

化工行业2021年年度策略：
拥抱顺周期，掘金真成长

石油化工首席分析师：柴沁虎

执业编号：S0600517110006

联系邮箱：chaiqh@dwzq.com.cn

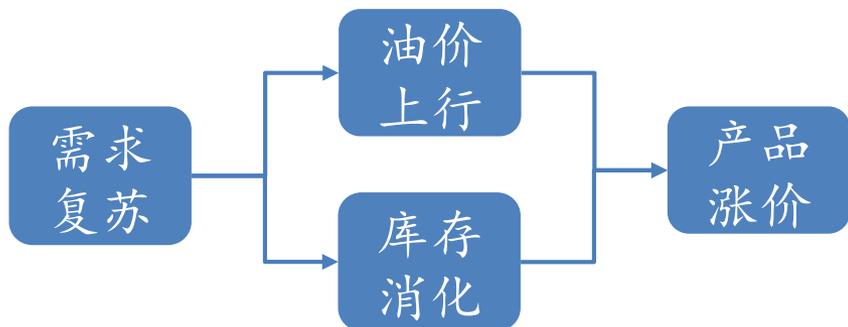
基础化工首席分析师：陈元君

执业编号：S0600520020001

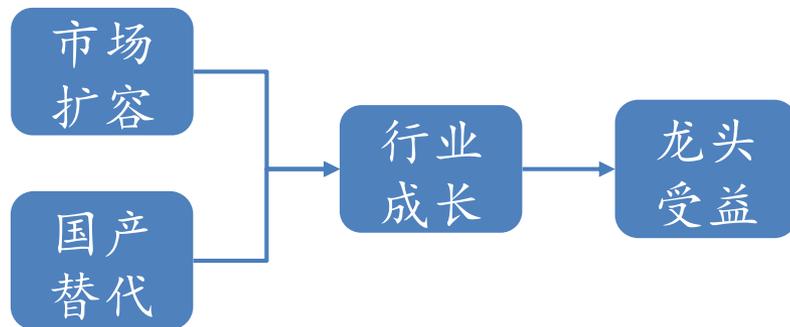
联系邮箱：chenyj@dwzq.com.cn

2020.12.31

周期逻辑:



成长逻辑:



■ 2021年化工行业投资主线

1. **周期逻辑:** 国内、外需求复苏 → 库存消化、产品涨价 → 推荐估值低、业绩弹性大的行业龙头（顺周期），集中度高、出口占比大的标的（农药等）；
2. **成长逻辑:** 政策推动，行业空间大幅扩容（减隔震、可降解塑料、尾气催化等）；自主可控，5G、芯片配套使用的电子化学品国产替代（光刻胶、电子特气等电子化学品）；

风险提示: 油价大幅波动，政策消化不及预期的风险，在建项目投产进度不及预期的风险。



■ 2020市场回顾：流动性宽松下顺周期板块崛起

■ 2021展望：寻找需求复苏下的低估值绩优股

■ 个股投资建议一览

■ 风险提示

2020市场回顾：流动宽松下顺周期板块崛起

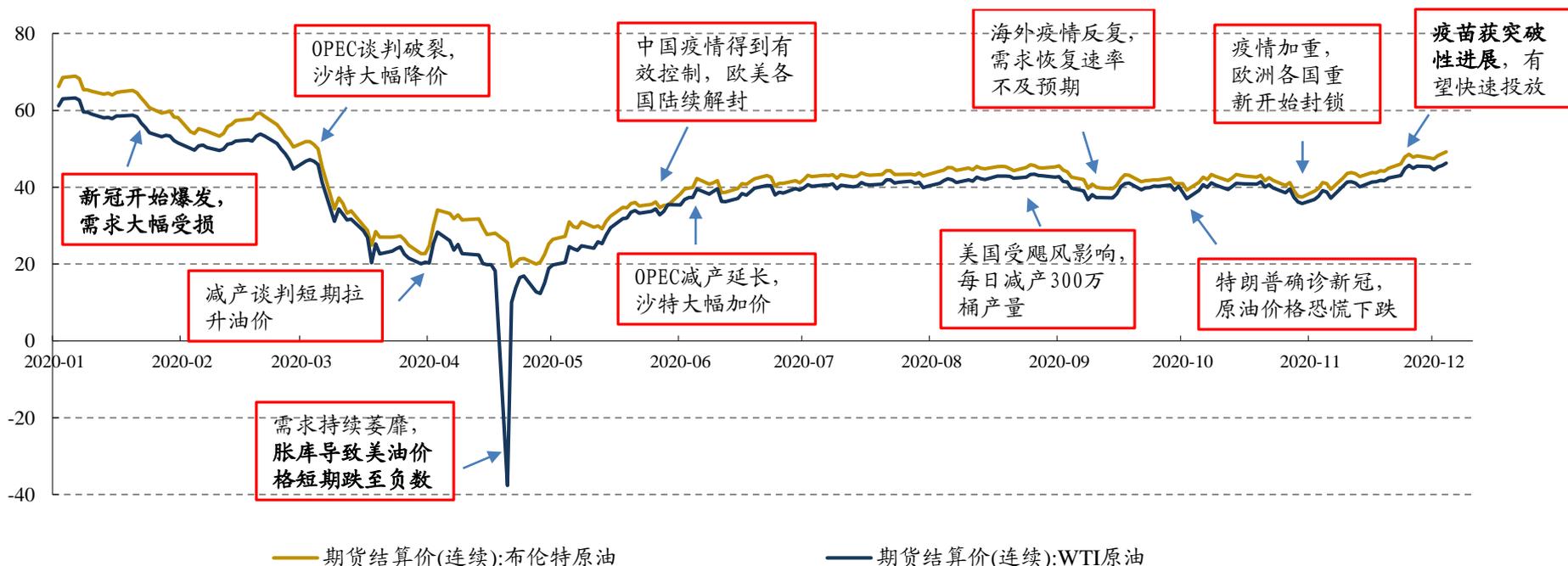
- 原油市场复盘
- 化工品价格指数复盘
- 化工行业业绩复盘
- 行业指数走势及估值水平复盘
- 子行业、个股和热点概念复盘
- 公募基金持仓化工标的复盘

行情复盘：年初至今原油市场分析

■ 新冠疫情削弱需求，OPEC减产过程曲折，疫苗研发进展决定需求复苏进度

- 供给端：OPEC减产进展
- 需求端：疫苗研制进展

图：年初至今国际油价走势（美元/桶）

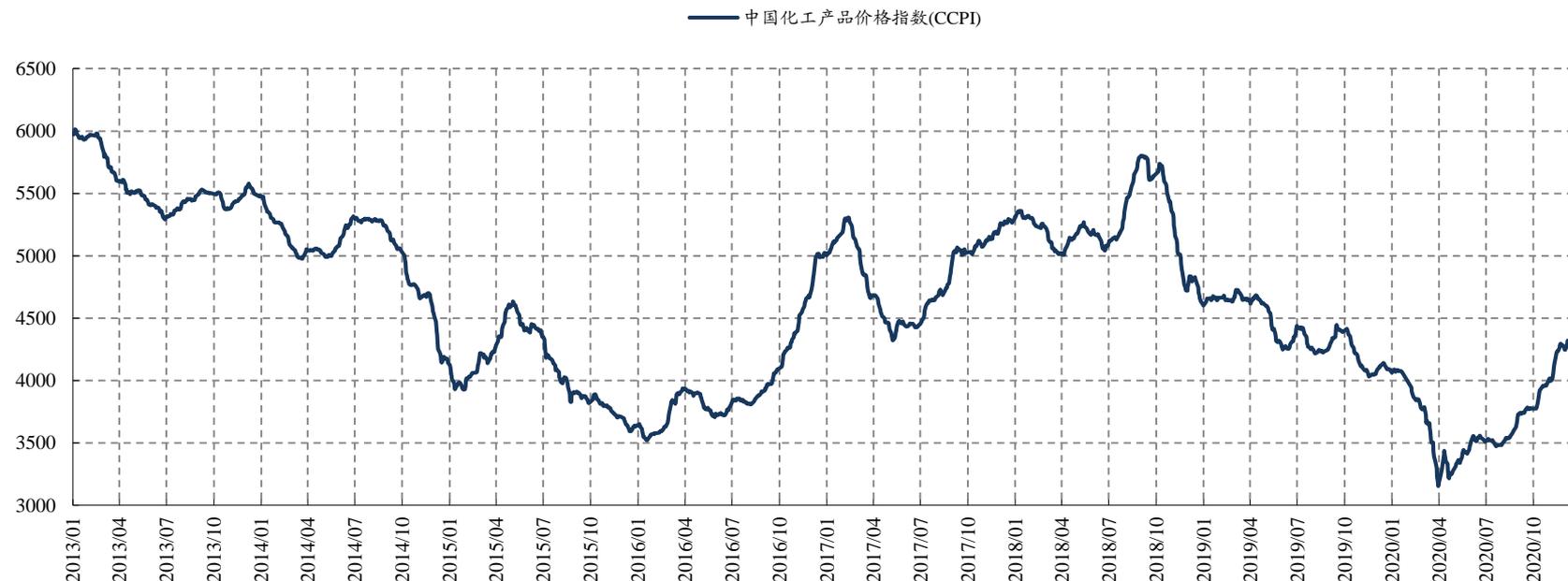


行情复盘：化工品价格指数分析

■ 化工品价格指数“V型反弹”

- 疫情影响，Q1持续下跌
- 跟随油市，4月触及2013年以来的底部
- 需求复苏，8月发力反弹
- 疫苗利好，海内外需求共振，10月至今顺周期化工品强势崛起

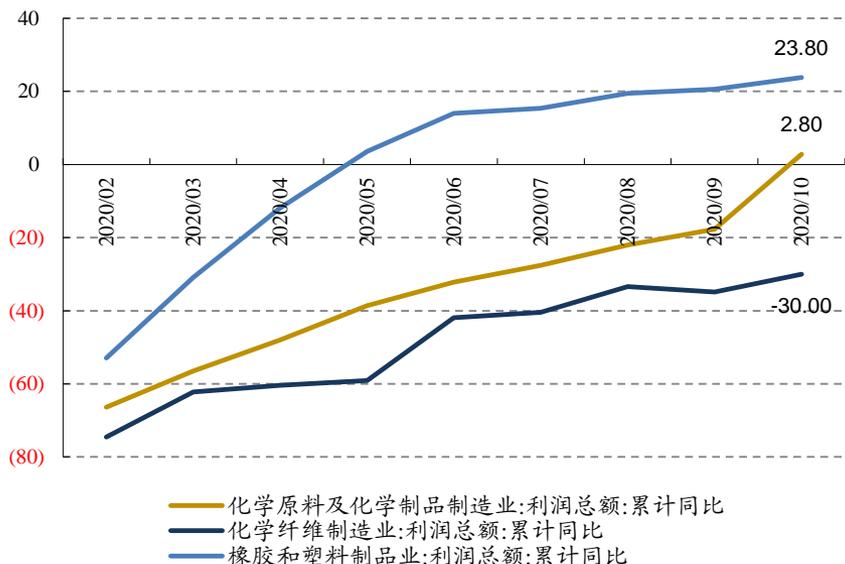
图：中国化工产品价格指数



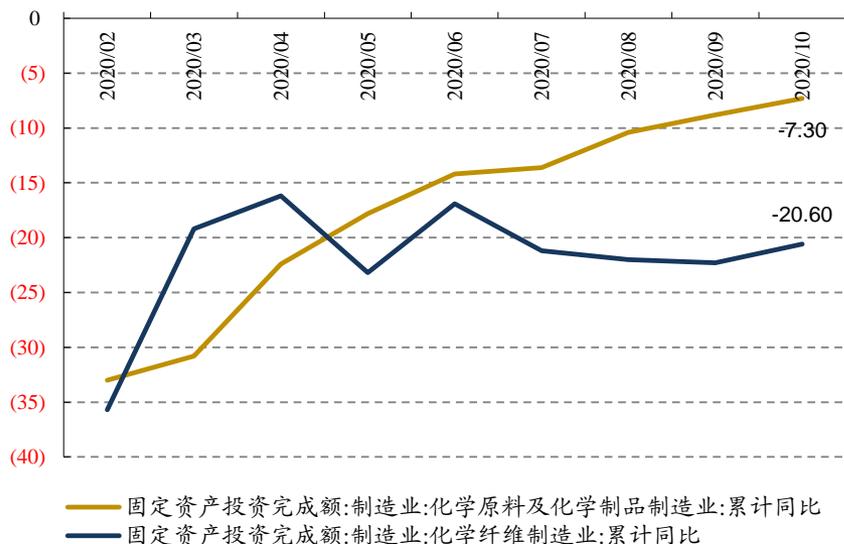
■ 行业环比持续向好：

- **利润总额：**化学原料及制品、化纤、橡塑三大化工子行业2020年前10个月利润总额分别为3030/162/1296亿元，累计同比+2.80%、-30%、+23.8%，其中化学原料及制品制造业利润总额在10月份累计同比转正，橡塑5月份即由负转正，化纤行业环比持续改善。
- **固定资产投资：**化学原料及制品制造业固定资产投资完成额累计同比持续回升，截至10月累计同比为-7.3%，化纤行业累计同比为-20.6%。

图：2020年化工行业利润累计同比（%）



图：2020年化工行业固定资产投资完成额累计同比（%）

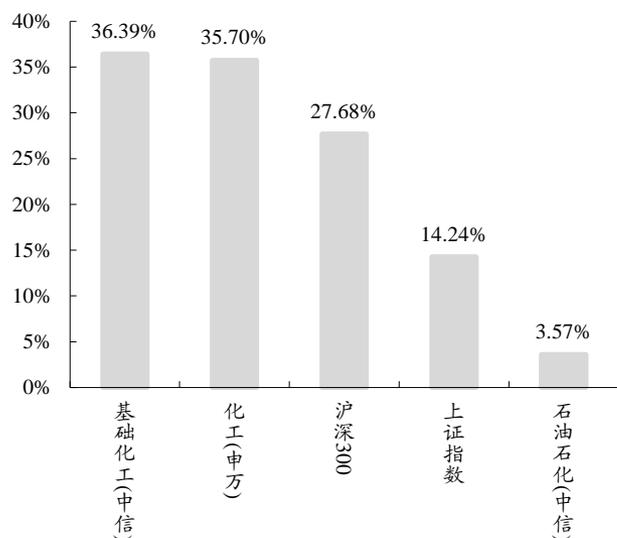


行情复盘：化工板块市场分析

■ 板块复盘

- **行情：**基础化工跑赢大盘，中信基化+36.39%；石油化工受油市拖累，中信石化+3.57%。
- **估值：**申万化工年初估值22倍，当前31倍，估值提高40%，同期沪深300估值提高21%。

