

化工产能周期开启，库存周期进入加时赛

——行业深度报告

✍️ : 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7月我们鲜明地提出“化工股未来1年会有3波行情”，且逐步得到验证。当下时点，我们认为化工产能周期的开始吹响了库存周期的加时赛，化工资本开支的重启将会扭转市场对库存周期的悲观预期，化工开启第3次进攻！化工股有望迎来业绩与估值的双重修复！

投资要点

□ 产能周期的开始吹响了库存周期的加时赛

我们坚定看好化工资本开支重启对供给侧的积极影响，并于今年3月率先提出“中国化工正站在全球竞争优势提升的新起点上”（详见报告《从中国供给侧改革到全球供给侧改革》）。

我们认为，化工资本开支的重启将会扭转市场对库存周期的悲观预期，化工股有望迎来业绩与估值的双重修复。当前化工品景气度环比继续修复，预计化工品直到2021年年底都会维持较好景气度，化工股第三波行情不会缺席。

□ 逻辑之一：化工行业过去10年处在低有效资本开支期

化工行业过去10年处在低有效资本开支期，疫情加速了行业部分产能出清，特别是化工龙头的资产负债表有望持续修复。

剔除少部分领域龙头公司后发现，化工行业过去10年资本开支依然处于低位区间。“十四五”开局之年新的产能周期将重构化工行业供需格局，在安全环保政策、化工园区限制及碳中和等背景下，供需格局改善将好于市场预期。

□ 逻辑之二：低资本开支下多数子行业供需格局长期偏紧

过去十年，31个化工子行业资本开支差异明显。回顾过去10年中31个细分行业的各资本开支复合增长情况，大部分行业保持正增长，中位数CAGR为14.19%，资本开支增速最高为53.98%，资本开支增速最低为-11.73%。

多数子行业产能增速低于表观消费量增速，供需格局长期偏紧。近10年来化工子行业产品的产能增速与表观消费量增速，呈现长期不匹配的趋势。

□ 逻辑之三：化工品产能周期作用下全球补库尚未结束

海外库存尚未恢复至疫情前期水平，补库动力依旧强烈。以美国为例，美国库存水平依旧不高，补库依然持续。结合当前我国出口增速有所放缓但总量依旧很高，预计海外补库行情有望延续。

海外需求拉动国内出口维持高速增长。我们观察到4月出口同比增速升至32.3%，两年复合增速明显回升，超市场预期。加上全球化工品需求旺盛，新增PMI订单高速增长。

短期来看，产能周期的开始将库存周期拉入了加时赛，全球补库尚未结束。

□ 建议关注“海外需求”、“油价修复”两大主线

我们观点鲜明地看好2021年的化工景气大年，重点推荐两大投资主线：

相关报告

- 1《全国碳市场上线交易在即，草甘膦、炭黑价格上涨》2021.05.29
- 2《万华搭建生物降解塑料产业联盟，聚合MDI价差扩大》2021.05.24
- 3《万华MDI技改环评公示，甲醇、二氯甲烷涨幅居前》2021.05.14
- 4《“新”中化公司宣告成立，节后化工品价格大幅上涨》2021.05.11
- 5《原油价格大幅上涨，钛白粉、顺酐价格继续上扬》2021.05.05

报告撰写人：陈煜

联系人：陈煜，王强峰

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

积极拥抱化工相关重点标的：

万华化学：化工龙头，化工中的“茅台”

鲁西化工：煤化工龙头，向新材料龙头迈进

中欣氟材：国内领先氟精细化工企业，新材料进入落地期

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

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

□ **风险提示：**新冠病毒变异及扩散风险；油价大幅下跌风险；贸易摩擦加剧风险。

正文目录

1. 产能周期的开始吹响了库存周期的加时赛.....	4
1.1. 逻辑之一：化工行业过去 10 年处在低有效资本开支期.....	4
1.2. 逻辑之二：低资本开支下多数子行业供需格局长期偏紧.....	6
1.3. 逻辑之三：化工品产能周期作用下全球补库尚未结束.....	7
2. 关注“海外需求”与“油价修复”两大主线.....	8
3. 风险提示.....	9

