和粘胶短纤有望迎来向上拐点；蛋氨酸行业国外巨头退出部分产能，产能竞争缓解，蛋氨酸价格有望回升；新能源行业补贴退坡放缓，锂离子电池相关材料将有序向好发展，我们看好锂电产业链中电解液、六氟磷酸锂和隔膜行业的龙头企业。

-  **主线四：继续关注成长突破投资机会——可降解材料、OLED材料与锂电材料：**继续关注成长突破投资机会，可降解塑料、OLED与新能源板块：2019年以来“限塑”政策密集出台并逐步落地，国内可降解塑料市场产能及需求量增速提高，行业关注度急速提升。5G换机潮叠加大屏电视需求增加，OLED面板行业迎来整体上升期。上游国产OLED升华材料突破国外技术壁垒，国内领军企业放量在即。

-  **投资建议：**我们认为随着需求逐步回升，油价有望回归到55-65美元/桶的正常区间。上游的中国石化、中国石油、中海油有望受益；油服产业链中海油服、海油工程、海油发展、博迈科受益于上游景气回暖及能源安全战略，订单有望持续增加。重点关注四大主线，1) 优秀的龙头白马万华化学、华鲁恒升、扬农化工、鲁西化工、龙蟒佰利；2) 民营大炼化恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、华锦股份和轻烃裂解龙头卫星石化；3) 化纤板块桐昆股份、三友化工和华峰化学；4) 关注锂电产业链的天赐材料、多氟多；可降解塑料产业链彤程新材；OLED产业链的万润股份、瑞联新材、奥来德、濮阳惠成。

-  **风险提示：**新冠疫情风险；油价波动风险；新材料技术替代的风险；相关政策执行不到位的风险；下游需求增长不及预期；产能项目建设进度不及预期。

以史为鉴——化工行业收益情况复盘

后疫情时代，油价逐步回归55-65美元/正常区间

主线一：全球经济共振复苏，PPI环比持续改善，关注拥抱质地优质的龙头白马

主线二：关注周期成长性标的——民营大炼化与轻烃裂解

主线三：关注周期景气反转的结构性机会——化纤板块与蛋氨酸

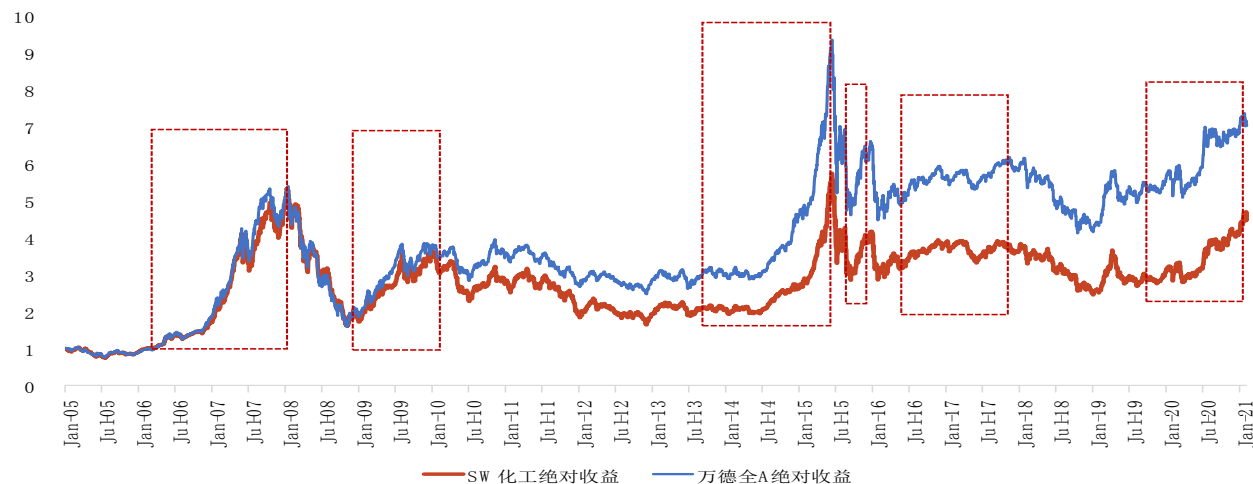
主线四：继续关注成长突破投资机会——可降解材料、OLED材料与锂电材料

风险提示

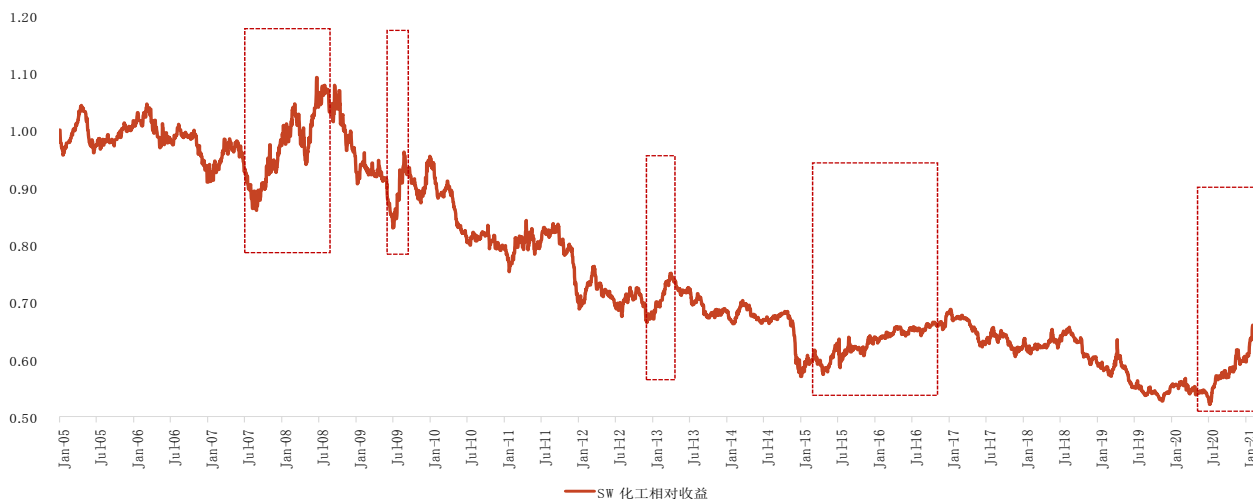
- ❑ SW化工绝对收益及相对收益区间历史复盘
- ❑ 化工六大子行业收益区间历史复盘
- ❑ 2018-2019年化工板块下挫原因分析

SW化工绝对收益及相对收益区间历史复盘

图：SW化工绝对收益走势



图：SW化工相对收益走势



数据来源：Wind

数据来源：Wind

表：SW化工绝对收益与相对收益区间

绝对收益区间		相对收益区间	
2005.8~2008.1	447%	2007.9~2008.8	21%
2008.11~2010.1	220%	2009.7~2010.1	13%
2014.5~2015.6	325%	2012.8~2013.4	8%
2015.1~2015.6	252%	2015.5~2017.1	10%
2016.3~2017.10	102%		

数据来源：Wind

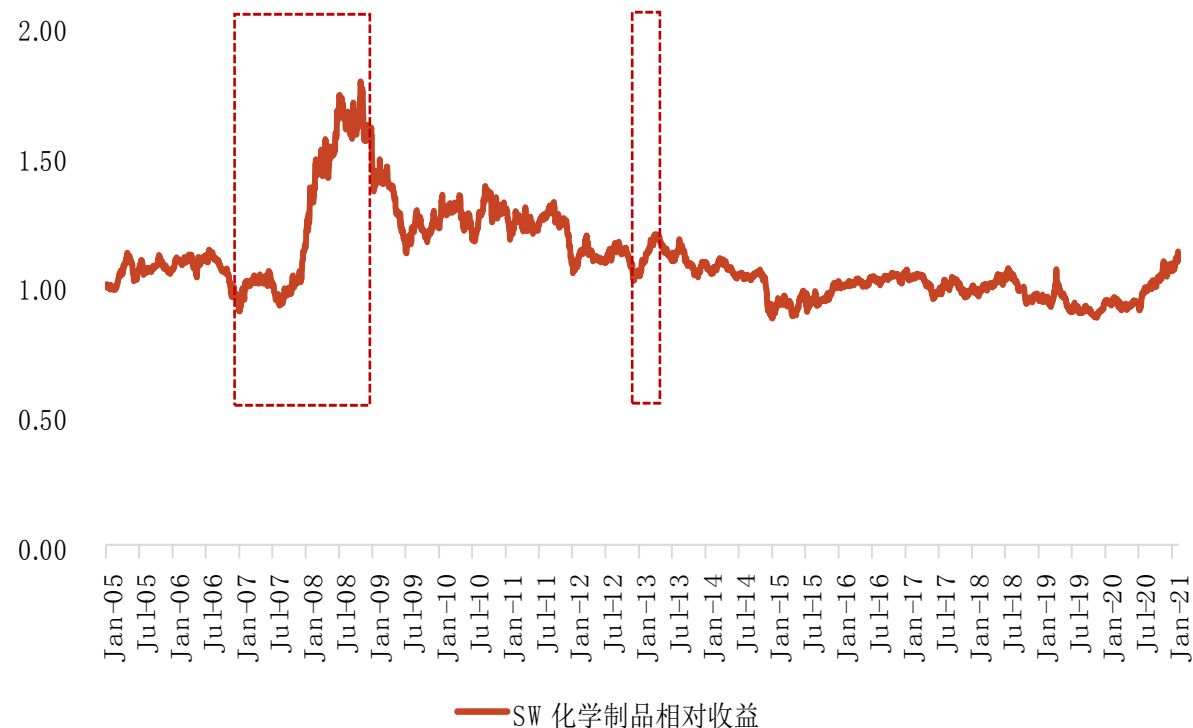
化工六大子行业收益区间历史复盘

- 为了更进一步分析变量对行业的影响，将申万（SW）化工指数进行更细致地拆分，按照SW行业划分标准，将其细分到三级子行业。分别为SW石油化工、SW化学原料、SW化学纤维、SW化学制品、SW塑料和SW橡胶。

图：SW石油化工相对收益



图：SW化学原料相对收益



化工六大子行业收益区间历史复盘

图：SW化学纤维相对收益



图：SW化学制品相对收益



图：SW塑料相对收益



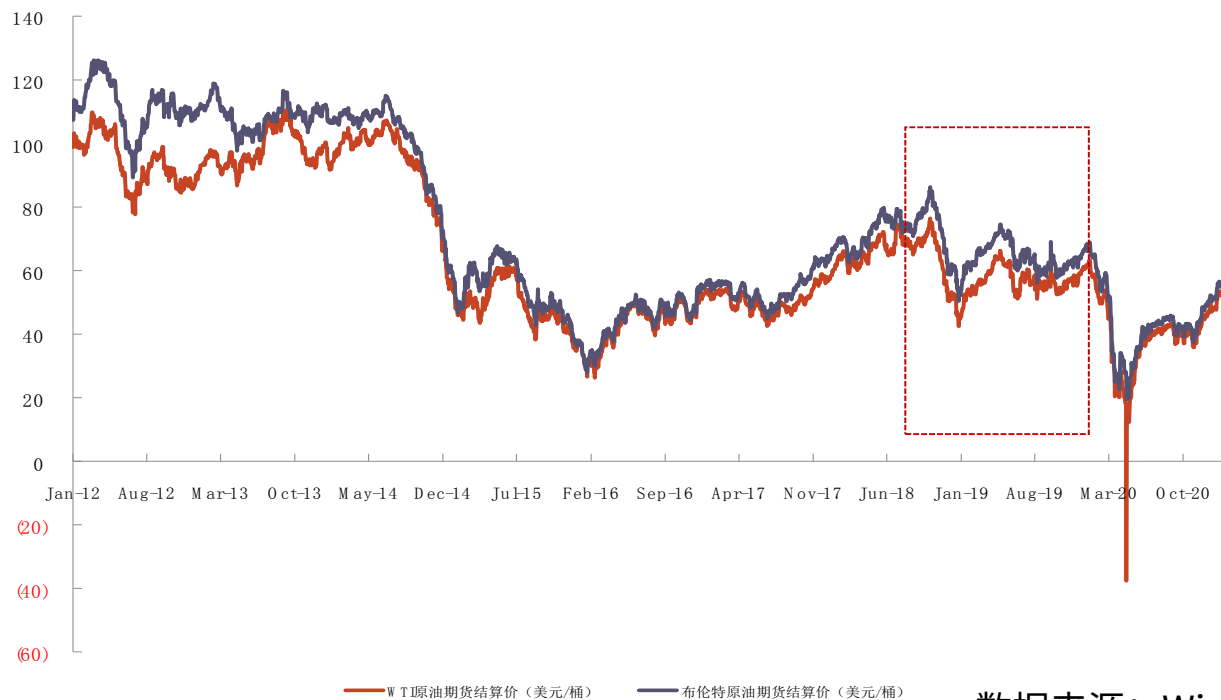
图：SW橡胶相对收益



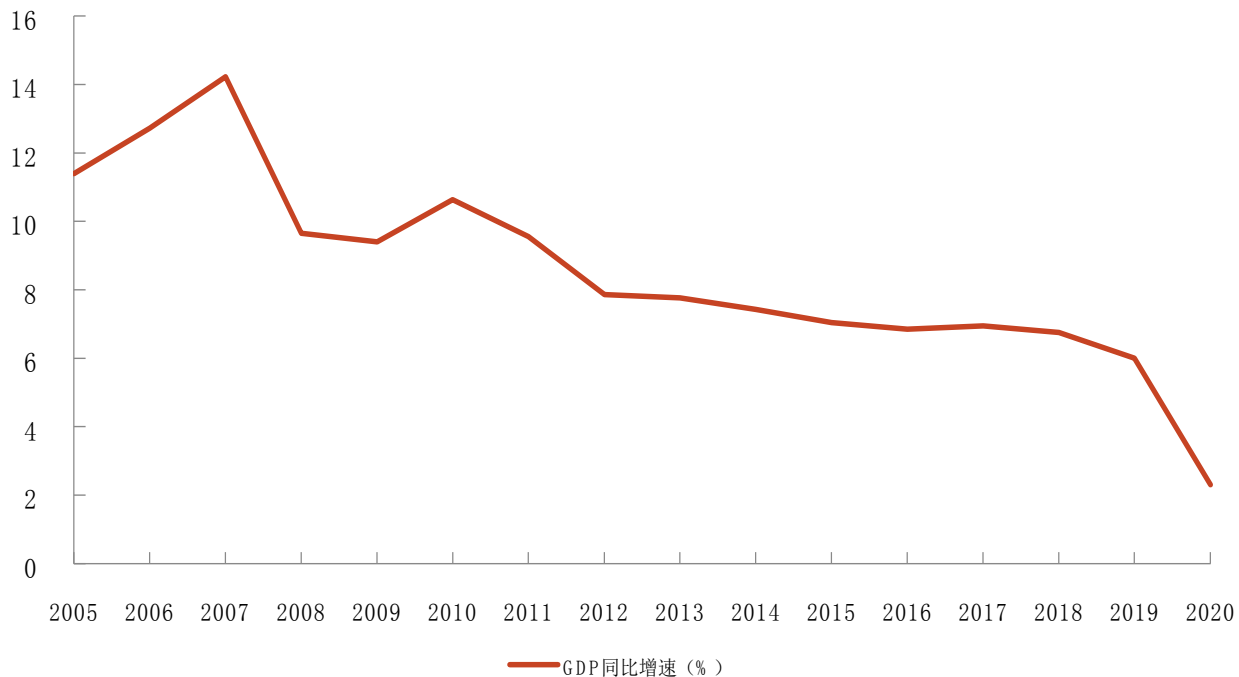
2018-2019年化工板块下挫原因分析

- 油价震荡下行，化工产品价格走跌。2019年WTI原油和布伦特原油现货年均价分别为57.03美元/桶和64.21美元/桶，较上年分别下跌12.53%和9.96%。化工产品价格受油价影响出现下滑。
- 国内GDP增速放缓，经济形势稍显疲弱。2018-2019年国内GDP增速分别达6.75%和6.00%，较上一年分别下滑0.2和0.75个百分点。化工产业需求增速相应放缓，整体需求略显疲软。

