



供需共振引燃化工周期，未来已来大国化工

继续引领全球

化工行业2021年中期投资策略

姓名：金益腾（分析师）

证书编号：S0790520020002

邮箱：jinyiteng@kysec.cn

姓名：龚道琳（联系人）

证书编号：S0790120010015

邮箱：gongdaolin@kysec.cn

姓名：张晓锋（联系人）

证书编号：S0790120080059

邮箱：zhangxiaofeng@kysec.cn

姓名：吉金（分析师）

证书编号：S0790120030003

邮箱：jjjin@kysec.cn

2021年5月11日

核心观点：供需共振引燃化工周期，建议关注各化工行业子龙头

1. 化工板块2020全年业绩表现优异，2021Q1高景气趋势有望持续

2020年上半年受新冠疫情影响，化工行业整体形势不佳，下半年随国内疫情得到控制、经济快速复苏，化工行业景气度触底回升，全年整体业绩实现正增长。2021Q1，化工板块延续高景气趋势，业绩增长进一步提速：实现归母净利润568.92亿元，同比增长241.3%，环比增长72.9%；板块整体毛利率、净利率分别达20.3%、9.1%，同比分别提高3.0%、5.2%，环比分别提高3.4%、3.9%。

2. 深度复盘2009年-2012年和2016年-2018年两轮化工上行周期，我们认为化工周期在供需共振下将延续此前的上涨趋势

从国内外PMI数据、利率水平、原油价格变化等演化趋势来看，我们认为2020年下半年以来的化工周期更接近2008年金融危机以后的大复苏。2009-2012年，纺织业出口交货值当月均同比正增长，持续时间近26个月。而2020年9月，国内纺织业出口交货值首次实现同比正增长，到目前为止仅维持近5个月。每年3-6月时，化工品价格都存在较为明显的回撤，与2021年3月以来的情况非常相似。目前美国居民可支配收入处于历史最高水平。根据Wind数据，截至2021年3月，美国人均可支配收入（不变价）达58,405美元，同比大幅上涨28.78%。随着海外经济活动的恢复，我们认为化工行业正在酝酿新一轮程度更深的复苏周期。另一方面，印度疫情形势急剧恶化，新增确诊、死亡病例呈现持续高速增长。我们认为，印度疫情持续蔓延或将压低农药、化纤等相关行业开工率。国内化工行业在经过2016年供给侧改革后深度去产能，行业集中度更高。供需共振下，我们认为化工景气周期将延续此前上涨趋势。

3. 长期角度来看，碳达峰和碳中和或将推动新一轮化工行业的供给侧改革

龙头企业具有规模效应、成本优势、技术优势和较强的上下游议价能力，并且拥有技改和扩产的良好基础。分板块来看，未来煤化工产能的大幅扩张或将受到一定制约，而目前具有全产业链的龙头企业将脱颖而出；石油化工行业“少油多化”的优质民营炼厂等存量资产有望得到重估；目前氯碱（纯碱、烧碱、电石-PVC）、黄磷、工业硅等高耗能行业的集中度偏低，存在较大的提升空间，龙头企业将充分受益于落后产能的出清，未来或将凭借成本优势和获得出清指标以进一步巩固行业地位，我们认为，未来高能耗龙头企业或存在估值提升空间。受益标的：【化纤组合】三友化工、新凤鸣、华峰化学；【子行业龙头】赛轮轮胎、云图控股、和邦生物、山东海化、滨化股份、江苏索普、海利得、金石资源、巨化股份、三美股份、利民股份、鲁西化工；【化工龙头白马】万华化学、扬农化工、华鲁恒升、恒力石化、新和成、荣盛石化。

4. 风险提示：宏观经济下行、原油价格大幅下跌、疫情反复影响、安全生产及环保风险。

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5 化纤、MDI等子行业正处于大周期的起点

6 石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

7 重点推荐公司盈利预测与估值

8 风险提示

1.1 化工行业高景气度延续，长短期均具备配置价值

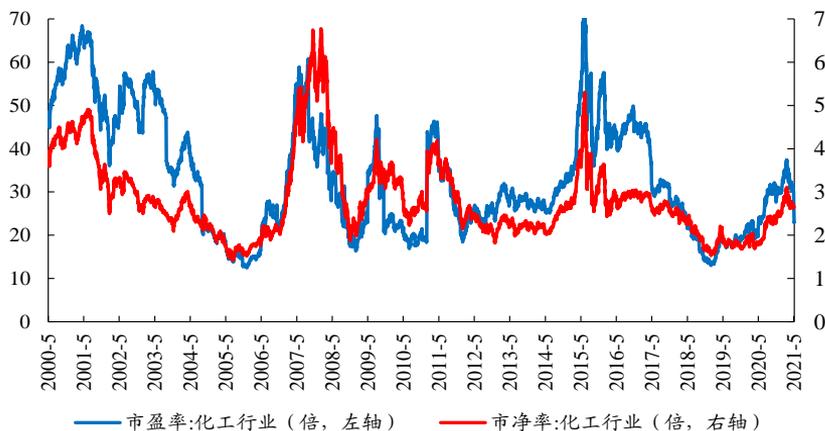
- 景气逻辑得验证，持续看好化工板块的短、长期机遇。2020Q1受新冠疫情影响，化工行业整体形势不佳，出现了“低价格+低业绩+低估值”的三低状态。2020年5月初开始，开源化工团队率先观察到化纤、农化、地产后周期品种等化工产业链内需回暖并坚定推荐化工板块的周期反转机会，之后市场逻辑的演进不断验证我们的判断，中国化工产品价格指数（CCPI）自2020年4月达到近几年来最低点3,154后持续反弹至今达5,057点（2021年5月7日），区间涨幅60.34%。同时，化工行业整体PE从底部14.12倍反弹到37.28倍高点后短期回调至30.20倍；PB从底部1.49倍反弹到3.10倍高点后短期回调至2.66倍。相较历史而言，板块估值依然有较大上行空间。
- 我们认为，短期来看，化工板块的行情并未结束，化工行业将迎来供需共振，部分化工子行业高景气度将贯穿2021全年；长期来看，随着中国化工不断走向世界、“碳中和”战略的贯彻实施，化工行业或将迎来产业重构机遇，中国化工龙头的长期成长性更加凸显。

图1：CCPI已于底部的3,154点大幅反弹



数据来源：Wind、开源证券研究所

图2：化工行业估值短期回调企稳，向上仍有较大空间

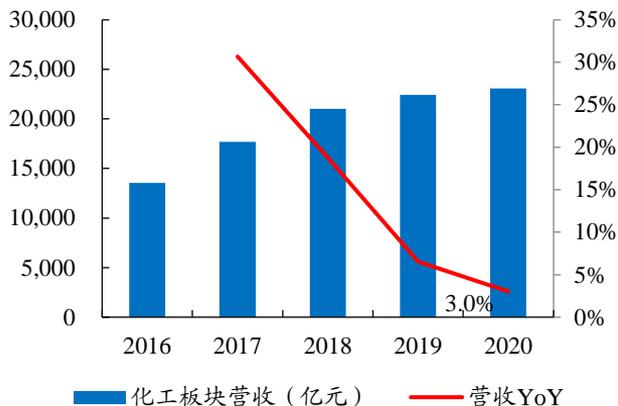


数据来源：Wind、开源证券研究所

1.2 化工板块2020年业绩表现尚佳，2021Q1保持高增长

□ 虽受新冠疫情影响较大，化工板块2020全年依然实现正增长。虽然化工行业因新冠疫情影响2020Q1整体形势不佳，但自2020Q2开始，化工行业景气度随经济的复苏触底反弹，化工板块（包含387家化工上市公司）2020全年整体业绩实现正增长：2020年实现营收2.31万亿元，同比增长3.0%；实现归母净利润1,310.75亿元，同比增长10.4%。毛利率达18.2%，相比2019年持平；净利率达5.7%，同比提高0.38个百分点。化工行业经受住了中美贸易摩擦、新冠疫情冲击等考验，表现出强劲的增长韧性。

图3：化工板块2020年营收同比增长3.0%



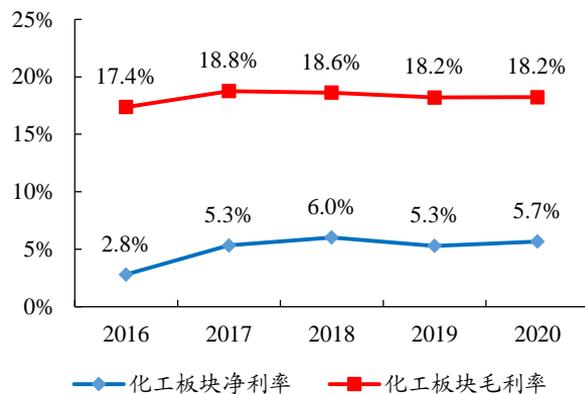
数据来源：Wind、开源证券研究所

图4：化工板块2020年净利润同比增长10.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图5：化工板块2020年盈利能力表现尚可



数据来源：Wind、开源证券研究所

注：剔除ST股、B股，中国石化和中国石油，以及部分业绩缺失公司后，共387家化工板块上市公司。

1.2 化工板块2020年业绩表现尚佳，2021Q1保持高增长

■ 化工板块2021Q1业绩同比、环比延续高增长态势。2021年第一季度，化工板块（包含309家化工上市公司）延续高景气趋势，业绩增长进一步提速：2021Q1实现营收6,242.89亿元，同比增长45.4%，环比略降1.6%；实现归母净利润568.92亿元，同比增长241.3%，环比增长72.9%。同时，2021Q1化工板块整体毛利率、净利率分别达20.3%、9.1%，同比分别提高3.0、5.2个百分点，环比分别提高3.4、3.9个百分点。化工板块迎来2021年开门红，整体盈利能力进一步大幅改善，行业整体高景气有望持续。

图6：化工板块2021Q1营收同比增长45.4%



数据来源：Wind、开源证券研究所

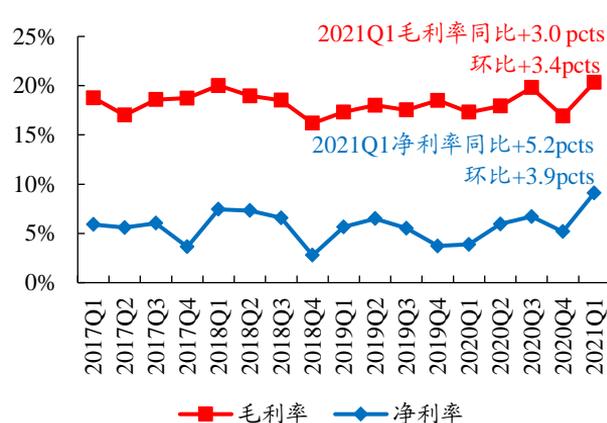
注：剔除ST股、B股，中国石化和中国石油，以及部分业绩缺失公司后，共309家化工板块上市公司。

图7：化工板块2021Q1净利润同比、环比高增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图8：化工板块2021Q1盈利能力大幅提升



数据来源：Wind、开源证券研究所

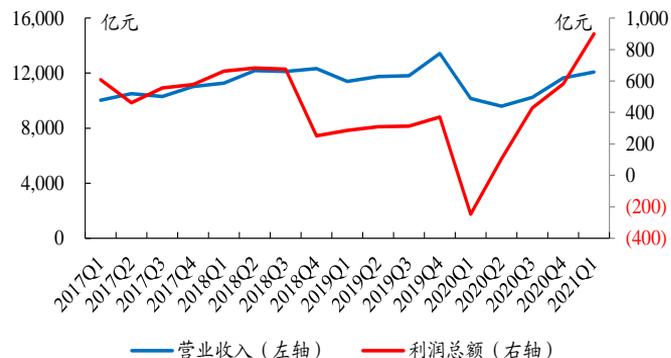
1.3 石油、煤炭及其他燃料加工业板块盈利加速改善

- 原油价格高位震荡，石油等加工行业盈利能力大幅提升。国际油价自2020年4月触底以来持续反弹至今，截至目前（2021年5月7日）WTI原油价格报64.9美元/桶，布伦特68.3美元/桶，油价高位坚挺。受益于此，石油、煤炭及其他燃料加工业板块盈利能力大幅提升，2021Q1实现营业收入1.2万亿元，同比增长19.1%，环比增长3.8%；实现利润总额899.1亿元，同比扭亏，环比增长54.8%；毛利率达20.3%，同比大幅提升9.7pcts，环比提升0.92pcts；净利率达7.4%，环比提升2.45pcts。
- 2021年4月下旬，OPEC与IEA上调了2021年原油需求预期，同时中东部分国家或地区原油产量下降支撑油价，加之中美经济数据向好缓解了市场对印度疫情蔓延影响需求复苏的担忧，国际油价料将继续保持坚挺，石油产业链将持续受益。

图9：石油等燃料加工业2021Q1净利润环比高增54.8%

图10：石油等燃料加工业盈利能力大幅改善

图11：石油价格维持高位震荡



数据来源：Wind、开源证券研究所

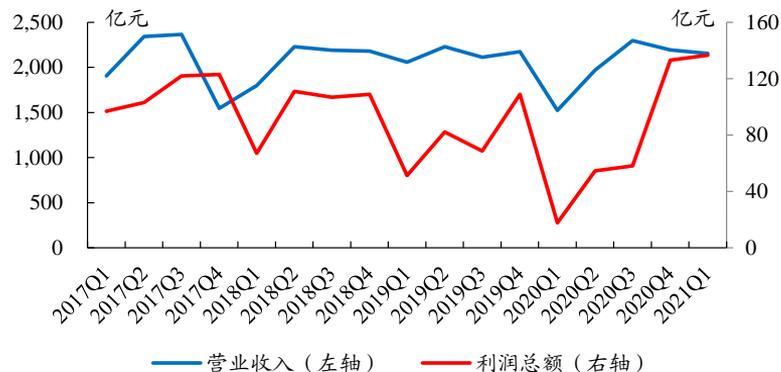
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

1.4 化学纤维制造业盈利继续改善

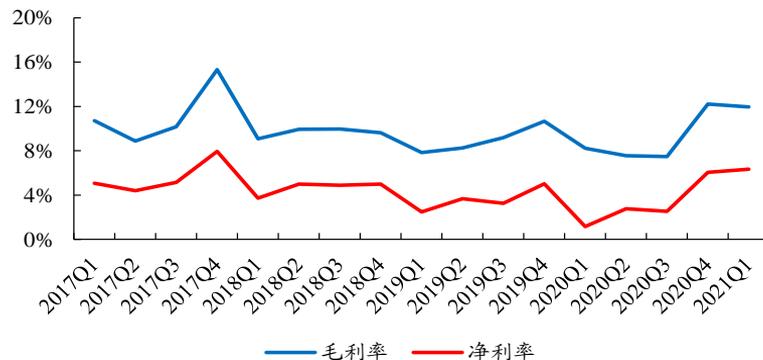
- 化纤板块2021Q1业绩高速增长，高景气度有望贯穿全年。2021Q1化学纤维制造板块业绩表现符合预期，2021Q1实现营业收入2,153亿元，同比高增41.3%，环比略降1.9%；实现利润总额136.6亿元，同比大幅增长671.8%，环比增长2.6%；毛利率达11.9%，同比提升3.72pcts，环比下降0.27pcts；净利率达6.3%，同比提升5.18pcts，环比提升0.28pcts。
- 随着国际宏观形势逐渐企稳，全球疫苗接种计划持续推进，海外出台大量经济刺激计划，海外纺织服装需求将大幅复苏，而中国化纤供应全球，我们预计2021年中国化纤有望迎来全新的发展机遇。另外，印度为全球棉花和棉纱的主要生产国，印度疫情加剧或将影响棉花和棉纱的生产和出口，导致棉花价格抬升，其他化纤产品需求有望同步提升。战略机遇叠加催化因素，化纤板块高景气度有望贯穿全年。

图12：化纤板块利润总额同比高增671.8%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图13：化纤板块净利率同比大幅提升5.18个百分点



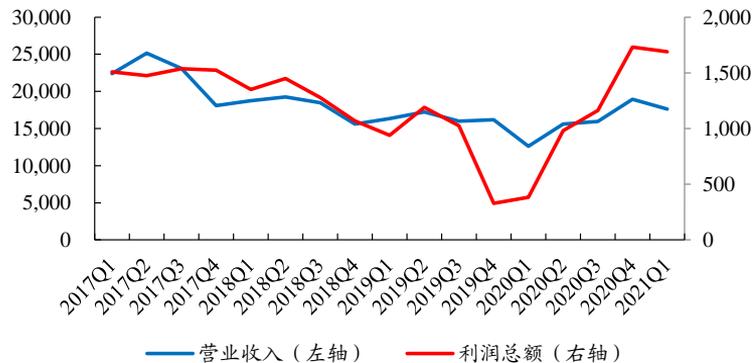
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.5 化学原料及化学制品制造业延续盈利改善趋势

化学原料及制品板块2021Q1业绩同比高增，印度第三波疫情或将影响化学原料国际供给。化学原料及化学制品板块2021Q1实现营业收入1.76万亿元，同比增长39.7%，环比下降7.1%；实现利润总额1,688.9亿元，同比大幅增长340.5%，环比下降2.5%；毛利率达18.5%，同比提升4.53pcts，环比下降0.87pcts；净利率达9.6%，同比提升6.55pcts，环比提升0.46pcts。

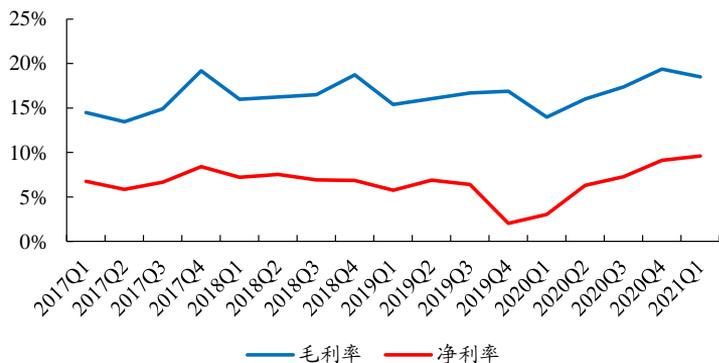
据《印度教徒报》网站5月6日报道：鉴于印度目前感染病例激增，第三波疫情不可避免。印度是国际原料药、农药等化学原料和制品生产大国，若在极端情况下，如果印度疫情持续失控，当地化学原料和制品企业将面临劳动力缺失、物流不便等困局，影响原材料和产品的生产以及运输，进而导致出口链相关的生产活动陷入停滞，部分订单将有望流入国内，带动我国部分化学原料和制品的出口。

图14：化学原料及制品板块净利润同比高增340.5%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图15：化学原料及制品板块净利率同比大幅提高6.55个百分点



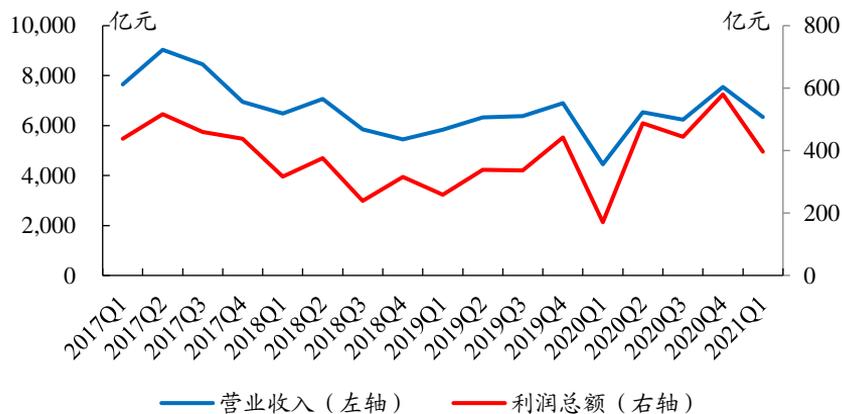
数据来源：Wind、开源证券研究所

1.6 橡胶和塑料制品行业盈利环比小幅下降

▣ 橡塑制品板块2021Q1业绩同比有所改善，中国轮胎正崛起。橡胶和塑料制品板块2021Q1实现营业收入6,341.3亿元，同比增长42.5%，环比下降15.9%；实现利润总额396.9亿元，同比增长132.6%，环比下降31.5%；毛利率达16.3%，同比提升1.71pcts，环比下降2.03pcts；净利率达6.3%，同比提升2.42pcts，环比下降1.42pcts。

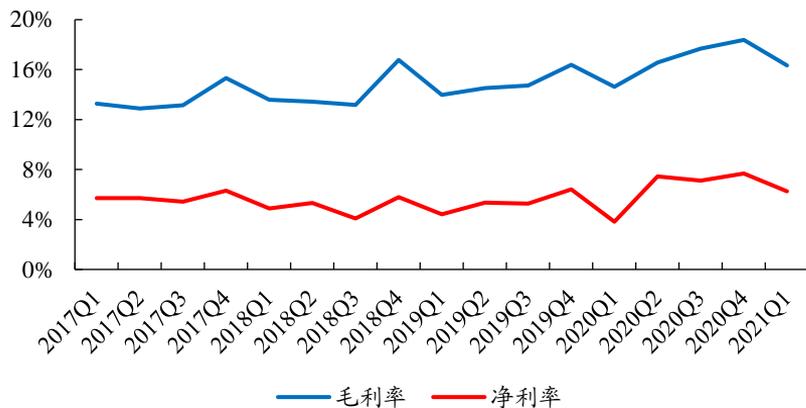
▣ 轮胎是橡塑板块重要品种之一，我国是世界轮胎生产大国，但也面临低端产能过剩、品牌小且杂、市场竞争力不足的局面。随着中国头部轮胎企业逐步打开海外市场，中国轮胎品牌的全球市占率不断提高，同时“碳中和”战略倒逼低端产能出清，行业集中度有望持续提高，国产轮胎在国内外产业格局正在经历深刻变革，未来国产轮胎品牌或将逐渐被市场认可，品牌影响力将有所提升，行业盈利能力也将同步提升。