图表目录

图 1：过去十年中国化工企业有效资本开支水平较低.....	4
图 2：过去十年中国化工企业(剔除大炼化后)资本开支情况.....	5
图 3：资产迭代速率情况：新增（固定资产+无形资产）/当年折旧摊销.....	5
图 4：化工行业产能增速和 GDP 增速背离.....	6
图 5：过去十年 31 个化工子行业新增资本开支复合增速.....	6
图 6：过去十年 22 个化学品产能增速与表观消费量增速 CAGR.....	7
图 7：全球补库共振对出口的拉动.....	7
图 8：国内主要化工品出口量持续增长.....	8
图 9：美国 PMI 新订单突破 65%.....	8
表 1：重点化工标的估值.....	9

1. 产能周期的开始吹响了库存周期的加时赛

我们认为化工产能周期的开始吹响了库存周期的加时赛，化工资本开支的重启将会扭转市场对库存周期的悲观预期，化工股有望迎来业绩与估值的双重修复。

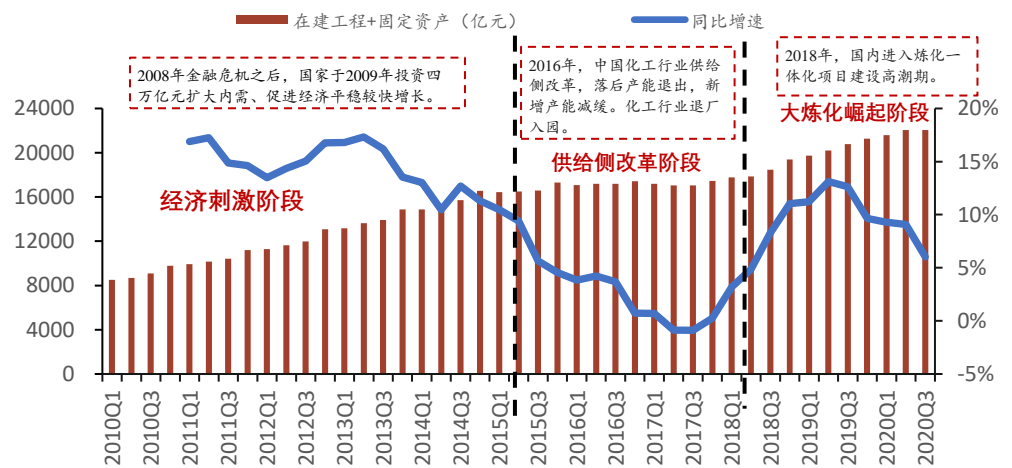
我们坚定看好化工资本开支重启对供给侧的积极影响，并于今年3月率先提出“中国化工正站在全球竞争优势提升的新起点上”（详见报告《从中国供给侧改革到全球供给侧改革》）。2020年疫情考验下中国化工产业链一体化能力进一步得到验证并增强，2021年中国化工已经处于“全球供给侧改革”后的新阶段。当前化工品处于景气度环比继续修复的阶段，预计化工品直到2021年年底，都会维持较好景气度，化工股第三波行情不会缺席。