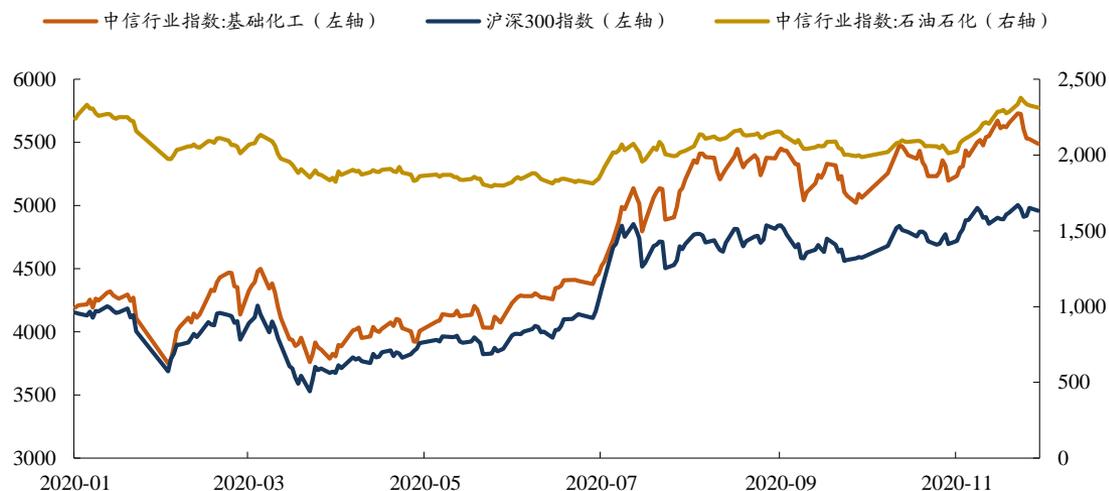
图：2020年初至今化工行业涨跌幅



图：2020年初至今化工行业估值走势（倍）



图：2020年初至今化工行业指数走势（点）

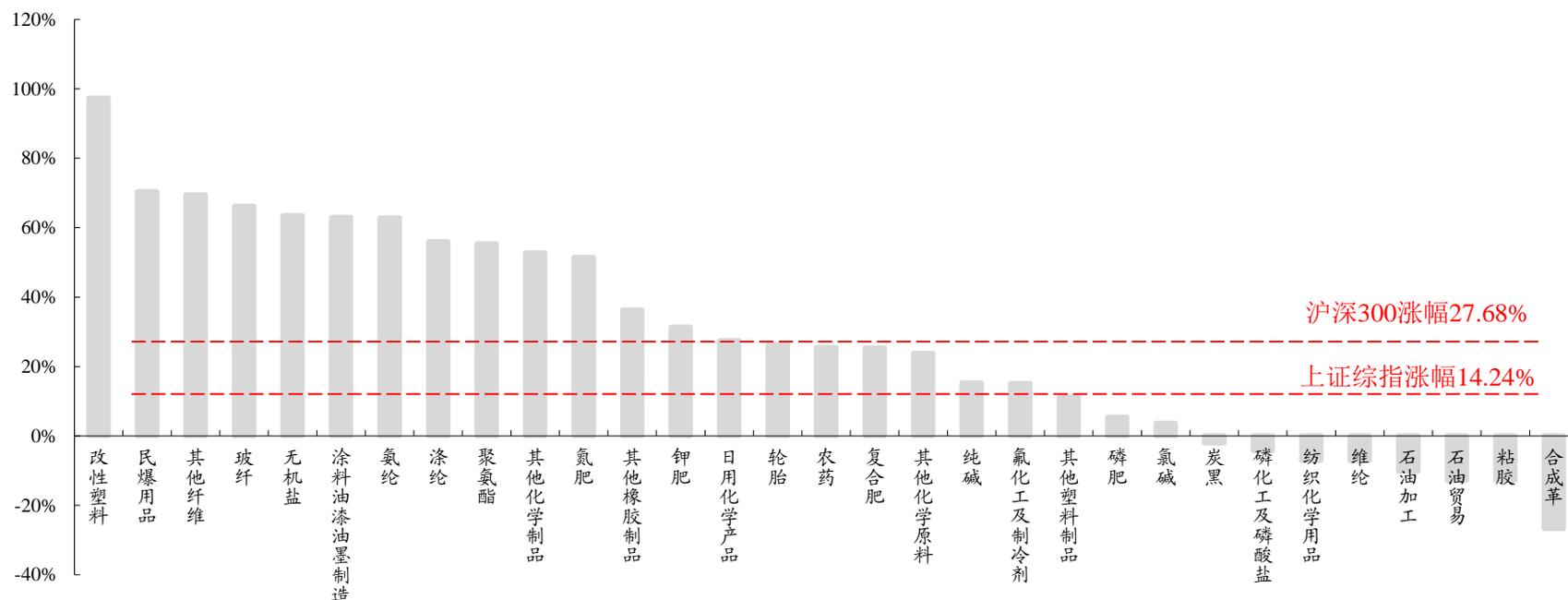


行情复盘：化工细分子行业市场分析

■ 17/29个申万化工三级子行业跑赢沪深300，改性塑料、化纤涨幅居前：

- **改性塑料**：口罩、可降解塑料概念带动，金发科技（+137%）、道恩股份（+144%）大涨；
- **化纤（氨纶、涤纶）**：氨纶景气触底回升，华峰氨纶（+63%）、泰和新材（+46%）；涤纶板块，大炼化业绩兑现、化纤纺服海外需求回流，荣盛石化（+125%）、东方盛虹（+87%）、恒力石化（+79%）大涨。

图：申万化工三级子行业年初至今涨跌幅（%）



行情复盘：化工热点概念及个股分析

■ 热点概念及对应个股回顾

- **热点一：新能源汽车**——天赐材料、新宙邦、恩捷股份、德方纳米、雅化股份
- **热点二：可降解塑料**——金丹科技、金发科技、彤程新材、瑞丰高材
- **热点三：国六标准尾气催化**——龙蟠科技、艾可蓝、奥福环保

表：化工板块（含石化和基化）2020年度涨幅前15名股票统计

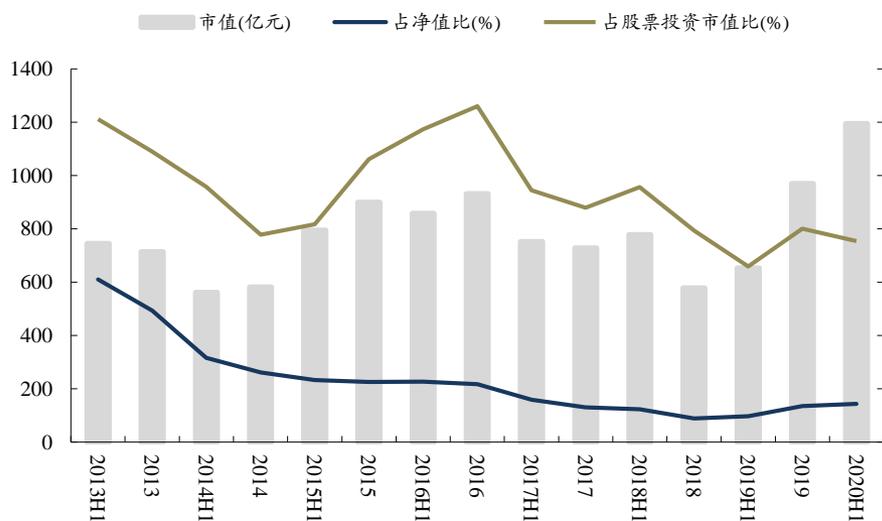
证券简称	总市值 (亿元)	PE (TTM)	今初至今涨跌 (%)	2020前三季度归 母净利同比(%)	主营业务	主题概念
天赐材料	567	127	402	476	电解液	锂电
龙蟠科技	116	66	223	52	电泳漆、面漆	汽车
金丹科技	105	84	185	9	乳酸、PLA	可降解塑料
雅化集团	224	130	183	86	锂盐	锂电
恩捷股份	1,257	144.36	181	2	隔膜	锂电
上海天洋	46	143	181	101	EVA、热熔胶	汽车
新宙邦	417	90.64	181	56	电解液	锂电
金力泰	80	114	178	156	电泳漆、面漆	汽车
三棵树	407	89	164	19	家装面漆	
德方纳米	150	600	164	-118	磷酸铁锂	锂电
赛伍技术	156	89.27	159	-12	光伏材料	光伏
名臣健康	46	94	152	126	日化	
中船汉光	48	57	145	14	墨粉	
道恩股份	105	12.79	144	515	改性塑料	口罩
双一科技	65	20	139	136	风电配件	光伏

行情复盘：化工标的持仓分析

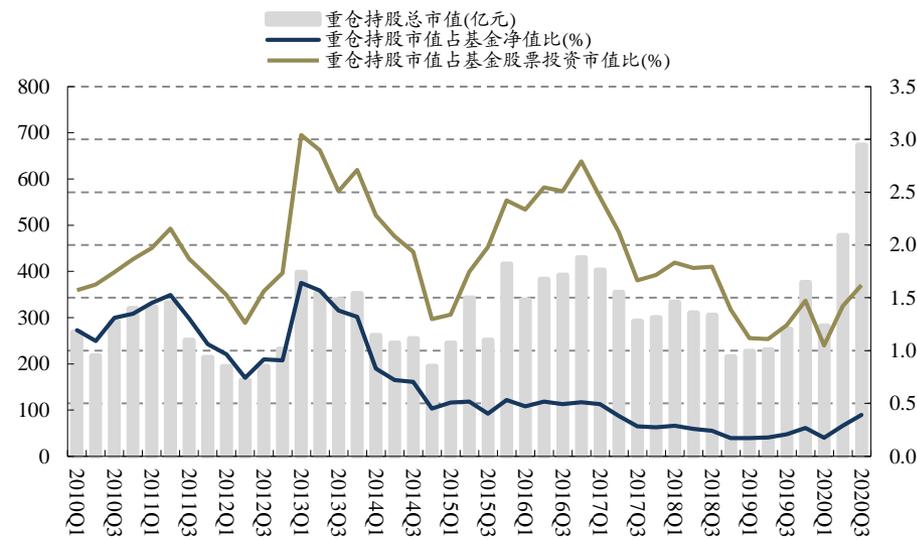
■ 顺周期行情下Q3化工股票配置仓位提升：

- H1基金持仓化工股票市值1195亿元（+23%）、占基金股票投资市值比3.77%（同比下降0.23pct）
- Q3季度基金重仓化工股市值达到673亿元（+41%）、占基金股票投资市值比1.62%（同比提高0.2pct）
- 整体看，2019年以来基金规模大幅提升，化工股整体配置仓位4%左右，其中重仓股配置仓位持续增加。

图：申万一级化工板块基金持仓市值及股票基金占比



图：申万一级化工板块基金重仓股票市值及占比



行情复盘：化工标的持仓分析

■ Q3基金重仓加仓标的：荣盛石化、万华化学、中国巨石、玲珑轮胎、恒力石化

表：申万一级化工行业基金重仓持股市值居前个股（2020三季报）

代码	名称	三季报持仓环比变动	持股占流通股比(%)	持股总市值(亿元)	占基金净值比(%)	占基金股票投资市值比(%)
600309.SH	万华化学	40%	12.94	127.66	0.074	0.307
600426.SH	华鲁恒升	23%	14.03	55.68	0.032	0.134
300285.SZ	国瓷材料	-5%	18.36	51.43	0.030	0.124
002493.SZ	荣盛石化	5004%	2.91	31.75	0.018	0.076
002812.SZ	恩捷股份	46%	6.43	30.75	0.018	0.074
600176.SH	中国巨石	168%	5.97	30.19	0.018	0.073
300699.SZ	光威复材	-24%	6.88	25.34	0.015	0.061
300037.SZ	新宙邦	-22%	16.97	24.73	0.014	0.059
002709.SZ	天赐材料	-29%	8.76	24.60	0.014	0.059
601966.SH	玲珑轮胎	98%	4.94	18.73	0.011	0.045
603737.SH	三棵树	40%	4.28	17.74	0.010	0.043
600486.SH	扬农化工	27%	6.07	16.51	0.010	0.040
300073.SZ	当升科技	5%	8.09	15.86	0.009	0.038
600346.SH	恒力石化	51%	1.68	14.44	0.008	0.035
002250.SZ	联化科技	2%	6.34	14.37	0.008	0.035
300054.SZ	鼎龙股份	-37%	10.57	11.29	0.007	0.027
002597.SZ	金禾实业	40%	5.32	9.43	0.005	0.023
002601.SZ	龙蟒佰利	19%	2.75	9.09	0.005	0.022
300132.SZ	青松股份	18%	7.50	8.73	0.005	0.021
000902.SZ	新洋丰	328%	5.10	7.09	0.004	0.017
300487.SZ	蓝晓科技	338%	10.83	7.04	0.004	0.017
600028.SH	中国石化	2%	0.18	6.87	0.004	0.017
603378.SH	亚士创能	17%	4.97	6.56	0.004	0.016
002080.SZ	中材科技	-68%	1.84	6.17	0.004	0.015
002683.SZ	宏大爆破	-38%	2.01	6.14	0.004	0.015
601233.SH	桐昆股份	249%	2.31	5.91	0.003	0.014
002648.SZ	卫星石化	21%	2.62	5.66	0.003	0.014
300777.SZ	中简科技	19604%	3.42	4.71	0.003	0.011
002497.SZ	雅化集团	17%	5.71	4.58	0.003	0.011