图：2019年原油价格震荡下行



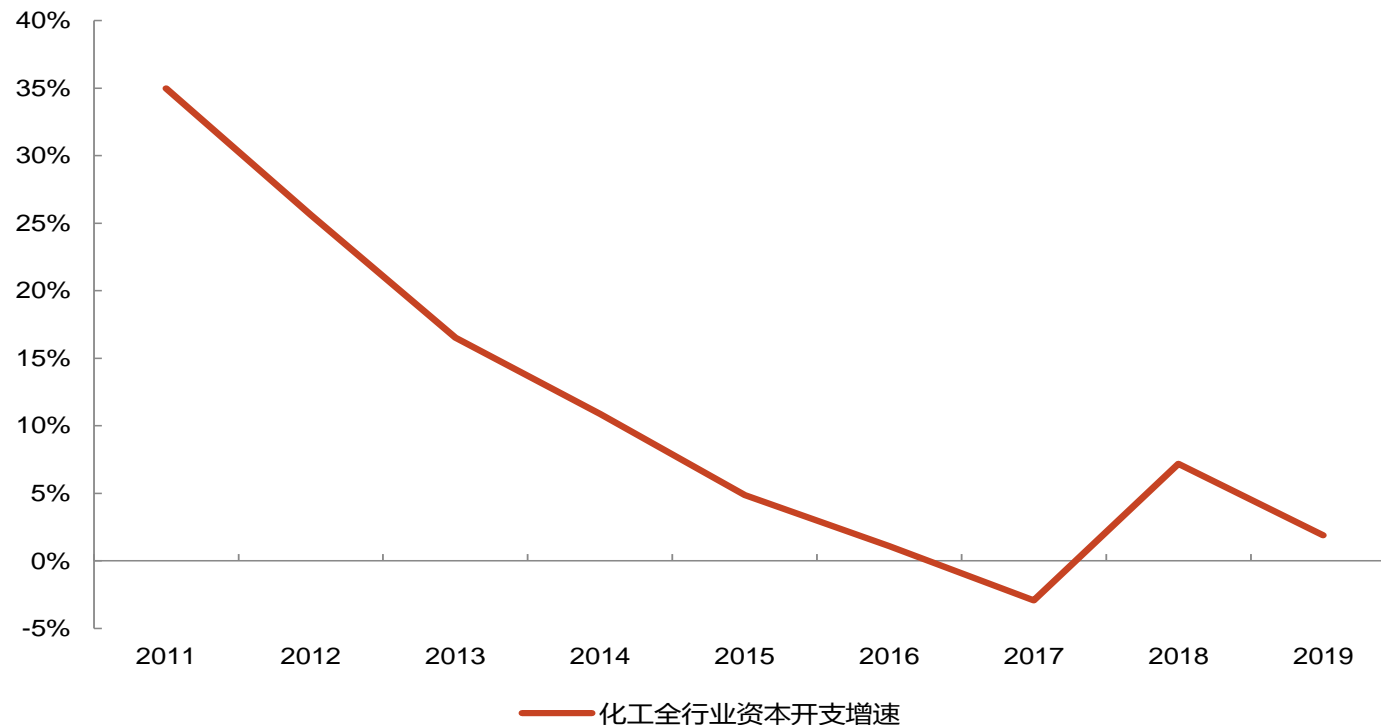
图：2018-2019年GDP增速放缓



2018-2019年化工板块下挫原因分析

- 2018-2019年化工行业产能扩张速度较快，导致供给过剩。从化工全行业资本开支增速来看，2018-2019年增速由负转正，增速分别达7.2%和1.9%。行业迎来一波扩张，供给侧稍有承压。
- 中美贸易摩擦影响产品出口。2018年美国先后对从中国进口的商品加征25%的关税，涉及进口商品总额近1000亿美元。此次贸易摩擦被加征关税的产品涉及化工产品多个细分板块，其中橡胶和轮胎受到影响较为严重。

图：2018-2019年化工行业资本开支增速转正



数据来源：Wind

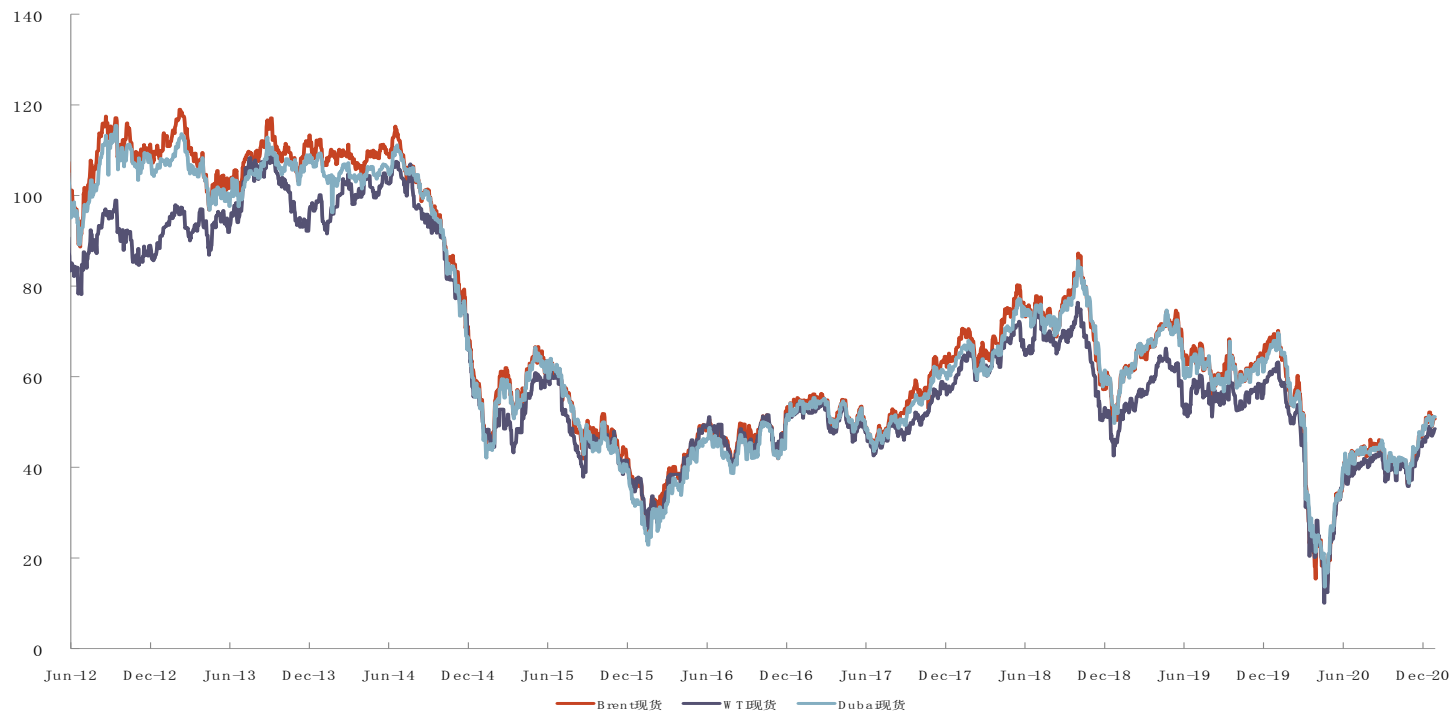
后疫情时代：油价逐步回归55-65美元/桶正常区间

- ▣ 国际原油价格走势复盘
- ▣ 原油供需情况分析

国际原油价格走势复盘

- 2020年国际原油价格成V型走势，年初开始一路下跌，并在4月下旬跌至年内低位，随后在5月份开启震荡上行之路。2020年初受新冠疫情影响，原油需求大幅下跌，同时一季度沙特和俄罗斯减产协议谈判破裂，双方打起价格战，油价呈现迅速下滑态势。不过随后OPEC+达成减产协议，原油价格开启反弹之路。但是最终因需求疲软，供大于求的局面难改，国际油价持续在低位震荡。具体来看，截止2020年12月底，WTI均价为39.47美元/桶，较2019年年均价格下跌30.9%；布伦特原油均价为42.00美元/桶，较2019年年均价格下跌34.8%。

图：国际原油价格走势情况（美元/桶）

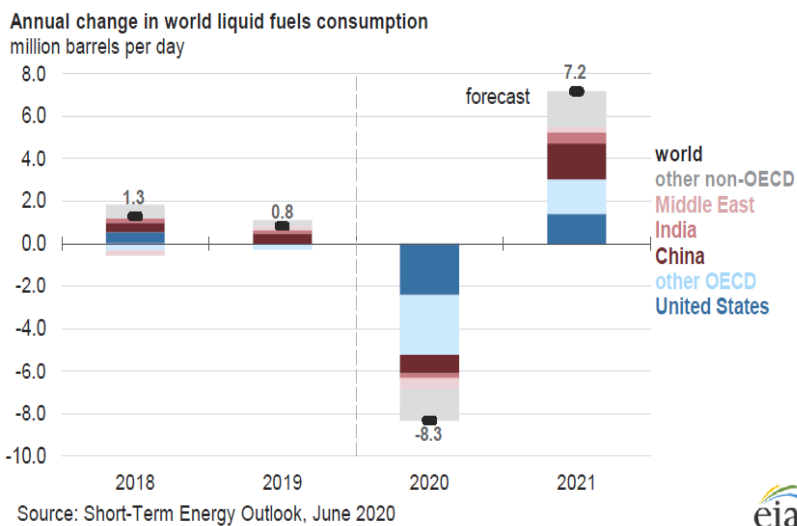


数据来源：Wind

原油供需情况分析

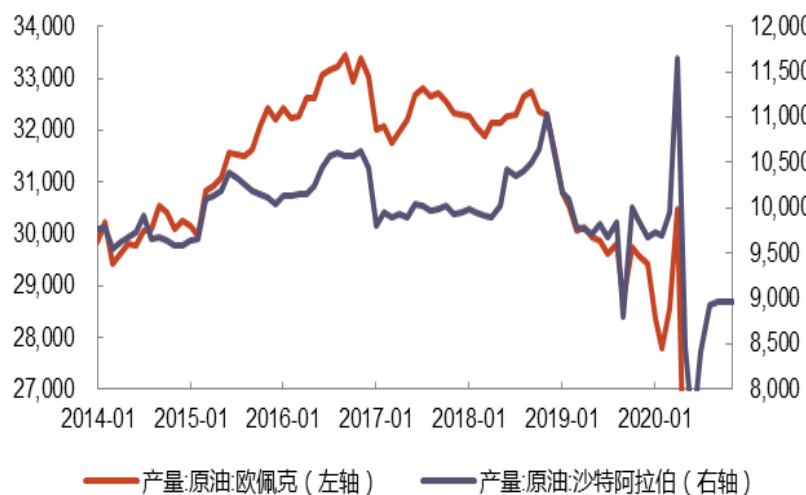
- **需求端：疫苗进展顺利，原油需求有望迎来好转。**2020年11月26日，世界卫生组织发布报告称，目前处于“临床前研究”的新冠疫苗共有164款，处于“临床研究”的新冠疫苗共有49款。随着新冠疫苗进展持续推进以及美国财政刺激政策的落地，2021年原油需求或将持续向好。
- **供给端：OPEC+达成史上最大规模减产协议，原油库存压力有所下降。**具体来看，减产计划首阶段为于2020年5月份至7月份每日减产970万桶。第二阶段于2020年7月至12月计划日产量减少770万桶。第三阶段于2021年1月至2022年4月计划日产量减少580万桶。原油减产叠加原油需求局部复苏，目前库存压力已经有所下降。美国原油库存自7月初以来呈现缓慢下降的趋势。

图：原油需求同比变动情况（百万桶/日）



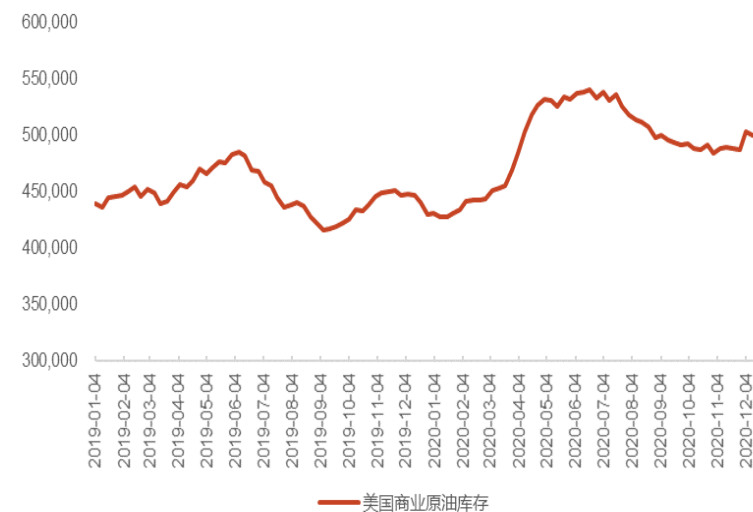
数据来源：EIA

图：OPEC原油产量和沙特原油产量（千桶/日）



数据来源：OPEC

图：美国原油商业库存变化（千桶/日）



数据来源：EIA

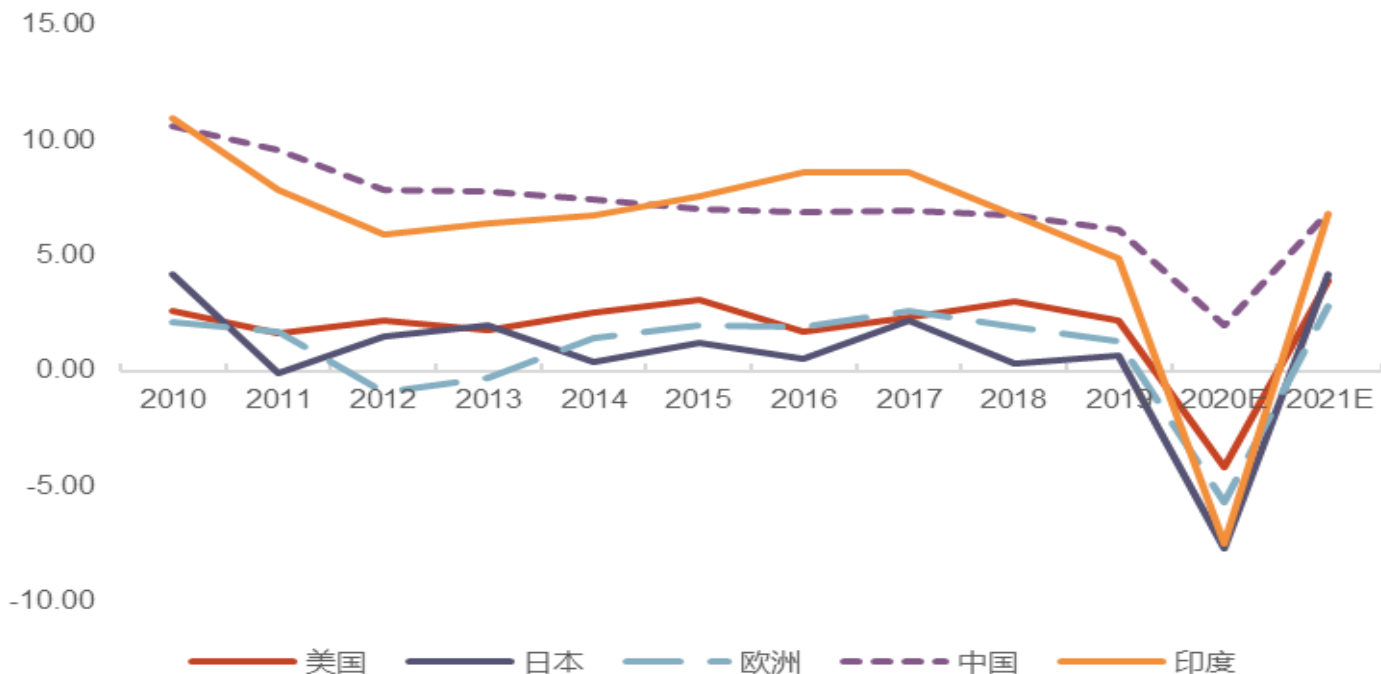


- ▣ 后疫情时代全球经济共振复苏，PPI环比继续改善
- ▣ 供需格局边际改善，化工行业迎来景气拐点

后疫情时代全球经济共振复苏，PPI环比继续改善

- 2020年全球经济陷入二战以来的首次负增长，2021年全球经济有望共振复苏。展望2021年，由于疫情冲击逐渐减弱，特别是疫苗有望于下半年全面推广，经济社会将恢复正常。世界进入“后疫情时代”，全球经济有望出现共振复苏。IMF预测全球经济增速2021年将恢复至5.2%。

