

鉴彼时以观今日，化工行业疫情影响解析

2020年02月18日

【投资要点】

- ◆ 非典期间化工行业疫情影响复盘:**2003年非典疫情对企业经营和业绩的影响集中在2季度，期间股票市场明显下挫，并伴随新增确诊病例数量变化有所反复。2003年化工行业整体处于景气上行周期，化工品价格持续走高。2季度化工品价格指数增速环比回落，仍保持正向增长。化工行业业绩环比下行，但3季度起即明显修复。非典对行业供给的影响主要体现在物流受限，物流受阻贯穿了3-6月整个非典爆发期。总需求方面，对出口影响并不显著，投资在4/5月份小幅下挫后快速回升，对消费端的影响相对较长。
- ◆ 新冠疫情对化工行业影响判断:**本次疫情对经济的影响预计集中在2020年一季度，考虑到本次疫情影响更为迅速，我们乐观认为3月份起物流运输将逐步恢复，2月中旬起化企开工率逐步修复。预计多数企业原料库存可满足2月份复工需求，短期物流受限预计不会显著影响客户订单需求。需求方面，预计当前较为疲弱的需求端压力更甚，影响预计集中体现在2-3月，预计将延缓行业复苏，短期内主流化工品价格持续承压。但当前主流化工品价格已下跌至历史低位水平，预计继续下跌调整的空间及时间均有限。
- ◆ 重点子行业疫情影响分析:**
- ◆ 防疫用品:**口罩需求增加推动高熔指纤维聚丙烯、熔喷无纺布用量激增。建议关注:道恩股份,具备4万吨/年熔喷料产能。长期看好:再升科技,具备4条熔喷生产线,对应800万片N95口罩日产能(按照熔喷层单层用量计算)。
- ◆ 磷化工:**湖北地区磷化工产业发达。2019年湖北省磷矿石产量占比38.45%;磷酸一铵产能占比35.80%;磷酸二铵产能占比23.28%。疫情对湖北地区磷化工产业开工将有短暂影响,下游需求相对刚性,磷肥产品短期供给偏紧,价格支撑较强。建议关注:云天化,国内磷肥产业巨头,现有磷酸一铵产能120万吨(占比4%),磷酸二铵产能540万吨(占比25%),预计将受益磷肥行业景气度提升。
- ◆ 农药:**疫情导致的物流运输尚未恢复,江苏、浙江、山东、安徽等多个农药大省跨省运输仍是较大问题,短期内部分农药品类供给恐将偏紧。我国是全球第一大农药原药生产国,农药原药需求以出口为主,叠加春耕需求旺季,需求端相对刚性。非洲蝗虫、草地贪夜蛾虫害仍存潜在威胁,预计将带动农药潜在需求提升。谨慎看好:扬农化工,国内菊酯类杀虫剂、除草剂麦草畏龙头企业,如东三期项目建设加速推进。利尔化学,国内草铵膦龙头企业,广安基地草铵膦新工艺产线投产在即。

中性 (维持)

东方财富证券研究所

证券分析师:何玮

证书编号:S1160517110001

联系人:孙翠华

电话:021-23586338

相对指数表现



相关研究

《疫情对化工行业影响有限,推荐再升科技、万润股份》

2020.02.05

《国产替代加速,头部企业产品持续高端化》

2020.01.03

《蜂窝陶瓷市场打开在即,逐步进入业绩兑现期》

2019.12.16

《点点星光已现,适当左侧布局》

2019.12.10

《化工行业19Q3业绩回顾:景气度持续低迷,轮胎、涤纶、偏下游子行业盈利增长稳定》

2019.11.05

- ◆ **维生素：**我国是维生素生产大国，VA 出口比例约 1/2，VE 出口比例约 2/3，VA、VE 本身处于供需格局好转阶段，国内疫情发生后，VA、VE 厂家复产受到部分影响，短期内供给不足预计将推动 VA、VE 价格上涨。建议关注：新和成，现有 VA 产能 10000 吨/年，VE 产能 40000 吨/年。浙江医药，现有 VA 产能 5000 吨/年，VE 产能 40000 吨/年。有望受益维生素 A、E 行业景气回升，价格上涨。
- ◆ **其他：**MDI、氯碱、有机硅、钛白粉、煤化工等产品短期内库存累计在所难免，价格仍存在一定压力，预计维持底部震荡态势。细分领域龙头企业业绩依然有较强韧性，万华化学，华鲁恒升，万润股份、奥福环保等在各自细分领域均具有较强的核心竞争力。

【风险提示】

- ◆ 疫情反复超预期；
- ◆ 下游需求大幅下滑；
- ◆ 产品价格大幅下跌；
- ◆ 原油价格剧烈波动。

正文目录

1. 新冠疫情影响预计集中在 2020 年 Q1	5
2. 市场表现复盘：化工行业市场同步性较强，预计疫情影响持续减弱	6
3. 盈利复盘及展望：疫情预计将拉长行业探底周期	7
3.1 非典疫情对化工企业盈利影响短暂	7
3.2 本次疫情预计将拉长行业探底周期	10
4. 疫情对行业供需关系的影响复盘及判断	10
4.1 供给：物流及开工影响短暂	11
4.1.1. 物流恢复	11
4.1.2. 复工情况	12
4.2 需求：需求持续疲弱预计将延缓行业景气回升	12
4.3 疫情或将导致短期化工品价格持续承压	14
5. 疫情对细分行业影响分析	15
5.1 防疫用品：高熔指纤维聚丙烯、熔喷无纺布需求激增	15
5.2 磷化工：湖北磷肥产业复工受限，短期供应偏紧	16
5.3 农药：短期供给偏紧，蝗虫灾害预计带动潜在需求增长	17
5.4 维生素：供需格局持续改善，短期价格看涨	18
5.5 石化：原油价格大幅回调，石化企业预计盈利受损	20
5.6 电子化学品：武汉电子产业开工受限，短期影响材料需求	20
5.7 其他：需求偏弱运行，短期预计累库	21
6. 投资建议	21
7. 风险提示	22

图表目录

图表 1：非典期间全球、中国大陆、香港 SARS 确诊病例日增长量统计（人）	5
图表 2：新冠肺炎疫情新增确诊及疑似病例变化	6
图表 3：非典期间上证指数、化工行业指数表现	6
图表 4：非典期间上证指数、化工行业指数收益率	6
图表 5：新冠疫情期间上证、化工行业指数表现	7
图表 6：新冠疫情期间上证、化工行业指数收益率	7
图表 7：非典疫情期间总 GDP 及一二三产业 GDP 变化	8
图表 8：2003 年 3-5 月工业增加值同比增速连续下降	8
图表 9：非典期间化工行业收入及利润增速小幅下行	9
图表 10：非典期间化工行业上市公司单季收入及利润环比短暂下行	9
图表 11：非典期间万华化学、恒力石化、华鲁恒升、扬农化工单季利润（百万元）	10
图表 12：非典期间化工行业收入及利润增速小幅下行	10
图表 13：工业产成品、化学原料及化学制品库存变化（%）	11
图表 14：非典期间货运量变化（%）	11
图表 15：春节过后整车物流恢复情况	12

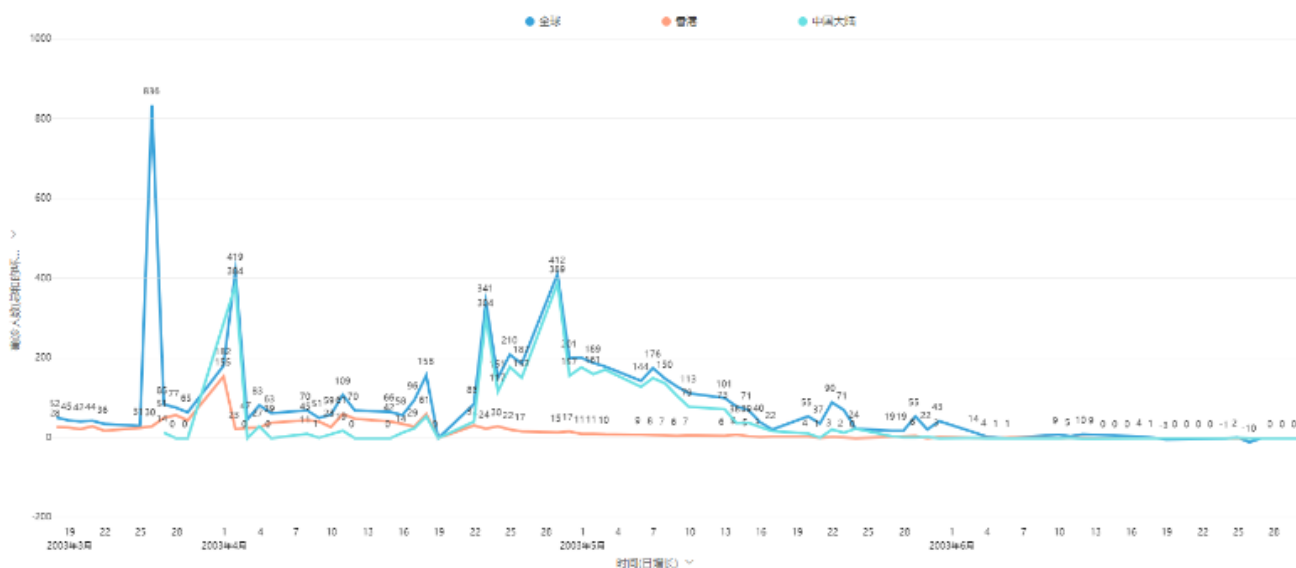
图表 16: 春节过后零担物流恢复情况.....	12
图表 17: 社零消费总额累计同比增速 (%)	13
图表 18: 固定资产/房地产开发投资同比增速 (%)	13
图表 19: 进/出口金额当月同比增速 (%)	13
图表 20: 房地产新开工面积当月同比增速 (%)	14
图表 21: 房地产竣工面积当月同比增速 (%)	14
图表 22: 汽车产量当月同比增速 (%)	14
图表 23: 全国布产量及累计同比增速.....	14
图表 24: 主要家电品类产量累计同比增速 (%)	14
图表 25: PPI 及化工品 PPI 指数变化.....	15
图表 26: 普通医用口罩生产流程.....	15
图表 27: 磷化工主要产品产业链示意图.....	16
图表 28: 国内黄磷产能分布 (万吨)	16
图表 29: 国内磷酸产能分布 (万吨)	16
图表 30: 国内磷酸一铵产能分布 (万吨)	17
图表 31: 国内磷酸二铵产能分布 (万吨)	17
图表 32: 国内磷矿石、黄磷价格走势 (元/吨)	17
图表 33: 国内磷酸一铵、二铵价格走势 (元/吨)	17
图表 34: 2018 年我国各省份化学农药原药产量统计 (万吨)	18
图表 35: 18 年 VA (50 万 IU) 全球主要企业产量 (吨)	19
图表 36: 18 年 VE (油) 全球主要企业产量 (吨)	19
图表 37: 国内 VA 价格走势 (元/kg)	19
图表 38: 国内 VE 价格走势 (元/kg)	19
图表 39: 国际原油价格 1 月份快速下挫.....	20
图表 40: 武汉地区晶圆厂及面板厂现有及在建产线统计.....	20
图表 41: 重点关注公司盈利预测及估值情况.....	22

