

中性

——维持

日期：2021年03月17日

行业：基础化工



分析师：洪麟翔

Tel: 021-53686178

E-mail: honglinxiang@shzq.com

SAC 证书编号：S0870518070001

证券研究报告/行业研究/季度策略

继续关注强 α 白马，精选优质赛道龙头

—2021年基础化工行业春季投资策略

■ 主要观点

我们的投资主线分为顺周期核心资产及优质赛道两条主线。顺周期核心资产继续关注强 α 属性龙头企业；优质赛道主要聚焦近消费端及国产替代空间较大领域。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

疫情影响消退，行业库存去化良好

行业业绩方面，基础化工行业营收及利润总额受 COVID-19 影响，在 2020Q1 季度有大幅下滑，随着国内疫情得到较好控制，累计业绩同比降幅大幅缩窄，呈现深 V 反转。从行业存货情况来看，从行业存货情况来看，化学原料制造业库存去化较好，补库存周期正在进行。化工品价格方面，Q4 季度以来，受全球化工品库存持续下滑，海外需求逐步回暖及疫苗研发进程良好等因素刺激，化工品价格逐步回暖，且部分海外订单回流国内造成了一些行业短暂的供需失衡，进一步加速了化工品价格回暖，CCPI 指数开始大幅提升。

顺周期核心资产：继续关注强 α 属性龙头

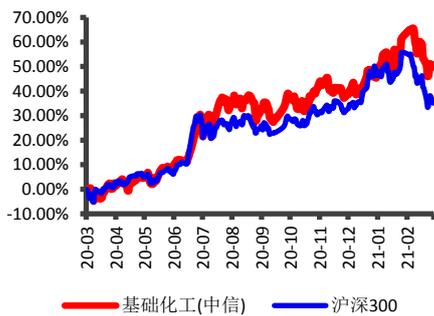
基于通胀预期及行业 β 趋势向好逐步兑现，企业估值提升明显，我们建议继续关注顺周期中 α 属性强的龙头企业（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成等）以及部分前期受关注较低的优质企业（巨化股份），建议关注油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源、卫星石化等）、化纤板块（新凤鸣等）及高能耗炭黑行业（黑猫股份等）。重点关注万华化学、华鲁恒升、巨化股份。

优质赛道龙头：顺应趋势改变，关注国产替代空间

我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在近消费端及新型材料等领域。从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长， β 比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，龙头：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，龙头：珀莱雅、科思股份等）、胶粘剂（国产替代提速，龙头：回天新材、硅宝科技等）、特种表面活性剂（国产替代提速，国内消费市场增量空间大，龙头：皇马科技）、碳纤维（国产突破型号增多，民用提速，龙头：中简科技等）、纳米分子筛（国产替代加速，龙头：建龙微纳）、半导体材料（化学耗材到物理耗材逐步突破，龙头：晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等）、尾气处理材料等（国六标准实施，龙头：奥福环保、万润股份等）。重点关注金禾实业、奥福环保。

■ 风险提示

近 12 个月行业指数与沪深 300 比较
(截止至 2021 年 3 月 15 日)



报告编号：HLX21-HG-01

相关报告：

原油价格出现大幅波动；下游需求不振；化工企业重大安全事故及环保督查影响；新材料领域产品竞争力不及预期；系统性风险。

重点推荐股票业绩预测（截止 2021 年 3 月 15 日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
600309	万华化学	113.28	3.23	2.42	3.52	35.1	46.8	32.2	8.1	谨慎增持
600426	华鲁恒升	35.74	1.51	1.27	1.52	23.7	28.1	23.5	3.9	增持
600160	巨化股份	9.11	0.33	0.05	0.34	27.6	182.2	26.8	2.0	未评级
002597	金禾实业	39.38	1.43	1.45	1.82	27.5	27.2	21.6	4.8	增持
688021	奥福环保	64.45	0.67	1.04	1.66	96.2	62.0	38.8	5.6	增持

数据来源：wind 上海证券研究所

注：巨化股份 2020E、2021E 数据为 wind 一致预期

目 录

一、化工行业概况	5
1.1 行业盈利能力逐月回升，库存总量仍在低位	5
1.2 原油：油价短期下行风险提升	6
1.3 化工品：价格陆续回暖	7
1.4 基础化工行业市场走势强劲	9
二、投资策略：继续拥抱顺周期，布局优质赛道龙头	11
2.1 顺周期核心资产：继续关注强 α 属性龙头	11
2.1.1 顺周期核心逻辑复盘	11
2.1.2 部分顺周期行业梳理	14
2.2 精选优质赛道：顺应趋势改变，关注国产替代空间	17
2.2.1 代糖（高倍甜味剂）	18
2.2.2 日化（化妆品）	19
2.2.3 化工品物流	20
2.2.4 特种表面活性剂	21
2.2.5 碳纤维	21
2.2.6 尾气处理材料	23
2.2.7 分子筛	23
三、重点关注公司	24
3.1 万华化学	24
3.2 华鲁恒升	25
3.3 巨化股份	25
3.4 金禾实业	26
3.5 奥福环保	27
四、总结	27
五、风险提示	28

图 表

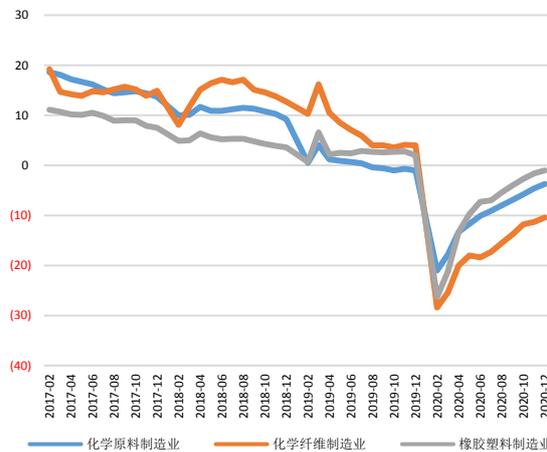
图 1 历年基础化工行业营收同比增速示意图	5
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图	5
图 3 历年基础化工行业库存示意图	6
图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图	7
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图	8
图 6 价格较 2021 年初涨幅居前产品示意图	8
图 7 价格较 19 年同期涨幅居前产品示意图	9
图 8 2021 年初至今 A 股基础化工板块表现	10
图 9 A 股行业估值情况	10
图 10 历年 PPI 同比（当月）示意图	12
图 11 近年美国十年期国债收益率走势	12
图 12 我国历年地产、基建投资额增速示意图	12
图 13 我国历年汽车月销量示意图	12
图 14 我国历年纺织服装出口同比增速示意图	13
图 15 历年我国 PMI 及摩根大通全球 PMI 示意图	13
图 16 历年国内钛白粉产能示意图	14
图 17 历年国内钛白粉行业开工率示意图	14
图 18 历年钛白粉价格示意图	15
图 19 国内企业 MDI 产能占比示意图	16
图 20 历年国内 MDI 行业开工率示意图	16
图 21 国内 MDI 下游市场拆分示意图	16
图 22 历年国内 MDI 价格走势示意图	16
图 23 历年国内炭黑产量及增速示意图	17
图 24 历年国内炭黑行业开工率示意图	17
图 25 国内炭黑行业库存示意图	17
图 26 历年炭黑 N220 河北地区价格示意图	17
图 27 安赛蜜市场格局示意图	18
图 28 三氯蔗糖市场格局示意图	18
图 29 历年全球化妆品市场规模示意图	19
图 30 全球化妆品消费结构示意图（2019 年）	19
图 31 历年我国化妆品零售总额及增速示意图	20
图 32 全球多国人均化妆品消费额示意图（2019 年）	20
图 33 历年我国化工物流行业市场规模示意图	20
图 34 我国化工物流模式拆分示意图（2019 年）	20
图 35 历年我国表面活性剂销量示意图	21
图 36 历年我国表面活性剂进出口量示意图	21
图 37 碳纤维产业链示意图	22
图 38 全球小丝束碳纤维产能占比示意图	22
图 39 全球大丝束碳纤维产能占比示意图	22
图 40 全球吸附分子筛市场容量预测示意图	24

