

后疫情时代下四大投资主线：龙头白马、周期成长、周期反转与成长突破

——石油化工&基础化工行业 2021 年策略报告

投资观点

油价将逐步回归 50-60 美元/桶正常区间：供给端方面，虽然后续 OPEC 大概率会降低减产幅度，但其减产进度仍将大概率匹配需求端的变化，而需求端拐点的关键变量是欧美疫情的变化。随着疫苗的进展有序推进，多国已开始进行新冠疫苗的接种，加上美国财政刺激政策的稳步落地，原油需求有望逐步恢复。我们预期后疫情时代油价将逐步回归 50-60 美元/桶正常区间。

主线一：后疫情时代需求有望复苏，继续拥抱龙头白马：2020 年全球经济陷入二战以来的首次负增长，2021 年将迎来后疫情时代的共振复苏。我们认为化工行业超额收益率与 PPI 同比增速具备较强相关性，随着 PPI 环比继续改善，以及供需格局边际改善，化工行业将迎来景气拐点和第二波配置机会，我们推荐继续拥抱质地优秀的龙头白马。

主线二：关注周期成长性标的，持续推荐民营大炼化及轻烃裂解龙头：2020Q1，新冠疫情和油价暴跌双重不利影响并行，国营炼厂各个板块业绩同比大幅下滑，而民营大炼化仍有盈利，形成鲜明对比。2019 年以来，多个民营大炼化项目全面投产，为民营炼化企业带来丰厚利益。预计“十四五”期间，国家对炼化新增产能审批趋严，配备有新型炼化技术的民营大炼化企业凭借先发优势将极具竞争力。

主线三：关注周期景气反转的结构性机会，重点推荐有望触底反弹的化纤、粘胶、氨纶：化纤行业具备早周期特征，伴随疫情防控进入常态化，以及供需格局逐步改善，氨纶和粘胶短纤有望迎来向上拐点；蛋氨酸行业国外巨头退出部分产能，产能竞争缓解，蛋氨酸价格有望回升；新能源行业补贴退坡放缓，锂离子电池相关材料将有序向好发展，我们看好锂电产业链中电解液、六氟磷酸锂和隔膜行业的龙头企业。

主线四：继续关注成长突破投资机会，可降解塑料、OLED 与新能源板块：2019 年以来“限塑”政策密集出台并逐步落地，国内可降解塑料市场产能及需求量增速提高，行业关注度急速提升。5G 换机潮叠加大屏电视需求增加，OLED 面板行业迎来整体上升期。上游国产 OLED 升华材料突破国外技术壁垒，国内领军企业放量在即。

投资建议：我们认为随着需求逐步回升，油价有望回归到 50-60 美元/桶的正常区间。上游的中国石化、中国石油、中海油有望受益；油服产业链中海油服、海油工程、海油发展、博迈科受益于上游景气回暖及能源安全战略，订单有望持续增加。重点关注四大主线，1) 优秀的龙头白马万华化学、华鲁恒升、扬农化工、鲁西化工、龙蟠佰利；2) 民营大炼化恒力石化、荣盛石化、东方盛虹、华锦股份和轻烃裂解龙头卫星石化；3) 化纤板块桐昆股份、三友化工（首次覆盖）和华峰化学（首次覆盖）；4) 推荐锂电产业链的天赐材料、多氟多；可降解塑料产业链程新材（首次覆盖）；OLED 产业链的万润股份、瑞联新材、奥来德、濮阳惠成。

风险分析：新冠疫情风险；油价波动风险；新材料技术替代的风险；相关政策执行不到位的风险；下游需求增长不及预期；产能项目建设进度不及预期。

石油化工/基础化工 增持（维持）

作者

分析师：赵乃迪

执业证书编号：S0930517050005

010-57378026

zhaond@ebscn.com

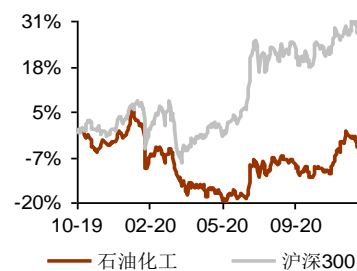
分析师：吴裕

执业证书编号：S0930519050005

010-58452014

wuyu1@ebscn.com

行业与沪深 300 指数对比图



资料来源：Wind

目录

1、 后疫情时代：油价逐步回归 50-60 美元/桶正常区间	7
1.1、 需求端：疫苗进展顺利，原油需求有望迎来好转	7
1.2、 供给端：OPEC+达成史上最大规模减产协议，原油库存压力有所下降	8
1.3、 后疫情时代油价逐步回归 50-60 美元/桶正常区间	10
2、 主线一：后疫情时代需求有望复苏，继续拥抱龙头白马	11
2.1、 后疫情时代全球经济共振复苏，PPI 环比继续改善	11
2.2、 供需格局边际改善，化工行业迎来景气拐点	12
2.3、 基于寡头垄断和合作博弈的投资机会	15
2.4、 推荐标的	16
2.4.1、 万华化学：逆势维持高强度资本开支，向全球化学品巨头进发	16
2.4.2、 华鲁恒升：盈利能力持续进化，成长具备确定性	18
2.4.3、 扬农化工：如东三期、四期贡献内生增量，中长期受益两化农化整合	20
2.4.4、 鲁西化工：低估值，高弹性，中化入主打开成长空间	21
2.4.5、 龙蟠佰利：全产业链优势显现，氯化法驱动成长	22
3、 主线二：关注周期成长性标的，持续推荐民营大炼化及轻烃裂解龙头	23
3.1、 民营大炼化在低油价下重塑竞争力	23
3.2、 大炼化项目全面投产，成为业绩增量来源	24
3.3、 轻烃裂解龙头逆势高速增长	25
3.3.1、 轻烃裂解在低油价下仍有生存能力	25
3.3.2、 国内首个纯乙烷进料的乙烷裂解制乙烯项目将投产	26
3.4、 推荐标的	27
3.4.1、 恒力石化：民营炼化龙头地位巩固	27
3.4.2、 荣盛石化：全球首屈一指炼化龙头	28
3.4.3、 东方盛虹：黑暗时刻已过，大炼化项目稳步推进	29
3.4.4、 华锦股份：炼化产能扩充增添新助力，丁二烯或成新增长点	30
3.4.5、 卫星石化：冉冉兴起的烯烃行业巨头	30
4、 主线三：关注周期景气反转的结构性机会，重点推荐有望触底反弹的化纤、粘胶、氨纶	31
4.1、 化纤板块——布局早周期品种	31
4.1.1、 长丝需求在骤降后已逐渐恢复	32
4.1.2、 氨纶供需格局迎来改善，龙头企业逆势扩产	35
4.1.3、 粘胶短纤下游需求持续复苏，行业有望迎来量价齐升	36
4.2、 蛋氨酸：巨头退出部分产能，行业有望向好	40
4.3、 补贴退坡放缓，锂电材料有序前行	41
4.3.1、 电解液：行业集中度提升，竞争格局逐渐改善	42
4.3.2、 六氟磷酸锂：价格持续上涨，景气周期来临	43
4.3.3、 隔膜：湿法涂覆乃提质差异化核心	46

4.4、	推荐标的.....	47
4.4.1、	桐昆股份：价值低估的化纤一体化巨头.....	47
4.4.2、	三友化工：行业龙头有望受益周期反转.....	48
4.4.3、	华峰化学：国内氨纶龙头企业，成本控制领先.....	51
4.4.4、	天赐材料：电解液、卡波姆盈利齐增长，产能爬坡未来可期.....	53
4.4.5、	多氟多：锂电&半导体新材料发力，驱动公司重归成长.....	54
5、	主线四：继续关注成长突破投资机会，可降解塑料、OLED 与新能源板块.....	55
5.1、	可降解塑料：政策持续加码，市场空间巨大.....	55
5.2、	OLED 材料：需求驱动市场上升，国内升华材料突破初显.....	57
5.2.1、	需求驱动发展，OLED 市场迎来整体上升期.....	57
5.2.2、	专注技术突破，国内升华材料放量在即.....	58
5.3、	推荐标的.....	59
5.3.1、	彤程新材：国内特种橡胶助剂龙头，领跑特种新材料.....	59
5.3.2、	万润股份：OLED 和沸石材料成长可期，光刻胶与 PI 膜突破在即.....	62
5.3.3、	瑞联新材：全球为数不多能实现 OLED 材料规模化生产商之一.....	63
5.3.4、	奥来德：拥有一体化自主创新能力的 OLED 单体材料生产商.....	64
5.3.5、	濮阳惠成：OLED 放量助力公司发展.....	66
6、	风险提示.....	67

图目录

图 1: 国际原油价格走势情况 (美元/桶)	7
图 2: 原油需求同比变动情况 (单位: 百万桶/日)	8
图 3: OPEC 原油总产量和沙特原油产量 (千桶/日)	9
图 4: 美国原油商业库存变化 (千桶/日)	10
图 5: 全球液体燃料供需平衡 (2015-2021 年) 单位: 百万桶/天	11
图 6: 全球经济共振复苏 (%)	12
图 7: 化工行业超额收益率和 PPI 同比增速具备较强的相关度	12
图 8: 中信基础化工存货周转天数与 PMI 走势	13
图 9: 化学原料及化学制品企业数量不断减少	14
图 10: 上市公司资本开支超过全行业水平	14
图 11: 中国化工产品价格指数 (CCPI)	14
图 12: 中信石油化工 PB 及分位数	15
图 13: 中信基础化工 PB 及分位数	15
图 14: 合成有机染料出口单价与浙江龙盛股价走势图	16
图 15: 万华化学固定资产持续增长	18
图 16: 万华化学及海外巨头资本性支出/折旧摊销比例	18
图 17: 华鲁恒升 ROA 远超 2015Q4 的上一轮底部水平 (%)	19
图 18: 台塑石化净利润和经营性现金流波动	24
图 19: 光大出口炼油盈利指数 (美元/桶)	24
图 20: 光大国内炼油盈利指数 (美元/桶)	24
图 21: PDH 至聚丙烯价差波动	25
图 22: 丙烯多种制备路径的成本变化	25
图 23: 各路线下生产乙烯的成本比较 (元/吨)	26
图 24: 美国乙烷富余充足 (百万桶/日)	26
图 25: 美国 MB 地区乙烷价格 (美分/加仑)	26
图 26: 2020 年 2 月份以来 DTY 价差走势	29
图 27: 化学纤维制造业与化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额对比	32
图 28: 长丝下游应用领域零售额累计同比	32
图 29: 服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额	33
图 30: 服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口累计同比	33
图 31: 涤纶长丝 POY 价差变化 (元/吨)	33
图 32: 坯布库存天数	34
图 33: 长丝库存天数	34
图 34: PTA 新一轮产能周期开启	34
图 35: 氨纶 40D 价差和景气度	35
图 36: 氨纶产能变化	35
图 37: 氨纶需求量 (万吨)	36
图 38: 氨纶净出口量 (万吨)	36

图 39: 氨纶企业毛利率水平	36
图 40: 粘胶短纤价格、价差及毛利走势图 (元/吨)	37
图 41: 2017 年至今粘胶短纤库存和负荷走势图	37
图 42: 纺织服装、服饰业营业收入和存货同比	37
图 43: 江浙织机开工率	37
图 44: 粘胶短纤与棉花价差走势图 (元/吨)	38
图 45: 棉花库存 (千吨)	38
图 46: 澳洋健康粘胶短纤业务营收情况	39
图 47: 南京化纤粘胶短纤业务营收情况	39
图 48: 三友化工粘胶短纤业务营收情况	40
图 49: 各公司粘胶短纤业务毛利率比较	40
图 50: 2018 年蛋氨酸全球市场份额 (按产能口径统计)	40
图 51: 蛋氨酸供需平衡表	41
图 52: 蛋氨酸现货年度平均价(元/吨)	41
图 53: 全国新能源汽车产销及增长 (辆)	42
图 54: 锂离子电池电解液的构成	43
图 55: 六氟磷酸锂历史价格 (万元/吨)	44
图 56: 新能源汽车销量 (万辆)	44
图 57: 动力电池装机量 (GWh)	44
图 58: 电解液产量 (万吨)	45
图 59: 六氟磷酸锂需求量 (万吨)	45
图 60: 六氟磷酸锂产量 (万吨)	45
图 61: 锂电池隔膜工作原理	46
图 62: 我国湿法和干法隔膜价格走势 (元/平米)	46
图 63: 国内湿法和干法隔膜市场份额占比	46
图 64: 2018 年国内锂电隔膜产业格局	47
图 65: 2019 年国内锂电隔膜产业格局	47
图 66: 浙石化股权结构	48
图 67: 全球平板显示器市场规模 (亿美元)	57
图 68: AMOLED 产能及预测 (百万平方米)	57
图 69: 全球 OLED 智能手机面板出货量 (百万片)	58
图 70: 2019 年全球 OLED 智能手机面板出货量占比	58
图 71: 全球 OLED 电视面板出货量及预测 (百万片)	58
图 72: OLED 单体生产流程	59
图 73: 瑞联新材历年营收 (百万)	63
图 74: 瑞联新材历年归母净利润 (百万)	63
图 75: 奥来德历年营收 (百万)	65
图 76: 奥来德历年归母净利润 (百万)	65
图 77: 濮阳惠成历年营收 (百万)	66
图 78: 濮阳惠成历年归母净利润 (百万)	66

表目录

表 1：2016 年以来 OPEC 减产延长情况.....	8
表 2：OPEC+部分国家财政盈亏平衡油价（美元/桶）	9
表 3：新一轮减产协议内容.....	10
表 4：各省份陆续出台化工园区管理和安保相关政策.....	13
表 5：国营炼化企业 2020Q1 库存损失惨重	23
表 6：民营大炼化项目高盈利	25
表 7：化纤与化学原料和制品投资周期比较	32
表 8：2021-2023PTA 潜在的新增产能.....	34
表 9：氨纶行业龙头企业现有及在建/规划产能.....	35
表 10：17 年以来氨纶行业淘汰企业和低负荷产能	35
表 11：氨纶行业重点上市公司盈利预测、估值与评级	36
表 12：粘胶短纤行业产能统计	38
表 13：2017 年-2022 年蛋氨酸产能进入情况	40
表 14：纯电动乘用车补贴金额变化	42
表 15：新能源汽车渗透率和补贴退坡放缓有关政策	42
表 16：国内六氟磷酸锂产能情况（吨）	45
表 17：三友化工关键项目预测（百万元）	50
表 18：三友化工可比公司估值.....	51
表 19：三友化工盈利预测与估值简表.....	51
表 20：华峰化学关键项目预测（百万元）	52
表 21：华峰化学可比公司估值.....	53
表 22：华峰化学盈利预测与估值简表.....	53
表 23：2020 年全国部分省份可降解塑料政策相关文件	55
表 24：不同可降解塑料产品与典型低密度聚乙烯产品性能指标对比.....	56
表 25：不同种类可降解塑料的具体用途.....	56
表 26：彤程新材关键项目预测（百万元）	61
表 27：彤程新材可比公司估值.....	61
表 28：彤程新材盈利预测与估值简表.....	61
表 29：万润股份部分 OLED 中间体和粗单体系列产品	62
表 30：万润股份现有及规划中沸石产能	62
表 31：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级.....	68

1、 后疫情时代：油价逐步回归 50-60 美元/桶正常区间

2020 年国际原油市场成 V 型走势，年初开始一路下跌，并在 4 月下旬跌至年内低位，随后在 5 月份开启震荡上行之路。2020 年年初受新冠疫情影响，原油需求大幅下跌，同时一季度沙特和俄罗斯减产协议谈判破裂，双方打起价格战，油价呈现迅速下滑态势。不过随后 OPEC+ 达成减产协议，原油价格开启反弹之路。但是最终因需求疲软，供大于求的局面难改，国际油价持续在低位震荡。具体来看，截止 2020 年 12 月底，WTI 均价为 39.47 美元/桶，较 2019 年年均价格下跌 30.9%；布伦特原油均价为 42.00 美元/桶，较 2019 年年均价格下跌 34.8%。

图 1：国际原油价格走势情况（美元/桶）



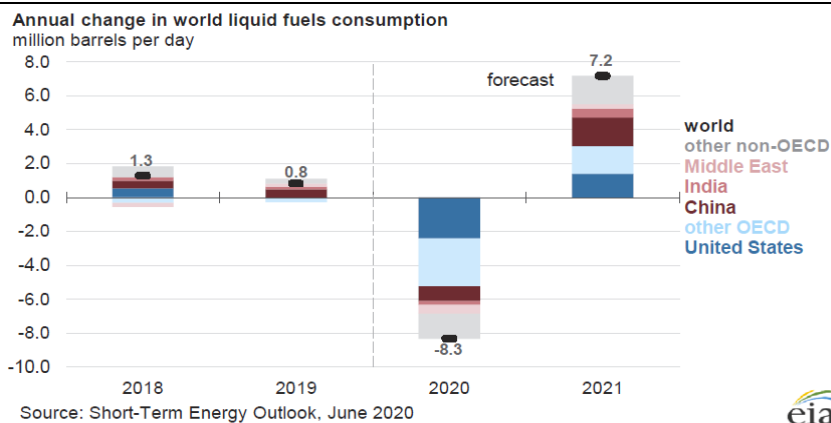
资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截止 2020.12.31

1.1、 需求端：疫苗进展顺利，原油需求有望迎来好转

2020 年年初，新型冠状病毒肺炎疫情在我国扩散，而我国是原油进口大国，企业大规模停工停产导致国际原油市场需求端局部承压，后续随着韩国、意大利等原油进口国疫情相继扩散，原油需求进一步锐减。二季度，中国、韩国等亚洲国家的疫情已经逐步得到控制，但疫情在全球进入扩散期。企业大规模停工停产致使炼厂开工率大幅下滑，原油需求锐减，给油气行业带来较大冲击。

疫情肆虐，EIA 下调全球原油需求预期。在当前疫情肆虐，全球原油需求锐减的背景下，国际能源署（EIA）大幅下调了原油需求预期，预计 2020 年全球需求较上年减少 830 万桶/日。

图 2：原油需求同比变动情况（单位：百万桶/日）



资料来源：EIA

疫苗进展顺利，原油需求有望迎来好转。2020年11月26日，世界卫生组织发布报告称，目前处于“临床前研究”的新冠疫苗共有164款，处于“临床研究”的新冠疫苗共有49款。其中，13款疫苗进入了临床III期研究阶段，中国疫苗占据了5款。此外，美国、加拿大等多个国家已开始进行新冠疫苗接种。疫苗进展顺利，有助于提振市场预期，原油需求有望迎来好转。

2020年12月27日，美国总统特朗普已签署了总额达2.3万亿美元的新冠疫情纾困法案。美国财政刺激政策进展也是影响原油需求的重要因素，该法案的签署，将进一步提振原油需求。我们认为即使新冠疫情发展仍存在不确定性，短期来看受新冠疫情变异给市场带来的不确定性等影响，短期原油需求可能承压，但随着新冠疫苗进展持续推进以及美国财政刺激政策的落地，我们仍然看好2021年原油需求。

1.2、供给端：OPEC+达成史上最大规模减产协议，原油库存压力有所下降

OPEC+减产谈判破裂，为了抢夺市场份额，俄罗斯与沙特打响了新一轮价格战。考虑到原有减产协议在2020年3月底到期，且新冠疫情蔓延，原油需求疲软日趋严重，以沙特为首的OPEC产油国在2020年3月6日的OPEC+会议上提出150万桶/日减产计划，但俄罗斯只同意延长现有的OPEC+减产协议，不同意进行额外减产。双方减产协议谈判破裂，正式打响新一轮价格战。2020年3月7日沙特大幅调低运往全球各地的数个原油品种的价格，平均跌幅在5-8美元/桶，同时计划大幅提高4月原油产量至每天1000万桶以上，市场悲观情绪蔓延。

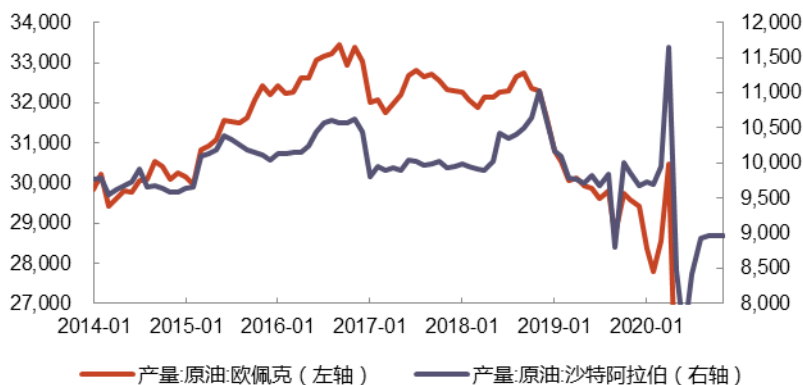
表 1：2016 年以来 OPEC 减产延长情况

时间	减产协议主要内容	减产时长
2016年09月	OPEC 同意将产量限制在 3250-3300 万桶/日的范围内，且 OPEC 将设立委员会决定各国减产规模。	2016.11，决定减产时长
2016年12月	OPEC 减产 120 万桶/日，非 OPEC 国家减产 55.8 万桶/日，共计减产 175.8 万桶/日。	2017.1-2017.6，6 个月
2017年05月	维持现有的约 180 万桶/日减幅不变，不限制伊朗、利比亚、尼日利亚的产量。	2017.7-2018.3，9 个月
2017年11月	维持现有的约 180 万桶/日减幅不变，豁免减产的利比亚和尼日利亚通知 OPEC，两国 2018 年的石油产出不会超过 2017 年水平。	2018.4-2018.12，9 个月
2018年12月	OPEC 减产 80 万桶/日，非 OPEC 国家减产 40 万桶/日，共计减产 120 万桶/日，伊朗、委内瑞拉、利比亚予以豁免。	2019.1-2019.6，6 个月
2019年07月	延长现有减产协议至 2020 年 3 月底。	2019.7-2020.3，9 个月，同年 12 月召开会议决定是否进一步减产

2019年12月	在现有减产规模基础上再扩大减产规模50万桶/日，共计减产170万桶/日。	维持7月份会议的决定
2020年03月	未能延长现有的减产协议，同时也未能扩大现有的减产规模，以沙特为首的OPEC与俄罗斯决裂。	
2020年4月	OPEC+各国重启减产谈判，初步就减产计划达成共识，该计划分三阶段实施，为期两年。2020年5月至7月，每日减产970万桶；2020年8月至12月，每日减产770万桶；2021年1月至2022年4月，每日减产570万桶。	

资料来源：OPEC, EIA, 光大证券研究所整理

图3：OPEC原油总产量和沙特原油产量（千桶/日）



资料来源：OPEC, 光大证券研究所整理，截至2020.11

低油价下产油国面临亏损，存在企稳油价诉求。从成本角度看，沙特的开采成本相对较低，大约8-10美元/桶的水平，但2019年沙特的财政平衡油价高达80.9美元/桶；俄罗斯的开采成本在20-30美元/桶的水平，财政平衡油价为53.5美元/桶；美国页岩油完工井转产出的成本在30美元/桶左右。30美元/桶的油价远远低于沙特和俄罗斯的财政平衡油价及美国页岩油的开采成本价，因此在油价极低的情况下，主要产油国都存在企稳油价的诉求，为4月10号OPEC+各国重启减产谈判埋下伏笔。

表2：OPEC+部分国家财政盈亏平衡油价（美元/桶）

产油国	2001-2015 均值	2016	2017	2018	2019
沙特阿拉伯	58.5	70.2	75.9	82.7	80.9
俄罗斯	79.3	60.2	62.1	58	53.5
阿尔及利亚	102.6	102.5	91.4	58	53.5
巴林	74.1	105.7	112.6	118.4	95.1
伊朗	55.9	58.4	64.8	82	155.6
伊拉克	-	46.3	42.3	45.4	62.5
科威特	43.8	43.4	45.7	54.2	54.3
利比亚	70.4	244.5	102.8	95.6	94.8
阿曼	62.5	101.7	96.9	99.5	87.3
卡塔尔	45	54	50.6	50.3	48.8
阿联酋	47.6	51.1	59.8	66.7	70.2
平均值	64	85.3	73.2	77.9	84.8

资料来源：IMF，沙特和俄罗斯为光大证券研究所整理测算

OPEC+各国重启减产谈判，达成史上最大规模减产协议。低油价下主要产油国收不抵支，经过多次协商谈判，最终OPEC+各国于4月13日达成新一轮的原油减产协议。具体来看，减产计划首阶段为于2020年5月份至7月份每日减产970万桶，这也是OPEC+机制成立以来达成的最大规模减产协议。此后，2020年7月

至 12 月是第二阶段，计划日产量减少 770 万桶，2021 年 1 月至 2022 年 4 月是第三阶段，计划日产量减少 580 万桶。其中，沙特和俄罗斯两国的减产将以 1100 万桶/天为基准，而其他各国则在各自 2018 年 10 月的产量基准上进行减产。整个减产协议将于 2022 年 4 月 30 日到期，但 OPEC+ 将在 2021 年 12 月评估该减产协议的延长问题。

表 3：新一轮减产协议内容

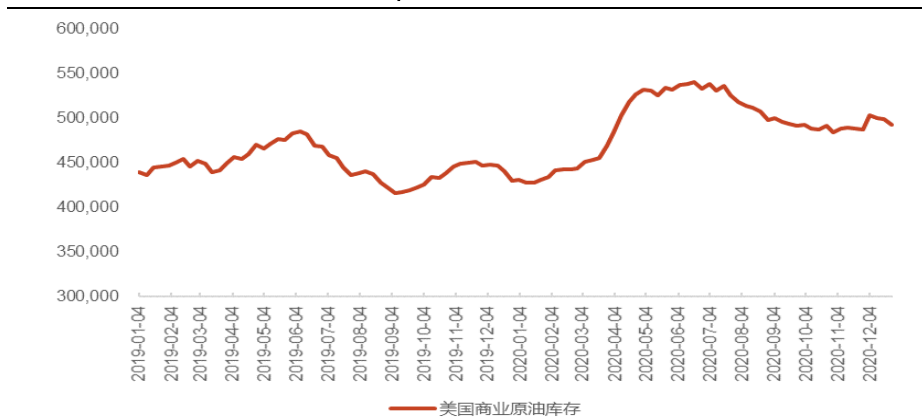
阶段	时间	跨度	规模
第一阶段	2020 年 05 月 - 2020 年 07 月	2 个月	减产 970 万桶/日
第二阶段	2020 年 07 月 - 2020 年 12 月	6 个月	减产 770 万桶/日
第三阶段	2021 年 01 月 - 2022 年 04 月	16 个月	减产 580 万桶/日

资料来源：OPEC，光大证券研究所整理

2021 年产油国减产幅度大概率会持续收缩，一方面，随着疫苗研发速度加快，疫情对原油需求的冲击有望逐步减弱，在需求恢复的同时产油国供给策略也会随之调整；另一方面，2020 年 11 月下旬原油经历了一波上涨，在这轮上涨后，欧美原油价格步入 40—50 美元/桶的运行中枢，该水平的油价将推动北美页岩油的复苏。因此，无论是从需求恢复还是从页岩油复苏的角度考虑，2021 年产油国减产幅度预计会持续收缩。

5 月份以来，OPEC 产油国严格遵守减产协议，减产执行率基本达标。在 OPEC+ 产油国主动减产和非 OPEC 产油国被动减产的推动下，叠加原油需求局部复苏，目前库存压力已经有所下降。从美国的数据来看，目前原油库存自 7 月初以来呈现缓慢下降的趋势。

图 4：美国原油商业库存变化（千桶/日）

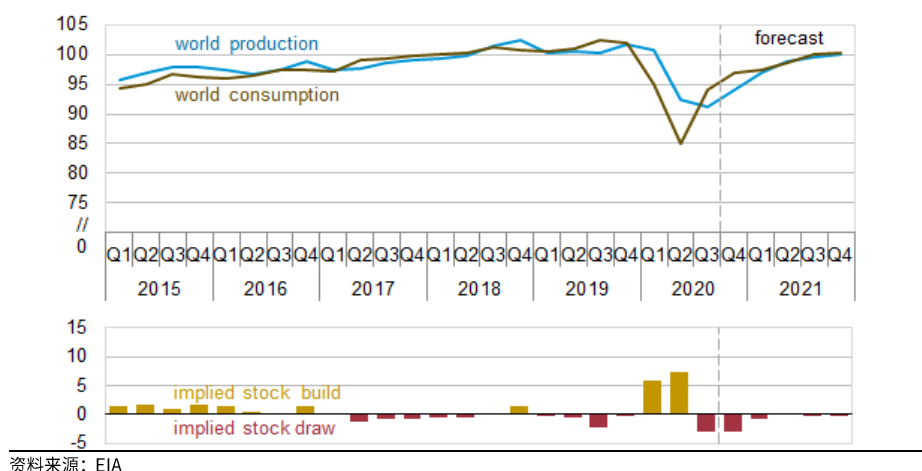


资料来源：EIA，光大证券研究所整理，截至 2020.12.25

1.3、后疫情时代油价逐步回归 50-60 美元/桶正常区间

后疫情时代油价逐步回归 50-60 美元/桶正常区间。供给端，OPEC 产油国严格遵守减产协议，减产执行率基本达标。虽然后续 OPEC 大概率会降低减产幅度，但其减产进度仍将大概率匹配需求端的变化；需求端拐点的关键变量是欧美疫情的变化。随着疫苗的进展有序推进，多国已开始进行新冠疫苗的接种，加上美国财政刺激政策的稳步落地，原油需求有望逐步恢复。随着供需端格局的逐渐改善，原油价格有望得到支撑，我们预期后疫情时代油价将逐步回归 50-60 美元/桶正常区间。