1. 新冠疫情影响预计集中在 2020 年 Q1

2002 年 12 月 5 日，世界首例非典病人于中国广东省被发现，2003 年 3 月 15 日，世界卫生组织（WHO）正式将该传染性疾命名为 SARS，病程持续近 8 个月。据 WHO 数据，确诊人数超过 8000 人，疫情导致近 800 人死亡，全球病死率接近 10%。

确诊病例日增长量可一定程度反映疫情扩散的速度及传播趋势，大陆地区首次确诊病例增长高峰出现在 3 月底，在 4 月中旬、下旬先后出现 3 次增长高峰。进入 5 月份，新增病例数逐渐走低，直至 6 月中旬确诊病例开始逐步停止增长。根据非典疫情发酵的程度和路径判断，我们认为非典疫情对经济运行的影响主要集中在 2003 年 2 季度。

图表 1：非典期间全球、中国大陆、香港 SARS 确诊病例日增长量统计（人）



资料来源：Data Focus, WHO, 东方财富证券研究所（3月25日的峰值数据是由于第一次加入大陆确诊病例数据导致）

本次新冠肺炎疫情首例患者于 2019 年 12 月 1 日发现，并于 2020 年 1 月 9 日确诊。截至 2 月 11 日，全国已累计确诊 44147 例，尚有疑似病例 16067 例。本次疫情病死率远低于非典，截至 2020 年 2 月 11 日，湖北地区病死率 3.20%，非湖北地区病死率 0.40%。但病毒传染性较非典更强，潜伏期更长（SARS 潜伏期为 3-5 天，新冠肺炎潜伏期为 3-14 天），传播范围更广。

疫情扩散期：2019 年 12 月-2020 年 1 月，确诊病例自发现起缓慢攀升，直至一月末出现首个小高峰。发展历程与非典扩散期（2002 年 12 月至 2003 年 3 月）具有一定可比性。

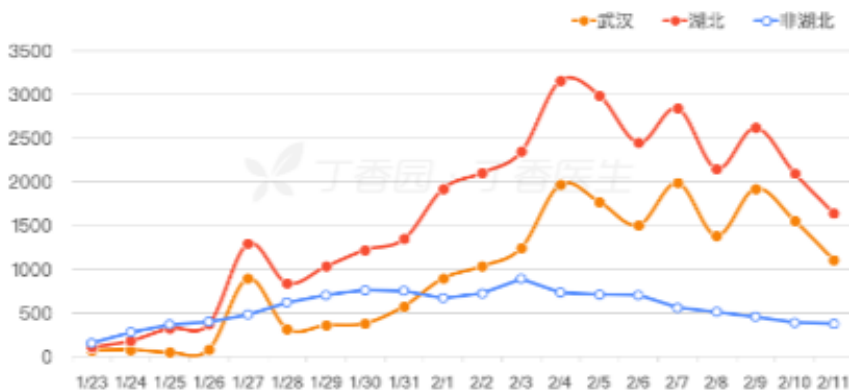
疫情爆发期：2020 年 2 月。进入 2 月份，新增确诊病例及疑似病例直线攀升，但本次疫情期间国家响应速度及控制速度较非典更快，2 月 4 日以来，新增病例数目持续呈下降趋势。权威专家表示，本次疫情峰值预计于 2 月中下旬出现。我们认为 2020 年新冠肺炎疫情发展与 2003 年非典疫情发展具有较强的可比性，合理推断若春运返程复工期间控制得当，新增病例数有望在 2 月出现峰值后逐步下降进入收敛期。

参考非典疫情的发展路径，我们推断本次疫情对经济的影响主要集中在

2020 年一季度，其中一月份处于疫情扩散初期，叠加春节假期因素，疫情影响并不显著；2 月份由于企业复工及物流运输大幅受限，疫情影响最为显著；3 月份疫情逐步得到控制，但企业复工及需求恢复仍需时间，企业经营仍将受到明显影响。

图表 2：新冠肺炎疫情新增确诊及疑似病例变化

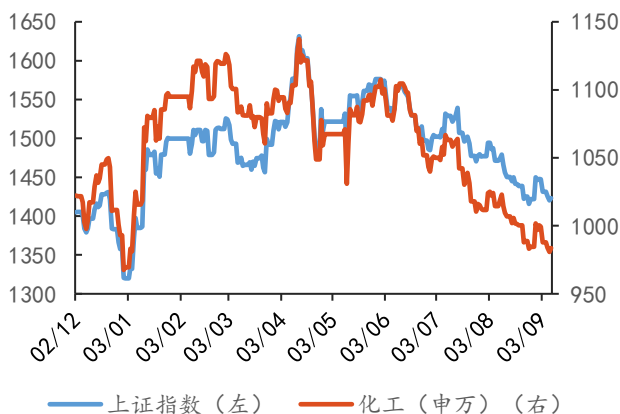
疫情新增确诊病例趋势图



资料来源：丁香园，国家及各省市卫健委，东方财富证券研究所

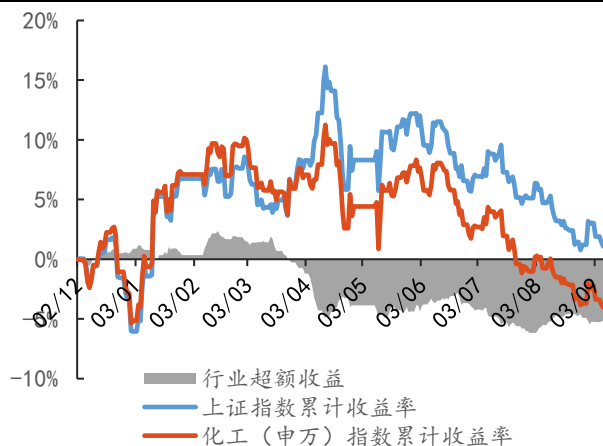
2. 市场表现复盘：化工行业市场同步性较强，预计疫情影响持续减弱

图表 3：非典期间上证指数、化工行业指数表现



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 4：非典期间上证指数、化工行业指数收益率

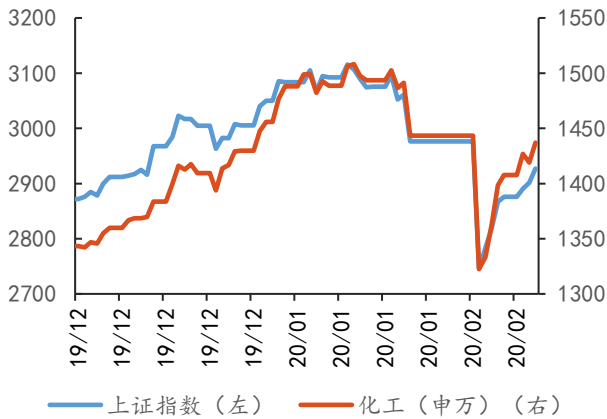


资料来源：Choice，东方财富证券研究所

我们以 2002 年 12 月 5 日首例非典患者被发现为起点，复盘非典期间市场表现，化工行业与大盘表现基本同步，弹性相对较小。**非典扩散初期（2002 年 12 月至 2003 年 3 月初）：市场表现不明显。**由于疫情尚未为大众所知，市场并未有所表现，依然延续 2003 年初以来的上涨态势。**非典扩散加速期（2003 年 3 月-4 月中旬）：市场先抑后扬。**进入 3 月份，疫情逐步扩大化，市场自 3 月 6 日起开始明显下行，直至 3 月 27 日非典新增确诊病例数达到首个峰值，市场预期回暖开始底部快速反弹。本轮反弹持续至 4 月中旬，此期间非典新增病例数较前期峰值大幅下降相对平稳。反弹期间化工行业走势相对较弱，体现为超

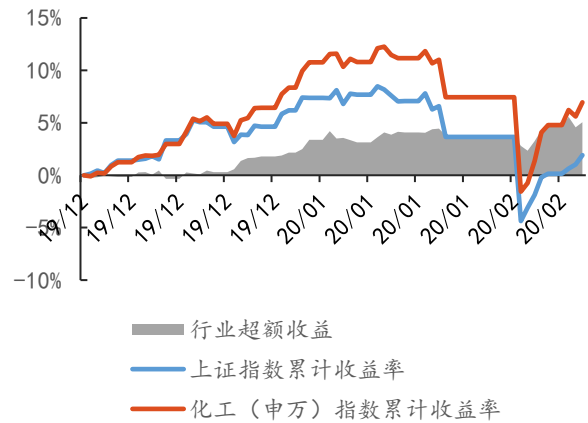
额收益快速下行。非典二次爆发期（2003年4月下旬-4月底）：疫情反复，市场大幅下行。4月中下旬，非典确诊病例先后出现3次高峰，疫情扩大化超出预期，市场大幅下行，但化工行业下行幅度相对较小，超额收益有所修复。非典恢复期（2003年5月-6月中旬），市场逐步修复。5月份起新增病例确诊数逐步下降，直至6月中旬逐步消失，市场情绪逐步修复，5月14日起再度反弹。化工行业受益同步修复，但弹性较大盘相对较小。

图表 5：新冠疫情期间上证、化工行业指数表现



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

图表 6：新冠疫情期间上证、化工行业指数收益率



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

同理，我们以2019年12月1日首例新冠肺炎病例被发现为起点复盘此次疫情期间市场行情，与非典期间表现相似，2019年12月1日-2020年1月20日，疫情扩散初期尚未得到广泛重视，市场无明显表现。1月21日起，疫情逐步发酵，市场快速反应大幅下跌，化工行业相对大盘回调幅度更深。2月4日起，基于对疫情控制的信心，市场恐慌性回调后持续修复，化工行业走势略强于上证指数。