一、化工行业概况

1.1 行业盈利能力逐月回升，库存总量仍在低位

化学原料制造业、化学纤维制造业、橡胶塑料制造业营收及利润总额受 COVID-19 影响，在 2020Q1 季度有大幅下滑，随着国内疫情得到较好控制，累计业绩同比降幅大幅缩窄，呈现深 V 反转。截止 2020 年 12 月，化学原料制造业、化学纤维制造业、橡胶塑料制造业营收增速降幅缩窄至 3.70%、10.40% 和 1.00%。利润总额方面，化学原料制造业及橡胶塑料制造业累计利润总额同比增速均实现转正，达到 20.90% 和 24.40%，化学纤维制造业利润总额降幅缩窄至 15.10%。

图 1 历年基础化工行业营收同比增速示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

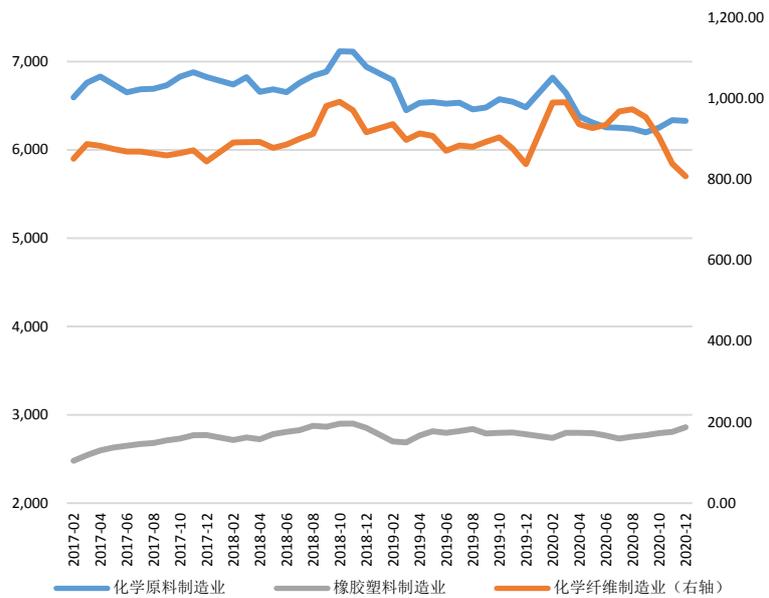
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

从行业存货情况来看，化学原料制造业经历了 8 个月的去库存后，受多数产品价格大幅提升影响，库存出现小幅回升；橡胶塑料制造业库存相对稳定，近期回升至近三年来较高位置；化学纤维制造业库存 2020 年 Q3 季度起开始大幅下滑，主要原因系下游需求回暖，叠加海外订单回流。

图 3 历年基础化工行业库存示意图



数据来源: wind 上海证券研究所

1.2 原油: 油价短期下行风险提升

2021 年以来, 油价受供给端持续利好 (沙特超额减产、OPEC 减产协议延长、美国寒潮)、需求端复苏预期 (全球经济复苏预期及疫苗覆盖率提升) 及中东地缘因素升温等共同影响, 出现了持续走高, ICE 布油价格自年初的 50 美元左右一路上行至 70 美元左右。我们认为近期油价加速上行主要系 OPEC 会议超预期、美国寒潮影响大于预期带来的供给端超预期及沙特石油重镇再度遭袭击的中东局势恶化影响, 长期来看, 在地缘政治不出现进一步恶化的情况下, 短期油价下行风险增加, 油价金融属性已经强于基本面情况。且供给上行空间较大, 高油价下 OPEC 减产带来的作用将会边际减弱。因此, 我们认为应当对油价保持谨慎态度。短期油价将可能出现 5-10 美元的下行调整空间。

相关数据:

美国信息能源署(EIA)公布的数据显示,截至 2 月 26 日当周 EIA 原油库存增加 2156.3 万桶至 4.846 亿桶, 增幅 4.7%。EIA 汽油库存实际公布减少 1362.4 万桶, 预期减少 250 万桶, 前值增加 1.2 万桶; 美国截至 2 月 26 日当周 EIA 精炼油库存实际公布减少 971.9 万桶, 预期减少 375 万桶, 前值减少 496.9 万桶。美国国内原油产量增加 30 万桶至 1000 万桶/日。美国上周原油出口增加 3.7 万桶/日至 235.1 万桶/日。

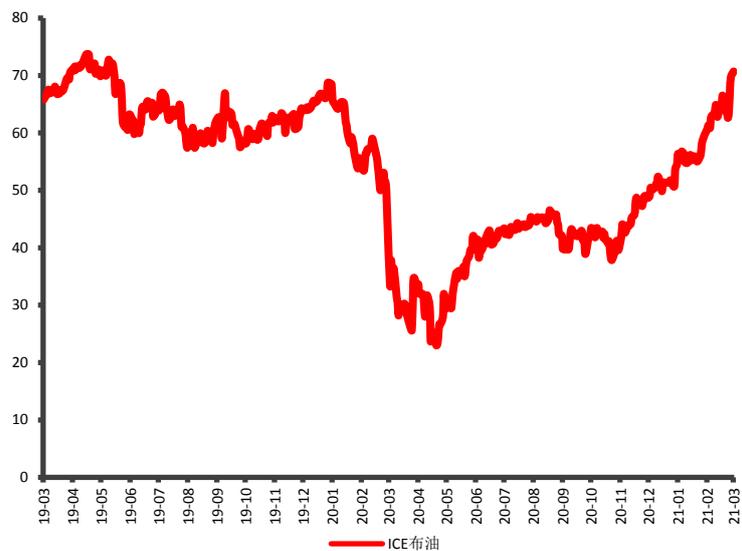
美国石油协会(API)公布的数据显示,截至 2 月 26 日当周 API 原油库存增加 735.6 万桶, 预期减少 185 万桶; 汽油库存减少 993.3 万桶; 精炼油库存减少 905.3 万桶; 原油库存增加 735.6 万桶至 4.76