图 5：全球液体燃料供需平衡（2015-2021 年）单位：百万桶/天



资料来源：EIA

展望 2021 年，全球经济有望迎来低基数后的普遍增速反弹。根据 IMF 预测，中国将是全球唯一在 2020 年实现正增长的主要经济体，2021 年相对 2019 年的增速也将达到 10.3%，继续领跑全球，而美国经济也凸显韧性，不仅 2020 年在主要发达经济体中增速下滑最少，2021 年不变价 GDP 也将恢复至 2019 年的 98.7%，领先于其他主要发达经济体。随着经济迅速回暖，全球有望带来一波补库周期，此外，在各国的财政刺激政策下，低迷多年的固定资产投资增速也有望提升。

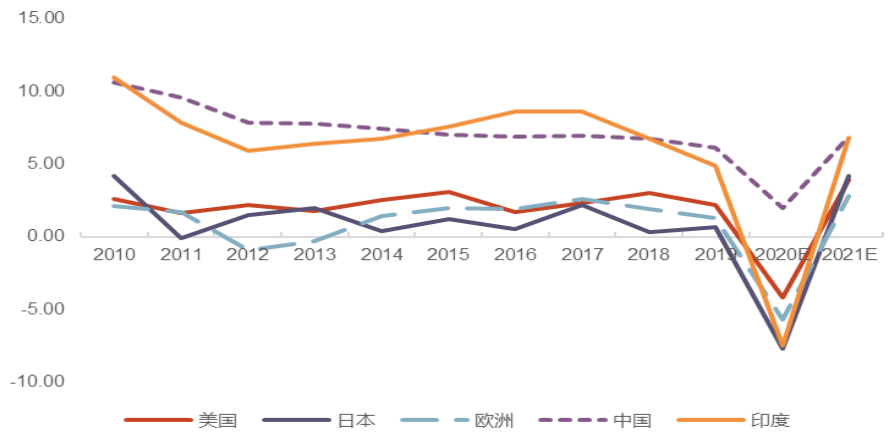
2、 主线一：后疫情时代需求有望复苏，继续拥抱龙头白马

2.1、 后疫情时代全球经济共振复苏，PPI 环比继续改善

2020 年全球经济陷入二战以来的首次负增长，2021 年将迎来后疫情时代的共振复苏。2020 年，受新冠疫情这一近百年来最严重的公共卫生事件冲击，全球产业链突发性中断，国际金融市场出现剧烈震荡，全球经济断崖式下跌。各国大都采取了史无前例的财政和货币宽松政策予以应对，并积极推进复工复产进程，下半年以来经济增速逐渐触底回升。

展望 2021 年，由于疫情冲击逐渐减弱，特别是疫苗有望于下半年全面推广，经济社会将恢复正常，世界进入“后疫情时代”，全球经济有望出现共振复苏。IMF 预测全球经济 2021 年将恢复至 5.2%。

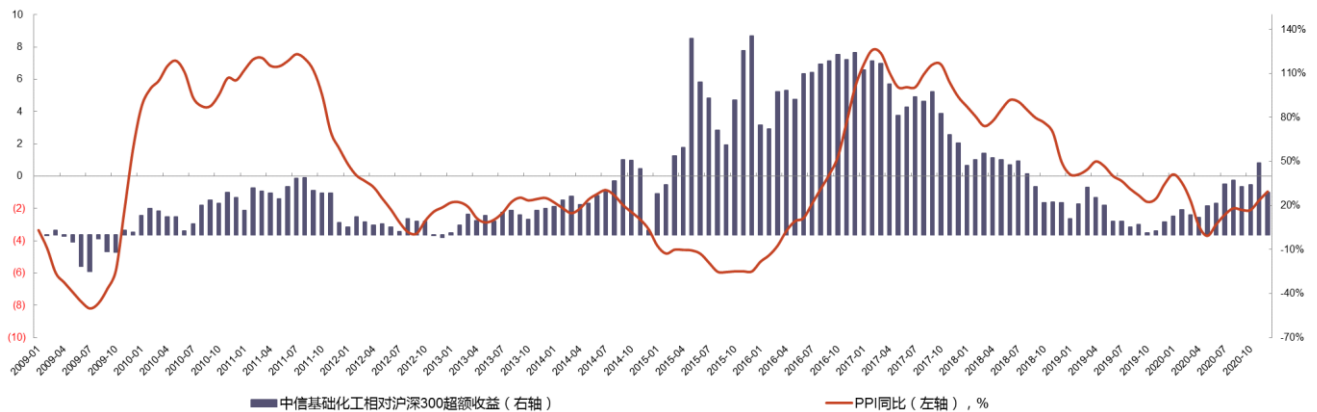
图 6: 全球经济共振复苏 (%)



资料来源: IMF

化工行业超额收益率和 PPI 同比增速具备较强的相关度。根据 PPI 分部门拆分的影响权重来看, PPI 波动受油价波动影响较大, 其中石油占比 4.3%, 化工占比 11%。我们回顾了从 2009 年至今的 PPI 波动和中信基础化工指数的走势, 发现化工行业相对沪深 300 的超额收益与 PPI 波动有较强的内在联系。从近十年的情况来看, PPI 同比增速筑底企稳之后化工行业相对沪深 300 往往能取得不错的超额收益。

图 7: 化工行业超额收益率和 PPI 同比增速具备较强的相关度



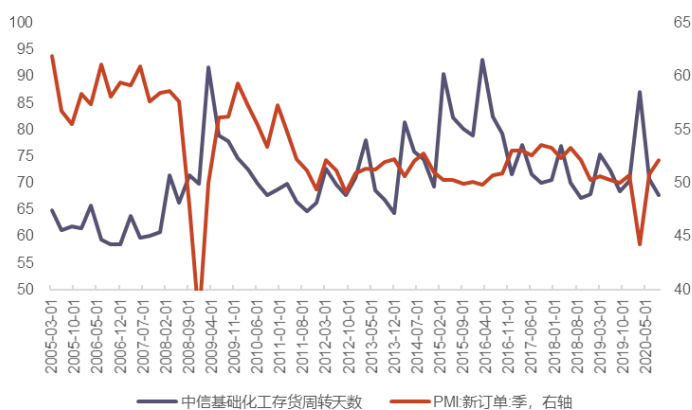
资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 截至 2020.12

PPI 环比继续改善, 化工行业有望迎来第二波配置机会。自 2020 年 Q2 以来, 国内 PPI 环比持续改善, 展望 2021 年, 原油供需格局持续好转, 后疫情时代石油价格有望维稳在 50-60 美元/桶, 看好 PPI 后续走势, 我们预期化工行业有望迎来第二波配置机会。

2.2、 供需格局边际改善, 化工行业迎来景气拐点

后疫情时代, 从主动去库到主动补库。2016Q2-2018Q3 化工行业迎来去库存阶段, 中信基础化工存货周转天数从 93 天下降至 67 天; 2018Q3 后化工行业进入补库存阶段, 受贸易摩擦、内需下滑影响存货周转天数持续上升; 2020Q1 受新冠疫情冲击, 行业累库至较高水平, 存货周转天数上升至 87 天; 2020Q2 国内生产逐渐恢复, 但受海外疫情大规模扩散影响, 悲观预期下化工行业在二季度和 7/8 月份迎来大幅主动去库存。

图 8：中信基础化工存货周转天数与 PMI 走势



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020Q3

供给侧改革持续推进，化工园区管理和安全环保监管仍维持较高强度。2020 年 2 月初，中共中央办公厅、国务院办公厅印发了《关于全面加强危险化学品安全生产工作的意见》，并发出通知，要求各地区各部门结合实际认真贯彻落实。区分“红、橙、黄、蓝”四级安全风险，突出“一、二级重大危险源和有毒有害、易燃易爆化工企业，按照“一企一策”、“一园一策”原则，实施最严格的治理整顿。全国多省也陆续出台化工园区管理和安保相关政策。

表 4：各省份陆续出台化工园区管理和安保相关政策

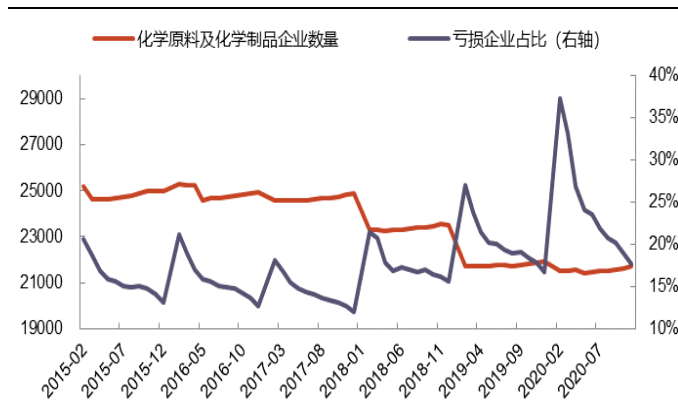
省份	政策
湖南	3 月 23 号印发《湖南省沿江化工企业搬迁改造实施方案》。湖南省沿江岸线 1 公里范围内，严禁新建、扩建化工园区、化工生产项目；严禁现有合规化工园区在沿江岸线 1 公里范围内靠江扩建；安全环保达标的化工生产企业因生产需要可向背江一面逐步搬迁。
内蒙古	5 月 14 日内蒙古自治区工业能源绿色发展专题新闻发布会上宣布：内蒙古要求新建化工项目必须入园，现有化工项目和化工园区必须开展安全风险评估，提出暂不审批新设化工园区。在打造绿色园区方面，内蒙古优化园区空间布局，每个旗县原则上保留 1 个工业园区，每个工业园区不超过 3 个区块。每个工业园区要突出 1—2 个主导产业，按区块设定的主导产业产值占比要逐步达到 60% 以上。
江西	开展化工园区分类整治，从 4 月初起，江西省生态环境系统以问题为导向，深入一线为化工园区“把脉会诊”，帮扶指导全省 54 个化工园区开展分类整治。
河北	2020 年 6 月河北印发《危化品专项整治和工业园区等功能区安全专项整治三年行动实施方案》(简称《方案》)。《方案》提到，河北 2020 年将建立跨部门联合工作机制，开展化工园区(含化工集中区)安全风险排查评估，并明确河北省政府组织有关部门将开展化工园区认定，于 2020 年 10 月底前公布化工园区名单。
山东	2020 年 6 月山东省政府安委会印发了《全省安全生产专项整治三年行动计划》，对该省开展安全生产专项整治三年行动进行了全面安排部署。6 月 17 日，山东省政府新闻办召开新闻发布会，介绍了全省安全生产专项整治三年行动计划有关情况。山东省应急管理厅副厅长周凤文提到，下一步，山东将全面排查化工园区存在的区域性安全风险，并在 2020 年底前完成化工园区安全风险排查评估分级工作。
湖北	沿江化工关改搬转方面，湖北省拟实施重大项目 257 个，总投资 1413 亿元。要求 2020 年底完成沿江 1 公里范围内化工企业关改搬转；2022 年 12 月 31 日前，推进沿江 1 公里至 15 公里范围内的化工企业关改搬转。通过推进沿江化工企业搬迁改造，加快产业结构高端化进程，根除长江化工污染隐患。
江苏	省应急管理厅下发关于进一步加强危险化学品生产企业安全生产行政许可工作的通知，10 月 1 日起执行，内容包括企业申请、安全评价和受理审查等方面内容。
辽宁	辽宁省委办公厅和省政府办公厅联合下发《关于全面加强危险化学品安全生产工作的实施意见》，明确强化五个方面的工作，严禁已淘汰落后产能落户辽宁、办厂入园，要求 2020 年底前实现涉及“两重点一重大”的化工装置或储运设施自动化控制系统装备率、重大危险源在线监测监控率均达到 100%。

资料来源：各政府官网，光大证券研究所整理

供给侧改革不断发力，化工行业企业数目不断下降。近年来环保政策不断趋严，化工行业呈现出落后产能加速淘汰，行业集中度不断提升的趋势。受 2020 年疫情影响，抗风险能力较差的高成本企业经营环境更加恶劣，被迫停产，行业洗牌周期加速，行业中具备竞争优势以及强抗风险能力的企业逆势扩产，抓住机遇抢占市场份额，未来强者恒强的格局将不断稳固。从资本开支角度来看，上市公司的资

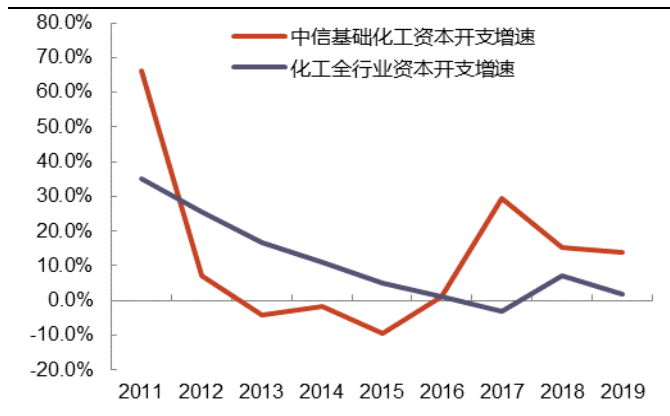
本开支近三年均超过全行业平均水平，再次验证了龙头企业市占率将不断提升，行业集中度将持续上升。

图 9：化学原料及化学制品企业数量不断减少



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020.11

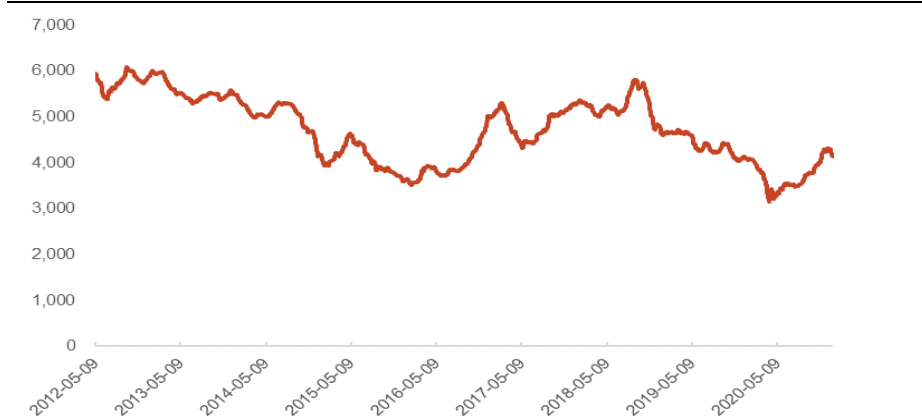
图 10：上市公司资本开支超过全行业水平



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2019

2020Q3 需求端边际改善，低库存下景气度有所回暖。2020Q3 下游终端行业汽车、纺织服装等开工持续回暖，叠加出口持续改善，成本端原油价格维持稳定下，中国化工产品价格指数持续景气回暖，截至 2020 年 12 月 31 日，中国化工品价格指数=4132，化工行业整体仍处近十年历史景气底部（30%分位数）。

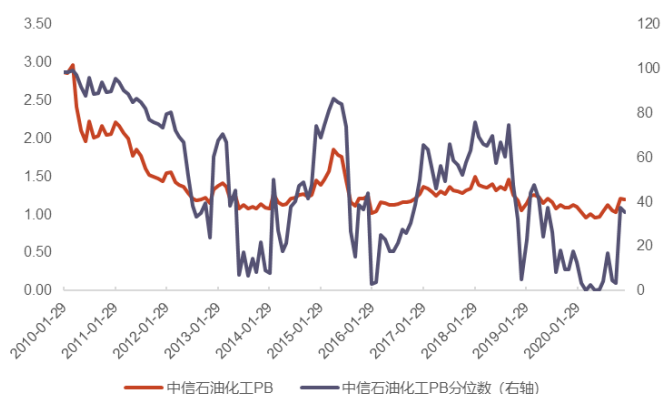
图 11：中国化工产品价格指数 (CCPI)



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020.12.31

从行业估值看，石油化工 PB 处于历史较低分位，基础化工 PB 处于历史中值。截至 12 月 28 日，中信石油化工 PB=1.20，处于近十年历史 36%分位数；中信基础化工 PB=2.83，处于近十年历史 50%分位数。

图 12：中信石油化工 PB 及分位数



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020.12.28

图 13：中信基础化工 PB 及分位数



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020.12.28

2.3、基于寡头垄断和合作博弈的投资机会

化工部分子行业集中度持续提升。2011 年的产能周期，行业集中度是趋于分散的，行业内的大小企业都进行扩产，并且增加了新进入者。但是 2016 年后新一轮产能周期与 2011 年不同，受环保风暴影响，产能扩张主要集中在龙头企业，而很多中小产能在环保风暴中被淘汰出局。

行业结构趋向于寡头垄断。所谓寡头垄断，是一种由少数卖方（寡头）主导市场的市场状态。寡头垄断是同时包含垄断因素和竞争因素而更接近于完全垄断的一种市场结构。它的显著特点是少数几家厂商垄断了某一行业的市场，这些厂商的产量占全行业总产量中很高的比例，从而控制着该行业的产品供给。寡头垄断的形成首先是由某些产品的生产与技术特点所决定的，寡头垄断行业往往是生产高度集中的行业，如钢铁、汽车、石油、化工等行业。

相互依存是寡头垄断市场的基本特征，竞争结果具有很大不确定性。由于厂商数目少而且占据市场份额大，不管怎样，一个厂商的行为都会影响对手的行为，影响整个市场。所以，每个寡头在决定自己的策略和政策时，都非常重视对手对自己这一策略和政策的态度和反应。由于寡头垄断企业之间存在很强的相互依存性，使其在经营上有着与其他类型的企业不同的重要特点，即寡头垄断者的某项决策会产生什么结果完全取决于其对手的反应。因此，寡头垄断者的竞争结果具有很大的不确定性。对实践中的企业来说，这种不确定性使其决策的难度相应提高。在此意义上，寡头垄断市场中的竞争比其他三种市场都更为激烈。

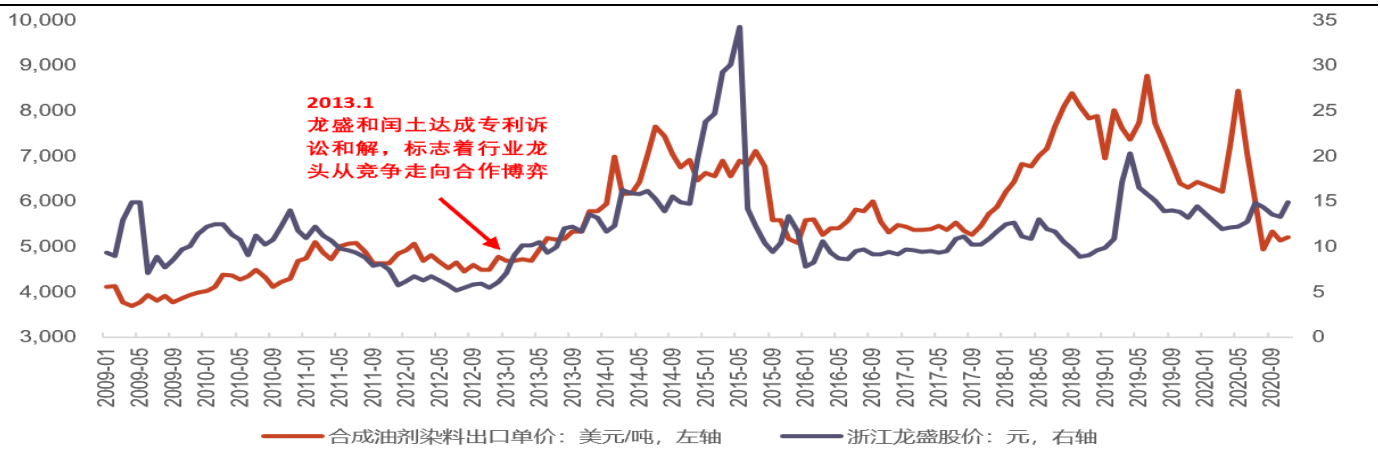
当前化工各子行业集中度得到显著提高，逐步走向寡头垄断，但并不必然意味着行业超额利润的产生和投资机会的出现，相互依存是寡头垄断市场的基本特征，竞争结果往往具有很大不确定性。一定是行业各方企业通过斗争，彼此伤害，接触，讨价还价，达成共识，形成合作。所以在寡头垄断竞争当中，能不能形成合作博弈才是关键。

合作博弈存在的两个基本条件：(1)对联盟来说，整体收益大于其每个成员单独经营时的收益之和。(2)对联盟内部而言，应存在具有帕累托改进性质的分配规则，即每个成员都能获得不少于不加入联盟时所获的收益。如何保证实现和满足这些条件，这是由合作博弈的本质特点决定的。也就是说，联盟内部成员之间的信息是可以互相交换的，所达成的协议必须强制执行。

如何判断一个寡头垄断竞争行业能够走向合作博弈？我们认为重点观察的指标如下：第一，产能集中度的进一步跃升尤其是前三名的集中度跃升；第二、行业新增产能的消失或者显著降低；第三、如果有价格领导者的存在则更为理想；第四、行业主要参与者之间的成本曲线差异不大；第五、行业长期的价格低迷；第六、行业产能过剩的程度；第七、某家寡头管理层的变更。

基于寡头垄断和合作博弈的投资机会，我们可以关注染料、维生素、MDI 等行业。以染料行业为例，2012 年之前，染料行业竞争格局散乱，价格不断下跌，企业盈利能力持续下降，越来越多的小企业开始减产甚至退出。然而正是经过低迷期的洗牌，行业集中度已明显提升，分散染料和活性染料前 4 家企业市场份额占比超过 2/3（按产能口径统计）。2013 年 1 月行业两大巨头浙江龙盛和闰土股份达成专利诉讼和解，标志着行业龙头企业从竞争走向合作博弈。通过专利保护，龙头企业限制了中小产能的扩张，自身话语权逐渐扩大，染料行业的寡头垄断格局基本形成。

图 14：合成有机染料出口单价与浙江龙盛股价走势图



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至 2020.11

2.4、 推荐标的

化工行业迎来新一轮产能周期，严格的园区政策约束和安全环保督查下产能向行业龙头集中，2020Q3 行业库存低位叠加需求边际改善，行业迎来景气拐点。加之全球经济复苏共振向上，PPI 环比继续改善，化工行业迎来第二波配置机会，建议继续拥抱质地优秀的龙头白马。

2.4.1、 万华化学：逆势维持高强度资本开支，向全球化学品巨头进发

乙烯项目投产后一体化和多元化将得到加强。公司聚氨酯产业链一体化——乙烯项目于 2020 年 10 月底全面投产，包括 100 万吨乙烯以及丙烯、混合 C4、C6+ 等中间产物，并深加工生产 40 万吨聚氯乙烯、15 万吨环氧乙烷、45 万吨 LLDPE、30 万吨环氧丙烷和 65 万吨苯乙烯、5 万吨丁二烯等下游产品。项目仍然选择轻烃作为裂解原料，在投资强度远小于大炼化的情况下一方面增强了聚醚产业链（EO/PO）的配套，另一方面公司石化原料从原有的 C3 拓展为更为丰富的烯烃产品，为下游衍生品的多元化提供了更为丰富的基础原料。为下游衍生品的多元化提供了更为丰富的基础原料。

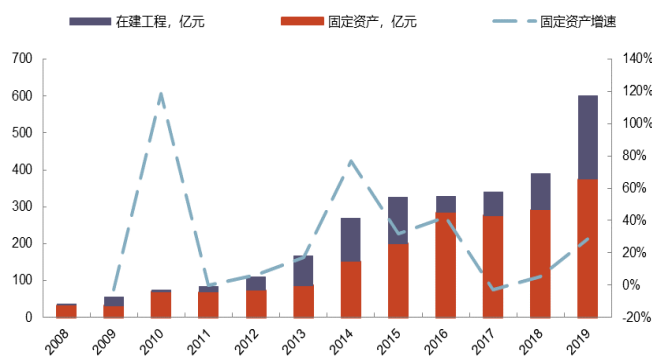
丙烷裂解路线是公司的较优选择。公司二期石化延续一期项目思路，未从原油入手向芳烃产业链延伸补强 MDI 上游纯苯-苯胺供给，而是仍然选择轻烃作为石化进料，配置具备合理性，在沿海环山东地区新增数个炼化产能的背景下，预计未来纯苯供给偏松，公司仍可将产业链利润牢牢掌握在苯胺-MDI 环节中。公司选择丙烷裂解而非乙烷裂解路线也较为合理：（1）公司经过一期 PDH 的实践已经成为丙烷贸易俱乐部中颇具实力的参与者，二期丙烷裂解路线将使得丙烷消耗量提升两倍以上，规模优势下将巩固自身在国际 LPG 市场的话语权；（2）丙烷裂解虽丙烯以上组分较多，但下游 PO 为公司产业链的合理配套，且丁二烯抽提预期盈利也较为可观，并在一期石化项目丁烷脱氢装置的基础上，强化了碳四原料的配套；（3）PO 路线为 PO/SM 共氧化法，在一定程度上可平衡一期 PO/MTBE 开工率受 MTBE 市场制约的问题；（4）PVC 装置的配套可消化 MDI 副产 HCl，降低 MDI 开工率受限影响；（5）丙烷贸易较为成熟，公司在国内建设第一套以进口丙烷为进料的裂解装置，成本较石脑油裂解具有优势，而且目前环境下项目风险和其他轻烃原料相比较为可控。

正式进入聚烯烃市场，成长空间拓宽。IHS 预测至 2022 年全球聚乙烯市场需求将达 1.2 亿吨，聚丙烯市场需求将达 9000 万吨，其中大部分增长为中国市场所贡献。聚烯烃在所有化学品中拥有最大规模的市场，是陶氏、道达尔、利安德巴赛尔等一众巨头倚重的核心业务，是能够同时提供成本端和差异化竞争机会的品种，是后发国家化工企业弯道超车的绝佳赛道。公司乙烯一期项目投产后，将加大烯烃及下游产业链投资，基于 HDPE、LLDPE、PP 及 PVC 等通用塑料打造聚烯烃高性能材料平台，并结合 PC 和 PMMA 等工程塑料做强做大下游改性塑料专用料业务。从规模化的角度来看，重资产、大体量的聚烯烃项目可以为公司提供稳定的现金来源，从成长性的角度来看，公司目前仍较为倚重单一的聚氨酯业务，未来突破茂金属聚烯烃、双峰聚烯烃、超高分子量聚乙烯、POE 弹性体等高端聚烯烃利基产品后，公司通过进军聚烯烃市场有望大幅拓宽了未来成长的空间。

烯烃业务仍在持续加深布局。除乙烯一期项目之外，公司以石脑油和混合丁烷为原料的乙烯二期项目仍在推进中，做大石化业务仍是解决公司过于单一依赖 MDI 的有效手段，相较新材料需要较长的培育期，重投资的烯烃项目能够较快实现收入体量和盈利的阶梯式增长。公司在走向一体化和多元化的过程中，已经无需再追求绝对的成本优势，公司从大型的石化装置着手，将加强自身向高利基的特种材料方向发展的能力，这是公司迈向“中国巴斯夫”进程的关键一步。

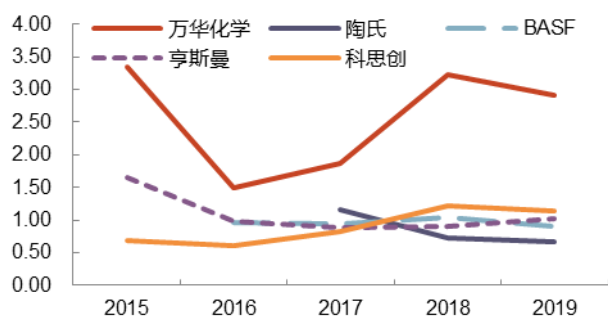
公司预计 2020 年实现归母净利润 96-101 亿元，折 EPS 3.06-3.22 元/股，同比减少 5%-0.3%。其中 Q4 单季实现归母净利润 42.51- 47.51 亿元，折 EPS 1.36-1.51 元/股，同比增长 91%到 113%，环比增长 69%到 89%。公司 Q4 业绩同比、环比快速增长的主要原因是由于随着全球化工行业下游需求自 2020Q4 开始的快速好转，部分地区需求快速增长，从而导致公司主要产品销量提升、销售价格上涨。