图：全球经济共振复苏（%）

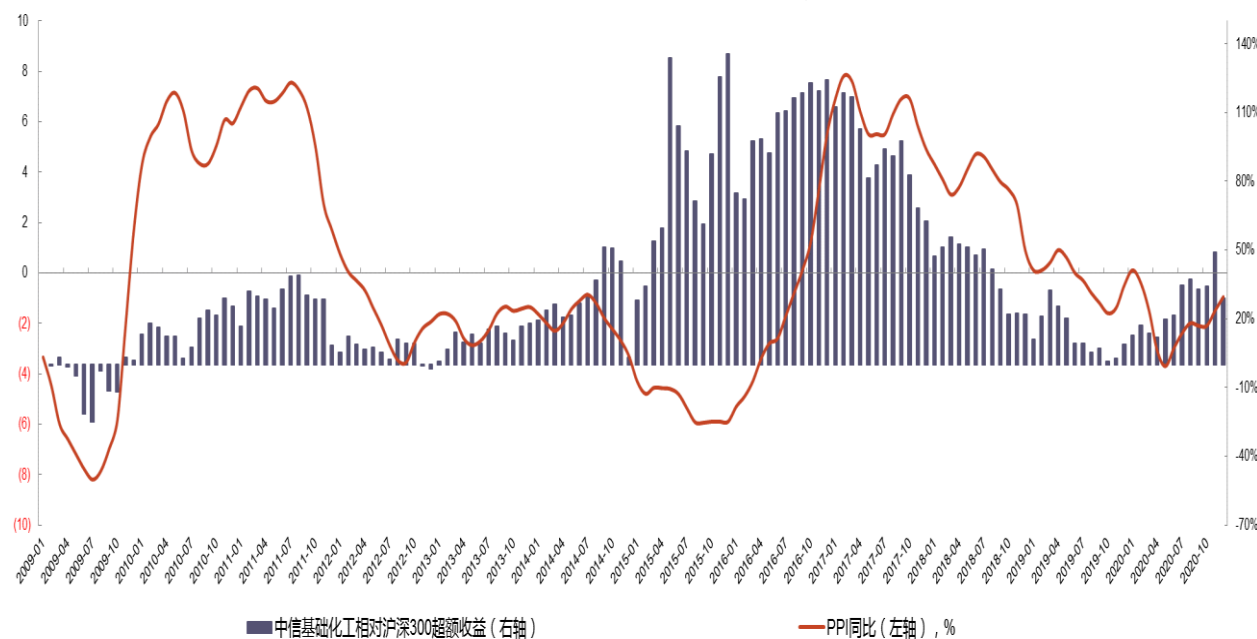


数据来源：IMF

后疫情时代全球经济共振复苏，PPI环比继续改善

- 化工行业超额收益率和PPI同比增速具备较强的相关度。根据PPI分部门分拆的影响权重来看，PPI波动受油价波动影响较大，其中石油占比4.3%，化工占比11%。从2009年至今的PPI波动和中信基础化工指数的走势来看，化工行业相对沪深300的超额收益与PPI波动有较强的内在联系。
- PPI环比继续改善，化工行业有望迎来第二波配置机会。自2020年Q2以来，国内PPI环比持续改善。展望2021年，原油供需格局持续好转，后疫情时代石油价格有望维稳在55-65美元/桶，看好PPI后续走势。化工行业有望迎来第二波配置机会。

图：化工行业超额收益率和PPI同比增速具备较强的相关度



数据来源：Wind

供需格局边际改善，化工行业迎来景气拐点

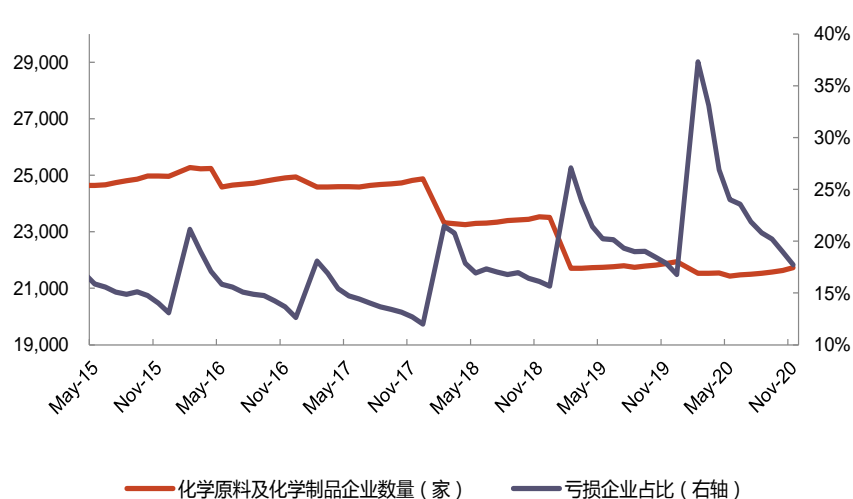
■ 供给侧改革不断发力，化工行业企业数目不断下降。

近年来环保政策不断趋严，化工行业呈现出落后产能加速淘汰，行业集中度不断提升的趋势。受2020年疫情影响，抗风险能力较差的高成本企业经营环境更加恶劣，被迫停产。行业中具备竞争优势以及强抗风险能力的企业逆势扩产，抓住机遇抢占市场份额，未来强者恒强的格局将不断稳固。从资本开支角度来看，2017-2019年，上市公司的资本开支均超过全行业平均水平，再次验证了龙头企业市占率将不断提升，行业集中度将持续上升。

■ 需求端边际改善，低库存下景气度有所回暖。

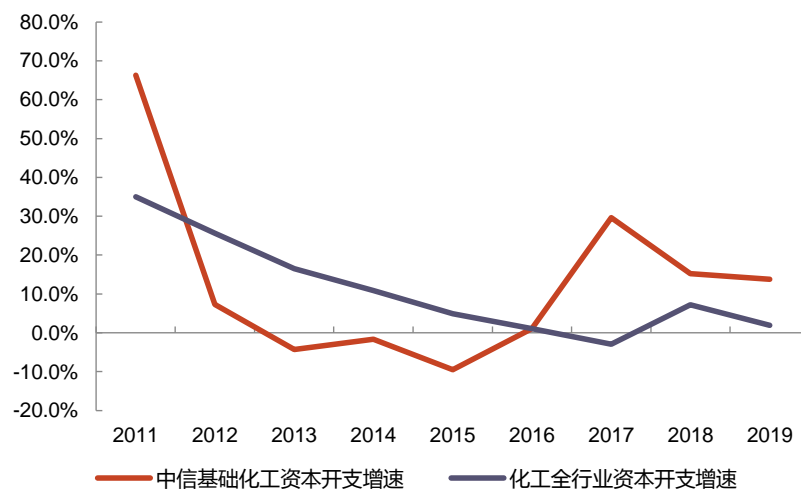
2020Q3下游终端行业汽车、纺织服装等开工持续回暖，叠加出口持续改善，成本端原油价格维持稳定下，中国化工产品价格指数持续景气回暖。截至2020年12月31日，中国化工品价格指数=4132，化工行业整体仍处近十年历史景气底部（30%分位数）。

图：化学原料及化学制品企业数量不断减少



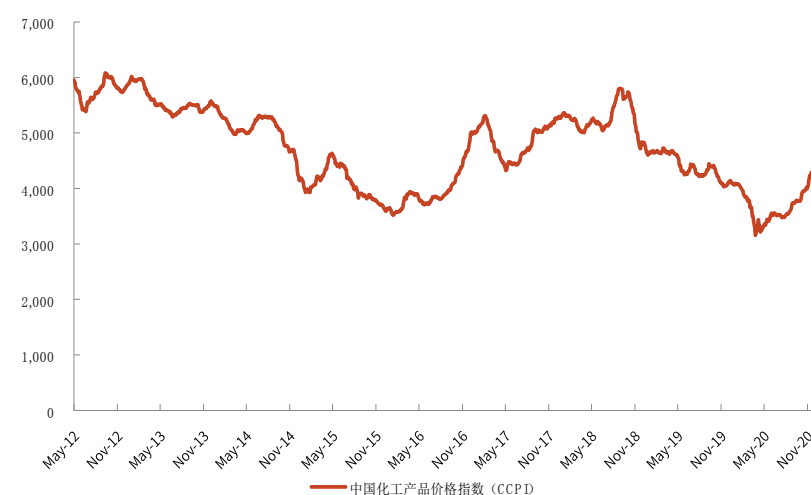
数据来源：Wind

图：上市公司资本开支超过全行业水平



数据来源：Wind

图：中国化工产品价格指数 (CCPI)

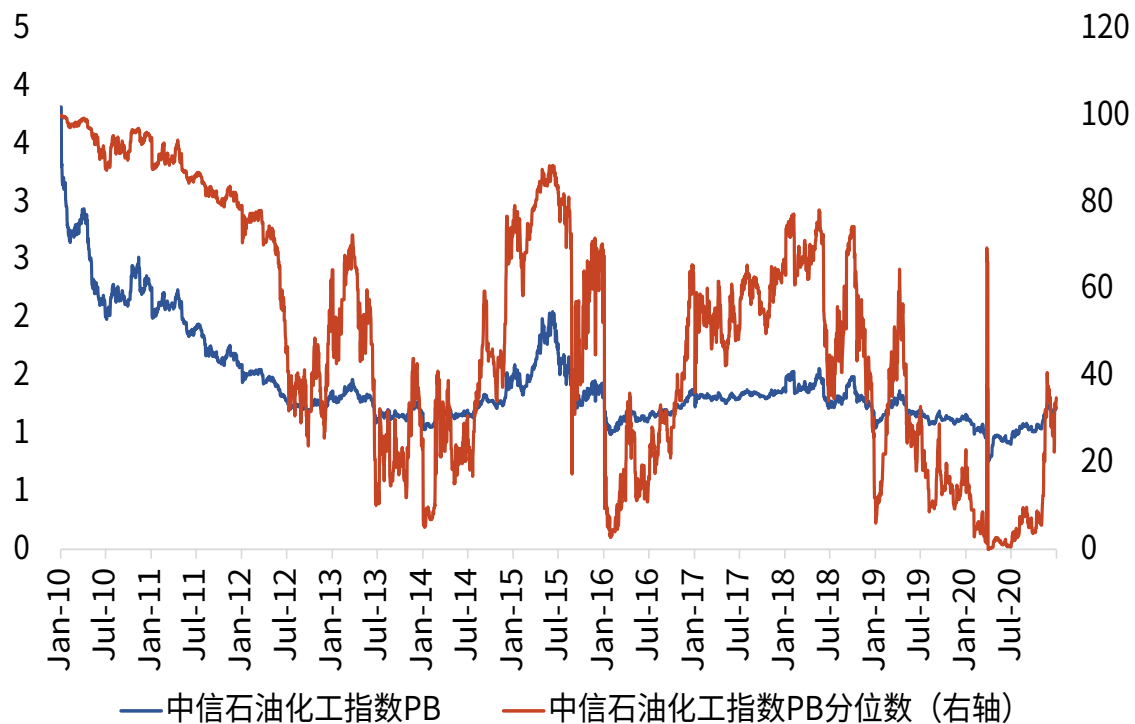


数据来源：Wind

供需格局边际改善，化工行业迎来景气拐点

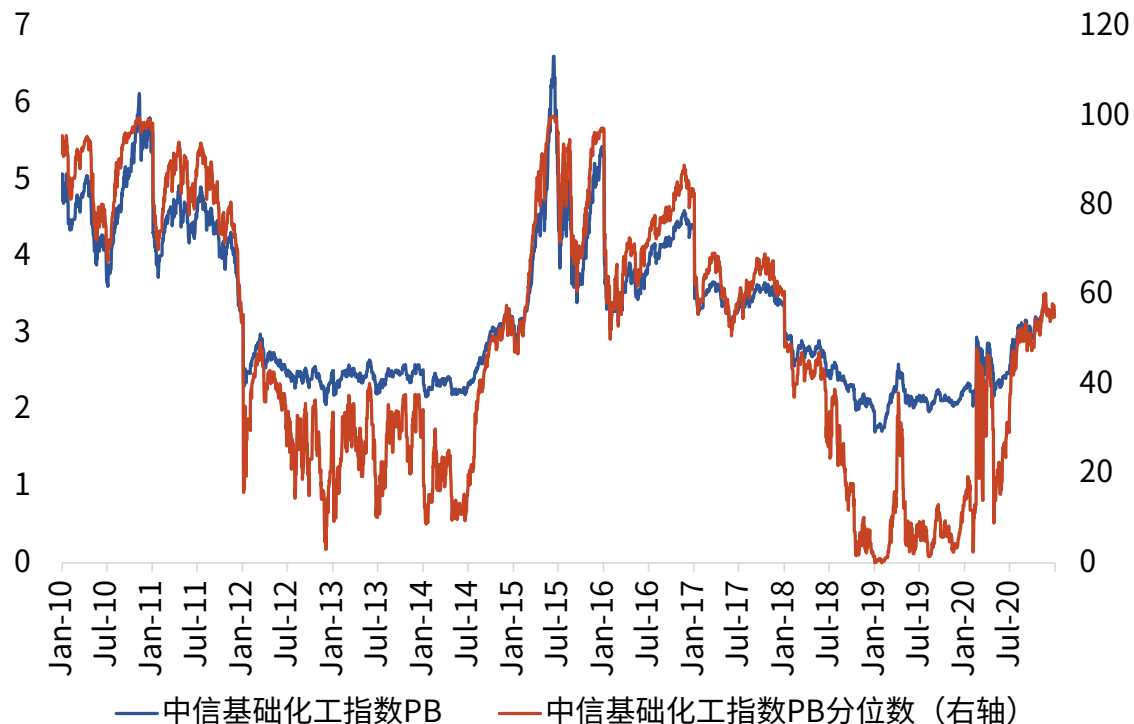
- 从行业估值看，石油化工PB处于历史较低分位，基础化工PB处于历史中值。截至2020年12月31日，中信石油化工PB=1.23，处于2010年来历史35%分位数；中信基础化工PB=3.31，处于2010年来历史58%分位数。