亿桶；库欣原油库存增加 73.2 万桶。汽油库存大降 993.3 万桶；精炼油库存大降 905.3 万桶。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)公布的数据显示，截至 11 月 13 日当周，石油钻井总数增加 10 座至 236 座；天然气钻井总数增加 2 座，至 73 座；总钻井数保持增加 12 座，为 312 座。总数连续八周录得增长，创下 5 月以来最高水平。

OPEC+会议最终结果出炉，4 月份将保持产量稳定，俄罗斯及哈萨克斯坦增产 13 万桶/日和 2 万桶/日，沙特将继续维持每日 100 万桶的额外减产，增产幅度大幅低于预期。

图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图

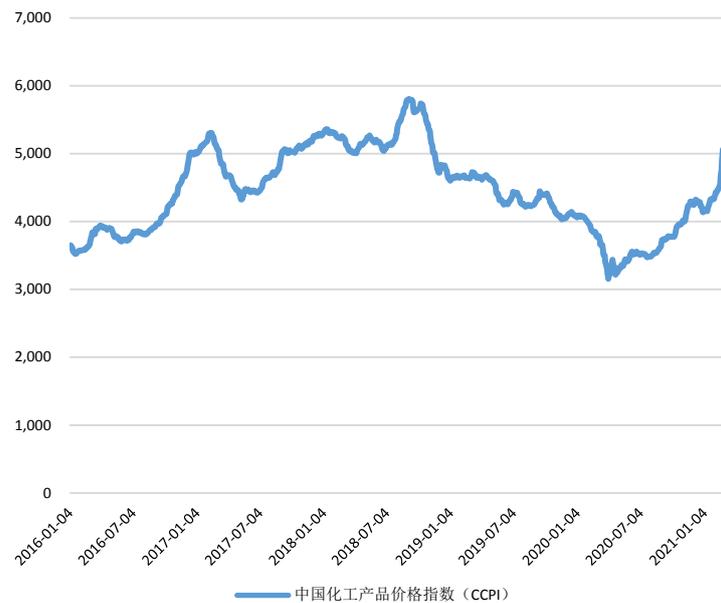


数据来源: wind 上海证券研究所

1.3 化工品：价格陆续回暖

受全球宏观经济增速下行及新一轮产能扩张周期影响，大宗化工品价格自 19 年起持续下行，并在 2020 年初受 COVID-19 全球爆发影响，国际原油与大宗化工品价格再度暴跌。进入 5 月，国内疫情影响基本消退，原油价格底部回升，国内大宗品价格先后出现恢复，中国化工产品价格指数 (CCPI) 逐步提升。尤其是 2020Q4 季度以来，受全球化工品库存持续下滑，海外需求逐步回暖及疫苗研发进程良好等因素刺激，化工品价格逐步回暖，且部分海外订单回流国内造成了一些行业短暂的供需失衡，进一步加速了化工品价格回暖，CCPI 指数开始大幅提升。CCPI 指数的回升领先于国际原油价格的回升，而 2021 年起油价大幅上涨，带动化工品价格指数进入新一轮的主升浪。尽管如此，截止 3 月 9 日，CCPI 指数仍然低于 2018 年下半年。

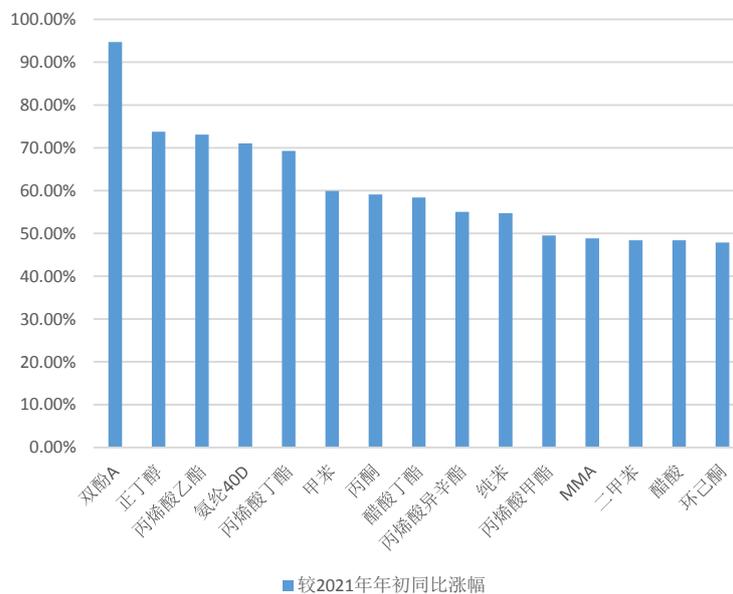
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

据百川盈孚统计,167种化工品中较年初上涨的品种有151个,其中涨幅超过50%的有10个,双酚A、正丁醇、丙烯酸酯、氨纶等品种涨幅居前;较年初下跌的仅有7个品种,双氧水、硝酸跌幅超过10%。

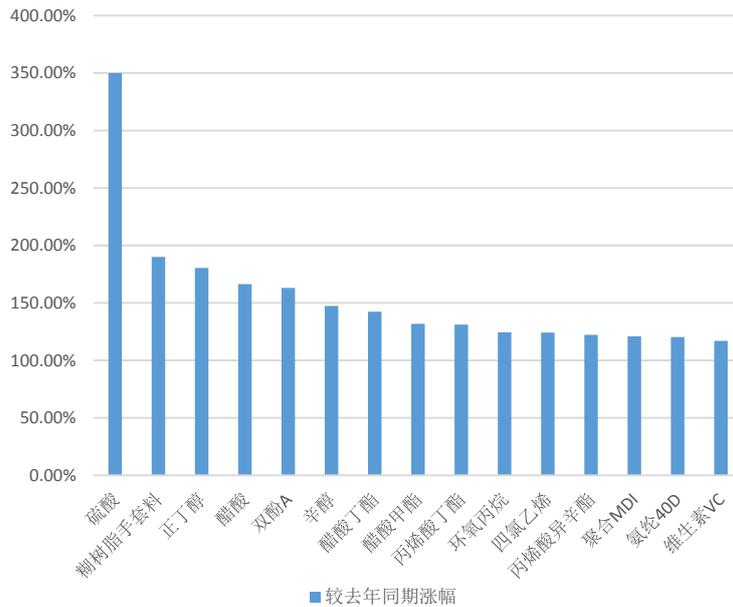
图 6 价格较 2021 年初涨幅居前产品示意图



数据来源: 百川盈孚, 上海证券研究所

与 2020 年同期相比,价格上涨的品种有 135 个,其中涨幅超过 50%的有 55 个,硫酸、PVC 糊树脂、正丁醇、醋酸、双酚 A 等涨幅居前;同比下跌品种有 32 个,其中跌幅超过 20%的有 7 个品种,泛酸钙、2%生物素、维生素系列、萤石等产品跌幅居前。