图 15: 万华化学固定资产持续增长



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 16: 万华化学及海外巨头资本性支出/折旧摊销比例



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

盈利预测、估值与评级: 由于下游需求的明显改善提升公司 Q4 产品的产销量及盈利能力, 公司 2020 年业绩得到明显回升, 且随着疫苗逐渐普及推广, 未来需求也将逐步回升, 需求持续向好也将提振公司未来整体业绩。故我们维持对公司的盈利预测, 预计公司 2020-2022 年 EPS 分别为 3.12/4.08/5.33 元, 根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 35/27/20 倍。随着公司聚氨酯一体化项目的逐渐投产, 公司未来多元化成长空间也将逐步打开, 长期持续向好, 故我们维持“买入”评级。

风险提示: 疫情影响下宏观经济大幅下滑; 原材料价格巨幅波动; 新产能投放低于预期; 出口需求大幅下滑的风险。

业绩预测与估值指标

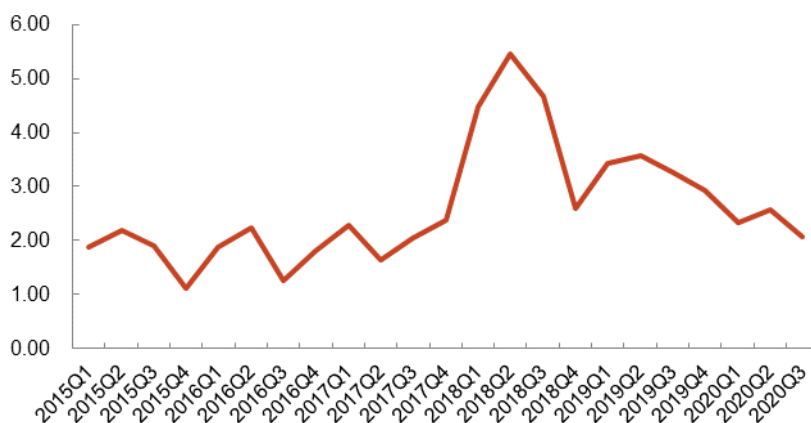
指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	60,621	68,051	65,722	85,730	100,029
营业收入增长率	14.11%	12.26%	-3.42%	30.44%	16.68%
净利润 (百万元)	10,610	10,130	9,795	12,814	16,740
净利润增长率	-4.71%	-4.53%	-3.30%	30.81%	30.64%
EPS (元)	3.88	3.23	3.12	4.08	5.33
ROE (归属母公司) (摊薄)	31.41%	23.91%	20.37%	22.60%	24.62%
P/E	28	34	35	27	20
P/B	8.8	8.1	7.1	6.0	5.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021.1.8

2.4.2、华鲁恒升: 盈利能力持续进化, 成长具备确定性

周期底部之下, 公司依靠对煤气化平台和碳一化工的深刻理解, 持续降本挖潜, 凭借一体化的成本优势和和一头多线的调节能力仍能够攫取相对行业的超额利润, 盈利能力仍维持较强韧性, ROA 远超 2015Q4 的上一轮底部水平。

图 17: 华鲁恒升 ROA 远超 2015Q4 的上一轮底部水平 (%)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理

深度切入纯苯产业链，支撑下一轮成长。公司目前主营产品中除己二酸和丁辛醇外全是合成气衍生产品，煤气化平台的资产利用水平已经挖掘到较高程度。公司公告未来将投建精己二酸品质提升项目和酰胺基尼龙新材料项目，除深度切入纯苯下游产业链之外，合成气利用将达到极致。

精己二酸品质提升项目将生产 16.66 万吨/年己二酸并配套环己醇装置；30 万吨/年酰胺基尼龙新材料项目依托煤气化平台制氢，可提升甲醇和液氨利用程度，打造“环己酮-己内酰胺-尼龙 6 切片”的一体化产业链，除环己醇、环己酮和 30 万吨己内酰胺的主体装置外，将配套建设双氧水、20 万吨甲酸、20 万吨尼龙 6 切片等装置。随着沿海地区大型芳烃型炼化一体化项目的投产，山东地区仍将保持华东纯苯市场价格洼地的低位，成本优势下公司选择深度切入盈利能力更强的纯苯下游有望提升资产利用水平，并打开了未来几年持续成长的想象空间。

公司 2020 年前三季度实现营收 90.4 亿元，同比-14.77%；归母净利润 12.91 亿元，同比-32.52%，扣非后 12.57 亿元，同比-33.10%；经营性净现金流 21.67 亿元，同比-20.48%；2020Q3 报告期末归属于上市公司股东的净资产达到 149.6 亿元，相比 2019 年度末+5.15%；加权平均 ROE8.78%，同比下降 6.01pct。单 Q3 营收 30.50 亿元，同比-13.72%，环比+0.51%，实现归母净利润 3.86 亿元，同比-35.96%，环比-18.54%，扣非后 3.79 亿元，单季度 EPS0.24 元/股。

盈利预测、估值与评级:我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.24/1.88/2.16 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 35/23/20 倍，短期业绩波动不改公司长期成长趋势，仍维持“买入”评级。

风险提示:原油价格波动带来的产品价格下滑和库存损失风险；宏观经济下滑风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	14,356.82	14,190.48	12,288.05	14,119.46	14,872.19
营业收入增长率	37.94%	-1.16%	-13.41%	14.90%	5.33%
净利润 (百万元)	3,019.65	2,453.03	2,009.98	3,064.14	3,515.94
净利润增长率	147.10%	-18.76%	-18.06%	52.45%	14.74%
EPS (元)	1.86	1.51	1.24	1.88	2.16
ROE (归属母公司) (摊薄)	25.02%	17.24%	12.83%	16.66%	16.51%

P/E	23	28	35	23	20
P/B	5.8	4.9	4.4	3.8	3.3

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021.1.8

2.4.3、扬农化工：如东三期、四期贡献内生增量，中长期受益两化农化整合

扬农化工主要业务来自农药原药的生产与销售。产品包括杀虫剂、除草剂和杀菌剂，是全球卫生菊酯双寡头之一，国内农用菊酯龙头。公司具备完整的卫生菊酯和农用菊酯全产业链，除草剂麦草畏产能居全球首位。

2020年1月5日，扬农集团（扬农化工控股股东）、安道麦A74.02%的股份、中化现代农业有限公司（荃银高科第一大股东）、港股上市公司中化化肥52.65%的股份、先正达股份公司（SyngentaA.G.）均划转至先正达集团，集创新农药、仿制农药、种子和化肥的一体化农业巨头呼之欲出，回溯至2018财年先正达集团农化业务板块总销售额高达143.14亿美元，将遥遥领先拜耳作物科学（销售额96.41亿美元）和巴斯夫（销售额69.16亿美元），位于全球第一。

先正达集团成立对于扬农化工意义深远。（1）扬农化工已完成中化集团内部农化资产整合，打造研、产、销一体化的农药产业链。（2）扬农化工为先正达的长期供应商，目前主要供应菊酯、草甘膦等品种；（3）公司优势在于农药生产制造，有望在先正达集团内部分工继续发挥生产制造优势，获得更多农药生产项目，有利于公司收入和利润增长。（4）公司如东三期于20年下半年投产，如东四期已提上日程，为公司内生进一步增量，公司如东三期、四期积极推进，成长可期。

公司2020年前三季度实现营业收入79.56亿元，同比+12.7%；归母净利润10.23亿元，同比-4.34%；扣非后净利润9.53亿元，同比+20.1%。单Q3季度实现营业收入20.39亿元，同比+13.3%；归母净利润1.96亿元，同比-10.4%；扣非后净利润1.37亿元，同比-34.9%。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司2020-2022年的盈利预测，预计EPS分别为4.75/5.46/5.99元，根据2021年1月8日股价对应PE分别为30/26/24倍，仍维持“买入”评级。

风险提示：安全生产风险、产品价格下跌、下游需求变弱、原材料价格波动、耐麦草畏转基因作物推广未达预期、中美贸易争端风险、汇率波动。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	5,290.73	8,701.47	10,113.04	10,862.52	11,549.52
营业收入增长率	19.21%	64.47%	16.22%	7.41%	6.32%
净利润（百万元）	895.38	1,169.77	1,472.29	1,690.57	1,856.57
净利润增长率	55.73%	30.65%	25.86%	14.83%	9.82%
EPS（元）	2.89	3.77	4.75	5.46	5.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	19.35%	23.14%	23.28%	22.54%	21.19%
P/E	49	38	30	26	24
P/B	9.5	8.7	7.0	5.9	5.0

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测, 股价时间为 2021.1.8

2.4.4、鲁西化工：低估值，高弹性，中化入主打开成长空间

鲁西化工是国内综合性化工企业的优秀代表，公司十余年来积极践行产业升级，完成从化肥企业向一体化化工企业的成功转型，山东之前困于能耗问题，包括公司在内的化工行业发展遇到瓶颈，如今出现了转机。此外公司与中化集团的融合正式开启，将迎来新一轮成长。

能源动力瓶颈缓解，盈利仍有修复空间。公司所处的聊城市煤炭消费压减压力较大，受制于原料煤和能源动力瓶颈，公司成本优势削弱，产能扩张遭遇瓶颈。公司为应对煤炭压减压力，（1）积极施行能源替代；（2）外电引入项目实施中。此外山东省政府办公厅近期印发《山东省能耗指标收储使用管理办法（试行）》，推进能耗指标优化配置和高效利用，保障新旧动能转换重大项目顺利实施。未来公司能源动力瓶颈有望逐渐缓解，行业回暖背景下盈利水平有望继续得到修复。

中化集团入主，打开新一轮成长空间。中化集团入主之后公司向高端化工和装备制造业发展的规划迎来良好契机，（1）公司从地方国企迈向全国，人才制约瓶颈消除，且将与中化集团氟化工等业务产生较好协同；（2）中化集团的技术能力将确保公司向高端化迈进的基础更为稳固；（3）中化集团扩大投资有助于保障资本开支的持续性；（4）公司作为中化集团重要的新材料业务平台，将迎来新一轮成长的重要起点。

公司 2020 年前三季度实现营收 120.8 亿元，同比-12.12%；归母净利润 4.70 亿元，同比-46.58%，扣非后 3.85 亿元，同比-53.64%；经营性净现金流 20.2 亿元，同比-7.27%；2020Q3 报告期末归属于上市公司股东的净资产达到 106.0 亿元，相比 2019 年末-6.44%；加权平均 ROE4.18%，同比下降 3.41pct。单 Q3 营收 46.5 亿元，同比+21.76%，环比+14.07%，实现归母净利 2.44 亿元，同比+128.0%，环比+18.02%，扣非后 2.07 亿元，业绩持续回暖。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 0.64/1.05/1.65 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 23/14/9 倍，仍维持“买入”评级。

风险提示：原油价格波动带来的产品价格下滑和库存损失风险；宏观经济下滑风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	21,284.85	18,081.58	13,923.30	17,404.13	23,495.57
营业收入增长率	35.04%	-15.05%	-23.00%	25.00%	35.00%
净利润（百万元）	3,066.99	1,691.62	942.95	1,539.98	2,411.70
净利润增长率	57.29%	-44.84%	-44.26%	63.31%	56.61%
EPS（元）	2.09	1.15	0.64	1.05	1.65
ROE（归属母公司）（摊薄）	28.54%	15.12%	8.27%	12.20%	16.70%
P/E	7	13	23	14	9
P/B	2.0	1.9	1.9	1.7	1.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

2.4.5、龙蟒佰利：全产业链优势显现，氯化法驱动成长

公司致力于产业链的转型升级及完善，通过年产 20 万吨氯化法、攀西钒钛磁铁矿资源综合利用、高端钛合金、收购新立钛业等项目，低成本、全流程的氯化法钛白粉全产业链已现雏形。

(1) 钛白粉：焦作基地二期 20 万吨氯化法钛白粉项目于 2017 年 2 月开工建设，并于 2019 年二季度启用试产，将成为引领公司未来 5-10 年持续发展的龙头项目；2019 年 5 月公司收购云冶新立之后以较短时间新增 6 万吨氯化法产能，于 2019 年底成功复产后公司氯化法产能合计达 36 万吨，总计钛白粉产能达 101 万吨，在全国 318 万吨有效产能中占比 31.8%。

(2) 钛精矿：公司于 2019 年底通过协议转让方式收购东方锆业 15.66% 股权后成为后者第一大股东，东方锆业与控股子公司为澳大利亚 Image Resource 第一大股东，公司通过该收购进一步卡位海外优质矿产资源。氯化钛渣：新立钛业 8 万吨/年高钛渣生产线于 2019 年 9 月顺利复产，2019 年累计生产高钛渣 1.2 万吨；2019 年 2 月公司签署《50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣创新工程项目投资协议》，基于公司在国产矿升级氯化法原料技术的突破，计划新建 50 万吨钛精矿升级转化氯化钛渣生产线及配套设施，建成后年产氯化钛渣基料 30 万吨，高品质铁 20 万吨。

(3) 海绵钛：新立钛业 1 万吨/年海绵钛生产线于 2019 年 9 月底顺利复产，全年生产海绵钛 700 吨；2019 年 12 月公司与金川集团签署《关于钛产业合作框架协议》，拟成立合资公司复产金川集团闲置的海绵钛生产线并实施产业链完善。2020 年 8 月 20 日，公司控股子公司甘肃国钛与金川集团签署了《产权交易合同》，拟收购金川集团钛厂的国有建设用地使用权、房产及辅助设施、机器设备。同日，公司控股子公司甘肃国钛与金川集团进一步签署了《甘肃德通国钛金属有限公司增资扩股协议》，金川集团拟对甘肃国钛增资 3 亿元。公司志在打造钛材全产业链，海绵钛是不可缺失的一环，公司依托成熟的大型沸腾氯化技术，通过收购云冶新立，以及和金川集团的合作将有效弥补目前海绵钛业务的短板。钛合金：公司于 2019 年 4 月审议通过《关于投资建设年产 3 万吨高端钛合金新材料项目的议案》，计划年产 3 万吨高端钛合金新材料。

锆业作为公司第二大主业与钛产业在原材料、生产、技术、市场等方面有较强协同效应，2019 年 11 月公司收购东方锆业 15.66% 的股权，除有助于锁定锆钛共生矿资源外，东方锆业在高端复合氧化锆粉体、氧化锆陶瓷和核级海绵锆等领域拥有核心技术和产业基础，该收购将进一步完善公司在锆产业布局，并利用资本市场整合国内锆产业，形成“钛锆共生，两翼发展”的发展格局。

2016 年供给侧改革开启后钛白粉行业迎来景气周期，但硫酸法产能受限，氯化法存在较高技术壁垒，准入门槛的提高驱动行业集中度趋于更加集中。未来需求端的增长红利将全部属于拥有氯化法技术储备和全产业链优势的龙头企业，公司氯化法产能远期预计仍有扩产计划，此外基于强大的核心竞争力将延续对国内钛白粉行业的深度整合，未来有望成为全球性的钛白粉龙头。尽管疫情影响下后期国内钛白粉出口仍存在一定不确定性，但更需重点关注长期产业整合升级下的龙头市占率提升。

公司 2020 年前三季度实现营收 98.98 亿元，同比+19.67%；归母净利润 19.50 亿元，同比-5.62%，扣非后 19.25 亿元，同比-3.50%；经营性净现金流 11.98 亿

元，同比+20.67%；2020Q3 报告期末归属于上市公司股东的净资产达到 140.73 亿元，相比 2019 年末+1.46%；加权平均 ROE13.10%，同比下降 2.6pct。单 Q3 营收 35.73 亿元，同比+22.76%，实现归母净利 6.57 亿元，同比-17.52%，扣非后 6.43 亿元。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.51/1.66/1.95 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 25/23/19 倍，公司氯化法产能两年后将看齐硫酸法，全产业链布局降低周期波动风险，仍维持“增持”评级。

风险提示：疫情影响国内下游需求和对外出口大幅下滑，二期氯化法产能释放不及预期；原料端的价格大幅波动。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	10,440.59	11,358.54	13,047.16	13,876.40	15,957.86
营业收入增长率	1.78%	8.79%	14.87%	6.36%	15.00%
净利润 (百万元)	2,285.73	2,593.98	3,075.35	3,369.80	3,965.24
净利润增长率	-8.66%	13.49%	18.56%	9.57%	17.67%
EPS (元)	1.12	1.28	1.51	1.66	1.95
ROE (归属母公司) (摊薄)	18.40%	18.70%	18.15%	16.82%	16.73%
P/E	34	30	25	23	19
P/B	6.2	5.5	4.5	3.8	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

3、 主线二：关注周期成长性性标的，持续推荐民营大炼化及轻烃裂解龙头

3.1、 民营大炼化在低油价下重塑竞争力

2020Q1，新冠疫情影响国内需求，油价暴跌令国内炼油企业产生大量存货和产成品库存损失，国营炼厂各个板块业绩都同比大幅下滑。中国石油炼油与化工板块业绩同比下滑 118 亿，销售板块业绩同比下滑 201 亿；中国石化炼油事业部业绩同比下滑 378 亿，化工事业部业绩同比下滑 85 亿，营销及分销事业部业绩同比下滑 94 亿。

表 5：国营炼化企业 2020Q1 库存损失惨重

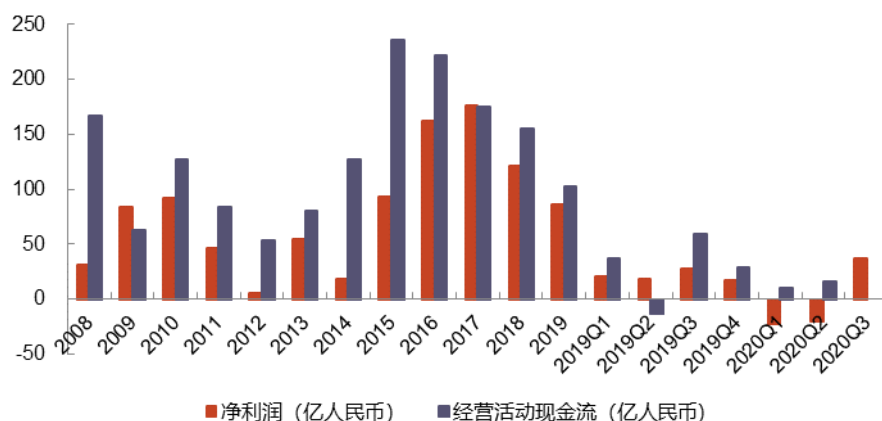
	营业收入增速	归母净利润 (亿元)	归母净利润增速	经营活动现金流量净额增速
中国石油	-14.41%	-162.3	-258.46%	-129.30%
中国石化	-22.59%	-197.8	-234.00%	-366.32%
上海石化	-28.68%	-12.0	-296.90%	-256.12%
华锦股份	-33.71%	-8.9	-335.21%	-323.43%

资料来源：wind，光大证券研究所整理

原油价格的快速下跌，是炼化企业经营的最大风险，亏损主要是原材料和产成品跌价损失。以台塑石化为例，2020Q1 公司实现净利润-23 亿元，同比下降 43.4 亿元；实现经营活动现金流 9 亿元，同比减少 26.9 亿元。反之，随着油价的触底回升，炼化企业又将享受大额库存收益。另外，低油价本身对化工品裂解价差较为

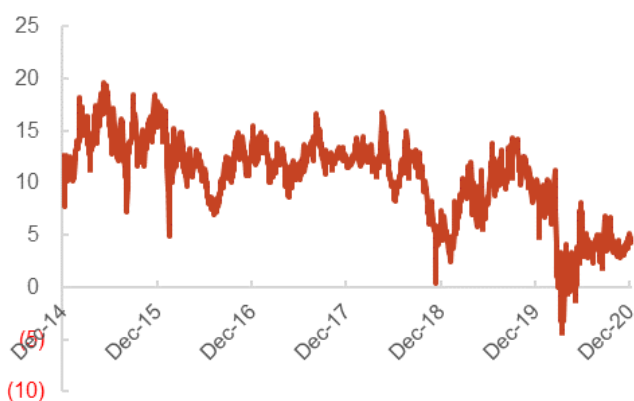
有利，再叠加国内特殊的成品油地板价政策，预期民营大炼化企业 2020H2 的盈利同比、环比均将大增。

图 18：台塑石化净利润和经营性现金流波动



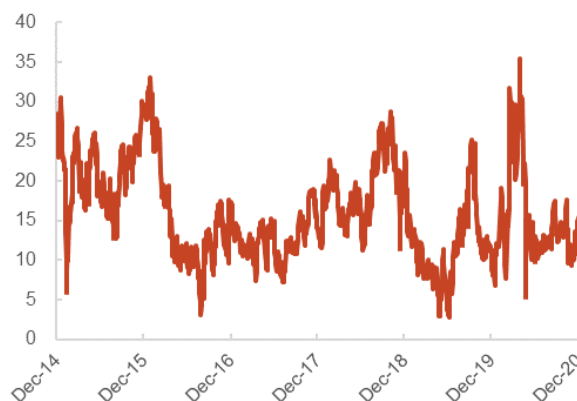
资料来源: wind, 光大证券研究所整理

图 19：光大出口炼油盈利指数 (美元/桶)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 截至 2020.12.30

图 20：光大国内炼油盈利指数 (美元/桶)



资料来源: wind, 光大证券研究所整理, 截至 2020.12.30

3.2、大炼化项目全面投产，成为业绩增量来源

2020 年，恒力、浙石化和恒逸文莱项目一期均已经全面投产，开始为上市公司贡献利润。2020Q1，在油价下跌和疫情的双重影响下，国营炼厂普遍亏损，而民营大炼化仍有盈利，形成鲜明对比。这证明了民营大炼化比存量炼化项目成本更低，分化在全年会体现得更为明显。

然而，国内的炼油行业仍处于深度过剩状态，2019 年国内炼油能力 8.60 亿吨，加工原油 6.49 亿吨，开工率只有 75.5%，按照 90%开工率估算国内炼油能力过剩约 20%。国内的炼化企业不得不面临有 6000 万吨以上的成品油需要出口的压力。而下游产品的过剩正在从成品油蔓延到烯烃、芳烃等化工品。

在这样的背景下，我们预计“十四五”期间，国家对新建炼化产能的审批将更为严格。此前抓住时机的民营大炼化企业，占据了沿海区位优势，项目采用了最新一代的炼化技术，是极具竞争力和稀缺性的。而浙石化项目预计在 2021 年内将从 2000 万吨增加至 4000 万吨规模，远期还有望增加三期项目到 6000 万吨，是这一轮民营炼厂扩张中占据资源最多的项目。

表 6: 民营大炼化项目高盈利

	2019 年净利润	2020H1 净利润	备注
恒力炼化	60.3 亿元	46.2 亿元	2019 年 5 月实现全面投产
恒逸文莱	7.7 亿元	5.6 亿元	2019 年 11 月实现全面投产
浙石化	6.7 亿元	44.9 亿元	2019 年 5 月试生产, 2019 年 12 月全面投产

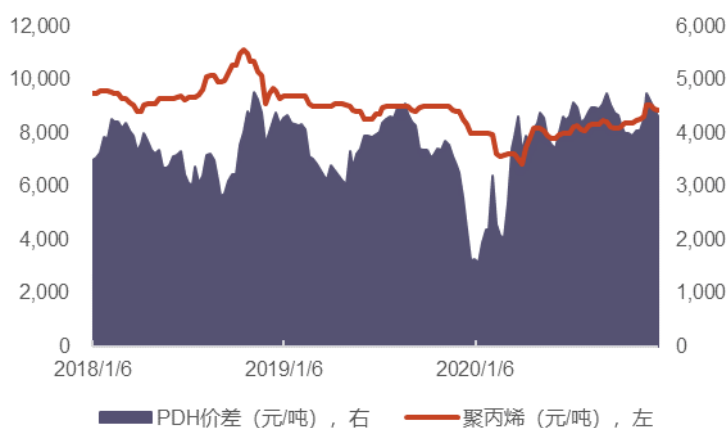
资料来源: 相关公司公告, 光大证券研究所整理

3.3、 轻烃裂解龙头逆势高速增长

3.3.1、 轻烃裂解在低油价下仍有生存能力

油价在 3 月的暴跌, 带动丙烯和聚丙烯价格大跌, 引发了市场对低油价下轻烃裂解路径竞争力的担忧。加上 1-2 月丙烷价格的高位, PDH 价差确实大幅收窄。但丙烷的消费主要来自燃料需求, 油价的下跌也压制了丙烷的价格, 3 月下旬以来, 丙烷价格也同步大跌, PDH 价差有所回暖; 4 月在口罩等防疫物资需求的带动下, 聚丙烯价格大幅上涨, PDH 价差恢复至较高位置。

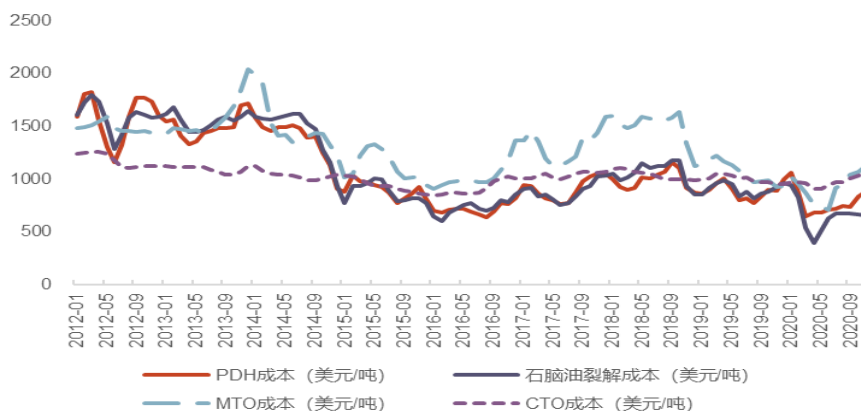
图 21: PDH 至聚丙烯价差波动



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截至 2020.12.19

长期的低油价确实对 PDH 盈利不利, 但我们认为 40 美元/桶以下的油价不可持续。丙烷是跟原油等能源价格挂钩的品种, 中长期来看, PDH 能够获得跟石脑油裂解制丙烯相近的利润。

图 22: 丙烯多种制备路径的成本变化

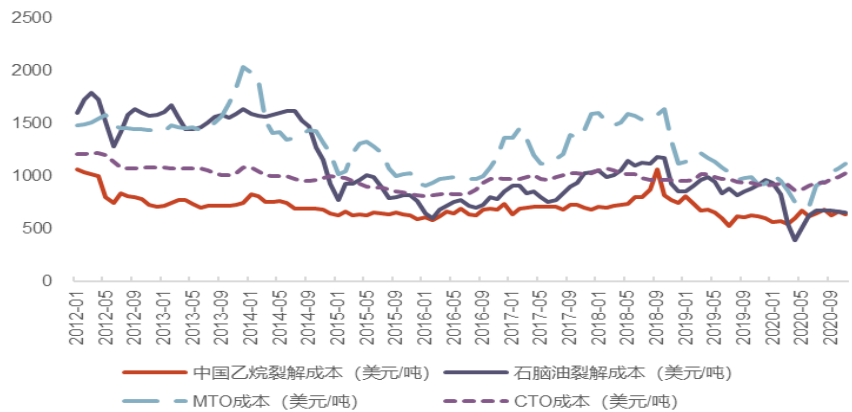


资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截至 2020.11

3.3.2、国内首个纯乙烷进料的乙烷裂解制乙烯项目将投产

烯烃行业面临一个前所未有的产能周期，未来各种路线下的聚烯烃盈利能力有很大概率会持续下滑，行业有可能会迎来一段较长时间的恶劣市场状况，而现金成本则决定了各种路线在未来的生存能力强弱，目前来看，乙烷裂解制乙烯、煤制烯烃在成本竞争中处于优势地位。（1）目前作为边际产能的外采甲醇 MTO 路线，未来将面临着现金成本被击穿的风险；（2）煤制烯烃的高折旧特征决定了较低的现金成本，在低油价情形下仍能保持稳定的现金流入，有较强的抵抗风险能力；（3）目前国内 30 多套蒸汽裂解装置的现金成本曲线相对陡峭，中高油价下部分以石脑油和轻柴油为单一进料的边际产能将面临较大压力；（4）乙烷裂解制乙烯的成本优势最为突出。