图16: 橡胶和塑料制品板块净利润同比增长42.5%



数据来源: Wind、开源证券研究所

图17: 橡胶和塑料制品板块净利率同比提升2.42个百分点



数据来源: Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5

化纤、MDI等子行业正处于大周期的起点

6

石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

7

重点推荐公司盈利预测与估值

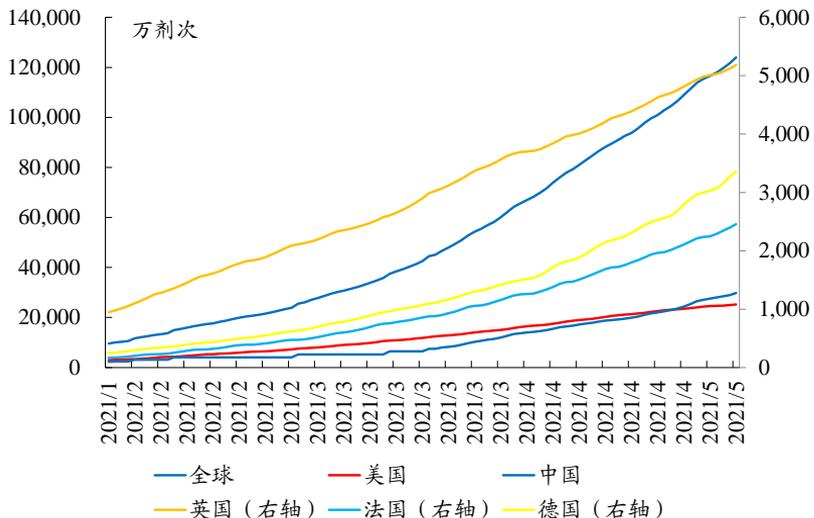
8

风险提示

2.1 全球主要国家疫情逐渐受控，疫苗接种工作快速推进

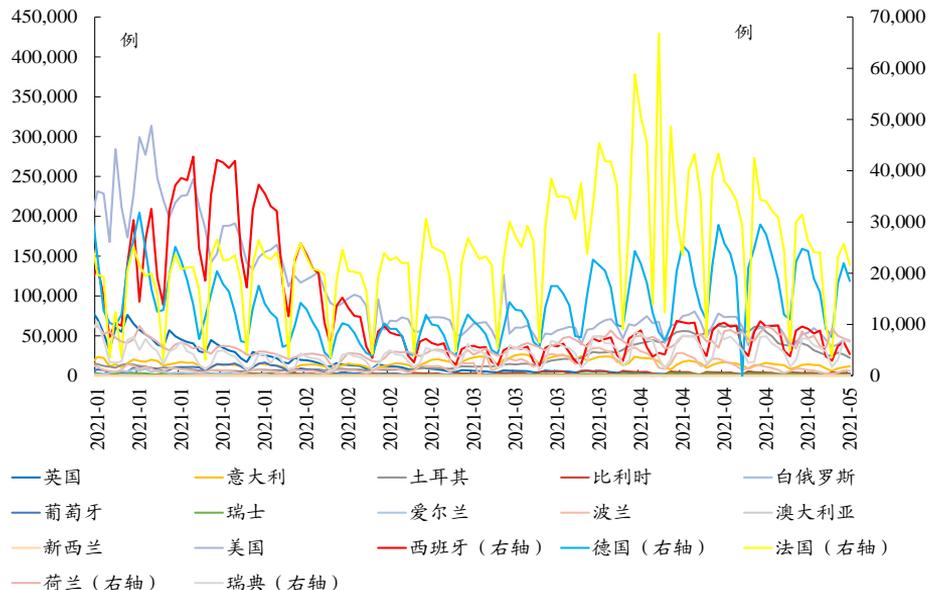
□ 全球主要国家疫情逐步受控，疫苗接种工作快速推进，欧美当日新增确诊新冠肺炎病例快速减少。根据WHO数据，截至2021年5月7日，全球新冠疫苗接种达12.63亿剂次。2021年初以来，西班牙、法国、德国、美国等国家当日新增确诊病例快速减少。

图18：全球疫苗接种工作快速推进



数据来源：WHO、开源证券研究所

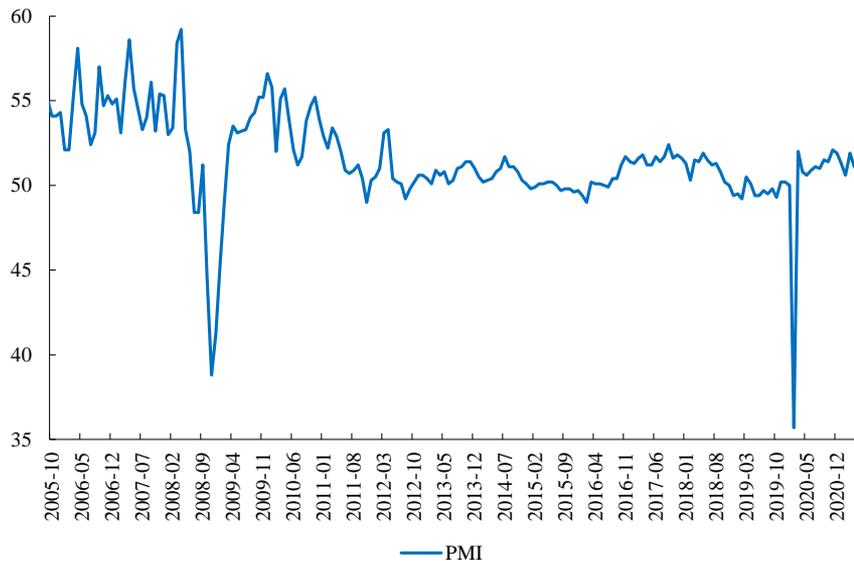
图19：欧美每日新增确诊新冠肺炎病例快速减少



数据来源：WHO、开源证券研究所

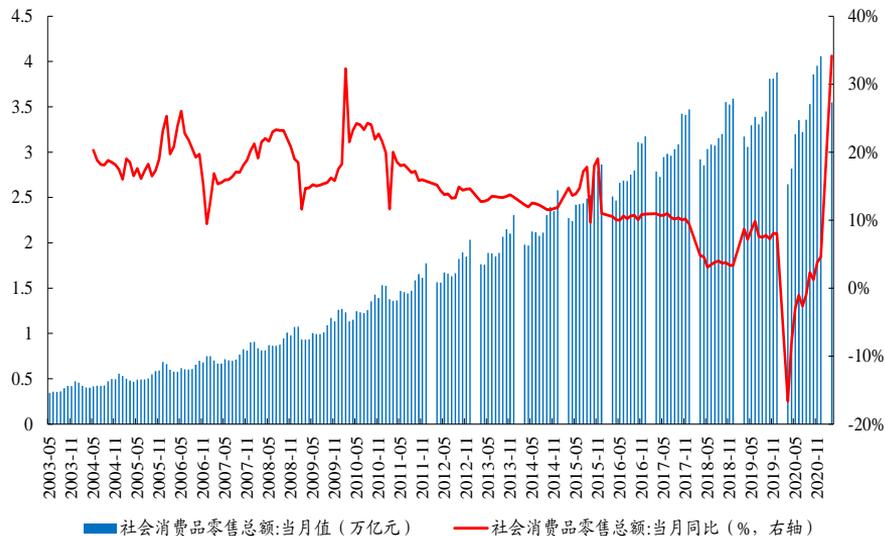
□ 国内复苏情况良好，PMI、社零增速数据持续向好。根据Wind数据，2008年11月受金融危机影响，PMI一度跌至38.8。2009年3月，随着全球经济向上修复，中国PMI首次回升至荣枯线之上，随后连续32个月维持在荣枯线之上。2020年2月受新冠疫情影响，PMI数据一度跌至35.7，创有史以来的新低。2020年3月，PMI回升至荣枯线之上，截至2021年4月，PMI仅连续14个月维持在荣枯线之上。

图20：中国PMI指数连续第14个月维持在荣枯线以上



数据来源：Wind、开源证券研究所

图21：2021年我国社零总额同比增长

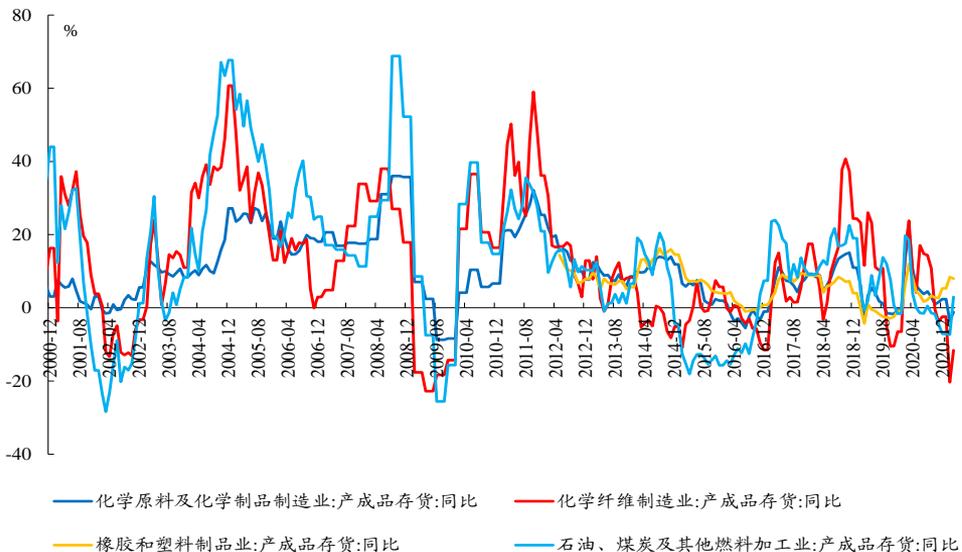


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.2 中国经济活动恢复良好，化工行业供应稳定，进入补库阶段

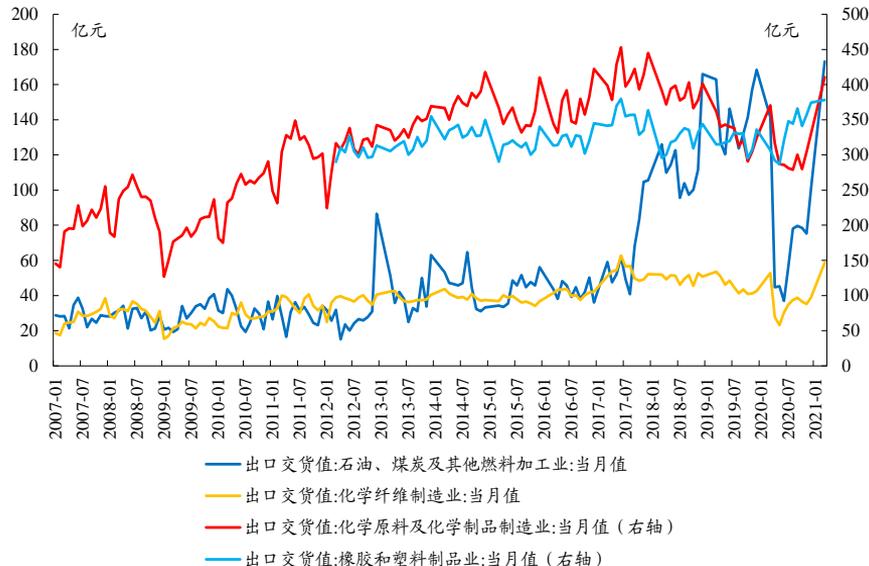
- ❑ 化工各子行业正在进入温和补库阶段。根据Wind数据，截至2021年3月，化学纤维制造业产成品库存同比下降11.6%，行业仍处于补库阶段。
- ❑ 随着海外需求复苏，各子行业出口交货值快速上升，但仅恢复至2019年的水平。

图22：化工子行业进入主动补库阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图23：化工子行业出口交货值快速上升

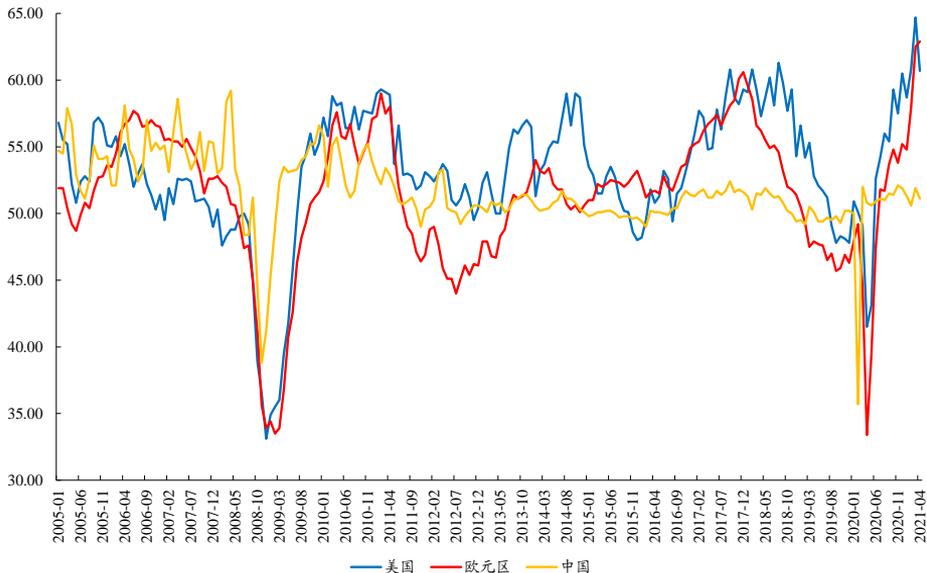


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 欧美经济活动逐渐恢复，海外需求即将大幅复苏

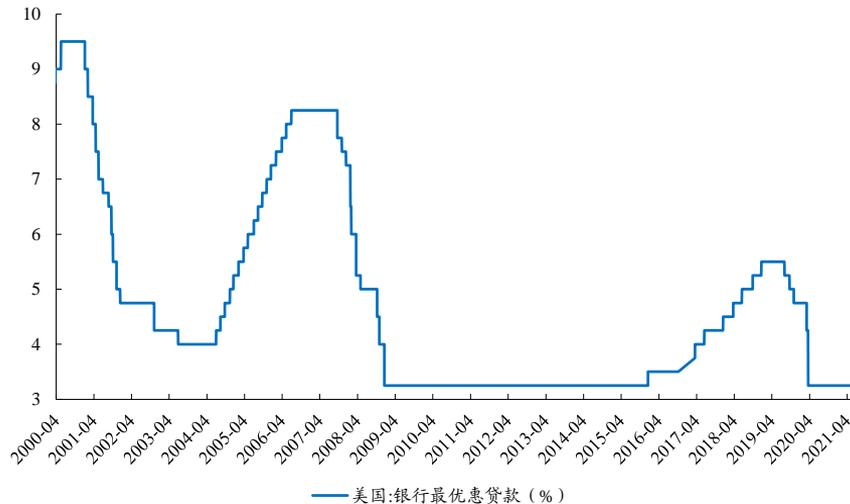
□ 海外PMI数据宽幅上行。疫情期间，海外采取量化宽松政策，利率水平低位。

图24: 欧美疫情受控，2020年6月以来PMI宽幅上行



数据来源：Wind、开源证券研究所

图25: 美国银行最优惠贷款利率维持低位

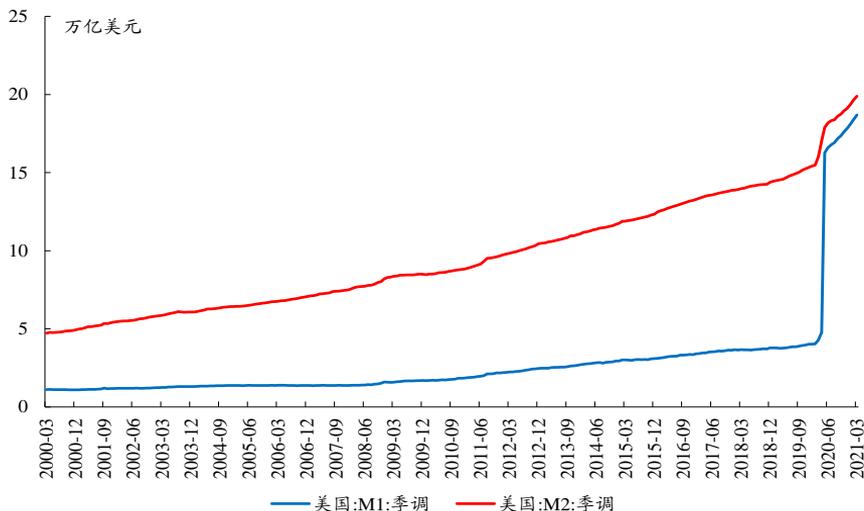


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 欧美经济活动逐渐恢复，海外需求即将大幅复苏

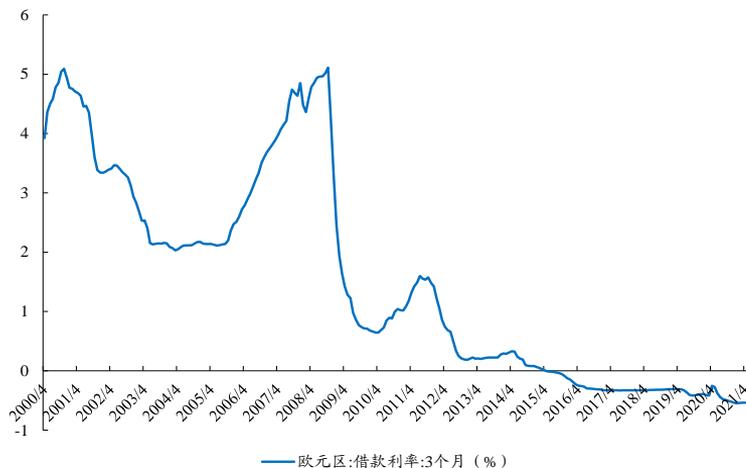
- 海外PMI数据宽幅上行。疫情期间，海外采取量化宽松政策，利率水平低位。
- 2020年美国M1、M2增速快速上涨。

图26：美国货币供应量仍迅速增长（相比六月份数据）



数据来源：Wind、开源证券研究所

图27：欧元区借款利率创历史新低

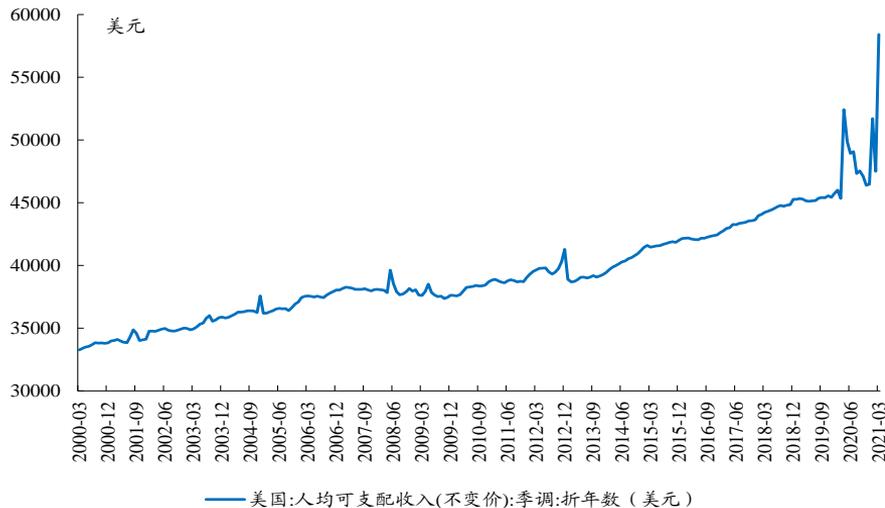


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 欧美经济活动逐渐恢复，海外需求即将大幅复苏

- 目前美国居民可支配收入处于历史最高水平。根据Wind数据，截至2021年3月，美国人均可支配收入（不变价）达58,405美元，同比大幅上涨28.78%，处于历史最高水平。截至2020年Q4，英国实际个人可支配收入指数达116.87，创历史最高水平。
- 我们认为，随着欧美疫情逐渐好转，海外需求将大幅复苏，届时全球补库行情将迅速开启，化工品价格有望继续上涨。

图28：美国人均可支配收入宽幅上升



数据来源：Wind、开源证券研究所

图29：2020年Q3-Q4，英国个人可支配收入指数持续上升

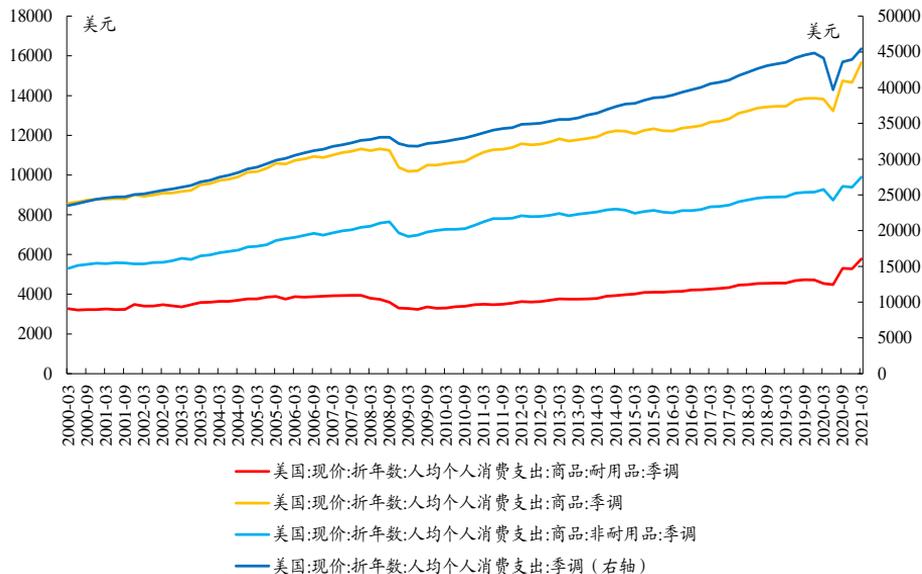


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 欧美经济活动逐渐恢复，海外需求即将大幅复苏

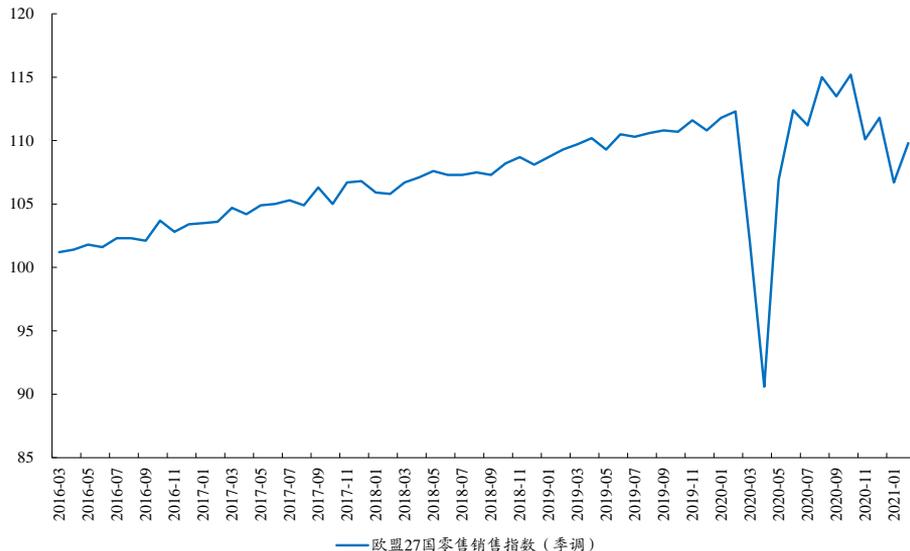
目前美国人均个人消费支出恢复上涨趋势。2020年11月-12月，受欧洲二次疫情影响，零售销售指数有所下滑。2021年以来，随着欧洲疫情缓和，零售销售指数恢复增长趋势。

图30：美国人均个人消费支出恢复上涨趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图31：欧盟27国零售总额指数短期回调后上涨