图 7 价格较 19 年同期涨幅居前产品示意图



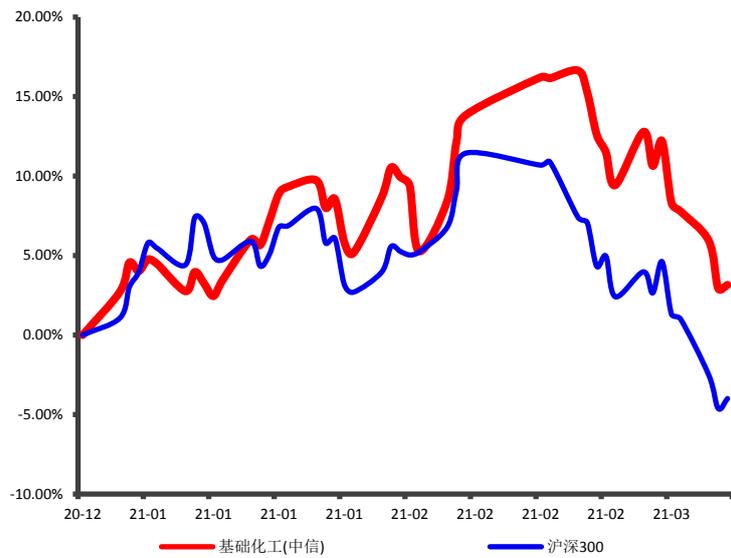
数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

我们之前预期的油价底部回升及大宗品价格中枢上移已经兑现，周期复苏正在进行，尤其是去年7,8月以来，MDI、TDI、钛白粉、石化产品、基础大宗品等多个产品价格相继回暖，行业库存去化较好，并且海外疫情仍然严重，导致部分行业容易出现不可抗力，叠加美国近期出现寒潮，影响多家化工企业开工，中短期内对国内产能有利，能够有效缓解供给端开工程度好于需求端的情况。我们认为近期油价尽管存在回调风险，但石化下游产品价格没有完全体现前期油价的上涨的影响，21年全年油价中枢仍然会高于2020年，整体行业盈利能力将同比有所提升。

1.4 基础化工行业市场走势强劲

从2021年年初至今，基础化工板块整体跑赢沪深300指数，尤其是2月中旬起，受市场风格转换、原油价格提升、大宗期货连涨等影响，行业指数大幅领先沪深300指数。个股方面，江苏索普、中泰化学、金牛化工、兴化股份、中核钛白、赛轮轮胎、森麒麟、山东赫达、御家汇、华昌化工涨幅居前，涨幅分别为74.64%、66.33%、64.88%、61.40%、60.04%、57.92%、55.20%、53.52%、51.86%、43.78%。醋酸、PVC、有机胺、轮胎等板块涨幅较大。

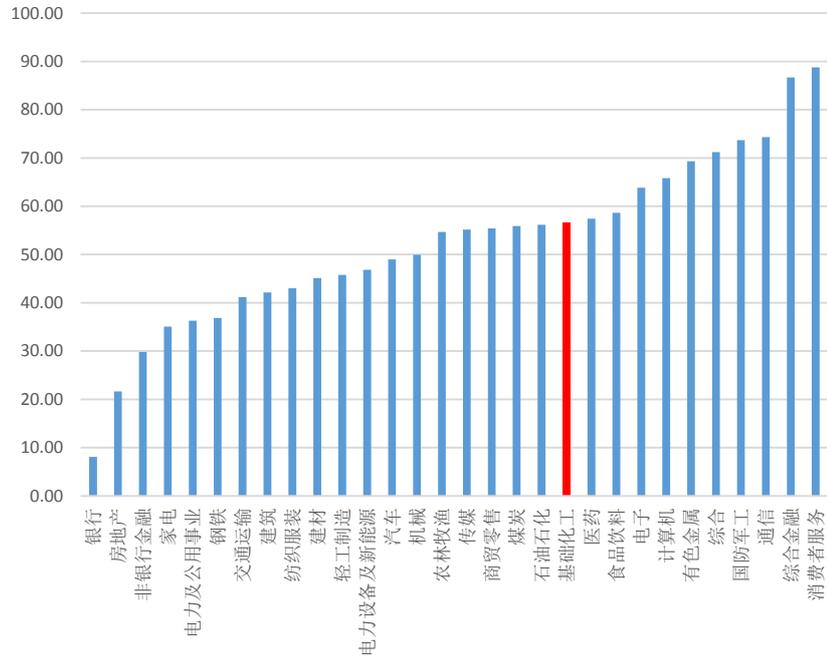
图 8 2021 年初至今 A 股基础化工板块表现



数据来源: wind, 上海证券研究所

从估值上看, 基础化工 PE (TTM) 为 56.53 (剔除负值及大于 500 的企业), PB 值为 3.9 倍 (剔除负值), 均处于历史较高位置。从行业比较来看, 基础化工行业属于估值属于中上位置 (30 个行业从低到高排 20)。

图 9 A 股行业估值情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、投资策略：继续拥抱顺周期，布局优质赛道龙头

顺周期核心资产：基于通胀预期强、行业 β 趋势向好、油价强势拉升，化工核心资产前期涨幅较好，超额收益相对较高。近期核心资产相继出现了不同程度的回调，尽管中长期逻辑仍然未变，我们认为应当在短期保持谨慎态度。可以继续关注顺周期中 α 属性强的龙头企业（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成等）以及部分前期受关注较低的优质企业（巨化股份），建议关注油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源、卫星石化等）、化纤板块（新凤鸣等）及高能耗炭黑行业（黑猫股份等）。

优质赛道龙头：从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长， β 比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。自下而上来看，我们建议布局近期存在较大产能增量的企业，业绩成长性有保障。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，龙头：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，龙头：珀莱雅、科思股份等）、胶粘剂（国产替代提速，龙头：回天新材、硅宝科技等）、特种表面活性剂（国产替代提速，国内消费市场增量空间大，龙头：皇马科技）、碳纤维（国产突破型号增多，民用提速，龙头：中简科技等）、纳米分子筛（国产替代加速，龙头：建龙微纳）、半导体材料（化学耗材到物理耗材逐步突破，龙头：晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等）、尾气处理材料等（国六标准实施，龙头：奥福环保、万润股份等）。

