

【太平洋化工】2021年度投资策略报告

行业评级：看好

行业复苏，三条主线掘金大化工行业投资

证券分析师：柳强

E-MAIL: liuqiang@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190518060003

证券分析师：翟绪丽

E-MAIL: zhaixl@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190520060001

分析师助理：贺顺利

E-MAIL: hesl@tpyzq.com

太平洋证券研究院

2020年11月8日



- **一、2021年行业复苏可期，“十四五”持续优化产业结构，聚焦细分行业龙头**
- 2019年我们提出2016年以来的化工全面景气周期结束，迎接结构性行情，目前看由于2020年全球疫情影响，盈利同比大幅下滑，2020年1-9月份ROE降至5.46%（2018年9.9%），但显示单季度环比修复，**2021年有望迎来强复苏**。化工行业PE和PB已从2019年十年低位水平持续修复至11月6日的PE 28.6，PB 2.37（2019年初最低的PE 13倍，PB 1.53倍），**2020年指数上涨更多体现的是估值修复，2021年将切换至盈利修复驱动**。
- **“十三五”期间，我国石化化工行业优势产能继续保持，落后产能有序淘汰，结构调整稳步推进，园区发展更趋规范，预计“十四五”期间，化工行业持续优化产业结构及布局，加快升级改造，创新驱动补齐短板，推动我国石油和化工行业由大国迈向强国。**
- **基于化工行业三高属性（环保壁垒、园区壁垒、资金技术密集），在龙头综合优势明显，持续扩产，行业集中度提升背景下，推荐聚焦细分行业龙头，强者恒强逻辑持续。**
- **二、推荐化工三条投资主线，或有轮动，坚守优质公司**
- **重点推荐内需和刚需、顺周期成长、科技内循环及新材料三条选股思路，不同主线由于市场风格及估值性价比变化，阶段性表现或有轮动。**
- **1、投资主线之内需和刚需（2020年H1，疫情初期受益明显领涨，经济复苏期同样受益）：重点推荐水泥减水剂龙头**苏博特**；维生素龙头**新和成**；农药产业链（三季度淡季，短期汇兑损失，业绩环比下滑，但中长期供给侧收缩集中度提高，利好龙头逻辑明显），重点包括**扬农化工、广信股份、中旗股份、利民股份**；食品添加剂甜味剂龙头**金禾实业**；有机硅密封胶龙头**硅宝科技**。**



- **二、推荐化工三条投资主线，或有轮动，坚守优质公司（续）**
- **2、投资主线之顺周期成长（疫情被控制，经济复苏期受益明显领涨，特别是不少企业具有全球竞争力，且过去五年引领化工行业投资TOP榜，在建项目渐入收获期）：重点推荐万华化学（聚氨酯龙头+石化+新材料，自我造血，自驱型管理层）、恒力石化（炼化聚酯龙头，二期可期）、荣盛石化（炼化聚酯龙头，二期渐入收获期）、卫星石化（C3龙头，C2稳步推进增量）、合盛硅业（工业硅有机硅双龙头）、龙蟒佰利（钛白粉龙头，高分红）、桐昆股份（宝塔型炼化聚酯龙头）、华鲁恒升（煤化工龙头，荆州基地打开空间）、齐翔腾达（C4龙头，业绩拐点）。**
- **3、科技内循环及新材料（赛道好，成长风格）：重点推荐万润股份（OLED+沸石+新材料）、泛亚微透（ePTFE龙头，打造中国戈尔）、昊华科技（PTFE+电子特气+军工）、皇马科技（表面活性剂龙头）、万盛股份（阻燃剂龙头）、可降解塑料主题（金丹科技等）。尽管估值锚随市场风格波动稍大，每轮大级别回调都是好买点。**
- **风险提示：宏观经济下滑、油价及化工品价格大幅波动、贸易保护主义、新项目投产进度及盈利不及预期、安全环保、汇率波动**

投资主线	股票简称	主要看点	市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润(亿元)					PE			
					2019A	2020年 1-9月份	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
投资主线一： 内需及刚需 (具有一定 防守属性)， 业绩稳增长	苏博特	水泥减水剂龙头，业绩稳增长	90	27.16	3.54	3.02	4.28	5.4	6.34	25.5	21.1	16.7	14.3
	新和成	优质核心，维生素龙头，高ROE，下游需求刚性，打造精细化学品龙头	641	29.84	21.69	29.37	37.98	42.27	46.1	29.6	16.9	15.2	13.9
	金禾实业	需求刚性，甜味剂龙头	169	30.15	8.09	5.33	7.38	9.43	11.04	20.9	22.9	17.9	15.3
	扬农化工	优质核心，打造农药标杆，先正达协同未来空间大	289	93.10	11.70	10.23	13.03	15.28	17.52	24.7	22.1	18.9	16.5
	广信股份	具有光气独特优势农药细分龙头，在建多个项目促发展	89	19.12	5.06	4.35	5.23	6.15	7.34	17.6	17.0	14.4	12.1
	中旗股份	农药中间体龙头，安徽项目促成长	48	35.10	1.50	1.51	1.95	2.81	3.68	32.4	24.8	17.2	13.2
	利民股份	杀菌剂龙头，在建多个项目进入收获期	48	12.76	3.22	3.74	4.55	5.24	5.71	14.8	10.4	9.1	8.3
	硅宝科技	建筑密封胶龙头	51	15.53	1.32	1.35	1.82	2.2	2.74	39.1	28.2	23.4	18.8
投资主线二： 优质周期龙 头，持续扩 产，经济复 苏期，中长 期具有成长 性	万华化学	优质核心，化工标杆，研发实力雄厚，自我造血，高ROE，低PB	2,696	85.86	101.30	53.49	90.39	128.31	144.71	26.6	29.8	21.0	18.6
	恒力石化	炼化巨头，业绩弹性大，二期可期	1,485	21.09	100.25	98.96	137.67	156.98	180.71	14.8	10.8	9.5	8.2
	荣盛石化	炼化巨头，二期即将进入收获期	1,551	22.97	22.07	56.52	76.79	100.74	152.42	70.3	20.2	15.4	10.2
	卫星石化	C3龙头，C2稳步推进，业绩增量	265	24.90	12.73	9.02	13.19	20.67	28.72	20.8	20.1	12.8	9.2
	合盛硅业	工业硅有机硅双龙头，受益涨价周期	327	34.91	11.06	7.19	10.3	13.57	20.52	29.6	31.8	24.1	16.0
	龙蟠佰利	全球钛白粉巨头，产能扩张，业绩弹性大，高分红	526	25.90	25.94	19.50	27.8	35.7	43.1	20.3	18.9	14.7	12.2
	桐昆股份	宝塔型炼化聚酯龙头，业绩弹性大，估值低位	295	15.95	28.84	18.02	27.15	31.9	38.08	10.2	10.9	9.3	7.8
	华鲁恒升	优质核心，煤化工龙头，近期低油价偏利空	533	32.78	24.53	12.91	19.33	24.99	30.66	21.7	27.6	21.3	17.4
投资主线三： 科技内循环 与新材料	齐翔腾达	C4产业链龙头，多个项目即将进入收获期，业绩拐点	146	8.21	6.20	7.87	9.95	12.3	15.57	23.5	14.6	11.8	9.4
	万润股份	沸石龙头，OLED材料	155	17.07	5.07	3.48	5.19	6.75	8.44	30.6	29.9	23.0	18.4
	泛亚微透	ePTFE利基市场，打造中国戈尔，成长空间大	43	61.62	0.44	0.33	0.6	0.84	1.18	98.6	71.9	51.4	36.6
	昊华科技	电子特气扩产，5G材料PTFE高端化占比提升，军工业务需求增长	204	22.28	5.25	4.45	6.52	7.35	8.45	38.9	31.3	27.8	24.2
	皇马科技	表面活性剂龙头，产品扩张，业绩稳增长	80	19.81	2.56	2.37	3.19	4.33	4.82	31.4	25.2	18.6	16.7
	万盛股份	阻燃剂龙头，受益BDP、TCPP涨价周期	86	24.71	1.66	2.30	2.98	3.75	4.14	51.7	28.7	22.8	20.7
	金丹科技	乳酸龙头，有望打通乳酸-丙交酯-聚乳酸可降解塑料全产业链	92	81.16	1.15	1.03	1.54	1.83	2.32	79.5	59.5	50.1	39.5



- **一、策略：结构分化，聚焦龙头，三条主线布局化工行情**
- **二、投资主线之内需和刚需**
- **三、投资主线之顺周期成长**
- **四、投资主线之科技内循环及新材料**
- **五、风险提示**

- **2019年11月9日发布《太平洋化工2020年投资策略：迎接化工大级别的反弹》，尽管受疫情影响，不少标的涨幅领先。**
- **主线一：优质核心资产，淡化短期，关注中长期。前期判断部分核心资产三季度业绩缺乏亮点得到验证，但不改“龙头N型震荡向上”趋势，“国内经济有多差，逆周期调控就有多强”，龙头公司抗风险能力强，中长期投资价值突出，大幅回调即迎来买点。重点推荐万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成。**
- **主线二：景气周期子行业。受惠于原材料价格下滑、减税降费、行业集中度提升，我们预计轮胎、聚酯、塑料加工、减水剂、抗老化剂、光引发剂等中游制造子行业依然处于景气周期。同时，国家能源安全，七年行动计划背书，油服产业链景气复苏。重点推荐恒力石化、恒逸石化、桐昆股份、赛轮轮胎、玲珑轮胎、苏博特、利安隆、海油工程。**
- **主线三：硬科技及成长股。硬科技具有重要战略意义及重大价值，半导体、5G产业链等相关产业链新材料国产化迎快速发展机遇，市场风险偏好提升。重点推荐昊华科技、万润股份。**
- **主线四：低估值优质资产。目前或缺乏催化，但公司资产优良，估值低位。重点推荐龙蟠佰利、卫星石化、中国化学。**
- **主线五：资产重组。重点关注：新奥股份、华峰氨纶、江苏索普。**

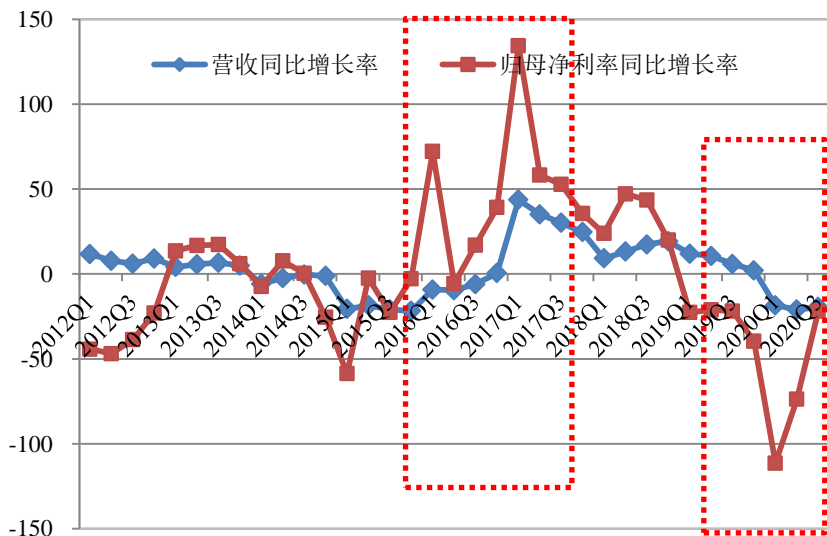
图表：太平洋化工2020年投资策略报告推荐标的

股票代码	公司简称	2019年11月9日至2020年11月6日涨跌幅
600309.SH	万华化学	90.18%
600426.SH	华鲁恒升	104.81%
600486.SH	扬农化工	67.90%
002001.SZ	新和成	43.68%
600346.SH	恒力石化	40.83%
000703.SZ	恒逸石化	16.98%
601233.SH	桐昆股份	21.21%
601058.SH	赛轮轮胎	26.72%
601966.SH	玲珑轮胎	55.59%
603916.SH	苏博特	75.80%
300596.SZ	利安隆	3.97%
600583.SH	海油工程	-30.26%
600378.SH	昊华科技	36.83%
002643.SZ	万润股份	33.14%
002601.SZ	龙蟠佰利	122.53%
002648.SZ	卫星石化	81.77%
601117.SH	中国化学	-3.58%
600803.SH	新奥股份	33.49%
002064.SZ	华峰氨纶	51.40%
600746.SH	江苏索普	-20.58%

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

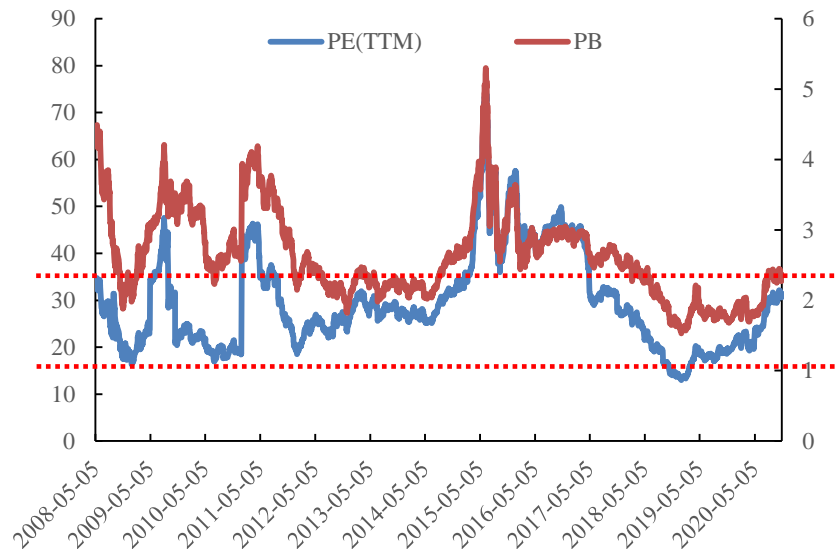
- 2019年我们提出化工全面景气周期结束，迎接结构性行情，目前看由于2020年全球疫情影响，盈利同比大幅下滑，2020年1-9月份ROE降至5.46%，但显示单季度环比修复。
 - 上一轮化工景气周期受益于2016H2以来供给侧改革、环保攻坚战、落后产能退出，ROE从2015年的5.92%持续修复至2018年的9.9%，后续新动能不足；再上一轮始于2008年全球经济危机后国内财政刺激，四万亿投资计划。
- 化工行业PE和PB已从2019年十年低位水平持续修复（2019年初最低的PE 13倍，PB 1.53倍），2020年指数上涨更多体现的是估值修复。

图表：化工行业全面景气周期接近尾声，开启结构性行情



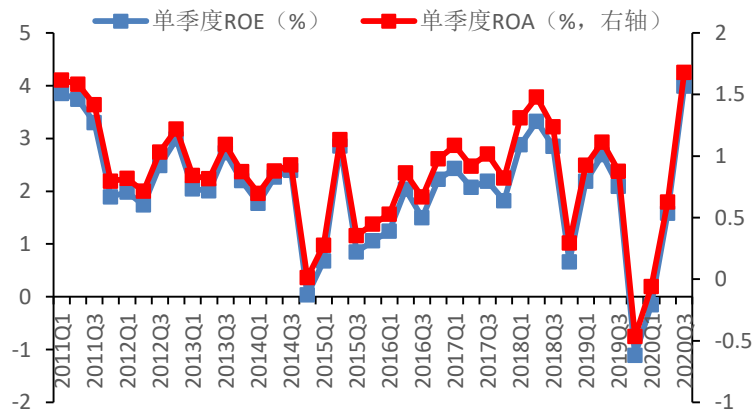
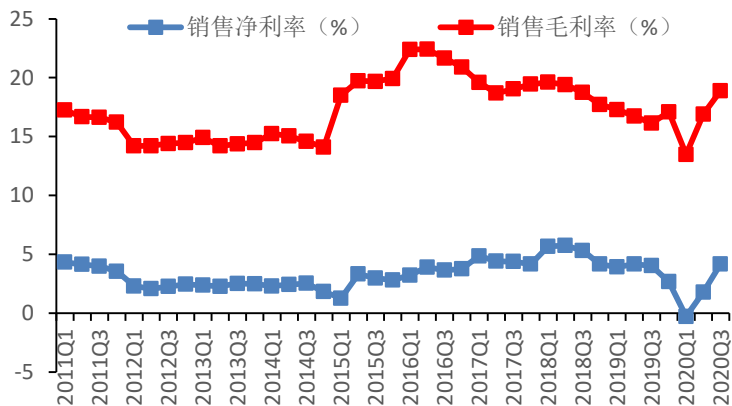
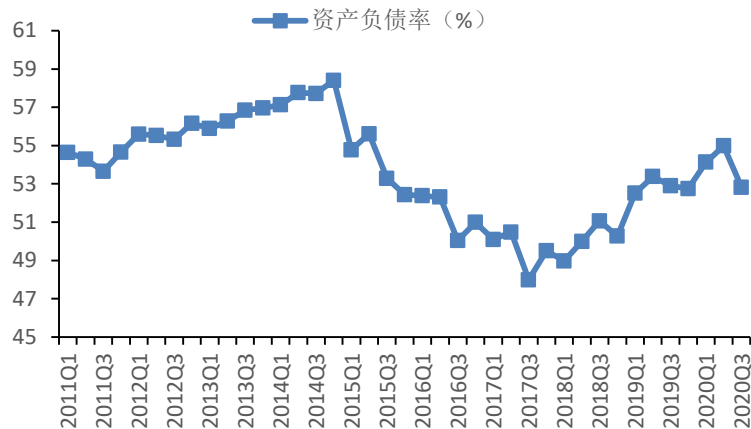
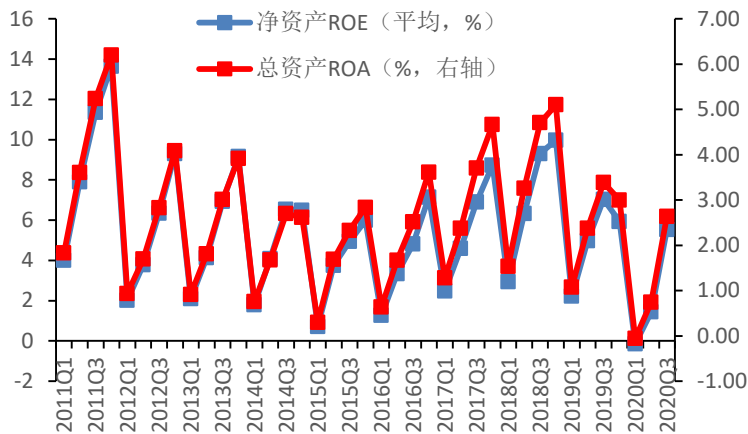
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：化工行业估值处于十年低位水平