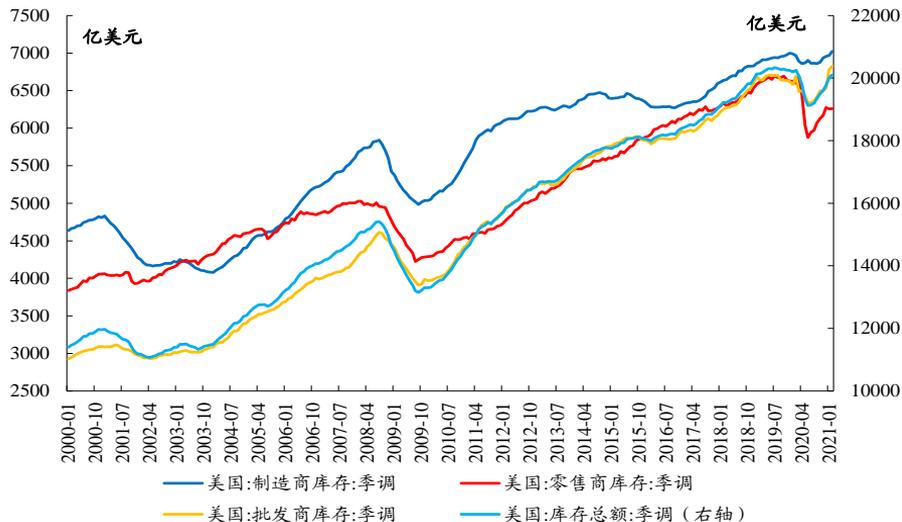


数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 欧美经济活动逐渐恢复，海外需求即将大幅复苏

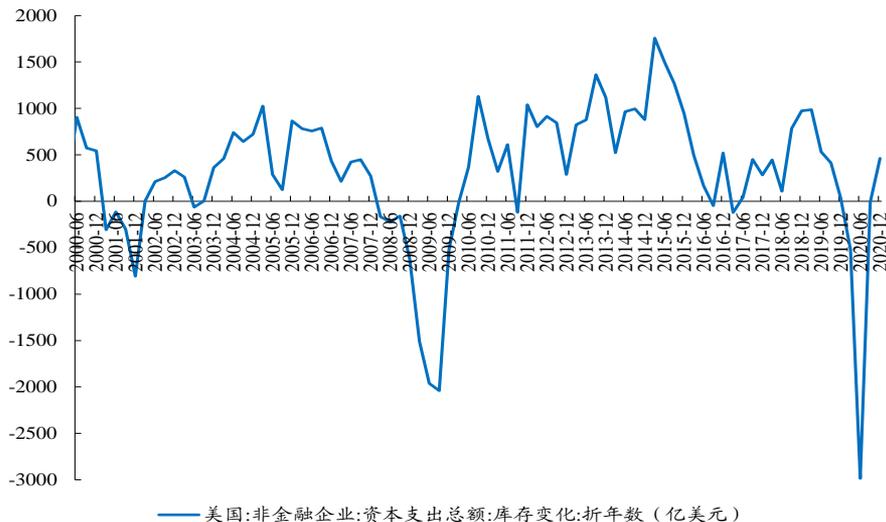
- 2020年，美国制造、零售、批发全产业链经历了类似2008年金融危机时的库存周期变化。首先受疫情影响，美国经济活动停摆，全产业链经历了短暂的被动去库。随着逐渐好转，开始进入主动补库周期。
- 根据Wind数据，截至2021年2月，美国库存总额为20,108.14亿美元，同比下降0.70%，库存尚未恢复至疫情前水平，仍有充足的复苏动力。

图32：美国商品库存进入主动补库阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

图33：美国非金融企业进入补库阶段



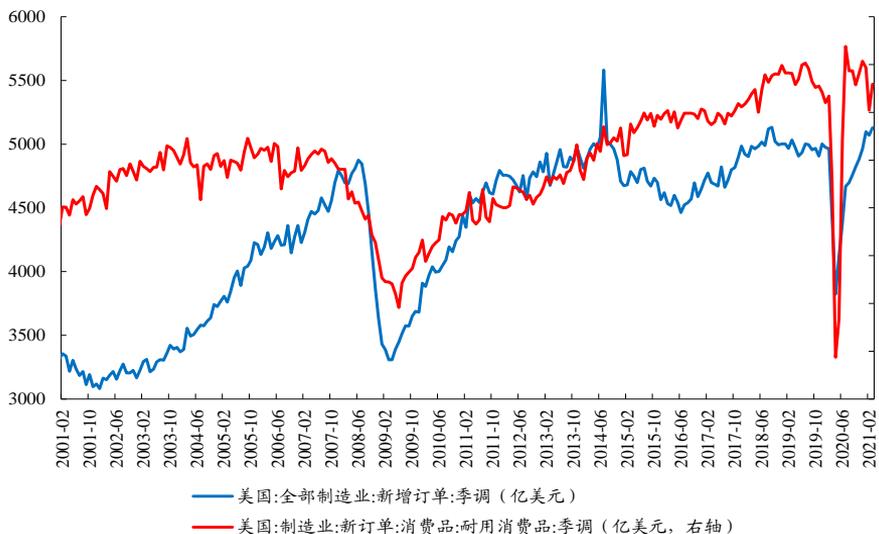
数据来源：Wind、开源证券研究所

2.3 欧美经济活动逐渐恢复，海外需求即将大幅复苏

□ 自2020年5月以来，美国制造业新增订单快速增长，周期变化同样类似2008年金融危机后的大复苏。根据Wind数据，截至2021年3月，美国全部制造业新增订单为5,128.27亿美元，较2019年同期增长1.90%，补库动力较强。

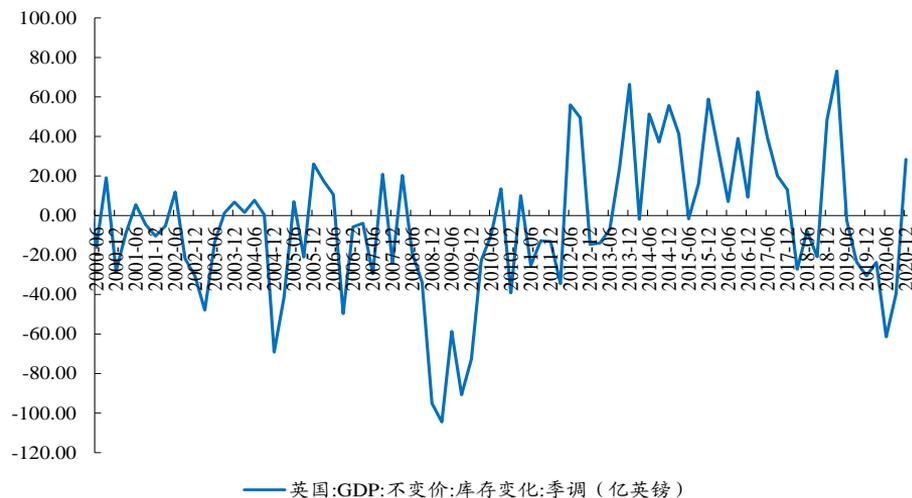
□ 英国亦进入补库阶段。根据Wind数据，截至2020年12月英国库存变化（不变价）为28.48亿英镑，为2020年内首次转正。

图34：美国制造业新增订单短期回调后上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图35：目前英国亦进入主动补库阶段



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5

化纤、MDI等子行业正处于大周期的起点

6

石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

7

重点推荐公司盈利预测与估值

8

风险提示

3.1 未来能源消费结构或面临重大转型，化工行业将在调整中迎来机遇

- 为实现2030年碳达峰，我国煤炭消费占比将持续下降，非化石能源将迎来发展机遇。在能源消费的过程中，化石能源会产生碳排放，而非化石能源几乎不会产生碳排放，因此我国想要实现碳达峰和碳中和的目标，需要在降低化石能源消费占比的同时提升非化石能源消费占比。我们预测，“十四五”期间我国能源消费总量的年均复合增速为2%，“十五五”期间我国能源消费总量的年均复合增速为1.75%左右。
- 我们预测到2030年煤炭占一次能源消费比重为40%左右，石油占比为18%左右，天然气占比为14%左右，非化石能源占比大约为28%。经测算我们得出，为实现2030年的碳达峰目标，2020-2030年能源消费结构中的煤炭消费总量大概率将呈现负增长态势；天然气和非化石能源的消费总量或将维持当前增长态势。

表1: 我们预测“十四五”和“十五五”时期能源消费总量的年均复合增速分别为2%和1.75%

时期	“十四五”时期					“十五五”时期						
	年份	2020	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E	2027E	2028E	2029E	2030E
能源消费总量 (亿tce)	49.8	50.8	51.8	52.8	53.9	55.0	55.9	56.9	57.9	58.9	60.0	
能源消费总量增速	2.3%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	1.75%	
能源消费结构	煤炭	56.6%	55.9%	54.6%	53.0%	51.0%	48.9%	47.1%	45.4%	43.6%	41.8%	40.0%
	石油	18.9%	18.9%	18.9%	18.9%	18.7%	18.6%	18.4%	18.3%	18.2%	18.1%	18.0%
	天然气	8.2%	8.7%	9.5%	10.0%	10.6%	11.1%	11.7%	12.3%	12.8%	13.4%	14.0%
	非化石	16.3%	16.5%	17.0%	18.1%	19.7%	21.4%	22.7%	24.1%	25.4%	26.7%	28.0%

以上所有数据来源：国家统计局、《中国能源革命进展报告》、《习近平在气候雄心峰会上的讲话（全文）：继往开来，开启全球应对气候变化新征程》、开源证券研究所 注：廖华、向福州. 中国“十四五”能源需求预测与展望[J]. 北京理工大学学报（社会科学版），2021, 23（02）

图36: 我们预测2020-2030年煤炭消费占比将进一步下降

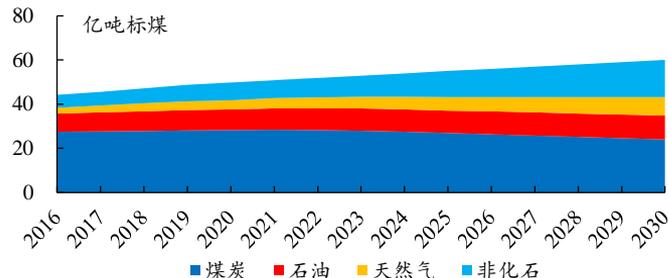
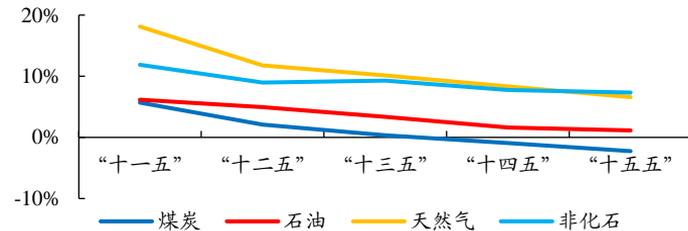


图37: 我们预测2020-2030年煤炭消费总量呈负增长态势



3.2 地方政府陆续制定能耗双控工作目标，化工行业亦成重点关注对象

- 碳中和政策将推动高能耗的化工产业首当其冲实施供给侧改革，落后产能或将在政策压力下清出，各板块集中度将获得提升。
- 从长期角度来看，碳达峰和碳中和或将推动新一轮化工行业的供给侧改革，落后产能的出清将促进行业集中度进一步提升，各板块龙头企业的优质存量资产将会在改革中充分受益。

表2: 全国部分省、直辖市制定的能耗双控工作目标，化工行业受重点关注

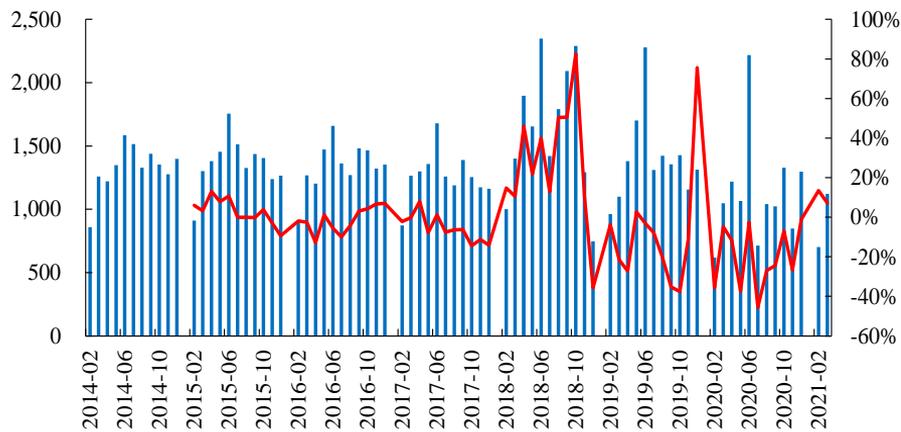
省份	规划方案	政府文件
陕西	在2030年前实现碳达峰。推动煤炭清洁高效转化，精心打造煤化工等重点产业链，推动能化产业高端化发展，加快建设1,500万吨煤炭分质利用、80万吨乙烷裂解制乙烯等项目；支持光伏、风电等清洁能源发展。发展精细化工材料和终端应用产品，延伸产业链，提高附加值。到2025年，全省原煤、原油和天然气产量分别达到7.4亿吨、2,700万吨、360亿立方米。	陕西省《2021年政府工作报告》、《全省国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标纲要》
新疆	2021年实施新一轮传统产业重大技术改造升级工程，稳步发展石油石化、煤炭煤化工、电力、硅基、有色金属等资源密集型产业；推进碳基能源资源化学与利用国家重点实验室建设，积极创建新材料、化工国家级制造业创新中心。	新疆自治区《2021年政府工作报告》
山西	推动煤矿绿色智能开采，推进煤炭分质分级利用，抓好煤炭消费减量等量替代。2021年，生物基新材料产业重点推进金晖兆隆生物降解聚酯等项目建设。促进现代煤化工走高端化、差异化、市场化和环境友好型道路。力争2021年非常规天然气产量达到120亿立方米。到2021年底，全省形成年产15万辆甲醇汽车的产能；力争到2022年底，全省范围内开展3-5条甲醇汽车示范运营项目。	山西省《2021年政府工作报告》、《加快推进甲醇汽车产业发展和全省域推广应用的实施方案》
贵州	2021年大力发展精细磷化工、煤化工，加快推进织金年产50万吨PGA、恒力（贵阳）智能化新材料产业园等项目建设；推进基础材料向新材料领域提升转化。聚焦磷化工，深入推进磷化工企业“以渣定产”。	贵州省《2021年政府工作报告》
浙江	2021年，非化石能源占一次能源比重提高到20.8%，煤电装机占比下降2个百分点；加快淘汰落后和过剩产能，腾出用能空间180万吨标煤。2025年，坚决遏制地方新上石化、化纤等高耗能行业项目。严格涉煤项目准入，加快高耗能落后企业、产能、设备的淘汰和退出。	浙江省人民政府《2021年政府工作报告》、《浙江省绿色循环低碳发展“十四五”规划（征求意见稿）》

资料来源：各省市官网、各省市发改委官网、开源证券研究所

3.3 目前化工子行业的固定资产投资完成额已同比转正

□ 截至2021年3月，石化、化纤、橡胶和塑料、化学原料等化工子行业的固定资产投资完成额已同比转正，但尚未恢复至2019年水平。2021年3月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额同比增长7.19%，化学纤维制造业固定资产投资完成额同比增长38.07%。

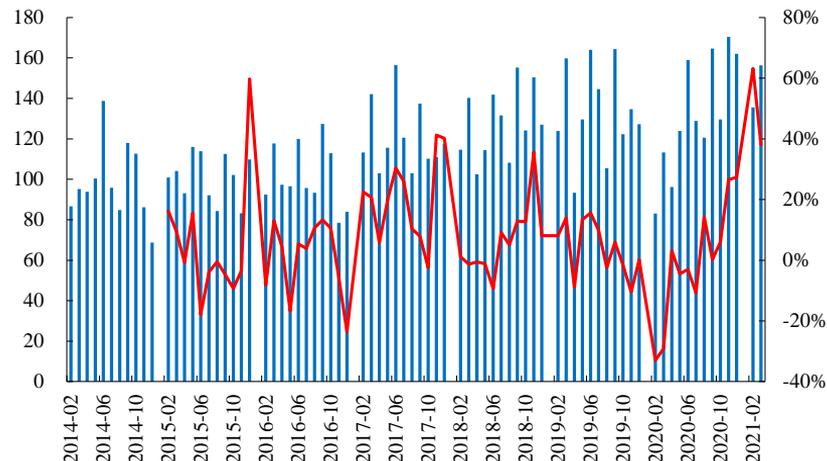
图38：2021年3月，化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额同比增长7.19%



■ 固定资产投资完成额:制造业:化学原料及化学制品制造业:当月值(亿元)
— 固定资产投资完成额:制造业:化学原料及化学制品制造业:当月同比(%, 右轴)

数据来源：Wind、开源证券研究所

图39：2021年3月，化学纤维制造业固定资产投资完成额同比增长38.07%



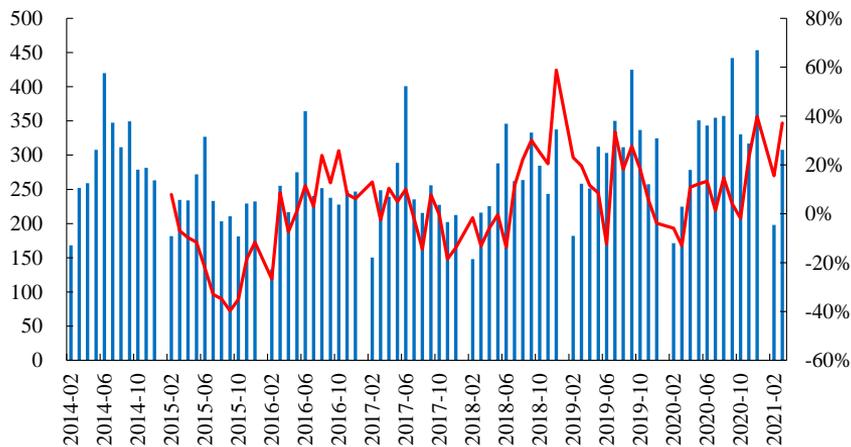
■ 固定资产投资完成额:制造业:化学纤维制造业:当月值(亿元)
— 固定资产投资完成额:制造业:化学纤维制造业:当月同比(%, 右轴)

数据来源：Wind、开源证券研究所

3.3 目前化工子行业的固定资产投资完成额已同比转正

□ 截至2021年3月，石化、化纤、橡胶和塑料、化学原料等化工子行业的固定资产投资完成额已同比转正，但部分子行业尚未恢复至2019年水平。2021年3月，石油、煤炭等制造业固定资产投资完成额同比增长37.11%，橡胶和塑料制造业固定资产投资完成额同比增长23.69%。

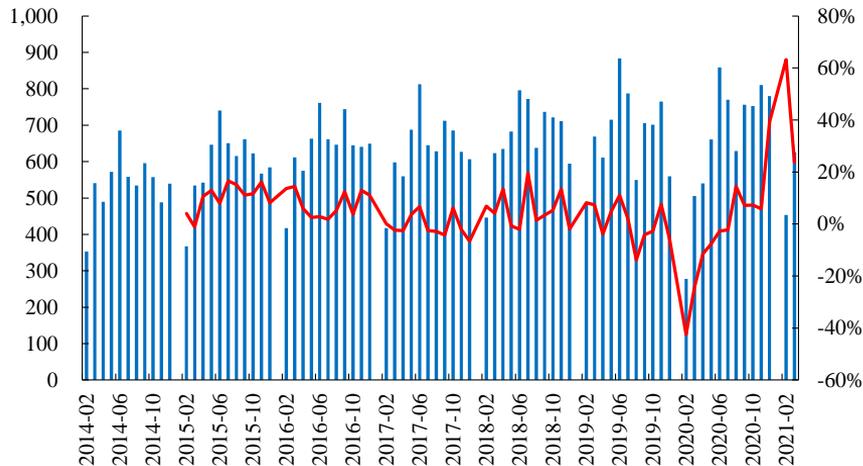
图40: 2021年3月，石油、煤炭等制造业固定资产投资完成额同比增长37.11%



■ 固定资产投资完成额:制造业:石油、煤炭及其他燃料加工业:当月值(亿元)
— 固定资产投资完成额:制造业:石油、煤炭及其他燃料加工业:当月同比(%, 右轴)

数据来源: Wind、开源证券研究所

图41: 2021年3月，橡胶和塑料制造业固定资产投资完成额同比增长23.69%



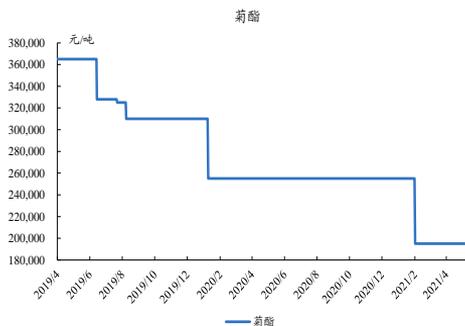
■ 固定资产投资完成额:制造业:橡胶和塑料制品业:当月值(亿元)
— 固定资产投资完成额:制造业:橡胶和塑料制品业:当月同比(%, 右轴)

数据来源: Wind、开源证券研究所

3.4 印度疫情加剧，海外生产复苏或不及预期

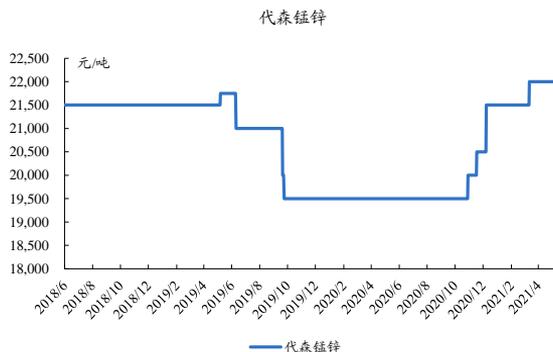
- 印度疫情形势急剧恶化，新增确诊、死亡病例呈现持续高速增长。近期印度的新冠病例激增引起了全球关注，据财联社5月7日报道，印度新增414,188例新冠肺炎确诊病例，单日增幅创疫情以来最大，累计确诊病例达2,149万例；新增3,915例死亡病例，累计死亡病例达234,083例。
- 我们认为，印度疫情持续蔓延或将压低其相关行业开工率，建议关注菊酯、代森锰锌、草甘膦等品种。受益标的：扬农化工、利民股份、和邦生物。

图42：菊酯价格维持在19.5万元/吨（截至2021年5月7日）



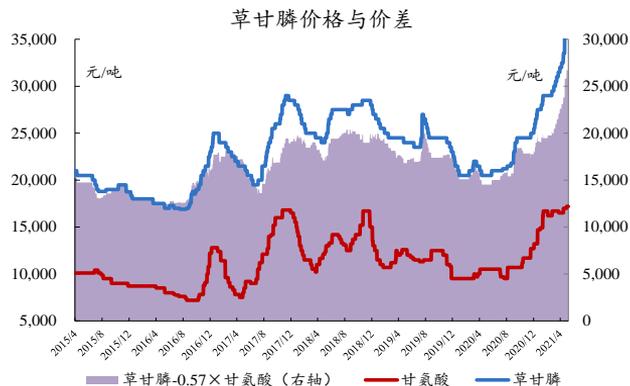
数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图43：自2020年10月以来，代森锰锌价格不断上涨



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图44：2021年以来，草甘膦价差持续扩大



数据来源：Wind、百川盈孚、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5 化纤、MDI等子行业正处于大周期的起点

6 石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

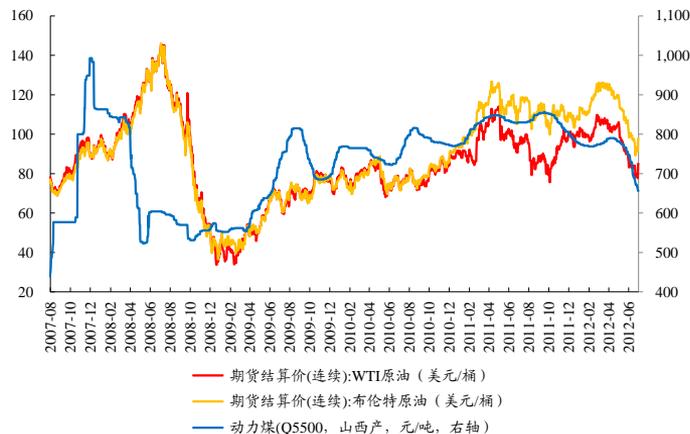
7 重点推荐公司盈利预测与估值

8 风险提示

4.1 复盘2009年伊始的大复苏，化工行业景气上行近两年

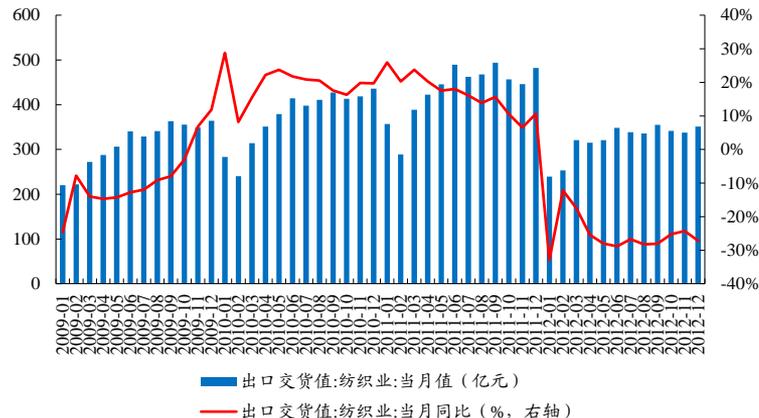
- 受2008年全球金融危机影响，制造业遭受了较大冲击，原油、动力煤价格大幅下跌。根据Wind数据，WTI原油由2008年7月最高的145.29美元/桶跌至2008年12月最低的33.87美元/桶，跌幅达329%。2009年3月，原油价格开启上涨趋势，持续近两年。
- 2009年织造业出口交货值当月同比正增长持续了26个月。金融危机后，纺织业出口情况于2009年7月开始不断好转。2009年11月，织造业出口交货值年内首次转正，同比增速达6.88%。2012年1月，织造业出口交货值大幅转负，同比下降32.85%。