因此我们看好低资本开支下产能周期的开始带动库存周期延长，并继续重申看好化工的三大逻辑：

1.1. 逻辑之一：化工行业过去10年处在低有效资本开支期

长期来看化工行业过去10年处在低有效资本开支期，疫情加速了行业部分产能出清，特别是化工龙头的资产负债表有望持续修复。

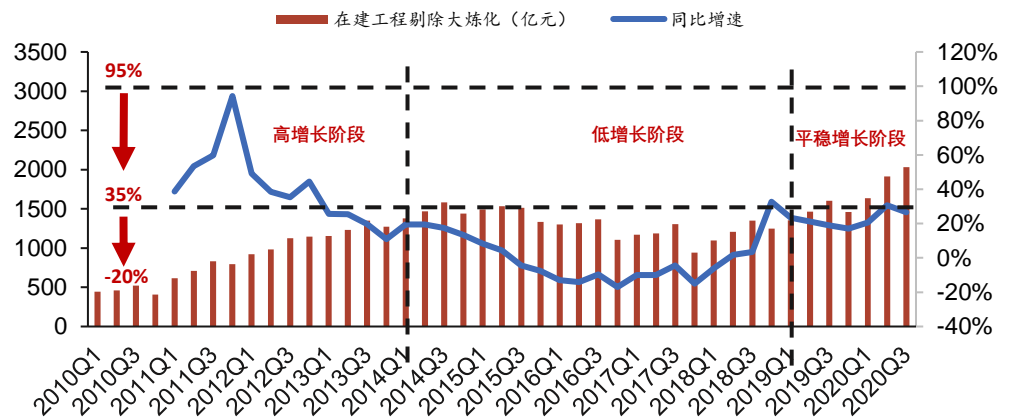
图 1：过去十年中国化工企业有效资本开支水平较低



资料来源：Wind，浙商证券研究所

剔除大炼化的资本开支后发现，化工行业过去10年化工资本开支依然处于低位区间。“十四五”开局之年新的产能周期将重构化工行业供需格局，在安全环保政策、化工园区限制及碳中和等背景下，供需格局改善将好于市场预期。

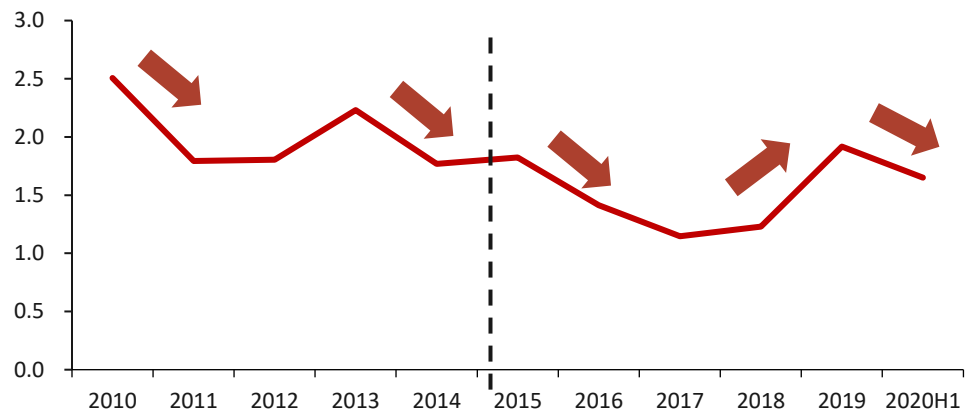
图 2：过去十年中国化工企业(剔除大炼化后)资本开支情况



资料来源：Wind，浙商证券研究所

整体化工行业的资本开支呈现逐步下降趋势。自 2014 年起，新增的固定资产和无形资产与当年折旧摊销的比值减小且均低于 2 倍。

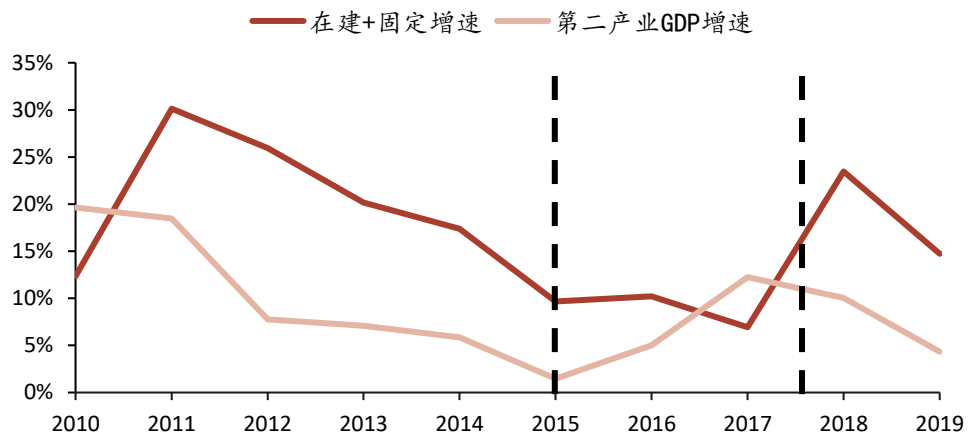
图 3：资产迭代速率情况：新增（固定资产+无形资产）/当年折旧摊销



资料来源：Wind，浙商证券研究所

化工行业产能增速与 GDP 增速存在背离。我们通过对化工企业的在建工程和固定资产的变动情况来间接观察整体产能规模变动情况，发现自 2011 年至 2014 年中，整体产能同比增速较第二产业 GDP 增速高 10%以上，而后增速差收窄。