图：中信石油化工PB及分位数



数据来源：iFind

图：中信基础化工PB及分位数



数据来源：iFind



- ▣ 民营大炼化在低油价下重塑竞争力
- ▣ 轻烃裂解龙头逆势高速增长

民营大炼化在低油价下重塑竞争力

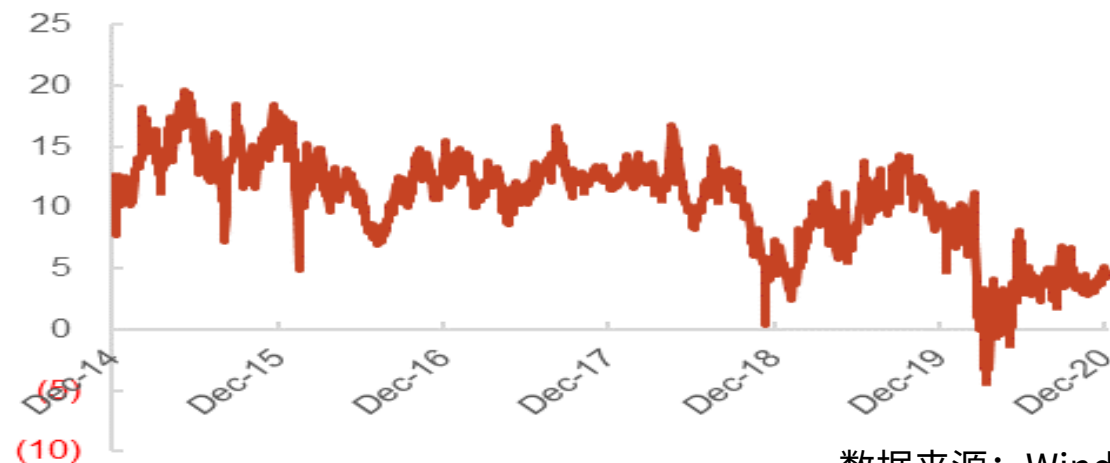
- 油价暴跌令国内炼油企业产生大量存货和产成品库存损失，国营炼厂各个板块业绩都同比大幅下滑。

表:国营炼化企业2020Q1损失惨重

	营业收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	经营活动现金流 净额增速
中国石油	-14.41%	-162.3	-258.46%	-129.30%
中国石化	-22.59%	-197.8	-234.00%	-366.32%
上海石化	-28.68%	-12	-296.90%	-256.12%
华锦股份	-33.71%	-8.9	-335.21%	-323.43%

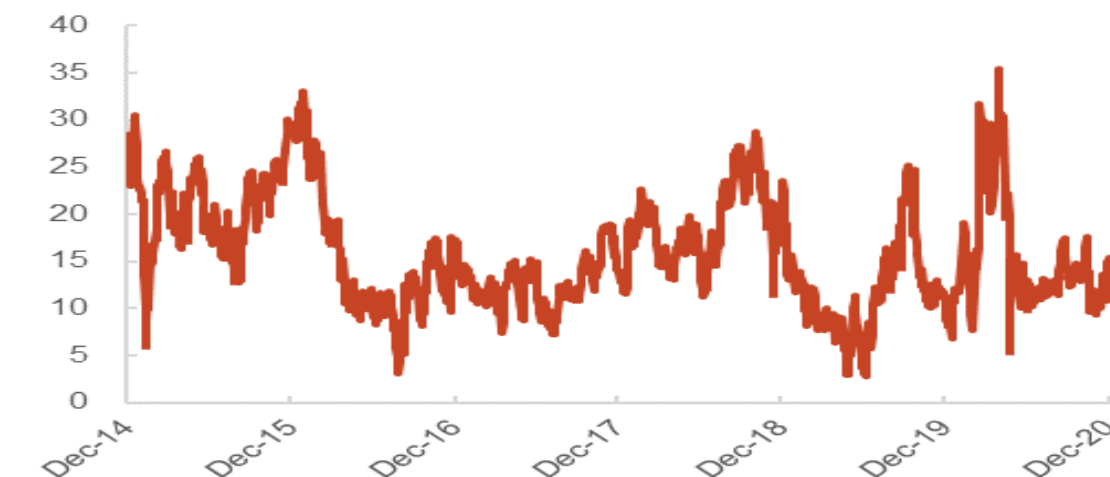
数据来源：相关公司公告

图：出口炼油盈利指数



数据来源：Wind

图：国内炼油盈利指数



数据来源：Wind

民营大炼化在低油价下重塑竞争力

- 大炼化项目全面投产，成为业绩增量来源。2020年，恒力、浙石化和恒逸文莱项目一期均已经全面投产，开始为上市公司贡献利润。2020Q1，在油价下跌和疫情的双重影响下，国营炼厂普遍亏损，而民营大炼化仍有盈利，形成鲜明对比。这证明了民营大炼化比存量炼化项目成本更低，分化在全年会体现得更为明显。

表：民营大炼化项目高盈利

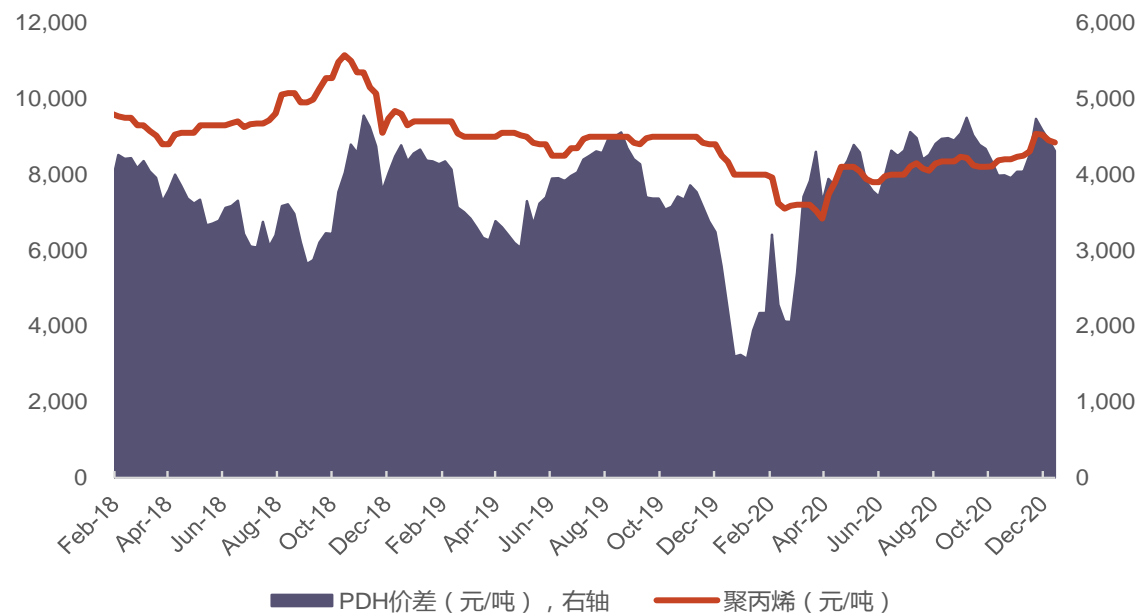
	2019年净利润	2020H1净利润	备注
恒力炼化	60.3亿元	46.2亿元	2019年5月实现全面投产
恒逸文莱	7.7亿元	5.6亿元	2019年11月实现全面投产
浙石化	6.7亿元	44.9亿元	2019年5月试生产， 2019年12月全面投产

数据来源：相关公司公告

轻烃裂解龙头逆势高速增长

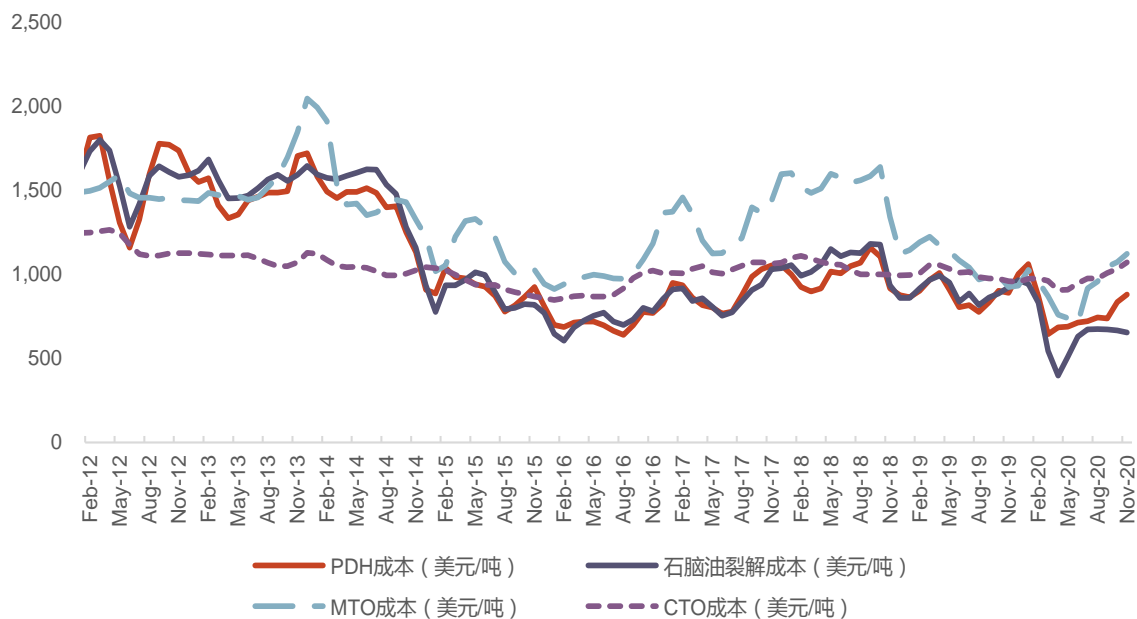
- 轻烃裂解在低油价下仍有生存能力。油价在2020年3月的暴跌，带动丙烯和聚丙烯价格大跌，引发了市场对低油价下轻烃裂解路径竞争力的担忧。加上1-2月丙烷价格的高位，PDH价差确实大幅收窄。但丙烷的消费主要来自燃料需求，油价的下跌也压制了丙烷的价格，3月下旬以来，丙烷价格也同步大跌，PDH价差有所回暖；4月在口罩等防疫物资需求的带动下，聚丙烯价格大幅上涨，PDH价差恢复至较高位置。
- 丙烷是跟原油等能源价格挂钩的品种，中长期来看，PDH能够获得跟石脑油裂解制丙烯相近的利润。

图：PDH至聚丙烯价差波动



数据来源：Wind

图：丙烯多种制备路径的成本变化



数据来源：Wind

轻烃裂解龙头逆势高速增长

■ 国内首个纯乙烷进料的乙烷裂解制乙烯项目将投产。乙烷裂解制乙烯、煤制烯烃在成本竞争中处于优势地位。

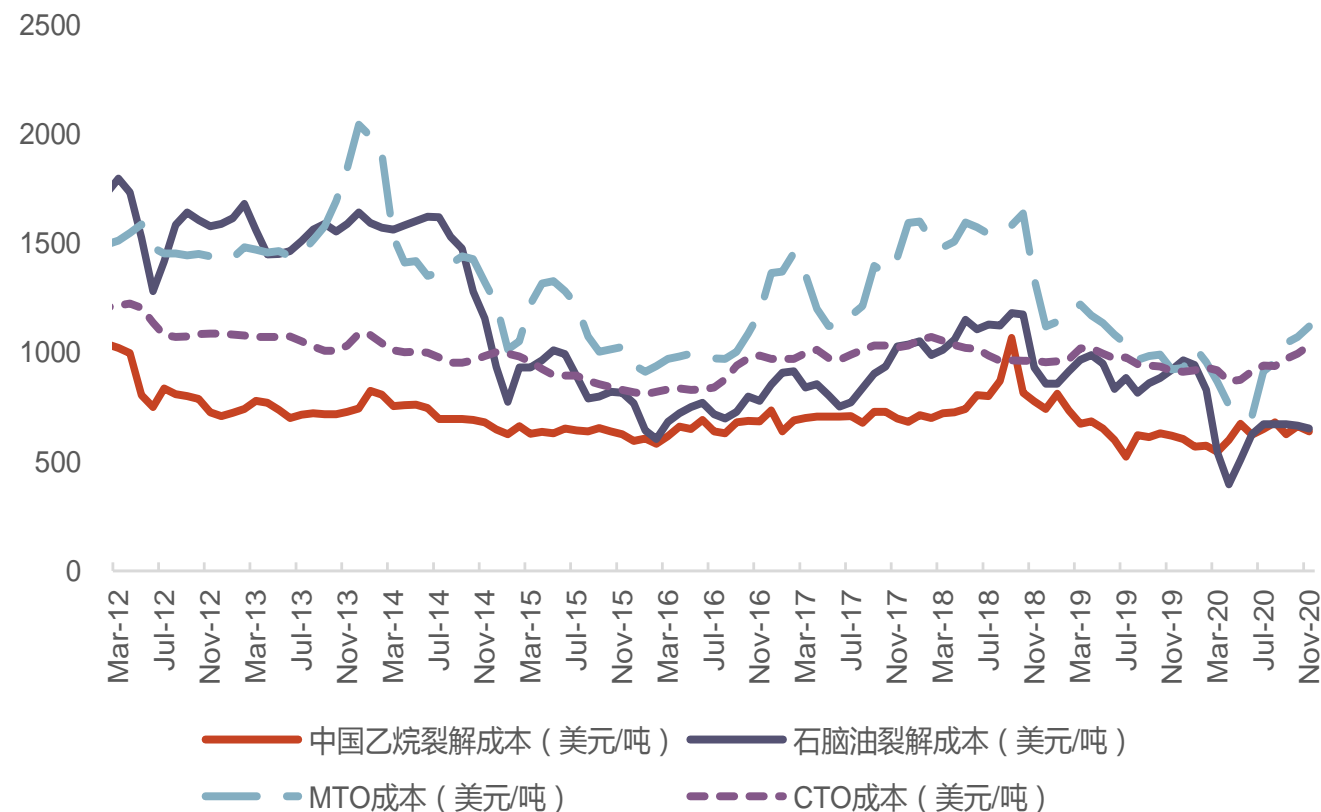
(1) 目前作为边际产能的外采甲醇MTO路线，未来将面临着现金成本被击穿的风险；

(2) 煤制烯烃的高折旧特征决定了较低的现金成本，在低油价情形下仍能保持稳定的现金流入，有较强的抵抗风险能力；

(3) 目前国内30多套蒸汽裂解装置的现金成本曲线相对陡峭，中高油价下部分以石脑油和轻柴油为单一进料的边际产能将面临较大压力；

(4) 乙烷裂解制乙烯的成本优势最为突出。

图：各路线下生产乙烯的成本比较（元/吨）



数据来源：Wind



- ❑ 化纤板块——布局早周期品种
- ❑ 蛋氨酸：巨头退出部分产能，行业有望向好

化纤板块——布局早周期品种

- 相比于其他化工品，化纤行业呈现投资启动早、投资结束早的特征：06-10年，09-17年，16年至今这三轮周期无不例外。而对作为周期品的化工产品来说，投资周期的结束通常也意味着景气周期的启动。
- 从行业固定资产累计投资增速数据来看，化纤行业的新增产能投放增速，从2019年以来已经开始放缓。从供给的角度看，化纤行业已在筑底阶段。