2.1 顺周期核心资产：继续关注强 α 属性龙头

2.1.1 顺周期核心逻辑复盘

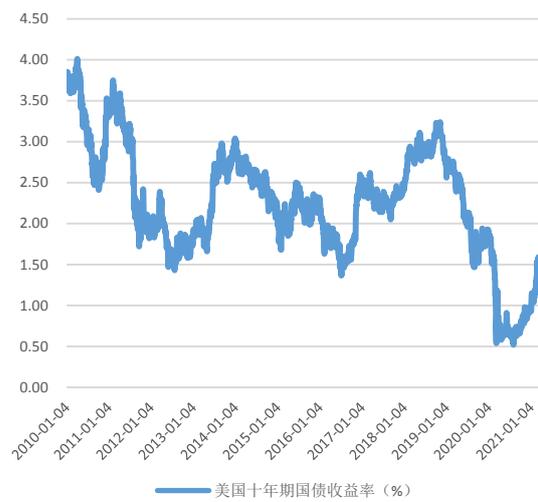
(1) **通胀正处在兑现期：**原材料 2020 年 Q2 之后开始出现反弹，尤其是 Q3 季度铜、铝、锌等有色期货再度上行，原油价格连续上涨，布油价格一度站上 70 美元，PPI 快速提升正在兑现。但我们也需要注意到美国十年期国债收益率也在近期快速拉升，前期涨幅较高的品种容易受市场情绪变化出现价值重估。

图 10 历年 PPI 同比（当月）示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

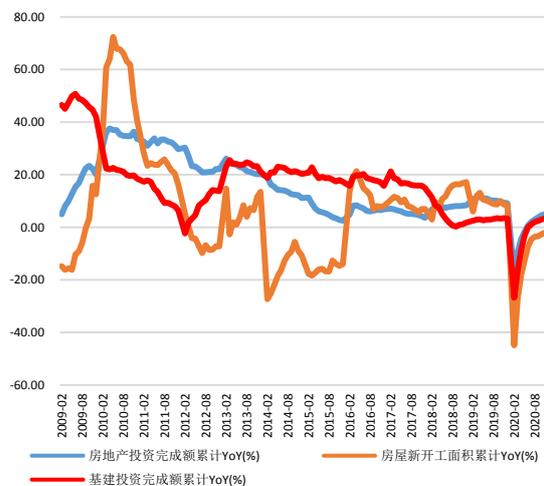
图 11 近年美国十年期国债收益率走势



数据来源: wind, 上海证券研究所

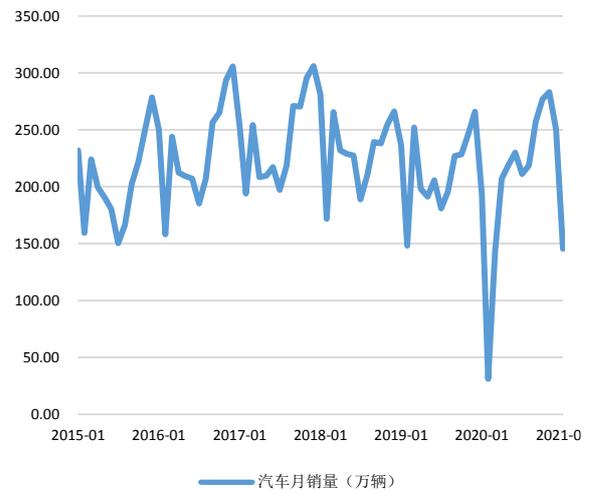
(2) β 改善兑现, 边际好转效应弱化: 近期油价及化工品价格仍然较好, 供需端的短暂失衡是重要支撑。海外疫情随着疫苗的逐步推广, 经济复苏预期进一步提振。从地产、基建领域来看, 固定资产投资完成额同比增速继续回暖, 后周期有望持续表现。汽车销量逐步恢复, 1-2 月销量之和超过 19 年同期, 后期仍有进一步恢复的预期。服装服饰业出口同比降幅缩窄, 纺织业出口同比再度出现回落, 复苏趋势有所停滞。从 PMI 新订单情况来看, 国内 PMI 及摩根大通全球 PMI 均有所回落, 国内已经实现三连降, 2 月仅为 51.50, 摩根全球 PMI 指数 1 月为 51.80, 2 月回升至 52.50。总体来看, 需求端的复苏正在兑现预期, 暂时没有看到复苏超预期的情况。因此, 行业整体的 β 改善没有边际加速的情况, 行业板块性机会减弱。

图 12 我国历年地产、基建投资额增速示意图



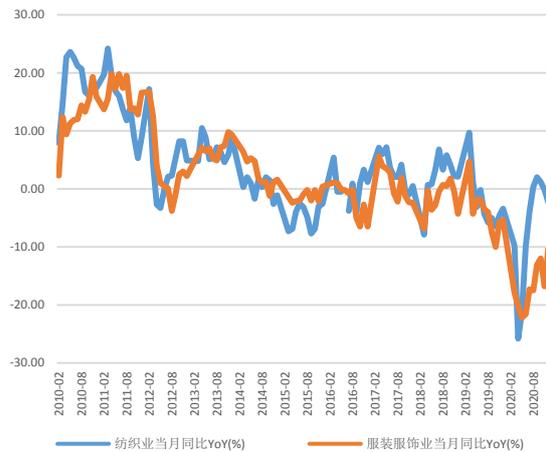
数据来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所

图 13 我国历年汽车月销量示意图



数据来源: wind, 中汽协, 上海证券研究所

图 14 我国历年纺织服装出口同比增速示意图



数据来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所

图 15 历年我国 PMI 及摩根大通全球 PMI 示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

(3) 碳中和长逻辑持续利好行业: 习主席在 2020 年 9 月 22 日的第七十五届联合国大会上发表重要讲话, 宣布二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值, 努力争取 2060 年前实现碳中和。要实现这一目标, 国内的能源结构将有一轮大调整, 目前我国化石能源消费比重占比超过 80%, 石油、煤炭等在能源消费中的占比下降将使得降低的部分用途发生改变, 转变为石油化工、煤化工的原材料, 这也将使得有机材料的全产业链得到长足发展, 在这一过程中, 持续提供资本开支的产业链一体化龙头将会拥有更高的成长性及市值预期。且碳达峰要求下, 高能耗行业将会受到供给端的限制, 对于能够较好控制效率的龙头企业来说会是新一轮集中度提升的契机。