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- 我们统计了A股申万一级化工行业上市公司（调整口径为剔除两桶油、*ST康得、*ST盐湖）财务数据，结果显示：
- **(1) 营业收入及归母净利润环比改善：**2020年前三季度，化工调整口径营业收入15727.87亿元，同比-1.32%；归母净利润937.03亿元，同比-6.39%；扣非后净利润846.02亿元，同比-1.59%。2020年第三季度，调整口径营业收入5685.36亿元，同比+3.59%，环比+3.15%；归母净利润398.27亿元，同比+24.23%，环比+15.08%；扣非后净利润371.86亿元，同比+37.42%。
- **(2) 毛利率和净利率环比提升：**2020年三季度，化工全口径销售毛利率回升至18.81%，环比增加1.99%，销售净利率为4.12%，环比增加2.43%。
- **(3) 2020年前三季度全口径ROA回升至2.62%，ROE回升至5.46%，行业逐步底部复苏。**
- **(4) 研发费用总体增加：**2020年前三季度，化工调整口径研发费用301.12亿元，同比+10.52%；营收占比1.91%，同比提升0.2个百分点。
- **(5) 复苏行业：大比例正增长，**表现较好的为石油加工（油价及资产出售）、磷肥（产品价格涨价）、炭黑（轮胎行业复苏）、氯碱、涤纶、氨纶（并表）、改性塑料和部分新材料公司。即使同属同一个子行业，龙头公司与一般公司之间的差距扩大。
- **(6) 强者恒强，龙头持续扩产，集中度提升：**2020年前三季度，化工调整口径资本开支为1730.85亿元，同比+4.83%；全口径资本开支4214亿元，同比-4.88%。2020年前三季度全口径资产负债率为52.97%，同比提升0.02个百分点。可见经历2016年启动的供给侧改革，落后产能淘汰，2017年全球经济共振，行业景气复苏，企业盈利改善后，相继投入大量资本，加杠杆，扩产能，特别是集中在龙头公司，做大做强。



资料来源: Wind, 太平洋证券研究院

■ 化工全面景气周期结束，迎接结构性行情，行业复苏迹象

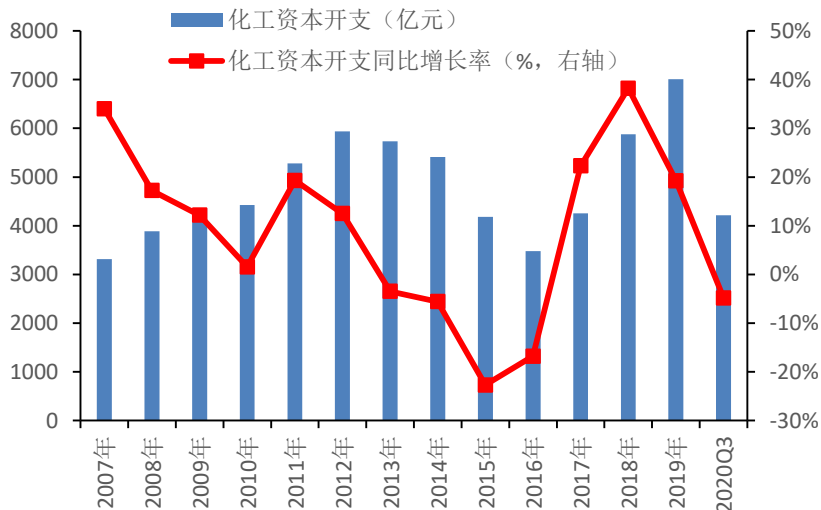
图表：申万三级子行业归母净利润同比增速（%）

申万三级子行业	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	趋势
石油加工(申万)	12.80	116.76	48.97	(73.04)	(23.73)	(30.01)	(34.21)	240.69	(228.99)	(113.73)	259.60	
石油贸易(申万)	91.58	3581.73	1331.07	(61.36)	(68.90)	134.16	(33.52)	30.04	(129.65)	(65.29)	14.60	
纯碱(申万)	(26.69)	158.03	(26.15)	151.63	(23.09)	(62.93)	(30.01)	(61.77)	(167.70)	(132.45)	(92.55)	
氯碱(申万)	5.09	36.45	73.29	185.44	10.79	(37.91)	(47.48)	(34.80)	(48.13)	(58.23)	61.94	
无机盐(申万)	48.30	136.76	31.21	40.60	14.49	(14.48)	(7.29)	205.86	(21.47)	(28.90)	36.63	
其他化学原料(申万)	(47.05)	10.89	18.56	16.26	48.49	28.32	10.08	(9.00)	(74.04)	18.61	5.03	
氮肥(申万)	151.61	301.48	123.16	4559.84	(36.97)	(44.27)	(62.36)	14.02	(72.88)	(52.52)	8.48	
磷肥(申万)	120.94	95.91	(81.54)	(318.71)	78.55	112.03	(70.29)	60.36	(64.68)	(52.86)	1206.97	
农药(申万)	160.47	53.08	17.46	(93.90)	(44.25)	(17.11)	25.04	(1505.85)	(26.69)	28.30	11.81	
日用化学产品(申万)	134.29	306.79	216.49	904.04	59.92	54.51	(43.13)	(99.04)	(47.05)	(66.03)	(226.25)	
涂料油漆油墨制造(申万)	88.42	51.31	37.61	(123.36)	(65.34)	(1.20)	30.95	(52.45)	(114.67)	58.39	32.21	
钾肥(申万)	(3.35)	(251.23)	89.85	32.33	3.20	82.45	(87.78)	(2022.64)	(80.18)	37.66	(9.17)	
民爆用品(申万)	20.52	27.02	264.45	376.85	1004.00	156.47	30.08	(22.23)	(200.31)	16.18	37.48	
纺织化学用品(申万)	39.31	74.10	44.69	22.98	35.75	12.07	(14.62)	(2.89)	(23.92)	(40.09)	(30.09)	
其他化学制品(申万)	25.34	6.14	14.25	(36.25)	(10.57)	12.83	1.92	(73.62)	(15.66)	(7.78)	19.71	
涤纶(申万)	27.37	45.06	111.16	(174.76)	(16.74)	93.89	14.82	371.68	63.14	19.78	31.22	
涤纶(申万)	(20.46)	44.15	33.32	68.89	116.69	94.72	149.51	1155.49	4.46	25.80	21.75	
粘胶(申万)	(90.31)	(39.66)	(35.53)	125.52	(196.73)	(184.74)	(185.34)	(289.98)	(539.88)	(148.20)	(172.79)	
其他纤维(申万)	26.92	1262.19	239.04	123.23	91.47	(43.27)	(39.57)	16.89	(57.22)	(17.36)	45.98	
氨纶(申万)	58.57	30.06	58.18	(25.08)	4.16	(11.57)	16.72	1426.35	113.72	158.95	258.32	
其他塑料制品(申万)	2.79	14.66	23.73	(270.06)	(114.18)	(96.94)	(90.80)	(274.70)	(1.00)	413.81	3.99	
合成革(申万)	186.60	71.07	(15.02)	(1.73)	(4.55)	(104.38)	6.59	80.71	(70.83)	366.36	52.09	
改性塑料(申万)	24.03	(0.13)	6.62	(338.10)	44.72	10.90	40.71	178.11	(42.20)	877.06	179.41	
轮胎(申万)	27.54	238.97	134.10	113.67	27.22	2.67	48.74	1.01	1.47	25.45	51.88	
其他橡胶制品(申万)	74.62	31.46	38.39	(27.04)	16.07	(8.43)	14.81	97.54	(47.26)	34.90	20.48	
炭黑(申万)	126.63	19.78	29.25	(81.12)	(120.44)	(101.23)	(91.60)	(390.81)	129.81	(1310.87)	571.47	
聚氨酯(申万)	61.92	38.85	(22.84)	(57.38)	(26.47)	(23.98)	0.83	36.62	(49.62)	(46.55)	15.77	
玻纤(申万)	22.26	18.11	31.51	(7.29)	(2.36)	13.42	(13.49)	37.51	(17.82)	20.42	32.37	
复合肥(申万)	8.24	15.02	45.83	(434.32)	(17.14)	(8.00)	(40.35)	(291.67)	(47.13)	(23.57)	(3.25)	
氟化工及制冷剂(申万)	43.88	107.34	135.17	2465.79	(19.80)	(64.24)	(42.61)	(244.02)	(84.83)	(57.14)	(80.09)	
磷化工及磷酸盐(申万)	62.96	33.54	22.08	(51.52)	(16.26)	2.98	25.11	(1.39)	0.37	10.34	(4.63)	

资料来源：Wind，太平洋证券研究院

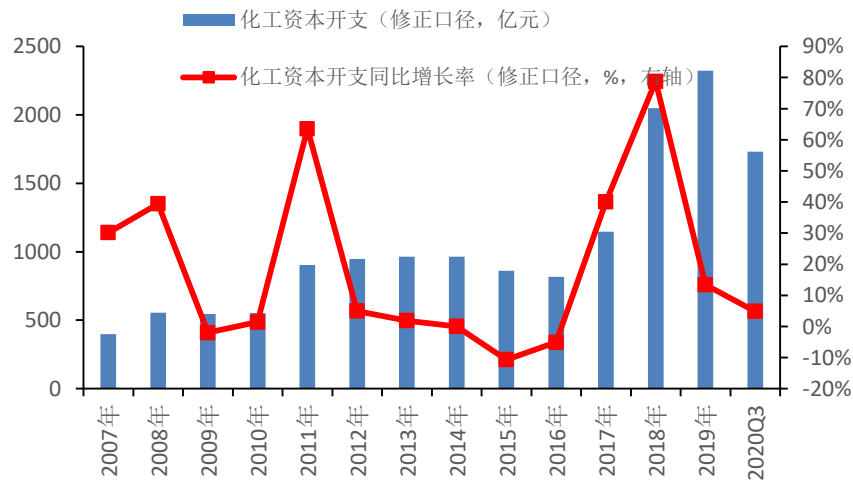
- **化工行业投资再扩张：**据统计，2015、2016、2017年中国石油和化学工业固定资产投资完成额分别同比下降4.29%、3.59%、4.19%，占全国工业投资总额的10.2%、9.4%、8.8%，持续下滑，2018年以后随着企业利润的提升，逐渐修复。
- **龙头持续扩产，集中度提升，投资增速下滑：**投资、消费和净出口是宏观经济发展“三驾马车”，对于企业发展，持续的投资能力也是公司不断发展壮大不可或缺的部分，特别是“三降一去一补”、环保高压常态化，已从“量的去化”走向“量的优化”背景下，投资能力反映了公司资金实力、环保护城河，龙头公司持续扩产，但投资增速有所下滑。

图表：A股化工行业资本开支走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：A股化工行业资本开支走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

- **龙头引领扩张，集中度提升，2020年前三季度，TOP22投资占比66%（调整口径）。**

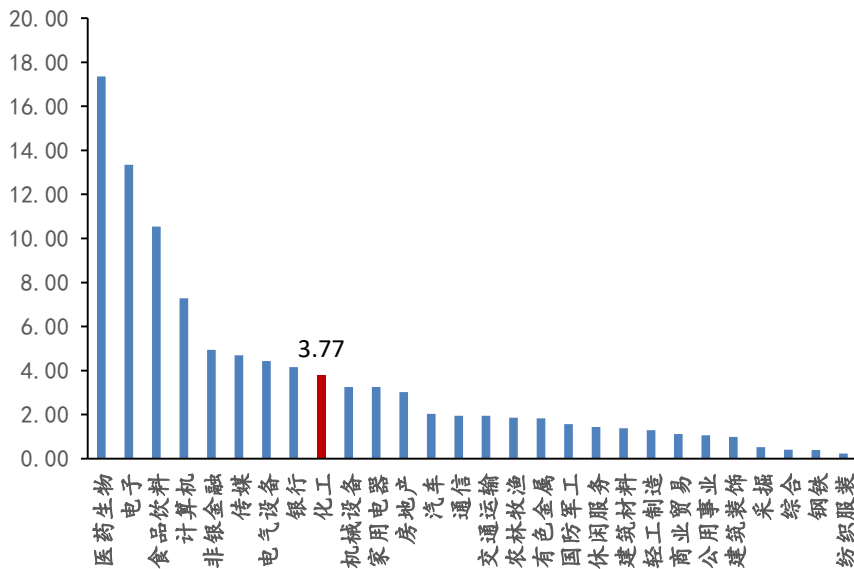
图表：资本开支排行榜

序号	公司简称	资本开支（亿元，以构建长期资产计）						市值 亿元	2019年ROE	PE(TTM)	PB
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年Q3	2016至2020Q3小计				
1	荣盛石化	24.28	149.82	371.78	368.86	356.33	1271.07	1551	9.78	21.68	3.93
2	恒力石化	3.80	6.11	353.67	417.75	186.56	967.89	1485	27.59	11.02	3.34
3	万华化学	41.13	59.53	102.79	178.15	173.94	555.54	2696	23.91	35.84	5.72
4	恒逸石化	7.89	56.52	124.85	113.12	78.25	380.64	457	13.77	11.87	1.78
5	中泰化学	25.92	35.98	42.59	48.22	16.60	169.31	113	1.82	-18.49	0.61
6	中国巨石	17.26	20.48	60.54	51.09	14.05	163.43	508	13.61	31.61	3.13
7	中化国际	23.91	26.27	31.29	42.79	33.27	157.53	148	3.50	-76.27	1.29
8	新凤鸣	8.19	13.09	36.36	52.09	42.03	151.76	143	11.62	44.49	1.27
9	鲁西化工	24.90	35.32	31.14	32.72	23.17	147.25	157	15.12	29.93	1.45
10	桐昆股份	27.78	27.38	29.14	30.16	18.18	132.63	295	15.18	11.23	1.51
11	中材科技	13.05	15.49	17.09	21.77	23.36	90.76	333	11.77	20.60	2.88
12	玲珑轮胎	10.12	13.83	24.70	26.27	15.71	90.63	421	15.13	20.26	2.87
13	广汇能源	10.48	10.57	17.27	31.09	20.08	89.48	196	10.01	15.34	1.24
14	华鲁恒升	12.64	21.61	12.87	18.56	17.47	83.15	533	17.24	25.80	3.30
15	安道麦A	1.31	15.03	33.76	17.60	13.01	80.71	179	1.24	87.09	0.85
16	淮北矿业	3.46	0.71	15.31	35.31	25.83	80.62	230	19.06	7.32	1.10
17	金发科技	18.45	12.05	12.21	13.06	19.14	74.92	411	11.81	9.80	2.90
18	卫星石化	3.02	5.28	11.67	25.56	25.11	70.64	265	13.77	19.05	2.38
19	华谊集团	10.79	10.93	16.48	17.56	12.10	67.87	115	3.41	1093.92	0.64
20	东华能源	19.96	8.08	9.36	16.10	12.12	65.63	166	11.84	15.92	1.60
21	阳煤化工	4.53	17.71	18.56	16.79	5.69	63.27	49	-9.69	-3.94	1.06
22	上海石化	9.01	11.97	11.87	14.30	10.21	57.37	290	7.41	-131.42	1.29