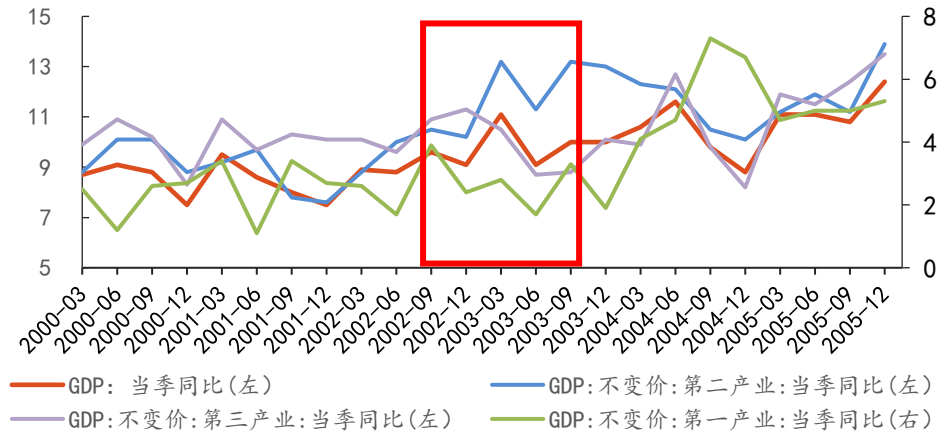
参照非典周期市场表现，我们认为市场表现与新增确诊病例数量、疫情反复预期较为相关。乐观情况下，若新增确诊病例数持续走低，疫情得到有效快速控制，我们认为疫情对市场的影响将逐步消失。悲观情况下，若春运返程及企业复工期间，新增确诊病例数再度大幅反弹，预计市场仍将遭遇回调。鉴于当前非湖北地区新增病例数连续下降，且全国各地均已启动一级响应，我们更倾向于乐观情况，预计疫情对市场再度产生重大影响的可能性较低。

3. 盈利复盘及展望：疫情预计将拉长行业探底周期

3.1 非典疫情对化工企业盈利影响短暂

非典疫情对2003年的经济影响主要体现在第二季度，2003年1-4季度GDP当季同比增速分别为11.1%、9.1%、10%、10%，二季度GDP同比增速较一季度大幅回落2个pct，但在三四季度获得较快修复。分产业来看，2003年二季度第一、二、三产业GDP当季同比增速分别为1.7%、11.3%、8.7%，分别较一季度回落1.1/1.9/1.8pct。但三季度起，一二产业增速获得较快修复，第三产业回暖时间相对较长。

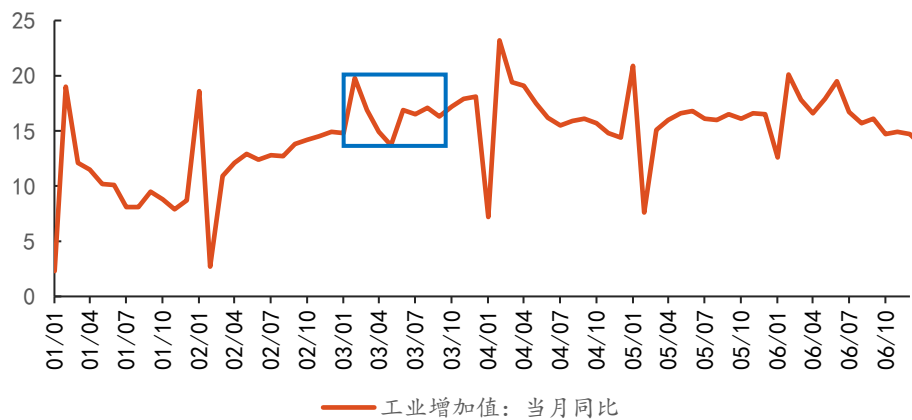
图表 7：非典疫情期间总 GDP 及一二三产业 GDP 变化



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

就第二产业而言，2003 年 3-5 月份工业增加值同比增速分别为 16.9%、14.9%/13.7%，连续三月下滑（2 月份为 19.8%）。我们认为疫情对第二产业的影响立竿见影，受疫情期间停产及物流受限影响，第二产业在疫情爆发期会最大化反应，增速回落明显。但考虑到疫情得到有效控制后，企业复工及物流恢复速度相对较快，第二产业能够快速回暖，疫情对工业企业盈利的影响时间相对较短。

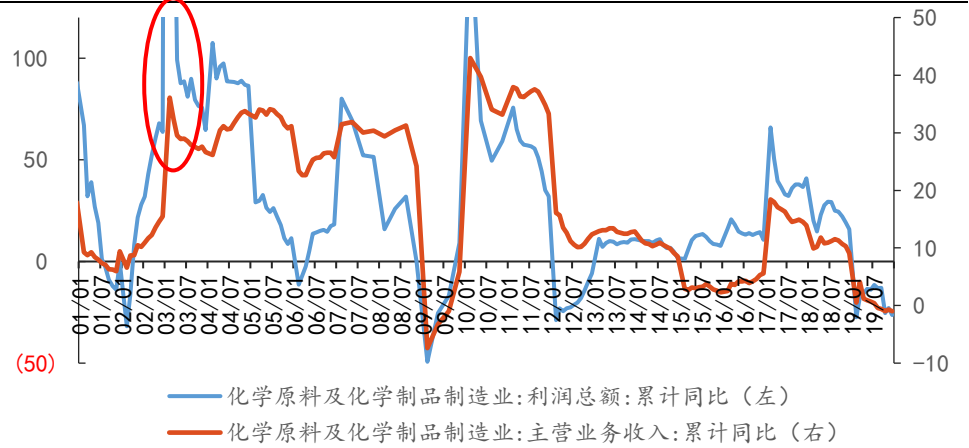
图表 8：2003 年 3-5 月工业增加值同比增速连续下降



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

具体到化工行业，2003 年化工行业整体处于景气上行周期，行业营收增速总体仍维持在较高水平。疫情扩散初期（2002 年 12 月-2003 年 3 月），增速影响尚不明显仍然维持在较高水平。疫情爆发期（集中在 2003 年 4 月），营收及利润增速出现明显下行。疫情进入可控期（5 月份起新增病例数目下行），营收及利润增速维持在较前期相对略低水平。直至 2003 年年底，行业增速再度大幅上行。

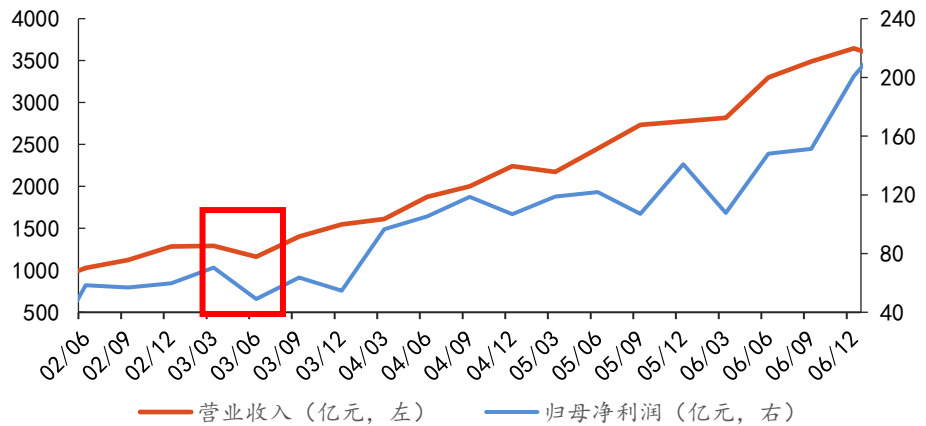
图表 9：非典期间化工行业收入及利润增速小幅下行



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从化工行业上市公司营收及利润表现来看, 在 2003 年 2 季度环比均出现明显回调。营收二季度小幅下行后 3 季度起快速反弹延续上扬趋势, 净利润表现相对弱势, 二季度环比下行明显, 弱势趋势延续至年底, 2004 年起继续上行。

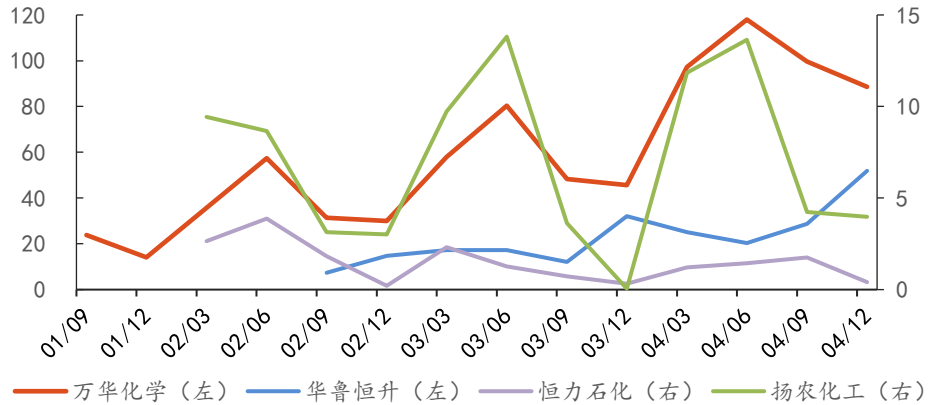
图表 10：非典期间化工行业上市公司单季收入及利润环比短暂下行



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

以我们重点关注的 4 支白马股为例, 2003 年 2 季度各公司业绩表现不一。万华化学由于 MDI 仍处于高景气期, 业绩仍维持稳步增长。2003 年 3 月份原油价格大幅下跌, 恒力石化在原料库存损失及产品价格下滑影响下, 2-4 季度业绩表现均不佳。华鲁恒升业绩表现稳定, 二季度业绩同比环比仍有小幅提升。扬农化工二季度业绩同比环比大幅提升, 但 3/4 季度下滑明显。我们认为行业整体盈利虽受疫情短暂扰动影响, 但细分行业及公司的业绩表现仍主要受行业景气度主导, 受疫情影响较小。

图表 11: 非典期间万华化学、恒力石化、华鲁恒升、扬农化工单季利润(百万元)