图 4：化工行业产能增速和 GDP 增速背离

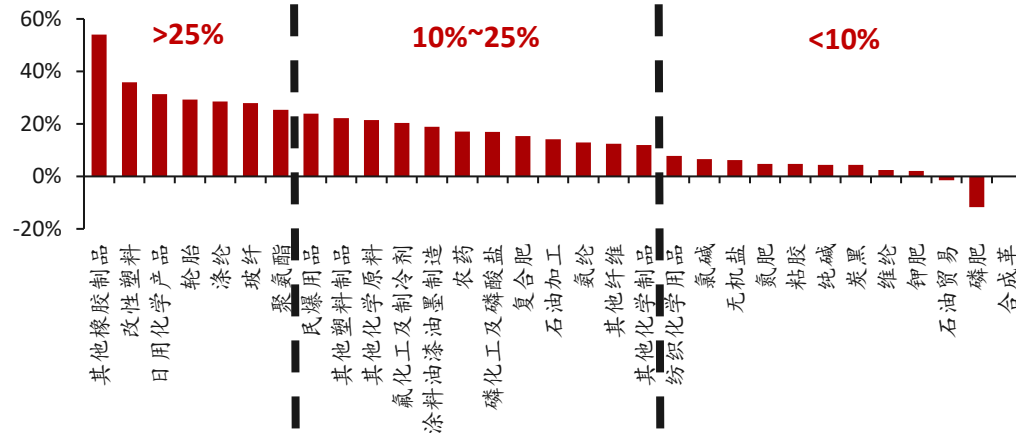


资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.2. 逻辑之二：低资本开支下多数子行业供需格局长期偏紧

过去十年，31 个化工子行业资本开支差异明显。回顾过去 10 年中 31 个细分行业的各资本开支复合增长情况，大部分行业保持正增长，中位数 CAGR 为 14.19% (石油加工)，资本开支增速最高为 53.98% (其他橡胶制品)，资本开支增速最低为 -11.73% (磷肥)。

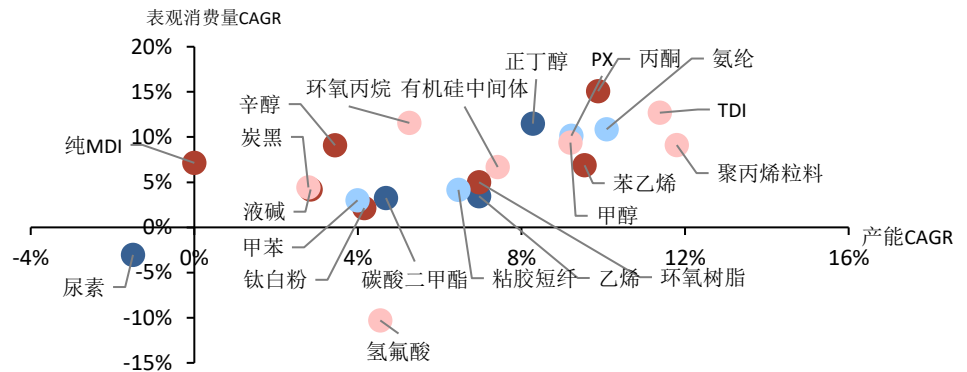
图 5：过去十年 31 个化工子行业新增资本开支复合增速



资料来源：Wind，浙商证券研究所

供需格局长期偏紧，多数子行业产能增速低于表观消费量增速。近 10 年来化工子行业产品的产能增速与表观消费量增速，呈现长期不匹配的趋势。按下游应用的不同，将 22 个细分行业化学品分为“衣、食、住、行”四类，消费 CAGR>产能 CAGR 的比例分别为 4/7、4/7、1/2、1/4。