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；备注：2020年11月6日

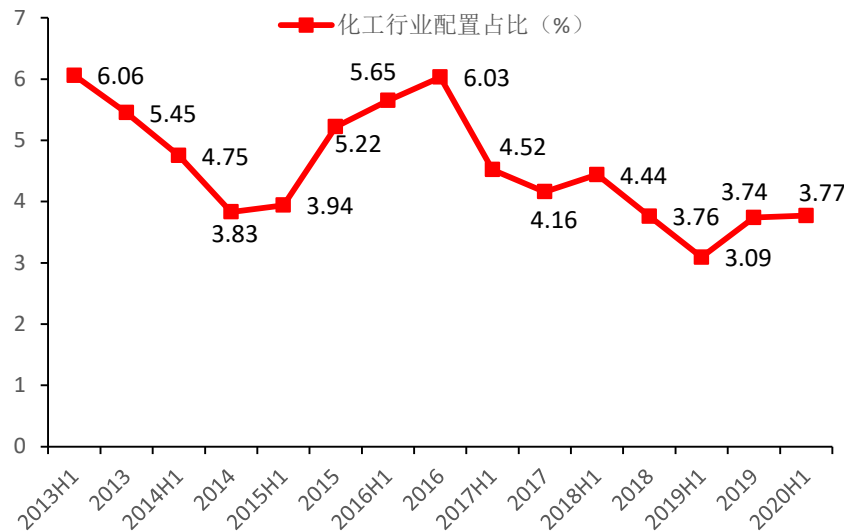
- 在两桶油持续下跌的背景下，化工行业配置占比维持在3.7%，表现尚可。
- 在28个申万一级子行业中，2020年初至11月6日，化工行业涨幅27.74%，排名TOP9。

图表：2020年中报公募基金申万各行业持股水平



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：2013H1-2020H1公募基金申万化工行业股票配置占比 (%)

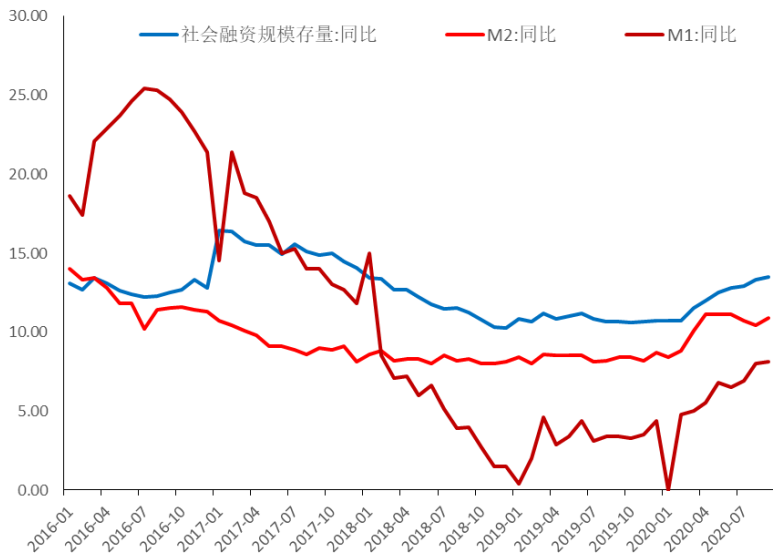


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

代码	指数名称	点位	市值(亿元)	PB	PE(TTM)	2018年至今涨跌幅	2019年至今涨跌幅	2020年至今涨跌幅
000016.SH	上证50	3,359.12	204378.56	1.24	11.67	17.43	46.49	9.66
000001.SH	上证综指	3,312.16	458448.60	1.47	15.28	0.15	32.81	8.59
000300.SH	沪深300	4,885.72	458795.37	1.60	14.93	21.21	62.28	19.26
801030.SI	化工(申万)	3,453.57	38282.06	2.37	28.60	8.34	58.68	27.74
399001.SZ	深证综指	13,838.42	231985.92	3.39	31.76	25.34	91.14	32.67
399005.SZ	中小板指	9,329.94	74754.11	4.48	36.67	23.50	98.38	40.67
399006.SZ	创业板指	2,733.07	52603.92	7.59	64.50	55.94	118.55	52.00
801730.SI	电气设备(申万)	7,227.40	32533.11	3.59	39.97	34.29	106.43	65.98
801120.SI	食品饮料(申万)	24,527.81	63269.30	9.22	45.53	112.73	172.57	57.68
801210.SI	休闲服务(申万)	9,662.74	6133.04	6.01	128.80	79.04	100.29	56.57
801880.SI	汽车(申万)	5,847.36	27061.15	2.37	31.66	12.42	71.22	49.41
801150.SI	医药生物(申万)	11,650.76	68425.57	4.55	43.43	44.27	99.47	45.76
801080.SI	电子(申万)	4,802.93	58036.94	4.36	51.19	38.22	139.83	38.02
801740.SI	国防军工(申万)	1,497.14	14233.68	3.14	63.48	16.58	69.05	32.91
801110.SI	家用电器(申万)	10,145.54	18314.68	3.98	27.12	40.44	104.73	30.41
801030.SI	化工(申万)	3,453.57	38282.06	2.37	28.60	8.34	58.68	27.74
801710.SI	建筑材料(申万)	7,986.23	10101.69	2.19	14.80	33.05	90.89	26.40
801890.SI	机械设备(申万)	1,469.84	27814.96	2.54	28.74	0.79	55.33	25.35
801140.SI	轻工制造(申万)	2,701.24	11774.70	1.99	26.55	-9.29	43.12	20.00
801760.SI	传媒(申万)	803.71	20393.85	2.75	35.72	-13.47	43.22	18.17
801750.SI	计算机(申万)	5,440.51	28456.78	4.40	73.82	30.13	72.42	16.46
801050.SI	有色金属(申万)	3,497.29	16863.08	2.42	42.66	-15.65	43.06	15.12
801230.SI	综合(申万)	2,427.80	2100.31	2.13	36.59	-12.36	44.40	14.48
801010.SI	农林牧渔(申万)	3,740.61	16530.99	3.37	15.16	27.55	64.46	13.07
801200.SI	商业贸易(申万)	3,610.04	8903.59	1.58	30.33	-18.43	21.19	11.39
801040.SI	钢铁(申万)	2,174.81	6879.64	0.96	13.79	-29.73	(0.16)	1.97
801790.SI	非银金融(申万)	2,177.03	60827.79	1.91	17.85	10.44	47.98	1.70
801160.SI	公用事业(申万)	2,010.84	23896.28	1.40	18.55	-25.01	6.69	1.50
801770.SI	通信(申万)	2,339.28	11283.56	2.54	40.98	-16.40	21.71	1.46
801720.SI	建筑装饰(申万)	2,083.01	13849.70	0.90	9.59	-30.97	(2.40)	(0.29)
801130.SI	纺织服装(申万)	1,900.92	5171.21	1.91	38.09	-30.35	6.06	(0.97)
801170.SI	交通运输(申万)	2,302.33	25004.16	1.46	23.65	-20.82	13.39	(3.32)
801180.SI	房地产(申万)	4,032.03	21451.46	1.20	9.05	-17.89	15.31	(6.06)
801780.SI	银行(申万)	3,556.98	71601.34	0.68	6.95	-2.34	14.44	(6.91)
801020.SI	采掘(申万)	2,280.62	17530.92	1.04	14.82	-33.45	(1.10)	(9.33)

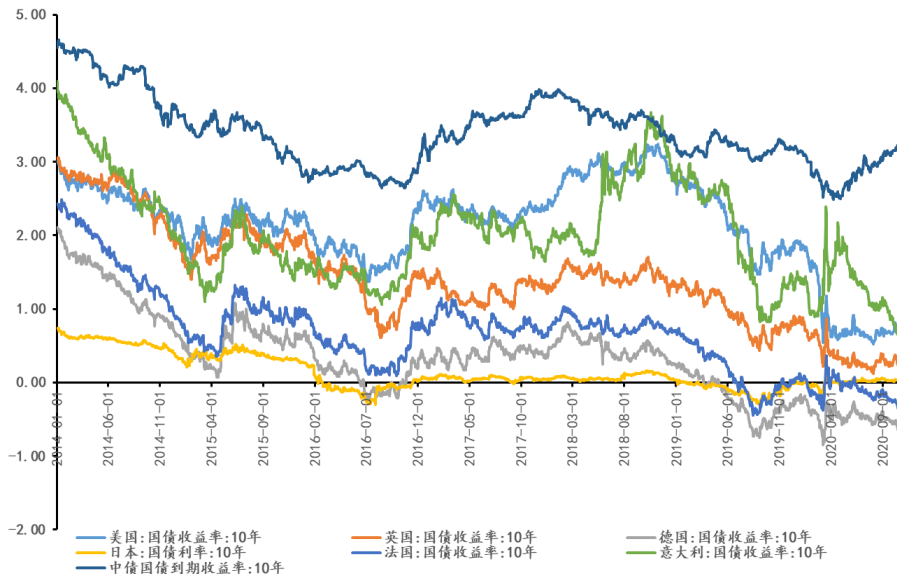
- 抗击疫情，逆周期调控，全球流动性宽松。
- 全球主要经济体增速负增长，结构分化，中国率先复苏，各项宏观指标向好发展。
- 汽车、空调、社零等消费数据显示底部复苏，累计降速收窄，环比改善。
- 工业企业利润总额累计同比转正可期。

图表：流动性宽松



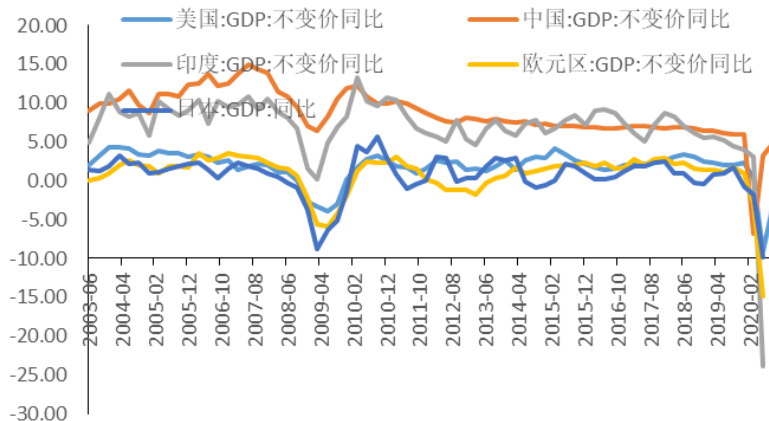
资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：主要经济体国债收益率下滑，甚至负利率