图45：原油、动力煤价格于2009年3月开始上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图46：2009年11月织造业出口交货值年内首次转正

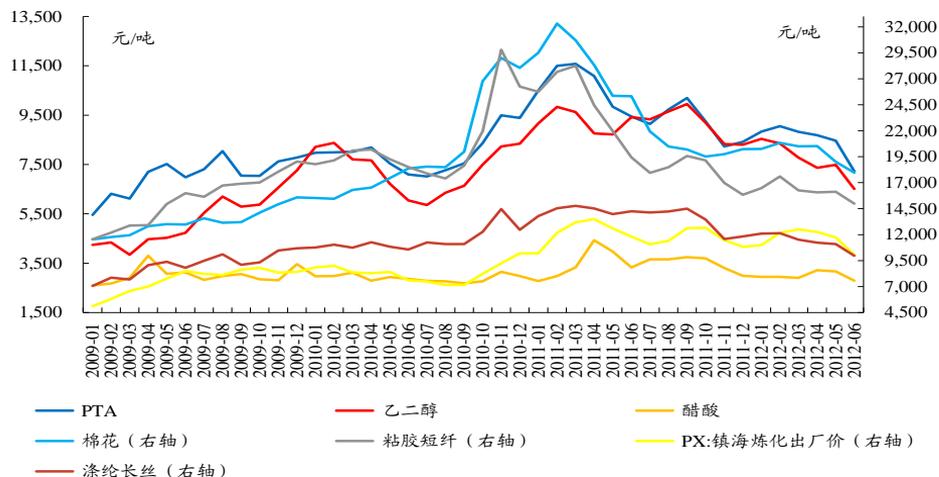


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2 复盘2009年伊始的大复苏，纺织服装产业链景气持续逾两年

- 纺服产业链相关化工品，诸如PTA、乙二醇、涤纶长丝等产品价格与原油紧密挂钩。2009年3月随着原油价格上涨，PTA、乙二醇、PX、涤纶长丝逐步开启上涨趋势。随后受益于纺织业全面繁荣，相关原料开启全面上涨趋势。
- 根据我们统计，2009年1月-2012年6月，各产品月均价从确立上涨趋势的次月，到月均价涨至阶段性高点的当月，持续时间分别为：棉花 25个月，粘胶短纤 21个月，PTA 26个月，乙二醇 32个月，醋酸 27个月，PX 27个月，涤纶长丝 26个月。3月-6月为淡季，补库过快造成各产品价格存在一定程度的回撤，即景气上行时产品价格并不是一直上涨。

图49：2009年起，纺服产业链价格景气持续逾两年

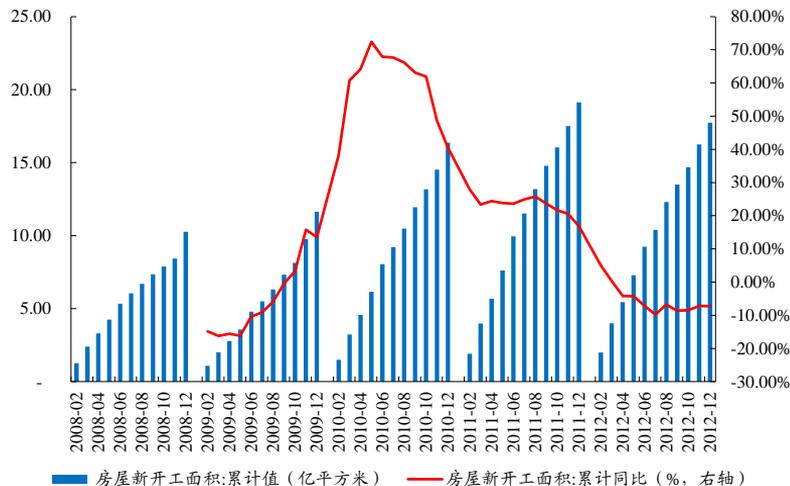


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中各产品价格均为月度均价）

4.1.2 复盘2009年伊始的大复苏，地产产业链景气持续逾两年

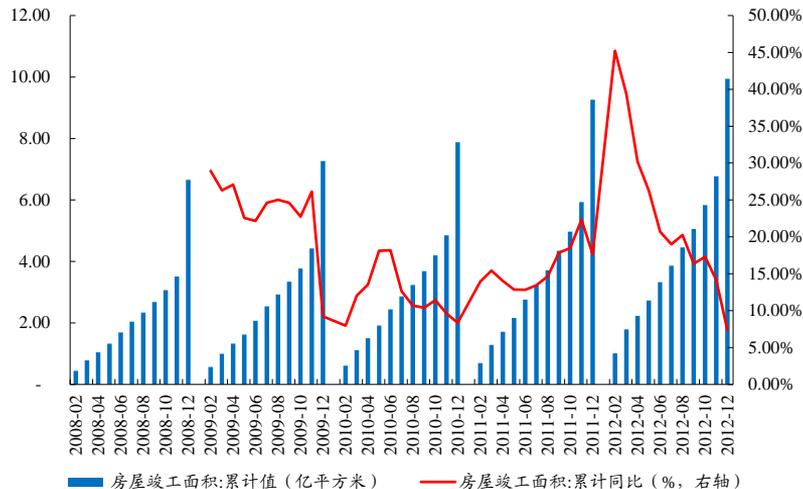
- 根据Wind数据，2009年9月，房屋新开工面积累计值达8.14亿平方米，累计同比增速为3.30%，为2009年内首次转正。随后在2010-2011年，房屋新开工面积开启了高增趋势。
- 在2009年以来房屋新开工面积增长趋势带动下，2009-2012年房屋竣工面积持续增长。根据Wind数据，2009年-2012年，房屋竣工面积分别为7.27、7.87、9.26、9.94亿平方米，同比增速分别达9.22%、8.35%、17.62%、7.35%。

图50: 2009年9月，房屋新开工面积累计同比增速年内首次转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图51: 2009-2012年房屋竣工面积持续增长

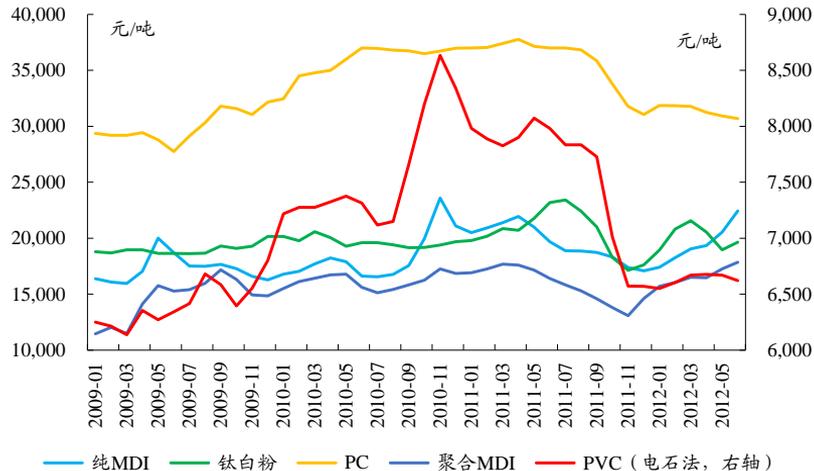


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.1.2 复盘2009年伊始的大复苏，地产产业链景气持续逾两年

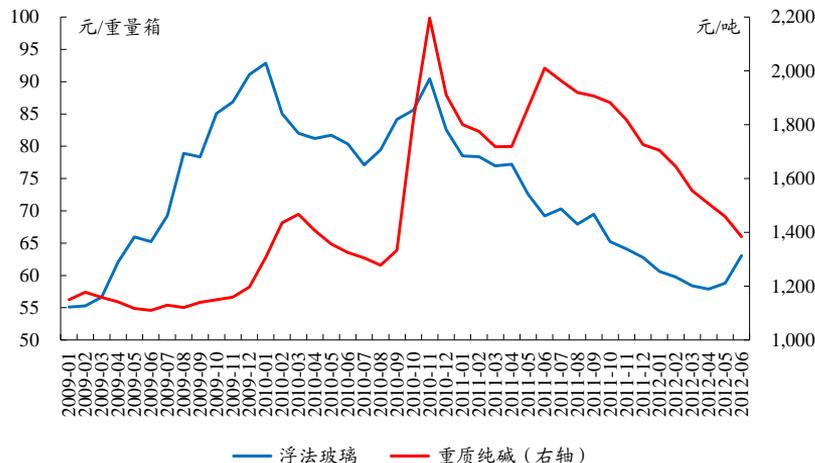
- 2009年以来，在房地产景气大幅上行背景下，纯MDI、钛白粉、PVC、PC、纯碱等房地产相关化工品价格也快速回升，多数化工品价格在2010年底达到阶段性高点。
- 根据我们统计，2009年1月-2012年6月，各产品月均价从确立上涨趋势的次月，到月均价涨至阶段性高点的当月，持续时间分别为：聚合MDI 26个月，纯MDI 20个月、钛白粉 29个月、PC 25个月、PVC 20个月、重质纯碱 22个月。

图52：2009年以来，房地产相关化工品价格也快速回升



数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中各产品价格均为月度均价）

图53：2009年-2010年，纯碱和玻璃价格大幅上行

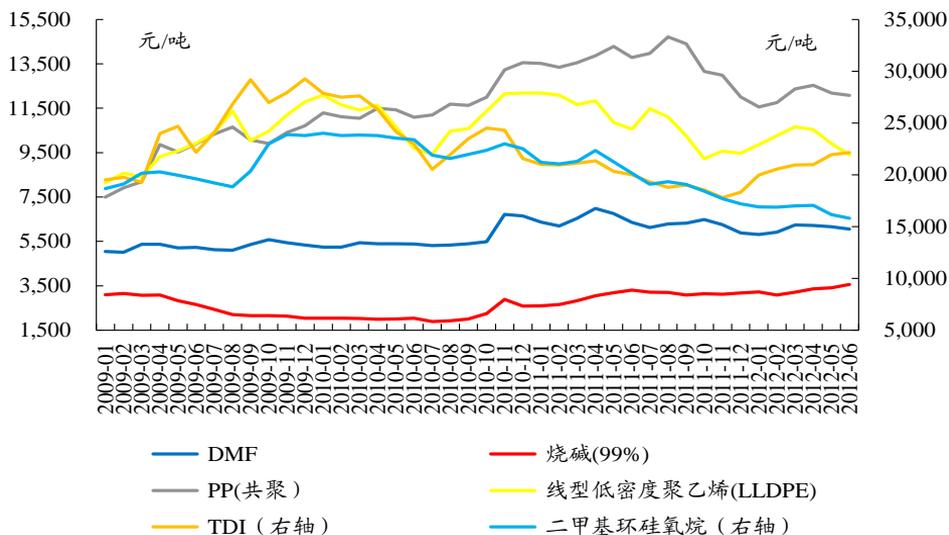


数据来源：Wind、开源证券研究所（注：图中各产品价格均为月度均价）

4.1.3 复盘2009年伊始的大复苏，日用化工品景气持续时长超过一年

□ 2009-2012年，日用产业链需求-价格链条传导较慢，导致相关上游化工品价格上涨相对大宗化工品较为滞后，多数日用产业链相关化工品价格于2010年底开始复苏。根据我们统计，2009年1月-2012年6月，各产品月均价从确立上涨趋势的次月，到月均价涨至阶段性高点的当月，持续时间分别为：DMF15个月、烧碱23个月、TDI 11个月、二甲基环硅氧烷 15个月、PP 31个月、LLDPE 22个月。

图54：多数日用产业链相关化工品价格于2010年底开始复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所 注：图中各产品价格均为月度均价

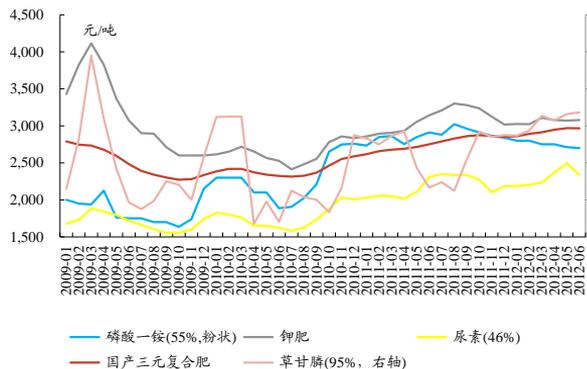
- 大豆价格于2008年涨至高点后价格回落，农化相关化工品价格亦开始回落。2009年初，玉米、大豆、棉花价格开始缓慢上涨，农化产业链价格亦较为缓慢，农化相关化工品表现相对滞后，多数化肥产品于2010年才开启上涨趋势。
- 根据NCC报告，由于大豆价格在2008年创下新高，导致2009年多数棉花主产国减少棉花播种面积，因其他替换作物的价格更有利。根据美国农业部数据，2009年，全球棉花产量仅为102.59百万包，创2004年以来的新低。棉花产量的减少，进一步刺激棉花价格快速上涨，根据Wind数据，2011年2月，棉花价格最高上涨至33,545元/吨。

图55： 2009年初，玉米、大豆、棉花价格开始上涨



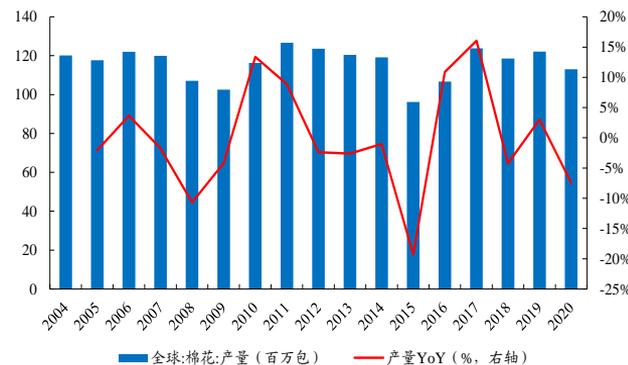
数据来源：Wind、开源证券研究所

图56： 多数化肥产品于2010年开启上涨趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

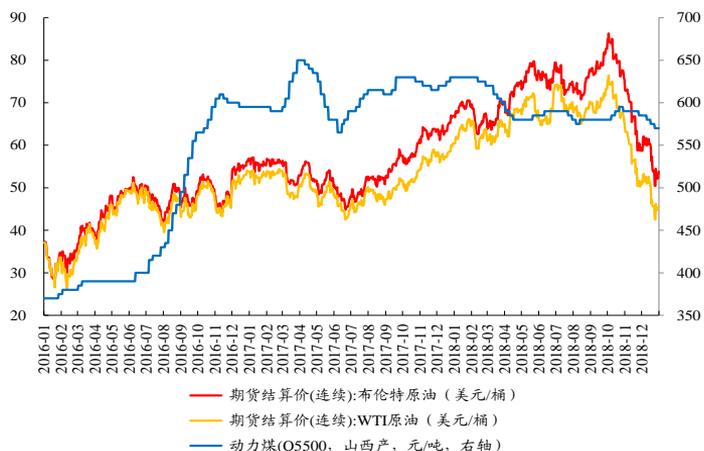
图57： 2009年全球棉花产量创2004年以来的新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

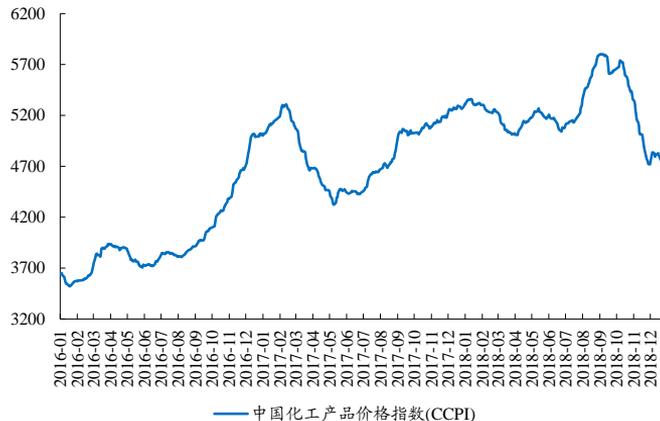
- 2016年OPEC减产，推动原油价格开始逐步上涨，同步带动煤价价格上涨。根据Wind数据，2018年，WTI原油最高上涨至76.41美元/桶，布伦特原油最高上涨至86.29美元/桶。
- 2016年，受原油价格上涨，多数化工品成本上涨，开启第一轮价格上涨。2017年，受国内供给侧改革影响，化工品价格迎来第二轮价格上涨潮。值得注意的是，2017年2月-5月，时值多数化工品淡季，多数化工品价格存在一定程度的回撤。

图58：2016年原油价格开始逐步上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

图59：2017年2月-5月，时值多数化工品淡季，多数化工品价格存在一定程度的回撤

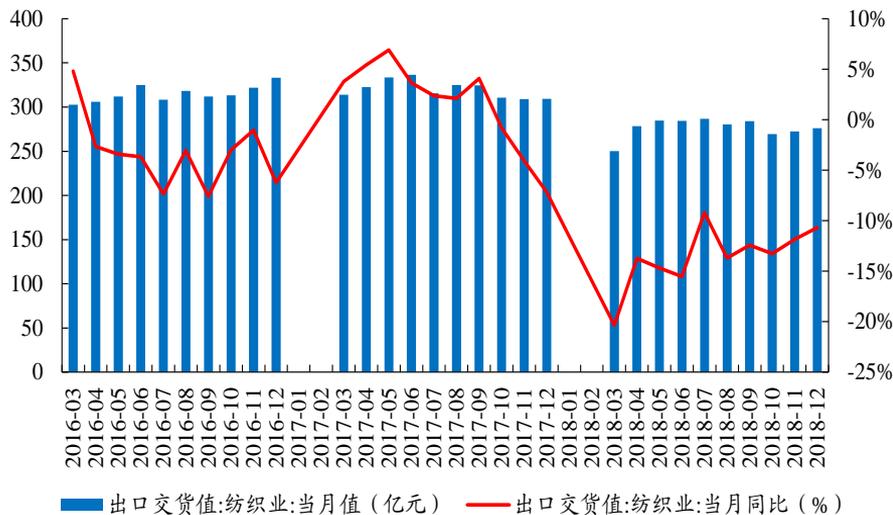


数据来源：Wind、开源证券研究所

□ 2017年，纺织业出口情况同比好转。根据Wind数据，2017年3月纺织业出口交货值达314亿元，同比上涨3.80%。

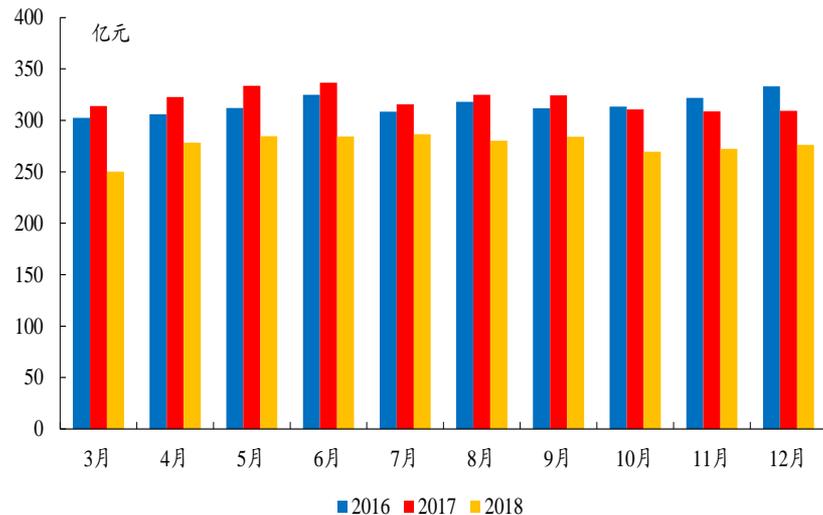
□ 2017年3月-9月，纺织业出口交货值同比均呈现正增长，正增长持续时间为7个月。

图60：2017年，纺织业出口情况同比好转



数据来源：Wind、开源证券研究所

图61：2017年3月-9月，纺织业出口交货值同比均呈现正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

□ 2016-2017年，化学纤维出口情况同比不断好转。2016年3月-2018年3月，化学纤维出口交货值当月同比增速均持续正增长。持续时间达21个月。（注：此处统计不包括2016年1-2月、2017年1-2月、2018年1-2月）

图62： 2016-2017年，化学纤维出口情况同比不断好转

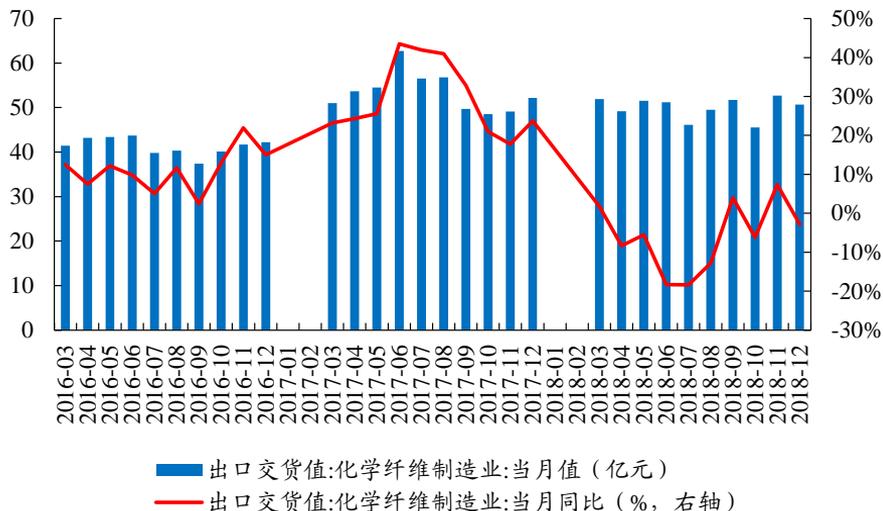
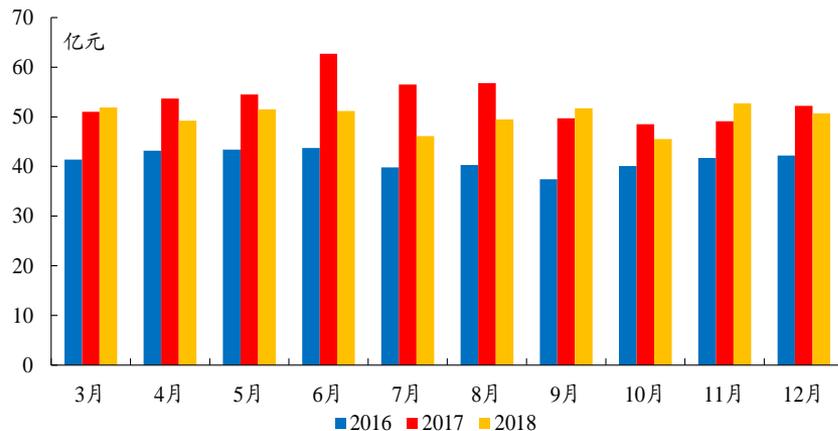