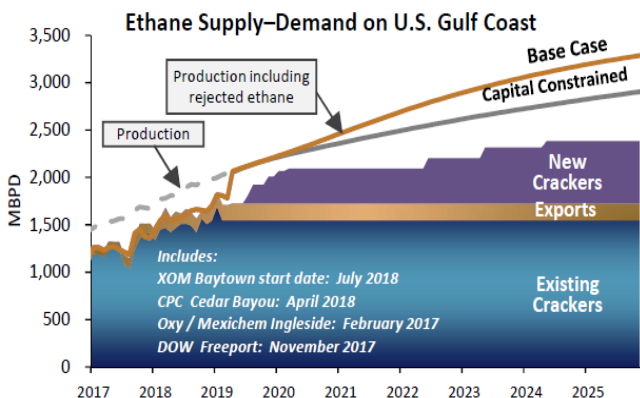
图 23：各路线下生产乙烯的成本比较（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.11

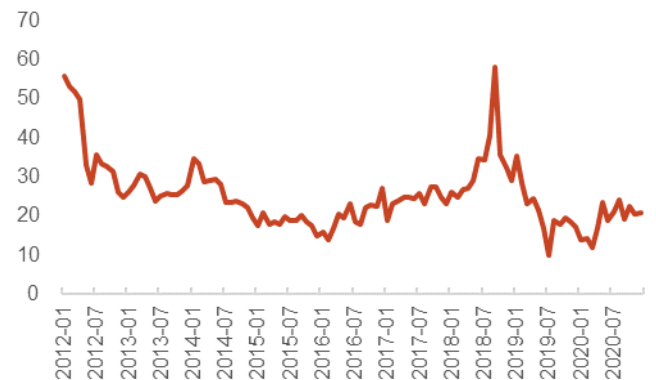
乙烷裂解制乙烯路径的成本优势突出。美国富余的乙烷和低廉价格使得不仅在北美，在东北亚建设乙烷裂解制乙烯装置也有利可图。目前美国 MB 乙烷价格在 160 美元/吨左右，按照这个价格，即使以当前较低的乙二醇和聚乙烯价格，乙烷裂解仍有较好的盈利空间。

图 24：美国乙烷富余充足（百万桶/日）



资料来源：EPD Fundamentals

图 25：美国 MB 地区乙烷价格（美分/加仑）



资料来源：Bloomberg，光大证券研究所整理，截至 2020.12

3.4、 推荐标的

3.4.1、 恒力石化：民营炼化龙头地位巩固

2020年7月13日，恒力石化投资建设的150万吨/年乙烯项目达到满负荷运行的设计目标并正式投入商业运营。该项目的全面投产，标志着继公司实现芳烃路线纵向全产业链布局后，公司横向开拓烯烃路线，打通除PTA产业链以外的“烯烃—乙二醇—聚酯—民用丝、工业丝、聚酯薄膜、工程塑料”另一个产业链条，生产出国内自给率偏低的聚乙烯、聚丙烯、苯乙烯、乙二醇等为代表的大宗基础原料和高技术含量的化工新材料、高端专用化学品，极大提升公司炼厂一体化的深加工能力与产品附加价值。

除原料丁烯-1、己烷通过外购获取，公司乙烯项目的原材料均来自上游炼油装置，包括各类炼厂干气、正丁烷以及石脑油等。这些原料经蒸汽裂解装置裂解、分离，再由裂解汽油加氢装置、丁二烯抽提装置进一步处理，得到乙烯、丙烯、丁二烯、C5、C6~C8等基本有机化工原料，其中乙二醇经乙烯合成后，再与芳烃路线所产PTA统一运送至下游生产涤纶POY、涤纶FDY等聚酯产品。至此，占聚酯原料成本90%以上的乙二醇、PTA，公司均实现覆盖，公司的资源得到充分利用，最大限度地发挥了公司炼化一体化的规模集成优势。

公司2020年前三季度实现营收1033.3亿元，同比+35.38%；归母净利润98.9亿元，同比+45.16%，扣非后96.7亿元，同比+46.06%；经营性净现金流183.6亿元，同比-31.03%；2020Q3报告期末归属于上市公司股东的净资产达到435.5亿元，相比2019年末+19.87%；加权平均ROE24.50%，同比增加1.66pct。

2020年12月25日，恒力石化子公司康辉石化年产3.3万吨PBS类生物可降解聚酯新材料项目投产成功，标志着公司正式进军未来市场空间巨大的可降解塑料市场。随着全面禁塑临近，该项目投产后，产能跃居国内前三，将大幅缓解国内PBS类生物可降解塑料供需缺口，预计增加年收入6-7亿元。此外，布局可降解塑料领域也将进一步提升公司全产业链经营能力，降低生产成本，公司聚酯业务板块产能结构升级与规模工艺优势也将更为明显。

盈利预测、估值与评级：公司当前业务发展顺利，我们维持对公司2020-2022年的盈利预测，预计EPS分别为1.68/1.92/2.12元，根据2021年1月8日股价对应PE分别为19/17/15倍，维持“买入”评级。

风险提示：行业周期性风险、原材料价格波动风险、汇率风险、成品油税收政策变化风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	60,067	100,782	127,715	142,332	154,327
营业收入增长率	169.51%	67.78%	26.72%	11.45%	8.43%
净利润（百万元）	3,323	10,025	11,815	13,529	14,908
净利润增长率	93.25%	201.73%	17.86%	14.50%	10.20%
EPS（元）	0.66	1.42	1.68	1.92	2.12
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.04%	27.59%	26.06%	24.73%	22.99%
P/E	49	23	19	17	15
P/B	5.9	6.3	5.0	4.2	3.5

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021.1.8

3.4.2、 荣盛石化：全球首屈一指炼化龙头

舟山浙石化项目将建成全球首屈一指的炼化一体化基地，全球 2000 万吨规模的炼化基地超过 30 个，但是达到 6000 万吨规模的炼化基地，仅此一家。并且浙石化二期化工品的收率将达到 70%，除了原油直接裂解法和轻烃裂解路径外，全球其它大型炼化装置的化工品收率都无法达到如此之高。在光伏-储能-电动车的新能源革命背景下，原油的角色，未来可能会逐步从现在的 70%能源产品+30%材料产品，转变成 30%能源产品+70%材料产品。在拥有一个如此大型的炼化装置的前提下，为了符合能源革命发展规律，浙石化预计将由能源提供商转变为材料提供商。

我们认为国内的大型炼化主要是两个壁垒，一是政策的放开与支持。本轮民营企业进入大型炼化行业，离不开政策的放开。而大型石化项目是典型的资本密集行业，还需要资金的支持。浙石化两期装置总投资约 1700 多亿，而自有资金 500 多亿，显然获得了政策和资金的支持。二是要有足够大的市场。目前国内已建成了多套大型炼化装置，大型炼化装置的项目产品绝大部分为内销，而国内庞大的市场需求能够保证这些产品被全部消化。因此浙江石化现有 2000 万吨的产能，以及在建的 2000 万吨至 4000 万吨产能，其项目可行的基础都是建立在政策支持和本土庞大市场需求的基础之上的。

公司 2020 年前三季度实现营收 776.2 亿元，同比+30.10%；实现归母净利润 56.5 亿元，同比+206.17%，扣非后归母净利润 54.7 亿元，同比+264.40%。2020Q3 报告期末归属于上市公司股东的净资产达到 353.4 亿元，相比 2019 年末+56.68%；加权平均 ROE22.58%，同比增加 14.04pct。2020Q3 单季度实现归母净利润 24.4 亿元，环比 2020Q2 增加 4.6 亿元，创单季度历史新高。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.09/1.53/2.27 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 27/20/13 倍，由于低油价环境对炼化行业形成中长期利好，而浙石化项目仍有向上发展空间，我们维持“买入”评级。

风险提示：浙石化二期进度和盈利不及预期的风险；炼油和化工景气度继续下行的风险；下游 PTA 和聚酯产业链盈利下滑的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	91,424.66	82,499.88	121,756.85	183,521.01	243,538.53
营业收入增长率	29.62%	-9.76%	47.58%	50.73%	32.70%
净利润（百万元）	1,607.53	2,206.88	7,388.00	10,336.91	15,302.69
净利润增长率	-19.67%	37.28%	234.77%	39.91%	48.04%
EPS（元）	0.26	0.35	1.09	1.53	2.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	7.68%	9.78%	19.89%	23.38%	27.85%
P/E	118	86	27	20	13
P/B	9.0	8.4	5.5	4.6	3.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

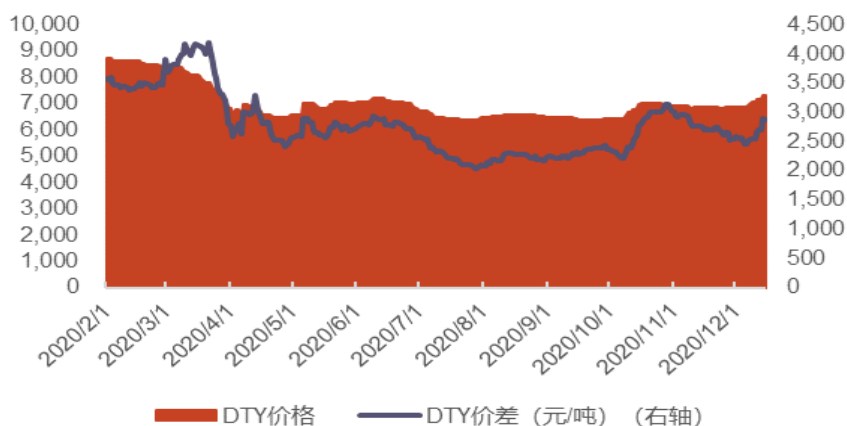
3.4.3、东方盛虹：黑暗时刻已过，大炼化项目稳步推进

受疫情影响纺织行情遭遇严重滑坡，公司涤丝产品需求萎靡、盈利能力走低。公司2020年前三季度实现营业收入156.5亿元，同比-16.5%；实现归母净利润2.36亿元，同比-80.16%，扣非后归母净利润0.78亿元，同比-91.74%。

随着国内疫情好转，2020年下半年多个网络购物节的来临以及印度订单回流使得织造企业订单回暖，国庆节后织机开工率突破历史新高，带动了上游涤丝行情回暖。2020Q3单季度实现营业收入61.6亿元，同比-4.35%，环比+17.26%；实现归母净利润1.73亿元，同比-55.95%，环比增加3.07亿元，公司盈利情况逐步好转。

另一方面，公司大炼化项目建设进度顺利，蜡油加氢装置，硫磺回收联合装置，乙二醇/丁二烯/醋酸乙烯装置，已经陆续开工建设，公司前期围绕大炼化项目展开的一系列资本运作也已陆续落地，其中2020年6月份非公开发行股票募集35.8亿元，8月份通过的可转债预案也在推进当中。随着炼化项目建成投产，公司未来盈利可期。

图 26：2020 年 2 月份以来 DTY 价差走势



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.12.31

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 0.30/0.35/0.41 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 39/34/29 倍，基于公司 2000 万吨炼化一体化项目预计于 2021 年底投产，持续看好公司未来盈利能力，我们维持“买入”评级。

风险提示：行业周期性风险、原材料价格波动风险、安全环保风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	18,440	24,888	25,407	29,472	34,482
营业收入增长率	1558.26%	34.96%	2.09%	16.00%	17.00%
净利润（百万元）	847	1,614	1,467	1,668	1,983
净利润增长率	270.61%	90.59%	-9.10%	13.71%	18.89%
EPS（元）	0.21	0.40	0.30	0.35	0.41
ROE（归属母公司）（摊薄）	6.54%	11.51%	9.23%	9.79%	10.80%
P/E	56	30	39	34	29
P/B	3.7	3.4	3.6	3.4	3.1

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

3.4.4、 华锦股份：炼化产能扩充增添新助力，丁二烯或成新增长点

公司为国内大型炼油化工一体化综合性石油化工企业之一，是国内重要的成品油、中间石化产品、合成树脂和尿素生产企业，并拥有独立的公用工程、环境保护系统，及铁路运输、公路运输配套设施。

面对疫情影响以及国际油价的剧烈波动等考验，公司适时调整生产负荷，2020年 H1 炼油和乙烯装置的累计生产负荷分别为 90.88%和 103.32%。化肥板块，在积极协调天然气供应的同时，又克服了设备老化、新疆化肥单塔运行等困难，两大化肥运转率均保持 100%。

此外，面对疫情影响，公司持续优化产销结构，油品高盈利产品持续提升，聚合物产品则根据疫情防控需要，增加了洗手液、医用输液管等所需聚烯烃原料的生产，此外还增加了环氧乙烷、偏三甲苯、大颗粒尿素等销路好、效益高的产品。公司通过各方位的积极调整，极大程度地缓解疫情和油价波动影响。

公司 2020 年前三季度实现营业收入 204.1 亿元，同比-28.74%；实现归母净利润-1.67 亿元，同比-118.14%，扣非后归母净利润-1.86 亿元，同比-120.68%。2020Q3 单季度实现营收 71.5 亿元，实现归母净利润 5.02 亿元，同比+56.57%，环比+129.84%，业绩环比大幅度好转。

盈利预测、估值与评级：由于疫情影响和年内油价的波动情况，以及即将进行的设备整修，我们下调了公司 2020-2022 年的盈利预期。预计公司 2020-2022 年的 EPS 分别为 0.14/0.38/0.65 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 40/14/9 倍，由于低油价环境对炼化行业形成中长期利好，公司为国内大型炼油化工一体化综合性石油化工企业，看好公司中长期盈利能力，我们仍维持“增持”评级。

风险提示：原材料价格波动的风险、行业周期性风险、安全环保风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	36,683.29	39,608.34	38,459.31	41,463.45	43,570.89
营业收入增长率	8.81%	7.97%	-2.90%	7.81%	5.08%
净利润 (百万元)	1,055.37	992.96	222.28	613.16	1,034.67
净利润增长率	-42.81%	-5.91%	-77.61%	175.85%	68.74%
EPS (元)	0.66	0.62	0.14	0.38	0.65
ROE (归属母公司) (摊薄)	8.01%	7.30%	1.65%	4.39%	7.02%
P/E	8	9	40	14	9
P/B	0.7	0.7	0.7	0.6	0.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

3.4.5、 卫星石化：冉冉兴起的烯烃行业巨头

轻烃裂解项目成长性突出，投产将铸就烯烃行业巨头。轻烃裂解赛道成长性突出，乙烷裂解制乙烯路径的成本优势突出，项目具备长期竞争力，且项目跟油价存在正相关关系。公司中期最大的看点是 250 万吨乙烷裂解制乙烯项目的高成长性，按照烯烃的总产能计算，到 2022 年，卫星石化烯烃产能将是现有体量的 2.8 倍，将成长为国内烯烃行业巨头。截至 2020 年 9 月 30 日，公司在建工程已达到 114 亿元，乙烷裂解项目一期投产在即。

现有 C3 项目盈利稳健，产业链进一步向下延伸。公司现有 C3 业务盈利稳健，目前 PDH 价差仍在历史盈利中枢偏上位置。截至 2020Q3，公司已有两套共 90 万吨 PDH、45 万吨 PP、48 万吨丙烯酸和 45 万吨丙烯酸酯产能，另配有 22 万吨双氧水、21 万吨纺织化学品和 15 万吨 SAP 产能。公司 C3 产业链配套完整，一体化成本优势显著。并且公司仍在进一步增强其在 C3 产业链的竞争力，积极布局下游高端产品，如在 2020Q4 投产 18 万吨丙烯酸和 30 万吨丙烯酸酯，2021 年还将投产 30 万吨聚丙烯新材料（研发生产改性聚丙烯）和 25 万吨双氧水（含电子级双氧水）。

公司 2020 年前三季度实现营业收入 75.5 亿元，同比-5.87%；实现归母净利润 9.0 亿元，同比-2.17%，扣非后归母净利润 8.8 亿元，同比-4.03%。2020Q3 期末归属于上市公司股东的净资产达到 99.4 亿元，相比 2019 年年末+7.51%，加权平均 ROE9.40%，同比下降 0.93pct。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.08/2.09/3.31 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 28/14/9 倍，基于对公司乙烷裂解制乙烯项目的看好，我们维持“买入”评级。

风险提示：乙烷裂解制乙烯项目不及预期的风险；聚丙烯价格大幅下行的风险；丙烯酸景气度下行的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	10,029.30	10,778.67	10,186.71	21,935.14	35,075.53
营业收入增长率	22.49%	7.47%	-5.49%	115.33%	59.91%
净利润（百万元）	940.63	1,272.75	1,324.85	2,559.03	4,062.51
净利润增长率	-0.19%	35.31%	4.09%	93.16%	58.75%
EPS（元）	0.88	1.19	1.08	2.09	3.31
ROE（归属母公司）（摊薄）	11.70%	13.77%	12.58%	19.85%	24.59%
P/E	34	25	28	14	9
P/B	4.0	3.5	3.5	2.9	2.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

4、 主线三：关注周期景气反转的结构性机会，重点推荐有望触底反弹的化纤、粘胶、氨纶

4.1、 化纤板块——布局早周期品种

2019 年，化工行业整体处于供给扩张和需求下滑的双重压力之下，行业景气度下行。在化工产品价格普遍下行的走势下，偏下游的改性塑料和轮胎行业受益于原材料价格下跌，毛利率反而有所改善。而其他主要的中游化工品种，大多在行业景气中下位置运行。

相比于其他化工品，化纤行业呈现投资启动早、投资结束早的特征：06-10 年，09-17 年，16 年至今这三轮周期无不例外。而对作为周期品的化工产品来说，投资周期的结束通常也意味着景气周期的启动。

图 27：化学纤维制造业与化学原料及化学制品制造业固定资产投资完成额对比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.11

从行业固定资产累计投资增速数据来看，化纤行业的新增产能投放增速，从 2019 年以来已经开始放缓，从供给的角度看化纤行业已在筑底阶段。

表 7：化纤与化学原料和制品投资周期比较

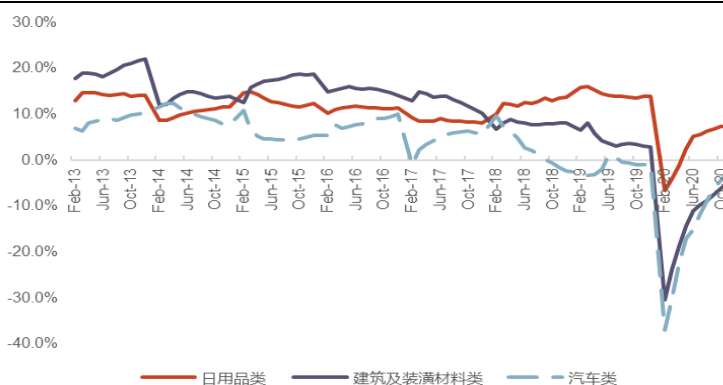
化纤投资周期划分	化学原料和制品投资周期划分	周期	相差
2006.05 ~ 2007.02	2007.02 ~ 2009.03	投资增加	9 个月
2007.03 ~ 2009.10	2009.04 ~ 2010.02	投资放缓	25 个月
2009.11 ~ 2011.02	2010.03 ~ 2012.07	投资增加	4 个月
2011.03 ~ 2016.02	2012.08 ~ 2017.11	投资放缓	17 个月
2016.03 ~ 2018.10	2017.12 ~ 至今	投资增加	21 个月
2018.11 ~ 至今		投资放缓	

资料来源：光大证券研究所根据 wind 整理

4.1.1、长丝需求在骤降后已逐渐恢复

受新冠疫情的影响，2020Q1 国内长丝需求大幅下行。伴随着国内疫情逐步进入常态化防控状态，国内长丝需求在 2020Q2 和 Q3 逐步恢复，相关下游产品需求在 2020Q4 开始大幅增长。

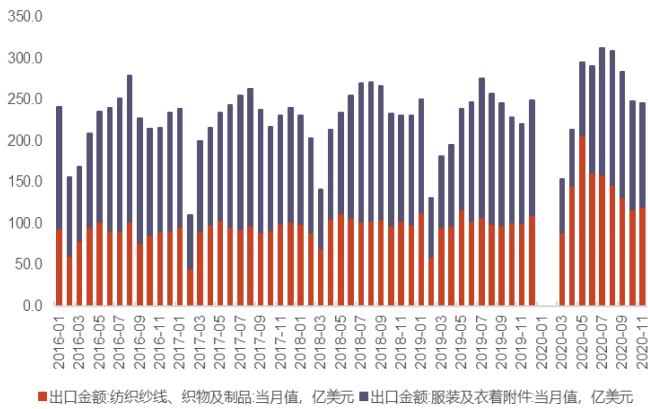
图 28：长丝下游应用领域零售额累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.11

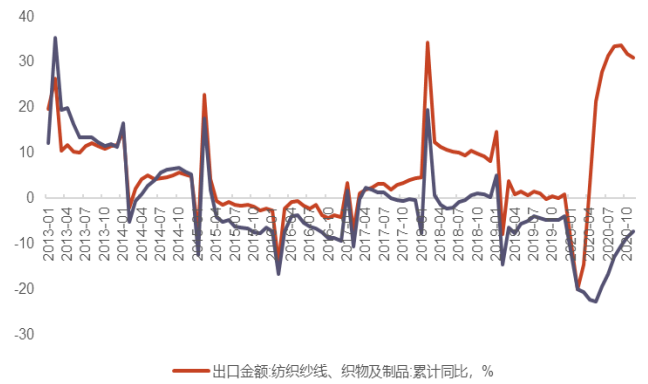
其中，纺织纱线、织物及制品中含防疫物资，因国外疫情的加速扩散，2020Q2以来相关产品出口大幅增长。服装以及衣着附件的出口额，自2020Q3以来已经恢复到正常水平。

图 29：服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口额



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.11

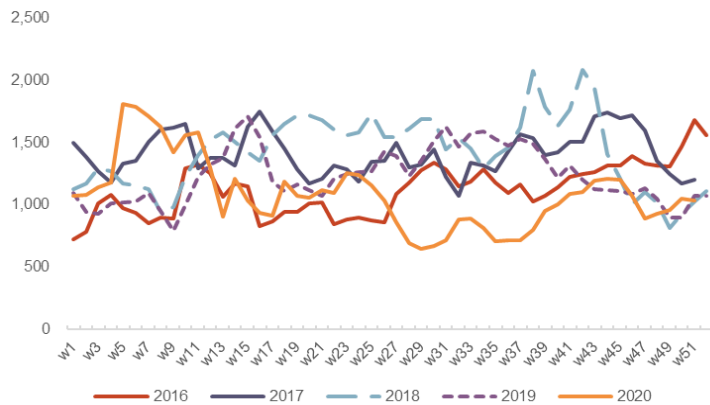
图 30：服装及衣着附件和纺织纱线、织物及制品出口累计同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.11

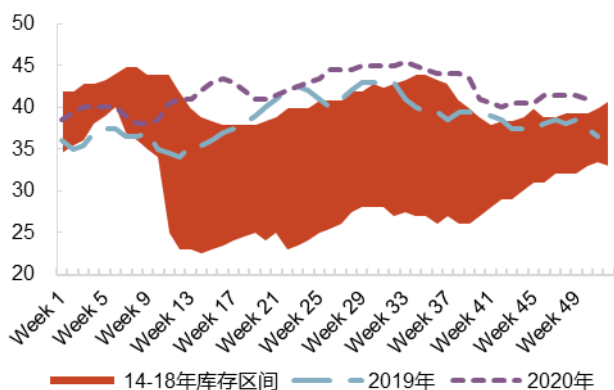
从涤纶长丝 POY 价差变化来看，涤纶长丝盈利能力在 2020Q2-Q3 期间触底。2020Q4 开始坯布和下游长丝库存情况有所缓解，库存天数大幅缩短说明下游需求逐渐恢复。

图 31：涤纶长丝 POY 价差变化（元/吨）



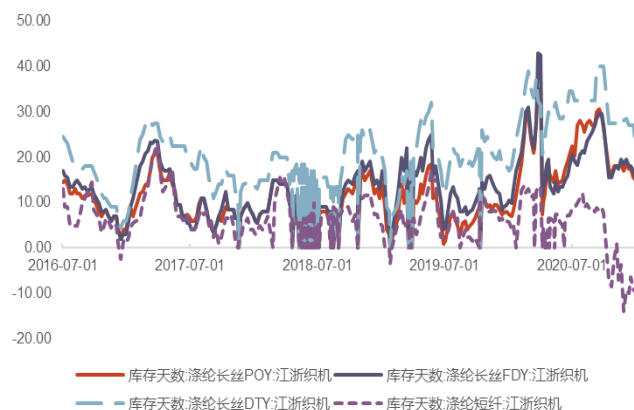
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 32: 坯布库存天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

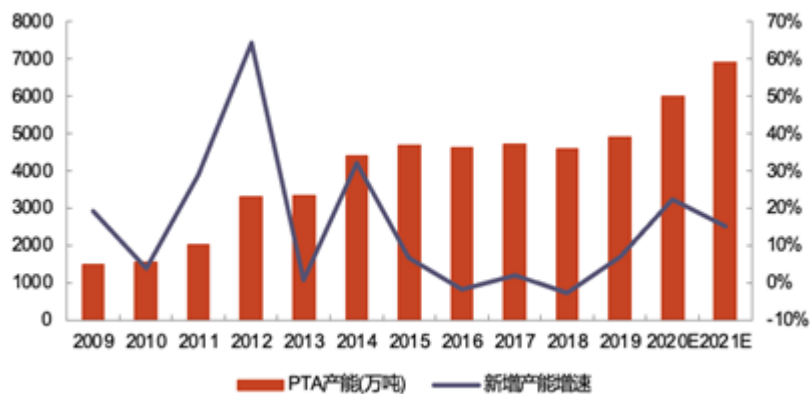
图 33: 长丝库存天数



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截至 2020.12.31

2019 年 Q4 至 2022 年, PTA 行业将迎来新一轮产能周期。以英威达 P8 技术和 BP 为代表的新一代 PTA 技术将带来 100-200 元/吨的成本下降, 龙头企业更新产能动力充足。为了消化巨量的 PTA 产能投放, 聚酯下游的市场竞争将从涤纶长丝进一步拓展到瓶片和短纤。

图 34: PTA 新一轮产能周期开启



资料来源: CCF, 卓创资讯, 光大证券研究所整理 备注: 2020E-2021E 为卓创资讯预测

表 8: 2021-2023PTA 潜在的新增产能

企业	新增产能 (万吨)	预计投产时间
逸盛新材料	350	2021 年 Q1
盛虹集团	250	2021 年 1 月
宁波台化	150	2022 年
逸盛新材料	350	2022-2023 年
桐昆集团	500	2022-2023 年
新凤鸣	500	2022-2023 年
恒力石化	500	2021 年底
盛虹集团	250	2022 年底
三房巷	320	2022 年
泛亚石化	300	2022-2023 年
仪征化纤	600	2021-2023 年
东营联合	250	2022 年

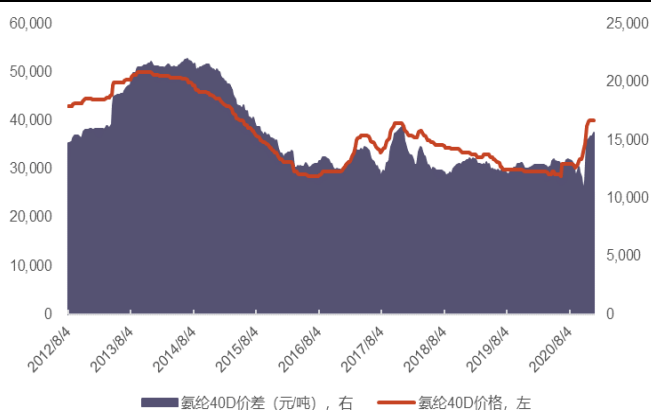
海南逸盛	220	规划中
裕龙石化	300	2025年
合计	4840	

资料来源：卓创资讯，光大证券研究所整理

4.1.2、氨纶供需格局迎来改善，龙头企业逆势扩产

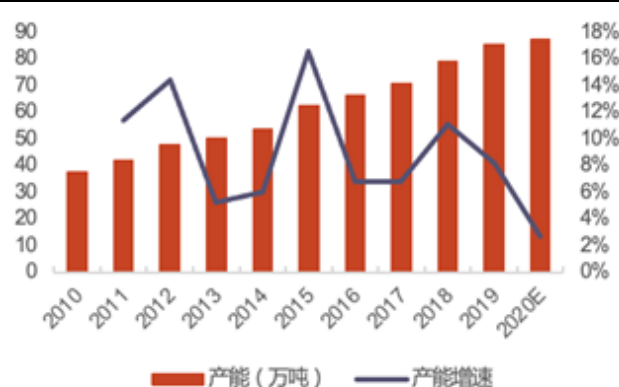
氨纶行业上一轮周期的顶峰是在 2013-2014 年，之后经历了两轮投资高峰，2018-2019 年，行业仍处于难以盈利的状态。2020 年氨纶新产能投放已经放缓。