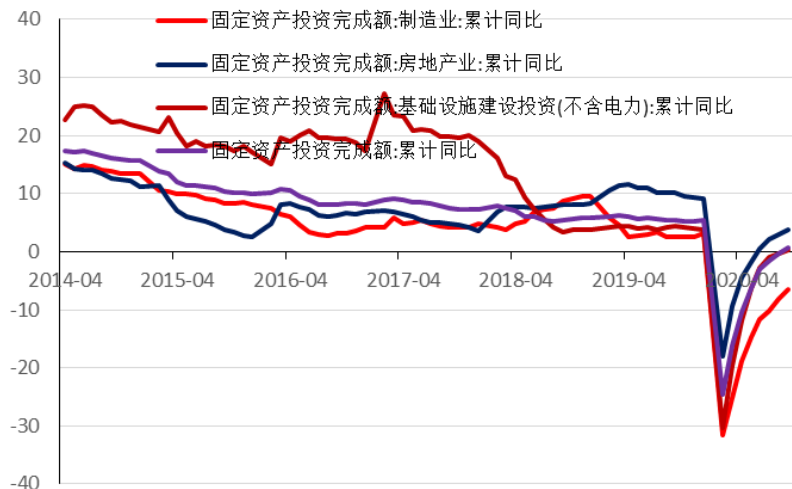


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

图表：全球主要经济体增速负增长，结构分化

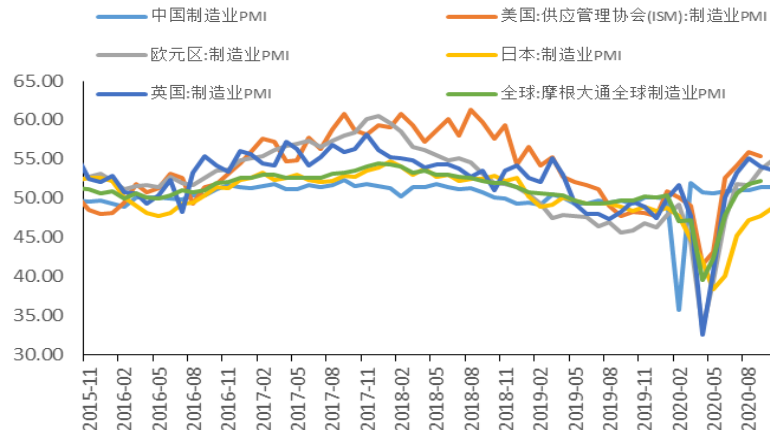


图表：2014年至今固定资产投资完成额累计同比走势图

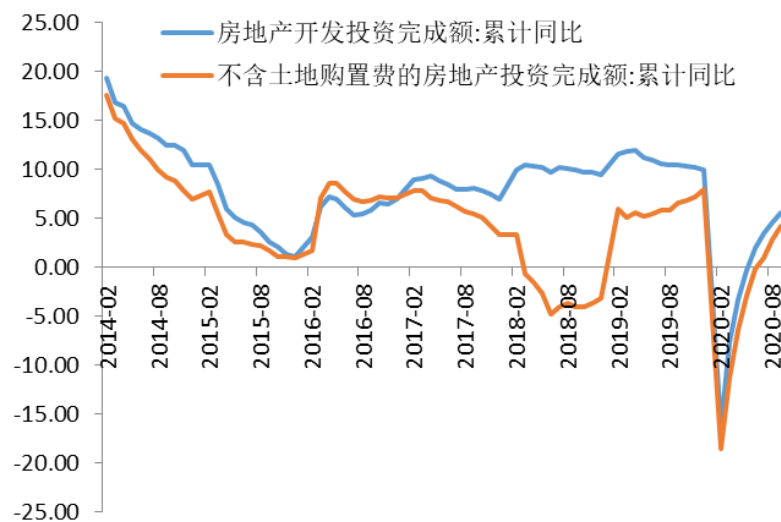


资料来源：Wind，太平洋证券研究院

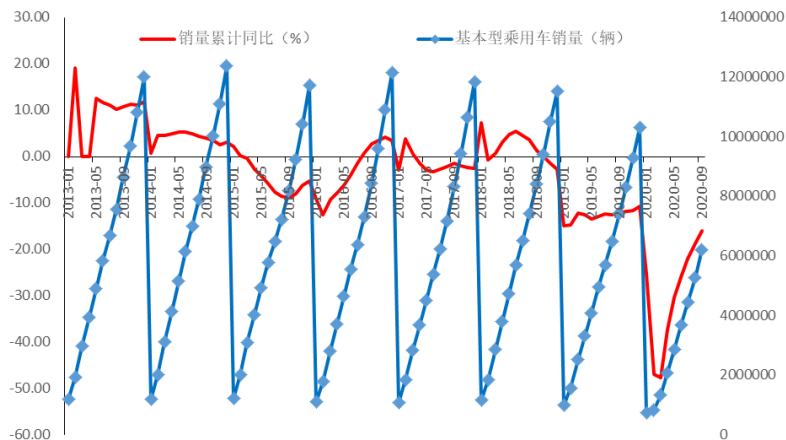
图表：全球主要经济体制造业PMI走势图



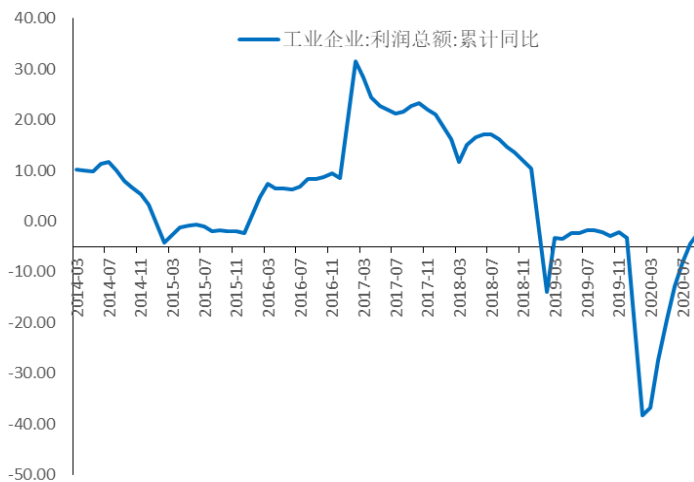
图表：2013年至今房地产开发投资完成额累计同比走势图



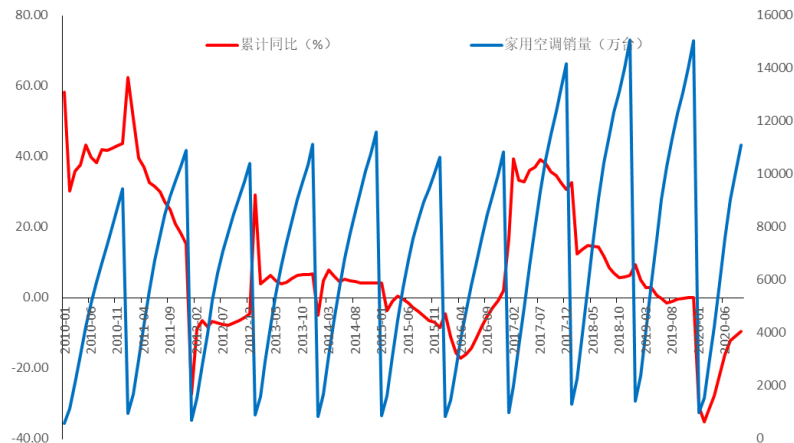
图表：乘用车消费复苏



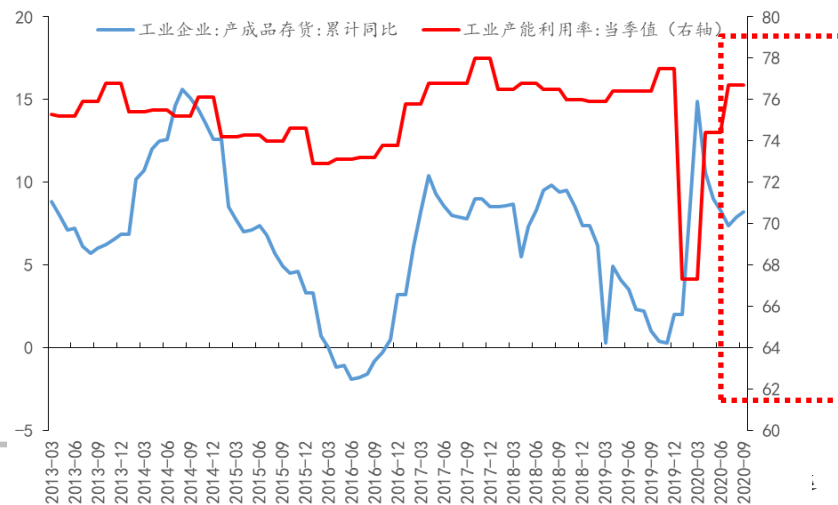
图表：工业企业利润总额累计同比转正可期



图表：空调消费复苏

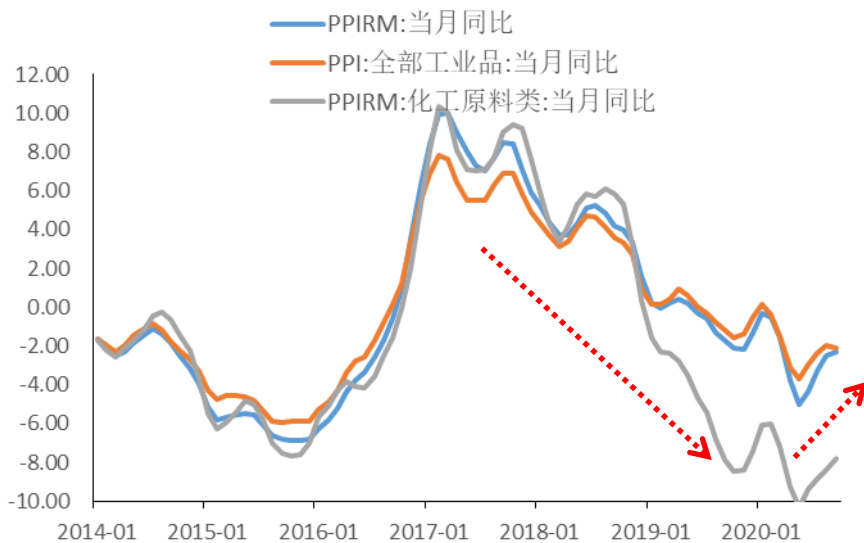


图表：开工率提升，库存下降



- **化工品价格领跌，目前底部复苏。** 化工品价格指数（CCPI）11月初为3976，较年内最低点3154，上涨26%。
- **复苏之旅受疫情、油价波动或有震荡，总体中枢向上。**
- **同时，不同产品价格受其自身供需格局影响，表现差异化，重视品种差异。**

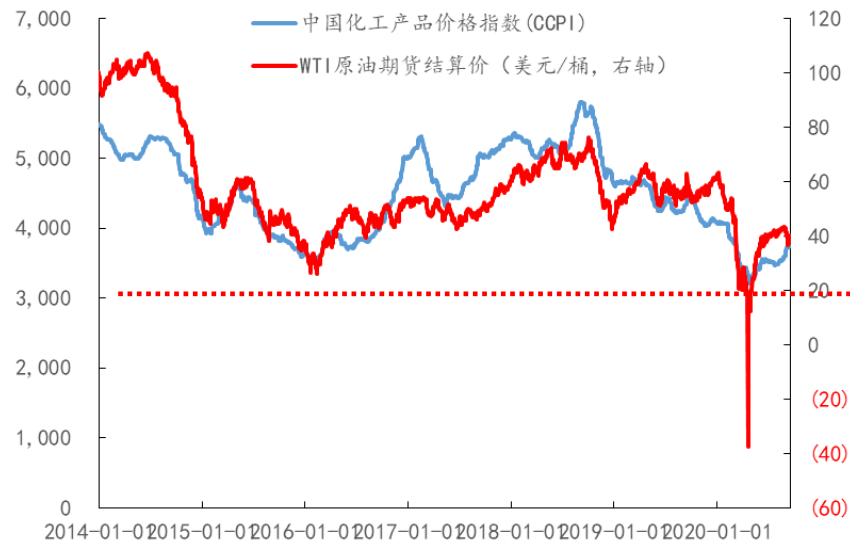
图表：工业品PPI指数下滑，化工原料类领跌



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表：化工品产品价格指数走势图



资料来源：Wind，太平洋证券研究院

守正 出奇 宁静 致远

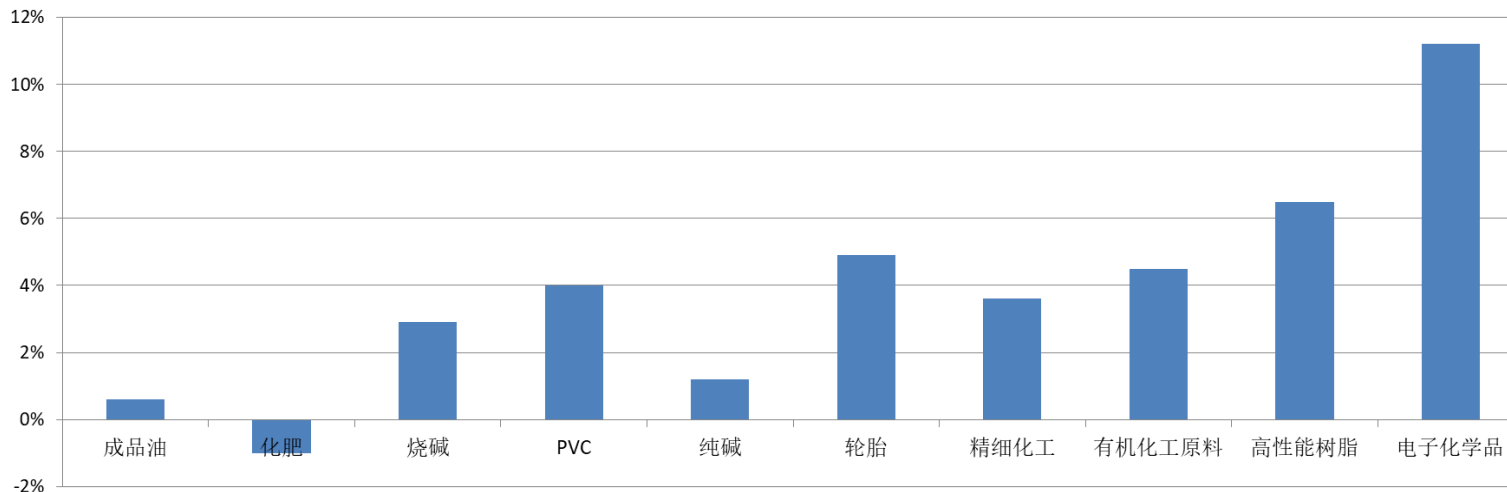
图表：2020年初以来产品价格涨幅排行榜

产品名称	11月2日单价	涨跌	较昨日	较上周	较上月	较上季度	较年初	较去年	单位
液氯	1651	96	6.17%	13.86%	40.63%	87.61%	193.25%	273.53%	元/吨
糊树脂手套料	24381	0	0%	0%	2.2%	22.27%	170.15%	182.9%	元/吨
DMF	11900	-1250	-9.51%	-4.8%	46.01%	96.69%	120.7%	128.14%	元/吨
纯MDI	32500	0	0%	-7.14%	60.49%	137.8%	108.33%	83.1%	元/吨
盐酸	317	1	0.32%	6.38%	19.62%	16.54%	89.82%	105.84%	元/吨
粗萘	6700	0	0%	3.08%	13.56%	48.89%	86.11%	85.85%	元/吨
碳酸二甲酯	10100	-310	-2.98%	-9.5%	-27.81%	76.27%	85.32%	35.39%	元/吨
聚合MDI	23633	-111	-0.47%	8.41%	37.14%	80.56%	82.58%	95.67%	元/吨
糊树脂皮革料	15671	0	0%	0%	-7.58%	29.21%	78.59%	82.75%	元/吨
环氧丙烷	16483	-934	-5.36%	-9.77%	-11.78%	47.6%	68.33%	70.07%	元/吨
弹性体聚醚	18100	-1000	-5.24%	-7.06%	-9.39%	48.06%	66.44%	62.7%	元/吨
软泡聚醚	16683	-817	-4.67%	-9.66%	-14.01%	40.58%	61.7%	60.8%	元/吨
硫磺	797	0	0%	1.53%	14.02%	42.58%	60.36%	33.72%	元/吨
天然气期货	3.35	0.05	1.64%	12.93%	31.02%	83.28%	58.21%	27.53%	美元/百万英热单位
高回弹聚醚	17250	-1000	-5.48%	-8%	-10.04%	41.98%	56.99%	53.5%	元/吨
维生素D3	148	0	0%	-4.52%	-15.43%	-10.3%	51.02%	11.28%	元/公斤
草铵膦	157500	0	0%	3.28%	5%	5%	46.51%	54.41%	元/吨
石油焦	1613	10	0.62%	3%	8.4%	24.17%	45.71%	36.81%	元/吨
硬泡聚醚	13900	-800	-5.44%	-6.4%	-7.64%	39%	44.79%	42.93%	元/吨
氧气	687.5	0	0%	0%	-19.83%	-33.41%	41.75%	21.15%	元/吨
甲酸	2267	17	0.76%	3.05%	7.95%	74.38%	41.69%	-9.32%	元/吨
四氧化三钴	220000	0	0%	0%	-2.22%	13.4%	40.58%	7.32%	元/吨

资料来源：百川资讯，太平洋证券研究院整理

- **“十三五”供给侧结构性改革，环保攻坚战，主要产品全球比重持续提升：**2019年，我国化工行业规模以上企业较2015年减少约12%。2019年石化化工行业主营收入12.27万亿元，国内占比12%；利润总额6684亿元，国内占比11%。炼油、乙烯、丙烯、对二甲苯、甲醇等全球产能占比持续提升。**甲醇、烧碱、纯碱、磷铵、尿素、硫酸、合成树脂、农药、轮胎、PTA、涤纶等20多种大宗化工品产量继续稳居世界第一。**
- **“十四五”展望：化工行业持续优化产业结构及布局，加快升级改造，创新驱动补齐短板，推动我国石油和化工行业由大国迈向强国。**
- **基于化工行业三高属性（环保壁垒、园区壁垒、资金技术密集），在龙头综合优势明显，持续扩产，行业集中度提升背景下，推荐聚焦细分行业龙头，强者恒强逻辑持续。**

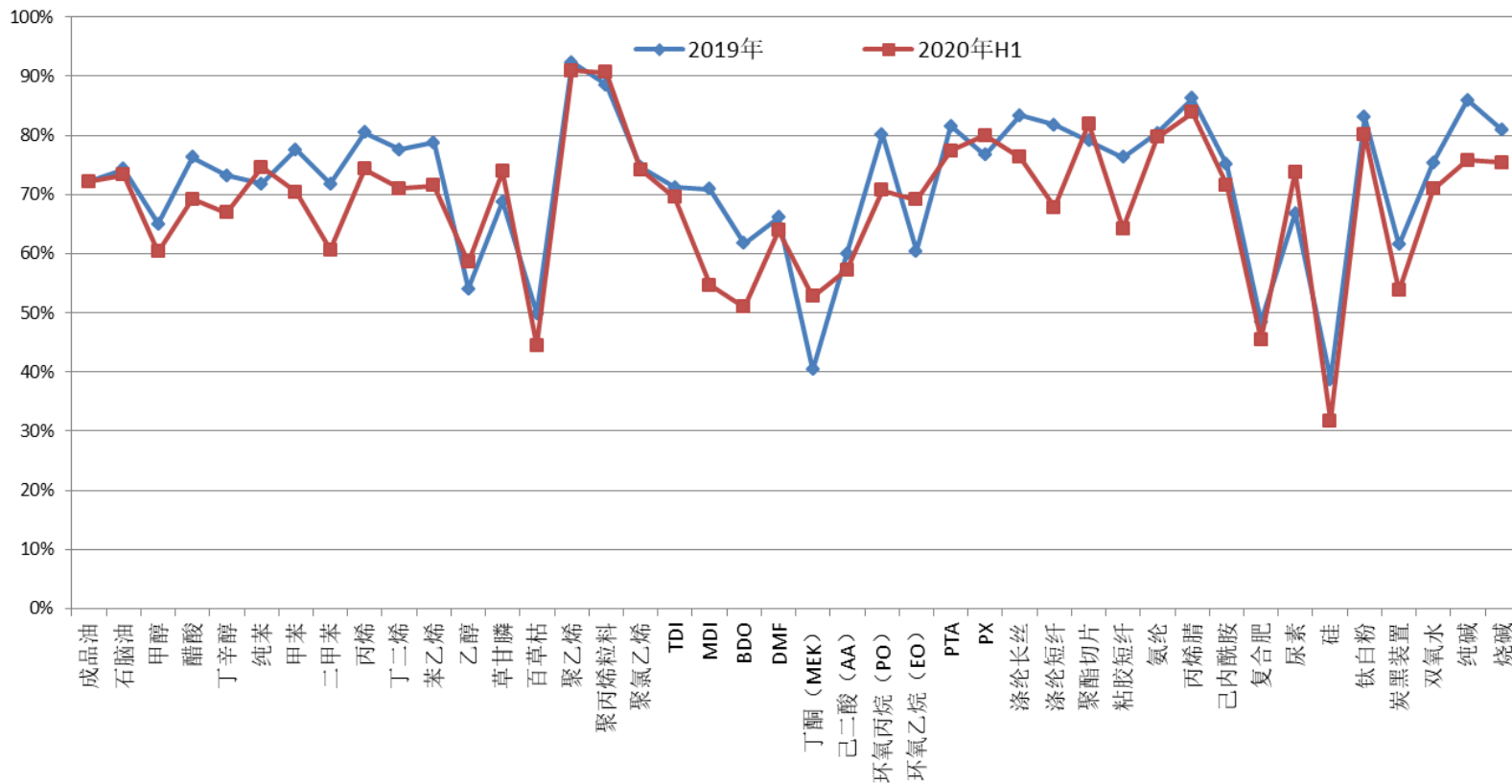
图表：部分领域“十四五”需求增速展望



资料来源：石油和化学工业规划院，太平洋证券研究院整理

■ 不少化工品仍呈现供过于求状态，提质增效，产业升级，淘汰落后产能持续。

图表：部分化工品开工率



资料来源：百川资讯，太平洋证券研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正出奇 宁静致远

- **一、策略：结构分化，聚焦龙头，三条主线布局化工行情**
- **二、投资主线之内需和刚需**
- **三、投资主线之景气周期制造**
- **四、投资主线之科技内循环及新材料**
- **五、风险提示**

- 内需和刚需（2020年H1，疫情初期受益明显领涨，经济复苏期同样受益）：**重点推荐水泥减水剂龙头**苏博特**；维生素龙头**新和成**；农药产业链（三季度淡季，短期汇兑损失，业绩环比下滑，但中长期供给侧收缩集中度提高，利好龙头逻辑明显），重点包括**扬农化工、广信股份、中旗股份、利民股份**；食品添加剂甜味剂龙头**金禾实业**；有机硅密封胶龙头**硅宝科技**。