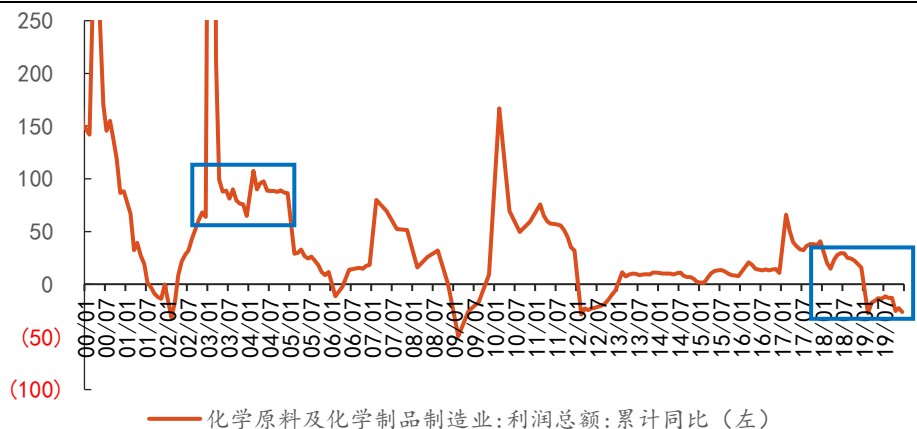


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

3.2 本次疫情预计将拉长行业探底周期

从行业所处景气周期的角度, 非典期间化工行业总体处于高景气周期, 2002-2004 年化工行业利润总额年增速分别为 63.8%、64.7%、86.4%, 非典疫情在行业盈利快速上涨过程中仅短暂影响, 上行趋势并未改变。而当前阶段, 受需求持续低迷, 部分子行业扩产冲击, 2018 年下半年起, 行业景气度快速下行, 主流化工品价格大幅下跌至历史低位, 2019 年化工行业利润总额同比下滑 26.3%。我们在 2020 年化工行业年度投资策略中报告中分析认为, 2020 年化工行业行情并不过分悲观, 预计化工品价格大概率探底, 行业景气度预计逐步企稳。本次突发疫情预计对行业开工及需求复苏形成一定掣肘, 在行业景气低迷期预计将拉长行业探底回暖周期, 对行业复苏具有一定不利影响。但考虑到当前行业景气度已处底部, 且疫情影响仅属短暂影响, 本次疫情响应速度较非典期间更快, 我们认为本次疫情对化工行业盈利影响总体有限。

图表 12: 非典期间化工行业收入及利润增速小幅下行



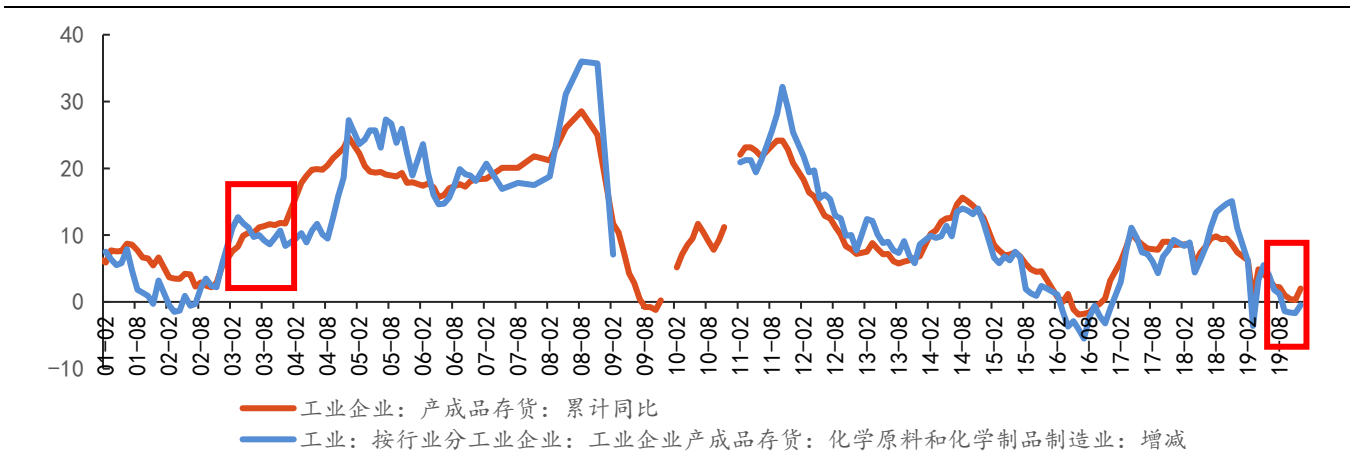
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

4. 疫情对行业供需关系的影响复盘及判断

疫情对化工行业开工率的影响主要通过两条途径: 一是企业自身受原材料

供应不足或员工复产难度影响开工负荷下降；二是下游行业需求受疫情影响大幅萎缩或物流受限产成品运输困难，企业被动降低开工负荷。非典期间工业产成品及化工品均处于补库存周期，库存增速自 2002 年起持续走高，非典疫情爆发后，化工品库存增速自 2003 年 4 月起明显回落，并于 2004 年 8 月起再度大幅上行。而自 18 年底以来，由于行业景气下行、需求持续疲弱，化工品进入明显的库存去化阶段，目前库存增速已回落至较低水平。我们认为当前疫情对需求端的制约影响应大于对供给端开工的限制，企业开工短暂受影响但预计恢复较快，原本偏弱的下游需求在疫情催化下持续疲弱，预计将延长化工行业景气探底时间。

图表 13：工业产成品、化学原料及化学制品库存变化（%）



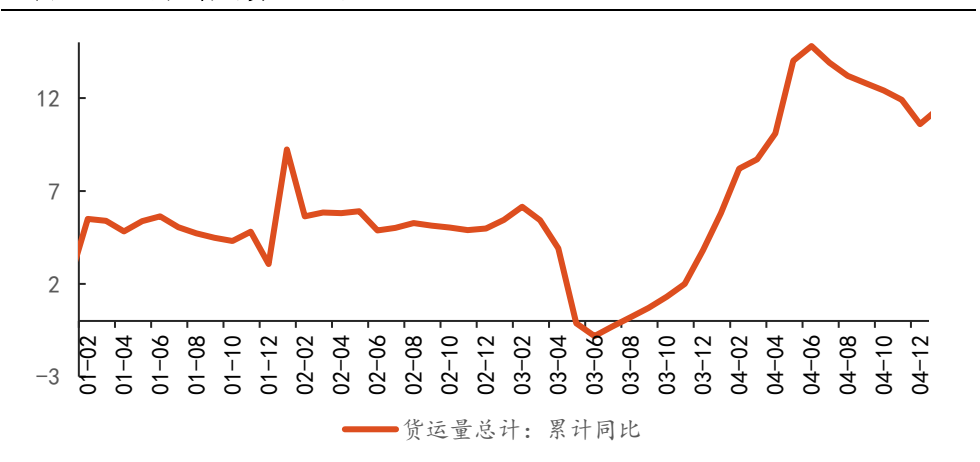
资料来源：Choice，东方财富证券研究所

4.1 供给：物流及开工影响短暂

4.1.1. 物流恢复

回顾非典期间全国货运量变化情况，自 2003 年 3 月疫情快速扩散以来，货运总量直线下降，直至 2003 年 7 月疫情基本得到控制之后，货运量方环比开始提升逐步恢复正常。即非典期间物流受限贯穿了 3-6 月整个非典爆发期。

图表 14：非典期间货运量变化（%）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

新冠疫情发生后，春节过后物流持续停摆，根据 G7 物联网平台及车满满数据，截至 2 月 11 日，整车物流恢复率仅 15%，零担物流恢复率仅 1%。但值得注意的是，2 月 10 日起，全国主要快递公司均已开始恢复运营，考虑到返工难、用人荒、加上多地依然实行交通管制，快递公司的复工效率必然受到影响。国家邮政局表示，计划二月中旬，快递业要恢复到正常产能的 4 成以上；二月下旬，根据疫情变化和形势发展，继续提高产能比重。

考虑到本次疫情较非典期间响应更为迅速，我们更倾向乐观认为 3 月份起物流运输预计将逐步恢复正常。预计多数企业原料库存可满足 2 月份复工需求，短期物流受限预计不会显著影响客户订单需求。

图表 15: 春节过后整车物流恢复情况



资料来源: G7物联网&车满满, 东方财富证券研究所
(恢复率=当日数据/前一年11月日均值)

图表 16: 春节过后零担物流恢复情况



资料来源: G7物联网&车满满, 东方财富证券研究所
(恢复率=当日数据/前一年11月日均值)

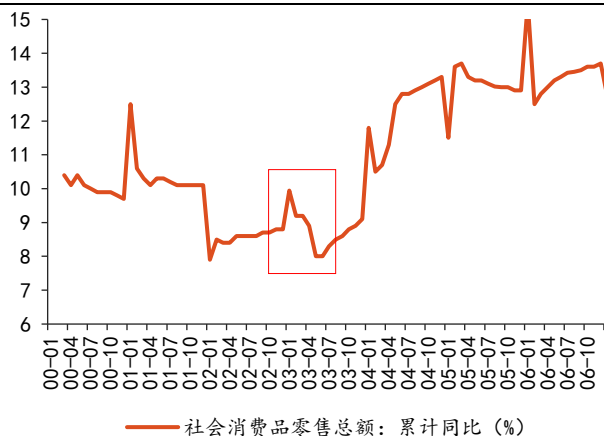
4.1.2. 复工情况

疫情爆发以来，多地区宣布企业延迟复工，山东、江苏、浙江、河南等化工大省均要求企业复工不早于 2 月 9 日。影响企业复工的最主要因素为物流受限产品运输问题，另外人员无法完全返岗、原材料供应受限、订单及需求下滑以及现金流问题也部分影响到企业的复工进度。根据百川资讯数据，2 月 7 日当周化工行业整体开工率由年前 67%下降至 56%，库存短期内明显提升。但由于化工行业生产装置连续运作的特点，企业多采取主动降低负荷的方式应对疫情。我们预计随着物流的逐步恢复，以及国家要求创造条件尽快实现全面复工的举措推动下，预计 2 月中旬起化工企业开工率将逐步恢复，供给端开工受限的短期影响将逐步消除。

4.2 需求：需求持续疲弱预计将延缓行业景气回升

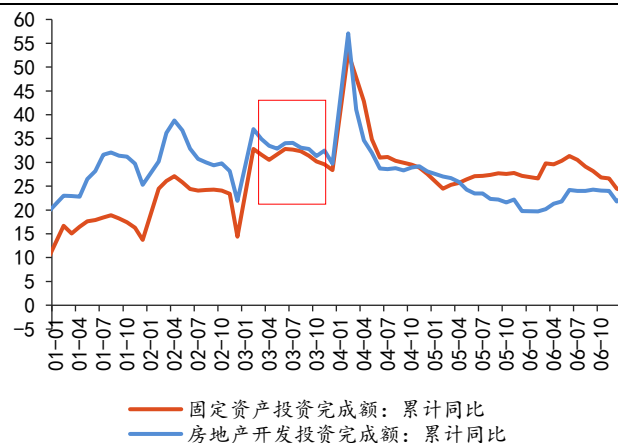
从社会总需求角度分析，消费方面，非典疫情对消费端影响显著，2003 年 4 月，社零消费总额累计增速由 3 月份 9.2%下降至 8.9%，5 月份进一步回落至 8%，直至 7 月份开始环比回升，疫情对消费端的影响贯穿整个爆发期。投资方面，社会固定资产投资完成额累计增速 4 月份小幅下降后持续维持在较高水平，房地产开发投资完成额在 4/5 月份小幅下降后 6 月份环比回升。疫情对投资的影响并不显著且持续时间较短。