图63： 2016年3月-2018年3月，化学纤维出口交货值当月同比增速均持续正增长



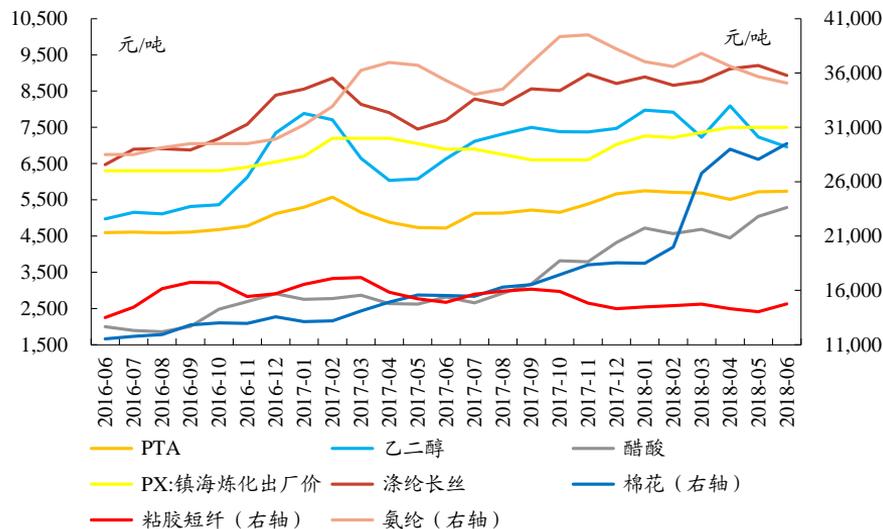
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.1 复盘2016年供给侧改革下化工上行周期，纺织业出口正增长持续7个月

□ 随着2016年原油价格上涨，PTA、乙二醇、PX、涤纶长丝逐步开启上涨趋势。根据我们统计，2016年6月-2018年6月，各产品月均价从确立上涨趋势的次月，到价格涨至最高点当月，持续时间分别为：棉花24个月，粘胶短纤9个月，PTA 19个月，乙二醇22个月，醋酸22个月，PX 18个月，涤纶长丝23个月，氨纶17个月。2017年3月-6月，大部分相关化工品价格存在回撤。值得注意的是，这一轮周期中，粘胶短纤、氨纶、涤纶长丝价格并未达到“2009-2012年复苏周期”的高点。

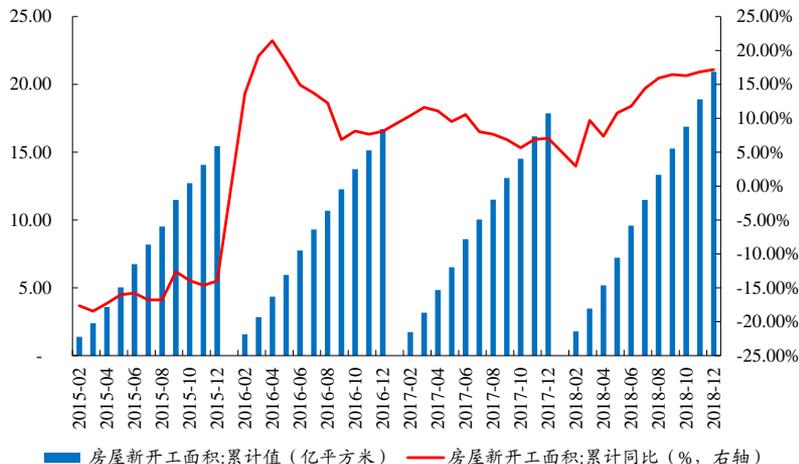
图64：2017年3月-6月，大部分相关化工品价格存在回撤



数据来源：Wind、开源证券研究所

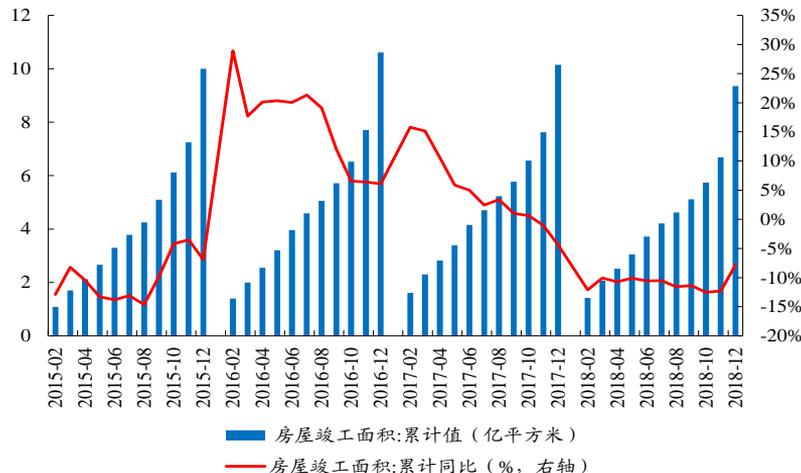
- 2016年-2018年，房屋新开工面积逐年增长。根据Wind数据，2016年-2018年，房屋新开工面积增速分别达8.08%、7.02%、17.18%。
- 房屋竣工面积数据变化稍落后于新开工面积。根据Wind数据，在2016年2月-2017年10月期间，每月房屋竣工面积累计同比均实现正增长。2017年11月，房屋竣工面积累计同比增速转负，为-1.03%。

图65： 2016年-2018年，房屋新开工面积逐年增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

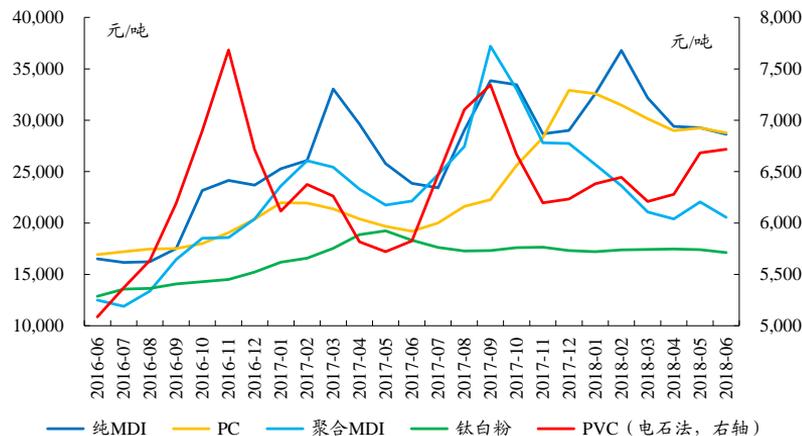
图66： 2016年2月-2017年10月期间，每月房屋竣工面积累计同比均实现正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

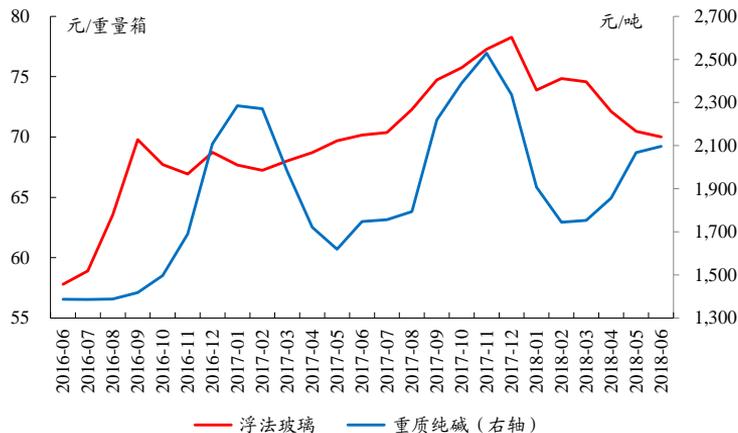
- 2016年-2017房屋竣工面积持续增长，以及在供给侧改革和环保趋严大背景下，纯MDI、钛白粉、PVC、PC、纯碱等房地产相关化工品价格快速上涨，多数化工品价格在2017年达到阶段性高点。
- 根据我们统计，2016年6月-2018年6月，各产品月均价从确立上涨趋势的次月，到月均价涨至阶段性高点的当月，持续时间分别为：聚合MDI 16个月、纯MDI 14个月、钛白粉 11个月、PC 18个月、PVC 15个月、重质纯碱 16个月。

图67：多数化工品价格在2017年达到阶段性高点



数据来源：Wind、开源证券研究所

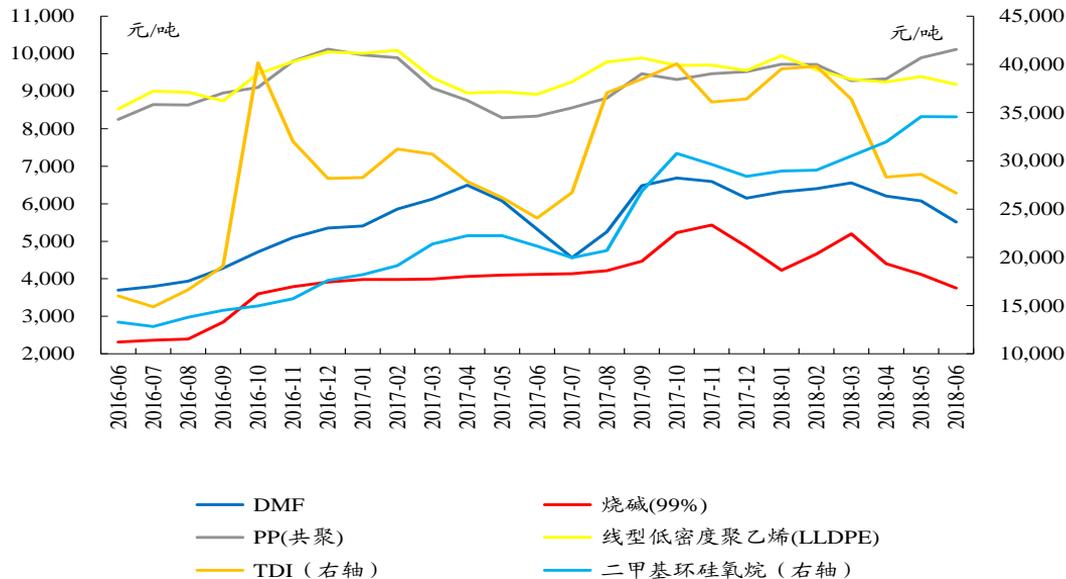
图68：2016年6月起，重质纯碱价格持续上涨



数据来源：Wind、开源证券研究所

- 多数日用产业链相关化工品价格于2016年6月开始上涨。根据我们统计，2016年6月-2018年6月，各产品月均价从确立上涨趋势的次月，到月均价涨至阶段性高点的当月，持续时间分别为：DMF 16个月、烧碱 17个月、TDI 15个月、二甲基环硅氧烷 23个月、PP 6个月、LLDPE 8个月。

图69：多数日用产业链相关化工品价格于2016年6月开始上涨

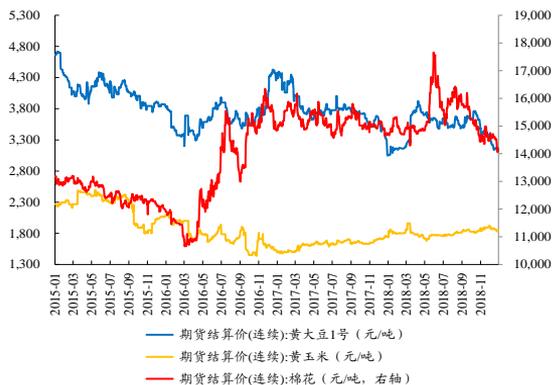


数据来源：Wind、开源证券研究所

4.2.4 复盘2016年供给侧改革下的化工上行周期，农化产业链持续景气逾1年

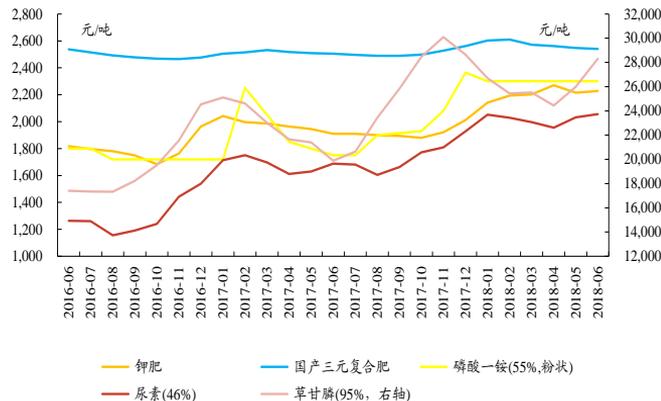
- 随着2017年供给侧改革，农化相关化工品价格快速上涨。根据我们统计，2016年6月-2018年6月，各产品月均价从确立上涨趋势的次月，到月均价涨至阶段性高点的当月，持续时间分别为：磷酸一铵 17个月、钾肥 18个月、尿素 22个月、复合肥15个月、草甘膦15个月。
- 2015年棉花价格降至历史低位，全球棉农种植意愿大幅下降，导致2015年全球棉花产量创历史新低，棉花价格于2016年开启上涨通道。

图70：2016年3月，棉花价格不断上涨



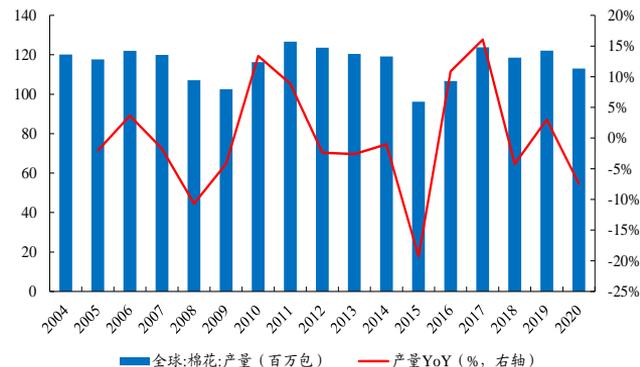
数据来源：Wind、开源证券研究所

图71：多数农化品价格于2016年开启上涨通道



数据来源：Wind、开源证券研究所

图72：2015年全球棉花产量创下历史新低



数据来源：Wind、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5

化纤、MDI等子行业正处于大周期的起点

6

石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

7

重点推荐公司盈利预测与估值

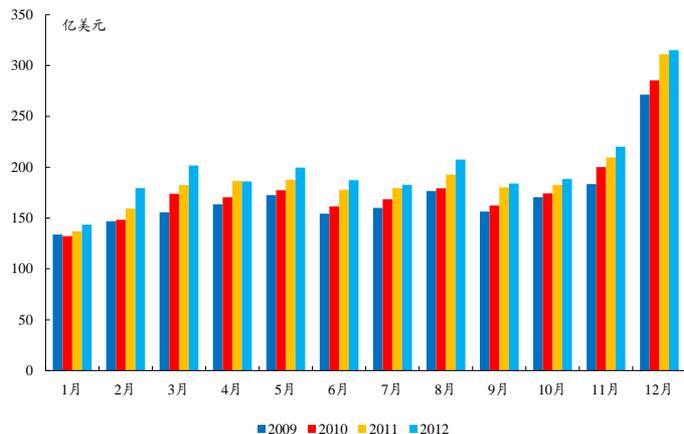
8

风险提示

5.1 海外纺织服装需求刚进入复苏周期，未来复苏弹性较大

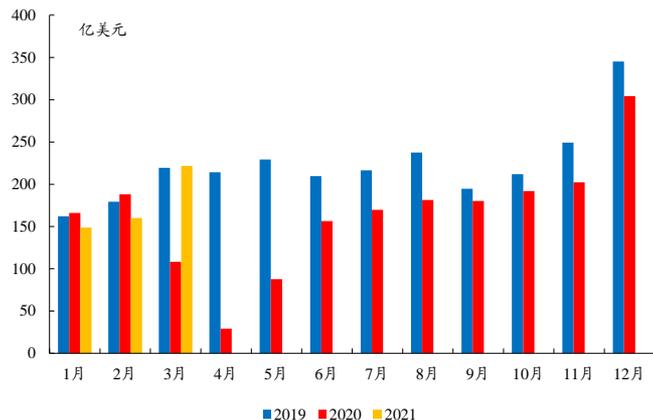
- 2009-2012年，美国服装及服装配饰店销售额当月均同比正增长，每年美国的服装及服装配饰销售主要发生在Q4。
- 根据Wind数据，2021年1月和2月，美国服装及服装配饰店销售额分别为148.84、160.05亿美元，同比分别大幅减少10.40%、14.93%，明显低于近五年的同期水平；2021年3月，美国服装及服装配饰店销售额221.67亿美元，较2019年同期增长0.97%，为疫情以来首次转正。

图73：2009-2012年，美国服装及服装配饰店销售额当月均同比正增长



数据来源：Wind、开源证券研究所

图74：2021年3月美国服装及服装配饰店销售额较2019年同期增长0.97%

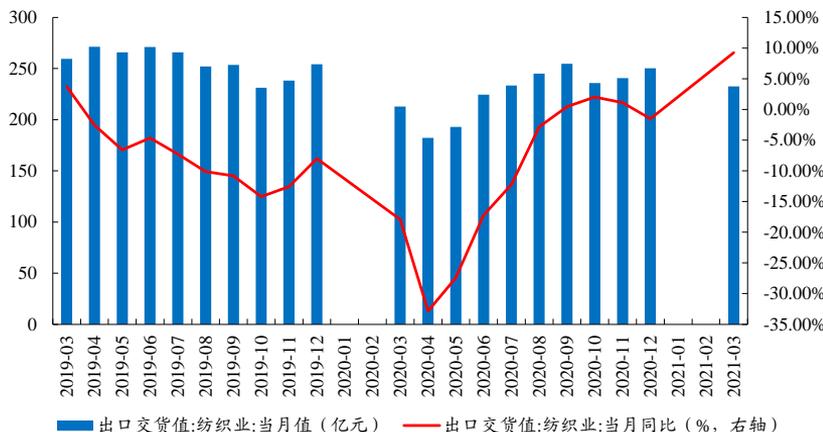


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1 纺织业出口正增长趋势仅刚刚开始

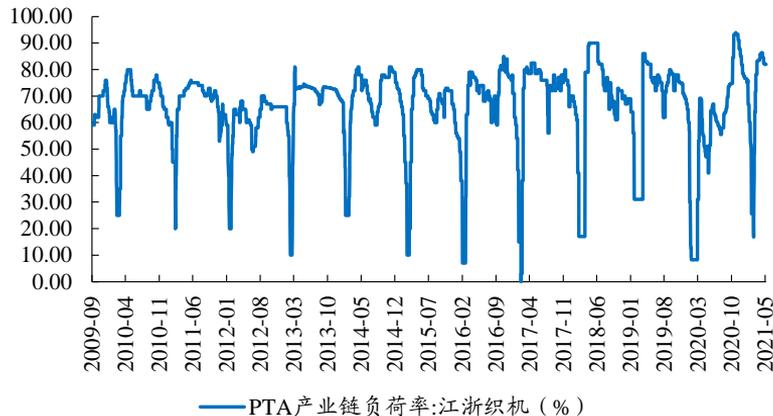
- 2020年9月，国内纺织业出口当月同比增速达0.43%，为年内首次转正，截至2021年3月，该趋势仅仅维持了5个月。对标2009年伊始的大复苏，我们认为，纺织业出口正增长趋势仅刚刚开始。
- 江浙织机开工率维持较高水平。根据Wind数据，截至2021年5月7日，江浙织造业开工率达81.97%，已爬升至较高水平。我们认为随着海外需求复苏，中国化纤作为纺服产业链的上游，将迎来较大的确定性受益机遇。我们坚定看好2021年中国化纤企业将继续稳定供应全球，并充分受益于全球纺织服装需求复苏。此前化纤板块股价已出现较大幅度回调，随着海外需求持续复苏，我们坚定看好板块将迎来配置良机。

图75：2020年9月，国内纺织业出口当月同比增速为年内首次转正



数据来源：Wind、开源证券研究所

图76：截至2021年5月7日，江浙织造业开工率达81.97%

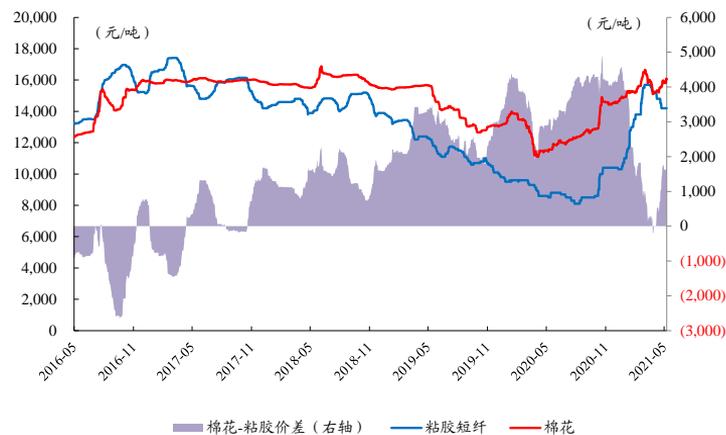


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1.1 粘胶短纤仍有充分的上涨动力

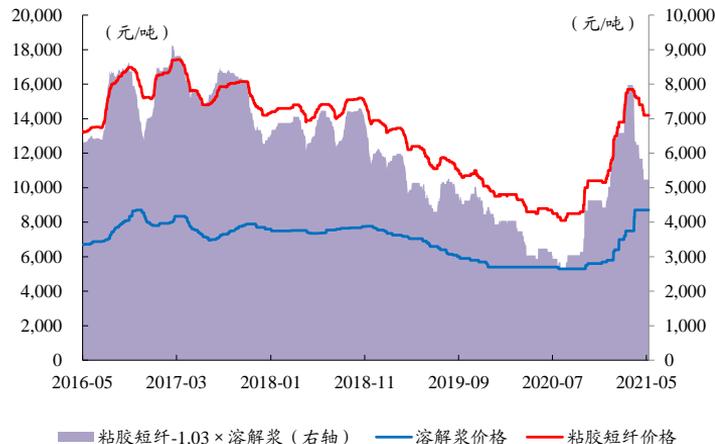
- 目前棉花价格表现强势，粘胶短纤对其仍有替代空间。根据Wind数据，截至5月8日，棉花现货价为16,071.54 元/吨，而粘胶短纤市场价为14,200.00 元/吨，棉花-粘胶短纤价差为1,871.54 元/吨，我们看好粘胶短纤对棉花的进一步替代。
- 根据Wind数据，截至2021年5月8日，粘胶短纤市场价为14,200元/吨，而2010年11月，随着棉花价格大幅上行，粘胶短纤一度达到30,800元/吨。粘胶短纤-溶解浆价差为5,239元/吨。根据我们测算，目前该价差仅处于历史分位值的38.41%，随着纺织业景气逐渐上行，粘胶短纤价格仍有充分的上涨动力。

图77：目前棉花价格表现强势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图78：目前粘胶短纤-溶解浆价差仅处于历史分位值的38.41%