投资主线一：内需和刚需

投资主线	股票代码	股票简称	主要看点	市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润(亿元)					PE			
						2019A	2020 年1-9 月份	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
内需及刚需 (具有一定 防守属性), 业绩稳增长	603916.SH	苏博特	水泥减水剂龙头，业绩稳增长	90	27.16	3.54	3.02	4.28	5.4	6.34	25.5	21.1	16.7	14.3
	002001.SZ	新和成	优质核心，维生素龙头，高ROE，下游需求刚性，打造精细化学品龙头	641	29.84	21.69	29.37	37.98	42.27	46.1	29.6	16.9	15.2	13.9
	002597.SZ	金禾实业	需求刚性，甜味剂龙头	169	30.15	8.09	5.33	7.38	9.43	11.04	20.9	22.9	17.9	15.3
	600486.SH	扬农化工	优质核心，打造农化标杆，先正达协同未来空间大	289	93.10	11.70	10.23	13.03	15.28	17.52	24.7	22.1	18.9	16.5
	603599.SH	广信股份	具有光气独特优势的农药细分龙头，在建多个项目促发展	89	19.12	5.06	4.35	5.23	6.15	7.34	17.6	17.0	14.4	12.1
	300575.SZ	中旗股份	农药中间体龙头，安徽项目促成长	48	35.10	1.50	1.51	1.95	2.81	3.68	32.4	24.8	17.2	13.2
	002734.SZ	利民股份	杀菌剂龙头，在建多个项目进入收获期	48	12.76	3.22	3.74	4.55	5.24	5.71	14.8	10.4	9.1	8.3
	300019.SZ	硅宝科技	建筑密封胶龙头	51	15.53	1.32	1.35	1.82	2.2	2.74	39.1	28.2	23.4	18.8

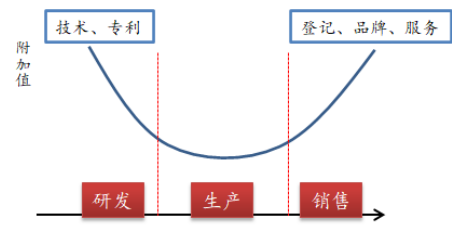
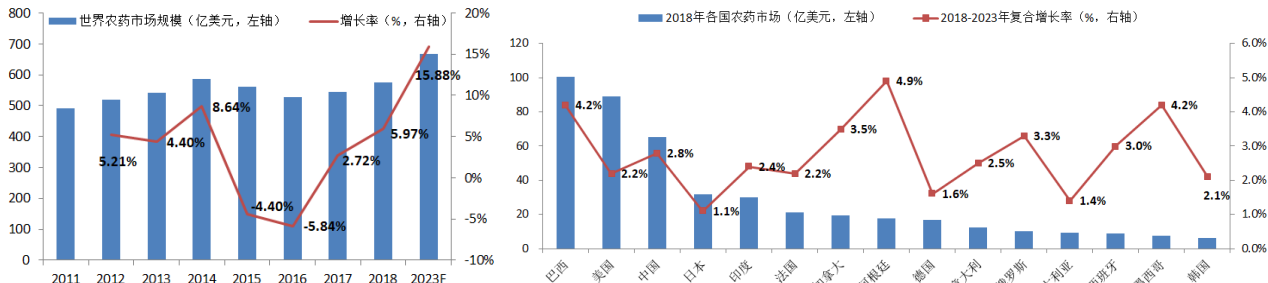
资料来源：Wind，太平洋证券研究院；备注：2020年11月6日

2019年全球农药市场(农作物)规模577.9亿美元(+0.3%)。2018年全球农药市场(农作物)规模575.61亿美元(+6.0%)，非农作物用农药市场规模73.11亿美元(+3.1%)。预计2023年用于农作物的农药需求667.03亿美元，2018-2023年CAGR达3%。分产品：除草剂246.1亿美元(增长5.9%，占比42.7%)、杀菌剂163.2亿美元(增长4.7%，占比28.4%)、杀虫剂145.5亿美元(增长7.6%，占比25.3%，但过去五年增速仅为0.2%，2018年主要产品价格上涨、渠道库存少刺激，棉花虫害等)。

原药：对研发能力、生产技术、生产工艺、环保和安全生产的要求较高，固定资产投资规模大，一般不能直接施用，其核心技术为农药有效成分化合物合成技术。
制剂：是在原药的基础上，加上分散剂和助溶剂等辅料，经研制、复配、加工、生产出制剂产品，直接应用到农业生产，与农作物的产量、质量、环境保护、食品安全、生态稳定有密切关系。农药制剂主要以植物保护技术和生物测定为基础，以界面化学技术及工艺为研发和制造手段，生产过程对环境和安全的影响较小。据统计，**农药产业链利润分配中，制剂占据50%、中间体20%、原药15%、服务15%，微笑曲线明显。**跨国公司通过掌握原创原药，掌控大量制剂登记与销售渠道占据食物链上层，国内企业主要为其做中间体、原药加工（过专利期），全球约60%的原药来自中国，制剂生产较少。

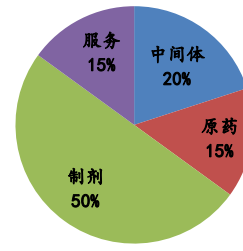
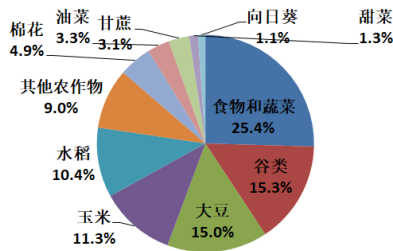
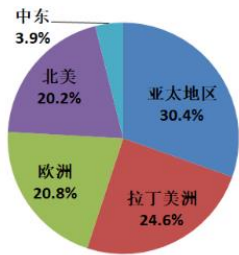
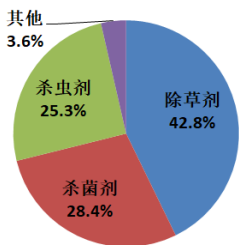
两化整合后，中国农化向产业链两端加速延伸，获取更多附加值。借助先正达与安道麦丰富的登记证储备，中国企业有望逐步开拓海外市场。

世界农药市场规模在600亿美元左右



农药产业链利润分配

图表：2018年全球农药市场分产品结构

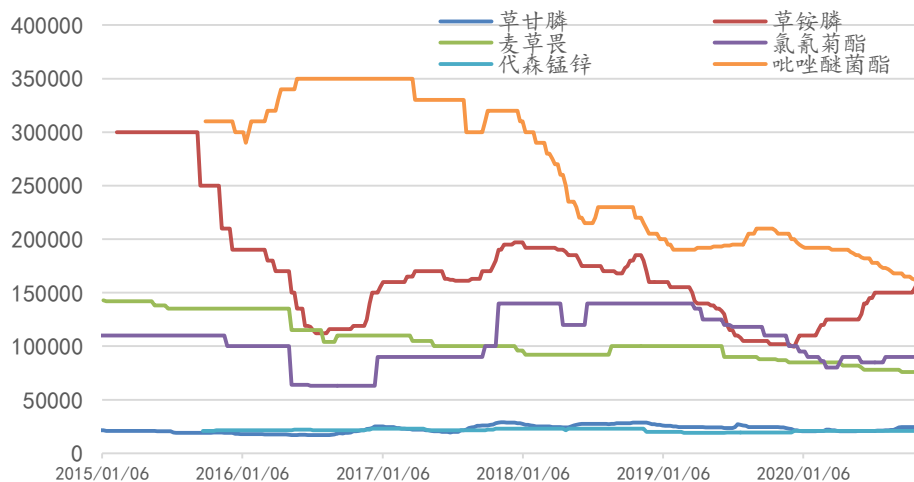


资料来源：Phillips McDougall、太平洋证券研究院

近十多年来，工信部、江苏、山东、湖北、河南、辽宁等省市均针对化工企业和化工园区出台一系列整治提升方案。江苏省整治力度最大，从2007年开始整治，到了2020年后，江苏印发了《江苏省化工产业结构调整限制、淘汰和禁止目录（2020年本）》（苏政办发〔2020〕32号）。其中明确禁止设立新的化工园区以及设立新的化工园区外化工企业；禁止新增农药原药（化学合成类）生产企业。

江苏、山东、浙江等地环保整治的持续推进导致农药产业向资源环境承载力较大的地区转移。其中，浙江、河北的产业转移最为显著。农药及中间体转移地区主要集中于西北和中部地区，首先为内蒙古自治区、宁夏回族自治区，其次为甘肃省、陕西省和湖北省。

近五年农药价格变动趋势



数据来源：百川资讯，Wind，太平洋化工

农药及中间体产能新增情况

省份	一般中间体	专用中间体	原药
陕西	-	1,800	32,400
甘肃	82,500	113,400	10,100
青海	-	13,500	-
宁夏	184,300	100,200	132,000
新疆	30,000	75,000	-
内蒙古	825,000	361,600	93,880
合计	1,121,800	665,500	268,380
山西	-	14,520	-
河南	40,000	25,000	20,150
安徽	49,000	13,200	14,150
湖北	453,040	141,530	27,400
江西	26,000	21,600	13,000
湖南	1,400	-	-
合计	569,440	215,850	74,700

数据来源：世界农化网，太平洋化工

公司是一家专业生产营养品、香精香料、高分子新材料以及原料药的国家级重点高新技术企业。公司主导产品维生素A、维生素E、香精香料系列产品处于全球领先；高分子新材料PPS、蛋氨酸产品已形成规模化生产，打破国际垄断。

营养品板块：

公司维生素A（粉）产能为1万吨，打通VA合成全产业链，掌握核心中间体柠檬醛生产技术，新和成目前为VA全球第二大供应商，2018年供应量约占全球总需求的22%。

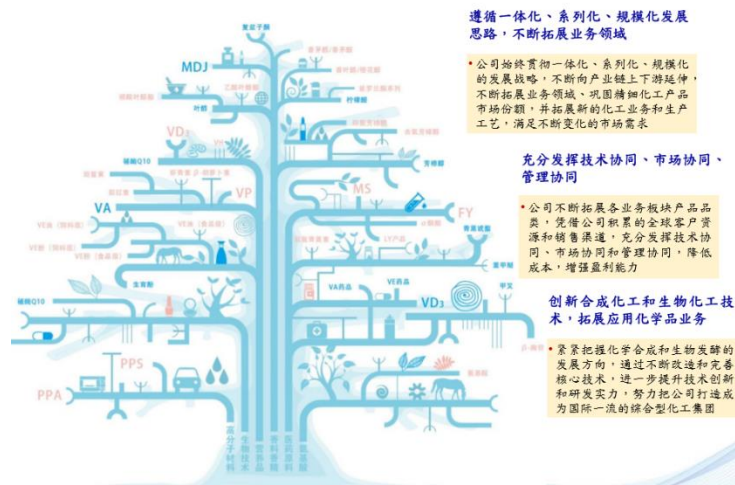
公司维生素E（粉）产能为4万吨，2018年，公司维生素E产品供应量约占全球总需求的20%，是全球第二大供应商。

公司现有蛋氨酸产能15万吨，计划再投建15万吨，整体产能扩产至30万吨。

公司还拥有生物素、维生素D3等其他维生素产品，均占据全球供应龙头位置。

香精香料板块：新和成是香精香料领域全球龙头企业，芳樟醇市场份额超过80%，覆盆子酮市场份额超过90%。

新材料板块：公司现有PPS 1.5万吨产能及PPA中试线。



1999年新昌县合成化工厂进行股份制改造，设立公司。
2002年生物素研发成功，香叶酯、芳樟醇两只新产品通过国家火炬计划验收。
2003年建立上虞基地。

1999-2003产业初创

2004年公司于深交所上市。
2005年虾青素研制成功并量产。
2006年柠檬醛研制成功，国内第一家，世界第三家能够实现大规模生产柠檬醛的企业
2009年山东基地成功试车投产

2004-2010走向全国

2011年维生素合成新工艺及产业化项目
2013年PPS新材料项目投产
2014年与中科院签署合作框架协议，正式进入大化工领域PPA完成中试

2011-2014内外联合

2015年与帝斯曼合资设立帝斯曼新和成工程塑料合资公司，加快新材料板块发展。
2016年与闰土股份签署合作PPS配套项目。
2017年首期5万吨蛋氨酸项目成功投产并基本达产。
2018年打造生物发酵工程

2015-2020整合发展



市场导向与技术创新持续驱动公司发展

资料来源：公司资料，太平洋证券研究院

公司现有产能列表

业务板块	产品	产能 (吨)	计划新增 (吨)	备注	
营养品	维生素A (50万IU)	10000		项目迁至山东基地	
	维生素E (油)	20000			
	维生素D3	2000			
	VH (生物素) 折纯	120			
	虾青素	500			
	辅酶Q10	150	500		
	蛋氨酸	50000	100000+150000		2020年投产10万吨固蛋, 2021年投产15万吨液蛋
	三氯蔗糖	-	2000+4000		规划
	维生素B2	-	3000		规划
	维生素B6	-	6000		规划
维生素B12 (1%含量)	-	3000	规划		
香精香料	芳樟醇	12000		2019年下半年试车 6000吨乙基麦芽酚规划	
	柠檬醛	8000			
	叶醇	900			
	二氢茉莉酮酸甲酯	3000			
	覆盆子酮	900			
	甲基麦芽酚	3000			
	乙基麦芽酚	-	6000		
	己糖酸	-	30000		
	山梨醇 (70%含量)	-	60000		
	葡萄糖 (折纯)	-	155100		
	叶红素	500			
	核黄素	-	3000		
钴胺素	-	3000			
薄荷醇	-	10000			
淀粉乳折纯	-	146700			
医药	β-胸苷	120		目前满负荷运行	
	青蒿素	10			
新材料	PPS (纤维级)	15000	15000	与帝斯曼合作 试车中, 一期1000吨, 二期9000吨	
	PPS (复合)	4000	16000		
	PPA	1000			