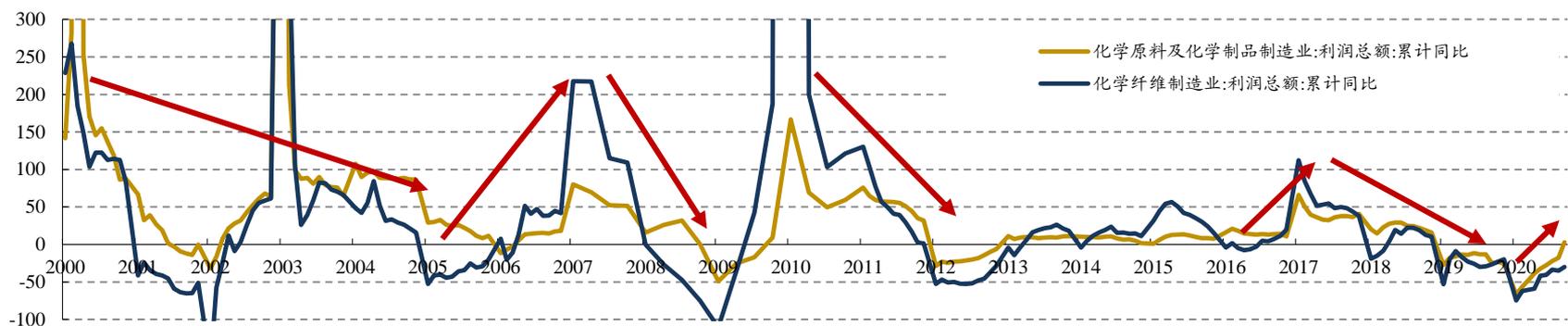
化工行业长周期逻辑复盘

从价格-业绩-估值三个维度看大周期内化工行业演变：

价格



业绩



估值

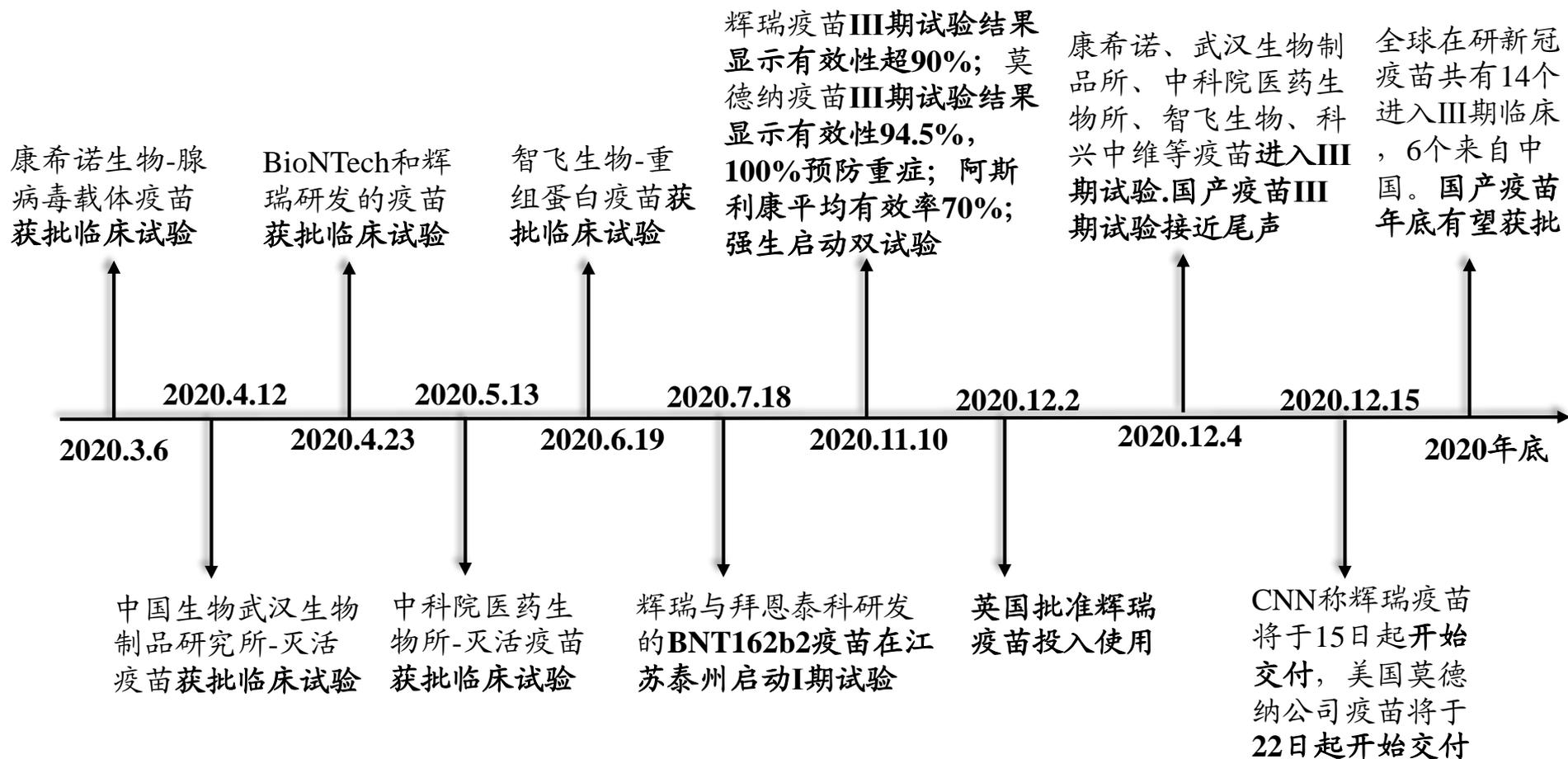


2021展望：寻找需求复苏下的低估值绩优股

- 需求分析
- 投资主线
- 周期主线
- 成长主线

■ 疫苗研发进展：辉瑞年内有望交付，国产疫苗呼之欲出

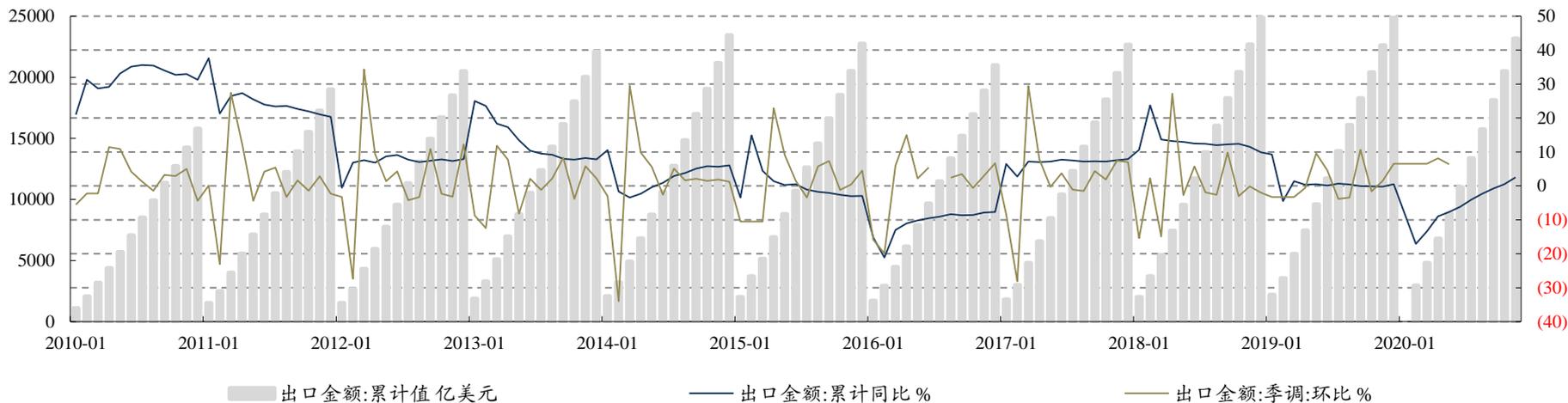
图：新冠疫苗研发进展



■ 海外需求：需求复苏，海外补库存带动出口增加

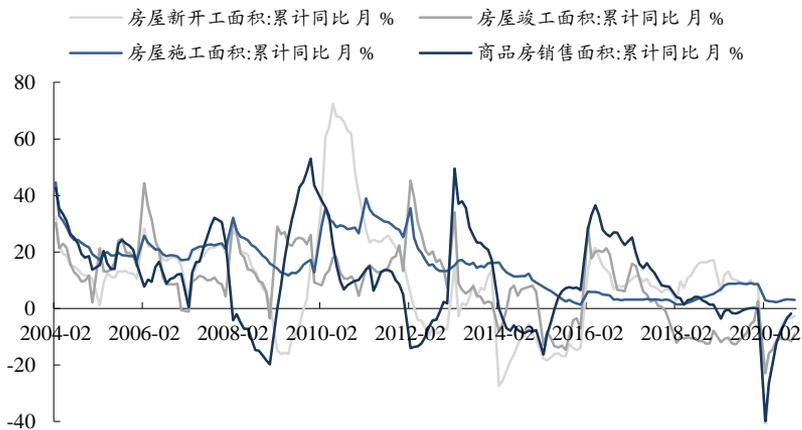
- **疫苗上市在即，美欧等发达经济体需求复苏确定性强：**当前困扰全球经济活动的新冠疫情随着疫苗进展顺利，海外国家中，美欧等发达经济体有望率先控制疫情，需求恢复；
- **海外主动补库存支撑国内出口贸易：**美国财政拖底背景下商品消费和地产投资超过疫前水平，消费修复节奏快于生产，企业主动补库存至少是上半年的主线。中国出口贸易额累计同比10月转正，11月出口贸易额累计达到2.3万亿美元，累计同比提升至2.5%，出口贸易有望随2021年海外主动补库存进一步受益；
- **出口占比较高的化工品有望受益于海外需求提升：**参考2019年出口数据，我国出口占比较高的化工品种主要有聚合MDI、钛白粉、磷酸二铵、硫酸铵、磷酸二氢钾、异丙醇、丙二醇、PTFE、PET瓶片、粘胶长丝等。

图：出口贸易额变动（亿美元）

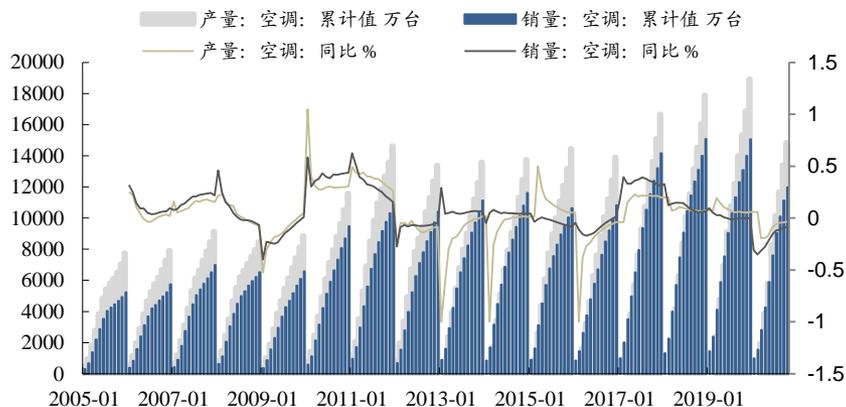


国内需求：地产复苏，汽车、家电需求回暖

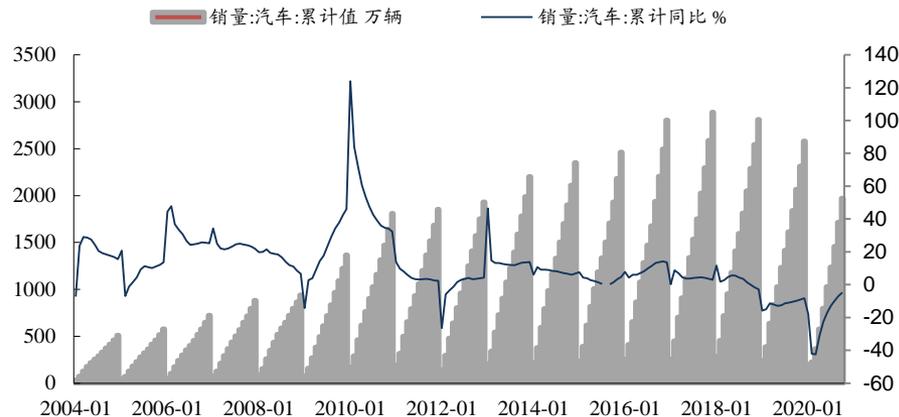
图：房屋开工、施工、竣工和房屋销售面积累计同比



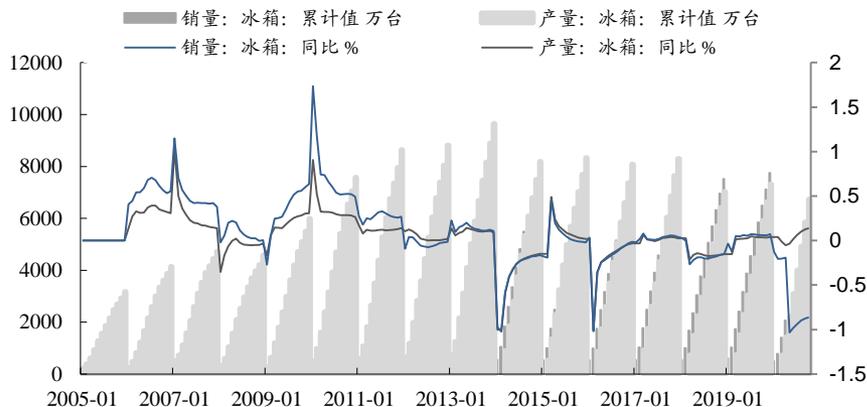
图：空调产销量及累计同比



图：汽车销量及累计同比

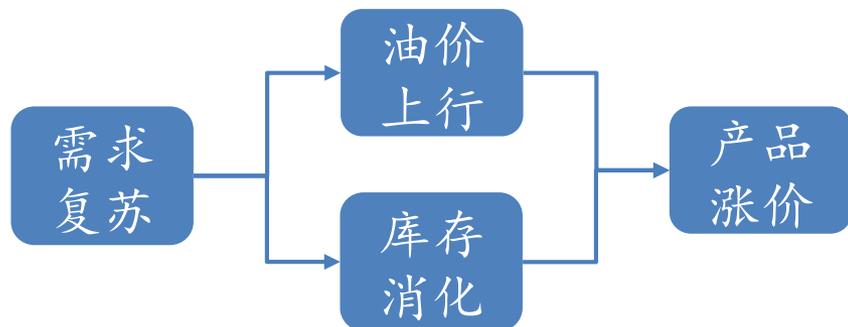


图：冰箱产销量及累计同比

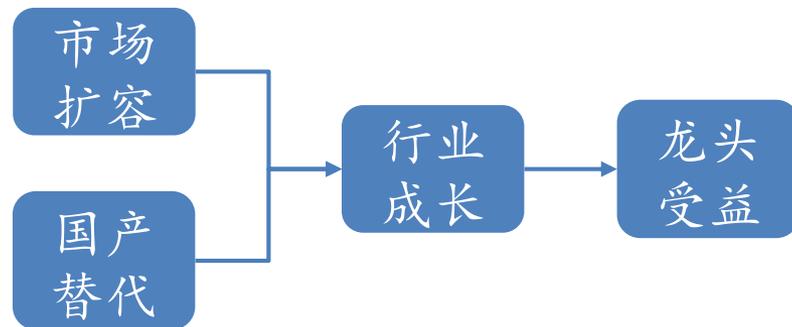


- **2021年原油市场：**上半年每天180万桶的短缺，下半年逐渐回归平衡，原油价格震荡上浮，恢复至50-55美元/桶的震荡区间。
- **需求：整体看，2022年需求恢复至疫前**
 - **航空煤油：**需求800万桶/天，国际航班、各国国内航班、货运航班分别为400/250/150万桶/天，预计2021年国内航班恢复至疫前75%，国际航班恢复至疫前的50%；
 - **汽油：**上下班、经常性出行、购物消费占比分别为20%/15%/13%，剩余为娱乐探亲等活动，上下班对汽油消费的冲击并不够大，预计2022年恢复至疫前水平；
 - **柴油：**重卡消费占比75%，预计2022年恢复至疫前水平；
- **供给：OPEC减产情况整体好于预期**
 - **OPEC：**OPEC+从2021年1月起每月召开会议决定石油产量政策，每月增产数量不会超过50万桶/日，减产恢复进度取决于下游需求和库存消化情况，但不排除各国变相躲避OPEC减产约束的情况；
 - **美国页岩油：**巅峰产能1400万桶/天，预计2021年底恢复至1150万桶/天，全流程生产成本约42-45美元/桶，因此产能大幅下跌的可能性不大。

周期逻辑：



成长逻辑：



■ 2021年化工行业投资主线

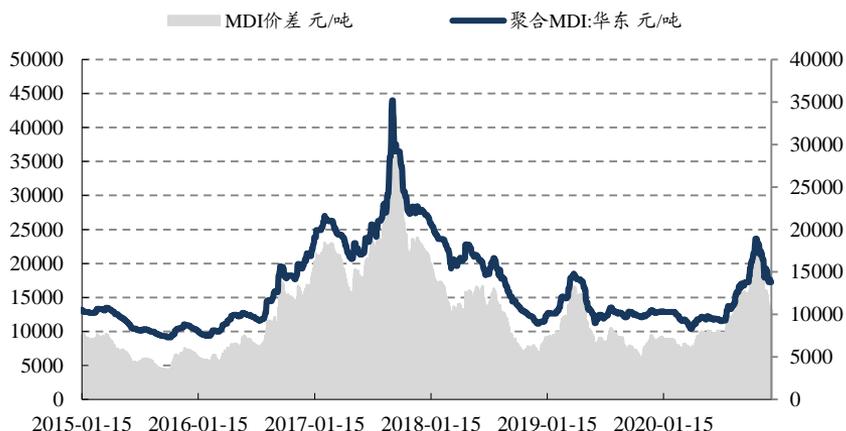
- 1. 周期逻辑：**国内、外需求复苏 → 库存消化、产品涨价 → 推荐估值低、业绩弹性大的行业龙头（顺周期），集中度高、出口占比大的标的（农药等）；
- 2. 成长逻辑：**政策推动，行业空间大幅扩容（减隔震、可降解塑料、尾气催化等）；自主可控，5G、芯片配套使用的电子化学品国产替代（光刻胶、电子特气等电子化学品）；

风险提示：油价大幅波动，政策消化不及预期的风险，在建项目投产进度不及预期的风险。

■ MDI：需求复苏、供给不稳定，行业进入景气上行通道

- **MDI需求改善**：建材、冰箱消费复苏带动聚合MDI需求回暖，氨纶、TPU弹性体在化纤纺服、汽车等领域的渗透率不断提升带动纯MDI需求回暖；
- **海外供给不稳定**：短期看，2020年受美国飓风影响，海外多套装置停产，供应偏紧；中长期看，海外MDI装置老化，叠加上游原料供应不稳定，导致海外MDI供应存在较大不确定性；
- **价格中枢上移**：华东地区聚合MDI价格自2020年7月开始进入上行通道，由底部9000元/吨最高涨至18000元/吨，当前价格15000元/吨左右，单吨毛利在7000元以上，达到近三年来的较高水平。

图：MDI价格、价差走势（元/吨）



表：国内MDI供需平衡表（万吨，%）

年度	产能	产量	进口量	出口量	表观消费量	同比 (%)
2021E	334	232	50	80	202	8.7%
2020E	334	206	46	66	186	-13.8%
2019	334	240	41	74	206	11.4%
2018	329	217	41	73	185	17.3%
2017	306	193	31	66	158	7.1%
2016	306	168	30	50	147	-13.8%
2015	306	178	37	44	171	8.5%

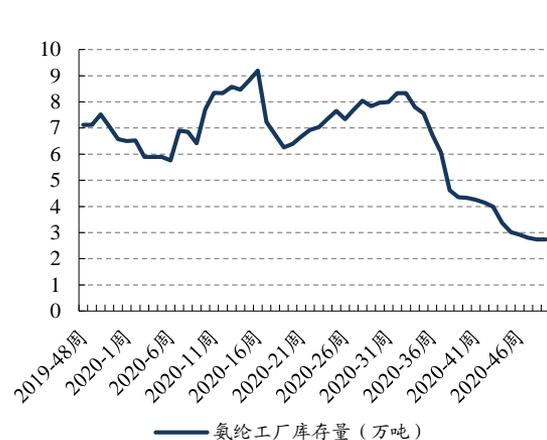
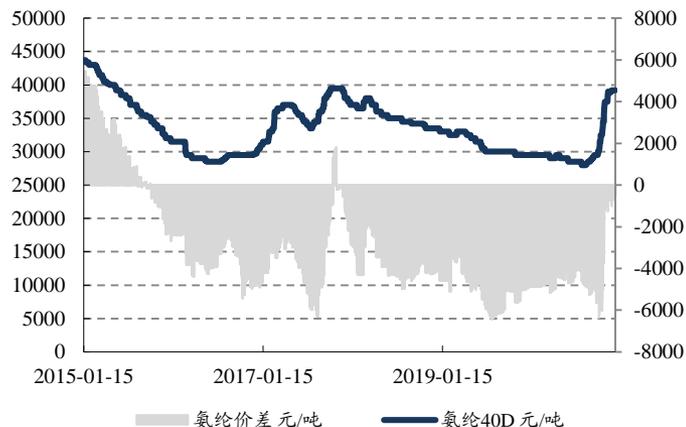
■ 氨纶：迎来新一轮周期反转

- **落后产能加速退出，行业集中度进一步提升：**2019年国内氨纶产能84.8万吨/年，产能利用率81%，过去五年产能退出5.8万吨/年，新增产能CAGR为6.7%，2021~2023年新增产能分别有6/4/1.5万吨/年，产能增速显著放缓，且新增产能集中在行业头部企业，随着消费量提升，行业有望走出谷底。
- **海外需求增长显著：**2020年1~10月，纺织纱线、织物及制品出口同比增长34.8%，受防疫用品口罩和防护服系带以及国内运动服饰需求增长，国内氨纶表观消费量同比增长4%。
- **价格历史底部反弹：**氨纶行业供过于求，2011年以来氨纶行业经历三个小周期，价格中枢持续下降，2020年年中价格再度跌至历史低点，8月开始触底反弹，由底部不足3万元/吨，提升至当前近4万元/吨，涨幅超过30%。