图 6：过去十年 22 个化学品产能增速与表观消费量增速 CAGR



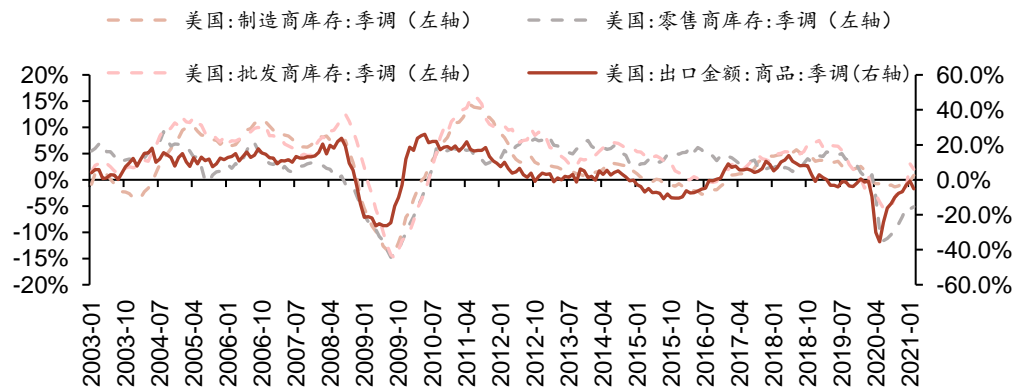
注：不同颜色代表不同下游应用的化工品

资料来源：Wind，浙商证券研究所

1.3. 逻辑之三：化工品产能周期作用下全球补库尚未结束

海外库存尚未恢复至疫情前期水平，补库动力依旧强烈。以美国为例，美国库存水平依旧不高，补库依然持续。结合当前我国出口增速有所放缓但总量依旧很高，预计海外补库行情有望延续。

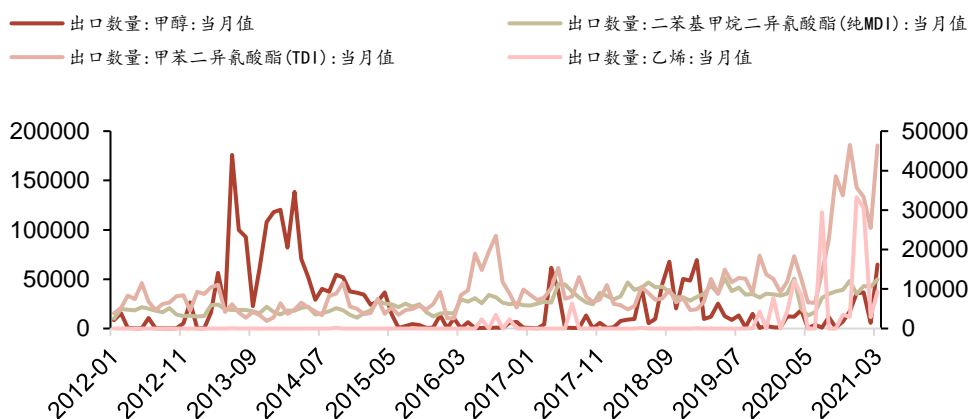
图 7：全球补库共振对出口的拉动



资料来源：Wind，浙商证券研究所

海外需求拉动国内出口维持高速增长。我们观察到 4 月出口同比增速升至 32.3%，两年复合增速明显回升，超市场预期。预计今年疫情反复对供需的扰动依然存在，尤其是印度爆发的大规模二次疫情，对海外供给快速修复形成制约，我国暂时性替代效应将延迟减弱，出口大概率在今年维系较好景气度。