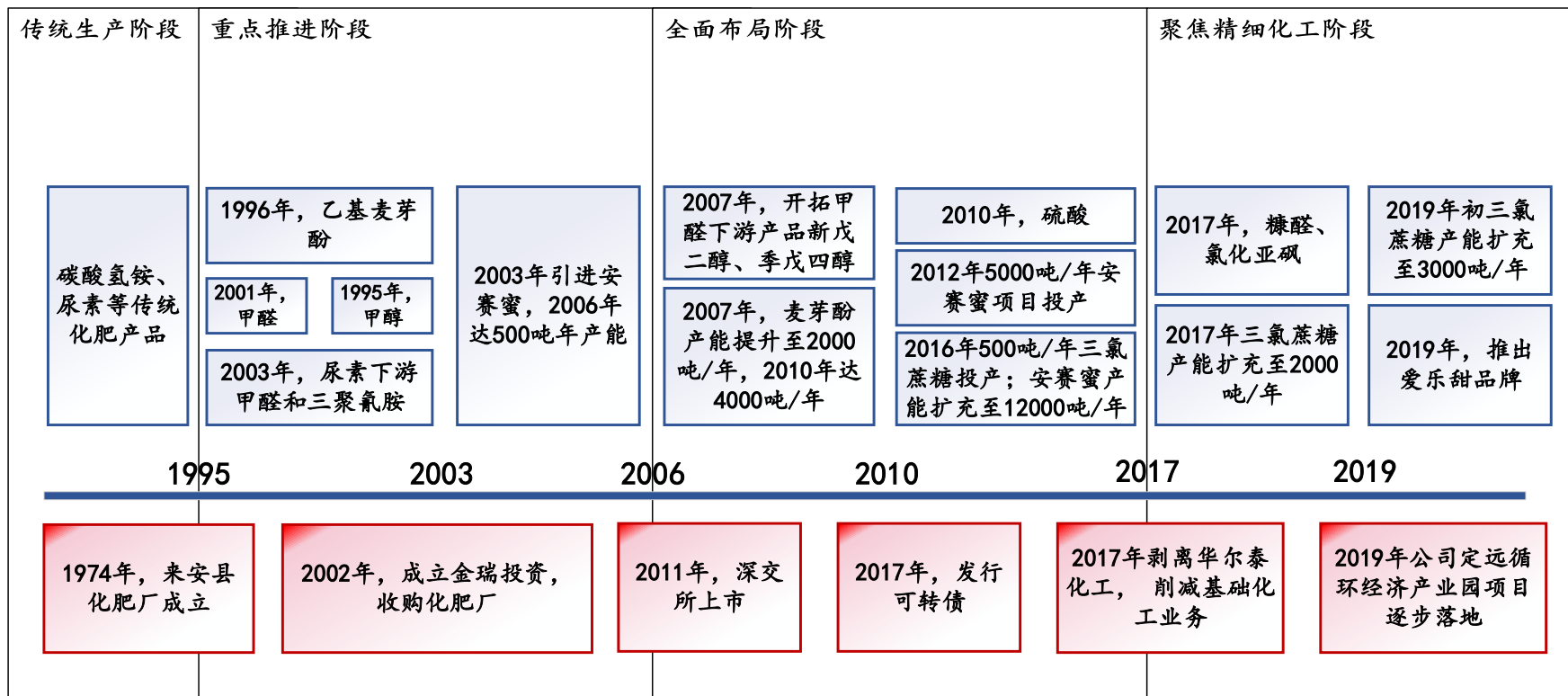
资料来源: 公司公告, 环评报告, 太平洋证券研究院

公司新建项目列表

山东基地主要新建在建及环评规划项目									
项目名称	主要产品	产能 (吨/年)	拟投资	项目进度	实施主体				
2x2万吨/年营养品项目	维生素E	20000	7.1亿元 (新建)	2万吨/年维生素E产能近期已投产	山东新和成维生素有限公司				
	具体产品未披露	20000							
年产25万吨蛋氨酸项目	固体蛋氨酸	100000	53.7亿元 (改扩建)	预计2021年投产 预计2020年投产	山东新和成氨基酸有限公司				
	液体蛋氨酸	100000							
9000吨麦芽酚、8000吨桂醛、1600吨女贞醛、1000吨苯乐戊醇、100吨乙酸己酯中试建设项目	麦芽酚	9000	2.57亿元 (改扩建)	2019年2月女贞醛、乙酸己酯及中试项目试生产; 2018年5月3000吨/年乙基麦芽酚装置试车后故障, 预计2020年投产	山东新和成药业有限公司				
	桂醛	8000							
	女贞醛	1600							
	苯乐戊醇	1000							
	乙酸己酯	100							
	女贞醛 (中试)	160							
	三氯蔗糖	6000							
	维生素B6	5000							
	环丙乙炔	1000							
	环丙基甲基酮	2000							
11000吨营养品及9000吨精细化学品项目	乙酰丁内酯	3000	6.9亿元 (新建)	环评审批阶段	山东新和成精工科技有限公司				
	三苯基磷	3000							
	香茅醇	2000							
	β-苯乙醇	10000							
	桃醛	2000							
	柠檬醇	1000							
	L-薄荷醇	10000							
	乙酸异戊酯	50							
	羟基香茅醛	2000							
	吐纳麝香	5000							
3-氨基基四氢呋喃	3000								
4万都香精香料系列产品项目	乙基麦芽酚	10000	1.14亿元 (新建)	环评审批阶段	山东新和成药业有限公司				
	L-薄荷醇	50							
	羟基香茅醛	2000							
	吐纳麝香	5000							
	3-氨基基四氢呋喃	3000							
	公司黑龙江生物发酵产业园项目情况								
	项目名称	主要产品				产能	投资额	项目进展	
	新和成黑龙江生物发酵产业园项目一期	结晶葡萄糖				155100 (外售 61601)	0.2亿元 (新建)	项目正在试车	
		麦芽糖浆				5167			
		叶红素				500			
己糖酸		30000							
山梨醇		60000							
新和成黑龙江生物发酵产业园项目二期	结晶葡萄糖	155100 (外售 47333)		计划2021年10月投产					
	麦芽糖浆	4333							
	己糖酸	30000							
	山梨醇	60000							
	核黄素	3000							
	钴胺素	3000 (1%含量)							

- 公司在食品添加剂细分领域，特别是甜味剂多个产品具有全球规模及成本优势，处于国内最高水平。公司拥有三氯蔗糖（第五代高倍甜味剂）3000吨/年，全球市占率25%，在建5000吨/年。甲乙基麦芽酚（香料）6000吨/年，全球市占率第一，拟扩建增加5000吨/年。安赛蜜（第四代高倍甜味剂）1.2万吨/年，全球市占率约60%。代糖消费成为行业新趋势。甜味剂是仅次于调味品的第二大类食品添加剂，2018年全球甜味配料市场中蔗糖和果葡萄糖浆合计占比约90%，人工甜味剂占比仅9%，成长空间大。

图表：公司发展历程



资料来源：公司公告，太平洋证券研究院整理

- **顺周期成长（疫情被控制，经济复苏期受益明显领涨，特别是不少企业具有全球竞争力，且过去五年引领化工行业投资TOP榜，在建项目渐入收获期）：重点推荐万华化学（聚氨酯龙头+石化+新材料，自我造血，自驱型管理层）、恒力石化（炼化聚酯龙头，二期可期）、荣盛石化（炼化聚酯龙头，二期渐入收获期）、卫星石化（C3龙头，C2稳步推进增量）、合盛硅业（工业硅有机硅双龙头）、龙蟒佰利（钛白粉龙头，高分红）、桐昆股份（宝塔型炼化聚酯龙头）、华鲁恒升（煤化工龙头，荆州基地打开空间）、齐翔腾达（C4龙头，业绩拐点）**
- **周期股好处是估值锚比较好找，深跌敢于下手，但存在涨多了就想卖的问题（因为周期在前，成长在后，成长具有一定不确定性，或趋势不明，信心不足，市场波动操作明显），选股思路中重点选择有增量的标的。**

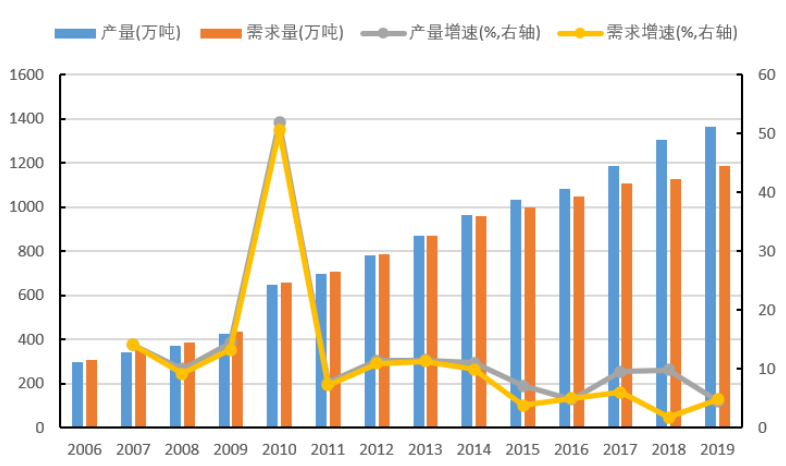
投资主线二：顺周期成长

投资主线	股票代码	股票简称	主要看点	市值(亿元)	股价(元/股)	归母净利润(亿元)					PE			
						2019A	2020年1-9月份	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E
优质周期龙头，持续扩产，经济复苏，中长期具有成长性（右侧）	600309.SH	万华化学	优质核心，化工标杆，研发实力雄厚，自我造血，高ROE，低PB	2,696	85.86	101.30	53.49	90.39	128.31	144.71	26.6	29.8	21.0	18.6
	600346.SH	恒力石化	炼化巨头，业绩弹性大，二期可期	1,485	21.09	100.25	98.96	137.67	156.98	180.71	14.8	10.8	9.5	8.2
	002493.SZ	荣盛石化	炼化巨头，二期即将进入收获期	1,551	22.97	22.07	56.52	76.79	100.74	152.42	70.3	20.2	15.4	10.2
	002648.SZ	卫星石化	C3龙头，C2稳步推进，业绩增量	265	24.90	12.73	9.02	13.19	20.67	28.72	20.8	20.1	12.8	9.2
	603260.SH	合盛硅业	工业硅有机硅双头龙，受益涨价周期	327	34.91	11.06	7.19	10.3	13.57	20.52	29.6	31.8	24.1	16.0
	002601.SZ	龙蟒佰利	全球钛白粉巨头，产能扩张，业绩弹性大，高分红	526	25.90	25.94	19.50	27.8	35.7	43.1	20.3	18.9	14.7	12.2
	601233.SH	桐昆股份	宝塔型炼化聚酯龙头，业绩弹性大，估值低位	295	15.95	28.84	18.02	27.15	31.9	38.08	10.2	10.9	9.3	7.8
	600426.SH	华鲁恒升	优质核心，煤化工龙头，近期低油价偏利空	533	32.78	24.53	12.91	19.33	24.99	30.66	21.7	27.6	21.3	17.4
	002408.SZ	齐翔腾达	C4产业链龙头，在建多个项目即将进入收获期，业绩拐点	146	8.21	6.20	7.87	9.95	12.3	15.57	23.5	14.6	11.8	9.4

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；备注：2020年11月6日

聚氨酯产业链：由于MDI具备高技术壁垒、高资金壁垒，因此限制了行业新进入者，当前MDI全球供应呈寡头垄断格局。2019年世界产能约882万吨，万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯曼、陶氏分别位列前五名，CR5=90%。据统计，2011-2019年，全球MDI需求量从480万吨增加到743万吨，每年需求增量约为33万吨，年均增长率约5.6%。我国MDI需求从2009年的96万吨增加至2019年的197万吨，平均每年新增需求10万吨，约占全球需求增量的1/3，年均增长率7.4%，高于全球平均水平。

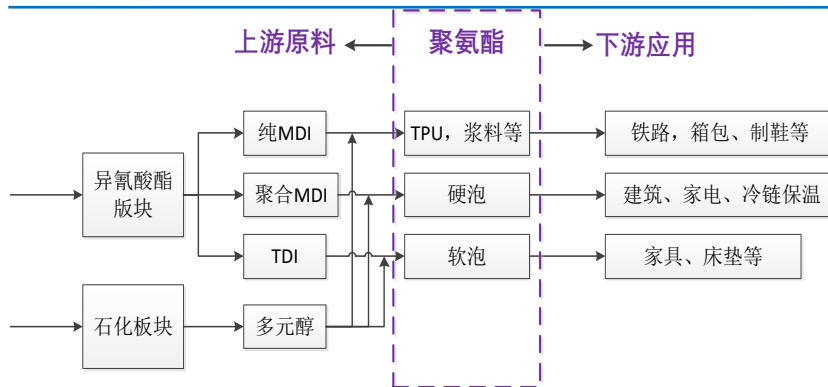
图表：我国聚氨酯产能和消费高增速



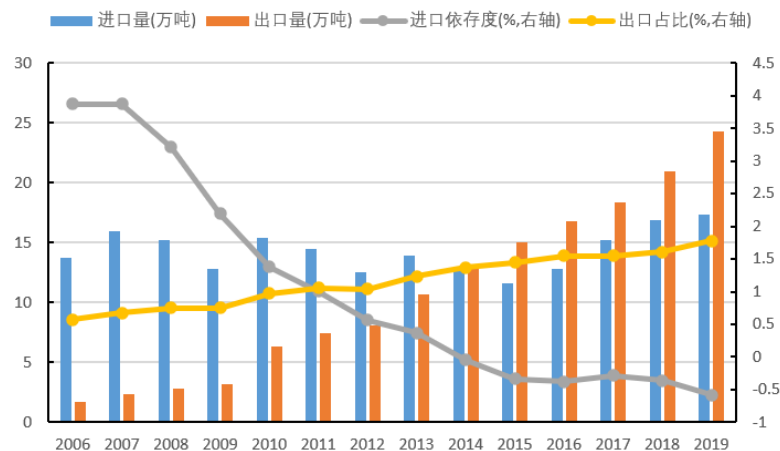
资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

请务必阅读正文之后的免责条款部分

图表：聚氨酯产业链



图表：我国已转变为聚氨酯纯出口国



资料来源：Wind, 太平洋证券研究院

守正 出奇 宁静 致远

图表1：万华化学2010-2020年E投资项目分配表

年份	基地	项目	计划总投资(亿元)	历年投资分布(亿元)														
				2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020E				
2007	宁波	宁波万华二期项目	34.72	8.90	8.00													
2009	宁波	宁波热电脱硝技改	0.4	0.16														
2009	烟台	万华烟台八角工业园项目	243	0.74	11.56	23.72	69.67	87.95	37.22	27.60	46.81	75.43	139.9	2.90				
2010	宁波	宁波万华帝威5万吨组合料一体化项目	1.7	0.74	0.77	0.16												
2011	宁波	宁波万华二期技改项目	18.1			15.80	1.33											
2011	宁波	东港电化三期扩建项目	3.62		2.67	0.76												
2011	宁波	宁波热电二期扩建工程	3.13		1.13	1.50												
2012	宁波	HDI项目技改	5.2					0.39	0.73									
2013	烟台	万华化学(烟台)氟碳热公司氟碳热电一期二期项目	N.A					14.31	4.12	3.23	2.67	3.08	7.50	6.00				
2013	宁波	万华宁波HCl氧化装置	4.7				2.20	0.70										
2013	宁波	万华宁波水性聚氨酯、高粘度PMI、HDI改造等	3.39				2.27											
2013	宁波	万华宁波二期技改配套项目扩能改造	4.03					1.74										
2013	宁波	宁波帝威二三期项目(含烟台帝威)	0.64					0.25	0.74									
2013	宁波	万华热电备用炉项目	1.9					1.52										
2014	宁波	万华宁波历年项目(含技改)	N.A					1.05	3.12	1.92	4.97	3.39	7.50	14.00				
2014	珠海	珠海特种聚氨酯项目一期	6.07					0.48	2.75	4.03	1.13	1.12	2.20					
2014	宁波	万华宁波码头煤堆场改造项目	4.4					0.37	1.06									
2015	宁波	万华宁波热电三期改扩建项目	7.3						2.87	2.72								
2015	上海	万华上海中心项目	6.1						1.07	0.86	1.20	0.79	0.40	0.80				
2017	烟台	聚氨酯产业链延伸及配套项目	296.64													84.30		
2017	烟台	100万吨乙烯项目	168													38.30		
2017	美国	美国一体化项目	85.79										5.50	2.50				
2019	珠海	广东水性树脂二期	4											1.20				
2019	匈牙利	BC工业园项目	12.94											13.00	21.00			
2019	烟台	烟台热电二期项目	14.11															
当年其他项目投资, 亿元				1.48	0.37	0.30	1.68	4.20	2.56	0.97	3.62	6.36	4.60	3.00				
当年实际完成投资, 亿元				12.02	24.50	42.24	77.15	112.96	56.24	41.33	60.40	90.17	180.5	186				
2010-2020总投资额				883.51														

资料来源：公司公告、太平洋证券研究院；备注：百万吨乙烯项目2019年投资额放在烟台八角工业园项目中。

图表2：万华化学在建及储备项目一览表

环评/新颁布时间	项目名称	基地	项目概况	预计投资总额(亿元)
2018-03-21	万华化学集团股份有限公司合成香料一体化项目	烟台	项目主要装置包括500吨/年HDI装置、4000吨/年PDI装置和200吨/年3-脱装置，以及配套的公用工程和辅助生产设施。	5.76
2018-03-21	万华化学异氰酸酯一体化扩能技改项目	烟台	主要包括扩建MDI装置，由60万吨/年至110万吨/年，以及相关的硝酸、硝基苯、苯胺、氯化氮氧化装置；新建3万吨/年HDI装置和2万吨/年HDI加合物装置；扩建ADI装置，H12MDA和H12MDI规模由1吨/年扩能至2万吨/年，IPDI规模由1.5吨/年扩至3万吨/年以及配套的辅助工程和公用工程设施。	35.62
2018-04-16	万华化学(宁波)高性能材料研究院项目	宁波	该项目定位为万华新材料领域核心的研发机构，主要从事非化学类合成的聚氨酯新材料、特种聚氨酯、环保高性能表面材料等新材料的研发和成果转化。	2.8
2018-08-01	膜工厂项目	烟台	本项目膜的总生产能力为619万m ² /a，元件生产能力为50000个/年，滤芯生产能力为100000个/年。其中，RO膜：300万m ² /a；NF膜：60万m ² /a；UF膜：50万m ² /a；中空纤维膜：100万m ² /a；MF膜：100万m ² /a；改性分离膜：9万m ² /a。	4.7
2018-10-15	万华化学集团股份有限公司年产35/30万吨高密度聚乙烯/聚丙烯项目	烟台	项目主要装置包括35万吨/年高密度聚乙烯装置及30万吨/年聚丙烯装置	26.73
2018-10-25	50万吨/年聚酯多元醇扩建项目	烟台	本项目主要建设40万吨/年软泡聚酯生产装置和13万吨/年硬泡聚酯生产装置。	9.17
2018-11-26	年产25万吨高性能改性树脂项目	四川眉山	主要建设年产25万吨高性能改性树脂生产线，包括年产10万吨改性聚丙烯树脂装置、年产10万吨水性树脂装置、年产5万吨改性PC装置以及公用工程及辅助设施等。	13.6
2018-11-29	年产12万吨热塑性聚氨酯弹性体扩建项目	烟台	在现有生产车间内扩建11条TPU生产线，以MDI、乙二胺等为原材料，生产TPU，规模为12万吨/年。	5.14
2019-01-24	年产4万吨尼龙12(PA12)项目	烟台	新建环十二酮三烯(BDT)单元、氧化(EPD)单元等8个工艺装置，年产4万吨尼龙12。	25.48
2019-11-25	工业配套智能物流园项目	宁波	主要规划建设自动化程度较高的PMI包装及仓库、PMI罐罐、各设备件综合仓库、HDI产品仓库、水性树脂装置、改性PP装置、有机硅装置、及其它公共设施等。	5.4
2019-12-23	万华聚氨酯产业链一体化-乙烷二期项目	烟台	乙烷二期项目以石脑油、混合丁烷为原料，经120万吨/年乙烷裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品，主要包括乙烷裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃弹性体/弹性体、聚丙烯等装置以及配套的公用工程和辅助生产设施。	200
2020-03-03	万华化学集团股份有限公司年产48万吨双酚A一体化项目	烟台	主要建设53万吨/年异丙苯装置，65万吨/年苯酚丙酮装置，48万吨/年双酚A装置以及公用工程及辅助设施等。	40
2020-03-04	西南基地项目二期	眉山	主要建设高性能树脂和水性涂料、生物发酵及可降解塑料、锂电池材料、维生素及营养化学品四大产业链11个项目	400
2020-03-04	万华化学福建产业园项目	福建江阴	一期拟新建4个项目，包括年产40万吨MDI项目、年产40万吨PVC项目、年产40万吨苯胺一体化项目、年产60万吨甲胺项目；技改提升4个项目，包括大型煤气化、烧碱(由12万吨扩至60万吨)、TDI(由10万吨扩至25万吨)和热电工程项目。二期计划在东区投资建设化工及下游等其他精细化工项目。	500
2020-05-21	万华化学(宁波)MDI/HDI技改扩能一体化项目	宁波	将一期MDI装置产能由现有40万吨/年扩能至50万吨/年，二期MDI装置产能由现有80万吨/年扩能至100万吨/年，合计全厂具备150万吨/年的MDI生产能力。新建一套5万吨/年的HDI单体生产装置、6万吨/年的加合物生产装置，使全厂具备10万吨/年的HDI单体生产能力。	32.2
总计				