图 35：氨纶 40D 价差和景气度



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.12.26

图 36：氨纶产能变化



资料来源：CCF，百川资讯，光大证券研究所整理

2020 年，龙头企业产能更新暂告一段落，小产能逐步退出。目前 2 万吨以下的产能仍有 6 套，小厂长期不盈利。此外氨纶行业集中度进一步提升，新产能向中西部转移，截至 2019 年底行业集中度 CR4>50%。

表 9：氨纶行业龙头企业现有及在建/规划产能

龙头企业	产能（万吨）	备注
华峰化学	18（现有）+4（计划）	6 万吨预计 2019Q4-2020H1 建成
新乡化纤	12（现有）	最新 4 万吨 2019Q2 年建成
泰和新材	烟台：4.5（现有）+1.5（计划） 宁夏：3（现有）+3（在建）	烟台新产能为产能置换 宁夏 3 万吨预计 2021H1 建成
晓星（中国）	15.8	最新 4 万吨 2018 年建成

资料来源：卓创资讯，各公司公告，光大证券研究所整理

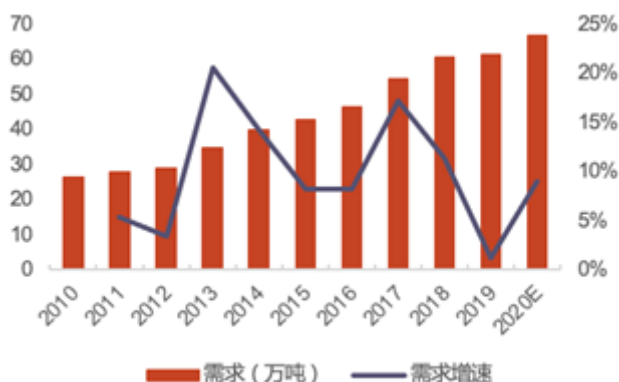
表 10：17 年以来氨纶行业淘汰企业和低负荷产能

淘汰企业	产能（万吨）	备注
英威达（上海）	1.6	2017 年关停
益邦	2.25	2018 年关停
蓝孔雀	0.5	2018 年关停
薛永兴	1.5	2019 年 7 月关停
邦联	2.5	低负荷运行
华海	8	较低负荷运行
泰和（烟台）	4.5	较低负荷运行

资料来源：CCF，卓创资讯，百川资讯，光大证券研究所整理

由于中美贸易摩擦和新冠疫情，氨纶出口受到一定负面影响，但在口罩耳带和运动服装等的需求带动下，氨纶 2020 年需求增速不降反增。氨纶行业库存自 2020Q3 以来大幅下降。

图 37: 氨纶需求量 (万吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 38: 氨纶净出口量 (万吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

在氨纶的龙头企业中, 华峰化学、新乡化纤和泰和新材弹性较大。华峰化学由于重组并入华峰新材料板块, 在单一氨纶产品上的弹性将大幅削弱, 目前新乡化纤成为氨纶弹性最大的上市公司。

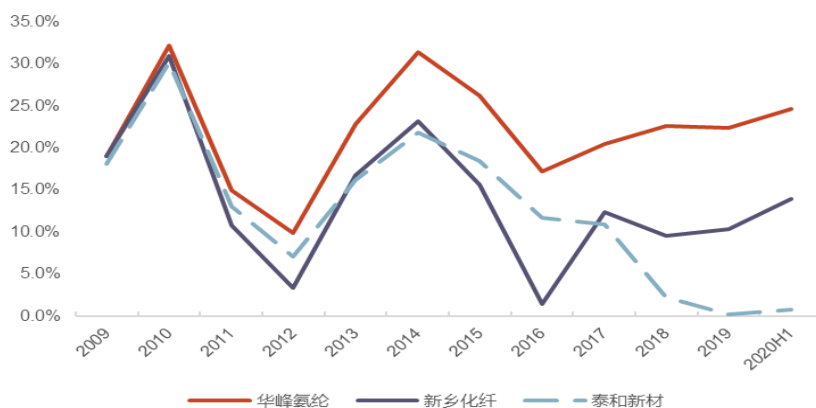
表 11: 氨纶行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

	股价 (元)	市值 (亿元)	EPS(元)			P/E(x)			产能 (万吨)	2019 年产量毛利弹性 (涨 1000 元/吨, 增 厚毛利), 亿元		毛利弹性/市 值
			19A	20E	21E	19A	20E	21E		产量	毛利	
华峰化学	12.50	579	0.43	0.38	0.51	29	33	25	18.0	14.4	14.9	1.35
新乡化纤	3.18	40	0.10	0.08	0.15	31	38	22	12.0	7.2	8.3	0.90
泰和新材	16.73	115	0.35	0.41	0.58	48	41	29	7.5			0.56

资料来源: Wind, 光大证券研究所整理测算, 股价时间为 2021 年 1 月 8 日, EPS 为 Wind 一致预期

龙头企业新建的氨纶产能成本优势显著: 1) 能源成本方面, 西部地区电价、气价大幅低于东部地区; 2) 新产能规模优势, 纺丝卷绕头增加, 纺速更快, 折旧低; 3) 原料采购优势, 华峰重庆园区 PTMEG 和 MDI 园区内采购; 4) 质量提升, 品牌溢价。

图 39: 氨纶企业毛利率水平



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 截至 2020 年 H1

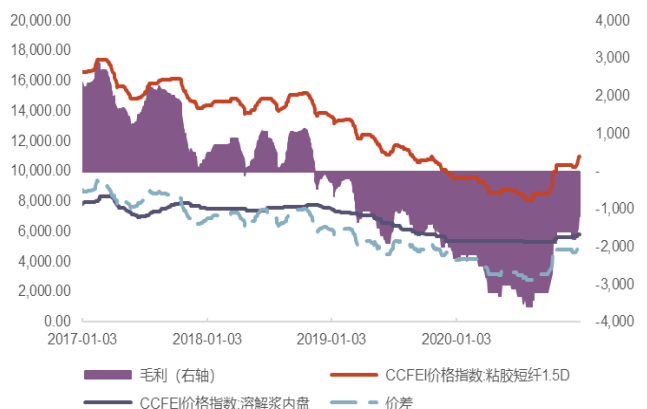
4.1.3、粘胶短纤下游需求持续复苏, 行业有望迎来量价齐升

2020 年年初新冠疫情致使纺服行业的生产与销售受阻, 而粘胶短纤作为服装的主要面料之一, 产业链终端需求萎靡导致粘胶短纤成品库存于上半年达到历史高位, 供需严重失衡推动粘胶短纤价格持续走低, 价差处在历史低位。除了少数龙头

依靠高端化生产及低成本优势实现盈利，大致测算行业毛利在-3000元/吨左右，处于深度亏损的阶段。

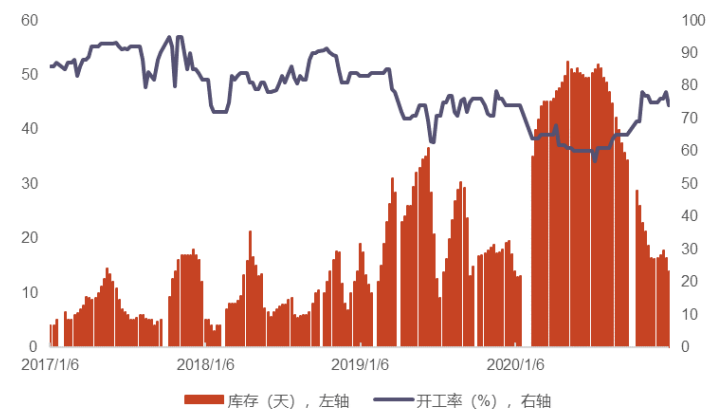
5月份以来，随着疫情在我国逐步得到控制，内贸订单率先复苏，织机负荷率持续上升，带动纱厂对粘胶短纤采购积极性，而同期粘胶短纤行业开工意愿仍较低，行业去库存态势明显，据统计，8月份粘胶短纤库存为17.14万吨，环比下降45%。需求方面，则随着“金九银十”行情的开启，下游市场逐渐释放订单信号。供需好转推动粘胶短纤价格稳中有进，主要厂商纷纷迎来调价周期，行业盈利能力改善，价差周期迎来拐点。

图 40：粘胶短纤价格、价差及毛利走势图（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2020.12.31

图 41：2017 年至今粘胶短纤库存和负荷走势图



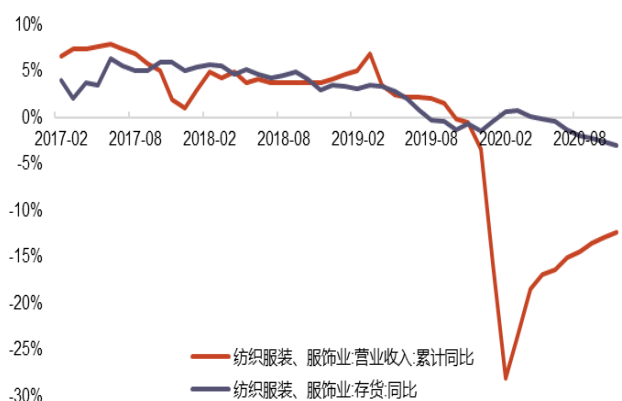
资料来源：中纤网，光大证券研究所整理，截至2020.12.31

从下游景气度来看，下半年纺织服装、服饰业行业库存降至历史低位，8月份存货同比减少2.00%，营收同比-14.40%，较3月份以来持续环比改善。随着经济复苏节奏加快，纺织行业持续复苏将带动上游粘胶短纤景气度。

自2020年国庆中秋双节过后，我国织机持续提负并突破新高，截至2020年10月22日，我国江浙织机开工率达到93.94%，为历史高点。节后纺织行业景气度持续上升，进一步提振上游对粘胶短纤的需求。

此外，9月初特朗普以侵犯人权为由禁止从我国新疆进口棉制品，致使海外订单转向印度等地生产。而目前，印度多家大型出口纺织企业因疫情无法保证正常交货，使得订单回流中国，订单包含大量毛巾、床单等棉制品，将拉动粘胶短纤行业景气度上行。

图 42：纺织服装、服饰业营业收入和存货同比



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，数据截至2020年11月

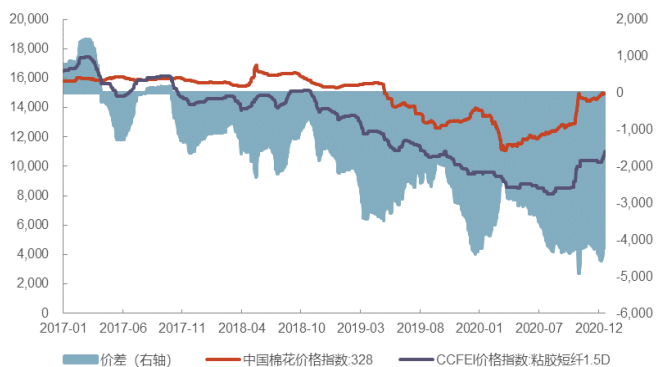
图 43：江浙织机开工率



资料来源：wind，光大证券研究所整理，截至2020.12.30

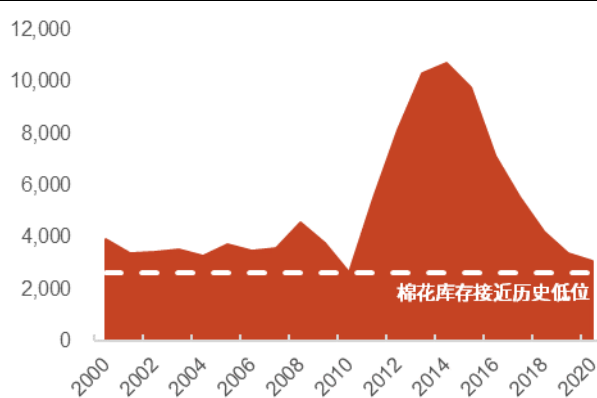
粘胶短纤与棉花性能较为接近，两者互为替代品，价格相关性较强。自 2020 年四月初以来，随着疫情在我国逐步得到控制，下游需求逐步复苏，棉花价格率先回暖，但粘胶短纤价格仍处于低位。从价差来看，截至 2020 年 12 月 31 日，棉花-粘胶短价差为 3932 元/吨，处于历史高位，叠加当前棉花库存接近历史底部，我们认为替代效应将是驱动粘胶短纤行业回暖的另一个利好因素。

图 44：粘胶短纤与棉花价差走势图（元/吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020.12.31

图 45：棉花库存（千吨）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理，截至 2020 年

2015 年-2017 年粘胶短纤行业处于上行周期，粘胶短纤企业纷纷扩产，2018 年共计 100 万吨产能建成投产，后续投产计划规模较小，供给端进入平台期。截至 2020 年底，我国粘胶短纤名义产能为 500 万吨，同比增长 2% 左右，剔除恒天海龙、新乡化纤等停产产能，行业有效产能达到 451 万吨。

从新增产能来看，2020 年粘胶短纤行业新增名义产能仅 29 万吨，分别为赛得利 25 万吨及中泰化学子公司新疆中泰纺织集团库尔勒纤维公司 4 万吨洁净高白度粘胶短纤维产能。由此可见，行业大幅扩张的阶段已经接近尾声，后续随着下游需求持续复苏，行业有望迎来量价齐升的行情。

表 12：粘胶短纤行业产能统计

经营状态	公司	2020 年产能（万吨）
在产	赛得利	125
	三友化工	78
	中泰化学	74
	澳洋健康	42
	山东雅美	32
	宜宾丝丽雅	25
	高密银鹰	23
	南京兰精	18
	吉林化纤	16.5
	南京化纤	8
	博拉经纬	6
	河北吉藁	3.5
	合计	451
停产	恒天海龙	17
	成都丽雅	10
	新乡化纤	10
	舒美特	6

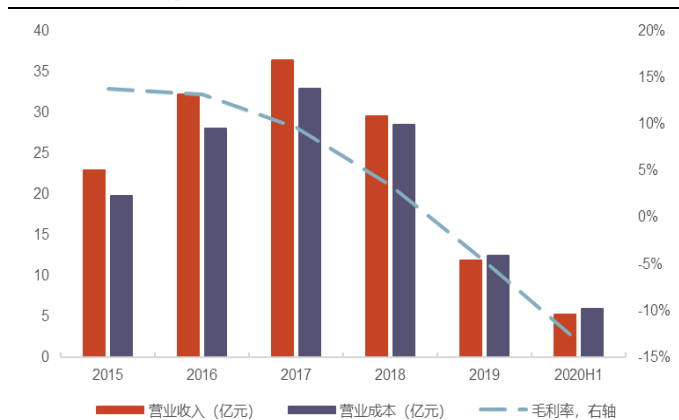
新疆舜泉	6
合计	49

资料来源：卓创资讯，百川盈孚，光大证券研究所整理

2017年，我国工信部开始实施《粘胶短纤行业规范条件（2017版）》和《粘胶短纤行业规范条件公告管理暂行办法》，加速整合行业低效企业，叠加当前粘胶短纤供需结构严重失衡，供给和需求利空打压致使粘胶短纤业务处于深度亏算的状态，行业集中度不断提升。截至2019年，我国粘胶短纤行业前五大企业产能占比62.51%，行业前十大企业产能占比81.10%，行业CR5较2017年提高了约10个百分点。

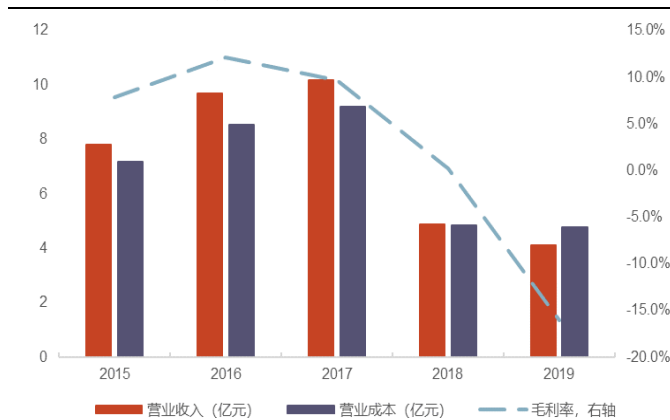
从主要几家经营粘胶短纤业务的公司来看，澳洋健康具有52万吨粘胶短纤产能，由于近年来粘胶短纤周期下行，澳洋健康粘短业务逐步萎缩。2019年粘胶短纤业务毛利率由正转负，同时，粘胶短纤业务占其总营收比例由2017年的64.3%下降至39.73%；南京化纤具有约8万吨，合资子公司兰精（南京）具有17万吨粘胶产能，2019年公司粘胶短纤业务毛利率亦由正转负，仅达到-16.12%。

图 46：澳洋健康粘胶短纤业务营收情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 47：南京化纤粘胶短纤业务营收情况

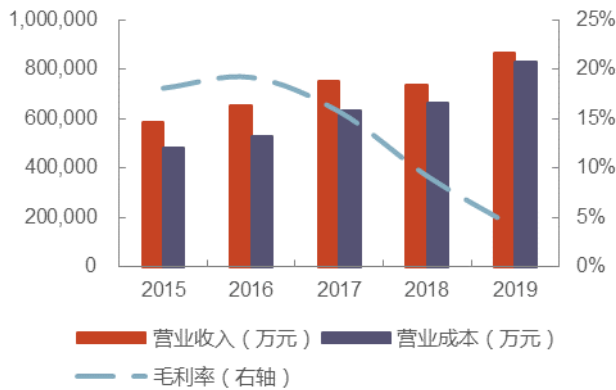


资料来源：Wind，光大证券研究所整理

在当前粘胶短纤行业不景气的背景下，低加工成本优势凸显。从主要几家生产粘胶短纤的企业来看，三友化工当前是国内粘胶短纤业务龙头，现有国内规模最大的粘胶短纤产能78万吨/年，规模经济效益显著，且通过自产烧碱以及废气回收，三友化工在粘胶短纤方面具有行业首位的成本优势。在19年粘胶短纤行情低迷的情况下，大多数企业粘胶短纤业务的毛利率为负，但三友化工仍然实现粘胶短纤业务毛利率为正值，达到3.99%，大幅领先于同行企业。

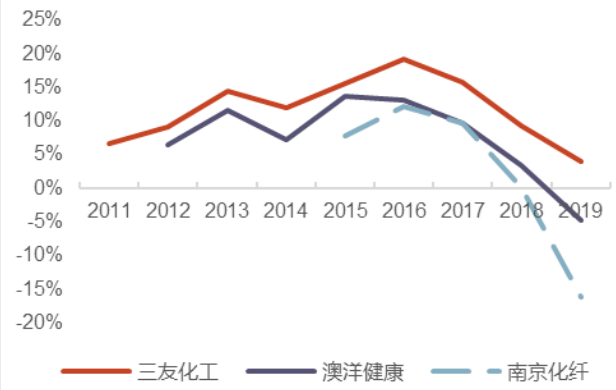
从产品的角度来看，三友化工粘胶短纤产品差别化率行业第一，拥有莫代尔纤维、高白纤维、无机阻燃纤维、莱赛尔纤维等“唐丝”系列高技术含量、高附加值的产品，是国内唯一拥有三代纤维产品的公司。因此我们认为，随着粘胶短纤价格触底反弹迎来投资周期，三友化工作为行业龙头将优先受益。

图 48：三友化工粘胶短纤业务营收情况



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 49：各公司粘胶短纤业务毛利率比较

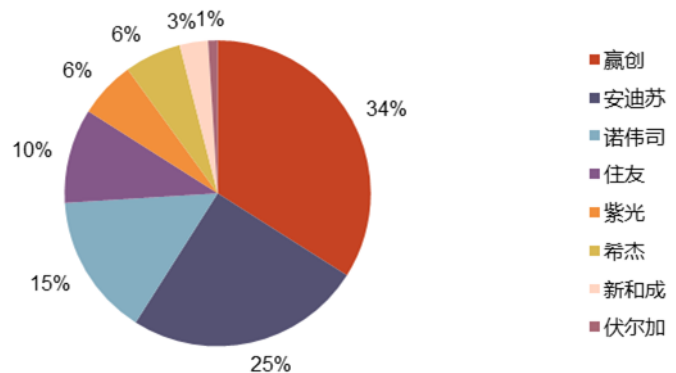


资料来源：公司公告，光大证券研究所整理

4.2、 蛋氨酸：巨头退出部分产能，行业有望向好

蛋氨酸主要用于饲料添加，具有促进禽畜生长和达到缩短饲养周期的效果，适量添加蛋氨酸可有效节省饲料成本，该类产品具有经济性和易得性的优点。目前全球蛋氨酸行业集中度较高，产能主要集中于赢创、安迪苏等 8 家生产商旗下的 15 家工厂，CR4 大于 90%（按产能口径统计）。2019 年全球蛋氨酸需求约 143 万吨，全球蛋氨酸需求量年增速达 6%。

图 50：2018 年蛋氨酸全球市场份额（按产能口径统计）



资料来源：安迪苏公告，光大证券研究所整理

表 13：2017 年-2022 年蛋氨酸产能进入情况

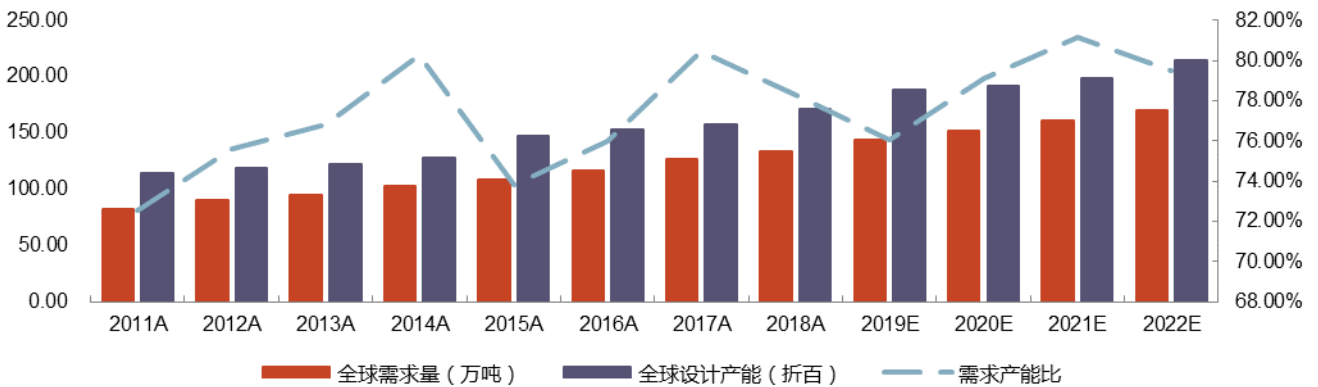
厂商	地点	产能 (万吨/年)	产能进入时间
新和成	山东潍坊	5	2017 年 2 月
安迪苏	南京	5	2018 年 7 月 (脱瓶颈改造)
宁夏紫光	宁夏中卫	1	2018 年 9 月 (脱瓶颈改造)
住友	日本新居滨	10	2018 年 10 月
安迪苏	西班牙布尔戈斯	5	2019 年初
赢创	新加坡	15	2019 年 6 月
新和成	山东潍坊	10	2020 年上半年
安迪苏	江苏南京	18	2021 年
新和成	山东潍坊	15	2022 年

资料来源：中国化工报，新和成公告，安迪苏公告，光大证券研究所整理

2019 年宁夏紫光代表国内蛋氨酸产业向商务部提交反倾销调查申请，请求对原产于新加坡、马来西亚和日本的蛋氨酸进行反倾销调查。2020 年诺伟司国际向美国商务部和国际贸易委员会提交反倾销调查申请，请求调查从西班牙、法国和日本进口的蛋氨酸是否符合世界贸易组织的反倾销协议。国内及国外蛋氨酸企业相继提交反倾销申请，说明蛋氨酸价格已经触及底线，危害到相关企业的生产利益。

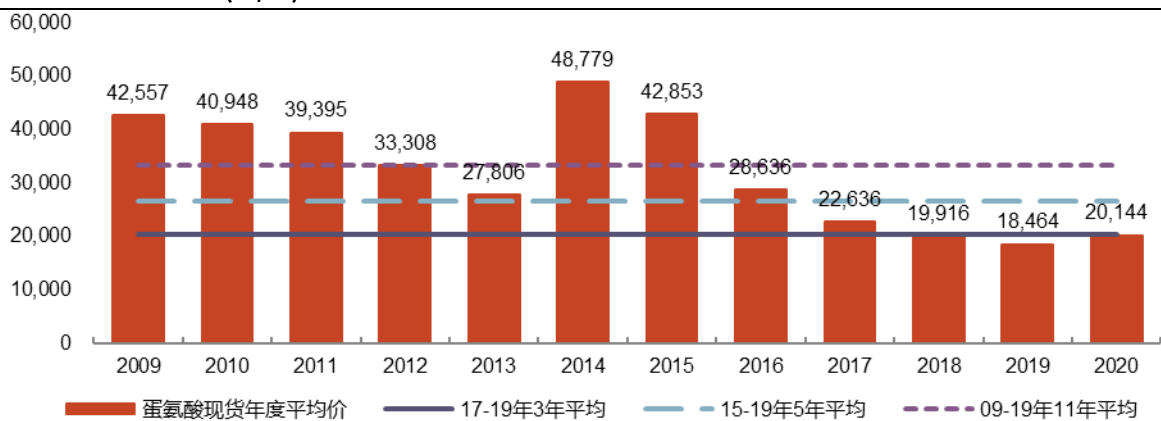
另外，2019 年诺伟司取消了 12 万吨蛋氨酸产能的投放，日本住友退出 2 万吨产能，2020 年赢创退出 6.5 万吨产能。行业巨头退出部分产能后，行业产能竞赛将有望暂停，未来产能投放或低于预期，因此我们认为 2021 年蛋氨酸需求产能比将回到历史高位，蛋氨酸价格将有所反弹。建议关注安迪苏（48 万吨蛋氨酸产能）和新和成（15 万吨蛋氨酸产能）。

图 51：蛋氨酸供需平衡表



资料来源：中国产业信息网，光大证券研究所整理 备注：2020-2022 为中国产业信息网预测

图 52：蛋氨酸现货年度平均价(元/吨)



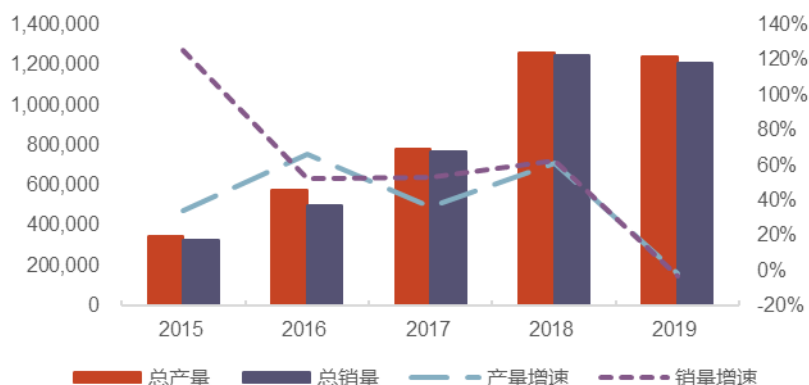
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

4.3、 补贴退坡放缓，锂电材料有序前行

锂离子电池产业链上游由正极材料、负极材料、电解液、隔膜、其他辅材及它们的原材料构成，上游材料在产业链中进行加工、封装和组装等进入下游应用领域，包括消费电子领域、动力电池领域和储能领域。2010 年财政部出台补贴政策后，我国新能源汽车存量快速增长，并连续四年蝉联全球新能源汽车产销第一国家，径

直拉动锂电材料产量持续性增长。但受补贴退坡、汽车行业景气度下行等因素影响，2019 年新能源汽车行业短期承压。

图 53：全国新能源汽车产销及增长（辆）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

表 14：纯电动乘用车补贴金额变化

纯电动续航里程 R (公里)	2017 年补贴金额 (万元/辆)	2018 年补贴金额 (万元/辆)	2019 年补贴金额 (万元/辆)
100≤R<150	2	/	/
150≤R<200	3.6	1.5	/
200≤R<250	3.6	2.4	/
250≤R<300	4.4	3.4	1.8
300≤R<400	4.4	4.5	1.8
R≥400	4.4	5.0	2.5

资料来源：GGII，光大证券研究所整理

2020 年 11 月 2 日国务院办公厅正式发布《新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）》，该文件明确到 2025 年，国内新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20% 左右。2020 年 4 月新能源汽车补贴政策出台，将新能源汽车财政补贴延长至 2020 年底，2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%，核心运营车辆不退坡。补贴退坡放缓政策的落地坚定了国家推动新能源行业发展的决心，并推动市场化转型发展以及锂电材料需求的持续增长。