(4) 强 α 属性核心资产仍然值得长期关注: 国内化工行业已经从无序发展进入到规范化发展阶段, 在环保及安全生产要求提升、园区整改升级、退城入园等政策刺激下, 基础化工行业近几年来频频出现业内洗牌, 技术落后及规模较小企业陆续退出, 龙头企业主动提升资本开支, 扩张产能填补空缺产能, 行业集中度持续提升, 白马龙头成长性较好。并且我们认为成本及费用控制、产品核心竞争力、稳定生产能力等都将会在持续进行的行业洗牌中决定企业的发展状态, 因此, 具备产业链一体化优势、工艺优化及低成本新路线、高质量产品的龙头企业将进一步提升市场份额, 强者恒强格局将进一步显现。从估值来看, 尽管经历了前一轮的核心资产股价大幅提升, 但近期出现了 20% 左右的回调, 从 wind 一致预期的 2021 年数据来看, 万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成的 PE 在 20-25 倍之间, 而 ROE 也在 15-25% 左右, 在目前大额资本开支的支撑下, 21 年的估值仍在合理区间。尽管不排除在近一轮调整中存在从合理估值到低估的下行空间, 但当下时点来看, 核心资产中长期的配置价值依然很高。

表 1 化工核心资产 2021 年估值情况

股票名称	2021 年预期 ROE (%)	PE (2021)
万华化学	25.37	22.8
华鲁恒升	15.83	21.1
扬农化工	21.02	25.1
新和成	19.41	20.2

数据来源: wind, 上海证券研究所

注: ROE 及 PE 均为 wind 一致预期结果

顺周期小结:

我们持续推荐顺周期中 α 属性强的龙头企业 (万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成等), 建议关注油价中枢提升受益的烯烃龙头 (宝丰能源、卫星石化等)、化纤板块 (新风鸣等) 及高能耗炭黑行业 (黑猫股份等)。

2.1.2 部分顺周期行业梳理

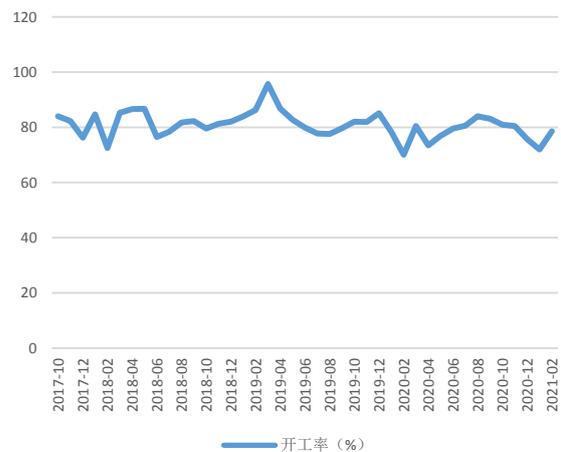
■ 钛白粉:

钛白粉 (二氧化钛) 供给端方面, 海外以氯化法为主, 国内受核心技术及设备影响, 仍以硫酸法为主, 但目前龙蟒佰利、宜宾天原等已经开始逐步采用氯化法产线。全球范围来看, 钛白粉主要供应商的市占率较高, 科慕、科斯特、亨斯迈、龙蟒佰利、康斯诺、特诺占据了全球六成左右产能, 供给格局相对较为稳定, 随着国内氯化法产能逐步提升, 规模效应逐步显现, 国产产品核心竞争力有望进一步增强。2020 年国内氯化法钛白粉产能达到 67 万吨, 产能占比超过 15%。行业整体开工率维持在 80% 附近波动。

图 16 历年国内钛白粉产能示意图



图 17 历年国内钛白粉行业开工率示意图



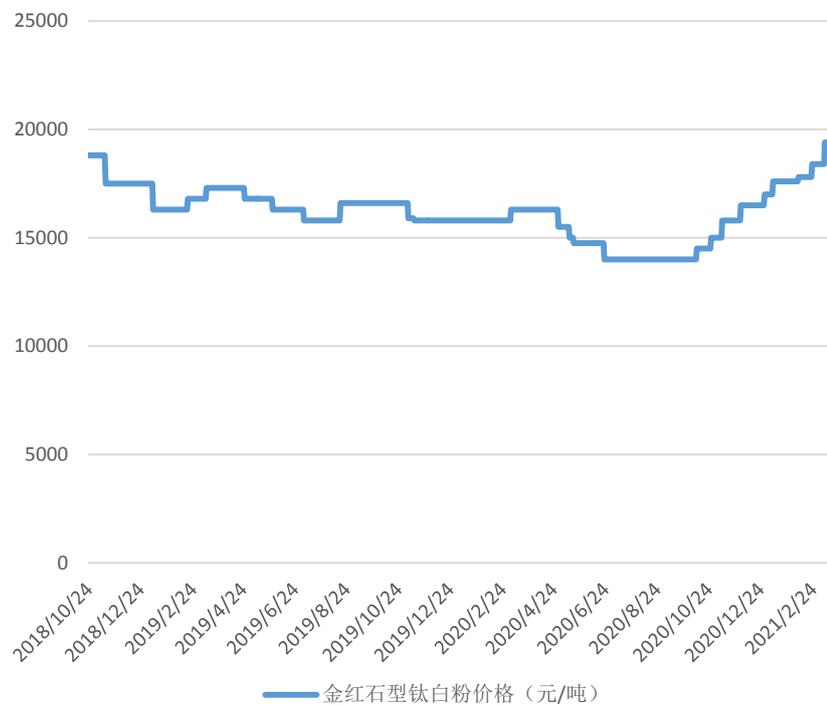
数据来源: 百川盈孚, 上海证券研究所

数据来源: 百川盈孚, 上海证券研究所

钛白粉下游主要应用领域为涂料、塑料、造纸、橡胶等领域, 其中涂料约占 60% (地产 40%, 汽车 20%)、塑料约占 20%、造纸请务必阅读尾页重要声明

约占 10%。主要下游应用中，房地产受疫情影响，在 2020 年 Q1 季度有大幅下滑，目前处于复苏期，尽管开工增速难以复制前十年的高速增长，但旧城区改造、旧房翻新等仍将对钛白粉需求形成有力支撑。汽车方面，国内汽车销量 18 年起出现下滑，19 年仅为 2575 万辆，同比下滑 8.15%，但 19 年下半年汽车销量逐步复苏，同比出现好转。受疫情影响，2020 年一季度汽车销量再度下滑，但 4 月起同比连续增长。此外，受地方专项债加速落地及滞后项目赶工影响，基建项目实施有望加速推进，对于钛白粉行业的需求量也将有促进作用。近期钛白粉价格再度开始回暖，金红石型钛白粉售价从 14000 元/吨提升至 15800 元/吨左右，后期若海外疫情得到控制，或将带来新一轮海外基建需求，钛白粉价格仍有提升空间，国内龙头（龙蟒佰利等）有望持续收益。