图：化学纤维与化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额对比



请务必参阅正文之后的重要声明

数据来源：Wind 24

表：化纤与化学原料和制品投资周期比较

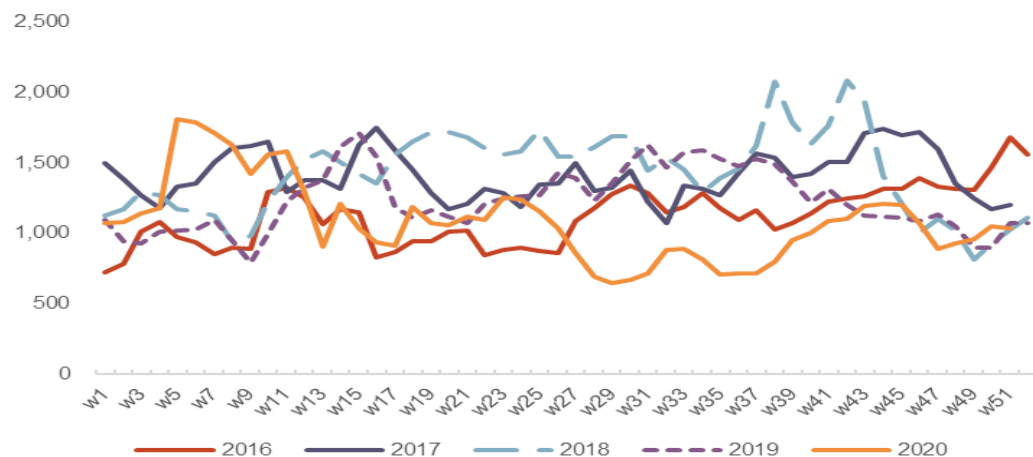
化纤投资周期划分	化学原料和制品投资周期划分	周期	相差
2006.05 ~ 2007.02	2007.02 ~ 2009.03	投资增加	9个月
2007.03 ~ 2009.10	2009.04 ~ 2010.02	投资放缓	25个月
2009.11 ~ 2011.02	2010.03 ~ 2012.07	投资增加	4个月
2011.03 ~ 2016.02	2012.08 ~ 2017.11	投资放缓	17个月
2016.03 ~ 2018.10	2017.12 ~ 至今	投资增加	21个月
2018.11 ~ 至今		投资放缓	

数据来源：Wind

长丝需求在骤降后已逐渐恢复

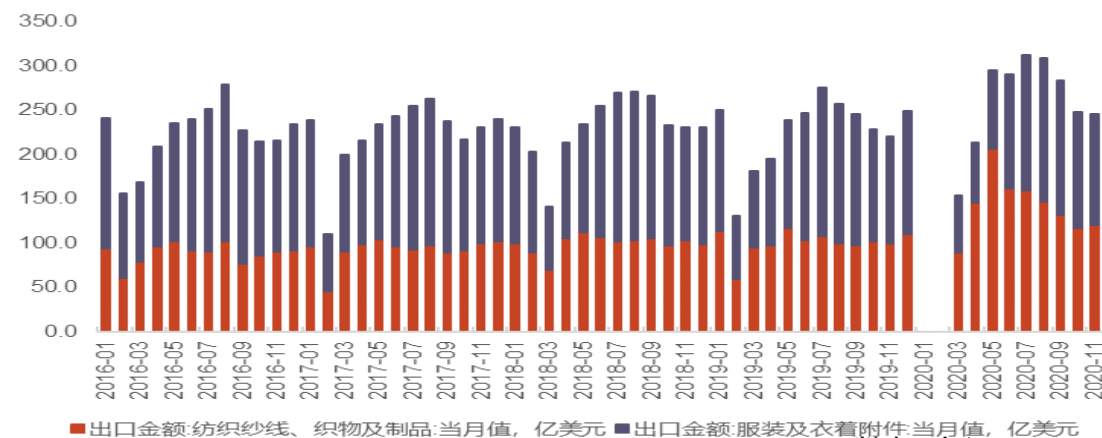
- 国内长丝需求已逐步恢复。伴随着国内疫情逐步进入常态化防控状态，国内长丝需求在2020Q2和Q3逐步恢复，相关下游产品需求在2020Q4开始大幅增长。
- 从出口来看，纺织纱线、织物及制品中含防疫物资，因国外疫情的加速扩散，2020Q2以来相关产品出口大幅增长。服装以及衣着附件的出口额，自2020Q3以来已经恢复到正常水平。

图：长丝价差（元/吨）



数据来源：Wind

图：服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额



数据来源：Wind

图：服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口累计同比

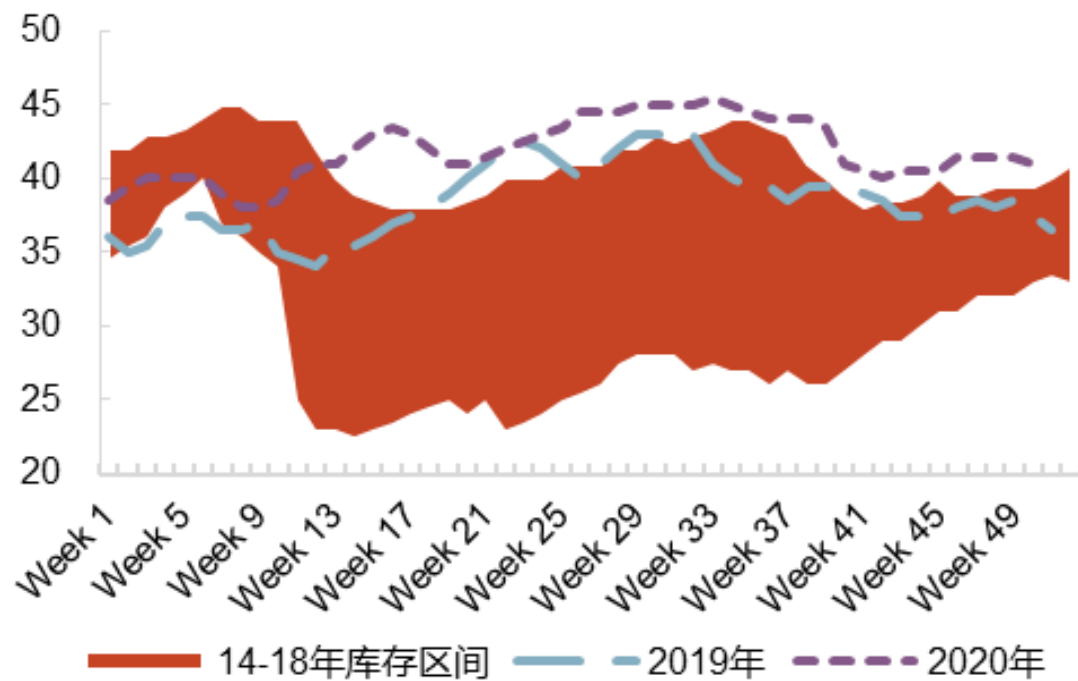


数据来源：Wind

长丝需求在骤降后已逐渐恢复

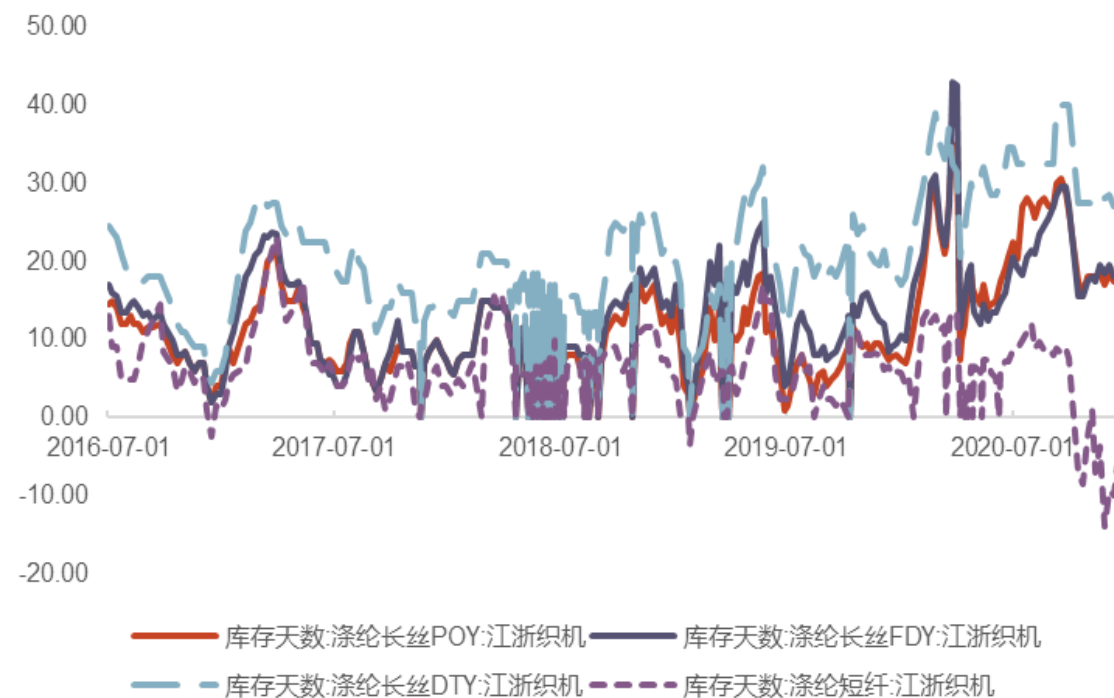
- 从涤纶长丝POY价差变化来看，涤纶长丝盈利能力在2020Q2-Q3期间触底。2020Q4开始坯布和下游长丝库存情况有所缓解，库存天数大幅缩短说明下游需求逐渐恢复。

图：坯布库存天数



数据来源：Wind

图：长丝库存天数

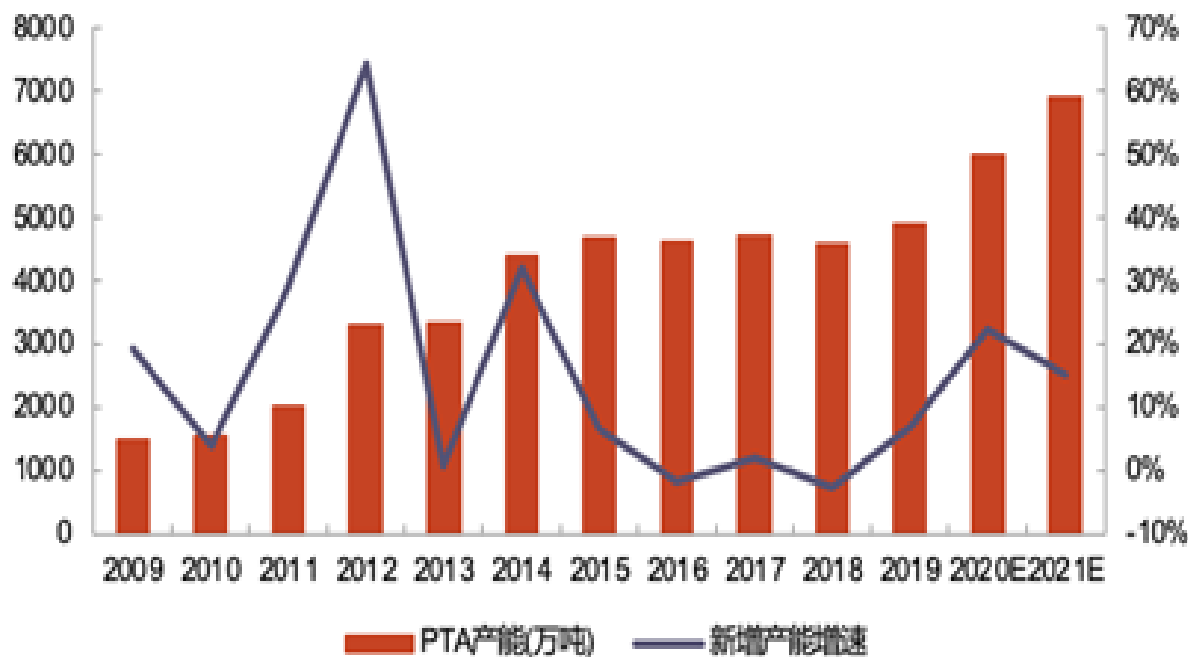


数据来源：Wind

PTA新一轮产能开启

■ 2019年Q4至2022年，PTA行业将迎来新一轮产能周期。以英威达P8技术和BP为代表的新一代PTA技术将带来100-200元/吨的成本下降，龙头企业更新产能动力充足。为了消化巨量的PTA产能投放，聚酯下游的市场竞争将从涤纶长丝进一步拓展到瓶片和短纤。

图：PTA新一轮产能周期开启



数据来源：CCF、卓创资讯

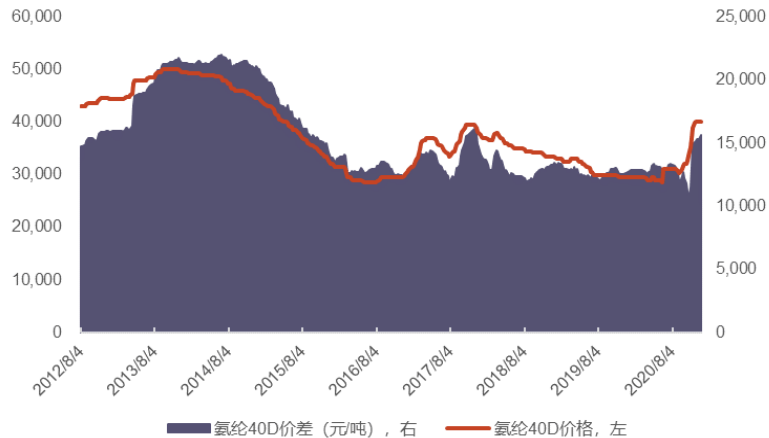
表：2021-2023PTA潜在的新增产能

企业	新增产能 (万吨)	预计投产时间
逸盛新材料	350	2021年Q1
盛虹集团	250	2021年1月
宁波台化	150	2022年
逸盛新材料	350	2022-2023年
桐昆集团	500	2022-2023年
新凤鸣	500	2022-2023年
恒力石化	500	2021年底
盛虹集团	250	2022年底
三房巷	320	2022年
泛亚石化	300	2022-2023年
仪征化纤	600	2021-2023年
东营联合	250	2022年
海南逸盛	220	规划中
裕龙石化	300	2025年
合计	4840	

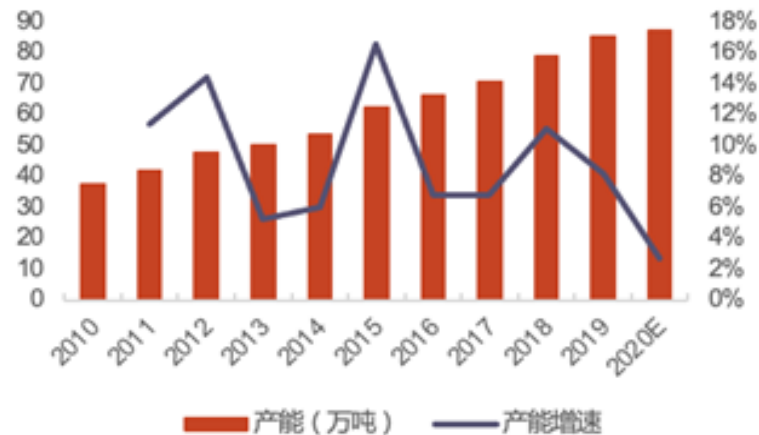
数据来源：卓创资讯

氨纶供需格局迎来改善，龙头企业逆势扩产

图：氨纶40D价差和价格



图：氨纶产能变化



图：氨纶需求量（万吨） 数据来源：Wind



图：氨纶净出口量（万吨） 数据来源：CCF、百川盈孚



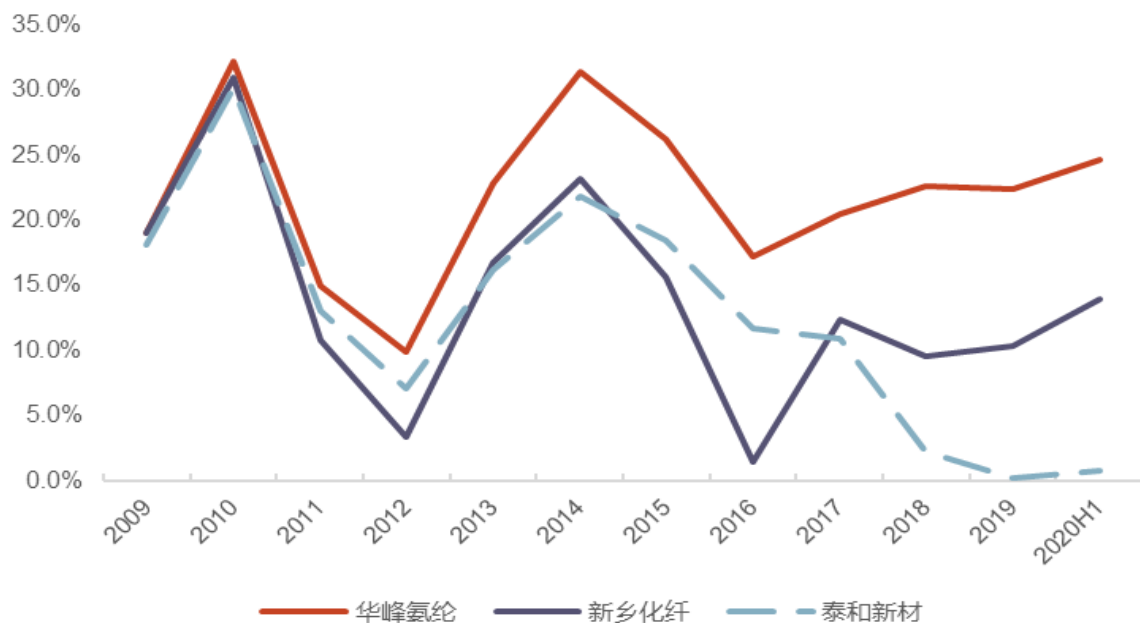
■ 供给端，氨纶行业上一轮周期的顶峰是在2013-2014年，之后经历了两轮投资高峰，2018-2019年，行业仍处于难以盈利的状态。2020年氨纶新产能投放已经放缓。