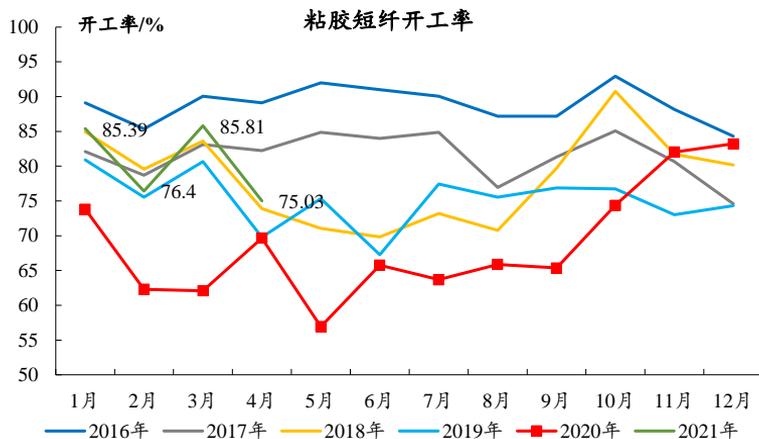


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1.1 粘胶短纤仍有充分的上涨动力

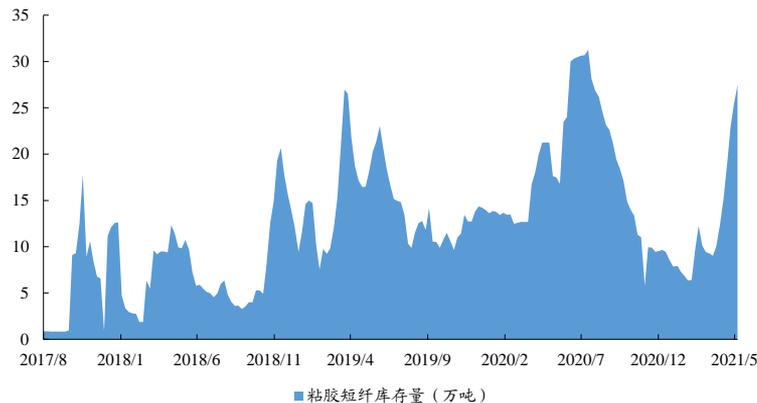
- 根据百川盈孚数据，2021年4月粘胶短纤行业整体开工负荷率为75.03%，较3月有所下滑。本周粘胶短纤均价14,150元/吨（承兑），较上周均价小幅下跌1.05%。
- 根据百川盈孚数据，粘胶短纤库存有所上升，截至2021年5月7日，粘胶短纤库存约27.47万吨，较4月30日上涨8.26%。随着全球需求复苏以及棉花价格上涨，粘胶短纤库存有望进一步下降。当前溶解浆价格高位，成本支撑粘胶短纤价格维持高位。我们继续看好粘胶短纤龙头三友化工。

图79：2021年4月粘胶短纤行业整体开工负荷率较3月有所下滑



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图80：近期粘胶短纤行业进入淡季，库存有所上升



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

5.1.2 涤纶长丝：行业供给和需求增速基本匹配

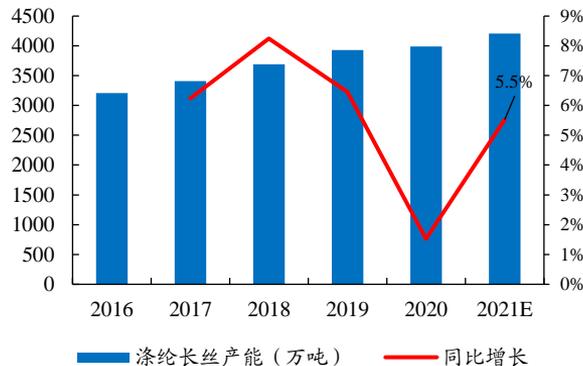
- 行业供给：**据百川盈孚数据，2016-2020年涤纶长丝产能年均复合增速为**5.6%**。其中，2020年我国涤纶长丝总产能约为3986万吨，同比增长1.5%，增速偏低主要是由于受到疫情冲击，纺服需求受挫，行业落后产能出清。我们预计**2021年产能增速为5.5%**，回归至正常水平（其中，新凤鸣：100万吨，恒力石化：60万吨，恒逸石化：60万吨）。
- 行业需求：**据百川盈孚数据，2016-2020年涤纶长丝需求年均复合增速为**9.3%**。由于受到疫情影响，2020年我国涤纶长丝表观消费量为3102万吨，同比增长3.46%；受益于全球纺服需求回暖，据我们测算，**2021年涤纶长丝的需求增速有望重回8%以上**。

表3：2021年涤纶长丝的需求增速有望重回8%以上

年度	产量	进口量	出口量	涤纶长丝表观消费量	同比增长	单位
2016	2319.23	12.43	181.5	2150.16	7.05%	万吨
2017	2565.15	13.02	197.47	2380.70	10.72%	万吨
2018	2755.89	8.96	188.7	2576.15	8.21%	万吨
2019	3207.88	8.61	217.73	2998.76	16.40%	万吨
2020	3281.12	5.99	221.12	3065.99	2.24%	万吨
2021E	3563.36	5.99	250.55	3318.80	8.25%	万吨
2016-2020年均复合增速					9.28%	

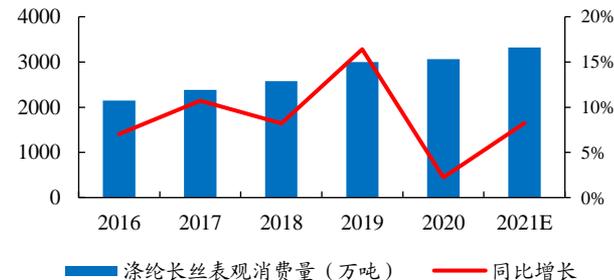
数据来源：百川盈孚、卓创资讯、开源证券研究所

图81：2016-2020年涤纶长丝产能年均复合增速为5.6%



数据来源：百川盈孚、卓创资讯、开源证券研究所

图82：2021年涤纶长丝的需求增速有望重回8%以上



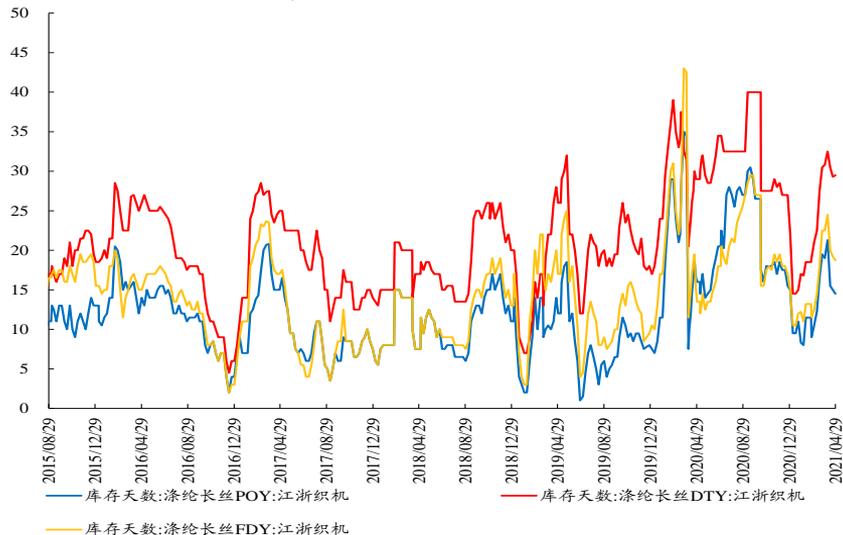
数据来源：百川盈孚、卓创资讯、开源证券研究所

5.1.2 涤纶长丝：坚定看好海外纺服需求持续复苏，涤纶长丝韧性和弹性十足

□ 库存方面，据Wind数据，4月29日涤纶长丝POY库存天数为14.50天，较4月22日下降0.5天；DTY库存天数为29.50天，较4月22日上升0.2天；FDY库存天数为18.70天，较4月22日降低0.5天，本周（4月22日-29日）涤纶长丝继续去库。

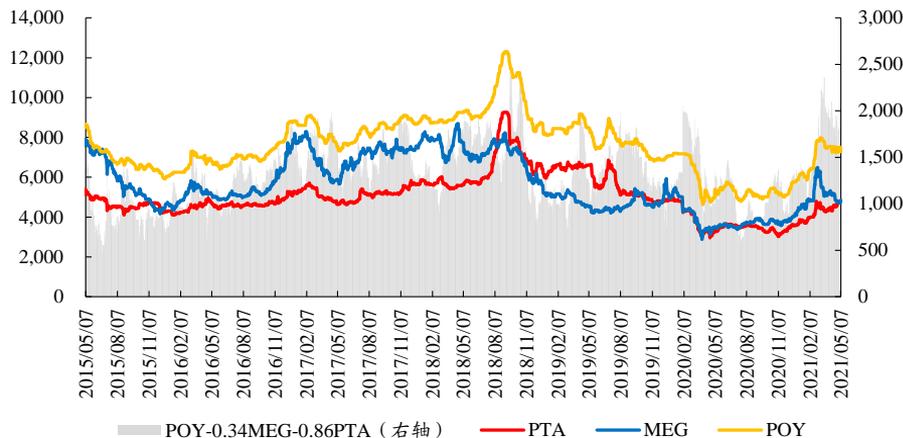
□ 价格方面，截至5月7日，据Wind数据，涤纶长丝POY价格为7,275元/吨；据我们测算，“POY-0.34×MEG-0.86×PTA”价差为1,485元/吨，价差保持良好。近期乙二醇和PTA双原料价格偏暖震荡，对涤纶长丝价格支撑较好。我们认为，当前下游织机开工率高位，需求良好，我们持续看好随海外复苏涤纶长丝需求有望继续增长，价格仍具备较强的向上弹性。受益标的：**新凤鸣、恒力石化、荣盛石化**。

图83：涤纶长丝近期去库明显



数据来源：Wind、开源证券研究所

图84：2021年2月中旬以来涤纶长丝POY价差保持高位

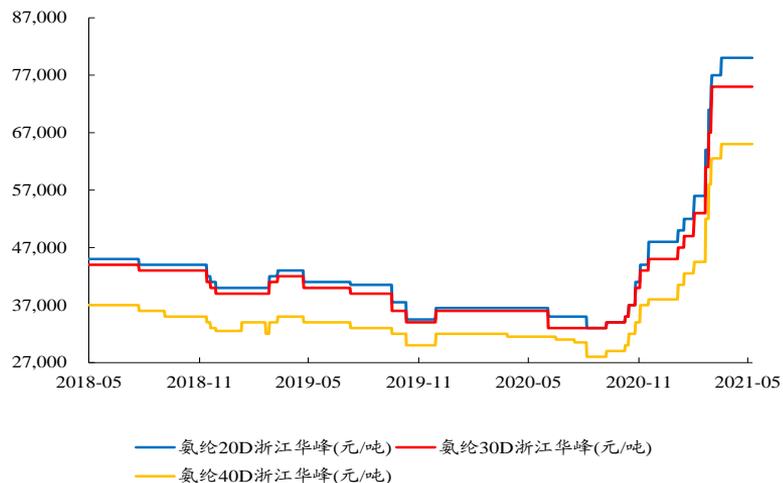


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.1.3 目前氨纶开工率处于高位，库存处于历史低位

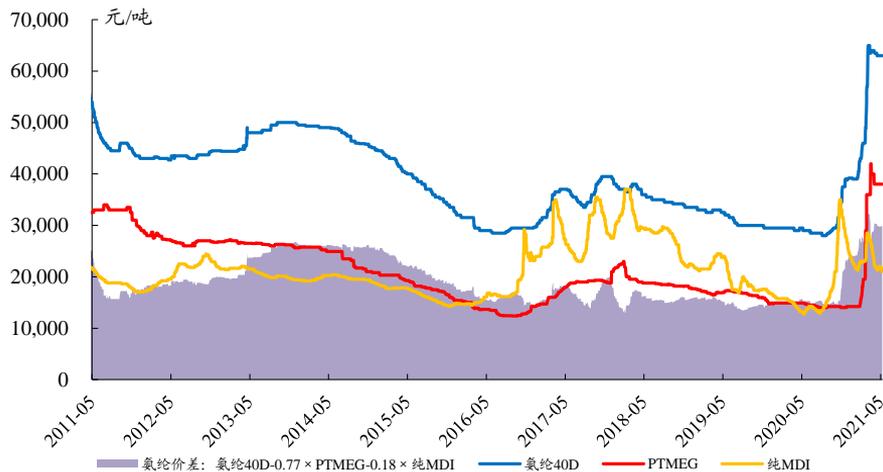
- 根据百川盈孚和Wind数据，2021年5月7日，浙江地区氨纶20D 主流报价在80,000-83,000 元/吨，氨纶30D 主流报价在73,000-75,000 元/吨，氨纶40D 主流报价在62,000-65,000 元/吨；
- 根据我们测算，2021年5月7日，氨纶价差约为29,960元/吨，较4月30日上升135元/吨。

图85: 目前氨纶40D 主流报价处于历史高位



数据来源: Wind、开源证券研究所

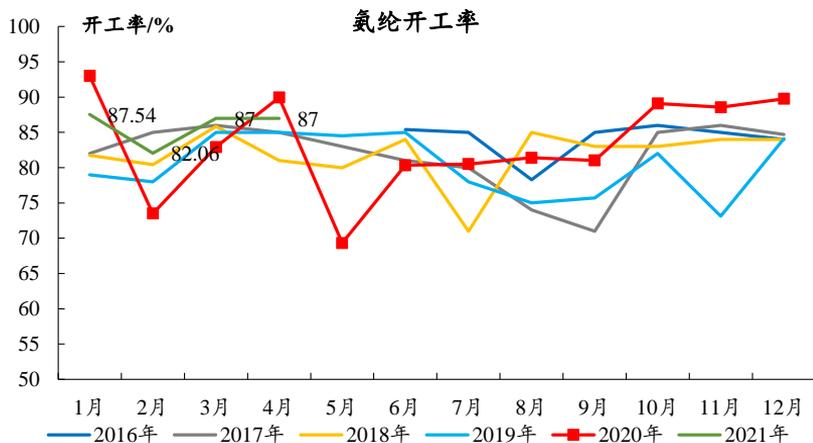
图86: 2021年5月7日，氨纶价差约为29,960元/吨



数据来源: Wind、开源证券研究所

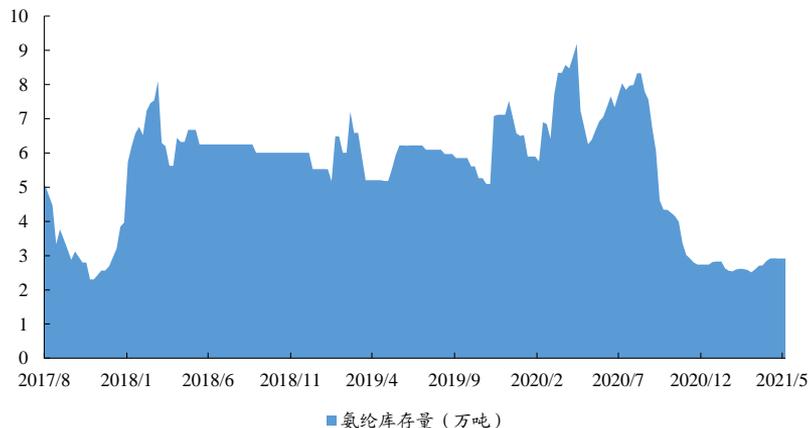
- 目前氨纶库存处于历史低位。截至2021年5月7日，氨纶库存为2.92万吨，较4月30日持平。
- 目前来看，氨纶开工率处于高位，库存处于历史低位，成本端坚挺支撑仍存，氨纶价格保持坚挺。随着海外纺服需求复苏，氨纶价格或将进一步上涨，我们建议关注氨纶龙头华峰化学。受益标的：华峰化学。

图87：2021年以来，氨纶行业开工率较高



数据来源：Wind、开源证券研究所

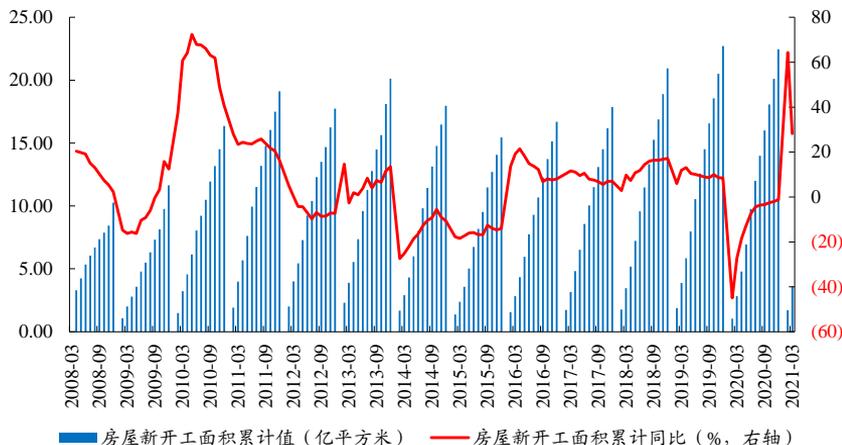
图88：目前氨纶库存处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

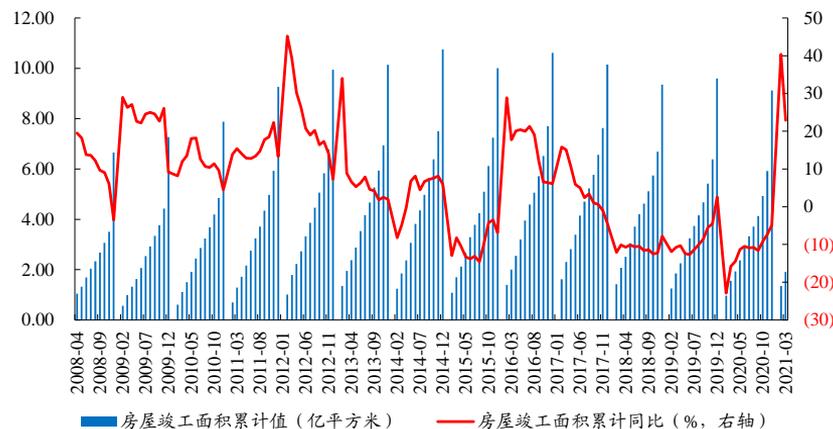
- 地产景气周期充分上行。截至2021年3月，全国房屋竣工面积累计1.91亿平方米，同比上涨22.9%；房屋新开工面积累计3.61亿平方米，同比增长28.2%。
- 2015年以来，房屋新开工面积逐年增长，随着国内经济活动逐渐恢复，我们预计2021年房屋竣工面积亦将同比大幅增长，纯碱、PVC等景气有望充分上行。

图89：2021年3月，全国房屋竣工面积累计同比上涨22.9%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图90：2021年3月，房屋新开工面积累计同比增长28.2%；

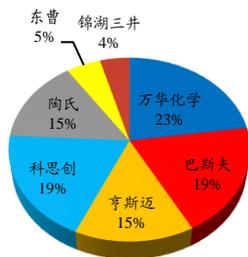


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2.1 MDI:未来5年内全球CR5占比依旧为90%左右，万华化学稳居全球第一巨头

- 截至2020年底，全球MDI年产能为924万吨左右，CR5占比高达91%。万华化学产能全球领先，继2021年2月烟台工业园扩能完成后，目前拥有MDI年产能260万吨，约占比全球总产能的26.7%，稳居MDI行业全球第一大巨头。
- 根据各大公司已公布的扩产计划，预计2021-2025年，万华化学、科思创、巴斯夫将分别新增产能110万吨、46万吨、30万吨。其中，万华化学宁波基地将新增60万吨（近日，万华化学宁波技改扩能项目环评公示，将新增60万吨MDI产能），BC公司扩产10万吨，福建基地新增40万吨。除此之外，新疆和山巨力计划新建MDI产能40万吨，目前尚未有实质性推动，韩国锦湖计划投产20万吨，具体投产时间仍待定。即便乐观假设，2025年之前以上新增246万吨产能全部投放，全球MDI产能将达到1220万吨，预计CR5占比仍高达88%左右，即未来5年内MDI行业仍将继续维持寡头垄断格局。

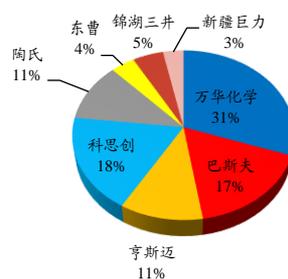
图91：2020年末全球CR5占比为91%



■ 万华化学 ■ 巴斯夫 ■ 亨斯迈 ■ 科思创 ■ 陶氏 ■ 东曹 ■ 锦湖三井

数据来源：公司公告、公司官网、百川盈孚、开源证券研究所

图92：2025年及以后全球CR5占比仍高达88%左右



■ 万华化学 ■ 巴斯夫 ■ 亨斯迈 ■ 科思创 ■ 陶氏 ■ 东曹 ■ 锦湖三井 ■ 新疆巨力

数据来源：公司公告、公司官网、百川盈孚、开源证券研究所

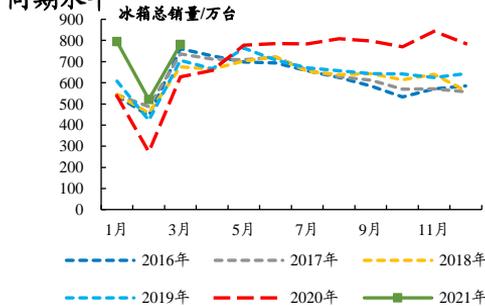
5.2.1 MDI:下游需求向好为MDI价格提供支撑

□ 2021年4月以来冰箱冷柜销量快速回暖。根据产业在线数据，2020年2月，由于受到疫情影响，工厂开工受限，我国冰箱冷柜整体销量进入较为低迷的状态，进入2020年3月以来冰箱和冰柜销量呈现强势的V形反转。这主要是由于2020年4月国内疫情得到初步控制，购买渠道与物流渠道逐渐恢复，1月至3月积累的需求于4月得到释放；其次，进入4月后天气温度逐渐上升，每年4月~9月是冰箱冷柜的传统销售旺季，季节因素对冰箱冰柜销售产生一定提振作用。根据产业在线数据，2020年冰箱总销量达8,447万台，同比增长8.94%；冷柜总销量达3,720.1万台，同比增长高达39.75%。进入2021年，冰箱和冷柜销售数据依旧亮眼，每月均超越过去五年同期水平，需求保持旺盛。

□ 从出口端来看，美国房地产景气度上升和海外疫情期间储存食物的需求为冰箱冷柜市场带来了增长动能。根据产业在线数据，2020年冰箱出口量为4,177.3万台，同比增长22.3%；冷柜出口量为2,433.1万台，同比增长高达52.6%。进入到2021年，冰箱冷柜出口需求依然旺盛，1-3月每月出口量均大幅超越往年同期水平。

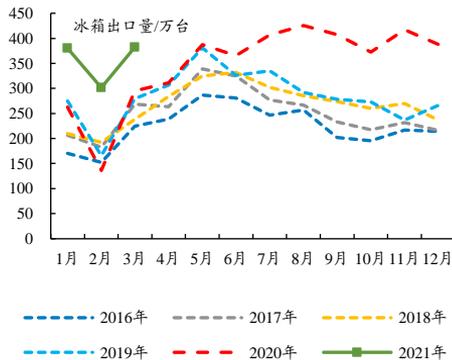
□ 我们认为，我国冰箱冷柜销量和出口量保持强劲的主要原因是海外需求旺盛：（1）美国房地产强势复苏，新房和二手房销量持续创新高，地产链复苏对建筑、家电等需求起到良好刺激作用；（2）疫情期间各国居民的生活方式发生了一定转变，养成了疫情宅家、储存食材的生活习惯，带动冰箱冷柜需求大幅增长。