表 15：新能源汽车渗透率和补贴退坡放缓有关政策

政策名称	发布时间	发布者	主要内容
新能源汽车产业发展规划（2021-2035 年）	2020 年 11 月 2 日	国务院办公厅	到 2025 年，我国新能源汽车市场竞争力明显增强，新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的 20%。
关于新能源汽车免征车辆购置税有关政策的公告	2020 年 4 月 22 日	财政部、税务总局、工信部	自 2021 年 1 月 1 日至 2022 年 12 月 31 日，对购置的新能源汽车免征车辆购置税。
关于完善新能源汽车推广应用财政补贴政策的通知	2020 年 4 月 23 日	财政部、工信部、科技部、发改委	将新能源汽车推广应用财政补贴政策实施期限延长至 2022 年底。平缓补贴退坡力度和节奏，原则上 2020-2022 年补贴标准分别在上一年基础上退坡 10%、20%、30%。

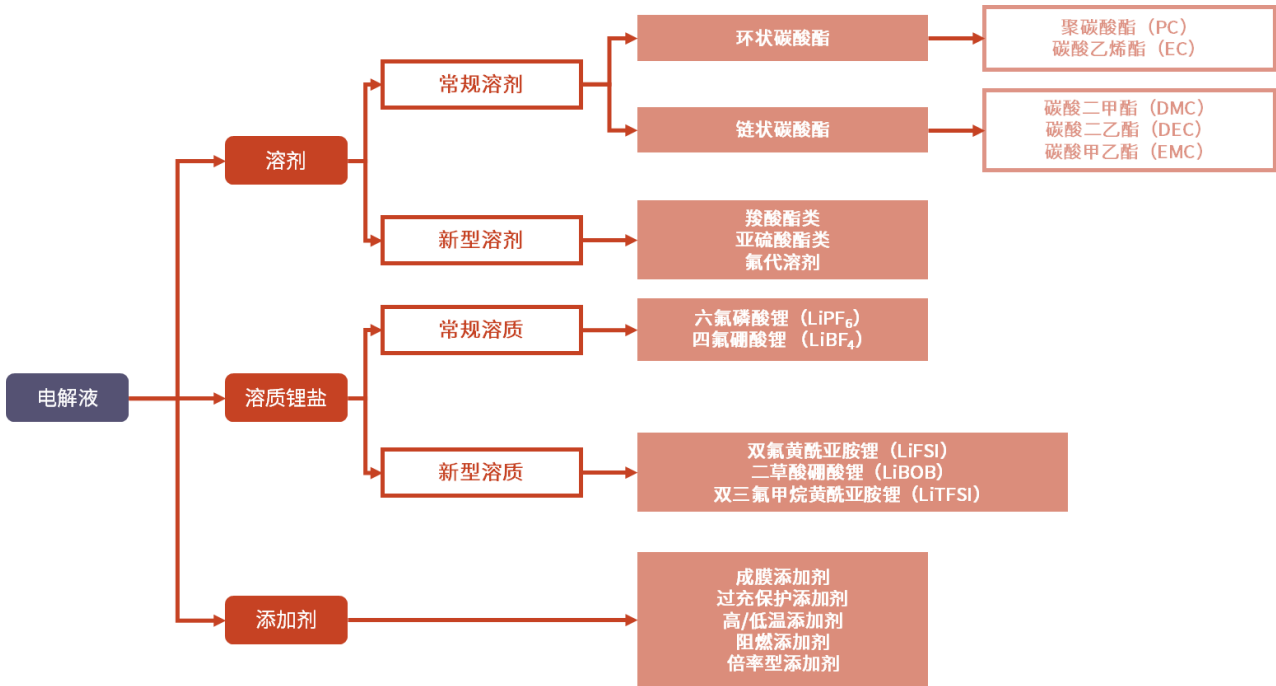
资料来源：国务院办公厅，国家发改委，科技部，财政部，工信部，税务总局，光大证券研究所整理

4.3.1、 电解液：行业集中度提升，竞争格局逐渐改善

锂离子电池电解液由溶剂、溶质和添加剂构成，根据电源技术披露，电解液是电池中离子传输的载体，能够影响电池的内阻、功率和循环等性能。随着新能源汽

车产业对锂离子动力电池需求量的增加，对锂离子电池的安全性、能量密度、寿命和工作温度适应性的要求也不断提升。

图 54：锂离子电池电解液的构成



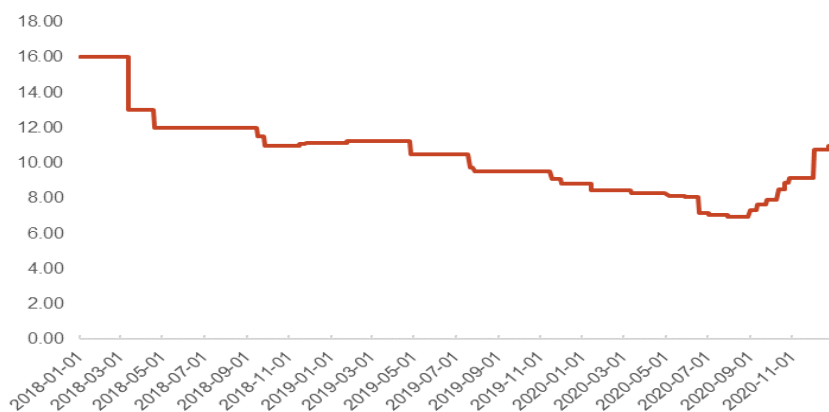
资料来源：上海康鹏科技招股说明书，光大证券研究所整理

根据 GGII 披露，2019 年中国电解液产能超过 30 万吨，但出货量仅 18.3 万吨，同比增长 30%。产能过剩叠加补贴退坡导致近两年电解液利润大幅压缩，行业进入洗牌期，头部企业集中度提高，天赐材料、新宙邦和江苏国泰合计占据了 2019 年电解液出货量的 56%，其议价能力也随之增大。电解液的价格受上游原材料影响较大，主流电解液企业大多通过布局上游环节，平抑原料价格波动，以此提升行业地位和竞争优势。受益于补贴退坡放缓等新政策的实施，以及 5G 浪潮来袭，未来国内电解液需求有望继续保持较快速度的增长。

4.3.2、六氟磷酸锂：价格持续上涨，景气周期来临

六氟磷酸锂价格自 9 月以来开始连续上涨，到目前为止涨幅已近 50%。究其原因，主要还是由新能源汽车市场需求回暖，但六氟磷酸锂供应偏紧导致。

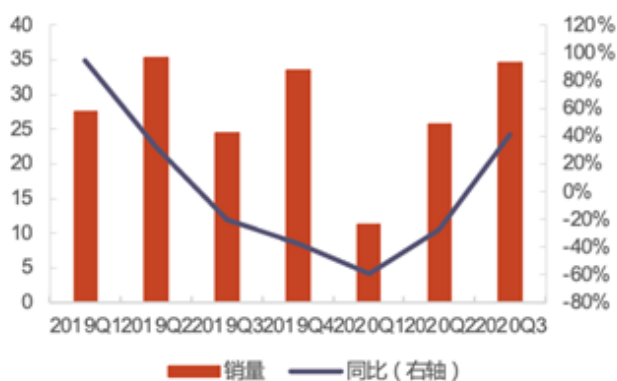
图 55: 六氟磷酸锂历史价格 (万元/吨)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理, 数据截至 2020.12.31

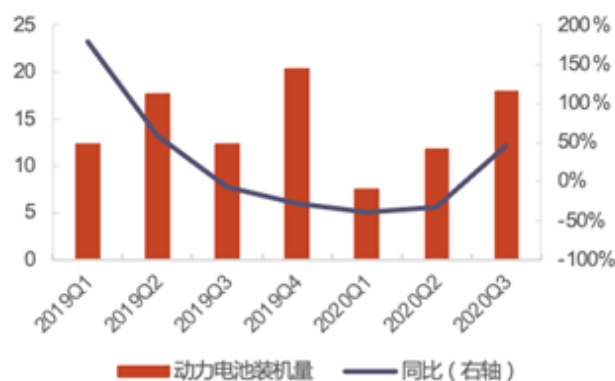
短期来看, 动力电池领域成为拉动六氟磷酸锂需求增长的主要力量。2020 年 Q3 我国新能源汽车销售 34.5 万辆, 同比增长 41%, 环比增长 35%; 动力电池装机量 16.7GWh, 同比增长 36%, 环比增长 41%。此外, 由于 5G 换机潮等因素的出现, 2020 年我国数码锂电市场发展势头同样良好。

图 56: 新能源汽车销量 (万辆)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

图 57: 动力电池装机量 (GWh)



资料来源: Wind, 光大证券研究所整理

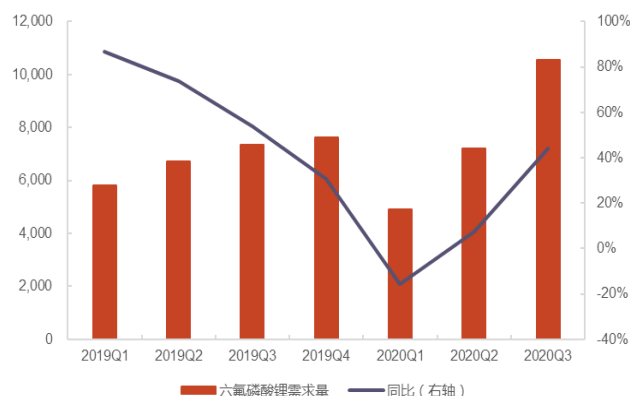
在动力市场恢复增长及数码市场快速增长带动下, 2020Q3 国内电解液市场出货量 7.39 万吨, 同比大幅提升 44%, 环比大幅提升 47%, 进而带动六氟磷酸锂需求大幅增长, 市场需求超预期增长为六氟磷酸锂价格短期反弹提供动力。

图 58: 电解液产量 (万吨)



资料来源: 鑫椏资讯, 光大证券研究所整理

图 59: 六氟磷酸锂需求量 (万吨)



资料来源: 鑫椏资讯, 光大证券研究所整理

受疫情影响, 锂电池市场需求在 2020Q1 下滑较为严重导致部分六氟磷酸锂生产企业停产, 产能利用率快速下降。但随着疫情得到控制带动经济复苏, 以及国家政策的推动, 下游需求自 2020Q3 开始快速回升, 使得六氟磷酸锂出现供不应求态势, 且头部六氟磷酸锂企业产能偏紧张, 产能利用率维持在较高位置。

图 60: 六氟磷酸锂产量 (万吨)



资料来源: GGII, 光大证券研究所整理, 截至 2020Q3

六氟磷酸锂技术门槛高、生产工艺要求严格、工程建设环保审批较慢、建设周期长, 目前仅天赐材料和多氟多拥有部分产能扩建计划, 且产能释放仍需一定时间, 故六氟磷酸锂供需偏紧的格局将在未来两个季度内持续下去, 价格也将持续上涨, 六氟磷酸锂迎来一轮景气周期。

表 16: 国内六氟磷酸锂产能情况 (吨)

公司名称	2019	2020	2021E
天赐材料	12000	12000	17000
多氟多	8000	8000	10000
新泰材料	8160	8160	8160
九九久	5000	5000	5000
宏源药业	5000	5000	5000
永太科技	3000	3000	3000
石大胜华	2000	2000	2000
杉杉股份	2000	2000	0
滨化股份	1000	1000	1000

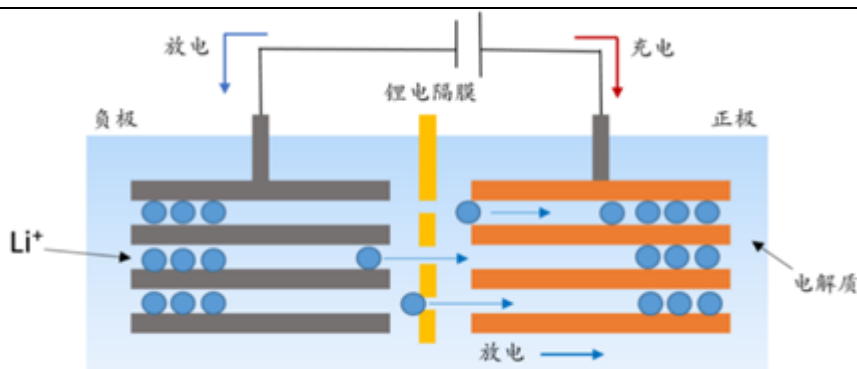
天津金牛	2500	2500	2500
产能合计	48660	48660	53660

资料来源：GGII，光大证券研究所整理，截至 2020.12.31

4.3.3、隔膜：湿法涂覆乃提质差异化核心

隔膜是锂离子电池关键的内层组件之一，其性能决定了锂电池的界面结构、内阻等，直接影响电池的容量、循环性能、充放电电流密度、安全性能等关键特性，要求隔膜需具有合适的厚度、离子透过率、孔径和孔隙率及足够的化学稳定性、热稳定性和力学稳定性及安全性等性能。性能优异的隔膜 对提高电池综合性能具有重要作用。

图 61：锂电池隔膜工作原理



资料来源：恩捷股份公司公告，光大证券研究所整理

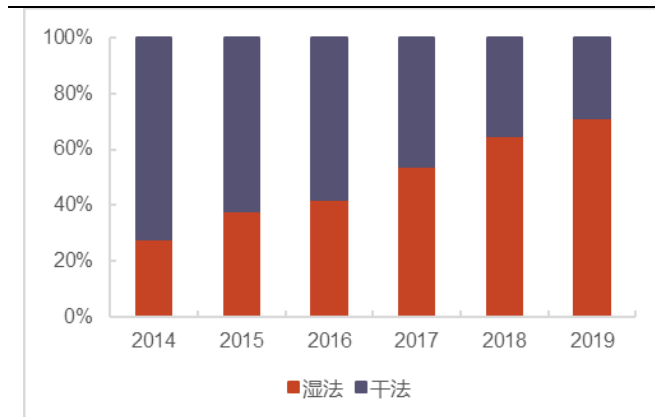
目前，国内隔膜企业竞争格局呈分化趋势，龙头企业市占率不断提高。由于隔膜是重资产、技术和资本密集型行业，需要在自身产品品质过硬、形成较高的客户壁垒、充裕资金和保持研发创新能力的情况下，才能实现稳定的市场竞争力。在新能源汽车补贴大幅退坡、供给过剩、经济环境下行等多重因素叠加下，隔膜单价迅速下跌，利润空间受到压缩，致使中低端市场隔膜企业受到了极大的冲击，也加速了行业内部洗牌和产能出清。

图 62：我国湿法和干法隔膜价格走势（元/平方米）



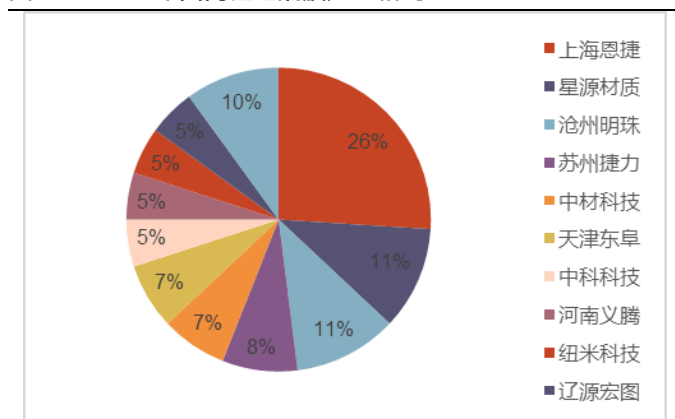
资料来源：百川资讯，光大证券研究所整理，数据截至 2020.12.31

图 63：国内湿法和干法隔膜市场份额占比



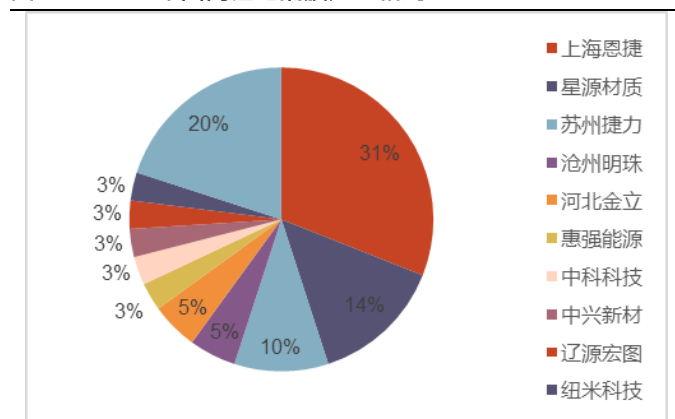
资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 64：2018 年国内锂电隔膜产业格局



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

图 65：2019 年国内锂电隔膜产业格局



资料来源：GGII，光大证券研究所整理

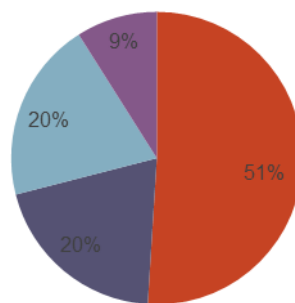
4.4、 推荐标的

4.4.1、 桐昆股份：价值低估的化纤一体化巨头

2020 年是浙石化项目一期的业绩兑现期，上半年，浙石化项目在经历原油价格暴跌，和少量化工装置没有开起来的基础上，实现了 45 亿利润。荣盛石化的市值在三季度上了一个台阶，主要是基于浙石化项目强劲的盈利能力，以及即将达产的二期、还有未来三期项目的高成长属性。站在目前时点，除了对荣盛石化，这个浙石化项目的龙头公司继续看好外，我们也不能忽视同样身为浙石化产业链的公司桐昆股份。

作为浙石化项目 20% 股权的持有方，桐昆股份浙石化股权的市值有重估的空间。截至 2021 年 1 月 8 日，荣盛石化市值为 2029 亿元，荣盛石化拥有 PTA 权益产能近 600 万吨、聚酯权益产能 145 万吨，假设我们每吨产能按 1500-2000 元估值保守估算，对应荣盛石化 PTA+聚酯估值区间 112-149 亿元，我们保守估计荣盛持有浙石化股权估值超 1000 亿元，荣盛 51% 股权即对应浙石化项目估值超 2000 亿元。而桐昆 2021 年 1 月 8 日市值仅 479 亿元，拥有 700 万吨长丝+400 万吨 PTA，按浙石化 2000 亿元估值测算桐昆持有浙石化项目 20% 股权对应市值 400 亿元。此外考虑到桐昆作为国内涤纶长丝龙头，成本优势显著，具备长期竞争优势，从这角度看桐昆股份目前市值存在较大低估。从盈利的角度来看，随着浙石化一期二期产能 2020-2021 年的逐步释放，桐昆的这块投资收益将在 2020-2022 年逐年大幅提升；另一方面受疫情和全球经济的影响，20 年涤纶长丝需求受影响，公司长丝业务的盈利处于低位，21 年长丝业务存在复苏的可能，自身涤纶长丝业务盈利会提升。因此预计桐昆股份的业绩目前处于向上拐点阶段。

图 66：浙石化股权结构



■ 荣盛石化 ■ 桐昆股份 ■ 巨化集团 ■ 舟山海投 (拟转让给沙特阿美)

资料来源：相关公司公告，光大证券研究所整理，截止 2020.6

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.24/2.01/2.47 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 18/11/9 倍，维持“买入”评级。

风险提示：涤纶长丝景气度提升不及预期的风险；浙石化二期项目投产进度和盈利不及预期的风险；PTA 景气度进一步大幅下行的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	41,600.75	50,582.43	45,368.61	51,743.15	59,292.59
营业收入增长率	26.78%	21.59%	-10.31%	14.05%	14.59%
净利润 (百万元)	2,120.25	2,884.41	2,728.72	4,406.72	5,435.79
净利润增长率	20.42%	36.04%	-5.40%	61.49%	23.35%
EPS (元)	1.16	1.56	1.24	2.01	2.47
ROE (归属母公司) (摊薄)	13.19%	15.18%	12.59%	17.16%	17.98%
P/E	19	14	18	11	9
P/B	2.5	2.1	2.2	1.9	1.6

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

4.4.2、三友化工：行业龙头有望受益周期反转

公司在纯碱及粘胶短纤行业龙头的地位稳固，目前拥有以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联起的全产业链，其中纯碱 340 万吨/年、粘胶短纤维 78 万吨/年、烧碱 53 万吨/年、PVC50.5 万吨/年、有机硅 20 万吨/年。丰富的产品使得公司具有较强抵御风险的能力，在个别行业景气度下行时，公司仍能保持较稳健的业绩。

下半年以来，随着国内疫情得到有效控制，稳增长政策落地带来的终端需求景气恢复趋势正逐渐向上游传导，带动公司相关产品量价齐升。具体来说，在基建、房地产投资增速维持高位，汽车销量持续高增长，国外疫情防控进入常态化的背景下，公司烧碱、PVC 等产品价格环比上行，产销表现亮眼，带动公司业绩迎来反转，2020Q3 业绩环比大幅改善，实现扭亏为盈，单季度归母净利润同比增长 120.44%至 3.02 亿元。

可以看到公司纯碱、PVC 产品不管是销量还是价格都有不俗的表现，盈利能力较疫情时期大幅回升，是公司三季度业绩扭亏为盈的核心驱动因素。一方面 7-8 月

份是广义财政落地高峰期，基建增速下半年以来维持高位，房地产投资亦呈现加速特征，下游玻璃和管材、门窗等应用领域对公司纯碱、PVC 产品需求较为强劲；另一方面，国外疫情反弹对手套需求形成有力支撑，带动公司 PVC 糊树脂价格大幅上涨。

目前，英国已经批准辉瑞疫苗的大规模使用，随着疫苗普及进程提速，有效需求将在全球范围内进一步回暖，而从供给端来看，行业有效产能相较 19 年同期还未完全复苏，公司产品价格有望在供需错配的行市下进一步上涨，特别是粘胶短纤，其价格已经迎来拐点。随着下游纺织、服装行业持续复苏、海外订单回流及粘胶短纤对棉花的替代效应开始显现，公司作为国内粘胶短纤龙头，产能合计达到 78 万吨，凭借行业领先的研发能力、客户粘性等优势将有望持续受益。

盈利预测、估值与评级：

关键假设及盈利预测

1、粘胶短纤：公司作为黏胶短纤行业龙头，2019 年因新增产能粘胶短纤销量大幅度提升，但 2020 年受新冠疫情影响，下游需求大幅下滑。结合 2020Q1-Q3 粘胶销量估算，我们预计 2020 年粘胶短纤销量同比变化约为-10%。待疫情结束后随下游需求恢复，粘胶短纤销量将会平稳回升，预计 2021-2022 年粘胶短纤销量同比变化为+2%、+3%。

受疫情影响，下游需求萎靡影响上游原料价格，粘胶短纤价格 2020 年上半年在 2019 年的基础上进一步下滑，于 2020Q4 才有所回升，后期随着疫情缓解叠加新增产能放缓，粘胶短纤价格将有所回升。我们预计 2020-2022 年粘胶短纤平均价格同比变化为-13%、+5%、+5%。2018/2019 年公司粘胶短纤毛利率分别为 9.23% 和 3.99%，预计 2020-2022 年毛利率随价格变化分别为 3%、10%、13%。

2、纯碱：受环保限制，国内许多联碱法厂家亏损而关停产能，但公司作为使用氨碱法的龙头企业，产能未受太大影响，即使遭遇疫情但纯碱需求并未大幅下滑。结合 2020Q1-Q3 纯碱销量，我们假设 2020-2022 年销量同比增长率分别为-3%、+1%、+1%。

虽然纯碱销量所受影响较小，但纯碱售价受到了较大影响。2020Q2 纯碱均价跌至 1091 元/吨，Q3 至 Q4 纯碱价格才有所回暖，但全年均价仍不及往年水平。我们假设 2020-2022 年销售价格同比变化分别为-12%、+5%、+5%，毛利率分别为 25%、28%、33%。与之相比 2018、2019 年纯碱毛利率分别为 34.04%和 34.65%。

3、有机硅：2019 年行业处于低迷调整阶段，产品价格相较于 2018 年景气时期跌幅超过 50%。而受公共卫生事件的影响，2020 年有机硅价格在 2019 年的基础上进一步下滑，结合 2020Q1-Q3 数据，预计 DMC 价格同比下降 9%，同时我们预计 2021-2022 年 DMC 价格将触底回升，年均价格分别增长 5%。近五年，公司有机硅业务毛利率波动较大，平均值为 24%，我们假设 2020-2022 年毛利率水平随价格回暖而逐渐上升，为 20%、24%、28%。受公共卫生事件影响 2020 年有机硅销量预计下降 25%，2021-2022 年销量将逐步回升，预计同比增加 15%、10%。

4. 其他业务：结合 2020Q1-Q3 销量数据，我们预计 2020 年聚氯乙烯树脂和烧碱销量分别下降约 4%和 5%，2021-2022 年聚氯乙烯树脂和烧碱的销量平均增速分别为 5%和 2%。价格方面，同样依据 2020Q1-Q3 的产品均价，我们预计 2020 年聚氯乙烯产品售价提高 10%，2021-2022 年售价增速为 5%，预计 2020 年烧碱

售价下降约 38%，2021-2022 年售价将逐步恢复，预计年均增速为 5%。预计 2020-2022 年，聚氯乙烯树脂的毛利率分别为 2%、2.5%、3%，烧碱的毛利率分别为 45%、50%、50%。

表 17：三友化工关键项目预测（百万元）

主营业务情况	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业总收入（百万元）	20173.74	20515.14	17142.98	18433.94	19843.67
同比增长	-0.1%	1.7%	-16.4%	7.5%	7.6%
毛利润（百万元）	7349.29	4161.36	2584.76	3558.45	4357.36
毛利率	36.43%	20.28%	15.08%	19.30%	21.96%
粘胶短纤维					
营业收入（百万元）	7329.79	8658.10	6760.58	7240.58	7830.68
同比增长	-2.5%	18.1%	-21.9%	7.1%	8.2%
毛利润（百万元）	676.36	345.46	202.82	724.06	1017.99
毛利率	9.23%	3.99%	3.00%	10.00%	13.00%
纯碱					
营业收入（百万元）	5295.28	5260.42	4488.45	4760.00	5047.98
同比增长	0.2%	-0.7%	-14.7%	6.1%	6.1%
毛利润（百万元）	1802.46	1822.74	1122.11	1332.80	1665.83
毛利率	34.04%	34.65%	25.00%	28.00%	33.00%
聚氯乙烯树脂					
营业收入（百万元）	2412.58	2574.35	2753.77	3036.04	3251.59
同比增长	-4.4%	6.7%	7.0%	10.3%	7.1%
毛利润（百万元）	-102.73	90.36	55.08	75.90	97.55
毛利率	-4.26%	3.51%	2.00%	2.50%	3.00%
二甲基硅					
营业收入（百万元）	1637.27	970.18	659.47	796.31	919.73
同比增长	37.1%	-40.7%	-32.0%	20.8%	15.5%
毛利润（百万元）	779.02	256.52	131.89	191.11	257.53
毛利率	47.58%	26.44%	20.00%	24.00%	28.00%
烧碱					
营业收入（百万元）	1454.71	1221.01	715.02	765.79	820.16
同比增长	-2.4%	-16.1%	-41.4%	7.1%	7.1%
毛利润（百万元）	957.38	713.80	321.76	382.90	410.08
毛利率	65.81%	58.46%	45.00%	50.00%	50.00%

资料来源：三友化工公司公告，光大证券研究所预测

根据以上假设，我们预计公司 2020-2022 年公司营收分别为 171.43、184.34、198.44 亿元，净利润为 2.18、7.92、13.25 亿元，对应 EPS 为 0.11、0.38、0.64 元。

对于周期性强的行业而言 P/B 估值更为合适，因此我们使用可比公司的 P/B 数值来对目标公司进行相对估值。我们选取化纤子行业龙头恒力石化、桐昆股份、东方盛虹和华峰化学共四家公司作为可比公司。截至 2021 年 1 月 8 日。可比公司 21 年 P/B 位于 1.9 至 4.9 之间，平均 P/B 为 3.6。我们以可比公司 2021 年的平均 P/B 作为参考，给予三友化工目标价为 20.97 元。

表 18：三友化工可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
600346.SH	恒力石化	32.37	1.42	1.68	1.92	23	19	17	6.3	5.0	4.2
601233.SH	桐昆股份	21.82	1.56	1.24	2.01	14	18	11	2.1	2.2	1.9
000301.SZ	东方盛虹	11.84	0.40	0.30	0.35	30	39	34	3.4	3.6	3.4
002064.SZ	华峰化学	12.50	0.43	0.38	0.51	29	33	25	6.9	6.0	4.9
平均值						24	27	22	4.7	4.2	3.6
600409.SH	三友化工	11.07	0.33	0.11	0.38	33	105	29	2.0	2.1	1.9

资料来源：Wind，以上所有公司 20-21 年 EPS 均为光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