图：氨纶价格、价差走势（元/吨）

图：氨纶行业开工率（%）

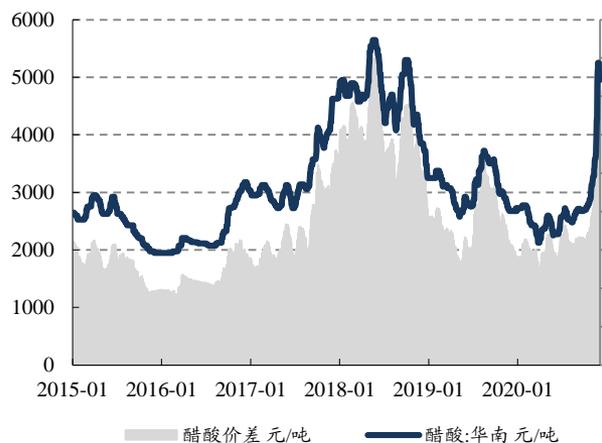
图：氨纶工厂库存量（万吨）



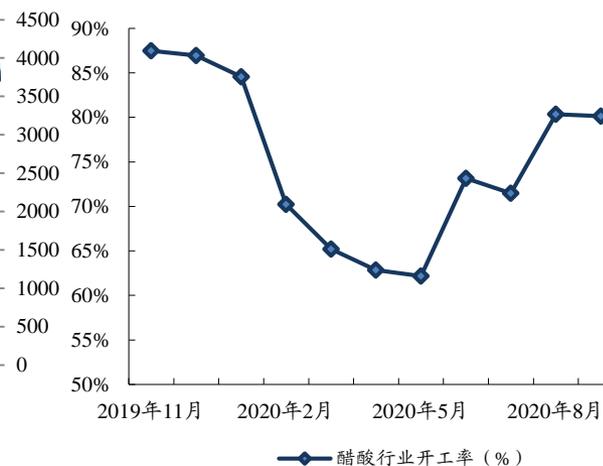
■ 醋酸：短期内有望高位震荡

- **义马气化爆炸事件叠加各厂商开工不稳定，行业供应收缩：**义马气化（20万吨/年）7月份爆炸停产，且各厂家由于义马气化事件谨慎开工，市场供应收缩，11-12月部分厂家故障停产再度刺激供应；
- **库存低位、出口提升，醋酸价格飙涨：**2019年以来醋酸价格回落至3000元/吨左右，11月行业库存仅为6万吨左右（理性库存10-11万吨），叠加印度港口恢复，出口量大幅增加，醋酸短期内由2500元/吨左右的低位，快速上涨至4000元/吨以上，单吨毛利超2千元；
- **下游开工率较高，短期内醋酸有望维持高位震荡：**醋酸下游PTA、醋酸乙烯、醋酐、醋酸乙酯等开工率恢复至高位，刚需叠加供应不稳定，醋酸价格短期内有望维持高位震荡。

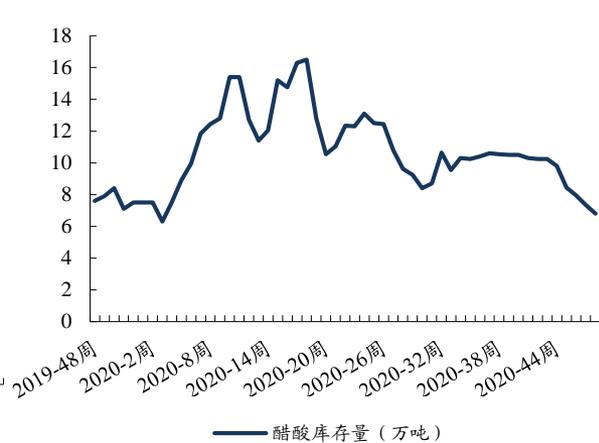
图：醋酸价格、价差走势（元/吨）



图：醋酸行业开工率（%）



图：醋酸工厂库存量（万吨）



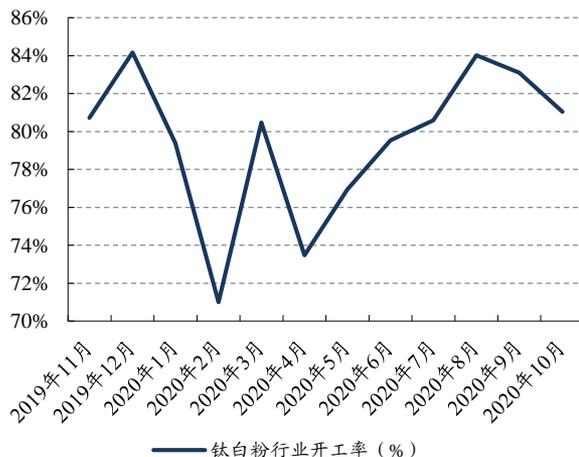
■ 钛白粉：海外需求复苏，基建、消费回暖

- **钛白粉需求改善**：钛白粉消费结构中，地产占终端消费的40%以上，7~10月国内商品房销售面积同比增加9.5%、13.7%、7.3%、15.3%，Q3季度钛白粉出口变化分别为16.7%、-18.5%、33.4%，当前钛白粉行业处于需求逐步变好阶段；
- **库存消化、价格上涨，进入景气上行周期**：钛白粉工厂库存9月初11万吨，12月初下降至2万吨左右，开工率维持在80%以上水平，16到17年上半年价格涨至接近2万元，此后进入下跌通道，今年三季度触底反弹，当前价格1.6万元/吨左右。库存逐步消化阶段，钛白粉价格下半年以来（7.1~12.15）由阶段底部12500元/吨开始上涨，涨幅超20%。
- **产能结构优化，未来氯化法占比提高**：产能结构中，国外氯化法为主，2020年国内氯化法产能不足16%，由于硫酸法高污染、氯化法产品品质高，未来氯化法占比有望提高。

图：钛白粉价格走势（元/吨）

图：钛白粉行业开工率（%）

图：钛白粉工厂库存量（万吨）



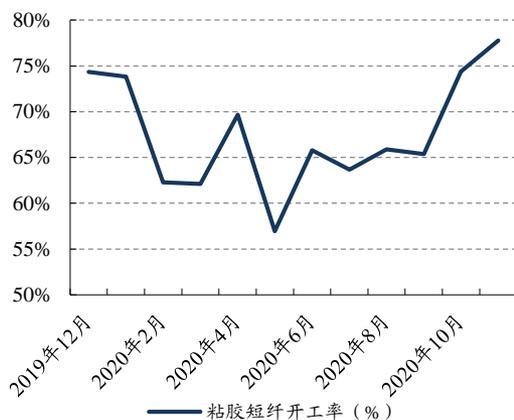
■ 粘胶短纤：进入景气上升通道

- **价格历史底部反弹：**2017年以来粘胶短纤价格中枢持续下行，至2020年9月开始触底反弹由底部不足9000元/吨，提升至当前10500元/吨左右，涨幅达17%。
- **棉花价差倒挂幅度大，价格长期看涨：**粘胶短纤性能与棉花十分接近，在棉花价格长期上行的过程中，粘胶短纤具备更强的替代价值。当前棉花-粘胶短纤价差达到4000元/吨，历史价差1500元/吨左右，棉花价格上行&价差缩窄双重逻辑推升粘胶短纤价格上涨。
- **无纺布带动粘胶需求提升：**国内粘胶短纤全行业需求400万吨左右，其中高白产品需求80万吨左右，受疫情影响无纺布在建产线较多，预计此轮无纺布扩产带动高白粘胶短纤需求增加40万吨/年，当前行业内高白粘胶短纤主要由赛得利和三友化工供应。
- **原材料潜在供应增加：**核心原材料是溶解浆，纸浆厂家基本可以实现溶解浆和纸浆的工艺切换，增加了溶解浆的潜在供应能力，行业景气上升通道中利润向粘胶环节集中。

图：粘胶短纤价格、与棉花价差走势（元/吨）

图：粘胶短纤行业开工率（%）

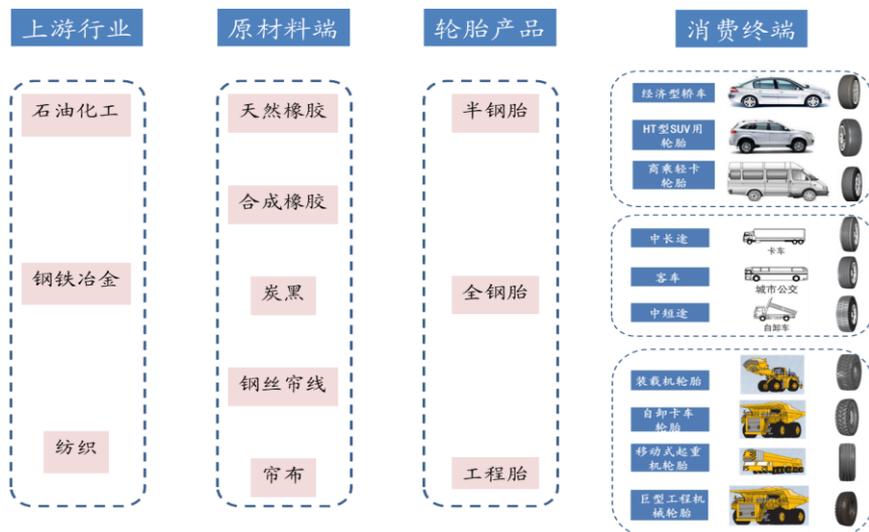
图：粘胶短纤工厂库存量（万吨）



■ 轮胎：双反好于预期，中国轮胎企业由大到强趋势不改

- **反倾销税率初裁结果显著好于预期：**2020年5月13日，美国USW提出对韩国、泰国、越南及中国台湾地区反倾销和反补贴调查申请。按最初申请书，泰国、韩国、中国台湾、越南地区轮胎将要分别被征收217%、195%、147%、33%的反倾销重税。按照美国商务部最新（2020.12.31）公布的初裁结果，反倾销税率分别为越南0%~22.30%，泰国13.25%~22.21%，台湾52.42%~98.44%，韩国14.24~38.07%，其中玲珑轮胎反倾销税22.21%，赛轮轮胎未被施加反倾销税，初裁结果全面好于预期。
- **全球布局持续推进，中国轮胎企业由大变强：**国内头部轮胎企业目前仍在继续推进全球化布局，贸易壁垒逐步弱化，未来随着国产厂商产能规模的增加、自动化生产水平的提高，市场集中度的增加，中国轮胎企业将逐步由大变强。

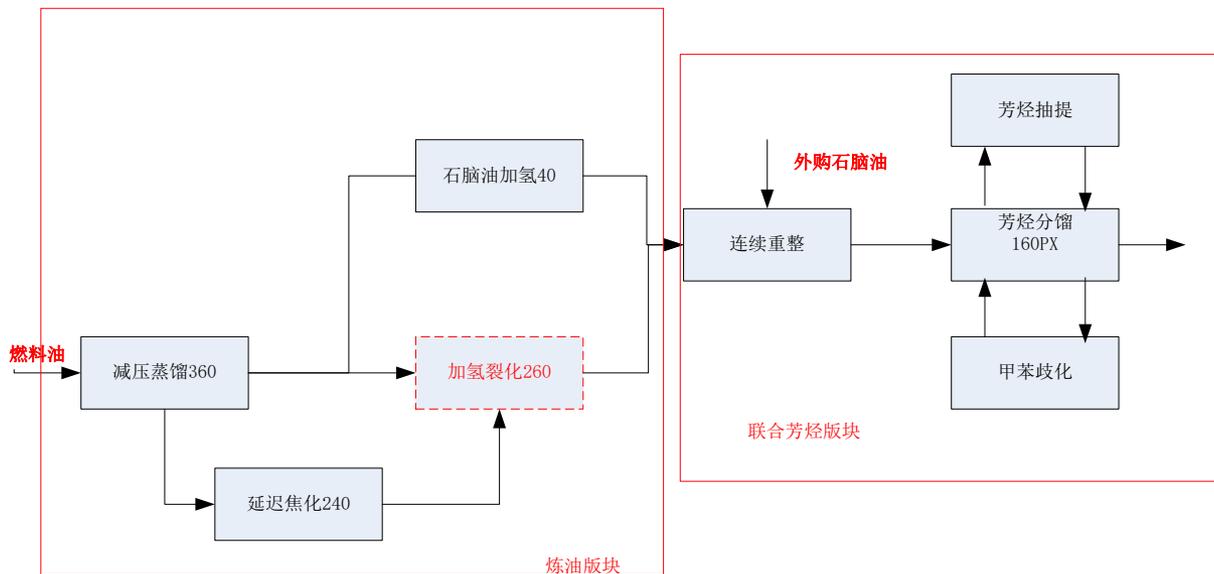
图：轮胎产业链



表：国内主要轮胎企业海外产能（万条/年）

	半钢胎	全钢胎	工程胎	斜交胎	投产（预计时间）
赛轮越南	1000	120	5	-	已投产
赛轮固铂（越南）	-	240	-	-	已投产
中策泰国	850	210	1.2	30	已投产
玲珑泰国	1500	180	-	-	已投产
玲珑塞尔维亚	1200	160	2	-	分三期 2021.3/2023.3/2025.3
森麒麟泰国	1200	-	-	-	已投产
双钱泰国（合资）	-	150	5	-	已投产
三角美国	500	100	-	-	-
通用泰国	600	100	-	-	2021年初
浦林成山泰国	400	80	-	-	已投产
贵州轮胎泰国	-	120	-	-	-

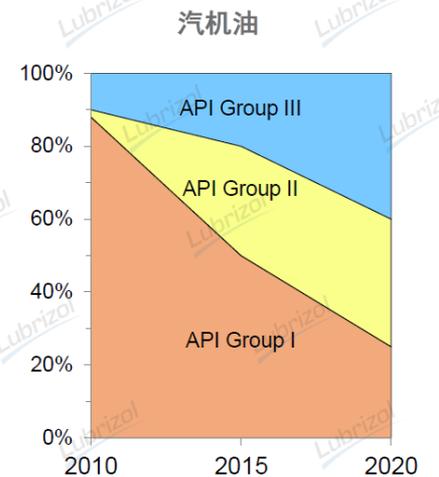
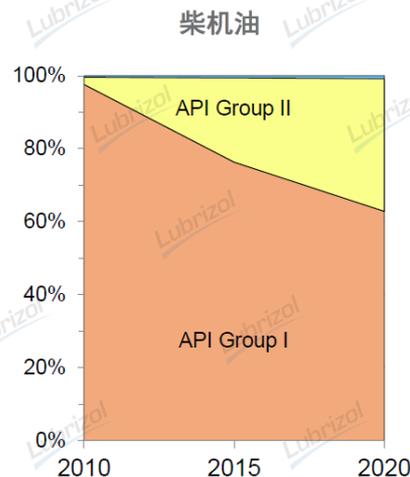
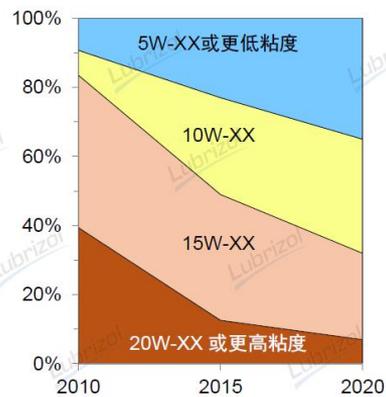
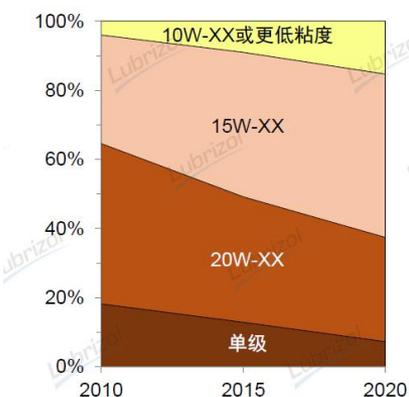
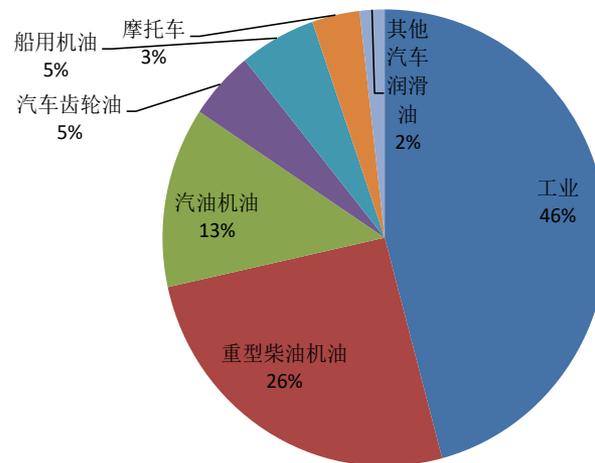
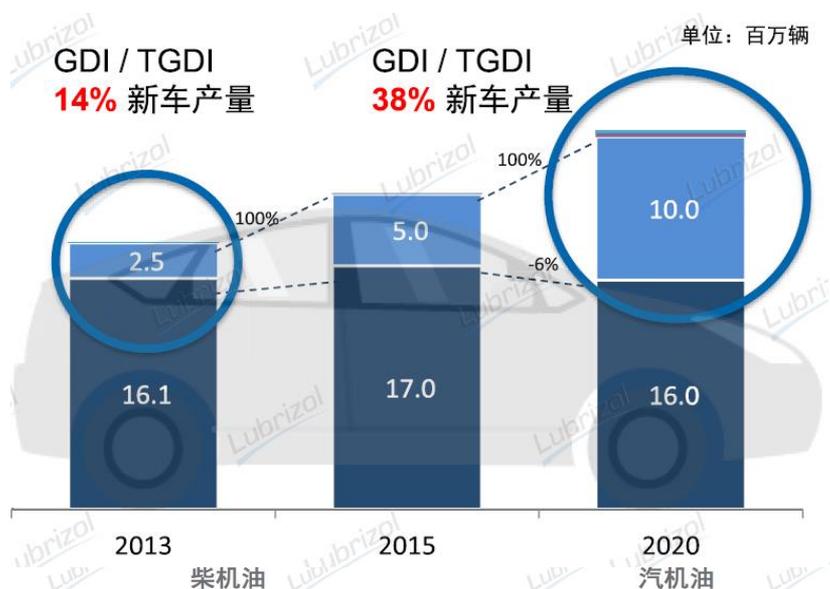
■ 大炼化后市研判：
目前沿海有7大炼化基地，后续炼化扩产难度增加，看好中金石化继续扩容的准备。