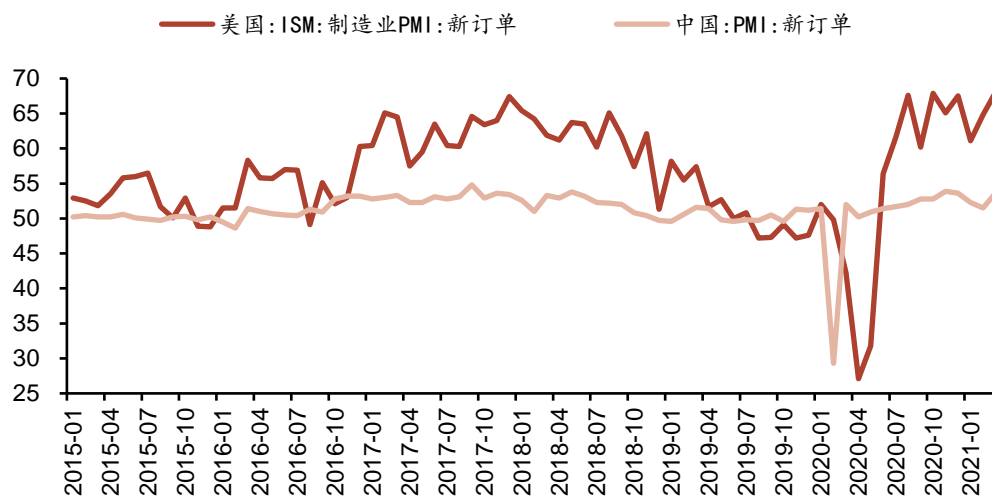
图 8：国内主要化工品出口量持续增长



资料来源：Wind，浙商证券研究所

全球化工品需求旺盛，新增 PMI 订单高速增长。疫情过后海外需求回暖，全球 PMI 新订单维持高位，其中美国 4 月 ISM 制造业 PMI 达到 60.70，已基本恢复到疫情前的较好水平，中国的 PMI 新订单也已突破疫情前期水平。

图 9：美国 PMI 新订单突破 65%



资料来源：Wind，浙商证券研究所

2. 关注“海外需求”与“油价修复”两大主线

我们观点鲜明地看好 2021 年的化工景气大年，并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

积极拥抱化工相关重点标的：

万华化学：化工龙头，化工中的“茅台”
 鲁西化工：煤化工龙头，向新材料龙头迈进
 中欣氟材：国内领先氟精细化工企业，新材料进入落地期
 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
 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

表 1：重点化工标的估值

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
		2021/6/1	2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E	2021/6/1
600309.SH	万华化学	3,668.8	100.4	191.2	211.9	28.5	19.2	17.3	7.2
000830.SZ	鲁西化工	341.1	8.2	25.8	31.2	22.7	13.2	11.1	2.4
002915.SZ	中欣氟材	41.7	1.2	1.4	2.1	27.9	29.2	19.6	3.9
600426.SH	华鲁恒升	652.6	18.0	41.4	45.3	33.7	15.8	14.4	3.9
600486.SH	扬农化工	357.8	12.1	15.4	18.5	33.8	23.2	19.4	5.6
002064.SZ	华峰化学	617.2	22.8	42.2	47.6	20.5	14.6	13.0	4.7
002601.SZ	龙蟒佰利	781.2	22.9	40.0	48.0	27.3	19.5	16.3	5.0
002258.SZ	利尔化学	126.6	6.1	7.7	8.8	17.9	16.5	14.4	3.2
002643.SZ	万润股份	152.4	5.0	6.9	8.6	39.2	22.2	17.7	2.9
300285.SZ	国瓷材料	518.6	5.7	7.7	9.6	78.9	67.2	53.9	10.2
600352.SH	浙江龙盛	468.2	41.8	47.6	54.0	10.6	9.8	8.7	1.6
600409.SH	三友化工	227.1	7.2	27.1	29.7	29.5	8.4	7.6	1.9
002597.SZ	金禾实业	199.4	7.2	10.0	12.3	25.3	19.9	16.3	4.2
002221.SZ	东华能源	190.3	12.1	17.5	21.0	13.8	10.9	9.1	1.8
600596.SH	新安股份	132.1	5.8	10.0	11.2	15.2	13.2	11.8	1.9

资料来源：Wind，浙商证券研究所

注：公司盈利预测数据来自 Wind 一致预期。

3. 风险提示

新冠病毒变异及扩散风险；油价大幅下跌风险；贸易摩擦加剧风险。

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>