图93：2021年1-3月冰箱销量超越过去5年同期水平



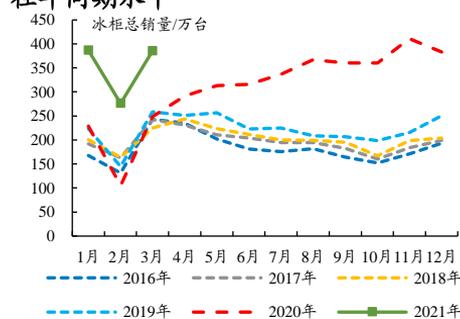
数据来源：产业在线、开源证券研究所

图95：2021年1-3月冰箱出口量延续强势



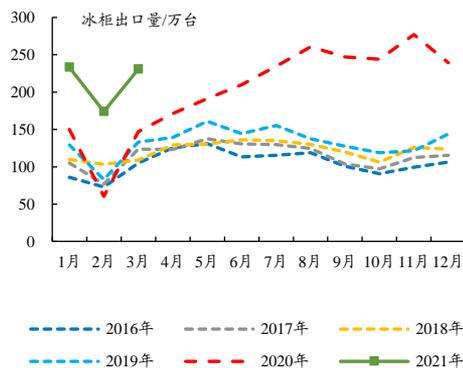
数据来源：产业在线、开源证券研究所

图94：2021年1-3月冰柜月销量均远远高于往年同期水平



数据来源：产业在线、开源证券研究所

图96：2021年1-3月冰柜月出口量保持强劲



数据来源：产业在线、开源证券研究所

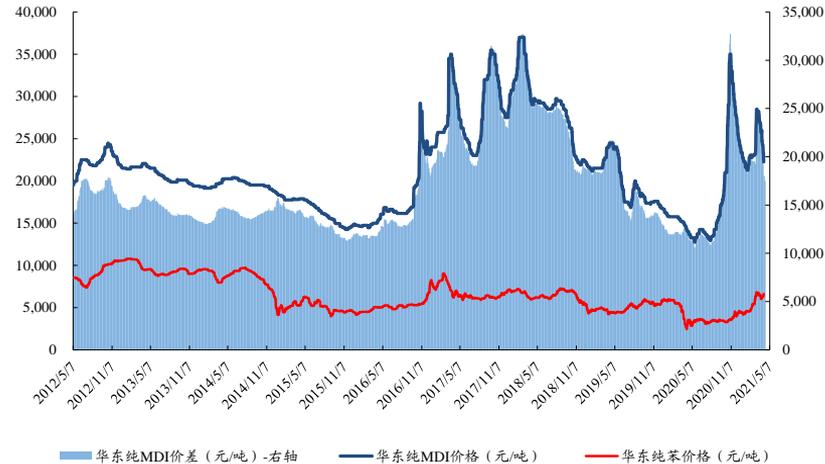
5.2.1 MDI:下游需求向好为MDI价格提供支撑

- MDI价格方面，截至5月7日，据Wind数据，华东地区聚合MDI价格为17,700元/吨，华东地区纯MDI价格为21,250元/吨，自高位有所回落；据我们测算，聚合MDI价差为12,692元/吨，纯MDI价差为16,242元/吨，虽然随着MDI价格有所下降但是依然保持较强的盈利能力。
- 当前时点我们继续看好2021年MDI行业景气度有望延续，万华化学业绩将实现大幅飞跃。万华化学一期乙烯项目已于2020年11月投产，2021年将释放业绩；福建基地将投建PDH项目布局一体化，有望复制烟台基地全产业链模式；PBAT、柠檬醛、三元正极材料、尼龙12等新材料项目持续推进中，公司多元化发展布局对于拓展长期成长空间具有重要意义，我们坚定看好三大业务板块将助力公司向世界化工巨头迈进。

图97：截至5月7日，聚合MDI价差为12,692元/吨



图98：截至5月7日，纯MDI价差为16,242元/吨



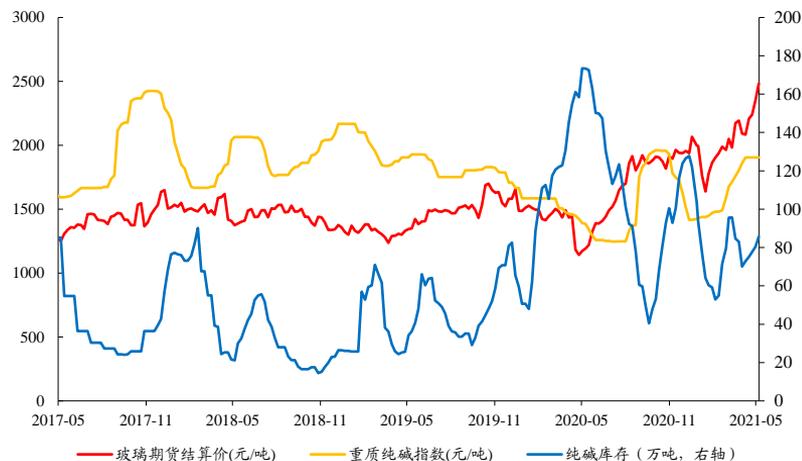
数据来源：Wind、开源证券研究所

数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2.2 地产周期上行和光伏玻璃密集待投背景下，纯碱未来可期

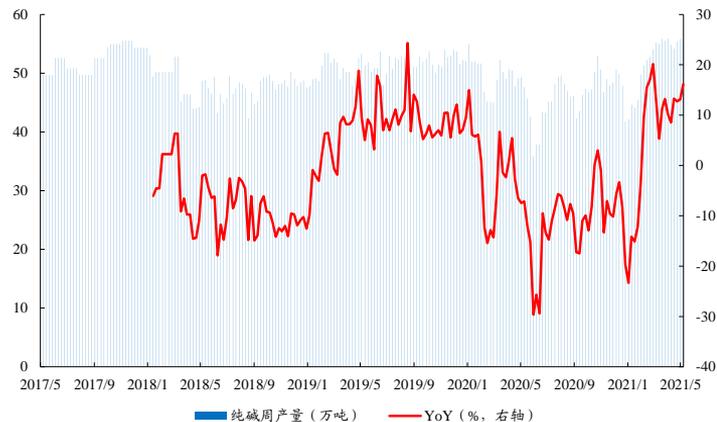
- 近期重碱整体出货情况尚可，重质纯碱市场价格坚挺运行。根据Wind和百川盈孚数据，价格方面：截至2021年5月7日，全国重质纯碱指数为1,904元/吨，较2020年同期大幅上涨37.57%。
- 据百川盈孚数据，截至4月30日，中国国内纯碱总产能为3,386万吨，装置运行产能共计2,847万吨，整体行业开工率为84.08%。长期来看，个别纯碱企业5月-7月有大量检修计划，后期纯碱供应或将持续偏紧。我们预计随着下游光伏玻璃和平板玻璃产线投产，纯碱库存有望下行。

图99：目前全国重质纯碱指数较2020年同期大幅上涨37.57%



数据来源：Wind、开源证券研究所

图100：近期纯碱周度产量高于2019年同期

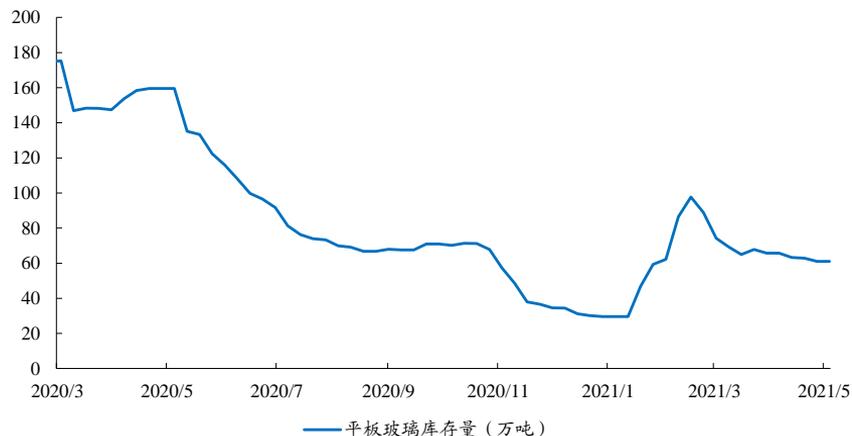


数据来源：Wind、开源证券研究所

5.2.2 地产周期上行和光伏玻璃密集待投背景下，纯碱未来可期

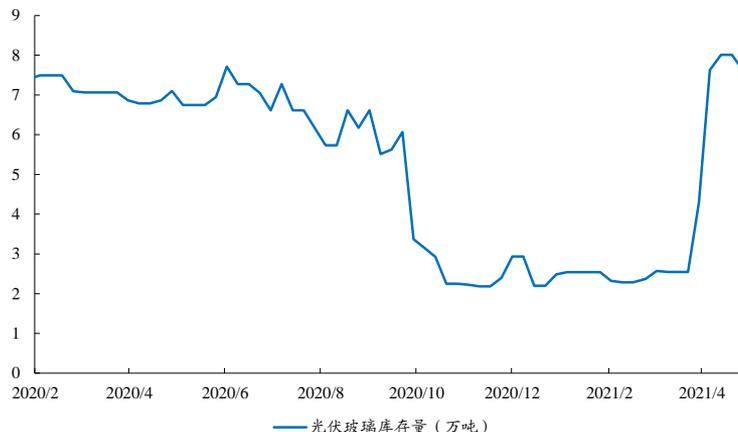
- 根据百川盈孚数据，随着房地产竣工面积同比大幅增长，平板玻璃库存快速下降。2021年5月7日，平板玻璃库存量为61.00万吨，较4月30日下降了0.16%。近期随着光伏玻璃跌价，光伏玻璃出货情况有所好转。截至4月30日，光伏玻璃库存量为7.63万吨，较4月23日下降了5.00%。
- 根据百川盈孚部分统计，2020年在建、拟建光伏玻璃日熔量达68,780 t/d。若这些光伏玻璃产能能投产，根据我们测算，未来有望带动纯碱需求502万吨。我们建议关注纯碱龙头三友化工和山东海化。受益标的：三友化工、山东海化。

图101：近期平板玻璃库存快速下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

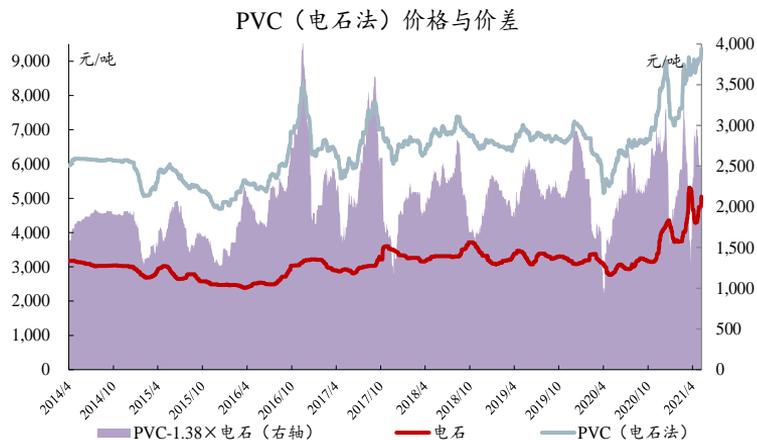
图102：近期随着光伏玻璃跌价，光伏玻璃库存有所下降



数据来源：Wind、开源证券研究所

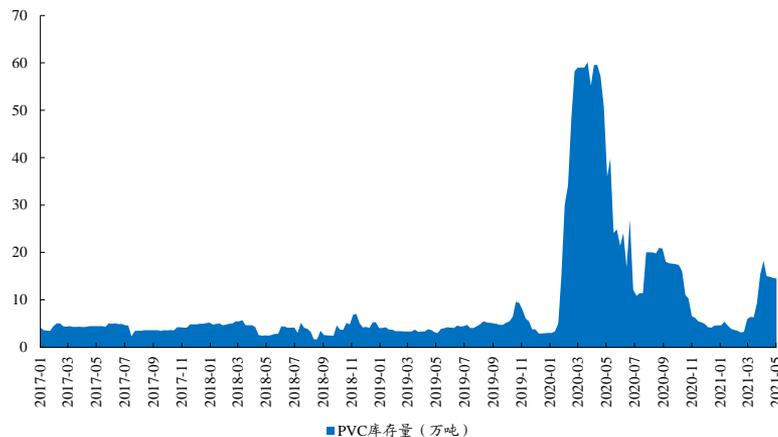
- 成本端，在环保趋严、碳中和背景下，电石产能增加被进一步限制，电石价格维持高位，支撑PVC价格高位。根据Wind数据，目前电石价格已经站上4,000元/吨，高于往年同期电石价格。长期来看，我们认为在碳达峰、碳中和的大背景下，电石产能增加或将进一步受到限制。在BDO产能大幅扩张基础上，电石需求或将进一步增长。未来电石或将供不应求，电石价格中枢或将站上4,000元/吨或者更高。
- 当前PVC库存低位，房地产竣工处于上行周期，我们预计2021年PVC价格仍有望上涨。受益标的：三友化工、新疆天业、中泰化学。

图103：当前电石价格高位，支撑PVC价格高位



数据来源：Wind、开源证券研究所

图104：目前PVC库存处于历史低位



数据来源：Wind、开源证券研究所

5.3 氟化工：至暗时刻已过，底部反转可期

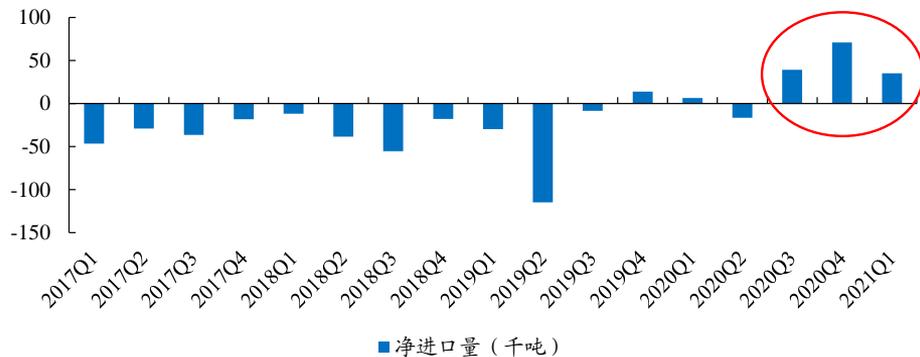
□ 萤石：价格底部企稳，需求空间广阔。据百川盈孚数据，2021Q1萤石湿粉价格2,629.60元/吨，同比下降14.44%、环比上升5.44%，底部企稳震荡。从萤石进出口数据来看，萤石净进口量连续多季为正，扭转过去净出口的局面，需求强劲。中长期来看，伴随我国有关部门持续释放促进汽车、家电等重点商品消费的政策利好，新旧能效的汽车、空调、冰箱加速升级迭代，制冷剂刚性需求终将复苏；同时，新能源、新材料等战略性新兴产业异军突起，含氟新材料将有望成为氟化工业的新支柱。未来国家层面将继续重视萤石战略资源利用，在环保督察高压叠加智能矿山等发展趋势下，落后、盗采产能或不断出清。供需利好有望支撑萤石价格上行。受益标的：金石资源。

图105：萤石价格企稳震荡



数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

图106：萤石净进口量持续为正

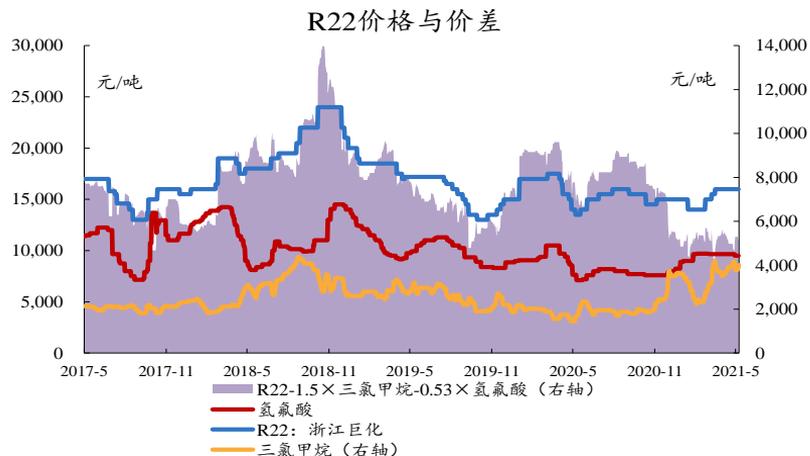


数据来源：百川盈孚、开源证券研究所

5.3 氟化工：至暗时刻已过，底部反转可期

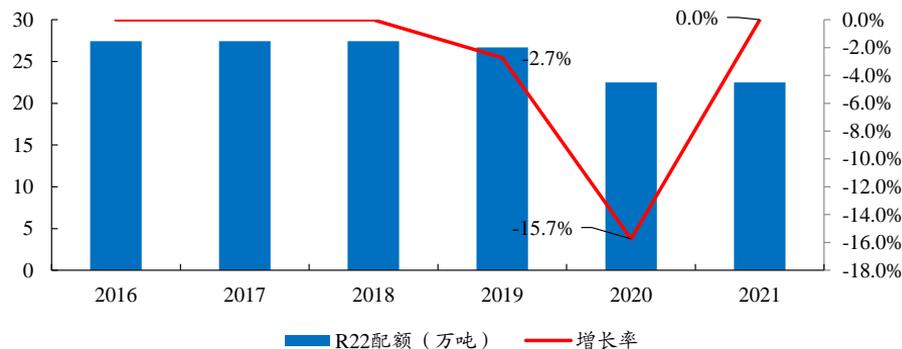
□ **第二代制冷剂：配额逐渐减少，刚需支撑价格上行。**自2021年1月R22价差下降至4,400元/吨后底部企稳，目前R22制冷剂价格在15500元/吨左右，较2021年初上涨约14.9%，较2020年同期上涨约19.7%，价格有所回暖。据我国生态环境部公告，2021年第二代制冷剂R22生产配额为22.48万吨，与2020年相同，相比2019年下降15.7%。我们认为，R22配额减少的速度快于市场刚需的减少，供需缺口或将逐渐增加。另外，随着夏季的到来空调售后市场对R22制冷剂需求将快速上升，这些都将是有力支撑R22价差上行。受益标的：**巨化股份、三美股份、东岳集团。**

图107：R22价差企稳



数据来源：Wind、开源证券研究所

图108：R22配额逐渐减少



数据来源：生态环境部、开源证券研究所

5.3 氟化工：至暗时刻已过，底部反转可期

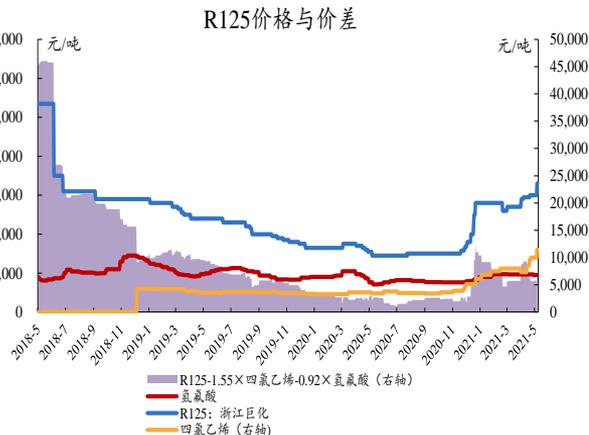
□ **第三代制冷剂：至暗时刻已过，周期反转可期。**受行业周期下行探底、HFCs预期配额争夺、新冠疫情等影响，行业产品市场需求疲弱、竞争加剧，三代制冷剂产品价格大幅下滑。目前R32、R125、R134a制冷剂价差均在历史低位，且下行空间已经十分有限。据百川盈孚数据，目前R32、R125、R134a制冷剂价格分别为12,000、29,000、22,000元/吨，分别较2020年同期+2.7%、+22.5%、+107.5%，价格实现底部企稳。我们认为随第三代制冷剂配额管理措施即将落地、新旧能效的汽车、空调、冰箱加速升级迭代，行业至暗时刻已过，周期反转之机或已临近。**受益标的：巨化股份、三美股份、东岳集团。**

图109: R32价差深度探底



数据来源：Wind、开源证券研究所

图110: R125价差有所回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

图111: R134a价差下降空间很小



数据来源：Wind、开源证券研究所

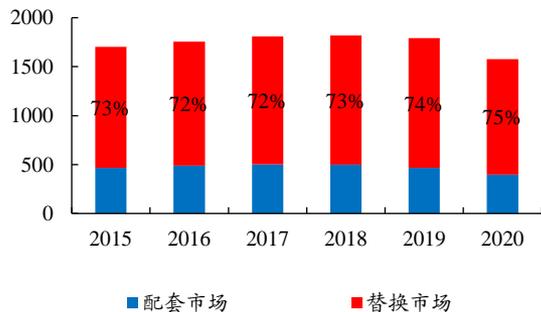
5.4 轮胎行业：轮胎替换市场潜力十足，亚洲或成为全球替换胎需求的主力军

□ **轮胎替换市场潜力十足。**据米其林年报数据，2015-2020年全球轮胎销量分别为17.05/17.58/18.09/18.22/17.93/15.77亿条，其中替换胎销量分别为12.37/12.69/13.09/13.23/13.24/11.78亿条，替换胎销量占比始终保持在七成以上并逐步提高，2020年替换胎销量占比高达75%。

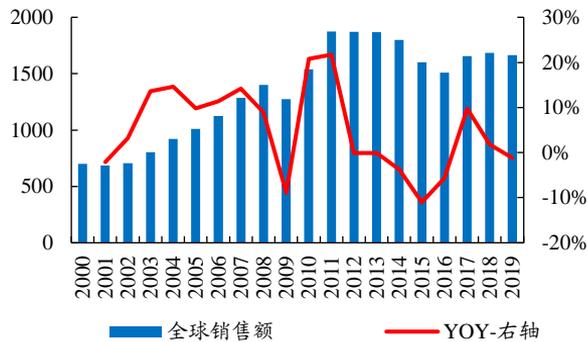
□ **全球轮胎市场需求总体稳健增长。**虽然受全球汽车产销量影响，轮胎配套市场增速放缓，但依靠逐年增长的汽车保有量保驾护航，轮胎替换市场依旧热度不减，因而全球轮胎市场行业总体呈稳健增长状态。根据《轮胎商业》数据，全球轮胎销售额从2000年的699亿美元增长至2019年1,666亿美元，年均复合增速为4.68%。

□ **未来亚洲地区或成为全球替换胎需求的主力军。**根据米其林年报，亚洲已成为全球轮胎销量最高的地区，2020年亚洲地区轮胎销量为5.4亿条，占比为34.27%。2020年，受疫情影响，全球替换胎销量下滑至11.78亿条，同比下降11%，而亚洲地区替换胎销量为3.31亿条，同比下滑-9.39%，低于全球下滑幅度，这主要是因为中国疫情及时得到控制，市场需求复苏较早。因此，我们认为随着亚洲主力国家（如中国）经济发展水平的逐步提高，消费者消费理念的转变将带动汽车保有量增长，未来亚洲地区替换胎市场需求仍将保持增长态势。

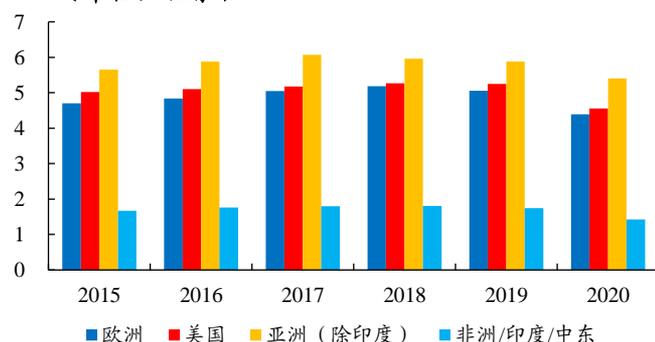
图 112: 2015-2020年替换胎市场占比保持在七成以上 (单位: 亿美元) 图 113: 全球轮胎行业总体稳健增长 (单位: 亿美元) 图 114: 亚洲地区已经成为轮胎销量最高的地区 (单位: 亿条)