图表 17: 社零消费总额累计同比增速 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

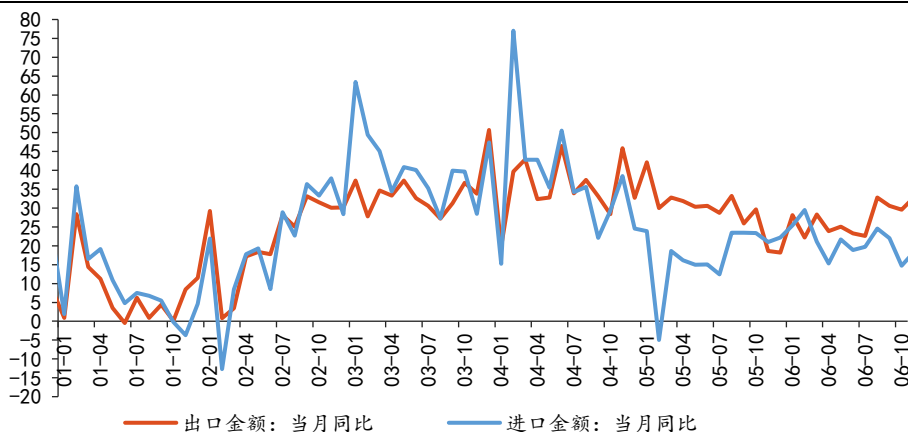
图表 18: 固定资产/房地产开发投资同比增速 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

净出口方面, 4 月份出口金额同比增速 (33.30%) 较三月 (34.70) 略有下降但仍维持高位, 进口金额同比增速下降幅度稍大 (3 月 45.1% 至 4 月 34.4%), 可见非典疫情对出口的影响并不明显。

图表 19: 进/出口金额当月同比增速 (%)

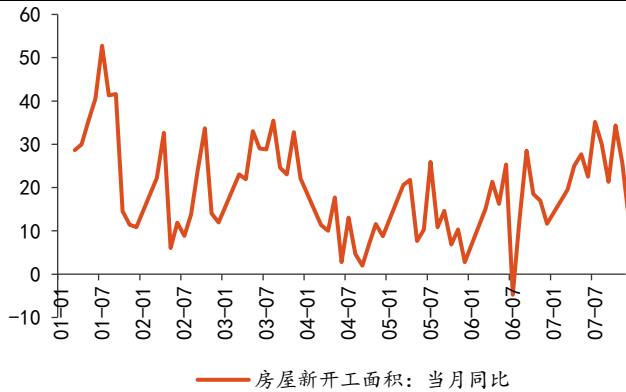


资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

从化工行业下游主要应用领域来看。2003 年处于地产景气上行周期, 非典疫情仅对 4 月份开工和竣工有小幅影响。汽车领域, 4/5 月份汽车产量增速环比大幅下行, 但 6 月份起大幅反弹。家电领域, 主要家电品类在疫情持续期产量增速持续下滑, 直至 8 月份疫情基本结束开始反弹。纺织领域, 疫情对 4/5 月产量影响较为明显。

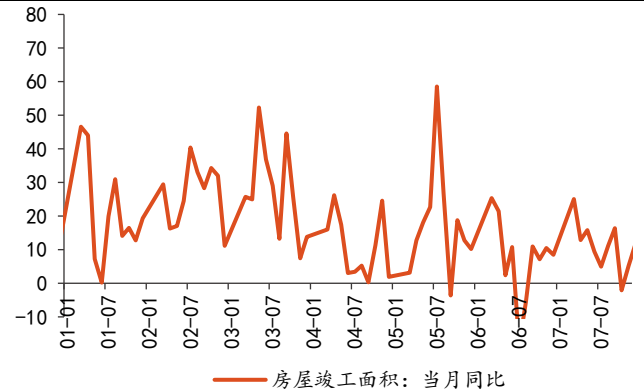
回顾当前主要下游应用领域需求情况, 地产竣工增速逐步修复, 逆周期调节政策指引下, 基建仍具托底效应。但汽车、家电、纺织等主要应用领域需求仍然较弱。我们认为疫情对偏消费端的行业需求影响更为显著, 预计当前原本较为疲弱的需求端压力更甚。非典期间疫情对几大下游领域的影响集中在 2003 年 4-5 月, 我们推算当前新冠疫情对行业需求的影响预计集中体现在 2-3 月。

图表 20: 房地产新开工面积当月同比增速 (%)



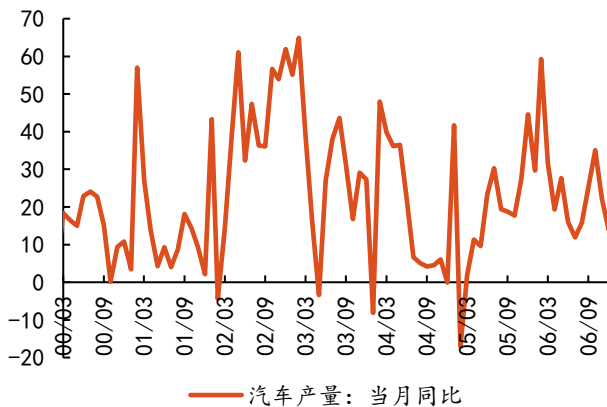
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 21: 房地产竣工面积当月同比增速 (%)



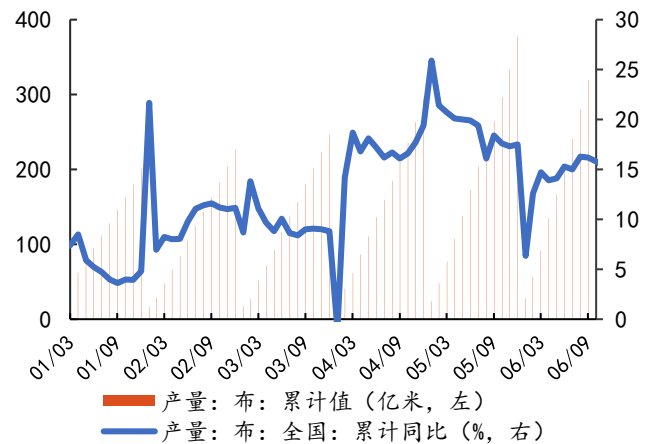
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 22: 汽车产量当月同比增速 (%)



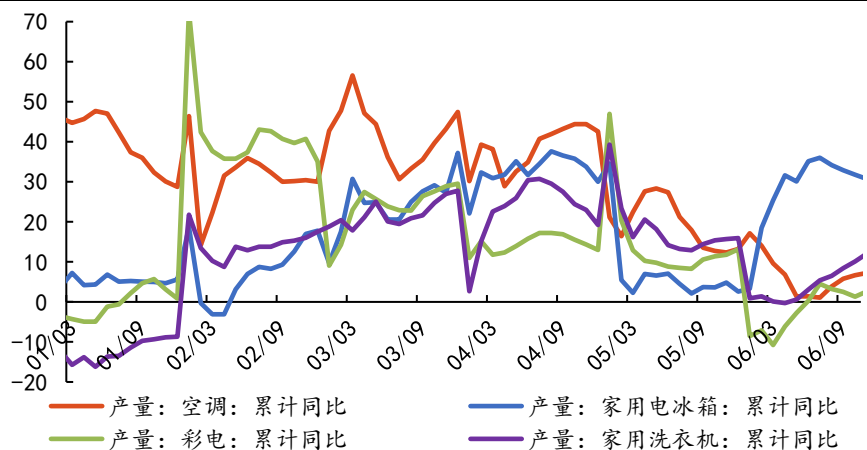
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 23: 全国布产量及累计同比增速



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

图表 24: 主要家电品类产量累计同比增速 (%)



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

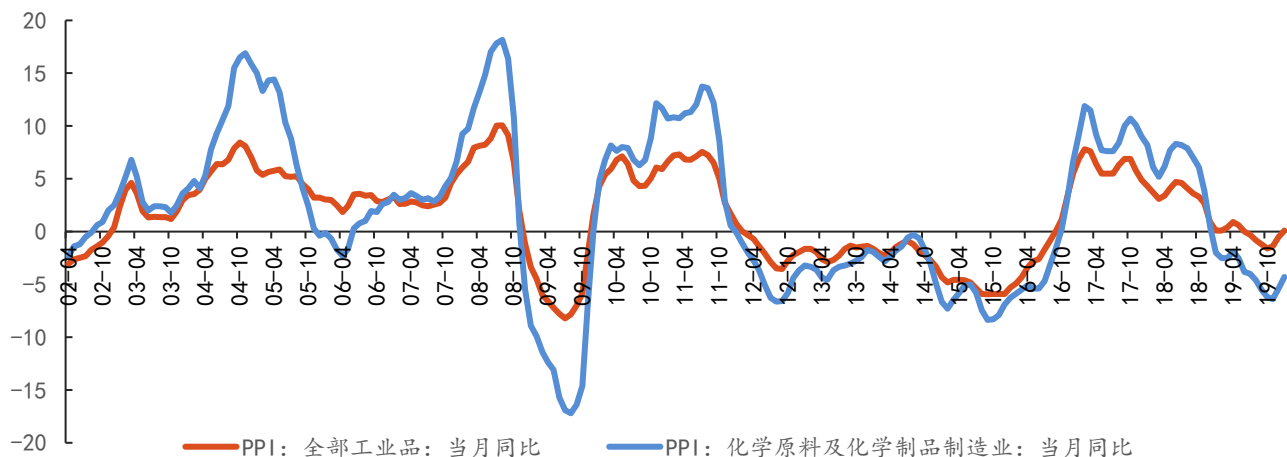
4.3 疫情或将导致短期化工品价格持续承压

2003 年化工行业整体处于景气上行期, 化工品价格持续走高。受非典疫情影响, PPI 指数及化工品 PPI 指数均在疫情期间增速明显回落, 其中 3-6 月化

工品 PPI 月同比增速分别为 6.8/5.2/2.8/2%，增速自 7 月份起再度大幅回升。

我们认为当前新冠疫情导致的需求持续疲弱预计会延缓行业景气回升，短期内主流化工品价格预计持续承压。但自 18 年三季度以来，化工行业景气度持续下行，当前主流化工品价格已下跌至历史低位水平，预计继续下跌调整的空间及时间均有限。