资料来源：公司公告、环评公告、部分太平洋证券研究院测算

■ 聚氨酯龙头，构建高护城河

■ 公司现有MDI产能210万吨，全球占比24%，TDI产能55万吨，全球占比17%。福建基地建成后，MDI产能将增至250万吨/年，全球占比提升至27%，TDI产能增至80万吨/年，全球占比提升至23%，龙头地位愈加稳固。

■ **MDI是少有的超千亿市场产品，我国企业具有龙头地位的行业。目前下游需求逐步回暖，产品价格强势反弹，叠加行业护城河较高，龙头公司控价及成本优势，盈利有望大幅好转。**

■ 一期百万吨乙烯项目投产在即，二期120万吨乙烯项目稳步推进

一期100万吨乙烯项目总投资168亿元，拓展至C2产业链，是第一个落地山东省的百万吨级乙烯项目。2020年9月乙烯装置中交，预计Q4投产在即。以过去5年历史价格回归，我们测算该项目净利润中枢在30亿元左右。

二期120万吨乙烯项目：2019年12月23日，万华化学乙烯二期项目进行第一次环评公示。该项目以石脑油、混合丁烷为原料，经120万吨/年乙烯裂解装置生产烯烃、芳烃及下游产品，主要包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置以及配套的公用工程和辅助生产设施。我们预计二期120万吨乙烯项目总投资约200亿元，净利润中枢在40亿元左右。

■ 自我造血，优质资产，购买长期持有

2020年6月21日，我们发布推荐报告《万华化学：自我造血，新一轮强资本开支期，伴随公司长期成长》，统计整理了公司历年资本开支及规划项目情况。维持前期观点：公司项目布局可圈可点，自我造血，迈入新一轮强资本开支期。公司现金流无忧，历史投资回报良好，建议投资者长期持有，伴随公司成长。

■ 盈利预测及评级：

我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为90.39亿元、128.31亿元、144.71亿元，对应EPS 2.88元、4.09元、4.61元，PE 30、21、18倍。**考虑公司自驱型管理层，自我造血，三大板块齐发展，进入新一轮强资本开支期，推动公司中长期成长，维持 3000亿市值目标，“买入”评级。**

- **一头多线，柔性生产，拥核心竞争力**
- 公司总投资130亿元的150万吨绿色化工新材料项目入选山东省新旧动能转换重大项目库首批优选项目。
- **湖北荆州煤化工项目，一期总投资不少于100亿元，再造个华鲁，成长空间打开**

图表：公司现有产能一览表

板块	产品	现有产能, 万吨/年	备注
氨醇	合成氨	140	满足自用, 少量外售
	甲醇	170	满足自用, 少量外售
	合成气	10	中间产品, 根据生产需要灵活调节
肥料	尿素	220	2018年5月新增100万吨, 淘汰80万吨
	复合肥	30	肥料功能化项目中50万吨/年尿基复合肥装置暂缓
	三聚氰胺	10	一期5万吨/年于2014年4月投产, 二期5万吨/年于2018年12月投产。
有机胺	混甲胺	20	包括作为DMF原料的二甲胺
	DMF	25	
己二酸及中间品	己二酸	16	2012年投产
	环己酮	10	2014年投产
	硝酸	45	15万吨/年硝酸项目于2012年5月投产; 60万吨/年硝酸项目(一期30万吨/年)生产线于2015年1月投产
醋酸及衍生品	醋酸	50	
	醋酐	5	
多元醇	正丁醇	8	2013年7月投产, 根据市场调节生产
	异辛醇	12	
	乙二醇	55	先期5万吨/年乙二醇项目于2012年投产, 50万吨/年于2018年10月投产

资料来源：公司公告，太平洋证券研究院

■ 公司正由国内龙头向海外巨头迈进

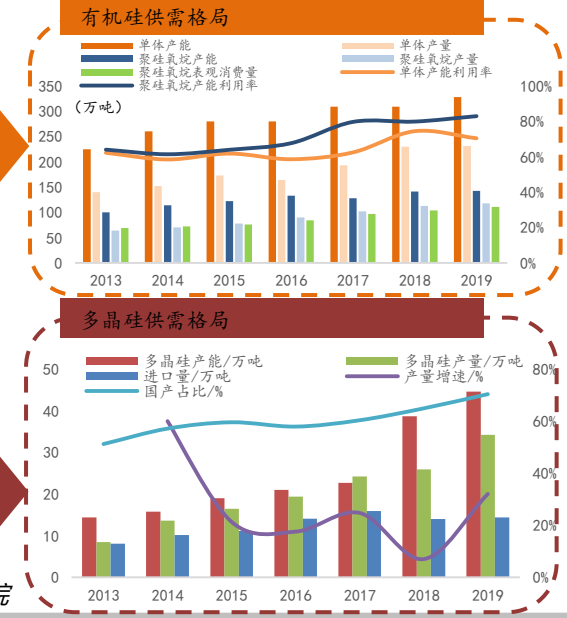
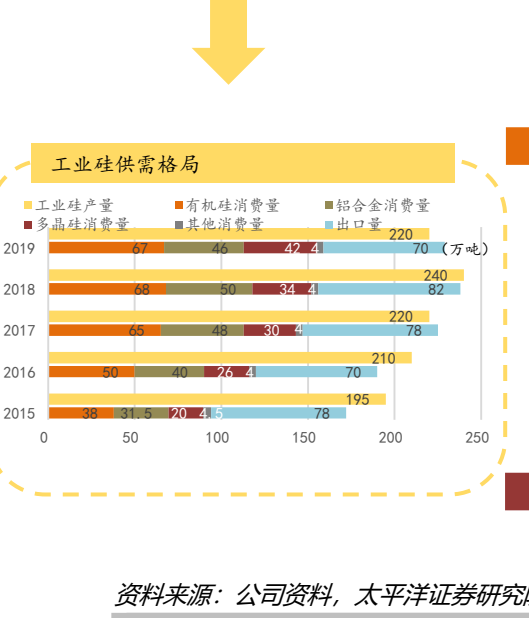
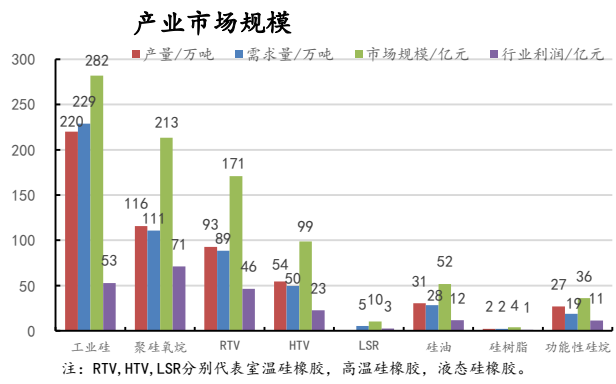
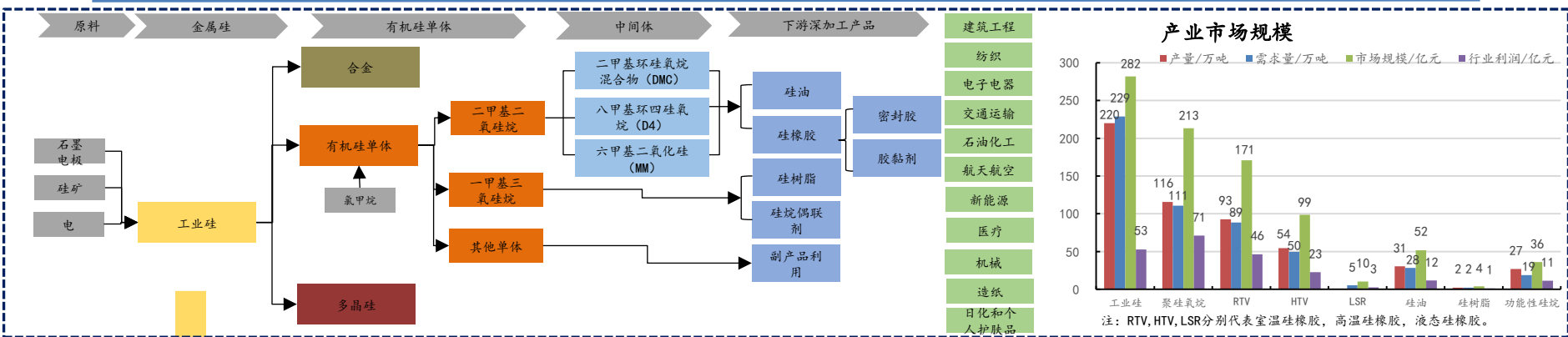
■ 公司目前拥有河南焦作，四川德阳、攀枝花，湖北襄阳及云南楚雄等四省五地六大生产基地，形成了从钒钛磁铁矿采选到还原钛、高钛渣、合成金红石等原料精深加工，再到硫酸法钛白、氯化法钛白、海绵钛等产品的全产业链格局。**公司钛白粉年产能达101万吨，海绵钛年产能1万吨，目前钛白粉规模亚洲第一，世界第三。**相比较于海外巨头的战略收缩，公司逆势扩张，将逐步在云南新立和四川攀枝花分别新建20万吨/年氯化法钛白粉产能，建成后将成为全球龙头。

■ 三季度以量补价盈利增长，四季度有望量价齐升

■ 二季度国外疫情爆发，钛白粉出口量下滑，内需疲弱，价格快速下跌，公司业绩跌至谷底。进入三季度，海内外需求好转，行业景气回升，尽管市场成交价格的反弹有些滞后，但公司以量补价，氯化法二期产能继续释放，三季度钛白粉销量超22万吨，营收环比增长35.4%，归母净利润环比增长67.6%。我们认为市场价格尽管有些滞后与景气回升，但也已进入上升通道，叠加产销量的增加，量价齐升带动公司盈利快速修复。

■ **海外巨头缺乏扩张的动力和能力。**海外巨头近年来受龙蟒佰利等国内企业冲击、资产负债率高、折旧摊销大多方因素影响，财务状况很不乐观，疫情更是雪上加霜，或将加快海外钛白粉产能收缩的步伐。

■ **盈利预测及评级：**我们预计公司2020-2022年归母净利润分别为27.8/35.7/43.1亿元，对应EPS 1.37/1.75/2.12元。**考虑公司钛白粉规模全球第三，且有望成长为全球龙头，产业链一体化优势明显，新增产能陆续释放，盈利提升，低估值高分红，维持“买入”评级。**



硅行业主要上市公司概况

企业	上游		中游		下游		消费环节	2019年硅业务营业收入/亿元	2019年硅业务净利润/亿元
	产能/万吨	工业硅	有机硅单体	室温胶	高温胶	功能性硅烷			
合盛硅业	73	53	6	12	—	—	—	89.4	11.1
新安股份	10	34	6.4	—	—	—	—	52.4	12.0
三友化工	—	20	1.85	2.34	—	—	—	16.6	4.1
兴发集团	—	32	10	—	—	—	—	17.2	3.8
晨光新材	—	—	—	—	—	4.6	—	6.9	1.2
润禾材料	—	—	—	—	—	—	1.5	4.3	0.9
宏柏新材	—	2.7	—	—	—	2.7	—	10.1	1.6
东岳硅材	—	30	20	—	—	—	—	27.3	5.3
皇马科技	—	—	—	—	—	—	—	5	18.9
硅宝科技	—	—	—	—	—	—	—	8.6	10.2
集泰股份	—	—	—	—	—	—	—	9.5	10.2
回天新材	—	—	—	—	—	—	—	5	9.2
宏达新材	—	—	—	—	—	—	—	0.3	8.6

注: 新安股份, 三友化工, 兴发集团, 润禾材料, 回天新材和宏达新材硅业务以毛利润代替净利润。皇马科技营业收入及毛利润是小品种板块财务数据, 该板块包含有机硅业务。

资料来源: 公司资料, 太平洋证券研究院

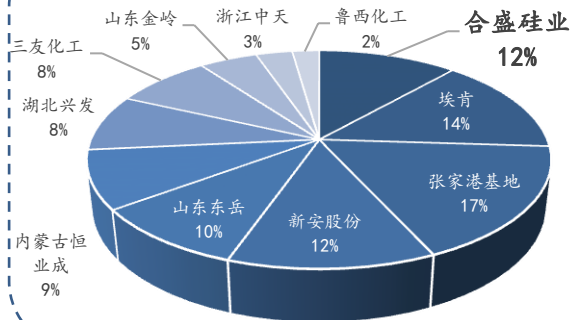
请务必阅读正文之后的免责条款部分

守正 出奇 宁静 致远

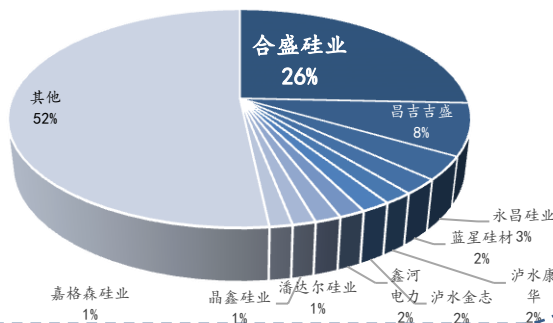
合盛硅业成立于2005年，主要从事工业硅及有机硅等硅基新材料产品的研发、生产及销售，是我国硅基新材料行业中业务链最完整、生产规模最大的企业之一。公司目前具备工业硅产能73万吨，余热发电量在25亿度，超越了环球冶金成为全球工业硅产能第一的企业；有机硅单体产能53万吨，是我国有机硅产能龙头。

双龙头规模优势

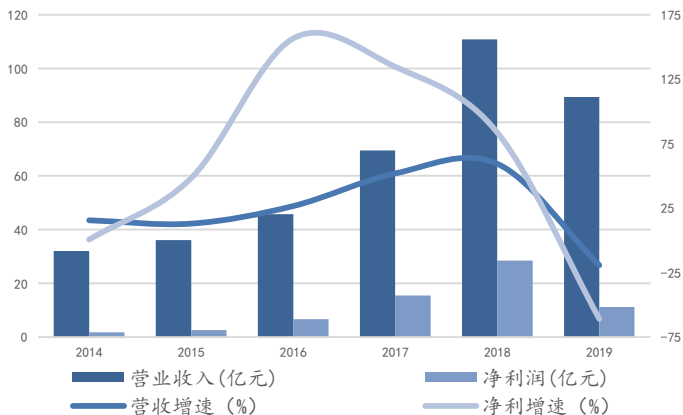
聚硅氧烷市场占比



工业硅市场占比



成本护城河



2019年业绩情况

分类	主要产品	产量/吨	销量/吨	营收/亿元	毛利/亿元	备注
工业硅	硅块和微硅粉	56.5	49.4	50.4	11.9	2021年云南昭通投产40万吨工业硅
	110生胶	11.9	9.1	15.5		
	107胶	5.7	5.8	9.4		1. 2021年西部合盛投产20万吨密封胶
有机硅	混炼胶	4.3	4.2	6.9	12.7	
	环体硅氧烷	13.4	1.0	2.0		2. 2022年云南昭通投产20万吨硅氧烷
	气相白炭黑	0.5	0.4	0.7		

- **民营炼厂建设进度：**
- **恒力石化：一期炼油乙烯已投产，筹划二期，成长空间打开。**
- **荣盛石化/桐昆股份：一期投产，二期2020年11月初，常减压等装置投入运行。**
- **盛虹石化：2018年底取得环评开建，计划在2021年投产。**
- **恒逸石化：2019年11月初全面投入商业化运营。**