图 18 历年钛白粉价格示意图

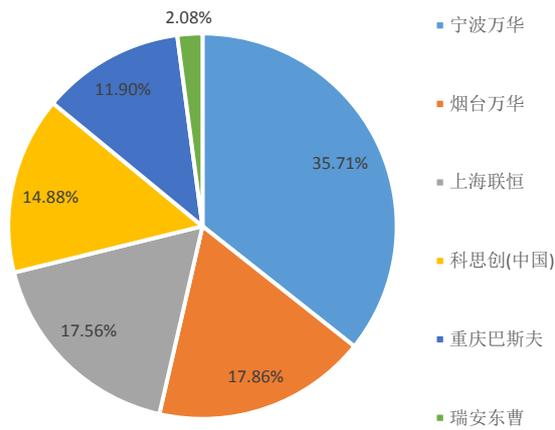


数据来源：百川资讯，上海证券研究所

■ MDI:

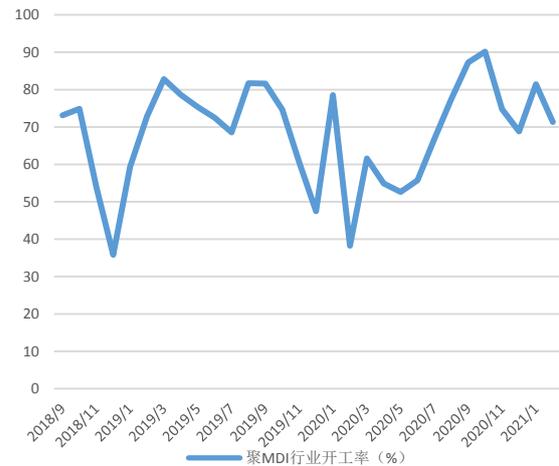
MDI 是大宗化工品中技术壁垒相对较高的一种，经过长期发展最终形成了寡头垄断的市场格局。目前全球主要 MDI 生产商有七家，年产能约在 900 万吨左右，前五大企业（万华化学、BASF、科思创、亨斯迈、陶氏）产能占比超九成。据百川盈孚统计，国内 MDI 产能 336 万吨，万华化学拥有 180 万吨产能（宁波 120 万吨、烟台 60 万吨），占比超过五成。开工率方面来看，今年疫情之后国内 MDI 开工率持续走高，近期已经达到 90% 左右，为历史较高水平。

图 19 国内企业 MDI 产能占比示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

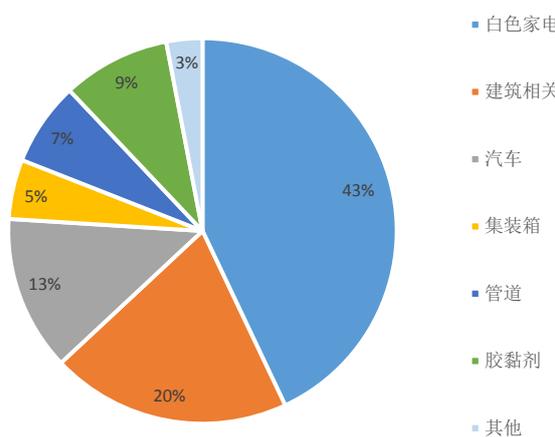
图 20 历年国内 MDI 行业开工率示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

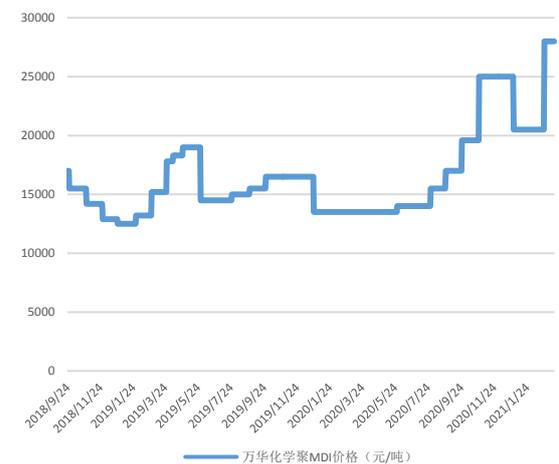
国内 MDI 下游主要应用领域为家电、建筑、汽车、运输、胶粘剂等领域，其中白色家电使用量最大，占比达到 43%，建筑类占比为 20%，汽车约为 13%。受益于白电内销、外销先后回暖，刺激政策持续出台，白电 MDI 需求将出现大幅提振，并且建筑、汽车、集装箱、胶粘剂等行业均有环比不断改善，对 MDI 整体消费量的提升提供了有力保障。在全球疫情及不可抗力带来的海外供给端收缩影响下，国内供给紧张助推 MDI 价格年内出现大幅反转，目前万华聚 MDI 挂牌价已经达到 25000 元/吨，为历史较高位，将给公司业绩带来较大提升。

图 21 国内 MDI 下游市场拆分示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

图 22 历年国内 MDI 价格走势示意图

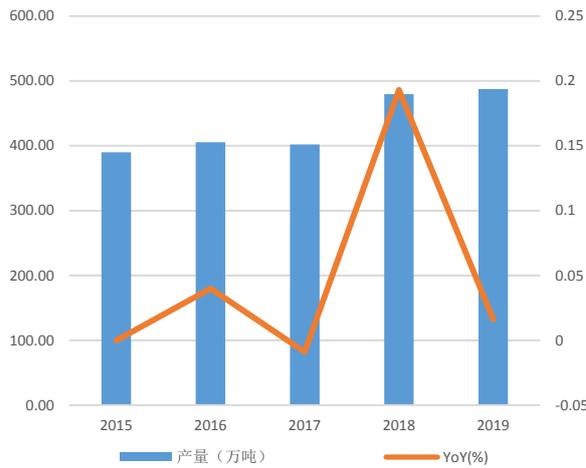


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

■ 炭黑：

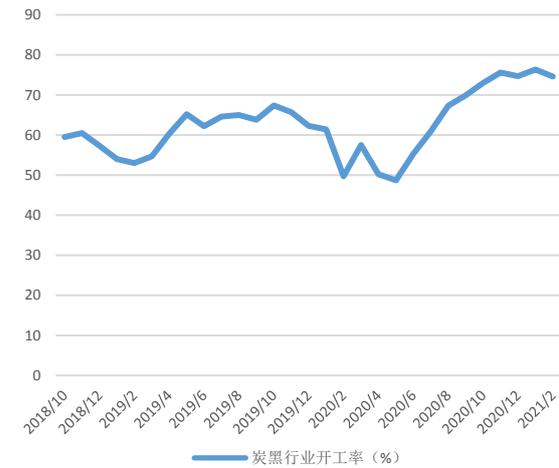
炭黑是橡胶工业的重要原材料之一，因其能够增加橡胶制品的抗张强度、硬度、抗撕裂性、耐磨性等性能，故用作橡胶（轮胎为主）的补强剂。炭黑下游应用领域中，轮胎占比高达 70% 左右，为主要应用领域。