图表 25: PPI 及化工品 PPI 指数变化



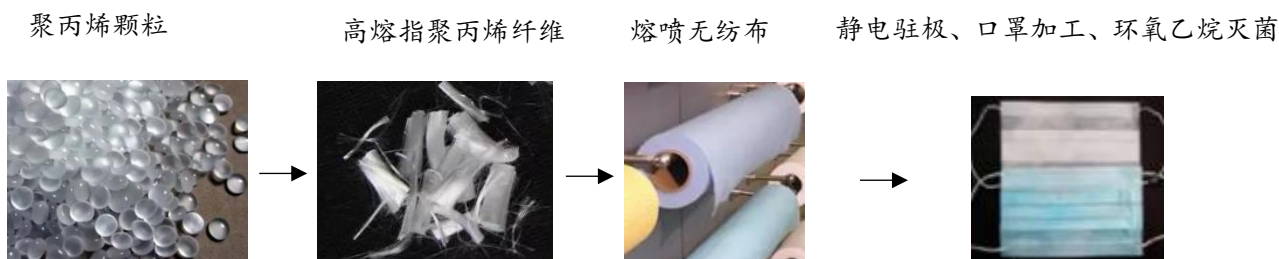
资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5. 疫情对细分行业影响分析

5.1 防疫用品: 高熔指纤维聚丙烯、熔喷无纺布需求激增

普通医用口罩一般由三层无纺布构成，包括起到核心过滤功能的经静电驻极处理的熔喷聚丙烯无纺布层 (M 层)，以及两层主要起支撑功能的纺粘层 (S 层)。目前我国口罩的产能大约为 2000 万只/日，其中医用 N95 产能大约是 60 万只/日。据发改委数据，截至 2 月 11 日，全国口罩产能利用率已经达到 94%；医用 N95 口罩产能利用率已达到 128%，并且口罩产能仍在持续扩产中。

图表 26: 普通医用口罩生产流程



资料来源: 东方财富证券研究所

核心原料一: 高熔指纤维聚丙烯。每吨高熔指纤维聚丙烯约可制成一次性外科口罩 90 万个-100 万个或 N95 口罩 20 万个-25 万个，对应我国 2000 万只

口罩日产能，则口罩用高熔指纤维聚丙烯需求量约为 23 吨/日。2019 年国内高熔指纤维聚丙烯产能约为 88 万吨，但能够用于生产 M 层熔喷层的聚丙烯材料仍严重不足。

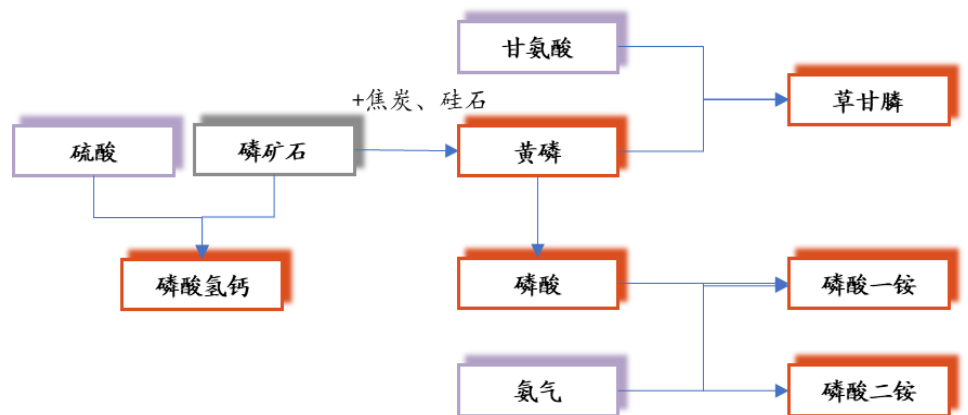
核心原料二：熔喷无纺布。高熔指纤维聚丙烯仍需经过熔喷产线进一步加工成熔喷无纺布供下游口罩厂应用。据中国产业用纺织品行业协会统计，2018 年的无纺布生产量约 594 万吨，其中熔喷非织造布仅 5.35 万吨，且该部分熔喷无纺布需应用于环境保护材料、服装材料、电池隔膜材料、擦拭材料等领域，用于口罩生产的熔喷无纺布产能仍较为紧张。

建议关注：道恩股份，具备 4 万吨/年熔喷料产能。持续看好：再升科技，具备 4 条熔喷生产线，对应 800 万片 N95 口罩日产能（按照熔喷层单层用量计算）。

5.2 磷化工：湖北磷肥产业复工受限，短期供应偏紧

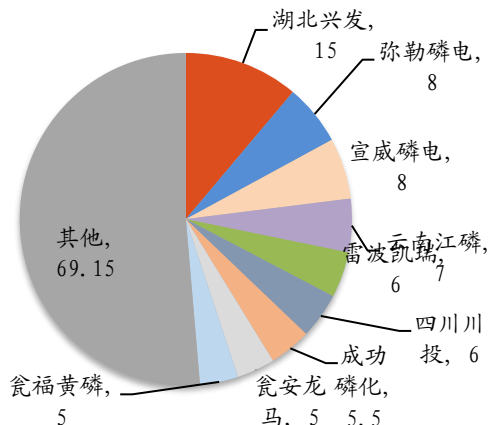
湖北地区化工产业体量总体占比相对不高，但基于丰富的磷矿资源，磷化工产业较为发达。2019 年湖北省磷矿石总产量 3683 万吨，占全国产量比例为 38.45%（贵州 29.17%，云南 21.33%）；黄磷产能占比 11.14%；磷酸产能占比 12.44%；磷酸一铵产能占比 35.80%；磷酸二铵产能占比 23.28%。

图表 27：磷化工主要产品产业链示意图



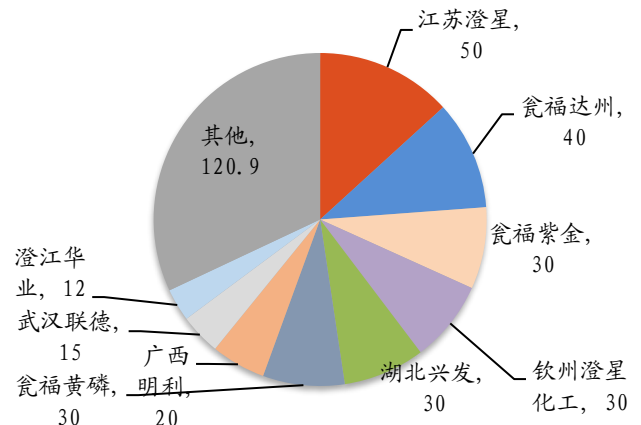
资料来源：东方财富证券研究所

图表 28：国内黄磷产能分布（万吨）



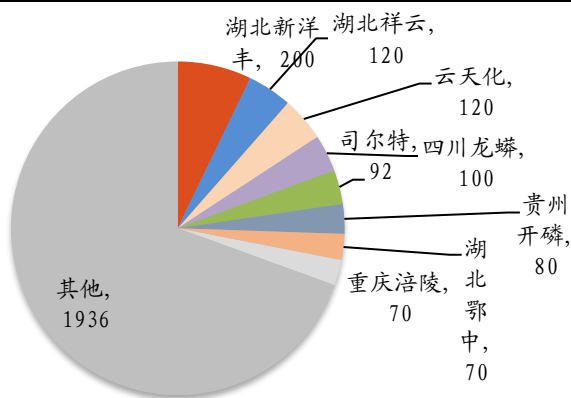
资料来源：百川资讯，东方财富证券研究所

图表 29：国内磷酸产能分布（万吨）



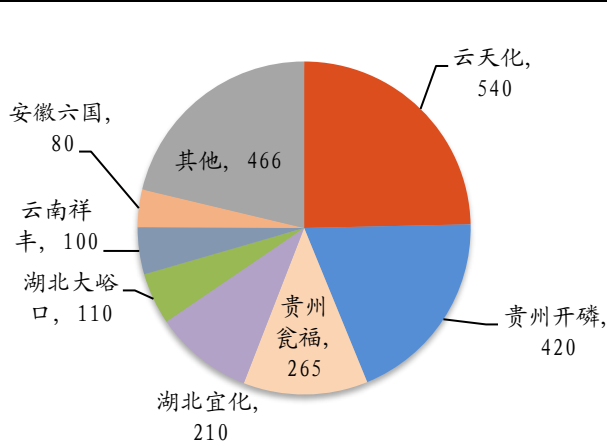
资料来源：百川资讯，东方财富证券研究所

图表 30: 国内磷酸一铵产能分布 (万吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

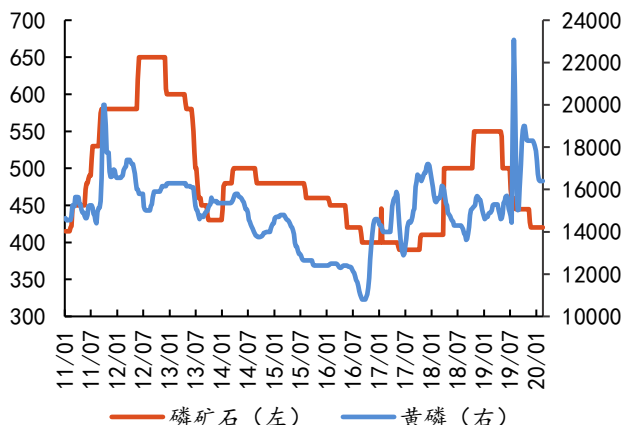
图表 31: 国内磷酸二铵产能分布 (万吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

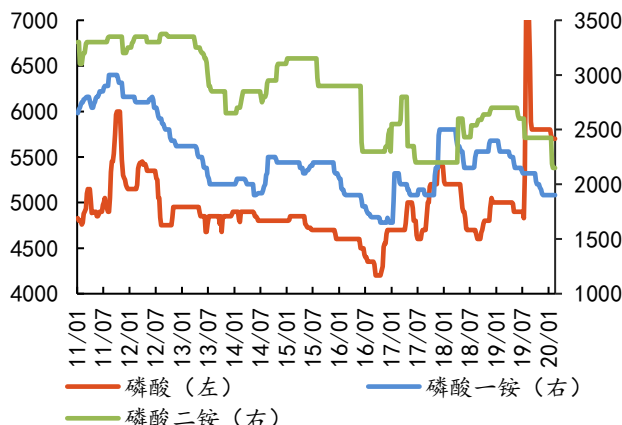
19 年“三磷”（磷矿、磷肥和含磷农药制造等磷化工企业、磷石膏库）专项整治行动大幅推高了上游磷矿石、磷酸、黄磷等产品价格，目前价格有所回落。但下游磷肥产品受需求较弱影响，价格下滑明显，盈利明显收窄。19 年“三磷整治”行动实际上拉开了磷化工行业去产能的大幕，预计 2020 年磷肥产能仍将继续压缩。我们认为 2020 年磷矿石、磷酸、黄磷等原料仍将维持景气，磷肥价格预计将企稳，产业链利润部分过渡至下游。