图表：民营大炼化项目一览表

项目	浙江石化		恒力石化	恒逸文莱项目		盛虹炼化
	一期	二期		一期	二期 (备忘录)	
地区	浙江舟山	浙江舟山	大连长兴岛	文莱	文莱	江苏连云港
投资金额 (亿元)	902	829	562+210	206	-	714
原料来源	伊朗轻质: 沙特中质: 伊朗重油: 巴西高酸 =5:5:7:3	沙特轻质沙特重质=1:1	沙重: 沙中: 马林 =6:3:1	卡塔尔原油、文莱轻油、凝析油 =3.3:3:1.7	-	沙重: 沙轻=1:1
原油加工能力 (万吨/年)	2000	2000	2000	800	1400	1600
加氢规模 (万吨/年)	2200	2200	2300	570		1920
PX产能 (万吨/年)	400	400	450	150	200	280
乙烯产能 (万吨/年)	140	140	150	-	150	110
成品油产能 (万吨/年)	836 (国VI)	824 (国VI)	993 (国VI)	609	-	767 (国VI)

资料来源：太平洋证券研究院

- **科技内循环及新材料（赛道好，成长风格）：重点推荐万润股份（OLED+沸石+新材料）、泛亚微透（ePTFE龙头，打造中国戈尔）、昊华科技（PTFE+电子特气+军工）、皇马科技（表面活性剂龙头）、万盛股份（阻燃剂龙头）、可降解塑料主题（金丹科技等）。尽管估值锚随市场风格波动稍大，每轮大级别回调都是好买点。**
- **尽管估值锚受市场风格波动稍大，每轮大级别回调都是好买点**

投资主线三：科技内循环及新材料

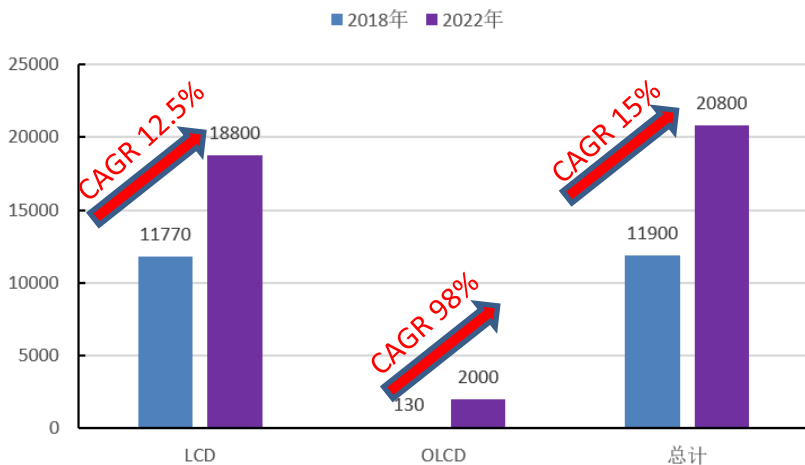
投资主线	股票代码	股票简称	主要看点	市值 (亿元)	股价 (元/股)	归母净利润(亿元)					PE			
						2019A	2020年 1-9月份	2020E	2021E	2022E	2019 A	2020E	2021E	2022E
科技内循环 与新材料	002643.SZ	万润股份	沸石龙头，OLED材料	155	17.07	5.07	3.48	5.19	6.75	8.44	30.6	29.9	23.0	18.4
	688386.SH	泛亚微透	ePTFE利基市场，打造中国戈尔，成长空间大	43	61.62	0.44	0.33	0.6	0.84	1.18	98.6	71.9	51.4	36.6
	600378.SH	昊华科技	电子特气扩产，5G材料PTFE高端化占比提升，军工业务需求增长	204	22.28	5.25	4.45	6.52	7.35	8.45	38.9	31.3	27.8	24.2
	603181.SH	皇马科技	表面活性剂龙头，产品扩张，业绩稳增长	80	19.81	2.56	2.37	3.19	4.33	4.82	31.4	25.2	18.6	16.7
	603010.SH	万盛股份	阻燃剂龙头，受益BDP、TCPP涨价周期	86	24.71	1.66	2.30	2.98	3.75	4.14	51.7	28.7	22.8	20.7
	300829.SZ	金丹科技	乳酸龙头，有望打通乳酸-丙交酯-聚乳酸可降解塑料全产业链	92	81.16	1.15	1.03	1.54	1.83	2.32	79.5	59.5	50.1	39.5

资料来源：Wind，太平洋证券研究院；备注：2020年11月6日

■大陆面板产能持续增加，将拉动上游材料需求持续增长

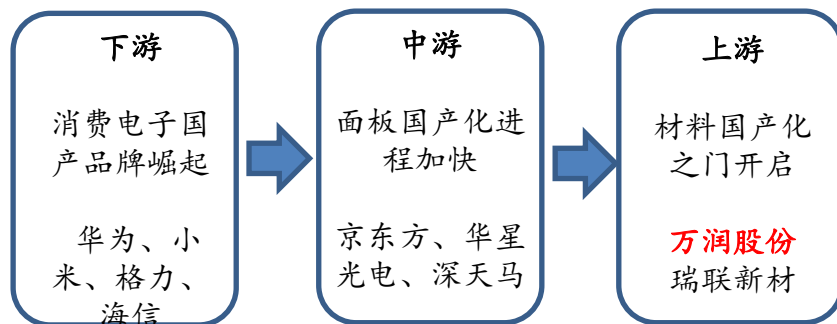
- 根据DSCC数据，2018年中国大陆地区面板产能为1.19亿平米，预计到2022年产能规模增长到2.08亿平米，CAGR为15%，其中LCD产能面积由1.177亿平米增长至1.88亿平米，CAGR为12.5%；OLED产能面积由130万平方米增长至2000万平方米，接近每年翻一倍的速度增长。
- 随着我国下游终端消费电子品牌的崛起，中游面板国产化进度加速，上游显示材料国产化之门已经开启，发展前景可期。

图表：中国大陆面板产能高增长



资料来源：DSCC，太平洋证券研究院整理

图表：上游显示材料国产化之门开启



资料来源：太平洋证券研究院整理

- **上半年尽管盈利下滑，仍不乏亮点；三季度营收重回增长，中长期成长确定性强**
- 2020年上半年，受海内外疫情影响，特别是海外柴油车销量大幅下滑，沸石分子筛出口下滑，公司营收及盈利下滑。但国内沸石分子筛需求提升，对冲海外需求短期下滑。同时OLED业务得到快速发展。三季度，得益于OLED业务快速发展，以及国内沸石分子筛需求提升，公司单季度营业收入及归母净利润环比大幅增长。随着疫情逐步控制，海外重型柴油车销量降幅收窄，1-9月份欧洲重卡注册量同比下滑32.2%，降幅较1-6月份收窄9pcts；美国中重型卡车销量同比下滑27.2%，降幅较1-6月份收窄2pcts，恢复可期。
- **布局三大产业，持续看好公司中长期成长：**长期以来，公司毛利率40%左右，净利率20%左右，负债率20%以下。积累有先进有机合成及提纯技术，**打造显示材料、环保材料、大健康三大产业，目前已发展成为全球领先的高端液晶单体和中间体、沸石材料供应商，具有技术、客户和规模三大优势，保障了公司较好的盈利水平。**疫情过后，无论是汽车消费，还是消费电子终将恢复正常，公司中长期成长趋势不变。（1）国六标准落地，沸石分子筛需求爆发，海外重卡销量降幅收窄。我们预测2019-2022年，全球沸石需求量将由1.2万吨增加至2.3万吨，年均复合增速达20.5%。公司沸石分子筛是庄信万丰核心供应商，沸石分子筛产销量不断增长，产能从850吨/年增长到目前产能5850吨/年，在建尾气处理用ZB系列沸石分子筛4000吨/年和烟道气处理用MA系列沸石分子筛产能3000吨/年，将根据市场情况逐步投产，充分受益国六实施带来的沸石分子筛增量市场。2020年5月，庄信万丰张家港工厂投产，国内沸石需求明显提升。（2）OLED材料方面，公司从OLED单体、中间体到成品材料均有布局，受益消费电子需求提升。（3）LCD液晶材料领域，公司具备中间体产能450吨/年、单体产能150吨/年。公司高端液晶TFT单体销量占全球市场份额约20%，是国内液晶材料龙头企业，也是国内唯一一家同时向三大混晶巨头供应液晶中间体和单体的企业，具有领先优势。（4）公司积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶材料中间体业务，2020年聚酰亚胺中间体业务取得快速增长。（5）在建“万润工业园一期项目”总投资约6.3亿元，建成后将具备总计约3225吨医药中间体和原药产能。
- **盈利预测及评级：**预计公司2020-2022年归母净利润分别为5.19亿元、6.75亿元和8.44亿元，对应EPS分别为0.57元、0.74元和0.93元，**考虑公司积累有先进有机合成及提纯技术，打造显示材料、环保材料、大健康三大产业，特别是在沸石及OLED材料领域中长期优势，增长确定性高，维持“买入”评级。**

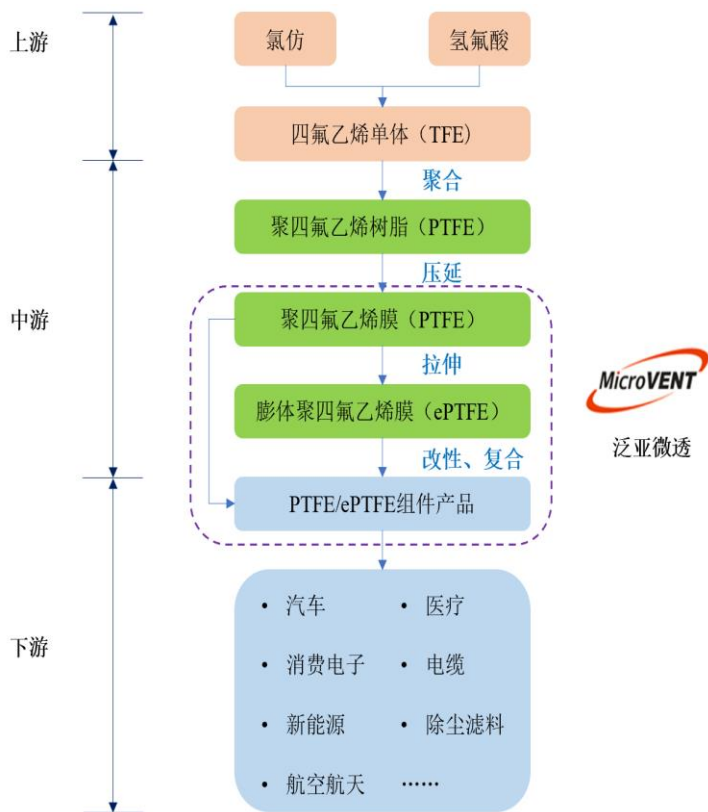
1. 掌握ePTFE膜核心技术专家，致力成为中国“戈尔”

- 公司是一家拥有自主研发及创新能力，以膨体聚四氟乙烯膜（ePTFE）为基础的新材料供应商和解决方案提供商。公司产品根据其其主要功能分为ePTFE微透产品、气体管理产品、CMD、吸隔声产品、密封件、挡水膜以及机械设备等7个大类。公司明确提出“产品多元、市场利基”的发展战略，通过对ePTFE制备、改性和复合技术的不断研究，根据自身ePTFE等产品不同应用领域的市场特征，在声（ePTFE膜复合吸音棉、MEMS声学膜）、电（燃料电池电极膜）、磁（PTFE屏蔽膜）、热（SiO₂气凝胶复合材料）、气体管理（干燥剂、吸雾剂）、耐候耐化学（保护垫片）等领域持续研究创新，并取得一定突破。作为ePTFE膜产品的鼻祖，美国戈尔公司年销售额达37亿美元。公司致力成为中国“戈尔”，目前营业收入规模仅2.5亿元，未来成长空间大。

2. 公司成长迅速，产品正逐步实现进口替代

- ePTFE材料的供应主要被美国戈尔（Gore）、日东电工（Nitto）、唐纳森（Donaldson）等少数国外巨头垄断。公司不断投入研发，逐步实现进口替代，市占率有望继续提升。2019年在ePTFE微透产品中，透气栓、透气膜国内市场规模约为1.85亿元，公司市占率25.42%；耐水压透声膜在消费电子行业的全球市场规模约为25.53-66.38亿元，公司市占率0.24-0.61%；挡水膜规模为7.7亿，公司市占率6.35%；吸音棉国内市场规模约为23.15亿元，公司市占率1.64%；气体管理产品国内市场规模约在1.65-2.06亿元之间，公司市占率6.65-8.32%；CMD国内潜在市场规模约为9.77亿元。还有很多其它潜在利基市值，有待公司进入。

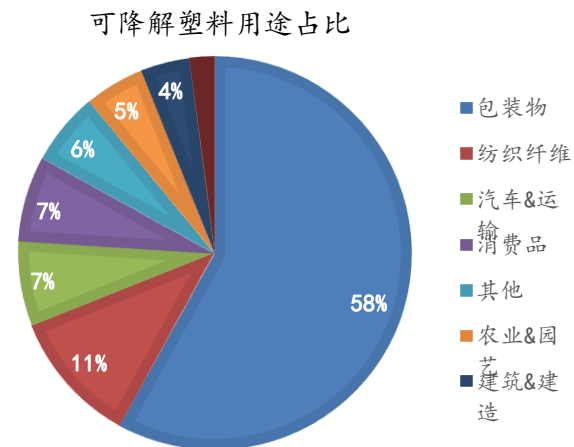
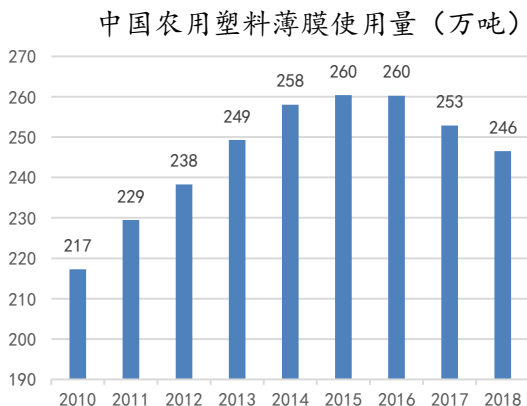
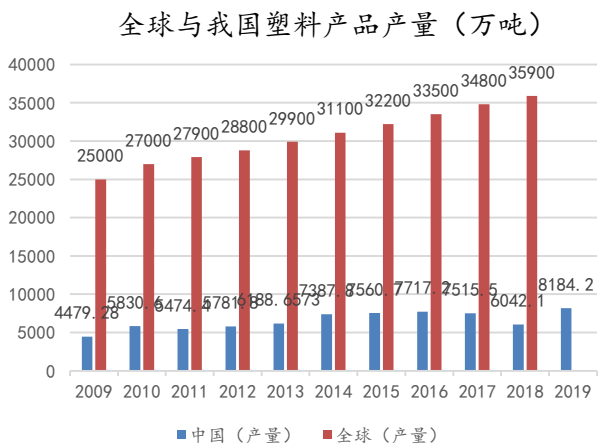
- 募投项目保障公司未来成长：**包括消费电子用高耐水压透声ePTFE改性膜项目、SiO₂气凝胶与ePTFE膜复合材料项目、工程技术研发中心建设项目以及补充流动资金。



全球塑料产量约为3.59亿吨，其中生物塑料约占1%，2018年全球生物可降解塑料的市场金额超过11亿美元，产能合计约91.2万吨，预计2023年有望实现17亿美元与128.8万吨。欧洲是可降解塑料的主要市场，占全球55%、亚太地区占全球25%，北美需求占19%。可降解塑料的应用范围不断扩大，包括包装、纺织纤维、汽车运输等。包装占比最大为58%。

国内2019年塑料制品产量为8184万吨，其中可降解塑料优先推广的农用塑料薄膜使用量为**246万吨**。根据智研咨询国内可降解塑料的消费量在50万吨左右，市场潜能巨大。

据统计，中国每年约消耗购物袋400万吨、农膜246万吨、外卖包装260万吨，且随着快递、外卖业务的快速发展，塑料需求持续增长。而对于这些领域，特别适用可降解塑料。假设替代10%，即可新增90万吨以上可降解塑料需求。我们认为随着技术进步、规模化生产、成本下降、环保理念提升，可降解塑料未来成长空间10倍以上。



资料来源: Wind, CNKI, 太平洋证券研究院

- 宏观经济下滑
- 油价及化工品价格大幅波动
- 贸易保护主义
- 新项目投产进度及盈利不及预期
- 安全环保
- 汇率波动

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
全国销售总监	<u>王均丽</u>	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售副总监	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华北销售	韦洪涛	13269328776	weiht@tpyzq.com
华东销售总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售副总监	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	<u>杨晶</u>	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华东销售	王玉琪	17321189545	wangyq@tpyzq.com
华东销售	慈晓聪	18621268712	cixc@tpyzq.com
华东销售	郭瑜	18758280661	guoyu@tpyzq.com
华东销售	徐丽闵	17305260759	xulm@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售副总监	<u>查方龙</u>	18565481133	zhafl@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张靖雯	18589058561	zhangjingwen@tpyzq.com
华南销售	何艺雯	13527560506	heyw@tpyzq.com

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号D座

电话：(8610) 88321761/88321717

传真：(8610) 88321566