数据来源：米其林年报、开源证券研究所



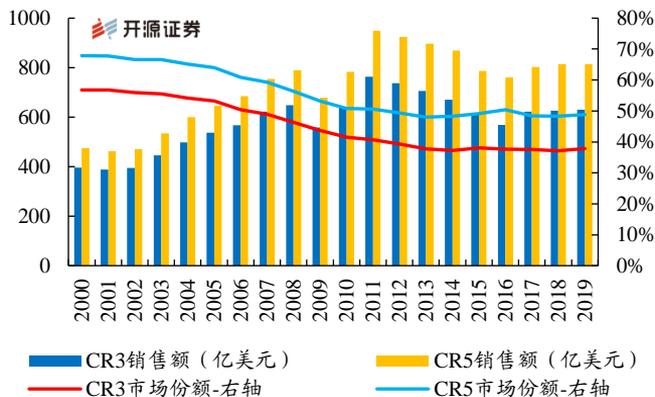
数据来源：《轮胎商业》、开源证券研究所



数据来源：米其林年报、开源证券研究所

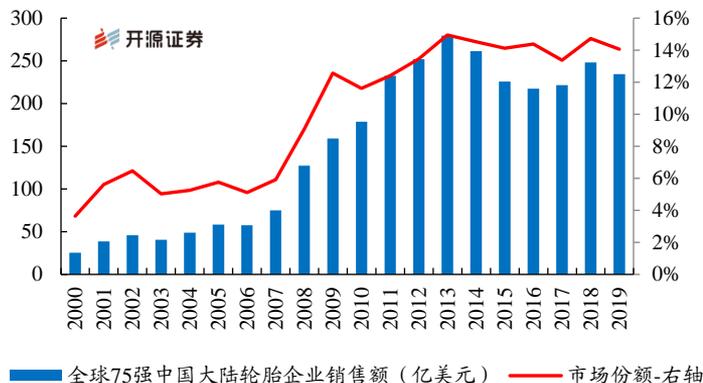
- 全球轮胎行业集中度下降，中国轮胎军团逐渐崛起，竞相角逐万亿赛道。根据轮胎商业（Tire Business）数据，2000年，CR3（普利司通、米其林、固特异）的销售额为396.75亿美元，占全球轮胎销售总额的56.8%。2019年全球轮胎行业销售额为1,666亿美元左右，折合人民币约一万亿市场规模。由于中国轮胎军团的强势崛起，全球轮胎市场集中度有所下降，2019年全球轮胎市场CR3的销售额占比降为37.8%，下降19pcts。
- 据轮胎商业数据，2000年-2019年进入全球75强的中国大陆轮胎企业在全球的销售总额和市场份额总体呈增长趋势。2000年其销售总额仅为25.28亿美元，占比全球的3.63%，2019年进入全球75强的中国大陆轮胎企业的销售总额为234.2亿美元，在全球的市场份额为14.1%，较2000年增长10.47pcts，在这20年间，以赛轮轮胎等为代表的中国轮胎逐步走上国际大舞台，中国轮胎品牌逐步进入全球消费者的视野。

图115：全球CR3、CR5的市场份额总体呈下行趋势



数据来源：轮胎世界网、Tire Business、世界橡胶工业、汽车与配件、开源证券研究所

图116：75强中的中国大陆轮胎企业市场份额波动上升



数据来源：轮胎世界网、Tire Business、世界橡胶工业、汽车与配件、开源证券研究所

- 碳中和倒逼低端产能出清，轮胎大省山东积极响应，行业集中度有望提高。2020年，我国明确提出“2030年碳达峰，2060年碳中和”的目标，轮胎大省山东低端产能出清提速，无序竞争有望改善。根据北极星环保网消息，2021年4月12日，山东省新旧动能转换综合试验区建设领导小组发布《全省落实“三个坚决”行动方案（2021-2022）》，文件指出到2022年，年产120万条以下的全钢子午胎（工程轮胎、航空轮胎、宽断面无内胎除外）、年产500万条以下的半钢子午胎（缺气保用轮胎、赛车胎高端产品、超低断面轮胎除外）企业将全部整合退出，退出产能可以进行减量置换、逾期未完成的直接关停退出。
- 根据文件，山东省轮胎行业本轮涉及到的企业共计18家，其中全钢胎企业8家，共计产能556万条；半钢胎企业10家，共计产能2,561万条。根据卓创资讯，2020年，全国现有全钢胎产能约1.83亿条；半钢胎产能7.03亿条。本轮清退产能分别占全国现有全钢胎产能3.04%/半钢胎产能3.65%。本轮政策明确、时间节点清晰，预计将在2022年完成，有望快速推动行业产能的总体平衡和结构优化。我们看好中国轮胎行业集中度有望在未来两年内继续提高，国内头部企业的市占率或迎来明显提升。受益标的：赛轮轮胎、玲珑轮胎、森麒麟。

表4：本轮清退产能分别占全国现有全钢胎产能3.04%/半钢胎产能3.65%

类型	涉及企业	产能（万条）
全钢胎企业	青岛途乐驰橡胶有限公司	70
	山东君诚橡胶科技有限公司	30
	山东元丰橡胶科技有限公司	100
	潍坊市跃龙橡胶有限公司	107
	山东凯通轮胎制造有限公司	61
	山东银宝轮胎集团有限公司	80
	通伊欧轮胎（诸城）有限公司	48
	山东金斯坦轮胎有限公司	60
	合计	556
半钢胎企业	山东固可力轮胎有限公司	46
	青岛福轮科技有限公司	300
	青岛奥诺轮胎有限公司	120
	山田橡胶科技有限公司	450
	山东吉路尔轮胎有限公司	400
	滕州赛阳橡胶工业有限公司	410
	远新轮胎有限公司	300
	山东红光橡胶科技有限公司	60
	诸城市沪泰橡胶制品有限公司	100
	山东皓丰轮胎工业有限公司	375
	合计	2561

资料来源：山东省新旧动能转换领导小组、开源证券研究所

- 公司作为国内轮胎行业龙头潜心深耕20年，目前国内外产能建设同时发力，产能扩张再提速。随着公司沈阳、潍坊、柬埔寨、越南项目的陆续投产，我们预计2023年公司将拥有约8,260万条设计产能，较2020年约提升69%。我们认为，公司已经开启新一轮产能扩张期，业绩有望实现高速增长。据Tire Business数据，2019年全球轮胎行业销售额约为1666亿美元，约折合人民币一万亿市场规模，未来公司将在潍坊、柬埔寨、越南等地投建新项目，我们预计2020-2023年公司净利润将保持30%左右的年均复合增速，2022-2023年公司利润体量有望实现翻倍。
- 袁仲雪作为掌舵人将带领公司角逐全球市场万亿赛道。2021年3月公司定增获批，董事长袁仲雪在定增完成后成为公司实际控制人，新华联持股比例下降至12.32%，目前袁仲雪拥有表决权的股份总计27.06%，对公司控制权进一步加强，利好公司长远发展，我们看好公司将迎估值修复。
- 公司潜心研制非公路轮胎十余年，产品得到客户广泛认可，已成为卡特彼勒的配套供应商。如今公司已布局青岛、越南共16万吨的设计产能且放量在即，耕耘多年终迎收获期。公司背靠怡维怡橡胶研究院，自主研发的“液体黄金”炼胶技术打破“魔鬼三角”定律，未来将逐步放量并应用于轮胎批量生产。在“双反”初裁中，公司的反补贴税率为6.23%，反倾销税率为0%，大幅低于其他企业税率。我们坚定看好，未来公司在全球竞争中将凭借过硬的研发实力、优异的品牌推广和全球化的销售渠道脱颖而出。

表5：公司产能扩张提速，2022-2023年利润体量有望实现翻倍

产品分类	生产基地	2020年设计产能	2020实际达产产能	在建产能	2021年预计实现产能	2022年预计实现产能	2023年预计实现产能
全钢轮胎 (万条/年)	青岛	260	270		270	320	320
	沈阳	500	200	300	350	500	600
	越南合资ACTR	240	120	120	260	260	260
	越南独资	260	160	100	160	210	260
	潍坊	120		120		120	120
合计		1380	750	640	1040	1410	1560
半钢轮胎 (万条/年)	青岛	1000	1000		1000	1000	1000
	东营	2700	2050	650	2200	2700	3000
	越南独资	1600	1100	500	1300	1400	1600
	柬埔寨	500		500		400	500
	潍坊	600		600		600	600
合计		6400	4150	2250	4500	6100	6700
非公路胎 (万吨/年)	青岛	6	3.7	2.3	4	6	6
	越南	10	3.6	6.4	5	7	10
合计		16	7.3	8.7	9	13	16

数据来源：公司公告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5

化纤、MDI等子行业正处于大周期的起点

6

石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

7

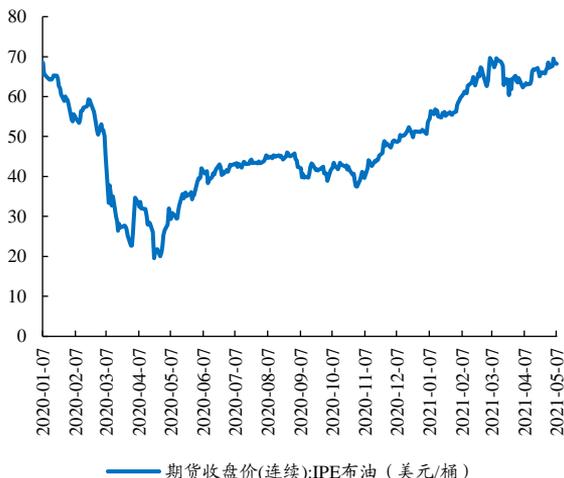
重点推荐公司盈利预测与估值

8

风险提示

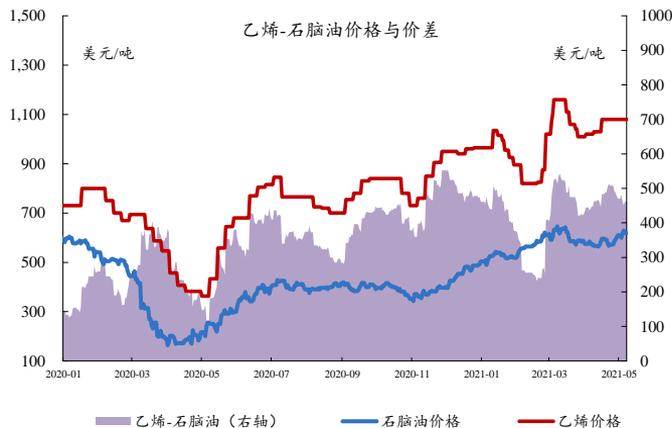
- 2021年至今，原油价格呈现逐步复苏态势，据Wind数据，截至5月7日布伦特原油期货（连续）收盘价为68.27美元/桶，较年初已经大幅上涨约35%。据英为财经数据，截至5月7日，6月WTI原油期货为64.90美元/桶，同样较年初上涨了36%左右。
- 2021年2月，美国本土遭遇强烈寒潮袭击，美国能源重地德州受其影响较大，油气及电力生产均陷入停滞。美国的极端天气引发了全球能化市场“多米诺效应”，2月内国际油价应声大涨，不少能化品种价格波动加剧。这也间接使得国内多种能化品价差扩大，盈利能力进一步增强。
- PX价差在经历了2020年的低迷之后，于2021年迎来转机，PX价差已由2021年初的114美元/吨上升至当前的240美元/吨，PX行业的盈利状况也随之改善。

图117：随新冠疫情态势缓和，国际原油价格逐步复苏



数据来源：Wind、开源证券研究所

图118：3月后乙烯价差基本保持在500美元/吨左右



数据来源：Wind、开源证券研究所

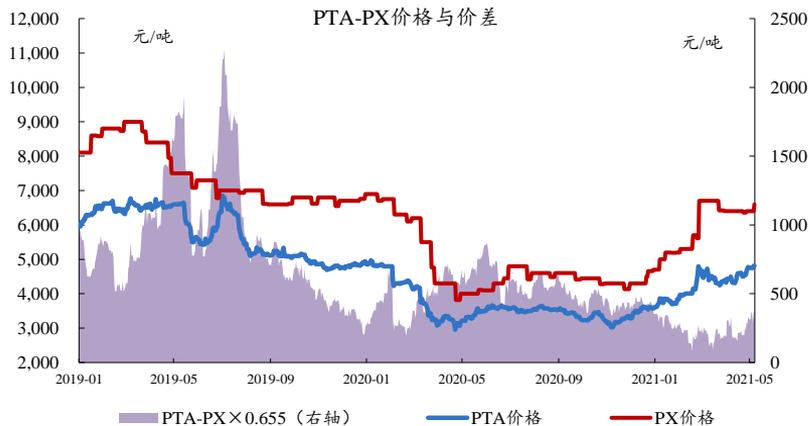
图119：PX价差经历了2020年的低迷后，1月起持续回暖



数据来源：Wind、开源证券研究所

- **PTA供给**：目前行业整体已经呈现供大于求的格局，近期福建百宏+虹港石化，共计有500万吨产能投放，虽然原油价格走强，但是供给端的过剩使得近期价差较为承压，根据百川盈孚、卓创资讯，2021-2022年预计仍有大约1400万吨/年新增产能投放。
- **PTA需求**：据百川盈孚，有95%PTA均用来制造下游聚酯产品，其中涤纶长丝需求量最大（大约占比75%）。涤纶长丝由于卷绕头的产能限制，每年新增产能为250-300万吨，根据新凤鸣的招股书，生产1吨涤纶长丝需要消耗0.855吨的PTA，即涤纶长丝每年对于PTA的需求增量为214-257万吨，加上聚酯瓶片、聚酯薄膜、涤纶短纤等下游需求仍不足以消耗每年1400万吨的PTA增量。
- **PTA价差**：2021年以来PTA价差较为承压。原油价格带动PX价格同步上行，但是由于PTA处于供应过剩格局下，价格上涨幅度小于PX，导致价差缩窄，截至5月7日PTA价差约为370元/吨。在当前价差下，老旧落后的PTA装置面临亏损压力。而龙头企业，如恒力石化、荣盛石化、新凤鸣等或凭借后发优势、规模优势和产业链优势，在本轮行业洗牌中穿越周期、脱颖而出。

图120：2021年至今PTA价差较为承压



数据来源：Wind、开源证券研究所

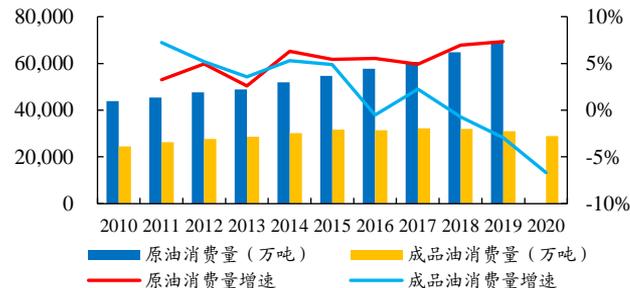
表6：未来每年或仍将有1,400万吨PTA投产

公司名称	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
独山能源	250	新凤鸣二期	已投产
中泰化学	120	中泰集团	已投产
2020年小计	870		
逸盛新材料	300	恒逸石化、荣盛石化	预计2021年三季度
福建百宏	250	百宏石化	2021年1-2月投产
澄星实业+中石化	220	江阴澄星实业集团、中石化	预计2021年或2022年
逸盛新材料	300	恒逸石化、荣盛石化	2021年底
虹港石化	240	盛虹石化	2021年3月投产
2021年小计	1310		
恒力石化	500	恒力石化	已开工建设，2022年
桐昆股份（洋口港）	500	桐昆股份	已开工建设，预计2022年
逸盛海南二期	220	恒逸石化、荣盛石化	已签约，预计2022年或以后
东营威联化学	250	东营威联石化	建设中，预计2022年三季度
2022年小计	1470		
独山能源	500	新凤鸣	2023年及以后
三房巷	320	三房巷	已公告，目前还未开工
仪征化纤	300	中国石化	4月17日开工仪式，2023H1投产
远东石化（扬州）	200	Far Eastern Polytex和仪征化纤合资	2021年1月已环评公示，建设期30个月，预计2023年以后
蓝山屯河	120	蓝山屯河	待定
宁波台化	300	台化	待定
佳龙二期	200	佳龙集团	待定
宁夏宝塔	120	宝塔石化集团	待定
2022年后小计	2060		

数据来源：百川盈孚、卓创资讯、开源证券研究所

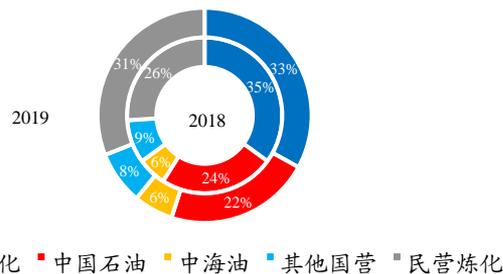
- 在“碳中和、碳达峰”的大背景下，油品为主的落后炼厂或将逐步淘汰，“少油多化”的民营优质炼厂步入上升通道。随着国内成品油需求承压，传统的油品型炼厂或将逐步退出，“小油头大化工”的民营炼厂或将迎来发展机遇。据Wind数据，2010-2020年，国内成品油的表观消费量从2.5亿吨提升至2.9亿吨，年均复合增速为1.67%；2018年-2020年，成品油消费量均呈负增长态势，其中2020年受新冠疫情影响成品油消费量增速为-6.7%。未来国内新能源车市场占有率的提升，国内成品油需求或将承压。而2010-2019年国内原油的表观消费量从4.4亿吨提升至近7亿吨，年均复合增速为5.24%，且自2015年以来，原油消费量的增速也在不断提升。随着国内以油品为主的落后老旧炼油产能逐步出清，占比出现下滑，且英国石油公司、荷兰壳牌公司、埃克森美孚等国外石油巨头已宣布关停全球范围内多家落后炼厂，预示着传统的油品型炼厂或将逐步退出历史舞台，而以生产化工品为主的“小油头大化工”民营大炼化企业或将由此迎来良好的发展机遇。
- 我国民营大炼化的龙头企业恒力石化、荣盛石化将在此轮供给侧改革中迎来发展机遇。根据恒力石化年报，2020全年，公司化工品、PTA、成品油、聚酯的毛利占比分别为67.39%、11.62%、10.02%、10.13%，少油多化的产品结构符合未来炼厂发展趋势，这也将使得公司在全球炼厂竞争中保持较强的竞争力，且公司计划进一步向高端化工品和下游新材料领域扩张布局。在此轮供给侧改革中，少油多化的民营大炼化龙头企业有望进一步增强化工品的研发实力，稳固行业龙头地位，向平台型化工巨头迈进。**受益标的：恒力石化、荣盛石化。**

图121：自2018年以来成品油消费量呈下降趋势



数据来源：Wind、开源证券研究所

图122：2019年民营炼化企业炼油产能占比进一步提升



■ 中国石化 ■ 中国石油 ■ 中海油 ■ 其他国营 ■ 民营炼化

数据来源：Wind、2020中国能源化工发展报告、开源证券研究所

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5

化纤等子行业正处于大周期的起点

6

石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

7

重点推荐公司盈利预测与估值

8

风险提示

7 重点推荐公司盈利预测与估值

表7: 重点推荐公司盈利预测与估值

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元)				EPS			PE		
			2021-5-10	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E			
600309.SH	万华化学	买入	103.66	6.11	7.24	8.07	17.51	14.77	13.24			
603505.SH	金石资源	买入	26.53	1.29	1.67	1.91	20.52	15.85	13.93			
603225.SH	新凤鸣	买入	18.10	1.62	1.97	2.26	11.15	9.18	7.99			
600409.SH	三友化工	买入	12.95	1.47	1.48	1.61	8.82	8.78	8.02			
002734.SZ	利民股份	买入	12.63	1.18	1.65	1.81	10.66	7.63	6.98			
600346.SH	恒力石化	买入	29.15	2.18	2.33	2.62	13.39	12.53	11.14			
600486.SH	扬农化工	买入	107.00	5.11	5.62	6.99	20.95	19.05	15.31			
002001.SZ	新和成	买入	38.61	1.97	2.33	2.57	19.58	16.58	15.04			
002064.SZ	华峰化学	买入	13.32	0.92	1.00	1.05	14.42	13.30	12.70			
002206.SZ	海利得	买入	5.61	0.37	0.50	0.53	15.10	11.14	10.66			
600160.SH	巨化股份	买入	9.32	0.31	0.45	0.68	30.06	20.56	13.62			
600426.SH	华鲁恒升	买入	41.05	2.70	2.54	2.63	15.20	16.18	15.59			
603379.SH	三美股份	买入	16.08	0.83	1.37	1.81	19.29	11.76	8.91			

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 和邦生物、山东海化、滨化股份、鲁西化工、荣盛石化、江山股份、新安股份、兴发集团、森麒麟、玲珑轮胎的盈利预测均来自Wind一致预期

7 重点推荐公司盈利预测与估值

表7: 重点推荐公司盈利预测与估值 (续)

公司代码	公司名称	评级	收盘价 (元)		EPS			PE		
			2021-5-10	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	
002539.SZ	云图控股	买入	10.07	0.76	0.97	1.03	13.28	10.43	9.80	
600746.SH	江苏索普	买入	14.87	1.72	1.12	1.14	8.64	13.32	13.07	
601058.SH	赛轮轮胎	买入	9.24	0.68	0.90	1.04	13.55	10.21	8.88	
603077.SH	和邦生物	未评级	1.91	0.12	0.17	-	15.38	11.21	-	
000822.SZ	山东海化	未评级	7.10	0.68	0.90	1.12	10.50	7.90	6.36	
601678.SH	滨化股份	未评级	6.72	0.68	0.92	1.11	9.89	7.28	6.03	
000830.SZ	鲁西化工	未评级	16.87	1.35	1.61	1.98	12.46	10.48	8.52	
002493.SZ	荣盛石化	未评级	28.46	1.71	2.32	2.61	16.60	12.26	10.92	
600389.SH	江山股份	未评级	30.08	1.68	2.04	2.45	17.87	14.75	12.30	
600596.SH	新安股份	未评级	14.28	1.22	1.36	1.45	11.68	10.46	9.88	
600141.SH	兴发集团	未评级	15.68	1.11	1.31	1.56	14.15	11.96	10.04	
002984.SZ	森麒麟	未评级	31.24	1.98	2.73	3.45	15.80	11.43	9.05	
601966.SH	玲珑轮胎	未评级	51.41	1.91	2.31	2.75	26.86	22.28	18.69	

数据来源: Wind、开源证券研究所

注: 和邦生物、山东海化、滨化股份、鲁西化工、荣盛石化、江山股份、新安股份、兴发集团、森麒麟、玲珑轮胎的盈利预测均来自Wind一致预期

目录

CONTENTS

1 化工行业景气度逐季改善

2 疫苗普及将带来需求的边际逐渐改善

3 碳中和下国内产能扩张或更加节制，海外生产复苏或低于预期

4 以史为鉴：虽有波折，化工行业上行周期通常为两年

5

化纤、MDI等子行业正处于大周期的起点

6

石化：碳中和背景下落后产能或将逐步淘汰

7

重点推荐公司盈利预测与估值

8

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

分析师声明

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的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

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。

股票投资评级说明

	评级	说明	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。
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。	

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，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：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

邮箱：research@kysec.cn

北京：北京市西城区西直门外大街18号金贸大厦C2座16层

邮箱：research@kysec.cn

深圳：深圳市福田区金田路2030号卓越世纪中心1号楼45层

邮箱：research@kysec.cn

西安：西安市高新区锦业路1号都市之门B座5层

邮箱：research@kysec.cn

THANKS

感 谢 聆 听



开源证券