乙烯	实际	预测 (万吨/年)		对应年段的年均增长率	
	2016年	2020年	2025年	2015-2020年	2020-2025年
产能	2304	3075	4000	7.5%	5.40%
产量	2170	2885	3800	7.4%	5.70%
需求	4135	4800	5430	3.8%	2.50%
平衡	-1965	-1915	-1630	/	/
开工率	94%	94%	95%	/	/

一) 周期主线——大炼化

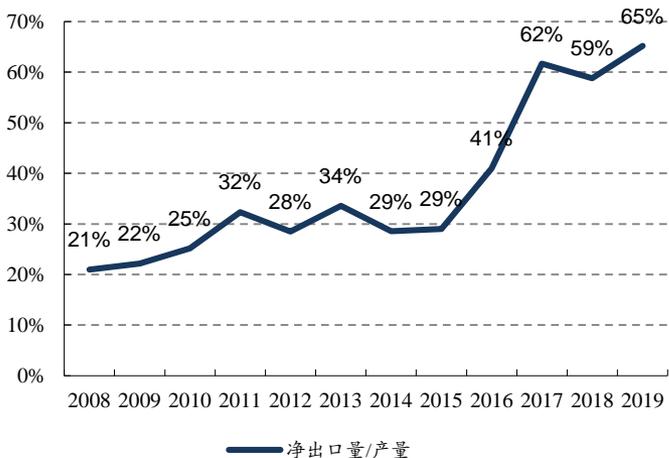
- 直喷增压，国六升级，国内汽油池结构决定了油车匹配存在矛盾
- 清净剂和润滑油值得关注



■ 农药后市研判

- 目前，农化看不到有产业变革潜力的大单品；
- 江浙一带仍持续高压Vs政府认识到西北地区的环境影响；
- 看好有一体化可能，有产品外延可能的标的；
- 推荐扬农化工、中旗股份。

图：农药原药净出口占比持续攀升



氨基酸类	其他类	乙酰胺类	HPPD类	吡啶类	三嗪类
草甘膦	其他	吡啶草啉吡啶类	硝磺草酮	氨基吡啶酸	其他
草铵膦	异草松啉啉酮类	异丙甲草胺	tembotrione	二氯吡啶酸	其他
	麦草畏苯甲酸类	吡啶草胺	其他	氨基吡啶氧乙酸	氨基吡啶酸
	灭草松苯并噁啉类	二甲吩草胺	芳氧苯氧丙酮胺类	三氯吡啶	氨基吡啶酸
	溴苯腈... 啉草酸	丙草胺	联吡啶类	吡啶... 其他	其他
	ALS-磷酸酯类	氟噻草胺	吡啶... 其他	百草枯	苯氧羧酸类
	烟啉磷隆	丁草胺	吡啶... 其他	敌草快	2,4-滴
	甲基二磷隆	丙草胺	吡啶... 其他	2,4-滴	2-甲4氯
	甲基磷隆	ALS-其他类	吡啶... 其他	二硝基苯胺类	其他
	甲... 磷隆	其他	丙炔氟草胺	PPO-二... 类	环己二酮类
	甲... 磷隆	五氟磷草胺	丙炔氟草胺	二甲戊灵	其他
	甲... 磷隆	双氟磷草胺	甲磺草胺	ALS-咪唑啉酮类	氨基甲... 酯类
	甲... 磷隆	双... 磷隆	咪唑啉酮	咪唑啉酮类	氨基甲... 酯类
	甲... 磷隆	双... 磷隆	双... 磷隆	咪唑啉酮类	氨基甲... 酯类
	甲... 磷隆	双... 磷隆	双... 磷隆	咪唑啉酮类	氨基甲... 酯类
	甲... 磷隆	双... 磷隆	双... 磷隆	咪唑啉酮类	氨基甲... 酯类
	甲... 磷隆	双... 磷隆	双... 磷隆	咪唑啉酮类	氨基甲... 酯类

- 氨基酸类
- 联吡啶类
- ALS-磷酸酯类
- ALS-咪唑啉酮类
- ALS-其他类
- 乙酰胺类
- 二硝基苯胺类
- 芳氧苯氧丙酮胺类
- 氨基甲酸酯类
- 吡啶类
- PPO-二苯胺类
- PPO-其他类
- 环己二酮类
- HPPD类
- 苯氧羧酸类
- 三嗪类
- 脲类
- 其他类

	上市年份	17年销售额, 亿\$	开发公司	专利到期时间 (年)	国内登记情况
氟唑菌酰胺	12	4.36	巴斯夫	26	巴斯夫
苯并烯氟菌唑	12	3.37	先正达	23	先正达
联苯吡菌胺	11	2.43	拜耳	25	无
吡唑萘菌胺	10	1.16	先正达	23	无
氟唑环菌胺	11	0.84	先正达	23	先正达

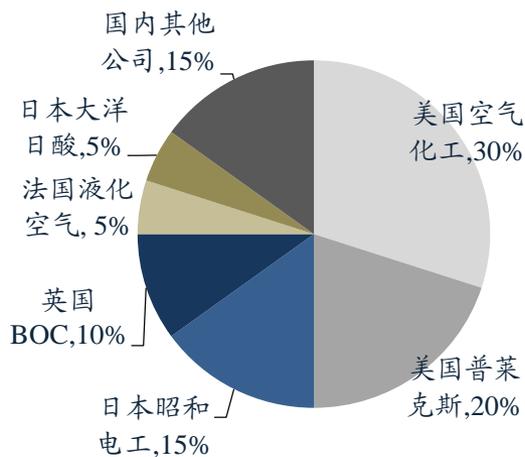
■ 电子化学品国产化率低，自主可控需求迫切：

- **电子化学品国产化率低：**2019年，我国电子特气的市场规模为140亿元左右，国产化率仅为15%左右，是国产化率最高的一类电子化学品；2020年我国湿电子化学品市场规模超105亿元，国产化率10%左右；2019年，LCD光刻胶市场规模约40亿元，国产化率5%左右，芯片光刻胶国产化率更低；
- **美国制裁不断加码，自主可控迫在眉睫：**自2018年美国发动贸易战以来，相继制裁了中兴、华为、中芯国际等我国高科技企业；产业链方面，2019年7月日本限制向韩国出口部分半导体、OLED材料，给我们敲响警钟。外部直接或间接因素均揭示了我国半导体全产业链国产化的迫切，电子材料进口替代需求为国内厂商提供发展契机。
- **重点推荐：昊华科技、雅克科技**

图：电子化学品产业链



图：近三年国内电子特气市场占有率



■ 2020年国六标准全面实施, 有望催生千亿级尾气处理市场:

- **国六标准逐步推行, 尾气处理技术升级正当时:** 2019年7月起, 重型车开始实施国六标准; 2020年7月起, 轻型车开始实施国六标准。相比国五标准, 国六标准下尾气排放限值大幅收严, 尾气处理技术也要求进一步升级。具体到不同车型, 轻型车后处理系统中, 国五主要使用TWC, 国六增加GPF; 重型柴油车后处理系统中, 国五主要使用DOC+POC, 对应国六排放标准的后处理主流技术方案为DOC+DPF+SCR+ASC。
- **柴油机+汽油机双市场发力, 国六升级或将激活千亿级市场:** 国六标准的实施有望带来尾气处理市场的急速扩容。将柴油机分为轻型柴油机、重型柴油机和非道路柴油机三部分进行测算, 根据我们测算, 柴油机市场空间2022年将增长至555.08亿元; 汽油机市场在乘用车需求复苏的带动下, 2022年市场空间或将增长至562.12亿元, 二者合计激活的市场空间有望超过千亿元。
- **重点推荐: 龙蟠科技、国瓷材料、万润股份**

图: 尾气催化产业链

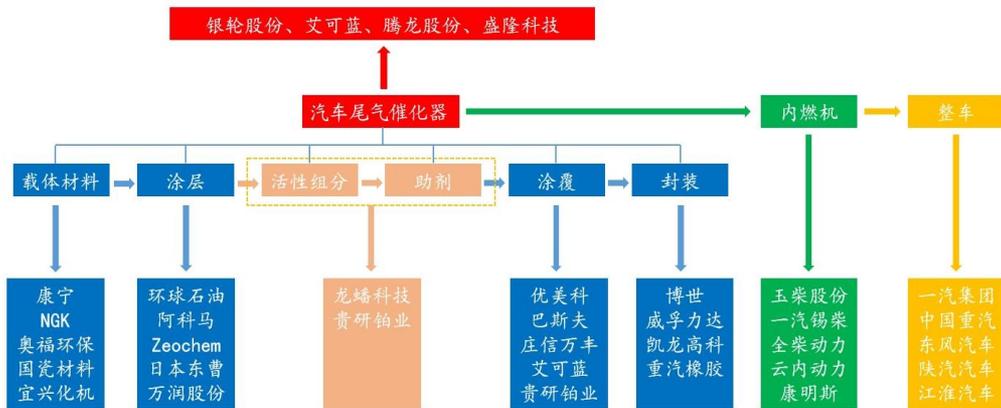


表: 尾气后处理市场空间测算 (亿元)

年份	柴油车市场空间	汽油车市场空间	合计
2020	143.51	267.54	411
2021	474.04	549.12	1023
2022	555.08	562.12	1117

■ 禁塑令开启可降解塑料元年，有望打开500亿市场规模：

- **禁塑令覆盖面：**2020年1月，我国第一次颁布“禁塑令”，随后各省市相继制定禁塑政策，禁塑令首先针对不可降解塑料购物袋、一次性餐具、一次性酒店用品、快递塑料包装等领域，对应下游行业主要是快递、外卖等新兴行业，以及商超、农膜等传统行业；
- **禁塑令推进节奏：**禁塑令分三个阶段实施，2020年底渗透进入省会城市、计划单列市等大城市；2022年底渗透进入地级以上城市建成区及部分沿海县城建成区；2025年底上述地区全面禁止使用不可降解塑料购物袋，并对其他领域提出量化指标；
- **可降解塑料市场空间：**2018年我国可降解塑料消费量仅4.2万吨，当前正处于市场导入期，居我们测算到，2025年可降解塑料市场空间将达到**250万吨**，市场规模达到**500亿元**。
- **重点推荐：**彤程新材，建议关注瑞丰高材。

图：《意见》限制使用的不可降解塑料四大领域



不可降解塑料购物袋

一次性塑料餐具

酒店一次性用品

快递塑料包装

表：可降解塑料在市场空间测算汇总（万吨）

年份	快递包装	一次性餐具	塑料购物袋	农膜	合计
2020	8	24	13	0	45
2021	13	27	-	-	-
2022	20	30	23	7	80
2023	59	58	-	-	-
2024	78	64	-	-	-
2025	100	70	50	30	250

■ 减隔震行业未来空间广阔, “立法”即将落地市场快速扩容:

- **减隔震行业仍处于导入期, “立法”是行业发展的催化剂:** 我国减隔震行业自2010年开始发展加速, 但主要集中于云南, 以及部分示范性工程。2019年底司法部发布了《建设工程抗震管理条例(征求意见稿)》, 《条例》要求位于高烈度设防地区、地震重点监视防御区的新建学校、幼儿园、医院、养老机构、应急指挥中心、应急避难场所等公共建筑应当采用隔震减震技术, 一旦立法完成, 对应地区的特定建筑将被强制要求使用减隔震技术。2020年6月《条例》被纳入2020年立法工作计划, 当前仅剩国常会审议通过;
- **多维度解读减隔震行业市场空间:** 按照《条例》所覆盖的地区, 立法落地将形成**200亿元**的市场规模; 在8°以上烈度地区达到相同抗震级别下具备技术经济性, 内生发展规模为**100亿元**; 同样由于技术先进性和经济性, 旧房改造市场也能形成100亿元市场规模; 远期待减隔震技术渗透进入新建住宅市场, 我们测算到2030年也能形成百亿元规模。当前国内市场规模近15亿元左右, 市场将在短期内扩容十倍以上。
- **重点推荐: 震安科技。**

图: 不同防震技术特点对比示意图



表: 多维度解读减隔震行业市场空间 (亿元)

市场	2021	2022	2023
立法	203.19	236.92	251.13
内生	99.76	104.60	109.74
旧房改造	100	100	100

个股投资建议一览

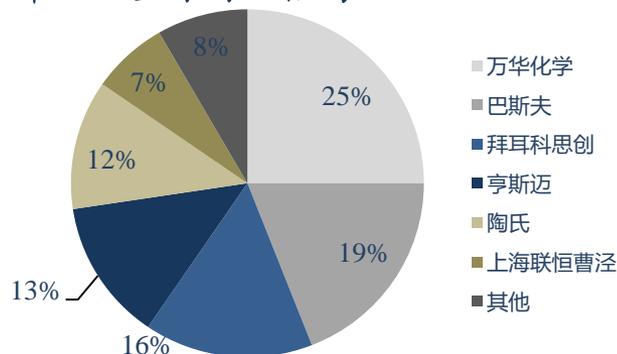
精选特色标的一览

	股票代码	股票简称	当前股价	2020年EPS	2021年EPS	2020年PE	2021年PE	PB	PEG
顺周期	600309.SH	万华化学	91.04	2.65	3.92	34.41	23.21	6.50	-1.91
	002601.SZ	龙蟒佰利	30.77	1.42	1.86	21.71	16.58	4.51	1.96
	600409.SH	三友化工	10.25	0.18	0.57	56.91	18.13	1.93	-1.25
	002064.SZ	华峰氨纶	10.09	0.39	0.52	26.01	19.53	4.42	-10.91
	600486.SH	扬农化工	132.00	4.03	4.91	32.78	26.90	7.09	4.89
	300575.SZ	中旗股份	38.40	1.60	2.46	24.06	15.60	3.78	0.51
	600426.SH	华鲁恒升	37.30	1.23	1.70	30.33	22.00	4.05	-1.64
	600989.SH	宝丰能源	11.70	0.62	0.72	18.90	16.33	3.51	0.97
	601058.SH	赛轮轮胎	6.04	0.56	0.70	10.70	8.65	2.02	0.39
	601966.SH	玲珑轮胎	35.17	1.49	1.72	23.57	20.39	3.01	0.46
	002493.SZ	荣盛石化	27.61	1.09	1.55	25.25	17.77	5.27	0.11
成长	600378.SH	昊华科技	21.01	0.71	0.91	29.73	23.03	3.07	1.27
	002409.SZ	雅克科技	60.09	0.92	1.14	65.16	52.54	6.02	1.42
	601208.SH	东材科技	10.44	0.32	0.49	32.41	21.49	2.66	0.18
	603906.SH	龙蟠科技	33.65	0.58	0.76	57.79	44.06	6.22	1.01
	300285.SZ	国瓷材料	45.11	0.59	0.77	76.64	58.89	9.37	4.25
	002643.SZ	万润股份	21.77	0.60	0.75	36.28	29.20	3.99	4.73
	603650.SH	彤程新材	31.00	0.72	0.92	43.06	33.85	7.71	1.56
	300767.SZ	震安科技	73.00	1.24	1.94	58.75	37.62	9.64	0.62
	002810.SZ	山东赫达	34.40	1.18	1.37	29.06	25.04	6.00	0.57
	603155.SH	新亚强	34.19	0.99	1.97	34.45	17.40	2.75	-1.16

数据来源：wind（本表及下文个股估值均参考2020年12月31日收盘价，华峰氨纶、扬农化工、华鲁恒升、荣盛石化参考wind一致预期），东吴证券研究所

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润（百万元）	10,130	8,308	12,314	14,069
同比（%）	-34.9%	-18.0%	48.2%	14.3%
每股收益（元/股）	3.23	2.65	3.92	4.48
P/E（倍）	28.22	34.41	23.21	20.32
PEG		-1.91	2.26	1.76