图表 32: 国内磷矿石、黄磷价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

图表 33: 国内磷酸一铵、二铵价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川资讯, 东方财富证券研究所

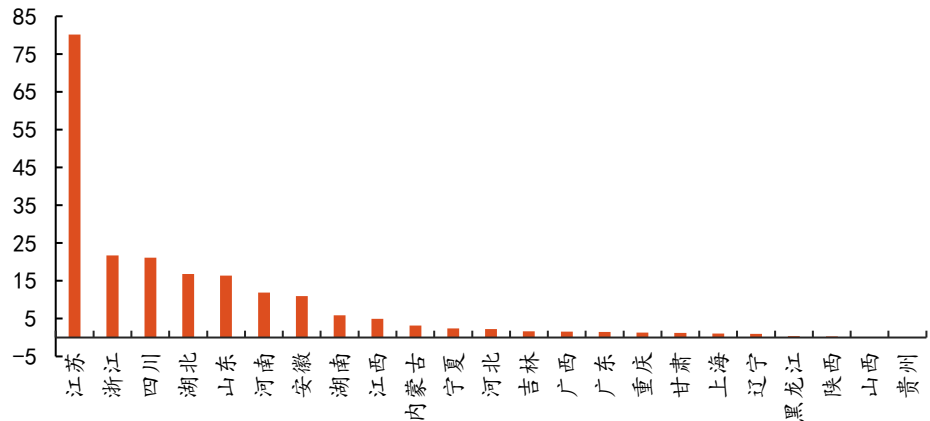
此次疫情对湖北地区磷化工产业开工预计将有短暂影响，尤其磷肥产品短期供给或将受到部分影响，而下游需求相对刚性，价格支撑较强。磷酸一铵华中地区货源发货困难，其余地区供应偏紧，短期价格有看涨意向。磷酸二铵国际市场价格稳中上行，国内近期船运和火车运输尚可支撑，近期行情较为稳定。建议关注：云天化，国内磷肥产业巨头，现有磷酸一铵产能 120 万吨（占比 4%），磷酸二铵产能 540 万吨（占比 25%），预计将受益磷肥行业景气度提升。

5.3 农药：短期供给偏紧，蝗虫灾害预计带动潜在需求增长

短期物流受限，农药供给偏紧。我国农药原药主要生产省份集中在江苏、

浙江、四川等省份，2018年湖北省农药原药产量占比为8.05%。预计湖北地区农药企业短期开工不足对行业供给整体有限。但由于疫情导致的物流运输尚未恢复，从市场实际反馈情况来看，江苏、浙江、山东、安徽等多地物流问题尚未解决，尤其跨省运输仍是较大问题，预计将对原材料及产品运输造成一定影响，短期内部分农药品类供给恐将偏紧。

图表 34：2018 年我国各省份化学农药原药产量统计（万吨）



资料来源：Choice，东方财富证券研究所

农药原药需求以出口为主，叠加春耕需求旺季，需求端相对刚性。我国是全球第一大农药原药生产国，原药需求以出口为主，受疫情影响较小。另外，春耕时节临近，农药化肥产品逐步进入采购旺季，需求端具有一定刚性，预计当前偏紧的供需格局将对农药价格起到一定支撑。

非洲蝗虫、草地贪夜蛾虫害仍存潜在威胁，预计将带动农药潜在需求提升。起始于2019年6月的非洲蝗虫灾害愈演愈烈，肆虐埃塞俄比亚、肯尼亚、乌干达、坦桑尼亚和索马里等多个非洲国家，并开始向印巴地区扩散。我们认为短期内蝗虫经喜马拉雅山向中国扩散可能性不大，但不排除经西南边境迁入的可能。空中喷洒化学农药仍是防治蝗灾主要手段，马拉硫磷是杀灭蝗虫效果相对显著的杀虫剂，另外毒死蜱、溴氰菊酯、除虫脲、杀螟硫磷、氟虫腈、功夫菊酯、伏虫隆、杀虫脒等杀虫剂也有一定效果。另外，我国华南地区草地贪夜蛾虫害持续扩散，自去年以来，草地贪夜蛾在云南、广东、海南、广西、四川、贵州等省冬玉米种植区均有发生，农业农村部已就草地贪夜蛾防控工作专门印发方案，甲氨基阿维菌素苯甲酸盐、茚虫威、四氯虫酰胺、氯虫苯甲酰胺、高效氯氟氰菊酯、氟氯氰菊酯、甲氧菊酯、溴氰菊酯、乙酰甲胺磷、虱螨脲、虫螨腈等杀虫剂对于杀灭草地贪夜蛾幼虫均有一定效果。预计蝗虫灾害、草地贪夜蛾防控将一定程度带动农药产品潜在需求提升。

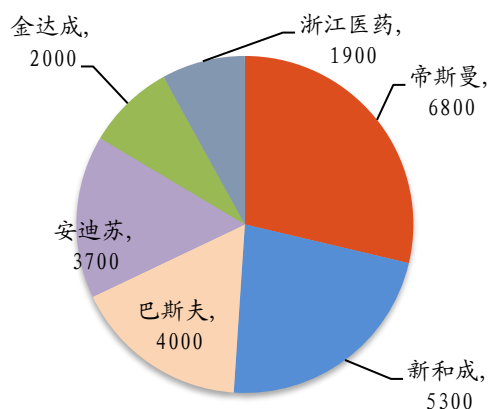
谨慎看好：扬农化工，国内菊酯类杀虫剂、除草剂麦草畏龙头企业，如东三期项目建设加速推进。利尔化学，国内草铵膦龙头企业，广安基地草铵膦新工艺产线投产在即。

5.4 维生素：供需格局持续改善，短期价格看涨

全球VA、VE行业竞争呈寡头垄断局面。**VA方面**，帝斯曼、新和成、巴斯夫、安迪苏等企业占到了近85%市场份额。2017年10月巴斯夫德国柠檬醛工厂发生事故，导致中间体柠檬醛供应不足，自身VA产量大幅下降，同时叠加

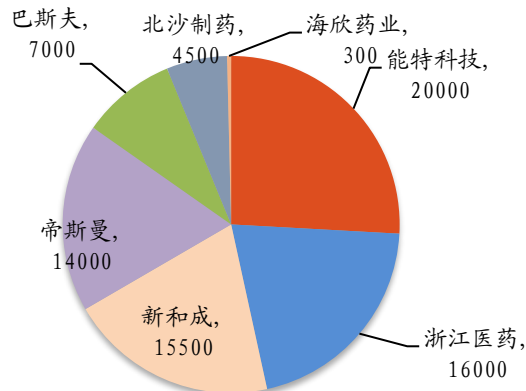
国内环保去产能，VA 价格短期快速推涨。VA 下游需求中饲料领域占比约 70%，19 年以来受国内猪瘟影响，需求持续疲弱，VA 价格回落明显。19 年 6 月巴斯夫 VA 装置故障导致部分品种停产，虽已于 11 月份复产但 19 年 4 季度及 20 年 1 季度开工率水平较低，且 2020 年下半年仍计划停产以扩建 VA 产线。当前 VA 总体库存处于相对低位，供给端持续压缩，需求方面生猪补栏拉动需求向好，供需格局持续优化。**VE 方面**，能特科技、浙江医药、新和成、巴斯夫等厂家占据全球大部分市场份额。2019 年帝斯曼收购能特科技后，合计产能占比达到约 35%，行业整合后预计将大幅改善 VE 竞争格局。19 年 4 季度，主要中间体间甲酚生产厂商德国朗盛（产能占比约 1/3）发生事故，间甲酚供应紧缩，价格持续高位运行，预计也将为 VE 价格提供较强支撑。

图表 35: 18 年 VA(50 万 IU)全球主要企业产量(吨)



资料来源：博亚和讯，公司公告，东方财富证券研究所

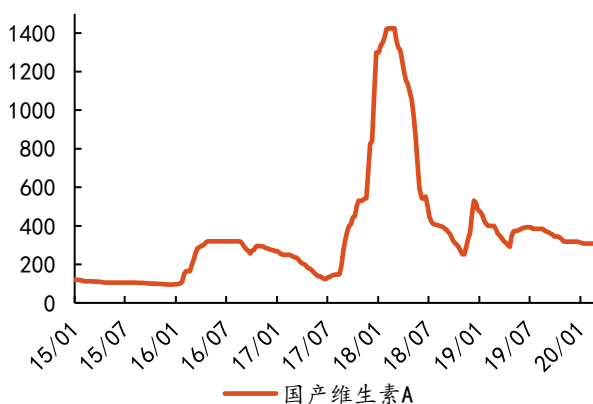
图表 36: 18 年 VE (油) 全球主要企业产量 (吨)



资料来源：博亚和讯，公司公告，东方财富证券研究所

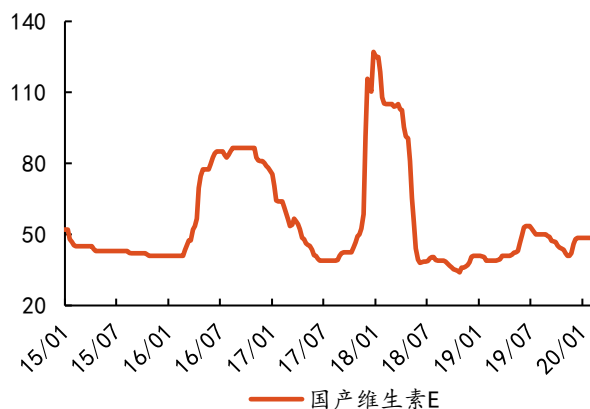
我国是维生素生产大国，VA 出口比例约 1/2，VE 出口比例约 2/3，国内疫情发生后，VA、VE 厂家复产受到部分影响，短期内供给不足预计将推动 VA、VE 价格上涨。据中国饲料行业信息网数据，春节后欧洲 VE 报价由 6.5 欧元/公斤上涨至 8 欧元/公斤；VA 市场报价由 64 欧元/公斤上涨至 67 欧元/公斤。

图表 37: 国内 VA 价格走势 (元/kg)



资料来源：博亚和讯，东方财富证券研究所

图表 38: 国内 VE 价格走势 (元/kg)