■ 需求端，由于中美贸易摩擦和新冠疫情，氨纶出口受到一定负面影响，但在口罩耳带和运动服装等的需求带动下，氨纶2020年需求增速不降反增。氨纶行业库存自2020Q3以来大幅下降。

氨纶供需格局迎来改善，龙头企业逆势扩产

■ 2020年，龙头企业产能更新暂告一段落，小产能逐步退出。目前2万吨以下的产能仍有6套，小厂长期不盈利。此外氨纶行业集中度进一步提升，新产能向中西部转移，截至2019年底行业集中度CR4>50%。

图：氨纶企业毛利率水平



数据来源：Wind

表：2017年以来氨纶行业淘汰企业和低负荷产能

淘汰企业	产能 (万吨)	备注
英威达 (上海)	1.6	2017年关停
益邦	2.25	2018年关停
蓝孔雀	0.5	2018年关停
薛永兴	1.5	2019年7月关停
邦联	2.5	低负荷运行
华海	8	较低负荷运行
泰和 (烟台)	4.5	较低负荷运行

数据来源：CCF、卓创资讯、百川盈孚

氨纶供需格局迎来改善，龙头企业逆势扩产

- 龙头企业新建的氨纶产能成本优势显著：1) 能源成本方面，西部地区电价、气价大幅低于东部地区；2) 新产能规模优势，纺丝卷绕头增加，纺速更快，折旧低；3) 原料采购优势，华峰重庆园区PTMEG和MDI园区内采购；4) 质量提升，品牌溢价。

表：氨纶行业龙头企业现有及在建/规划产能

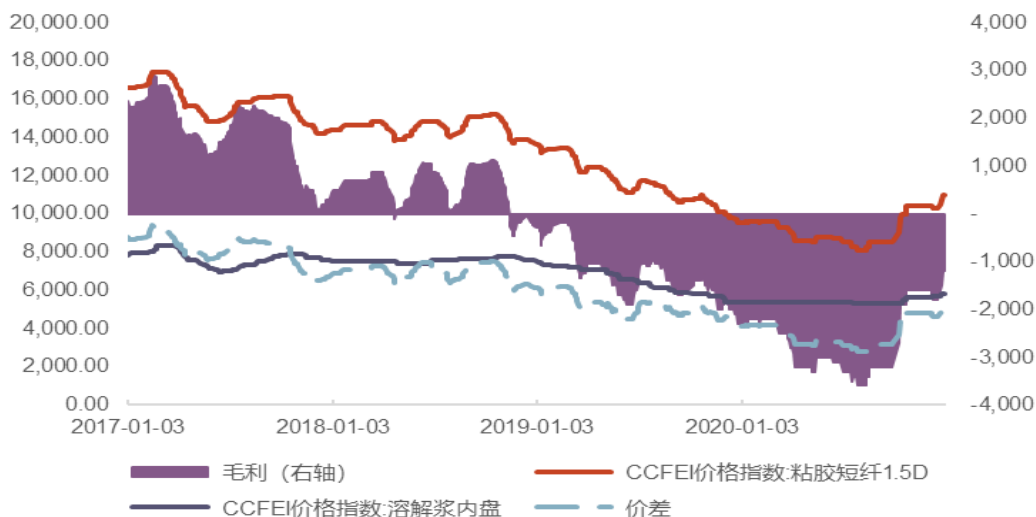
龙头企业	产能（万吨）	备注
华峰化学	18（现有）+4（计划）	6万吨预计2019Q4-2020H1建成
新乡化纤	12（现有）	最新4万吨2019Q2年建成
泰和新材	烟台：4.5（现有）+1.5（计划）	烟台新产能为产能置换
	宁夏：3（现有）+3（在建）	宁夏3万吨预计2021H1建成
晓星（中国）	15.8	最新4万吨2018年建成

数据来源：卓创资讯

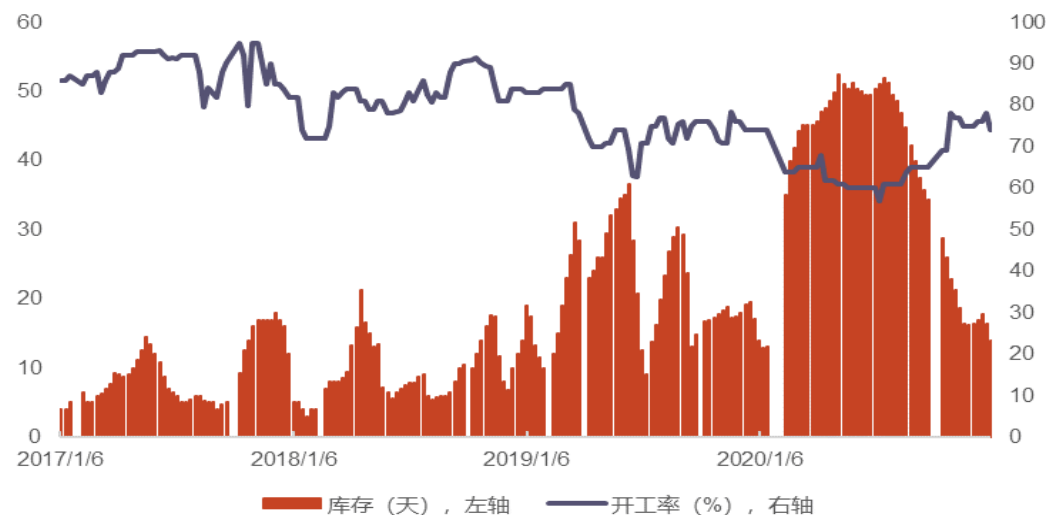
粘胶短纤下游需求持续复苏，行业有望迎来量价齐升

- 2020年年初粘胶价差处在历史低位,行业深度亏损。2020年年初新冠疫情致使纺服行业的生产与销售受阻，产业链终端需求萎靡导致粘胶短纤成品库存于上半年达到历史高位，供需失衡致使粘胶短纤价格持续走低，价差处在历史低位，行业深度亏损。
- 下游纺织复苏，粘胶库存去化明显。2020年5月份以来，随着疫情在我国逐步得到控制，内贸订单率先复苏，织机负荷率持续上升，带动纱厂对粘胶短纤采购积极性，而同期粘胶短纤行业开工意愿仍较低，行业去库存态势明显。2020年8月份粘胶短先库存为17.14万吨，环比下降45%。
- 需求方面，“金九银十”行情的开启，下游市场逐渐释放订单信号。供需好转推动粘胶短纤价格稳中有进，主要厂商纷纷迎来调价周期，行业盈利能力改善，价差周期迎来拐点。

图：粘胶短纤价格、价差及毛利走势图（元/吨）



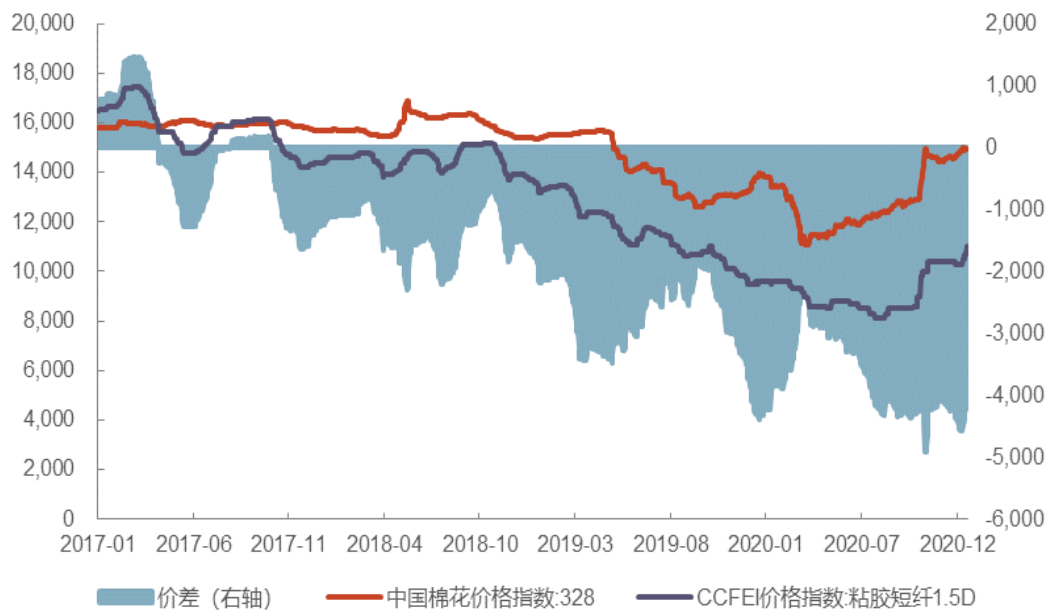
图：2017年至今粘胶短纤库存和负荷走势图



粘胶短纤下游需求持续复苏，行业有望迎来量价齐升

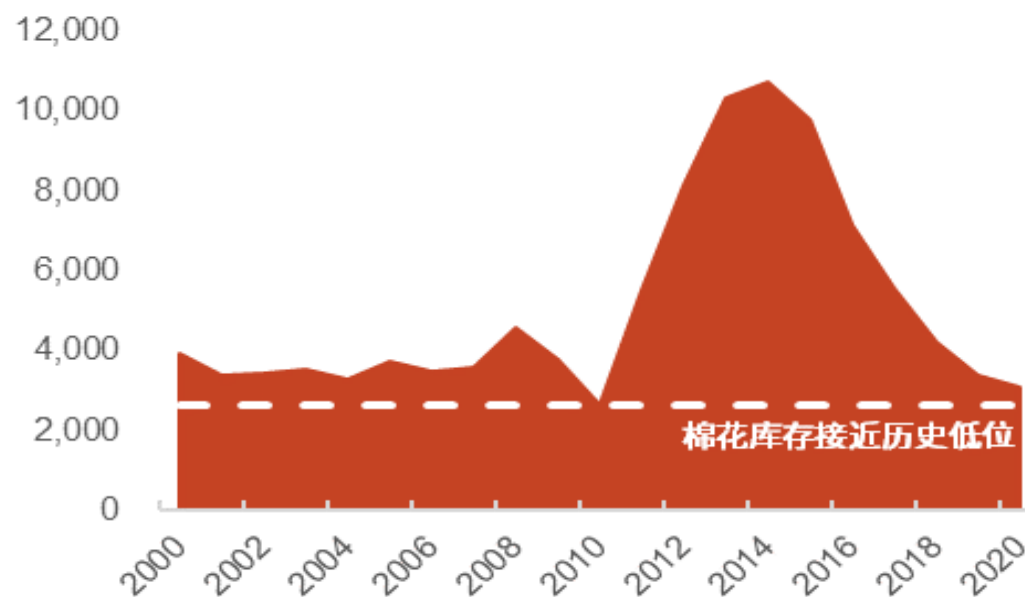
- 粘棉价差仍然较大，替代效应或将驱动粘胶行业回暖。粘胶短纤与棉花性能较为接近，两者互为替代品，价格相关性较强。自2020年四月初以来，随着疫情在我国逐步得到控制，下游需求逐步复苏，棉花价格率先回暖，但粘胶短纤价格仍处于低位。从价差来看，截至2020年12月31日，棉花-粘胶短价差为3,932元/吨，处于历史高位。叠加当前棉花库存接近历史底部，替代效应或为驱动粘胶短纤行业回暖的另一个利好因素。

图：粘胶短纤与棉花价差走势图（元/吨）



数据来源：Wind

图：棉花库存（千吨）



数据来源：Wind

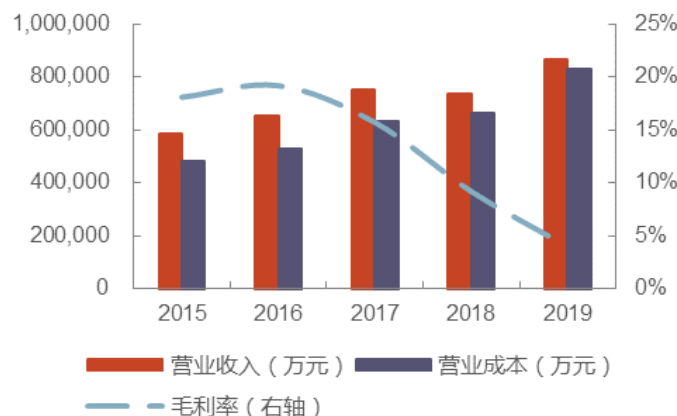
粘胶短纤下游需求持续复苏，行业有望迎来量价齐升

表：粘胶短纤行业产能统计

经营状态	公司	2020年产能 (万吨)
在产	赛得利	125
	三友化工	78
	中泰化学	74
	澳洋健康	42
	山东雅美	32
	宜宾丝丽雅	25
	高密银鹰	23
	南京兰精	18
	吉林化纤	16.5
	南京化纤	8
	博拉经纬	6
	河北吉藁	3.5
	合计	451
停产	恒天海龙	17
	成都丽雅	10
	新乡化纤	10
	舒美特	6
	新疆舜泉	6
	合计	49

- **三友化工规模效益及低加工成本优势凸显。**三友化工当前现有国内规模最大的粘胶短纤产能78万吨/年，规模经济效益显著，且在粘胶短纤方面具有行业首位的成本优势。
- **从产品的角度来看，三友化工粘胶短纤产品差别化率行业第一，**拥有莫代尔纤维、高白纤维、无机阻燃纤维、莱赛尔纤维等产品，是国内唯一拥有三代纤维产品的公司。随着粘胶短纤价格触底反弹迎来投资周期，三友化工作为行业龙头或将优先受益。