根据盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年公司净利润为 2.18、7.92、13.25 亿元，对应 EPS 为 0.11、0.38、0.64 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 105/29/17 倍。公司在纯碱及粘胶短纤行业龙头的地位稳固，目前拥有以氯碱为中枢，纯碱、粘胶短纤维、有机硅等产品上下游有机串联起的全产业链，丰富的产品使得公司具有较强抵御风险的能力，在个别行业景气度下行时，公司仍能保持较稳健的业绩。故我们首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：宏观经济波动风险；环保风险；安全生产风险；经营风险；汇率风险。

表 19：三友化工盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	20,174	20,515	17,143	18,434	19,844
营业收入增长率	-0.11%	1.69%	-16.44%	7.53%	7.65%
净利润(百万元)	1,586.08	682.92	218.45	791.87	1,324.60
净利润增长率	-16.04%	-56.94%	-68.01%	262.49%	67.27%
EPS(元)	0.77	0.33	0.11	0.38	0.64
ROE(归属母公司)(摊薄)	14.35%	6.06%	1.96%	6.66%	10.11%
P/E	14	33	105	29	17
P/B	2.1	2.0	2.1	1.9	1.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

4.4.3、华峰化学：国内氨纶龙头企业，成本控制领先

氨纶供需格局迎来改善，低成本龙头迎来发展契机。氨纶行业扩产逻辑已由盈利驱动转变为份额驱动，低成本龙头凭借成本竞争优势逆势扩产，氨纶行业集中度进一步提高。国内氨纶行业 CR4 从 2013 年的 31.4% 增长至 2019 年的 56.6% (按产能口径统计)。2012 年-2019 年，国内氨纶表观消费量从 28.4 万吨增长至 65 万吨，复合增速 12.5%。氨纶价格下降以及差异化优势，有助于氨纶渗透率不断提高，行业供需格局迎来改善。公司具备原材料、能耗、折旧、人工等多方面的成本竞争优势，氨纶毛利率远超同行。凭借成本竞争优势，公司扩产计划有序进行，不断巩固龙头地位。

收购华峰新材进军聚氨酯行业，行业霸主未来可期。2019 年 11 月，公司完成对华峰新材的收购，一跃成为聚氨酯龙头企业。我国聚氨酯鞋底原液高度集中，2019 年 CR3 高达 82% (按产能口径统计)，华峰新材鞋底原液市占率超 60% (按产能口径统计)，行业龙头掌握定价权。而我国聚氨酯鞋底原液在鞋材中渗透率 10%，远低于欧美 20% 的平均水平，行业增长空间广阔。

国内己二酸需求结构性变化空间巨大，公司重庆园区己二酸实现物料平衡。国内己二酸消费结构与欧美国家差异较大，全球己二酸下游尼龙 66 盐消费占比超 50%，而我国己二酸主要消费领域为 PU 浆料（占比超 56%）。国内己二酸技术突破有望加速国内尼龙 66 行业发展。禁塑令推动 PBAT 行业快速发展，未来两年国内规划产能 30 万吨，中长期规划产能超 200 万吨。下游尼龙 66 及 PBAT 有望带动己二酸需求迎来较大的结构性变化。重庆己二酸工艺路线，先进的工艺路线使得物料平衡，成本具备竞争优势，己二酸业务毛利率超过了以成本管理优异著称的华鲁恒升。

盈利预测、估值与评级：

关键假设及盈利预测

1、氨纶：考虑公司 2020 年 6 月投产 3 万吨以及 2022 年预计投产 4 万吨，我们假设公司 2020-2022 年氨纶产量分别为 17 万吨、18.5 万吨、22.5 万吨；2020 年氨纶全年均价 30790 万元/吨，当前氨纶价格处于底部反转阶段，我们假设 2020-2022 年氨纶价格分别为 30790 万元/吨、32000 万元/吨、38000 万元/吨。我们预计 2020-2022 年公司氨纶营业收入同比分别增长 7.37%、16.08%、44.43%；毛利率分别为 20.54%、21.95%、31.30%。

2、化工新材料：公司化工新材料业务主要包括聚氨酯原液以及聚酯多元醇，考虑公司于 2020 年新增 5 万吨聚氨酯原液以及 5 万吨聚酯多元醇，我们假设公司 2020-2022 年化工新材料板块营业收入分别同比增长 5.76%、14.73%、0.00%。公司是国内聚氨酯原液龙头，2019 年市占率超过 60%，拥有行业定价权，因此我们假设 2020-2022 年公司化工新材料毛利率分别为 23.42%、23.62%、23.62%。

3、基础化工：公司基础化工业务主要包括己二酸、环己酮等，考虑公司于 2020 年新增 25.5 万吨己二酸以及 20 万吨环己酮，我们假设公司 2020-2022 年基础化工板块营业收入分别同比增长 22.70%、63.99%、8.41%。公司重庆己二酸工艺路线，先进的工艺路线使得物料平衡，成本具备竞争优势，因此我们假设 2020-2022 年基础化工板块毛利率分别为 18.13%、21.37%、27.21%。

表 20：华峰化学关键项目预测（百万元）

主营业务情况		2019	2020E	2021E	2022E
氨纶	营收（百万元）	4,364.94	4,513.27	5,238.94	7,566.37
	YOY	-1.04%	7.37%	16.08%	44.43%
	毛利率	22.33%	20.54%	21.95%	31.30%
化工新材料	营收（百万元）	6,408.28	6,777.32	7,775.55	7,775.55
	YOY	-10.09%	5.76%	14.73%	0.00%
	毛利率	25.07%	23.42%	23.62%	23.62%
基础化工	营收（百万元）	2,743.51	3366.22	5520.28	5984.64
	YOY	14.58%	22.70%	63.99%	8.41%
	毛利率	21.79%	18.13%	21.37%	27.21%
合计	营收（万元）	13785.25	14925.32	18803.28	21595.07
	YOY	210.78%	8.27%	25.98%	14.85%
	毛利率	24.02%	22.73%	23.59%	28.26%

资料来源：华峰化学公司公告，光大证券研究所预测

根据以上假设，我们预计公司 2020-2022 年公司营收分别为 149.25、188.03、215.95 亿元，净利润为 17.78、23.34、33.35 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.51、0.72 元。

采用相对估值法进行估值，公司是国内氨纶行业龙头，因此我们选取同为国内氨纶行业龙头的新乡化纤和泰和新材作为可比公司。截至 2021 年 1 月 8 日，可比公司 21 年 P/E 位于 22 至 29 之间，平均 P/E 为 26。我们以可比公司 2021 年的平均 P/E 作为参考，给予华峰化学目标价为 13.00 元。

表 21：华峰化学可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
000949.SZ	新乡化纤	3.18	0.10	0.08	0.15	38	39	22	1.1	1.0	1.0
002254.SZ	泰和新材	16.73	0.35	0.41	0.58	30	41	29	4.4	4.1	3.5
平均值						34	40	26	2.8	2.6	2.3
600409.SH	华峰化学	12.50	0.43	0.38	0.51	29	33	25	6.9	6.0	4.9

资料来源：Wind，华峰化学为光大证券研究所预测，新乡化纤、泰和新材 EPS 为 Wind 一致预期，股价时间为 2021.1.8

根据盈利预测，我们预计公司 2020-2022 年公司净利润为 17.78、23.41、33.35 亿元，对应 EPS 为 0.38、0.51、0.72 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 33/25/17 倍。公司是国内氨纶行业龙头企业，现有氨纶产能超 18 万吨，具备原材料、能耗、折旧、人工等多方面的成本竞争优势，氨纶毛利率远超同行。故我们首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：投产进度不达预期；宏观经济增速不达预期。

表 22：华峰化学盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	4,435.71	13,785.25	14,925.32	18,803.27	21,595.07
营业收入增长率	6.89%	210.78%	8.27%	25.98%	14.85%
净利润(百万元)	445.22	1,841.48	1,777.60	2,340.88	3,344.91
净利润增长率	15.49%	313.61%	-3.47%	31.69%	42.89%
EPS(元)	0.27	0.43	0.38	0.51	0.72
ROE(归属母公司)(摊薄)	11.71%	23.73%	18.40%	19.85%	22.50%
P/E	47	29	33	25	17
P/B	5.5	6.9	6.0	4.9	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

4.4.4、天赐材料：电解液、卡波姆盈利齐增长，产能爬坡未来可期

电解液、销量毛利率双增长，自产率提升。新能源汽车补贴退坡放缓重新推动国内新能源汽车产业链的市场化转型，并带动需求的持续增长。由于电解液销量增长，产品原材料自产率提升，公司锂离子电池材料收入、毛利率持续提升。公司 3 万吨电池级磷酸铁项目及 2000 吨六氟磷酸锂项目已处于产能爬坡的阶段，且公司启动了年产 2 万吨电解质基础材料及 5800 吨新型锂电电解质项目、年产 15 万吨锂电材料项目、年产 5 万吨氟化氢、年产 2.5 万吨电子级氢氟酸改扩建项目。公司通过自产上游原材料，进一步优化产品结构，构造公司成本优势，提升公司盈利水平。

卡波姆量价齐升，盈利大幅增强。新冠疫情带来了洗手液需求的大幅增长，直接促使其增稠剂卡波姆供不应求，价格快速上升。为了应对市场供应需求，公司

积极扩大卡波姆产品生产，扩展液体产品解决方案，优化产品结构。公司卡波姆高毛利型号产品销售实现量价齐升，进而带动板块业绩大幅提升。我们认为随着疫情的持续，短期内卡波姆需求将持续旺盛。

公司 2020 年前三季度实现营业收入 26.96 亿元，同比+37.24%；实现归母净利润 5.18 亿元，同比+475.85%，扣非后归母净利润 5.16 亿元，同比+453.92%；经营性现金流 4.87 亿元，同比+545.81%。2020Q3 期末归属于上市公司股东的净资产 32.94 亿元，同比+18.14%，加权平均 ROE 17.05%，同比增加 13.88pct。2020Q3 单季度实现营业收入 11.03 亿元，同比+47.76%，实现归母净利润 2.07 亿元，同比+423.36%。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.01/1.12/1.27 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 116/105/92 倍，维持“增持”评级。

风险提示：新产能投放不及预期风险；下游需求增速放缓风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,080	2,755	4,138	5,702	6,805
营业收入增长率	1.10%	32.44%	50.22%	37.80%	19.34%
净利润（百万元）	456	16	553	612	696
净利润增长率	49.73%	-96.42%	3288.06%	10.77%	13.72%
EPS（元）	1.34	0.03	1.01	1.12	1.27
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.17%	0.59%	16.69%	16.06%	15.88%
P/E	88	3,958	116	105	92
P/B	14.2	23.2	19.4	16.9	14.7

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

4.4.5、多氟多：锂电&半导体新材料发力，驱动公司重归成长

国内新能源汽车行业在“后补贴时代”已由政策驱动转向市场驱动和创新驱动，公司 2020 年 7 月公告拟募集不超过 11.5 亿元的资金，用于建设年产 3 万吨超净高纯电子级氢氟酸项目(募投金额 3.5 亿元)、年产 3 万吨超净高纯湿电子化学品项目(募投金额 2 亿元)、年产 3 万吨高性能无水氟化铝技术改造项目(募投金额 2.6 亿元)，以及补充流动资金(3.4 亿元)。此次定增将助力公司发展战略调整和产业整合，抓住国内电子化学品市场快速增长的机遇，确立在电子级氢氟酸市场的领先地位，并加大在半导体新材料和氟硅新材料领域的布局。公司“不惧风雨路，踏上新征程”，发力重心持续向新材料业务倾斜，将驱动公司重归成长。

六氟磷酸锂格局改善，盈利有望修复。目前六氟磷酸锂价格已经回到 2014 年的低位，即使主流企业也盈利微薄，随着国内新能源汽车政策刺激和欧洲电动车市场兴起，全球六氟磷酸锂供需有望持续改善，中期看六氟价格已经回归上升通道，公司氟化盐业务盈利有望修复向上。

加大布局湿电子化学品，抓住市场快速增长红利。国内高端电子级氢氟酸较为依赖进口，能够生产半导体级别(UP-SS 及以上)电子级氢氟酸的产能仅为 3-4 万吨，公司已突破达到 12 寸晶圆需求的 UP-SSS 级别并具有相关生产线，未来新增 3 万吨超净高纯电子级氢氟酸产能，优质的客户资源将确保抓住市场增长和进口替代红利。此外公司将投建 1.2 万吨电子级氨水、1.2 万吨电子级硝酸和 6000 吨电子级

BOE 项目，随着近年来大量集成电路、面板和光伏电池项目在中西部的落地，公司湿电子化学品布局的区位优势有望发挥。

公司 2020 年前三季度实现营业收入 28.63 亿元，同比-5.56%；实现归母净利润 1361 万元，同比-86.72%，扣非后归母净利润-7822 万元，同比-253.50%。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 0.29/0.39/0.45 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 67/50/43 倍，维持“增持”评级。

风险提示：上游原材料涨价的风险；新产能投放不急预期的风险；补贴政策滑坡，下游需求增速放缓的风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入 (百万元)	3,913	3,851	4,569	5,311	6,034
营业收入增长率	4.74%	-1.59%	18.66%	16.23%	13.62%
净利润 (百万元)	65.91	(416.28)	202.92	269.55	312.24
净利润增长率	-74.30%	-731.56%	-	32.84%	15.84%
EPS (元)	0.10	(0.61)	0.29	0.39	0.45
ROE (归属母公司) (摊薄)	1.90%	-14.28%	6.51%	8.21%	9.03%
P/E	202	-	67	50	43
P/B	3.8	4.6	4.3	4.1	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

5、 主线四：继续关注成长突破投资机会，可降解塑料、OLED 与新能源板块

5.1、 可降解塑料：政策持续加码，市场空间巨大

塑料产品给人们的生活带来了极大的便利，但大量塑料制品使用废弃后，由于不当处置而带来的环境问题，成为了当前全球关注的热点。目前全球每年仅一次性塑料制品就达 1.2 亿吨，只有 10% 被回收利用，另外 12% 被焚烧，超过 70% 被丢弃到土壤、空气和海洋中。

2020 年 1 月，国家发展改革委、生态环境部公布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，到 2020 年底，我国将率先在部分地区、部分领域禁止、限制部分塑料制品的生产、销售和使用，到 2022 年底，一次性塑料制品的消费量明显减少，替代产品得到推广。

2020 年 7 月，发改委联合九部门时印发《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》，加强执法力度信号显现，一轮需求释放有望到来。《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》是 2020 年 1 月出台的《意见》的升级版，下半年进入政策落地时期，下半年开始各地政府集中出台地方政策条例推进可降解塑料渗透率，当前全国多个省份及地区已开始以文件形式逐步落实可降解塑料落地。

表 23：2020 年全国部分省份可降解塑料政策相关文件

日期	省份	政策文件名称
7 月 8 日	四川省	《四川省进一步加强塑料污染治理实施办法》
7 月 24 日	福建省	《福建省关于进一步加强塑料污染治理实施意见（征求意见稿）》

8月3日	河北省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》
8月6日	贵州省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施方案》
8月24日	江苏省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施意见》
8月26日	云南省	《云南省进一步加强塑料污染治理的实施方案》
8月28日	江西省	《关于印发江西省加强塑料污染治理的实施方案的通知》
10月12日	河南省	《洛阳市加快白色污染治理实施方案》
10月13日	浙江省	《关于进一步加强塑料污染治理的实施办法》

资料来源：中商产业研究院，光大证券研究所整理

可降解塑料按照降解机制通常分为光降解塑料、生物降解塑料和光-生物降解塑料，其中生物降解塑料为主流。目前生物可降解塑料根据原料来源可分为生物基和石化基两类。生物基可降解塑料包括聚乳酸(PLA)、聚羟基脂肪酸酯类聚合物(PHAs)、全淀粉基、纤维素等；石化基可降解塑料包括二元酸二元醇共聚酯系列(聚丁二酸丁二醇酯(PBS)、聚己二酸/对苯二甲酸丁二醇(PBAT))、二氧化碳共聚物(PPC)、聚己内酯(PCL)、聚乙醇酸(PGA)等。其中，生物基淀粉基降解塑料属于第一代降解塑料，由于不能实现塑料完全降解，目前有逐渐被淘汰的趋势。目前在我国市场上形成工业化规模生产，并占据较大市场份额的主要为PBAT、PBS、PLA等。根据国内2018年的统计数据，我国一次性塑料制品消耗量高达2000万吨，占国内塑料制品产量的33%。理论上PLA和PBAT可以对所有一次性塑料制品进行替代，即国内可降解塑料的潜在市场容量超过2000万吨。

表 24：不同可降解塑料产品与典型低密度聚乙烯产品性能指标对比

产品	PCL	PLA	PBS	PBAT	PGA	LDPE
玻璃化温度	低	高	低	低	适中	低
熔点	低	高	适中	适中	高	适中
断裂强度	低	适中	适中	适中	高	适中
断裂伸长率	高	差	适中	高	一般	适中
水汽阻隔性	一般	一般	未知	差	高	高
氧气阻隔性	未知	一般	未知	差	高	差
降解速率	慢	适中	快	适中	超快	不

资料来源：《我国生物可降解塑料市场现状》，文献作者陶怡等，光大证券研究所整理

表 25：不同种类可降解塑料的具体用途

种类	具体用途
PBAT/PBS	包装、餐具、化妆品瓶及药品瓶、一次性医疗用品、农用薄膜、农药及化肥缓释材料等领域
PCL	塑形材料、玩具等的生产与加工领域及外壳缝合线、骨钉、长效药物的控制释放载体等医疗领域
PLA	一般塑料如薄膜、饭盒等一次性用品、纺织、3D打印、生物医疗等领域
PPC	膜袋类产品、地膜、快递包装、纸塑复合产品应用、注塑、吸塑、挤塑产品、环保胶粘剂等领域
PGA	油气开采(桥塞、压裂球等)、手术缝合线、骨钉等医疗领域及膜、包装材料、一次性用品等领域

资料来源：《我国生物可降解塑料市场现状》，文献作者陶怡等，光大证券研究所整理

从供应端看，全球可降解塑料总体处于产业化初期，中国可降解塑料产能增长明显。2019年，我国主流生物降解塑料产能约37万吨左右，产量约26万吨。其中PLA产能约为13万吨/年，但部分PLA装置由于技术原因或缺乏原料丙交酯，难以稳定运行或处于关停状态，实际有效产能仅为4.8万吨/年，产量仅1.8万吨/年。目前国内在建PLA项目产能约为8万吨/年，远期规划产能约为120万吨/年。与生物基产品不同，石化基产品生产技术较为成熟，基本可以实现满负荷运行，国

内 PBS/PBAT 产能约 24 万吨/年，实际产量与产能基本一致，约为 24 万吨。目前正在建的 PBS/PBAT 类合计产能约为 68.7 万吨/年，远期规划产能约为 150 万吨/年。另外，2020 年以来国内也有煤基的 PGA 产品进入市场，也受到了较大的关注。

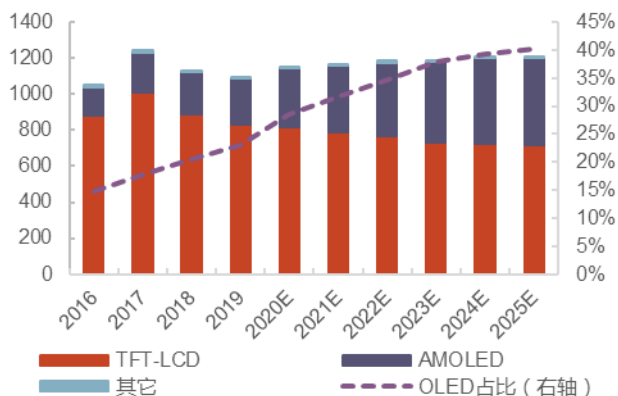
从需求端看，2014-2018 年我国生物降解塑料消费量平均增速在 20%左右。2019 年国内生物降解塑料消费量由于受产量限制，基本与产量保持一致，消费量约为 26 万吨，如市场消费量增速维持在 20%，则可估算出 2024 年国内可降解塑料消费量可超过 65 万吨。如再叠加考虑 2019 年以来国内“限塑”政策密集出台，并逐步落地，国内可降解塑料市场需求增速将在 20%的基础上进一步提高，2024 年消费量有望突破百万吨。

5.2、 OLED 材料：需求驱动市场上升，国内升华材料突破初显

5.2.1、 需求驱动发展，OLED 市场迎来整体上升期

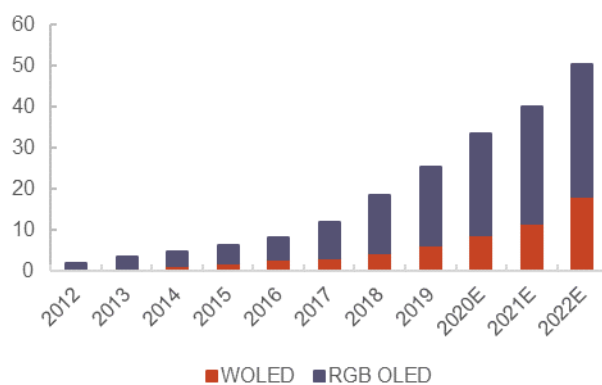
受益于下游平板显示器的需求攀升，全球 AMOLED 的市场份额也在逐步提高。据 IHS 预测，2020 全球平板显示器市场规模可达 1151 亿美元，其中 AMOLED 约 327 亿美元，占比 28%；全球 AMOLED 合计产能预计将会达到 3350 万平方米，其中 W-OLED（白光 OLED）产能为 880 万平方米， RGB-OLED 产能为 2470 万平方米。

图 67：全球平板显示器市场规模（亿美元）



资料来源：IHS，光大证券研究所整理 备注：2020-2025 为 IHS 预测值

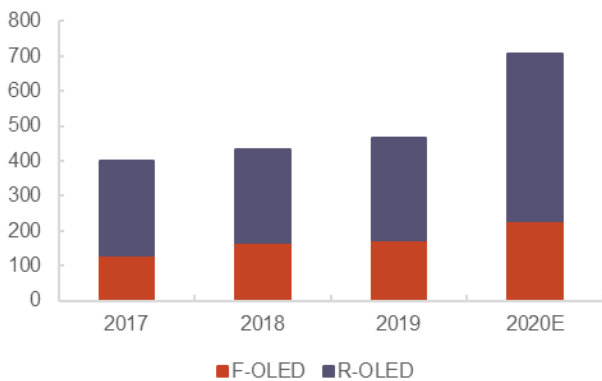
图 68：AMOLED 产能及预测（百万平方米）



资料来源：IHS，光大证券研究所整理 备注：2020-2022 为 IHS 预测值

从需求类别上来看，OLED 材料主要的下游应用分为小尺寸的智能手机面板以及大尺寸的 OLED 电视面板两部分。根据群智咨询披露和预测的数据，在智能手机领域，2019 年全球 OLED 智能手机面板出货量 4.65 亿片，同比增长 7.9%，其中三星以 3.97 亿片的出货量占据了全球 85.4% 的市场份额，京东方和和辉光电分别拥有 3.6% 和 3.4% 的市场份额。2020 年全球 OLED 智能手机面板出货量将达到 7 亿片，市场需求迎来整体上升期。

图 69：全球 OLED 智能手机面板出货量（百万片）



资料来源：群智咨询，光大证券研究所整理 备注：2020 年为群智咨询预测值

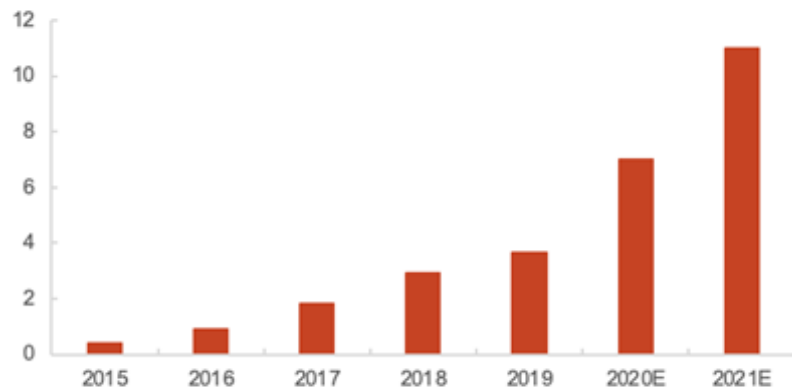
图 70：2019 年全球 OLED 智能手机面板出货量占比



资料来源：群智咨询，光大证券研究所整理

根据 LG Display 披露，由于目前 OLED 电视的平均售价仍高于液晶电视，因此 OLED 电视推广受限，但随着液晶市场的竞争愈发激烈，许多厂商已经逐步从 LCD 电视面板产线向 OLED 电视面板生产线转移。未来，随着大尺寸 OLED 生产技术逐渐成熟带来的价格下降，OLED 电视将会得到大范围推广。LG Display 预计 2020 年全球 OLED 电视面板出货量将达 700 万片，同比增长 84%，OLED 市场需求格局将从量变引发质变。

图 71：全球 OLED 电视面板出货量及预测（百万片）



资料来源：LG Display，光大证券研究所整理

5.2.2、 专注技术突破，国内升华材料放量在即

整个 OLED 合成链中技术难度最高的环节是将材料升华提纯至电子级，以及真空蒸镀的过程，拥有较高的技术和专利壁垒，故全球 OLED 升华材料的生产主要还是集中在韩国、日本、德国及美国厂商手中，目前国内诸如万润股份、濮阳惠成、瑞联新材、吉林奥来德、阿格蕾雅等 OLED 生产企业主要还是以中间体和粗单体为主。

图 72：OLED 单体生产流程



资料来源：瑞联新材公司公告，UDC 公司官网，光大证券研究所整理

经过持续的研发投入和不懈努力，国内终于在升华材料方面打破了国外的垄断。吉林奥莱德在多种升华后发光材料上实现了技术突破，并成功自主研发生产了国产蒸镀机蒸发源；万润股份在光学匹配层(CPL)材料和 TADF 绿光单体材料方向也取得了突破性进展，其产品正处于下游客户验证阶段，产品放量在即。

未来，在下游终端产品不断升级换代、需求不断提升的大环境下，诸如万润股份、濮阳惠成、瑞联新材、吉林奥莱德、阿格蕾雅等一批国内 OLED 材料生产商有望在扩大自身中间体和粗单体市场份额的同时，补全国内 OLED 在单体材料生产上的短板；在强化中国 OLED 材料自主生产体系的同时，提升公司的全球市场竞争力和盈利能力。

5.3、 推荐标的

5.3.1、 彤程新材：国内特种橡胶助剂龙头，领跑特种新材料

特种橡胶助剂龙头，领跑特种新材料。公司是中国最大的特种橡胶助剂生产商之一，主要从事精细化工新材料的研发、生产、销售和相关贸易业务。公司自产产品型号达 180 余种，主要为橡胶用酚醛树脂，在全球前 20 大轮胎企业广泛使用，市场占有率达到 65%以上。

公司 2020 年前三季度实现营收 15.00 亿元，同比-8.44%，实现归母净利润 3.29 亿元，同比+0.29%。2020Q3 单季度实现营收 5.57 亿元，同比+8.81%，环比+14.72%，归母净利润 1.49 亿元，同比+56.84%，环比+28.30%，公司业绩环比显著改善。

酚醛树脂是公司未来盈利的重要支撑。酚醛树脂物化性能优异，下游应用广泛。公司华奇化工年产 2 万吨橡胶助剂扩建项目投产、华奇化工年产 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目试生产，酚醛树脂及各类加工助剂总产能将增加至 105,000 吨，

随着公司新建项目陆续投产，自产酚醛树脂产能进一步释放，将对公司未来业绩增长形成重要支撑。

目前公司积极开拓新领域，以高级酚醛及其他新型材料为拓展方向，做特种新材料领域“产品-技术”研创与转化的引领者。公司将依托国际先进水平的科研平台，坚持科技进步，在以环保、安全、节能为中心发展绿色化工的基础上，拓展酚醛树脂在其他应用领域的研发---如电子酚醛、酚醛纤维等，不同产品线和材料功能化解决方案不断完善。培育其他新型化工材料，如电池材料、车体材料，生物基可降解材料，环境友好材料等的多维度战略。公司拟投资 6.2327 亿元在上海化学工业区建设 10 万吨/年可生物降解材料项目，预计于 2022 年第二季度建成投产，可年产 6 万吨 PBAT 可降解材料，项目已获得董事会通过。

成立全资子公司，外生内延布局光刻胶产业。2020 年 6 月 11 日，公司成立全资子公司彤程电子，注册资本 2 亿元。外生方面，2020 年 7 月，彤程电子成为国内半导体光刻胶龙头北京科华的新增法人股东，持股比例达 33.70%，认缴出资额为 212.83 万美元。虽然目前彤程电子不对北京科华进行控制，也不合并报表，2020 年 12 月，彤程电子联合上海峥方化工和天津显智链投资中心，通过北京产权交易所联合受让北旭电子 100% 股权，其中彤程电子以 1.9125 亿元受让其中 45% 股权。内延方面，公司 2020 年 12 月 2 日公告，彤程电子将投资 5.6988 亿元在上海化学工业区建设年产 1.1 万吨半导体、平板显示用光刻胶及 2 万吨相关配套试剂项目，预计于 2021 年末建成投产。