图：2019年MDI全球行业格局



■ 推荐逻辑：MDI景气上行，正在成长为全球化工龙头

- **MDI行业景气上行，全球龙头充分受益：**210万吨/年MDI产能稳居全球第一，在建新增（福建40+美国40）和技改（烟台50+宁波30）产能强化未来全球统治地位。地产、汽车、家电消费持续回暖，2021年MDI需求持续修复叠加海外供应不稳定，MDI景气上行，公司作为全球龙头将充分受益；
- **石化和新材料布局不断完善：**石化板块，公司从PDH到C3下游全产业链基本完备，大乙烯项目于2020年11月投产。新材料板块，烟台PC二期年内完工，眉山一期25万吨/年高性能改性树脂项目即将建成，二期项目进入环评阶段，柠檬醛、尼龙6、TPU、可降解材料、锂电材料等新材料产业群逐步完备，万华化学正向全球综合性化工龙头挺进。

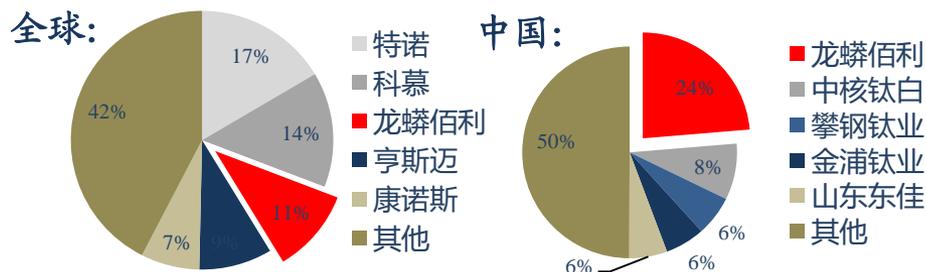
风险提示：在建项目建设进度不及预期的风险；MDI价格大幅波动。

一) 周期主线——钛白粉

➤ 龙蟒佰利：行业拐点已至，钛白粉绝对龙头深筑护城河

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	2,594	2,881	3,771	4,686
同比 (%)	13.5%	11.0%	30.9%	24.3%
每股收益 (元/股)	1.28	1.42	1.86	2.31
P/E (倍)	24.10	21.71	16.58	13.34
PEG		1.96	0.81	0.61

图：2019年钛白粉行业格局



■ 推荐逻辑：行业拐点已至，产能扩张、工艺先进、成本压缩铸就护城河

- 产能持续扩张，目标成为全球老大：现有钛白粉产能101万吨/年（氯化法36+硫酸法65），根据现有拟在建项目规划未来实现钛白粉产能140万吨/年，成为全球钛白粉老大（当前产能全球第三、国内第一）。
- 国内率先掌握氯化法工艺：公司在国内率先吸收、掌握氯化法钛白粉量产工艺，由于硫酸法工艺三废污染高，当前政策下限制5万吨/年以下硫酸法产能的上马。氯化法工艺污染低、产品品质高，考虑到海外特诺、科慕和亨斯迈均全部采用氯化法工艺，康诺斯氯化法产能占比约82%，而2020年国内氯化法产量仅为16%左右，未来国内新增产能将以氯化法为主，公司凭借在氯化法工艺的优势，未来规模扩张、成本控制将更有优势。
- 钛产业链一体化，兼具原料保供和成本优势：公司拥有80万吨/年钛精矿产能，攀枝花在建30万吨/年钛矿转化氯化钛渣项目，为氯化法工艺配套。与攀枝花政府进行上游原料合作将进一步提高公司原料自给率，在原料保供的同时，进一步增强成本优势。

风险提示：在建项目建设进度不及预期的风险；氯化法工艺技术扩散的风险。

一) 周期主线——纯碱、粘胶短纤

➤ 三友化工：纯碱、粘胶短纤双龙头

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	683	372	1,167	1,604
同比(%)	-56.9%	-45.6%	213.9%	37.5%
每股收益(元/股)	0.33	0.18	0.57	0.78
P/E(倍)	30.98	56.91	18.13	13.19
PEG		-1.25	0.59	0.40

业务	产能 (万吨)	弹性(价格涨1000 元/吨)		2021年看涨空间(相对20年)		
		净利(亿 元)	EPS	价格	净利(亿 元)	EPS
粘胶短纤	78	5.18	0.03	2000	10.35	0.050
纯碱	285	18.92	0.09	200	3.78	0.018
PVC	50.5	3.35	0.02	200	0.67	0.003
烧碱	10.6	0.70	0.00	400	0.28	0.001
有机硅	20	1.33	0.01	4000	5.31	0.026

■ 推荐逻辑：粘胶短纤周期反转，纯碱有望走出底部

- **粘胶短纤和纯碱双龙头**：现有粘胶短纤产能78万吨/年（行业第二，外资赛得利第一），纯碱产能340万吨/年（行业第一，其中青海基地110万吨/年产能为51%权益），公司产能兼具差异化和成本优势。
- **粘胶短纤优势显著**：公司粘胶短纤差别化率约45%，包括高白产品、莫代尔纤维、竹纤维及定制纤维等，单个厂区实现78万吨/年的产能，差别化产品提价叠加规模化生产降本，我们估算公司单吨粘胶短纤相比全行业可实现千元以上超额收益。短期看，粘胶短纤受益于无纺布需求的提升，中长期看，棉花价差的缩窄带动粘胶价格长期看涨，公司粘胶短纤业务值得长期看好。
- **纯碱有望走出低谷**：2021年光伏玻璃有望成为拉动纯碱需求的主要推动力，作为地产后周期，随地产景气复苏，纯碱有望走出低谷。公司纯碱重质化率可达80%，规模化形成百元/吨左右的成本优势，业绩弹性大。

风险提示：粘胶短纤价格涨幅不及预期；纯碱行业景气上行周期推迟。

一) 周期主线——氨纶

➤ 华峰氨纶：聚氨酯产业链全球龙头，受益氨纶基本面改善

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	1,841.48	1,797.58	2,393.79	2,791.29
同比(%)	-4.92	-2.38	33.17	16.61
每股收益(元/股)	0.43	0.39	0.52	0.60
P/E(倍)	23.47	26.01	19.53	16.75
PEG		-11.31	0.61	1.05

产品	产能 (万吨)	弹性(价格涨1000元/吨)	
		净利(亿元)	EPS
氨纶	18.5	1.23	0.04
己二酸	75	4.98	0.16
聚氨酯原液	42	2.79	0.09

■ 推荐逻辑：氨纶、聚氨酯全球龙头

- **氨纶、聚氨酯全球龙头**：现有氨纶产能18.5万吨/年（国内市占率25%+），产能规模全球第二、国内第一，聚氨酯原液产能42万吨/年（国内市占率60%+），乙二酸75万吨/年（国内市占率40%+），均为全球第一。公司具备聚氨酯产业链一体化、规模化优势，综合竞争力领先，氨纶顺周期上涨，公司作为行业龙头值得关注；
- **重庆基地氨纶成本优势显著**：原材料实现本地采购，其中重庆基地原料采购自重庆巴斯夫，PTMEG采购自重庆驰源化工，投资强度拉低折旧成本，电、蒸汽等能源价格低廉，综合原材料、折旧、能源等因素，重庆基地具备显著优势；
- **合并华峰新材，己二酸优势显著**：2019年上市公司重组集团内华峰新材，己二酸产能注入体内，公司采用环己烷氧化法+环己烯工艺法相结合的生产工艺，单耗降低、循环利用，生产成本进一步降低。

风险提示：氨纶价格上行不及预期；MDI、PTMEG等原材料价格上涨过快，难以快速顺价。

一) 周期主线——农化

➤ 扬农化工：菊酯、麦草畏全球龙头，先正达协同值得期待

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	1,169.77	1,250.78	1,524.51	1,776.62
同比(%)	19.40	6.93	21.89	16.54
每股收益(元/股)	3.77	4.04	4.92	5.73
P/E(倍)	34.97	32.78	26.90	22.98
PEG		4.94	1.24	1.36

产品	产能 (万吨)	弹性(价格涨1万元/吨)	
		净利(亿元)	EPS
草甘膦	3	1.99	0.06
麦草畏	2.5	1.66	0.05
卫生菊酯	0.26	0.17	0.01
农用菊酯	0.55	0.37	0.01

■ 推荐逻辑：菊酯、麦草畏全球龙头，草甘膦格局向好

- **菊酯、麦草畏龙头地位：**现有麦草畏产能2.5万吨/年，产能全球第一；卫生菊酯2600吨/年、农用菊酯5500吨/年，全球第二国内第一；草甘膦3万吨/年，产能在国内居前。考虑到海外需求确定性复苏，国内农药出口约占产量的2/3，农产品价格坚挺，公司有望受益于顺周期产品涨价；
- **在建优嘉项目奠定公司成长性：**优嘉三期于2020年8月投入试生产，优嘉四期（杀虫剂4120吨/年，杀菌剂1000吨/年）已于2020年下半年开始建设，2020年4月公司公告拟投资优嘉五期（杀虫剂8510吨/年，杀菌剂6000吨/年），优嘉基地的持续投资帮助公司强化一体化、规模化生产优势，并不断提升业绩中枢；
- **两化融合下直接受益者：**中国化工和中化合并背景下，通过股权置换，扬农化工成为先正达子公司，先正达是国际植保龙头企业，扬农为先正达提供农药原药，借助于先正达的品牌和销售渠道，二者协同值得期待。

风险提示：在建项目建设进度不及预期的风险；与先正达协同不及预期。

一) 周期主线——农化

➤ 中旗股份：区位优势明显，成长空间打开

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	150	220	340	396
同比 (%)	-28.4%	47.1%	54.2%	16.6%
每股收益 (元/股)	1.08	1.60	2.46	2.87
P/E (倍)	35.40	24.06	15.60	13.39
PEG		0.51	0.31	0.35

除草剂 (草甘膦、草铵膦、百草枯等免耕)

小麦禾本科
二甲四氯
24-D丁酯
唑啉草酯
精恶唑禾草灵
炔草酯
氟氟草酯

小麦阔叶
氟草烟
双氟
唑草酮
氟氟草酯

玉米
烟嘧磺隆

水稻
五氟
双氟
氟氟草酯
韩秋好

大豆
乙胺氟草酯
精喹禾灵
烯草酮
高盖
甲氧咪草烟



- 氨基甲酸酯类
- 二硝基苯胺类
- 环己二酮类
- 联吡啶类
- 芳氧苯氧丙酸酯类
- HPPD类
- ALS-磺酰脲类
- 氨基甲酸酯类
- 吡啶类
- PPO-二苯胺类
- 脲类
- 乙酰胺类
- PPO-其他类
- 其他类

- 高度关注下游客户关切，有能力创造条件把客户关切换化为己方订单
- 区域优势明显，基本绝缘江苏地区的环保整治
- 研发费用逐步起量，公司愿景初步展
- 淮北基地落定，南京基地、淮安基地产能逐步释放。达产后业绩中枢有望显著提升。
- 风险提示：环保实质性放松，医药中间体进展不顺。

资料来源：公司公告，环评报告，东吴证券研究所整理

一) 周期主线——煤化工

➤ 华鲁恒升：顺周期兼具成长性的煤化工龙头

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	2,453.03	2,000.63	2,757.76	3,333.38
同比(%)	-18.76	-18.44	37.84	20.87
每股收益(元/股)	1.51	1.23	1.70	2.05
P/E(倍)	24.73	30.33	22.00	18.20
PEG		-1.75	0.62	0.93

产品	产能 (万吨)	弹性(价格涨1000元/吨)	
		净利(亿元)	EPS
尿素	180	11.95	0.07
醋酸	50	3.32	0.02
DMF	25	1.66	0.01
多元醇	75	4.98	0.03
己二酸	16	1.06	0.01

■ 推荐逻辑：产品价格普涨、荆州基地开辟，顺周期兼具成长性的煤化工龙头

- **煤化工龙头，多产品涨价：**公司具备低成本的煤气化平台和氨醇有效动态切换的生产能力，主要产品有机胺、己二酸、醋酸均在2020Q4实现价格大幅上涨，我们判断2021年甲醇价格下行幅度有限，尿素价格有望受农产品价格复苏而提振，整体看，公司将受益于顺周期实现业绩同比增长；
- **在建项目投产在即，支撑业绩中枢上移：**在建精己二酸项目预计将在2021年年中投产，己内酰胺项目预计2021Q4投产，在建产能释放将进一步提升公司的业绩中枢；
- **荆州基地打开公司长期发展空间：**公司于2020年11月公告了《华鲁恒升荆州现代煤化工基地项目投资协议》，拟投资不少于100亿元，建设尿素、醋酸、有机胺等产品，当地政府负责争取用煤指标、尿素产能指标、能耗指标、环境容量，并保障土地、仓储码头、铁路、水电等生产要素。依托公司极低成本的煤气化平台，荆州新基地的开辟为公司进一步发展提供了动能。

风险提示：在建项目建设进度不及预期的风险；油价大幅波动。

一) 周期主线——煤化工

➤ 宝丰能源：现代煤化工标杆，内循环优质标的

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	3,802	4,540	5,254	6,822
同比(%)	2.9%	19.4%	15.7%	29.8%
每股收益(元/股)	0.52	0.62	0.72	0.93
P/E(倍)	22.57	18.90	16.33	12.58
PEG		0.97	0.93	0.58

产品	产能 (万吨)	弹性(价格涨1000元/吨)	
		净利(亿元)	EPS
聚乙烯	60	3.98	0.13
聚丙烯	60	3.98	0.13
焦炭	400	26.55	0.86

■ 推荐逻辑：煤制烯烃成本优势显著，现代煤化工龙头

- 拟在建项目进展顺利，中长期业绩增长可持续：公司现有年产120万聚烯烃、400万吨甲醇和78万吨精细化工品的生产能力，已经是国内煤化工头部企业。同时，大额资本开支项目持续推进，2020年5月开工建设300万吨/年煤焦化多联产项目，预计2021年底建成投产；2020年8月开工建设50万吨/年煤制烯烃项目，预计2022年底建成投产；此外，2020年7月公司400万吨/年煤制烯烃项目一期获内蒙古发改委核准，当前已经全面开工建设，9月和10月相继获得交行200亿元和工行300亿元银行授信额度。随着拟在建项目的不断推进，公司中长期业绩有望得到持续性增长。
- 煤制烯烃成本优势显著：自有煤矿叠加DMTO，“煤-合成气-甲醇-烯烃-聚烯烃”一体化完备，2019年布油均价62美元/桶，宝丰烯烃成本约4000元/吨，神华和中煤均在5300元/吨左右，宝丰盈亏平衡线的油价在30~35美元/桶，相比同行成本优势显著；
- 红四煤矿获批进一步降低焦炭成本：2020年7月收到红四煤矿的《采矿许可证》，煤矿产能由510万吨/年提升至750万吨/年，焦炭装置煤炭自给率提升至70%左右。

风险提示：在建项目建设进度不及预期的风险；油价大幅波动。

一) 周期主线——轮胎

➤ 赛轮轮胎：双反结果最超预期，低估值+高成长，未来可期

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	1,195	1,524	1,885	2,109
同比 (%)	78.9%	27.6%	23.7%	11.9%
每股收益 (元/股)	0.44	0.56	0.70	0.78
P/E (倍)	13.64	10.70	8.65	7.73
PEG		0.39	0.34	0.37

赛轮越南盈利能力强	收入 (百万元)	净利 (百万元)	净利率	海外产能净利占比
2016	1,183.47	169.38	14.31%	46.76%
2017	2,433.79	341.26	14.02%	103.45%
2018	2,973.68	514.62	17.31%	77.02%
2019	3867.94	952.34	24.62%	79.95%

■ 推荐逻辑：双反结果最超预期，低估值+高成长，未来可期

- 美国新一轮“双反”受益者：在美国新一轮“双反”中，赛轮仅遭受6.23%的反补贴税，通过下游基本可以消化掉，与此同时，其他东南亚工厂遭受较高的双反税率，为赛轮提供弯道超车的机会；
- 赛轮越南工厂盈利能力强：2019年11月18日越南与固铂在越南的合资工厂正式投产（65%权益），设计产能为240万条/年全钢胎，自此，赛轮越南拥有1000万条/年半钢胎产能，276万条/年全钢胎权益产能。近年来越南工厂业绩持续创新高，2019年净利达到9.52亿元，净利率高达24.62%，净利占比达到80%。
- 产能持续扩张，长期发展可期：2020年内，青岛工厂二期增加半钢胎700万条/年产能，11月沈阳工厂二期增加330万条/年全钢胎产能，随着集中度的提升，头部企业盈利能力增强，赛轮有望在国内外进行持续的产能扩张。

风险提示：美国双反终裁出现变数；国际贸易的风险。

一) 周期主线——轮胎

➤ 玲珑轮胎：双反结果好于预期，关注品牌力+全球化扩张

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	1,668	2,050	2,369	2,808
同比(%)	41.2%	22.9%	15.6%	18.6%
每股收益(元/股)	1.21	1.49	1.72	2.04
P/E(倍)	28.96	23.57	20.39	17.20
PEG		0.46	0.34	0.37