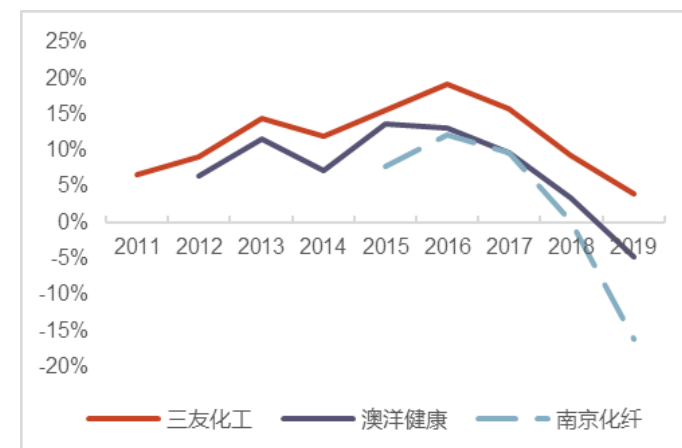
图：三友化工粘胶短纤业务营收情况



33

数据来源：Wind

图：各公司粘胶短纤业务毛利率比较

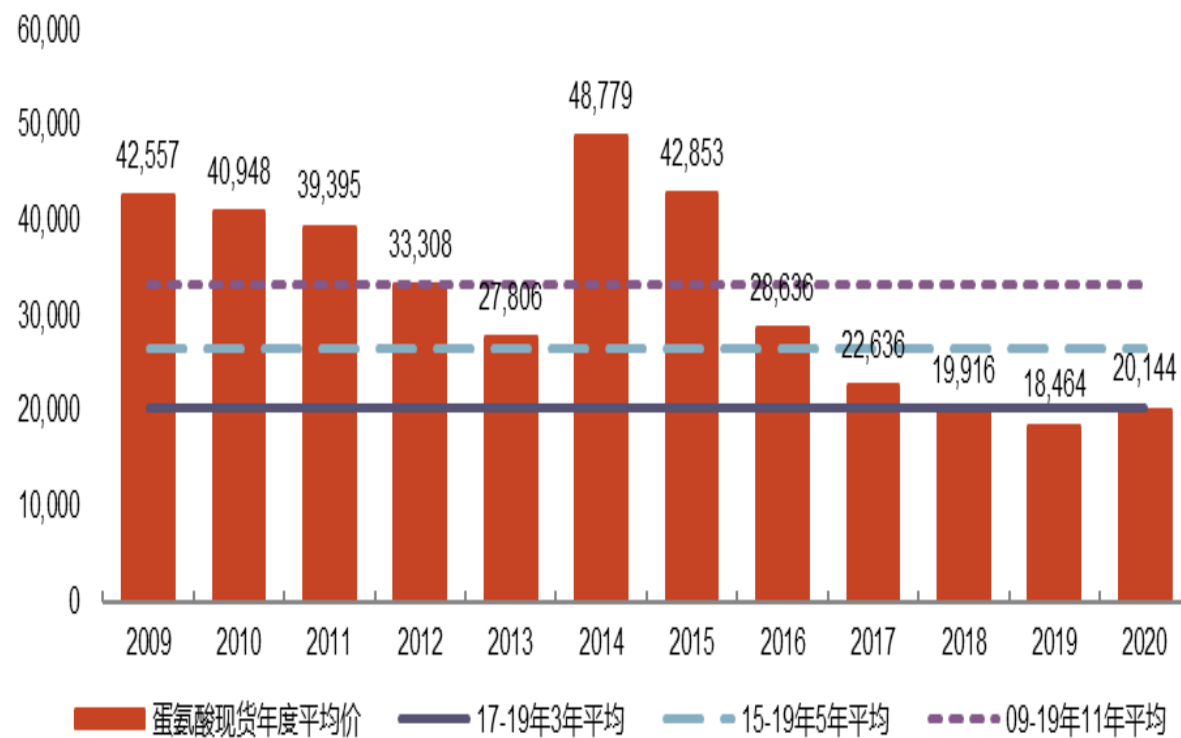


数据来源：公司公告

蛋氨酸：巨头退出部分产能，行业有望向好

- 国内外蛋氨酸企业相继提交反倾销申请，蛋氨酸价格或已触及产业利润底线。2019年宁夏紫光代表国内蛋氨酸产业向商务部提交对原产于新加坡、马来西亚和日本蛋氨酸的反倾销调查申请。2020年诺伟司国际向美国商务部和国际贸易委员会提交对从西班牙、法国和日本进口的蛋氨酸的反倾销调查申请。

图：蛋氨酸现货年度平均价(元/吨)



数据来源：Wind

蛋氨酸：巨头退出部分产能，行业有望向好

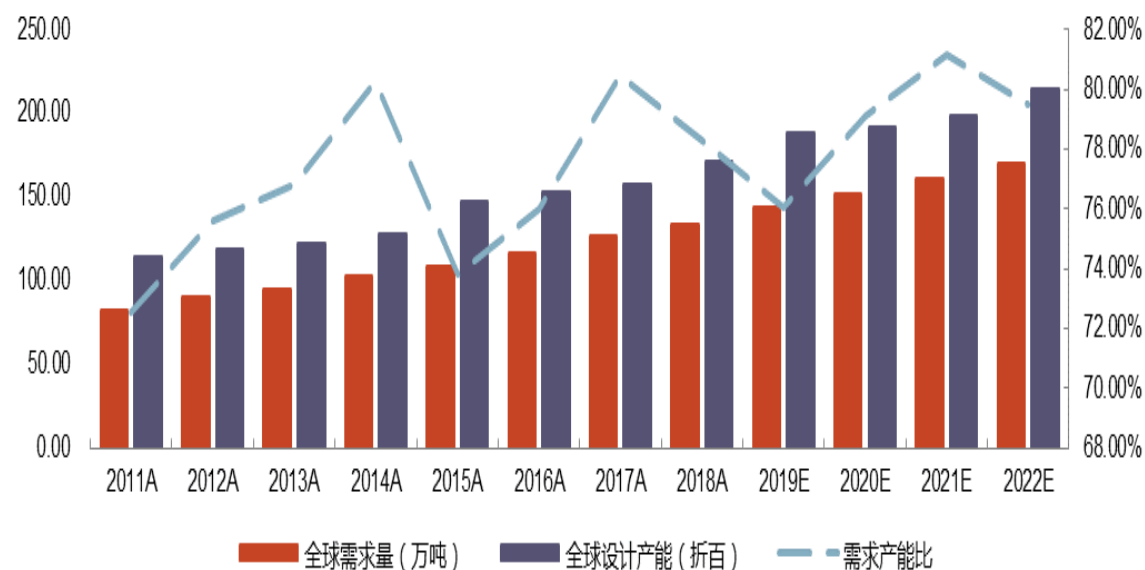
- 行业巨头退出部分产能，行业产能竞赛将有望暂停。2019年诺伟司取消投放12万吨蛋氨酸产能，日本住友退出2万吨产能。2020年赢创退出6.5万吨产能。而未来产能投放或低于预期，2021年蛋氨酸需求产能比或将回到历史高位，蛋氨酸价格将有所反弹。

表：2017年-2022年蛋氨酸产能进入情况

厂商	地点	产能 (万吨/年)	产能进入时间
新和成	山东潍坊	5	2017年2月
安迪苏	南京	5	2018年7月 (脱瓶颈改造)
宁夏紫光	宁夏中卫	1	2018年9月 (脱瓶颈改造)
住友	日本新居滨	10	2018年10月
安迪苏	西班牙布尔戈斯	5	2019年初
赢创	新加坡	15	2019年6月
新和成	山东潍坊	10	2020年上半年
安迪苏	江苏南京	18	2021年
新和成	山东潍坊	15	2022年

数据来源：中国化工报，新和成公告，安迪苏公告

图：蛋氨酸供需平衡表



数据来源：中国产业信息网

- ▣ 可降解塑料：政策持续加码，市场空间巨大
- ▣ OLED材料：需求驱动市场上升，国内升华材料突破初显
- ▣ 新能源补贴退坡放缓，锂电材料有序前行

可降解塑料：政策持续加码，市场空间巨大

- **限塑令政策不断加码。**2020年1月，国家发展改革委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，到2020年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到2022年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广。

表：2020年全国部分省份可降解塑料政策相关文件

日期	省份	政策文件名称
7月8日	四川省	《四川省进一步加强塑料污染治理实施办法》
7月24日	福建省	《福建省关于进一步加强塑料污染治理实施意见（征求意见稿）》
8月3日	河北省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》
8月6日	贵州省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》
8月24日	江苏省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》
8月26日	云南省	《云南省进一步加强塑料污染治理的实施方案》
8月28日	江西省	《关于印发江西省加强塑料污染治理的实施方案的通知》
10月12日	河南省	《洛阳市加快白色污染治理实施方案》
10月13日	浙江省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施办法》

资料来源：中商产业研究咨询

表：不同种类可降解塑料的具体用途

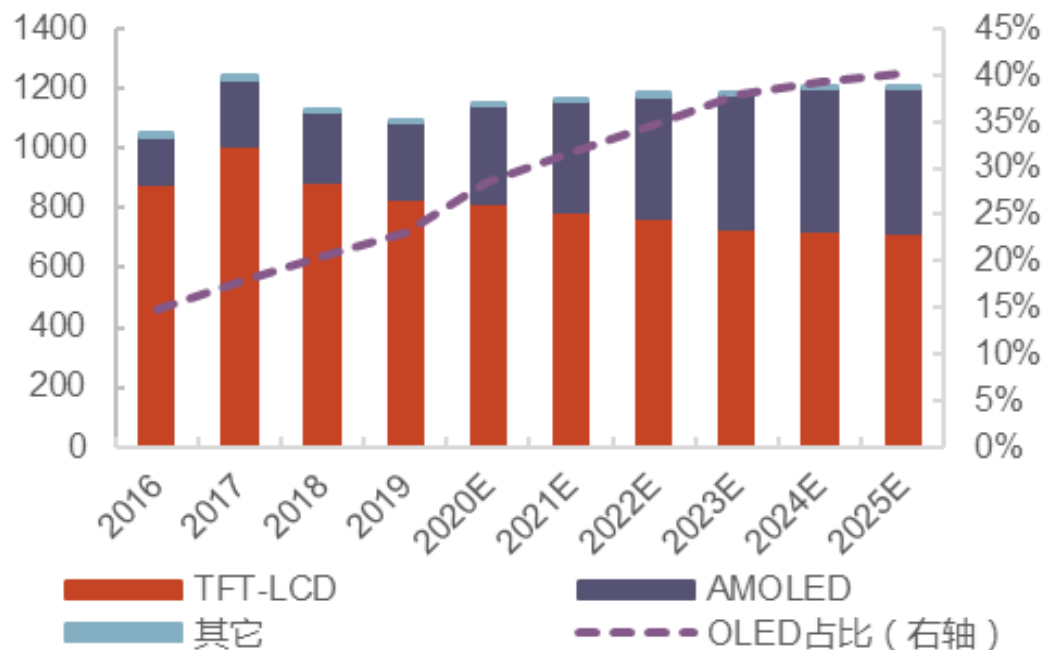
种类	具体用途
PBAT/PBS	包装、餐具、化妆品瓶及药品瓶、一次性医疗用品、农用薄膜、农药及化肥缓释材料等领域
PCL	塑形材料、玩具等的生产与加工领域及外壳缝合线、骨钉、长效药物的控制释放载体等医疗领域
PLA	一般塑料如薄膜、饭盒等一次性用品、纺织、3D打印、生物医疗等领域
PPC	膜袋类产品、地膜、快递包装、纸塑复合产品应用、注塑、吸塑、挤塑产品、环保胶粘剂等领域
PGA	油气开采(桥塞、压裂球等)、手术缝合线、骨钉等医疗领域及膜、包装材料、一次性用品等领域

资料来源：《我国生物可降解塑料市场现状》，文献作者陶怡等

OLED材料：需求驱动市场上升，国内升华材料突破初显

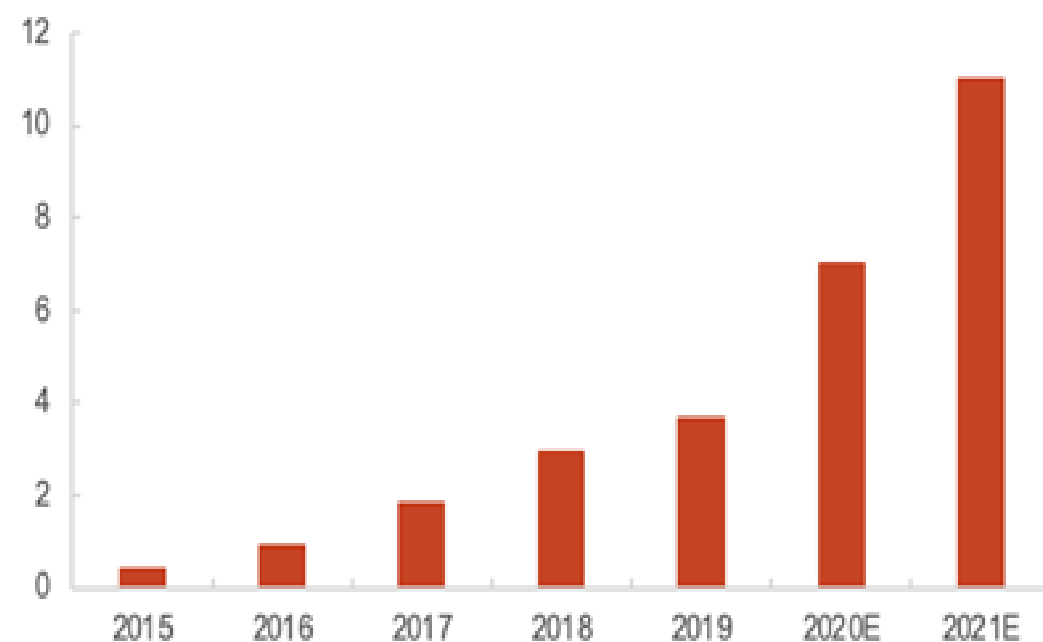
- 需求驱动发展，OLED市场迎来整体上升期。据IHS预测，2020全球平板显示器市场规模可达1151亿美元，其中AMOLED约327亿美元，占比28%。