资料来源：博亚和讯，东方财富证券研究所

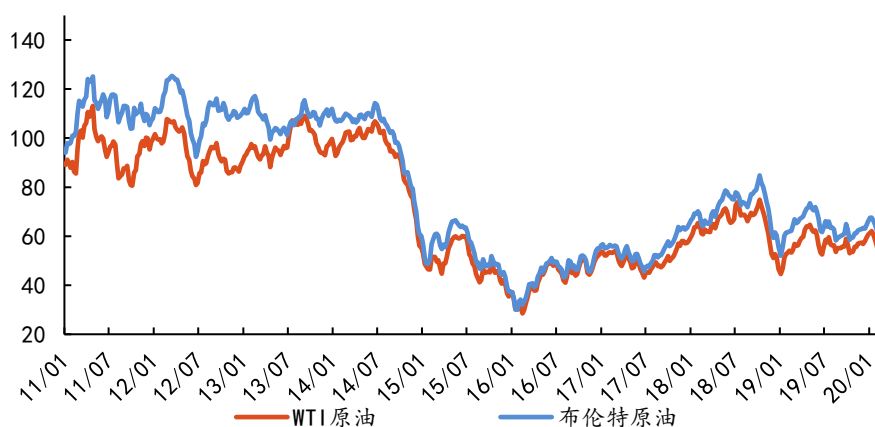
建议关注：新和成，现有 VA 产能 10000 吨/年，VE 产能 40000 吨/年。浙江医药，现有 VA 产能 5000 吨/年，VE 产能 40000 吨/年。有望受益维生素 A、

E 行业景气回升，价格上涨。

5.5 石化：原油价格大幅回调，石化企业预计盈利受损

疫情发生以来，基于对疫情影响下社会总需求的悲观预期以及交运产业需求下行直接影响成品油需求，国际原油价格一月份以来快速下挫。布伦特原油价格由年初高点 68.70 美元/桶回落至 2 月 13 日 56.46 美元/桶；WTI 原油由年初高点 63.04 美元/桶回落至 2 月 13 日 51.52 美元/桶。我们认为石化企业开工预计影响时间和程度均较小，原油成本端支撑不足叠加疫情影响下需求继续疲弱预计会对近油端石化产品价格形成打压。产品盈利下降以及库存损失预计将部分影响一季度业绩。

图表 39：国际原油价格 1 月份快速下挫



资料来源: Choice, 东方财富证券研究所

5.6 电子化学品：武汉电子产业开工受限，短期影响材料需求

以武汉为代表的华中地区是国内重要的电子产业集聚区之一，分布了京东方、天马、华星光电、长江存储、武汉新芯、武汉宏芯等显示面板厂及晶圆加工厂。据我们了解，疫情期间上述面板及半导体现有产线生产持续进行，已安排员工轮岗。但受原料短缺、员工全面复工困难以及物流受限影响，预计 2-3 月份将大幅降负荷运行。在建产线建设进度预计将有所延后。我们认为对于下游电子化学品企业而言，短期订单预计将受到一定影响。

图表 40：武汉地区晶圆厂及面板厂现有及在建产线统计

面板产线	面板企业	产线	月产能 (千片)	投产 (规划) 时间	晶圆产线	半导体企业	尺寸	月产能 (千片)	投产 (规划) 时间
现有产线	华星光电	G6 LCD	20	2016	现有产线	长江存储	12 寸	100	产能爬坡中
	华星光电	G6 OLED	45	2018		武汉新芯	12 寸	60	2019
	天马	G4.5 LCD	30	2010	在建产线	长江存储	12 寸	300	2021
	天马	G6 OLED	37.5	2018Q2		武汉新芯	12 寸	60	2020
在建	京东方	G10.5 LCD	120	2020Q1		武汉弘芯	12 寸	45	2020Q3

产线	天马	G6 OLED	37.5	2020	武汉弘芯	12寸	45	2021Q4
----	----	---------	------	------	------	-----	----	--------

资料来源：北京电子学会，公司公告，东方财富证券研究所

5.7 其他：需求偏弱运行，短期预计累库

对于 MDI、氯碱、有机硅、钛白粉、煤化工等产品而言，由于短期内地产及基建投资受到抑制，下游行业开工受限需求下行，我们认为产品短期内库存累计在所难免，价格仍存在一定压力。但如前述分析，主流化工品价格已下跌至历史低位水平，预计继续下跌调整的空间及时间均有限，仍将维持底部震荡态势。疫情主要影响集中在 2-3 月，我们认为 2 季度起随着投资及下游需求逐步恢复，化工品将迎来显著的量价修复。

细分领域龙头企业业绩依然有较强韧性，万华化学，华鲁恒升，万润股份、奥福环保等在各自细分领域均具有较强的核心竞争力。

6. 投资建议

非典期间化工行业疫情影响复盘：2003 年非典疫情对企业经营和业绩的影响集中在 2 季度，期间股票市场明显下挫，并伴随新增确诊病例数量变化有所反复。2003 年化工行业整体处于景气上行周期，化工品价格持续走高。2 季度化工品价格指数增速环比回落，仍保持正向增长。化工行业业绩环比下行，但 3 季度起即明显修复。非典对行业供给的影响主要体现在物流受限，物流受阻贯穿了 3-6 月整个非典爆发期。总需求方面，对出口影响并不显著，投资在 4/5 月份小幅下挫后快速回升，对消费端的影响相对较长。

新冠疫情对化工行业影响判断：本次疫情对经济的影响预计集中在 2020 年一季度，考虑到本次疫情响应更为迅速，我们乐观认为 3 月份起物流运输将逐步恢复，2 月中旬起企业开工率逐步修复。预计多数企业原料库存可满足 2 月份复工需求，短期物流受限预计不会显著影响客户订单需求。需求方面，预计当前较为疲弱的需求端压力更甚，影响预计集中体现在 2-3 月，预计将延缓行业复苏，短期内主流化工品价格持续承压。但当前主流化工品价格已下跌至历史低位水平，预计继续下跌调整的空间及时间均有限。

重点子行业疫情影响分析：

防疫用品：口罩需求增加推动高熔指纤维聚丙烯、熔喷无纺布用量激增。建议关注：道恩股份，具备 4 万吨/年熔喷料产能。持续看好：再升科技，具备 4 条熔喷生产线，对应 800 万片 N95 口罩日产能（按照熔喷层单层用量计算）。

磷化工：湖北地区磷化工产业发达。2019 年湖北省磷矿石产量占比 38.45%；磷酸一铵产能占比 35.80%；磷酸二铵产能占比 23.28%。疫情对湖北地区磷化工产业开工将有短暂影响，下游需求相对刚性，磷肥产品短期供给偏紧，价格支撑较强。建议关注：云天化，国内磷肥产业巨头，现有磷酸一铵产能 120 万吨（占比 4%），磷酸二铵产能 540 万吨（占比 25%），预计将受益磷肥行业景气度提升。

农药：疫情导致的物流运输尚未恢复，江苏、浙江、山东、安徽等多个农药大省跨省运输仍是较大问题，短期内部分农药品类供给恐将偏紧。我国是全球第一大农药原药生产国，农药原药需求以出口为主，叠加春耕需求旺季，需求端相对刚性。非洲蝗虫、草地贪夜蛾虫害仍存潜在威胁，预计将带动农药潜

在需求提升。谨慎看好：扬农化工，国内菊酯类杀虫剂、除草剂麦草畏龙头企业，如东三期项目建设加速推进。利尔化学，国内草铵膦龙头企业，广安基地草铵膦新工艺产线投产在即。

维生素：我国是维生素生产大国，VA 出口比例约 1/2，VE 出口比例约 2/3，VA、VE 本身处于供需格局好转阶段，国内疫情发生后，厂家复产受到部分影响，短期内供给不足预计将推动 VA、VE 价格上涨。建议关注：新和成，现有 VA 产能 10000 吨/年，VE 产能 40000 吨/年。浙江医药，现有 VA 产能 5000 吨/年，VE 产能 40000 吨/年。有望受益维生素 A、E 行业景气回升，价格上涨。

其他：MDI、氯碱、有机硅、钛白粉、煤化工等产品短期内库存累计在所难免，价格仍存在一定压力，预计维持底部震荡态势。长期看好细分领域龙头企业，万华化学，华鲁恒升，万润股份、奥福环保等在各自细分领域均具有较强的核心竞争力。

图表 41：重点关注公司盈利预测及估值情况（截至 2 月 17 日，未评级数据来自 Choice 一致预期）

公司简称	股票代码	预测 EPS			PE (倍)			PB (MRQ)	评级
		2019E	2020E	2021E	TTM	2020E	2021E		
扬农化工	600486.SH	3.88	4.30	4.81	23.14	17.95	16.02	4.76	增持
再升科技	603601.SH	0.26	0.36	0.42	42.69	29.18	24.76	5.39	买入
道恩股份	002838.SZ	0.44	0.62	0.82	48.72	31.34	23.51	7.53	未评级
云天化	600096.SH	0.20	0.30	0.41	49.73	19.94	14.92	1.80	未评级
新和成	002001.SZ	1.13	1.46	1.72	24.46	17.49	14.78	3.35	未评级
浙江医药	600216.SH	0.53	0.86	1.08	69.34	17.59	13.91	1.86	未评级
万华化学	600309.SH	3.42	4.03	4.87	32.66	12.70	10.49	4.01	未评级
华鲁恒升	600426.SH	1.54	1.69	1.88	13.01	11.37	10.19	2.28	未评级
万润股份	002643.SZ	0.57	0.66	0.76	28.95	24.28	21.12	3.11	买入
奥福环保	688021.SH	0.80	1.08	1.42	63.90	39.83	30.07	9.14	未评级

资料来源：Choice，东方财富证券研究所

7. 风险提示

疫情反复超预期；
 下游需求大幅下滑；
 产品价格大幅下跌；
 原油价格剧烈波动。

西藏东方财富证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格
分析师申明：

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

投资建议的评级标准：

报告中投资建议所涉及的评级分为股票评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后3到12个月内的相对市场表现，也即：以报告发布日后的3到12个月内的公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以标普500指数为基准。

股票评级

买入：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅15%以上；
增持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于5%~15%之间；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-5%~5%之间；
减持：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-15%~-5%之间；
卖出：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅15%以上。

行业评级

强于大市：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅10%以上；
中性：相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%~10%之间；
弱于大市：相对同期相关证券市场代表性指数跌幅10%以上。

免责声明：

本研究报告由西藏东方财富证券股份有限公司制作及在中华人民共和国（香港和澳门特别行政区、台湾省除外）发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有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、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方财富证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。