玲珑泰国盈利能力强	收入(百万元)	净利(百万元)	净利率	海外产能净利占比
2016	-	534.25	-	52.88%
2017	3,176.07	641.83	20.21%	61.25%
2018	3,777.72	736.49	19.50%	62.35%
2019	-	1319.13	-	79.11%

■ 推荐逻辑：双反好于预期，加速全球布局

- **美国新一轮“双反”初裁结果好于预期：**在美国新一轮“双反”中，玲珑轮胎初裁反倾销税率为22.21%，初裁结果显著好于申报的106.4%~217.5%的税率，考虑一部分下游经销商的消化，本轮美国对泰国的双反中玲珑受影响较小；
- **品牌赋能，配套客户超百家：**玲珑轮胎在大陆市场产品结构中，配套胎约占2/3，这一比例远高于以替换胎为主的国产厂商，并成功进入红旗、奥迪、大众、通用、福特、雷诺日产、曼恩(MAN)等世界知名汽车企业的供应商体系，为全球多家知名汽车厂100多个生产基地提供配套服务，连续多年居国内配套轮胎首位。2020年3月，英国品牌价值咨询公司Brand Finance发布了“2020年全球十大最具价值轮胎品牌”榜单，玲珑位居第九，成为唯一上榜的中国轮胎品牌。
- **“6+6”战略稳步推进：**公司于2020年3月提出了“6+6”发展战略，即在中国规划建设六个生产基地，海外规划建设六个生产基地。截至目前，海外工厂方面，除了泰国工厂和塞尔维亚工厂外，其它工厂将根据公司的整体规划逐步分期推进；中国工厂方面，除了招远、德州、柳州、荆门四个生产基地外，第五个工厂吉林玲珑1420万条轮胎智能生产项目启动仪式已在吉林长春举行，项目建成后，可实现年产1200万条半钢子午线轮胎、200万条全钢子午线轮胎和20万条翻新轮胎，进一步提升公司的核心竞争力。

风险提示：美国双反终裁出现变数；国际贸易的风险，海外工厂建设进度存在较大不确定性。

一) 周期主线——大炼化

➤ 荣盛石化：民营大炼化巨头，浙石化二期投产在即

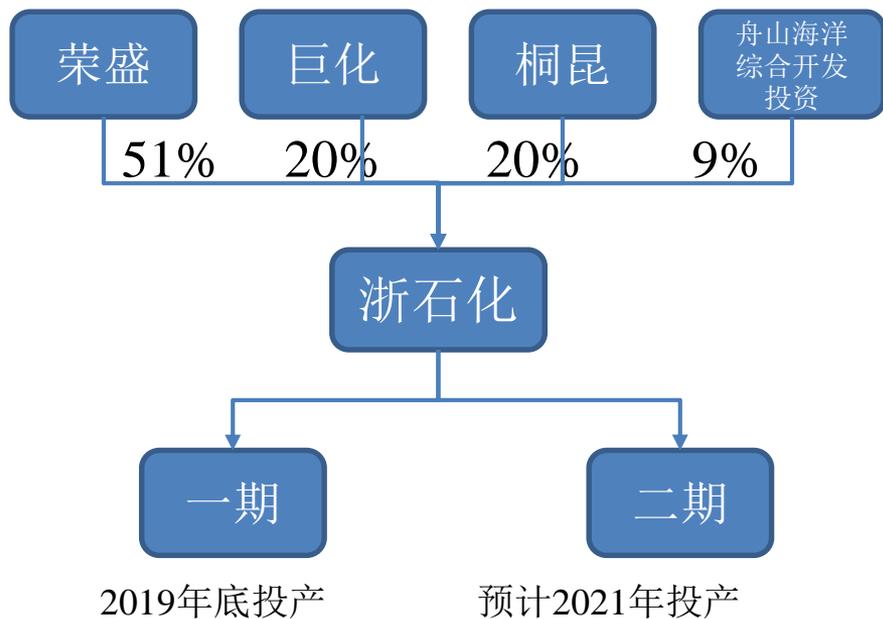
盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	2,206.88	7,379.85	10,489.35	13,844.08
同比 (%)	37.28	234.40	42.13	31.98
每股收益 (元/股)	0.35	1.09	1.55	2.05
P/E (倍)	78.89	25.25	17.77	13.46
PEG		0.11	0.44	0.44

■ 推荐逻辑：民营大炼化龙头，浙石化二期投产在即

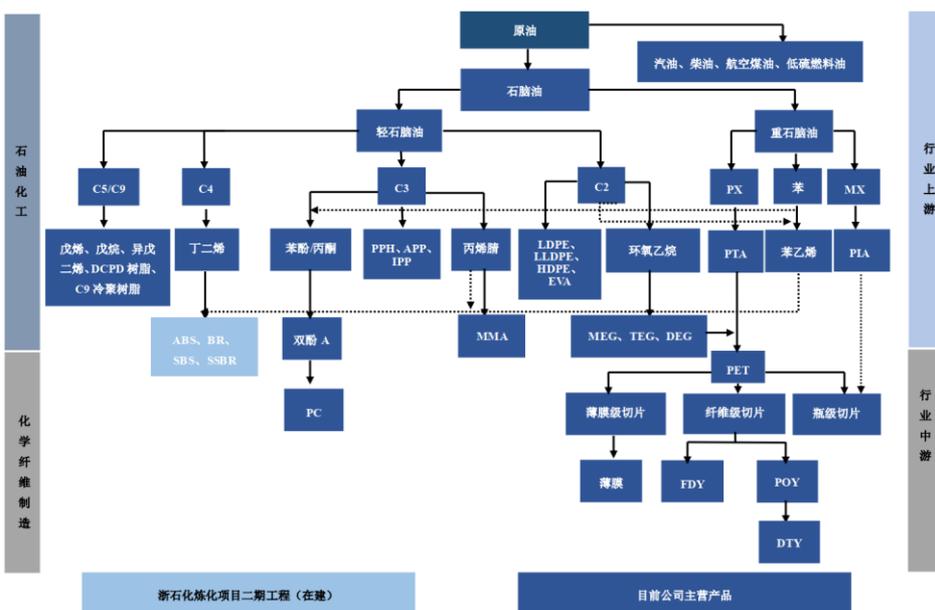
- 一体化优势显著：自下而上打通“芳烃-PTA-聚酯-纺丝-加弹”全产业链；
- 51%浙石化权益：浙石化一期2020年开始贡献业绩，二期预计2021年投产；

风险提示：浙石化二期投产不及预期。

图：浙石化股权结构



图：公司产品结构



二) 成长主线: 5G、半导体配套电子化学品自主可控

➤ 昊华科技: 低估值科技股, 新基建促公司加速发展

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润(百万元)	525	648	837	996
同比(%)	-0.75%	23.44%	29.12%	18.99%
每股收益(元/股)	0.57	0.71	0.91	1.09
P/E(倍)	36.70	29.73	23.03	19.35
PEG		1.27	0.88	0.81



■ 推荐逻辑:

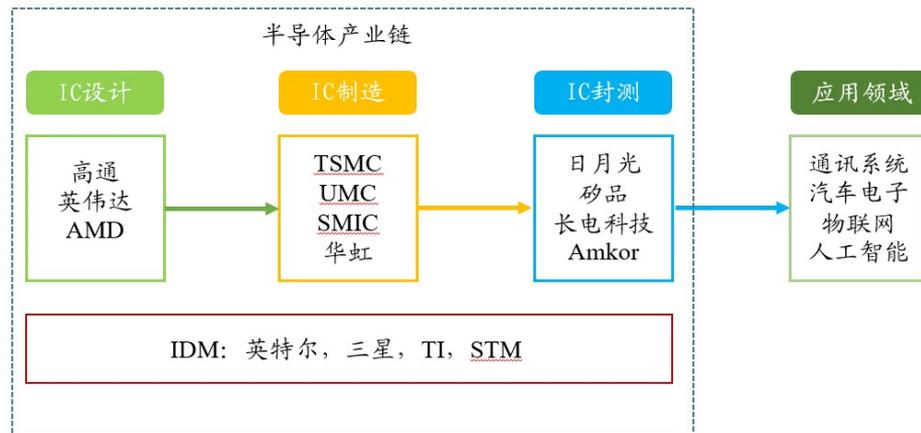
- **实力雄厚:** 在原天科股份基础上注入原化工部11个院所, 是中国化工集团下的科技板块资本运作平台, 技术积累深厚, 多产品具备爆发潜力;
- **PTFE树脂国内龙头, 新增产能正在释放:** 公司下属晨光院原有2.2万吨/年PTFE树脂产能, 产能居国内第一, 市占率约1/3, 中高端产品为主, 此外新增高端5000吨/年PTFE树脂正在试生产阶段, 2021年确定性放量;
- **三氟化氮等电子特种气体抢占国产化机遇:** 面板+芯片产业转移, 配套电子化学品需求增加, 公司三氟化氮供应量国内第二, 黎明院在建4600吨/年电子特气项目预计2021年分批逐步投产, 光明院小品种、高附加值电子特气逐步完成认证, 电子特气业务国内居前;
- **军品业务发展稳健:** 多个院所具备军品供应业务, 如军机航空轮胎、橡胶密封件、舰艇涂料、航空玻璃等, 当前我国武器列装速度加快, 军品业务稳健发展。

风险提示: 机制创新是否如期推进; 子公司整合进展。

二) 成长主线: 5G、半导体配套电子化学品自主可控

► 雅克科技: 半导体材料平台型公司, 未来成长空间大

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	293	427	529	638
同比 (%)	120.2%	45.9%	24.0%	20.6%
每股收益 (元/股)	0.63	0.92	1.14	1.38
P/E (倍)	95.04	65.16	52.54	43.56
PEG		1.42	1.52	1.47



类别	产品	现有产能	在建产能
阻燃剂业务	有机磷阻燃剂	30000吨	63000吨 (恢复后)
LNG用保温绝热板 材业务	LNG用保温绝热板 材业务	满产	存在扩产计划
硅微粉	球型硅微粉	14400吨	存在产能计划
前驱体	旋涂绝缘介质 (SOD)	9600瓶	-
	前驱体	-	-
	六氟化硫	8500吨	10000吨
电子特气	四氟化碳	1200吨	2000吨
	三氟化氮	0	3500吨

推荐逻辑:

- 雅克科技通过并购切入半导体封装材料、电子特气、IC材料等领域, 打造**半导体材料平台**;
- 子公司成都**科美特**是国内含氟特种气体的龙头企业;
- 孙公司韩国**UP Chemical**公司是全球三大SOD供应商之一, 并在先进前驱体材料领域积累了大量技术优势;
- 子公司**华飞电子**是国内**硅微粉**最大的供应商;

风险提示: 半导体材料研发进展不及预期。

二) 成长主线: 5G、半导体配套电子化学品自主可控

➤ 东材科技: 光学膜和电子树脂逐步放量, 业绩确定性高增长

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	73	202	304	509
同比 (%)	126.6%	177.0%	50.8%	67.2%
每股收益 (元/股)	0.12	0.32	0.49	0.81
P/E (倍)	89.77	32.41	21.49	12.85
PEG		0.18	0.21	0.14

产品	应用	市场规模 (亿元)	国产化率
光学基膜	背光模组	81.4	不足30%, 且以低端为主
	偏光片	30	
	触控屏	10	
电子树脂 (高频高速用)	基站	37	国内厂商处于认证、小批量供应阶段
	终端	70+	

■ 推荐逻辑:

- **光学基膜应用广泛, 短期内放量贡献业绩:** 广泛应用于LCD、OLED、触控模组等电子器件, 国内仅LCD和触控模组市场规模保守估计120亿元以上, 目前日韩厂商仍垄断国内高端光学膜, 公司已实现部分进口替代。今年收购胜通后产能8万吨, 明年新线投产后产能达10万吨, 居国内首位。
- **5G用电子树脂国产化初期, 公司产品认证顺利:** 公司的碳氢树脂、马来酰亚胺树脂主要作为5G高频高速覆铜板的基材, 基站及应用端电子树脂市场规模百亿级别, 品种繁多, 目前以日本厂商为主导。在热固性树脂中, 东材、圣泉已进入试用阶段, 其中东材的品类布局更为完善。
- **绝缘材料:** 传统主业, 国内市占率超70%, 下游主供特高压和光伏行业, 不再额外资本投入, 收入中枢12亿元, 毛利率为20%左右。

风险提示: 在建项目投产不及预期, 下游客户认证进展不及预期。

二) 成长主线：国六催生千亿级尾气处理市场

➤ 龙蟠科技：车用尿素龙头，国六升级开启成长新周期

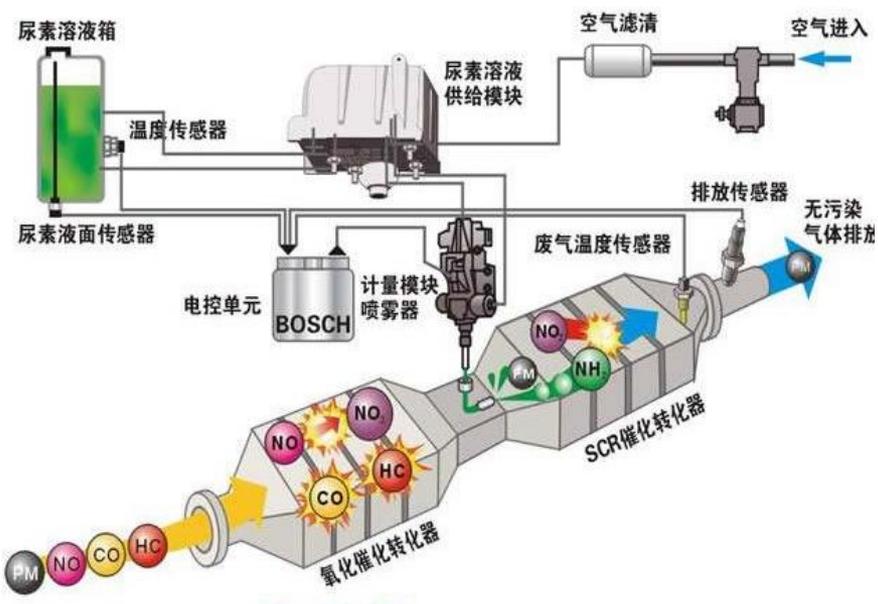
■ 推荐逻辑：

- 国六升级拉动车用尿素需求显著提升，龙蟠科技是国内车用尿素龙头，18万吨可兰素项目支撑未来成长性；
- 受益于新能源车市的发展，冷却液迎来黄金发展期；增资明天科技，全方位布局氢能产业链。
- 风险提示：车用尿素价格下跌。

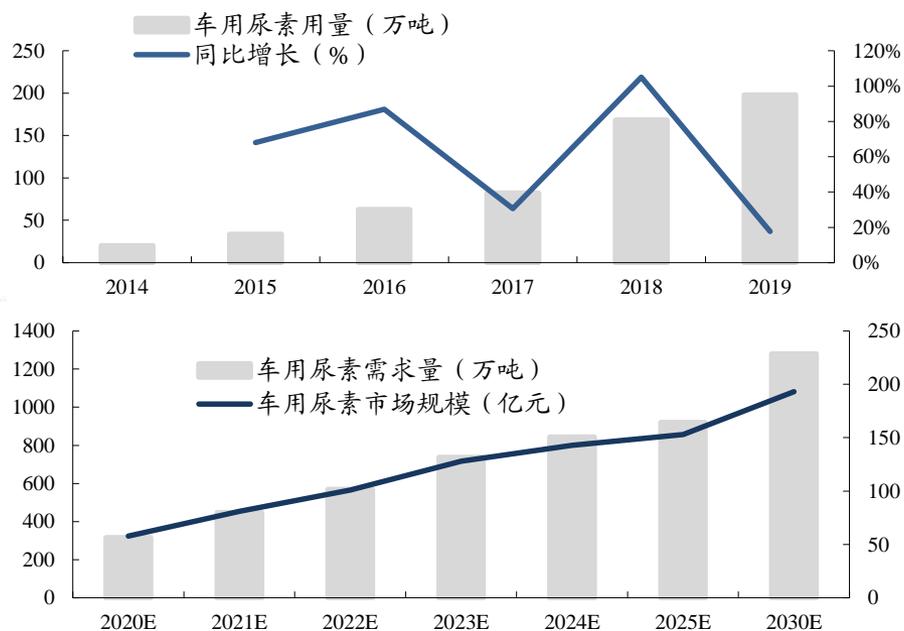
盈利预测与估值

	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润（百万元）	127	201	263	362
同比（%）	55.7%	57.4%	31.2%	37.6%
每股收益（元/股）	0.37	0.58	0.76	1.05
P/E（倍）	90.95	58	44	32
PEG		1.01	1.01	0.77