图：全球平板显示器市场规模（亿美元）



数据来源：IHS

图：全球OLED电视面板出货量及预测（百万片）

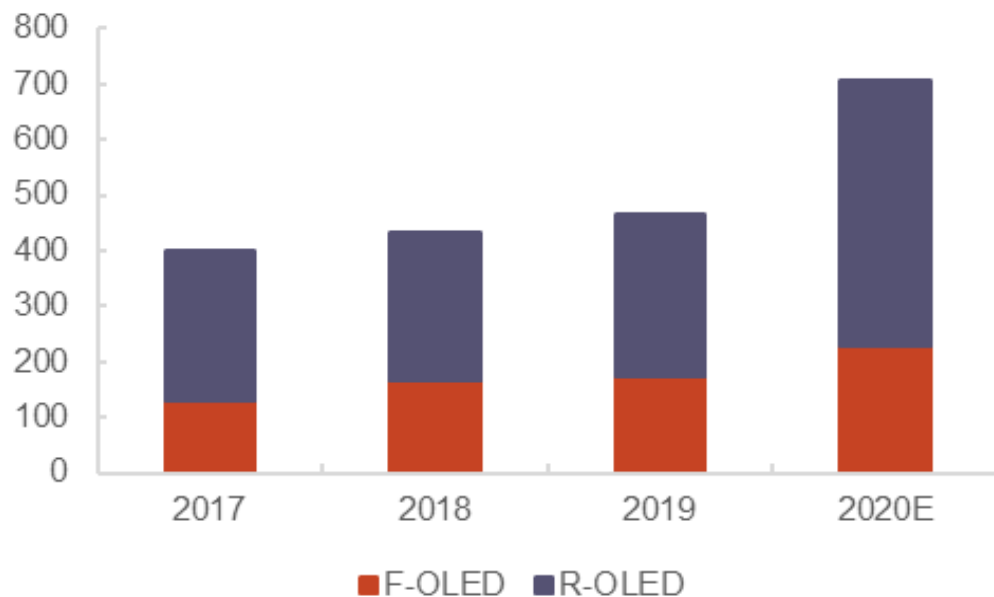


数据来源：LG Display

OLED材料：需求驱动市场上升，国内升华材料突破初显

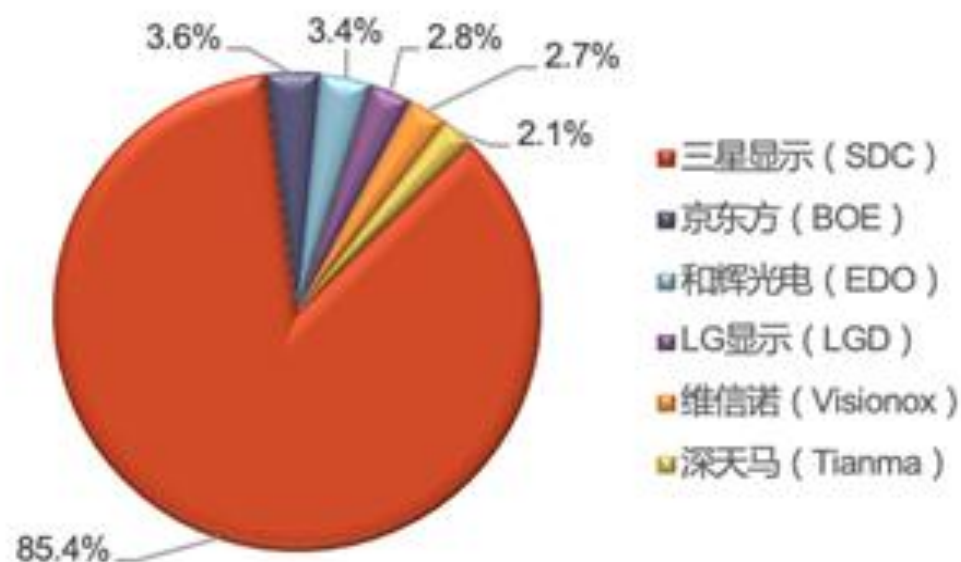
- OLED材料主要的下游应用分为小尺寸的智能手机面板以及大尺寸的OLED电视面板。在智能手机领域，2019年全球OLED智能手机面板出货量4.65亿片，同比增长7.9%。其中，京东方和和辉光电分别拥有3.6%和3.4%的市场份额。
- 专注技术突破，国内升华材料放量在即。吉林奥莱德成功自主研发生产了国产蒸镀机蒸发源；万润股份在光学匹配层(CPL)材料和TADF绿光单体材料方向也取得了突破性进展，其产品正处于下游客户验证阶段，产品放量在即。

图：全球OLED智能手机面板出货量（百万片）



数据来源：群智咨询

图：2019年全球OLED智能手机面板出货量占比



数据来源：群智咨询

新能源补贴退坡放缓，锂电材料有序前行

- 补贴退坡放缓政策的落地坚定了国家推动新能源行业发展的决心。

表：新能源汽车渗透率和补贴退坡放缓有关政策

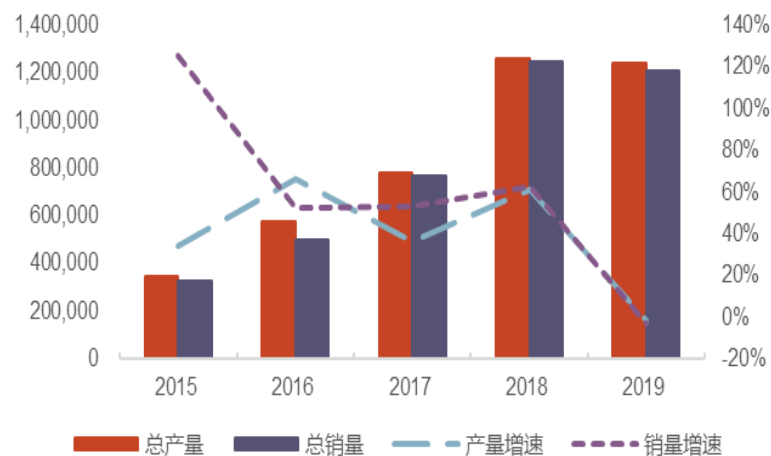
政策名称	发布时间	发布者	主要内容
新能源汽车产业发展规划（2021-2035年）	2020年11月2日	国务院办公厅	到2025年，我国新能源汽车市场竞争力明显增强，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%。
关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告	2020年4月22日	财政部、税务总局、工信部	自2021年1月1日至2022年12月31日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	2020年4月23日	财政部、工信部、科技部、发改委	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至2022年底。平缓补贴退坡力度和节奏，原则上2020-2022年补贴标准分别在上一年基础上退坡10%、20%、30%。

数据来源：Wind、国务院办公厅，国家发改委，科技部，财政部，工信部，税务总局

新能源补贴退坡放缓，锂电材料有序前行

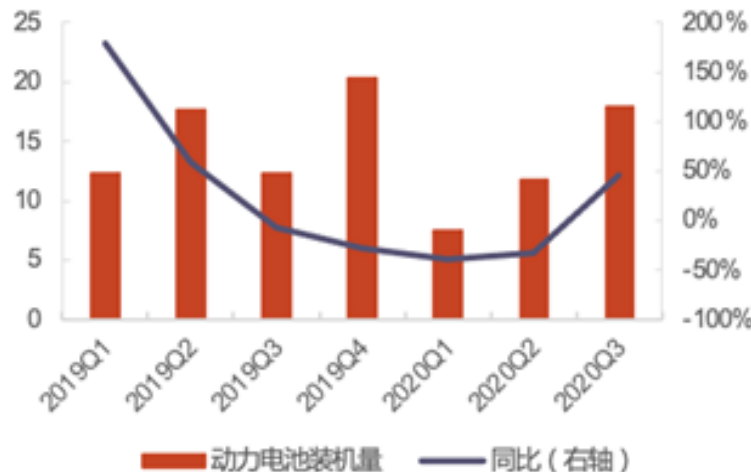
- 补贴退坡放缓政策的落地坚定了国家推动新能源行业发展的决心，并推动市场化转型发展以及锂电材料需求的持续增长。此外，由于5G换机潮等因素的出现，2020年我国数码锂电市场发展势头同样良好。
- 电解液行业集中度提升，竞争格局逐渐改善。产能过剩叠加补贴退坡导致近两年电解液利润大幅压缩，落后企业被淘汰。2019年，头部企业天赐材料、新宙邦和江苏国泰合计占据了电解液出货量的56%

图：全国新能源汽车产销及增长（辆）



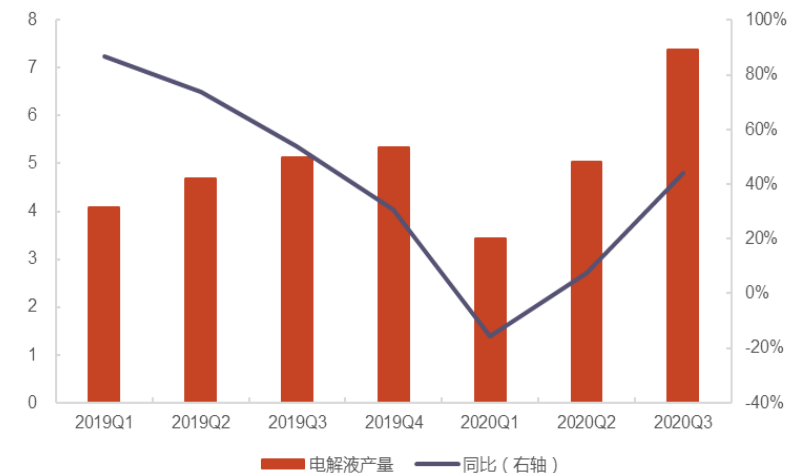
数据来源：Wind

图：动力电池装机量（GWh）



数据来源：Wind

图：电解液产量（万吨）

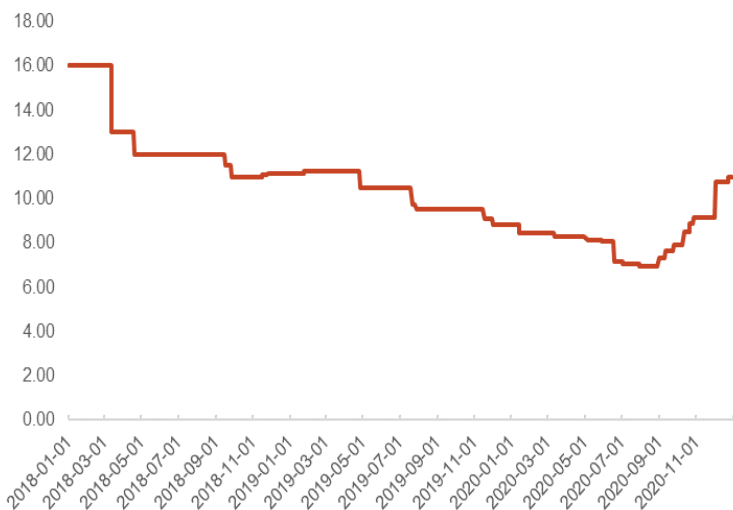


数据来源：Wind

六氟磷酸锂：价格持续上涨，景气周期来临

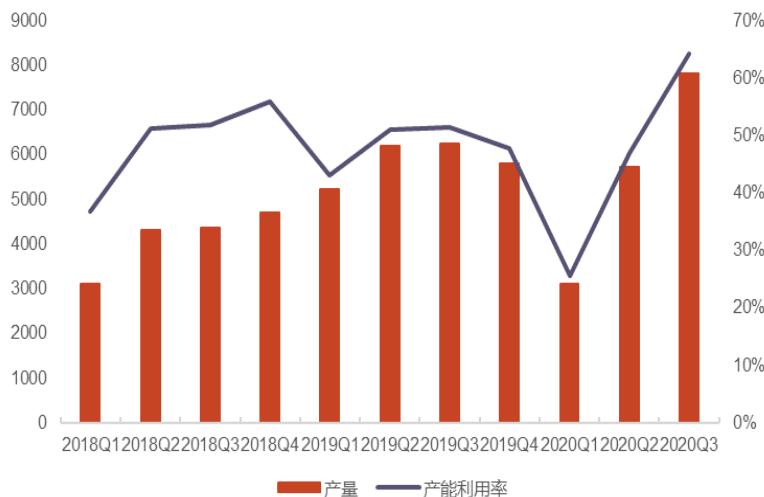
■ 六氟磷酸锂价格自9月以来开始连续上涨，主要是由新能源汽车市场需求回暖，但六氟磷酸锂供应偏紧导致。

图：六氟磷酸锂历史价格（万元/吨）



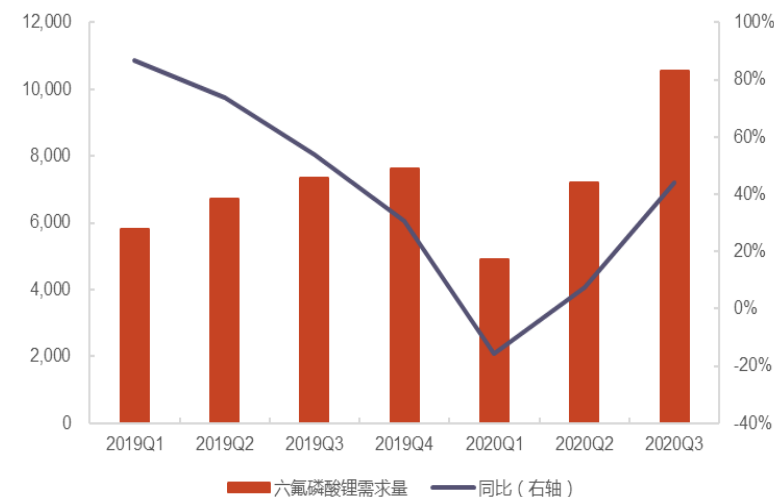
数据来源：Wind

图：六氟磷酸锂产量（万吨）



数据来源：GGII

图：六氟磷酸锂需求量（万吨）



数据来源：鑫椏资讯

六氟磷酸锂：价格持续上涨，景气周期来临







- 六氟磷酸锂技术门槛高、建设周期长，目前仅天赐材料和多氟多拥有部分产能扩建计划，且产能释放仍需一定时间，故六氟磷酸锂供需偏紧的格局将在未来两个季度内持续下去，价格也将持续上涨，六氟磷酸锂迎来一轮景气周期。

表：国内六氟磷酸锂产能情况（吨）

公司名称	2019	2020	2021E
天赐材料	12000	12000	17000
多氟多	8000	8000	10000
新泰材料	8160	8160	8160
九九久	5000	5000	5000
宏源药业	5000	5000	5000
永太科技	3000	3000	3000
石大胜华	2000	2000	2000
杉杉股份	2000	2000	0
滨化股份	1000	1000	1000
天津金牛	2500	2500	2500
产能合计	48660	48660	53660

数据来源：GGII

- 主线一：后疫情时代需求有望复苏，继续拥抱龙头白马——建议关注万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟠佰利、鲁西化工。
- 主线二：关注周期成长性标的，持续关注民营大炼化及轻烃裂解龙头——建议关注恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、华锦股份、卫星石化。
- 主线三：关注周期景气反转的结构性的机会，重点关注有望触底反弹的化纤、粘胶、氨纶——建议关注桐昆股份、三友化工、华峰化学。
- 主线四：继续关注成长突破投资机会，可降解塑料、OLED与新能源板块——建议关注天赐材料、多氟多、彤程新材、万润股份、瑞联新材、奥来德、濮阳惠成。

-  **油价下跌风险：**短期快速下跌的油价对石化企业来说，会形成大额的原料和产成品跌价损失，这是石化企业经营中面临的**最大风险之一**。
-  **新冠疫情反复对国内外需求带来不确定性风险：**近期国内多个地区出现个别疫情案例，国外多个国家出现二次疫情，美国疫情仍未出现拐点，可能对化工各领域（如化纤等）下游需求造成影响，如疫情进一步发酵，各类需求面临的不确定性加大。
-  **烯烃、芳烃和炼油的产能投放给轻烃裂解项目和大炼化项目的盈利带来不确定性风险：**国内的烯烃、芳烃和炼油行业在 2019-2021年面临一轮巨大的产能周期。轻烃裂解项目和大炼化项目的可研预测都是基于周期平均值或者景气较好时期的产品价格价差，如果这些项目投产时遭遇行业景气周期的低点，项目盈利将可能不及预期。
-  **蛋氨酸：**行业巨头之间竞争加剧，蛋氨酸价格难以回升，各公司盈利水平无法恢复；不可抗力所造成的下游需求减少的风险。
-  **锂电材料：**新能源汽车产业增长不及预期，下游需求增长缓慢的风险；上游原材料涨价的风险；新增产能投放不及预期的风险；新型技术替代的风险。
-  **可降解塑料：**政策执行不到位，可降解塑料需求增长不及预期的风险；可降解塑料部分产能技术不达标，无法有效生产的风险；新增产能建设进度不及预期的风险；新型技术替代的风险。

衷心 感谢

光大证券研究所



石化化工研究团队

赵乃迪

🔗 执业证书编号: S0930517050005

☎ 电话: 010-57378026

✉ 邮件: zhaond@ebscn.com

吴裕

🔗 执业证书编号: S0930519050005

☎ 电话: 010-58452014

✉ 邮件: wuyu1@ebscn.com

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究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。

行业及公司评级体系

买入—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数15%以上；
增持—未来6-12个月的投资收益率领先市场基准指数5%至15%；
中性—未来6-12个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至5%；
减持—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数5%至15%；
卖出—未来6-12个月的投资收益率落后市场基准指数15%以上；
无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A股主板基准为沪深300指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。