盈利预测、估值与评级：

关键假设及盈利预测

1、自产酚醛树脂：子公司华奇化工 2.7 万吨橡胶助剂系列扩建项目部分生产线投入试生产，产能利用率 10%，华奇化工 2 万吨橡胶助剂扩建项目已全部投产，产能利用率为 100%，预计 2020 年自产酚醛树脂产能会进一步增加，同时 2019 受酚醛树脂价格下降影响，2019 年酚醛树脂营收同比增加仅为 5.89%，我们预计 2020 年价格会有一定的反弹，因此假设 2020-2022 年公司自产酚醛树脂营收增长率分别为 15%、13%、12%，参照近几年毛利率水平，预计自产酚醛树脂 2020-2022 年毛利率为 39%、38.5%、38%。

2、贸易业务：受全球经济及贸易体系的重构的影响，2019 年，公司贸易业务出现较大下滑，我们预计这种趋势在接下来一段时间内仍会持续，但对公司业务的影响逐渐减弱，预计 2020-2022 年公司贸易业务营收增速为 -10%、-8%、-5%，2020-2022 年贸易业务毛利率为 32.5%、32.5%、32%。

3、自产其他产品：近几年公司自产其他产品营收规模保持快速增长，随着公司产业链的延伸，自产其他产品增速将进一步增加，我们预计公司 2020-2022 年公司自产其他产品营收增速为 18%、15%、13%，参考往年毛利率水平，2020-2022 年自产其他产品毛利率为 22%、23%、23%。

4、其他业务：公司其他业务占总收入比重不到 1%，对公司营收的影响微乎其微，我们预计 2020-2022 年其他业务收入增长率为 5%、5%、5%，2020-2022 年其他业务毛利率为 22%、22%、22%。

表 26：彤程新材关键项目预测（百万元）

主营业务情况		2019	2020E	2021E	2022E
自产酚醛树脂	营收	1,572.12	1,807.94	2,042.97	2,288.12
	YOY	5.89%	15.00%	13.00%	12.00%
	毛利率	37.08%	39.00%	38.50%	38.00%
贸易业务	营收	412.00	370.80	341.14	324.08
	YOY	-16.72%	-10.00%	-8.00%	-5.00%
	毛利率	32.64%	32.50%	32.50%	32.00%
自产其他产品	营收	222.45	262.49	301.86	341.11
	YOY	14.58%	18.00%	15.00%	13.00%
	毛利率	21.79%	22.00%	23.00%	23.00%
其他业务	营收	1.43	1.50	1.58	1.66
	YOY	6.25%	5.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	21.14%	22.00%	22.00%	22.00%
合计	营收	2,208.00	2,442.73	2,687.54	2,954.96
	YOY	1.52%	10.63%	10.02%	9.95%
	毛利率	34.70%	36.18%	35.99%	35.60%

资料来源：彤程新材公司公告，光大证券研究所预测

根据以上假设，受益于公司酚醛树脂产能的扩大，预计公司 2020-2022 年的营业收入为 24.42/26.88/29.55 亿元，净利润为 3.67/4.32/4.76 亿元。EPS 为 0.63/0.74/0.81 元。

采用相对估值法进行估值，我们选取了可降解塑料产业链的金丹科技和半导体光刻胶产业链的雅克科技和晶瑞股份共三家公司作为可比公司。根据 2021 年 1 月 8 日股价，结合 Wind 一致预期，可比公司 2021 年 P/E 的平均值为 52 倍。根据我们的预测和当前股价，彤程新材 2021 的 P/E 仅为 42 倍，以可比公司 P/E 平均值作为参考，给予彤程新材目标价为 38.38 元。

表 27：彤程新材可比公司估值

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)		
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E
300829.SZ	金丹科技	97.85	1.36	1.36	2.06	72	72	48	12.9	10.9	8.9
002409.SZ	雅克科技	62.80	0.63	0.95	1.22	37	66	52	6.6	5.9	5.4
300655.SZ	晶瑞股份	32.00	0.21	0.42	0.59	156	77	55	9.2	5.8	5.3
平均值						88	72	52	9.6	7.5	6.5
603650.SH	彤程新材	31.00	0.56	0.63	0.74	55	50	42	8.1	7.5	6.8

资料来源：Wind，彤程新材为光大证券研究所预测，金丹科技、雅克科技和晶瑞股份 EPS 为 Wind 一致预期，股价时间为 2021.1.8

我们预计公司 2020-2022 年的营业收入为 24.42/26.88/29.55 亿元，净利润为 3.67/4.32/4.76 亿元。EPS 为 0.63/0.74/0.81 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 50/42/38 倍。考虑到公司产能的投产，以及酚醛树脂价格反弹的预期，未来有望积累优势脱颖而出，首次覆盖给予“买入”评级。

风险提示：原材料价格波动风险；环保监管政策变化导致的风险；汇率变动风险；新行业拓展风险。

表 28：彤程新材盈利预测与估值简表

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,174.88	2,208.00	2,442.73	2,687.54	2,954.96
营业收入增长率	14.41%	1.52%	10.63%	10.02%	9.95%

净利润（百万元）	412.27	330.60	367.17	431.85	476.09
净利润增长率	30.93%	-19.81%	11.06%	17.62%	10.24%
EPS（元）	0.70	0.56	0.63	0.74	0.81
ROE（归属母公司）（摊薄）	18.12%	14.69%	15.15%	16.16%	16.24%
P/E	44	55	50	42	38
P/B	8.0	8.1	7.5	6.8	6.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

5.3.2、万润股份：OLED 和沸石材料成长可期，光刻胶与 PI 膜突破在即

深耕 OLED 产业布局，单体材料突破在即。公司是国内最早布局 OLED 材料的几家企业之一，旗下九目化学成功引入战投扩充前端材料经营渠道和经营规模；三月光电在 TADF 材料上取得突破性进展，单体材料放量在即。未来，公司有望在扩大 OLED 前端材料市场份额的同时，补全自身及国内在单体材料自主生产上的短板。

表 29：万润股份部分 OLED 中间体和粗单体系列产品

产品名称	应用范围
吡啶并咪唑类电致发光材料	蓝色发光/空穴传输材料
三苯胺衍生物	蓝色空穴传输材料
咪唑衍生物	蓝色空穴传输材料
芴衍生物	蓝色发光材料
芳胺类材料	蓝色发光/电子传输/空穴传输材料
喹啉类光电化学品材料	发光/电子传输材料
联苯衍生物	空穴传输材料

资料来源：九目化学公司官网，光大证券研究所整理

沸石盈利增长可期。2020 年 7 月 1 日起全国新售轻型车开始实行国六 a 阶段标准（15 个省市已提前实行），2021 年 7 月 1 日起新售重型柴油车实施国六 a 阶段标准。随着国六标准对氮氧化物排放要求的大幅严格化，国内沸石分子筛需求大幅增加。我们预计 2020 年和 2025 年国内沸石分子筛的需求量将分别达到 1.47 和 1.78 万吨，市场规模分别为 51 和 62 亿元，市场前景十分广阔。公司是国内最大的车用沸石分子筛生产企业，深度绑定庄信万丰，拥有核心技术壁垒和规模优势。公司现有沸石分子筛产能 3350 吨，新建 2500 吨沸石二期项目已于报告期内达到预期建设目标，所涉及的项目准备结项，且正在规划三期项目。三期项目将为公司带来约 6 亿元的业绩增量，即拥有“再造一个万润”的能力。未来，沸石业务将成为公司业绩的核心增长点。

表 30：万润股份现有及规划中沸石产能

规划	沸石种类	产能（吨）	适用车型	状态
一期	VZ422 沸石	850	欧 VI 标准重型柴油车	已投产
	VZ422 沸石	1000	欧 VI 标准重型柴油车	已投产
二期	VAI20 沸石	1500	欧 VI 及以上标准乘用车	已投产
	VP34 沸石	1500	欧 V	已投产
	VB27 沸石	1000	国 V	已投产
三期	ZA 沸石	1500	欧 VI 标准重型柴油车	规划中
	ZB 沸石	1500	欧 VI 及以上标准乘用车	规划中
	VB27 沸石	2000	国 V	规划中
	MA 沸石	2000	炼油催化	规划中

沸石负载产品

5000

脱硫脱硝

规划中

资料来源：万润股份环评，光大证券研究所整理

光刻胶材料和 PI 膜突破在即。公司积极布局电子化学品领域的聚酰亚胺材料和光刻胶材料，目前正处于拓展、突破阶段。光刻胶和 PI 膜材料将进一步丰富公司高端信息材料业务的产品线，为未来发展积蓄动能。

公司 2020 年前三季度实现营收 19.50 亿元，同比+0.36%，实现归母净利润 3.48 亿元，折 EPS0.38 元/股，同比-5.00%。2020Q3 单季度实现营收 7.03 亿元，同比+8.22%，环比+21.64%，归母净利润 1.32 亿元，折 EPS0.15 元/股，同比-2.62%，环比+43.43%，公司业绩环比改善明显。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 0.61/0.76/0.84 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 35/29/26 倍，维持“买入”评级。

风险提示：新项目投产未达预期风险；OLED 推广不及预期风险；人民币升值降低营私营收风险；国六推广不及预期风险

业绩预测与估值指标

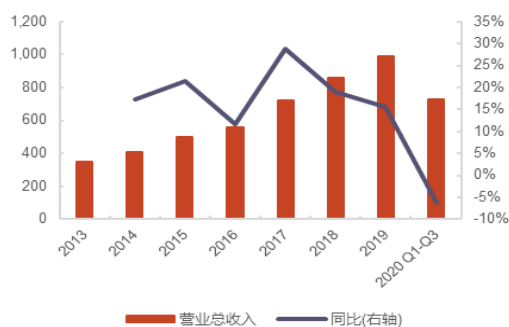
指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	2,631.66	2,870.13	3,329.15	4,220.19	4,898.22
营业收入增长率	7.14%	9.06%	15.99%	26.76%	16.07%
净利润（百万元）	444.48	506.71	556.73	689.75	759.61
净利润增长率	15.37%	14.00%	9.87%	23.89%	10.13%
EPS（元）	0.49	0.56	0.61	0.76	0.84
ROE（归属母公司）（摊薄）	10.02%	10.52%	10.73%	12.13%	12.25%
P/E	44	39	35	29	26
P/B	4.4	4.1	3.8	3.5	3.2

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

5.3.3、瑞联新材：全球为数不多能实现 OLED 材料规模化生产商之一

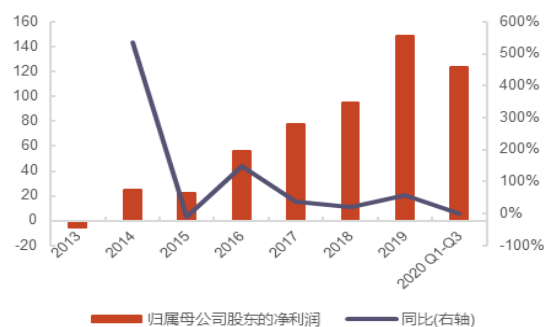
瑞联新材公司是一家专注于研发、生产和销售专用有机新材料的高新技术企业，主要产品包括 OLED 材料、单体液晶、创新药中间体，直接应用于下游 OLED 终端材料、混合液晶、原料药的生产，产品的终端应用领域包括 OLED 显示、TFT-LCD 显示和医药制剂。2020 年前三季度公司实现营收 7.27 亿元，同比减少 6.31%，实现净利润 1.23 亿元，同比增长 1.32%。

图 73：瑞联新材历年营收（百万）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 74：瑞联新材历年归母净利润（百万）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司是国内生产 OLED 前端材料的知名企业，也是国内为数不多的能实现 OLED 材料规模化生产的企业之一。公司自主研发的 OLED 前端材料化合物超过 1300 种，拥有超过 1800 种合成路线，其产品已实现对发光层材料、通用层材料的全覆盖。公司长期合作伙伴包括 Idemitsu、Dupont、Merck 等多家全球领先 OLED 终端材料厂商，下游客户需求稳定。作为国内 OLED 材料领域的领导企业，公司还参与制定了 OLED 行业的国家标准，并先后承担了多项 OLED 相关重大科研项目。2019 年，公司 OLED 材料产能 22.88 万吨，三年来维持在稳定水平，在全球 OLED 升华前材料市场的占有率达 14%。未来，随着 OLED 技术渗透率不断上升，以及应用领域和场景扩展，公司在 OLED 材料领域市占率有望进一步提升。

医药中间体业务快速增长，实现业务协同发展。公司基于自身在显示材料领域的技术和经验积累，成功将业务延伸至医药中间体领域，开拓了 CMO/CDMO 新业务。近年，公司医药中间体业务快速增长，毛利占比从 2015 年的 16% 增至 2019 年的 29%。公司受托完成研发的用于治疗肺癌的医药中间体 PA0045，已实现规模量产，2019 年实现销售收入 1.44 亿元，毛利贡献占比达 28.62%。目前，公司正处于研发阶段的医药中间体项目超过 10 个，未来随着在研产品终端制剂的研发推进，公司更多医药中间体产品放量在即。此外，随着 CMO/CDMO 产业逐渐向我国及其他新兴市场化国家转移，公司医药中间体业务规模有望进一步扩大，成为公司业务新的增长点。

公司医药中间体业务与显示材料业务具有良好的协同效应，一方面由于生产技术和设备的高共性，可以提高设备使用效率，降低生产成本；另一方面，丰富的产品结构和差别化的下游客户可以有效分散业务风险。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 2.39/3.18/3.99 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 35/26/21 倍。公司是国内少数能大规模生产 OLED 中间体和粗单体的企业之一，拥有较强的规模优势和技术优势，长期持续向好，仍维持“买入”评级。

风险提示：显示技术升级不及预期风险；医药中间体研发进度不及预期风险；次新股股价波动较大风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	856.57	990.23	1,033.01	1,328.01	1,672.02
营业收入增长率	19.12%	15.60%	4.32%	28.56%	25.90%
净利润（百万元）	94.64	148.46	167.63	223.19	279.69
净利润增长率	21.32%	56.87%	12.91%	33.15%	25.31%
EPS（元）	1.80	2.82	2.39	3.18	3.99
ROE（归属母公司）（摊薄）	16.78%	22.08%	19.55%	21.32%	21.82%
P/E	46	30	35	26	21
P/B	7.8	6.5	6.8	5.6	4.6

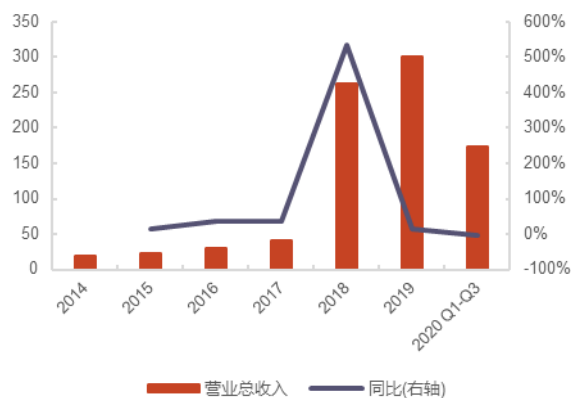
资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

5.3.4、奥来德：拥有一体化自主创新能力的 OLED 单体材料生产商

吉林奥来德主要从事 OLED 产业链上游环节中的有机发光材料与蒸发源设备的研发、制造、销售及售后技术服务，其中有机发光材料为 OLED 面板制造的核心材

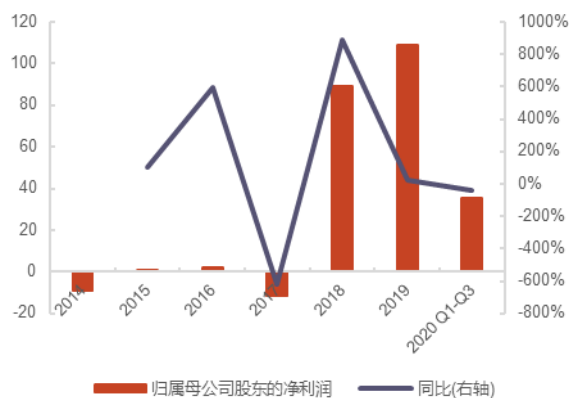
料，蒸发源为 OLED 面板制造的关键设备蒸镀机的核心组件。2020 年受疫情影响，公司业绩有所下滑，前三季度公司实现营收 1.74 亿元，同比减少 3.83%，实现净利润 0.36 亿元，同比下降 42.47%。

图 75：奥来德历年营收（百万）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 76：奥来德历年归母净利润（百万）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司是国内最大的 OLED 终端材料生产商。公司自成立以来，一直致力于电致发光材料的研发工作。多年来实现了从简单的中间体、前端材料的生产到技术壁垒较高的终端材料生产，产品种类覆盖发光功能材料、电子功能材料、空穴功能材料等多品种。其中有机发光材料是公司的核心产品，涵盖红、绿、蓝三色材料，产品具有自主知识产权，相关专利布局全面，在市场上有较强的市场竞争力，与维信诺集团、TCL 华星集团、京东方等知名 OLED 下游面板生产企业保持良好的合作关系。2019 年，国内 OLED 面板生产企业的全球市场的占有率超过 10%，到 2022 年当前在建的 AMOLED 产线全部投产，国内（包含 LG 大陆生产线）总产能有望达到 1900 万平米每年，全球占比可达 58%。下游面板需求的扩张会带动 OLED 终端材料需求大幅增长。奥来德现有 OLED 发光材料产能 2.4 吨，且正在募投建设年产 10 吨 OLED 发光材料项目，以应对市场需求的快速增长。项目投产后，公司将进一步提升公司在全球有机发光材料上的市场份额和市场地位。

打破国外垄断，实现蒸发源国产化。公司是国内首家实现蒸镀机蒸发源国产化的生产商。蒸发源是 OLED 面板制造的关键设备蒸镀机的核心组件，其性能决定了真空蒸镀过程的蒸镀厚度和均匀度，直接影响面板的良品率。目前公司自主生产的蒸发源属于线性蒸发源，具有热分布稳定、蒸镀均匀性良好、有机材料变性可能性低等优势，在关键性能上可实现在 10-1000nm 膜厚范围内稳定蒸镀，连续 250 小时稳定蒸镀，保持膜厚偏差首尾差异控制在 2% 以内。目前公司蒸发源组件已批量应用于京东方、华星光电等面板生产企业的 6 代 AMOLED 的生产线，在我国全部蒸镀机蒸发源市场占有率 57.58%，Tokki 蒸镀机蒸发源市场占有率 73.08%。未来，随着国内 OLED 产线的陆续建设，公司蒸发源设备的销量有望持续提升。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 1.48/2.06/2.72 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 34/24/18 倍。公司是国内目前唯一能够规模化生产 OLED 单体材料和蒸镀机蒸发源的企业，且拥有很强的市场竞争力和成长空间，仍维持“买入”评级。

风险提示：技术升级迭代及技术研发无法满足市场需求的风险；未来下游市场需求不及预期风险；蒸发源产品部分核心原材料依赖进口的风险；次新股股价波动较大风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	262.44	300.66	350.01	456.01	586.01
营业收入增长率	533.29%	14.57%	16.41%	30.29%	28.51%
净利润（百万元）	89.07	108.67	108.01	150.76	198.64
净利润增长率	-891.88%	22.01%	-0.60%	39.57%	31.76%
EPS（元）	1.99	1.98	1.48	2.06	2.72
ROE（归属母公司）（摊薄）	58.46%	24.09%	18.71%	20.70%	21.43%
P/E	25	25	34	24	18
P/B	14.7	6.1	6.3	5.0	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2021.1.8

5.3.5、濮阳惠成：OLED 放量助力公司发展

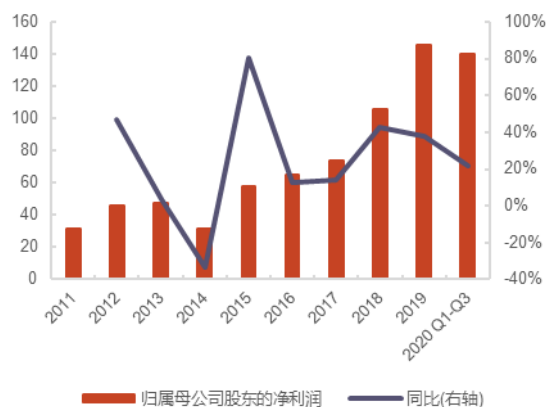
濮阳惠成公司主要从事顺酐酸酐衍生物、功能材料中间体等电子化学品的研发、生产、销售。其中，顺酐酸酐衍生物主要用于环氧树脂固化、合成聚酯树脂和醇酸树脂等，广泛应用在电子元器件封装材料、电气设备绝缘材料、复合材料等诸多领域；功能材料中间体主要用于 OLED 等有机光电材料领域和医疗领域。2020 年前三季度公司实现营收 6.57 亿元，同比增长 28.26%，实现净利润 1.40 亿元，同比增长 20.10%。

图 77：濮阳惠成历年营收（百万）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

图 78：濮阳惠成历年归母净利润（百万）



资料来源：Wind，光大证券研究所整理

公司是国内最大的 OLED 中间体和粗单体生产企业之一，募投的 1000 吨电子化学品项目于 2019 年成功投产，其中茈类、噻吩类、咪唑类、有机磷类等材料均为重要的 OLED 中间体产品。该项目的产能释放直接巩固了公司在 OLED 中间体和粗单体市场的领先地位。

顺酐酸酐衍生物内生外延稳步增长。近年来，随着我国电子信息产业发展迅速，智能电网、超/特高压输电线路投资力度的不断加大，以及各种新型复合材料市场需求增长，顺酐酸酐衍生物市场发展繁荣。为了满足国内日益扩大的顺酐酸酐衍生物市场需求，巩固自身行业地位，公司通过外部兼并收购以及募资扩建新产线的方式来提升自己的市场竞争力。2020 年初，公司完成对山东清洋新材料有限公司 100% 股权收购，实现顺酐酸酐衍生物 1.5 万吨的产能扩张；公司 3000 吨新型树

脂原料氢化双酚 A 有望 2020 年底投产，将填补国内工业化生产空白；2020 年 10 月公司定增募资约 8 亿元用于扩建 5 万吨拟通过定向增发方式募集资金扩充顺酐酸酐衍生物产能，计划在现有 45000 吨/年产能基础上，新增产能 50000 吨/年，以提升公司的市场份额和竞争力。

盈利预测、估值与评级：我们维持对公司 2020-2022 年的盈利预测，预计 EPS 分别为 0.66/0.76/0.87 元，根据 2021 年 1 月 8 日股价对应 PE 分别为 29/25/22 倍。公司是国内顺酐酸酐衍生物的龙头企业，也是国内最大的 OLED 蓝光材料中间体和粗单体生产商，技术优势和成长空间明显，仍维持“买入”评级。

风险提示：原材料价格大幅上升风险；新项目建设不及预期风险；下游需求不及预期风险。

业绩预测与估值指标

指标	2018	2019	2020E	2021E	2022E
营业收入（百万元）	635.84	680.25	851.00	1,018.01	1,188.01
营业收入增长率	17.55%	6.98%	25.10%	19.62%	16.70%
净利润（百万元）	105.62	145.26	170.26	196.36	223.67
净利润增长率	42.42%	37.53%	17.21%	15.33%	13.91%
EPS（元）	0.41	0.57	0.66	0.76	0.87
ROE（归属母公司）（摊薄）	13.80%	16.77%	17.29%	17.51%	17.53%
P/E	47	34	29	25	22
P/B	6.5	5.7	5.0	4.4	3.9

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

6、风险提示

1. 油价下跌风险：短期快速下跌的油价对石化企业来说，会形成大额的原料和产成品跌价损失，这是石化企业经营中面临的重大风险之一。

2. 新冠疫情反复对国内外需求带来不确定性风险：近期国内多个地区出现个别疫情案例，国外多个国家出现二次疫情，美国疫情仍未出现拐点，可能对化工各领域（如化纤等）下游需求造成影响，如疫情进一步发酵，各类需求面临的不确定性加大。

3. 烯烃、芳烃和炼油的产能投放给轻烃裂解项目和大炼化项目的盈利带来不确定性风险：国内的烯烃、芳烃和炼油行业在 2019-2021 年面临一轮巨大的产能周期。轻烃裂解项目和大炼化项目的可研预测都是基于周期平均值或者景气较好时期的产品价格价差，如果这些项目投产时遭遇行业景气周期的低点，项目盈利将可能不及预期。

4. 蛋氨酸：行业巨头之间竞争加剧，蛋氨酸价格难以回升，各公司盈利水平无法恢复；不可抗力所造成的下游需求减少的风险。

5. 锂电材料：新能源汽车产业增长不及预期，下游需求增长缓慢的风险；上游原材料涨价的风险；新增产能投放不及预期的风险；新型技术替代的风险。

6. 可降解塑料：政策执行不到位，可降解塑料需求增长不及预期的风险；可降解塑料部分产能技术不达标，无法有效生产的风险；新增产能建设进度不及预期的风险；新型技术替代的风险。

7. OLED 材料：MLED、QLED 发展迅猛，OLED 市场占有率或受影响；中游面板生产商以及上游原料生产商产能扩张项目建设进度不及预期的风险；OLED 单体材料研发进展不及预期的风险。

表 31：行业重点上市公司盈利预测、估值与评级

证券代码	公司名称	收盘价(元)	EPS(元)			P/E(x)			P/B(x)			投资评级	
			19A	20E	21E	19A	20E	21E	19A	20E	21E	本次	变动
600309.SH	万华化学	109.00	3.23	3.12	4.08	34	35	27	8.1	7.1	6.0	买入	维持
600426.SH	华鲁恒升	42.70	1.51	1.24	1.88	28	35	23	4.9	4.4	3.8	买入	维持
600486.SH	扬农化工	142.05	3.77	4.75	5.46	38	30	26	8.7	7.0	5.9	买入	维持
000830.SZ	鲁西化工	14.68	1.15	0.64	1.05	13	23	14	1.9	1.9	1.7	买入	维持
002601.SZ	龙鳞佰利	37.77	1.28	1.51	1.66	30	25	23	5.5	4.5	3.8	增持	维持
600346.SH	恒力石化	32.37	1.42	1.68	1.92	23	19	17	6.3	5.0	4.2	买入	维持
002493.SZ	荣盛石化	30.06	0.35	1.09	1.53	86	27	20	8.4	5.5	4.6	买入	维持
000301.SZ	东方盛虹	11.84	0.40	0.30	0.35	30	39	34	3.4	3.6	3.4	买入	维持
000059.SZ	华锦股份	5.54	0.62	0.14	0.38	9	40	14	0.7	0.7	0.6	增持	维持
002648.SZ	卫星石化	30.10	1.19	1.08	2.09	25	28	14	3.5	3.5	2.9	买入	维持
601233.SH	桐昆股份	21.82	1.56	1.24	2.01	14	18	11	2.1	2.2	1.9	买入	维持
600409.SH	三友化工	11.07	0.33	0.11	0.38	33	105	29	2.0	2.1	1.9	买入	首次覆盖
002064.SZ	华峰化学	12.50	0.43	0.38	0.51	29	33	25	6.9	6.0	4.9	买入	首次覆盖
002709.SZ	天赐材料	117.80	0.03	1.01	1.12	3,958	116	105	23.2	19.4	16.9	增持	维持
002407.SZ	多氟多	19.49	(0.61)	0.29	0.39	-	67	50	4.6	4.3	4.1	增持	维持
603650.SH	彤程新材	31.00	0.56	0.63	0.74	55	50	42	8.1	7.5	6.8	买入	首次覆盖
002643.SZ	万润股份	21.67	0.56	0.61	0.76	39	35	29	4.1	3.8	3.5	买入	维持
688550.SH	瑞联新材	83.36	2.82	2.39	3.18	30	35	26	6.5	6.8	5.6	买入	维持
688378.SH	奥来德	49.77	1.98	1.48	2.06	25	34	24	6.1	6.3	5.0	买入	维持
300481.SZ	濮阳惠成	19.28	0.57	0.66	0.76	34	29	25	5.7	5.0	4.4	买入	维持

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为 2021.1.8

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所整理”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所整理可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所整理的判断，可能需随时进行调整且不予通知。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。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

联系我们



静安区南京西路 1266 号恒隆广场
1 期写字楼 48 层

上海



西城区月坛北街 2 号月坛大厦东
配楼 2 层复兴门外大街 6 号光大
大厦 17 层

北京



福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景
纪元大厦 A 座 17 楼

深圳