图：车用尿素工作示意图



图：车用尿素需求预测



数据来源：中国汽车工业协会，东吴证券研究所

二) 成长主线：国六催生千亿级尾气处理市场

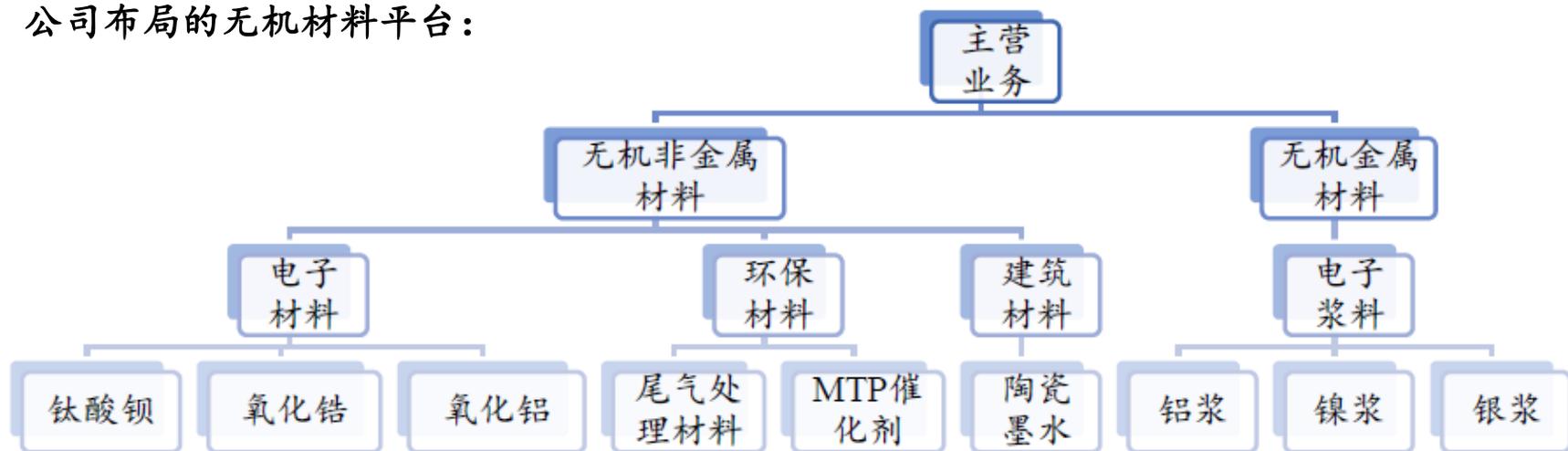
➤ 国瓷材料：陶瓷材料龙头，平台化布局多点开花

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润（百万元）	501	590	768	955
同比（%）	-7.8%	17.9%	30.1%	24.4%
每股收益（元/股）	0.52	0.61	0.80	0.99
P/E（倍）	90.46	76.64	58.89	47.36
PEG		4.25	2.46	1.97

■ 推荐逻辑：

- 公司是全球唯一一家除贵金属以外全系列汽车尾气催化解决方案供应商，国六推行显著提升尾气催化需求；
- 全面涉足生物医疗和5G领域，氧化锆义齿、微波介质粉料、电子银浆等多产品快速发展；
- 无线充电提升陶瓷后盖需求，陶瓷后盖对应氧化锆陶瓷粉体市场规模将超百亿。
- 风险提示：商誉减值的风险。

• 公司布局的无机材料平台：



二) 成长主线: 国六催生千亿级尾气处理市场

➤ 万润股份: 国六推行在即, 沸石项目推进顺利

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	507	546	678	826
同比 (%)	14.0%	7.7%	24.2%	21.9%
每股收益 (元/股)	0.56	0.60	0.75	0.91
P/E (倍)	39.06	36.28	29.20	23.95
PEG		4.73	1.87	1.35

图: 近三年液晶材料竞争格局

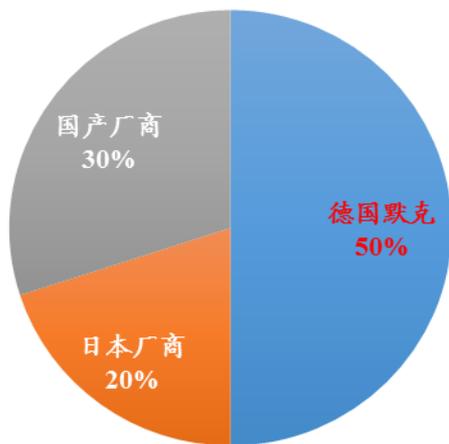


图: 近三年沸石材料竞争格局

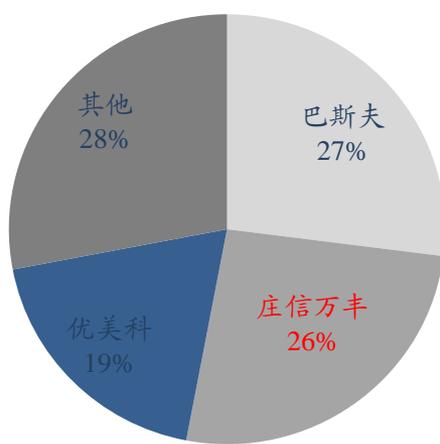
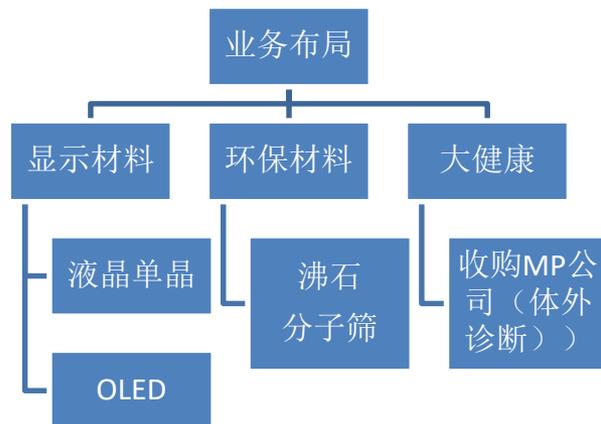


图: 公司业务结构布局



■ 推荐逻辑:

- **液晶单晶:** 公司单晶供应全球最大混晶材料商德国默克, 受益于液晶面板产能向国内高速转移;
- **沸石业务:** 公司沸石供应全球催化剂龙头庄信万丰, 产能于2019年集中放量, 国六推进带动沸石需求显著提升;
- **OLED业务:** 引入三月科技, 加速布局OLED材料领域
- **风险提示:** 液晶材料价格下降的风险。

二) 成长主线: 禁塑令开启可降解塑料元年

➤ 彤程新材: 在建PBAT生产线, 有望享受“禁塑”红利

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	331	421	536	629
同比 (%)	-19.8%	27.3%	27.3%	17.4%
每股收益 (元/股)	0.56	0.72	0.91	1.07
P/E (倍)	54.95	43.06	33.85	28.88
PEG		1.56	1.24	1.21

图: PBAT供需情况

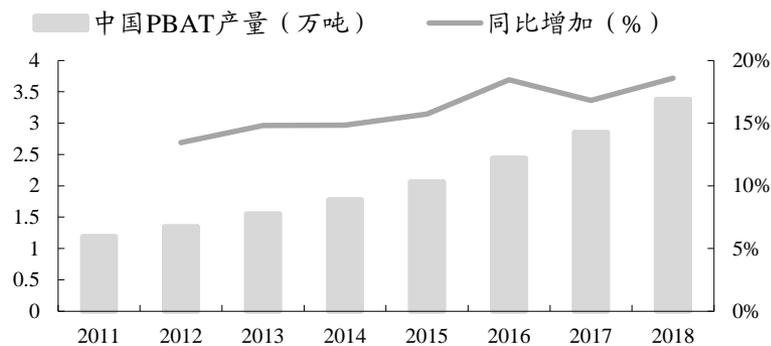
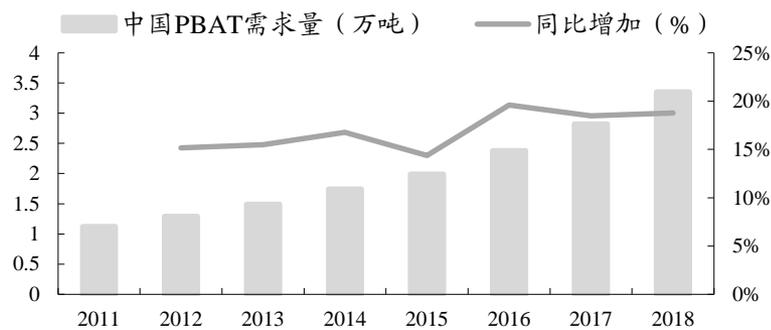
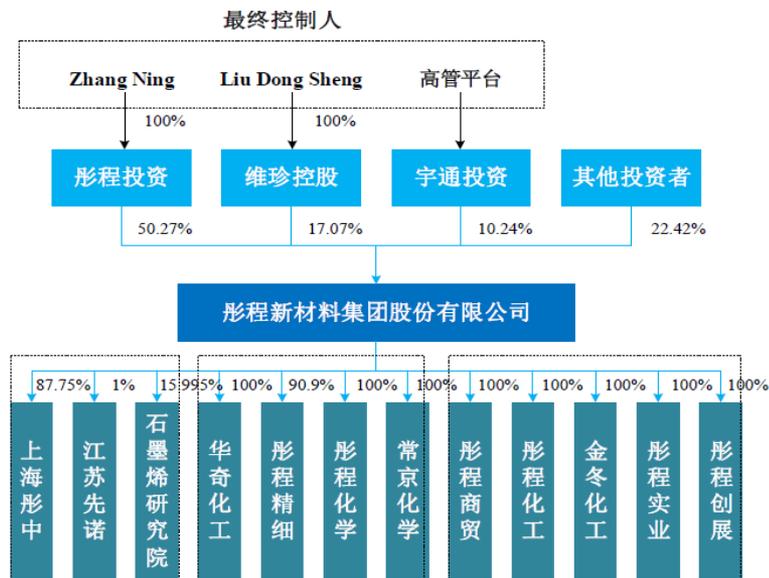


图: 公司股权结构



推荐逻辑:

- 一体两翼: 特种橡胶助剂 (酚醛树脂) 龙头, 并积极拓展新材料业务;
- 进军可降解塑料领域, 拟建6万吨/年PBAT生产线, 预计2022年Q2投产;
- 涉足电子新材料: 持股北京科华微电子 (光刻胶), 拟建电子级酚醛树脂产线;
- 风险提示: 开拓新产业存在较大不确定性

二) 成长主线: 减隔震行业空间广阔

➤ 震安科技: 建筑减隔震细分行业龙头企业

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润 (百万元)	91	179	279	486
同比 (%)	-20.7%	97.2%	56.2%	74.1%
每股收益 (元/股)	0.63	1.24	1.94	3.38
P/E (倍)	119.59	60.64	38.83	22.30
PEG		0.62	0.51	0.30

图: 公司业务布局及规划



■ 推荐逻辑: 市场快速扩容, 龙头充分受益

- **减隔震市场快速扩容:** 当前时点《建设工程抗震管理条例》仅剩国常会审议通过, 一旦立法落地, 国内将形成200亿元减隔震市场规模, 据我们测算, 当前市场规模仅15亿元左右, 同时依托技术经济性, 全市场也能通过技术渗透形成100亿元规模, 行业处于快速发展期;
- **公司是建筑减隔震行业绝对龙头:** 由于减隔震行业在国内属于新兴行业, 同行一般是针对铁路、桥梁等进行减隔震的业务, 公司凭借积累的大量工程数据, 针对建筑形成设计、研发、生产、数据积累回馈涉及研发的一整套闭环减隔震业务;
- **产能扩张和市场开拓迎接广阔蓝海:** 公司现有隔震产能5万套/年, 在建昆明新基地和唐山基地合计8万套/年产能有望于2021年投产, 为市场扩容做足准备;
- **风险提示:** 立法进度不及预期; 行业渗透率不及预期; 市占率下滑。

二) 成长主线：产业升级

➤ 山东赫达：纤维素醚细分行业龙头

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润（百万元）	158	238	276	411
同比（%）	114.7%	50.7%	16.0%	49.0%
每股收益（元/股）	0.83	1.25	1.45	2.16
P/E（倍）	43.83	29.06	25.04	16.81
PEG		0.57	0.78	0.45

表：公司产品及生产基地产能布局

产品	基地	产能	备注
建材级纤维素醚	王村基地	8900吨	因为火灾，处于整改中
	周村基地	3万吨	
	高青基地	2万吨	规划中，预计21年底中交
食品级纤维素醚	周村基地	1000吨	
医药级纤维素醚	周村基地	5500吨	
	高青基地	1万吨	规划中，预计21年底中交
涂料级纤维素醚	高青基地	1万吨	规划中
植物胶囊	周村基地	35亿粒/年	远期中产能达到500亿粒
石墨类化工设备	王村基地		远期设备规模达到1200台套/年
原乙酸三甲酯	莱阳基地	4000吨/年	远期产能达到10000吨/年
双丙酮丙烯酸酯	莱阳基地	1000吨/年	远期产能规模达到2000吨/年

■ 推荐逻辑：纤维素醚细分行业龙头

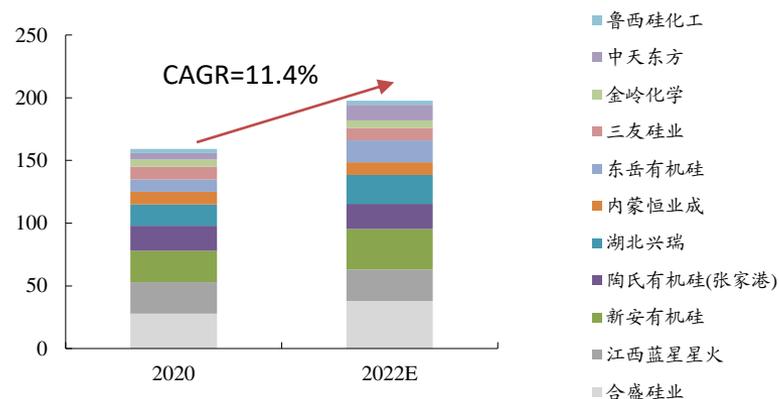
- **率先打破涂料级纤维素醚外资垄断：**国内涂料级纤维素醚市场需求约16万吨/年，市场由外资阿克苏、亚什兰等企业把持，公司与北京科技大学联合研发，并于19年11月公告拟建年产1万吨涂料级纤维素醚建设项目，为公司打开成长空间；
- **拓展食品级纤维素醚应用，进军食品行业：**20年11月公司公告成立合资公司米特加（70%权益），主营的人造肉产品是公司食品级纤维素醚在植物蛋白人造肉领域的重要应用。此次投资一方面促进公司延伸纤维素醚产业链、向食品领域拓展，另一方面，合作方高起专注纤维素醚销售十余年，在食品级纤维素醚领域有丰富的市场及人脉经验，有助于公司快速打开食品级纤维素醚下游市场。
- **风险提示：**在建项目投产进度不及预期，新产品市场推广进度不及预期。

二) 成长主线：产业升级

➤ 新亚强：有机硅助剂细分龙头，率先突破苯基有机硅工艺

盈利预测与估值	2019A	2020E	2021E	2022E
归母净利润（百万元）	219	154	306	396
同比（%）	3.9%	-29.6%	98.0%	29.5%
每股收益（元/股）	1.41	0.99	1.97	2.55
P/E（倍）	24.24	34.45	17.40	13.43
PEG		-1.16	0.96	0.62

图：有机硅中间体产能及未来产能规划（万吨）



■ 推荐逻辑：有机硅助剂细分龙头，率先突破苯基有机硅工艺

- 有机硅产能高增长，助剂产品竞争格局好：公司当前主要产品六甲基二硅氮烷、乙烯基双封头是有机硅生产过程中的助剂，两年内中国有机硅中间体产能有望增至198万吨（2020年159万吨），两年内复合增速达到11.4%，且两产品竞争格局较好，公司在全国出口占比中均超过50%；
- 率先突破苯基有机硅工艺，苯基下游衍生物产业空间大：苯基有机硅对改善有机硅氧烷性能具有重要作用，全球年需求约10万吨，公司14年开始发展流化床法工艺，突破二苯基二氯硅烷的规模化生产（仅公司一家实现突破），目前已经实现装置的规模稳定生产，当前产能规模5千吨，具有较大发展空间。IPO募投项目中拟建2万吨/年苯基衍生物，苯基衍生物具有高附加值，完善产品结构的同时巩固和扩大公司苯基有机硅的市占率。
- 风险提示：在建项目投产进度不及预期，苯基有机硅工艺不成熟的风险。

- **油价大幅波动的风险：**传统周期化工品价格与油价强相关，油价大幅波动将严重影响化工品价格、成本及毛利率，进而影响行业及公司业绩；
- **在建产能投产进度不及预期的风险：**现有大额资本开支支撑相关标的未来成长性，但在建产能的建设及投产进度影响未来公司业绩；
- **政策消化不及预期的风险：**一些高景气度的细分行业是政策驱动型行业，如可降解塑料、新老基建等，政策的落地及实施强度影响政策消化水平，进而影响行业需求。

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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客户。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，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也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。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园