图 23 历年国内炭黑产量及增速示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

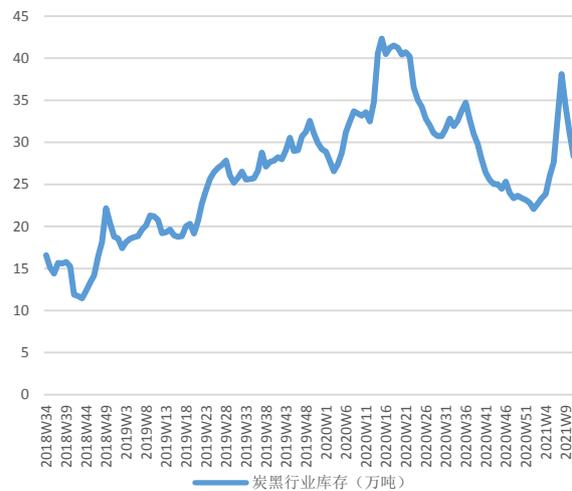
图 24 历年国内炭黑行业开工率示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

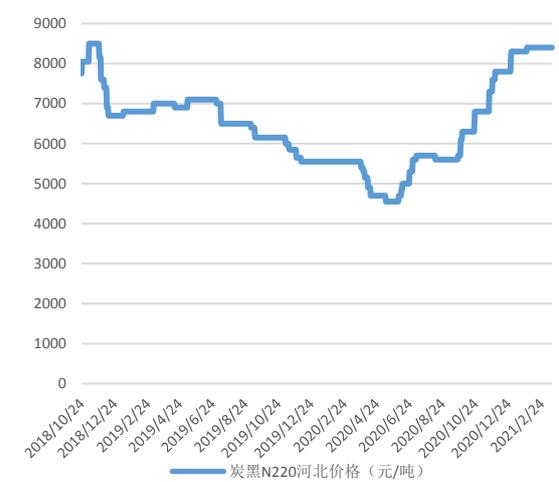
从库存情况来看，炭黑行业库存 18 年下半年开始持续增加，疫情期达到峰值，随后开始进入去库存周期。同时，受国内轮胎行业持续复苏影响，炭黑需求端得到提振，β 提升叠加库存去化良好推动了炭黑价格的底部反转。目前 N220 河北地区价格已经从 2020 年 6 月的 4550 元/吨提升至 8400 元/吨。

图 25 国内炭黑行业库存示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

图 26 历年炭黑 N220 河北地区价格示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

2.2 精选优质赛道：顺应趋势改变，关注国产替代空间

我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在近消费端及新型材料等领域。从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长，β 比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，龙头：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成

长，龙头：珀莱雅、科思股份等)、胶粘剂(国产替代提速，龙头：回天新材、硅宝科技等)、特种表面活性剂(国产替代提速，国内消费市场增量空间大，龙头：皇马科技)、碳纤维(国产突破型号增多，民用提速，龙头：中简科技等)、纳米分子筛(国产替代加速，龙头：建龙微纳)、半导体材料(化学耗材到物理耗材逐步突破，龙头：晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等)、尾气处理材料等(国六标准实施，龙头：奥福环保、万润股份等)。

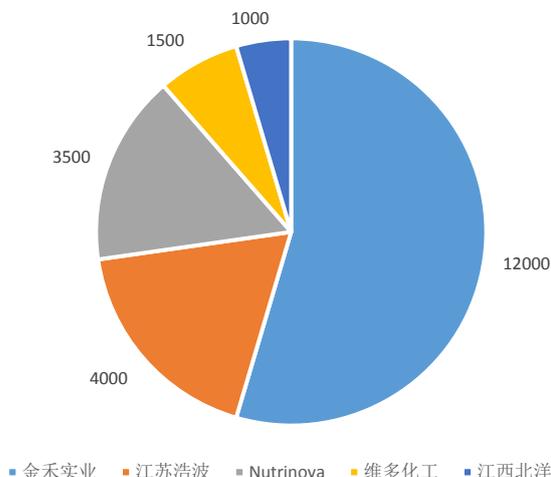
2.2.1 代糖(高倍甜味剂)

高倍甜味剂是人工合成甜味剂的一个类别，阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜等产品逐步被市场接受。目前，安赛蜜及三氯蔗糖正在成为市场主流，对前几代产品进行逐步替代。我们认为随着无糖化大趋势兴起，代糖市场增速将会再上平台，高倍甜味剂作为不可或缺的复配品种将会深度受益。

安赛蜜方面，目前金禾实业是全球最大生产商，拥有12000吨年产能，全球市占率超过50%。中小厂商生产稳定性较差，龙头企业受益，安赛蜜价格一路上涨至6-6.5万/吨。未来预计将会与三氯蔗糖形成甜价比联动，龙头企业成本将决定产品价格。

三氯蔗糖方面，英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业，工厂搬迁完毕后拥有4500吨产能；国内企业中，金禾实业拥有3000吨产能(5000吨新产线将投产)，山东康宝2700吨产能，广东清怡(含牛塘、常海)2500吨产能，山东中怡2000吨产能，新琪安1500吨产能，但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。目前三氯蔗糖价格在18-22万/吨，低于多数中小厂商成本。未来随着成本线压制和环保趋严，行业龙头市占率有望持续提升(行业龙头：金禾实业)。

图 27 安赛蜜市场格局示意图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 28 三氯蔗糖市场格局示意图



数据来源：新思界产业研究中心，上海证券研究所

2.2.2 日化（化妆品）

化妆品可分为护肤、美发护发、彩妆、香水、卫生用品等品种，属于日常生活消费品。全球化妆品市场自 2015 年之后重新开始增长，2019 年达到 5148 亿美元，同比增长 5.49%，增速为 2012 年起新高。从全球消费结构来看，2019 年护肤品占比达到 40%，美发护发、彩妆、香水、卫生用品分别为 21%、18%、11% 和 10%，与 2011 年相比，护肤品占比提升最快（35.3% 提升至 40%），彩妆从 16.6% 提升至 18%。

图 29 历年全球化妆品市场规模示意图

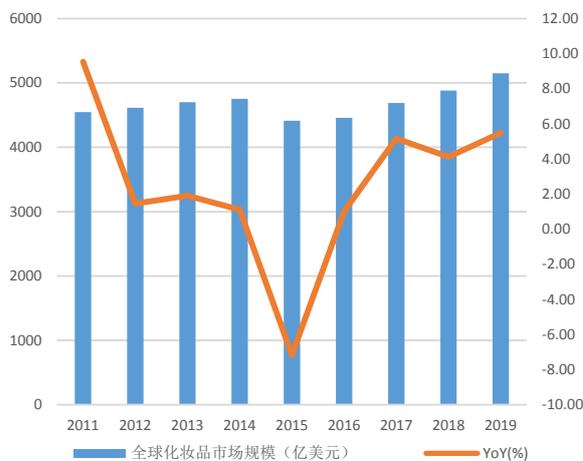
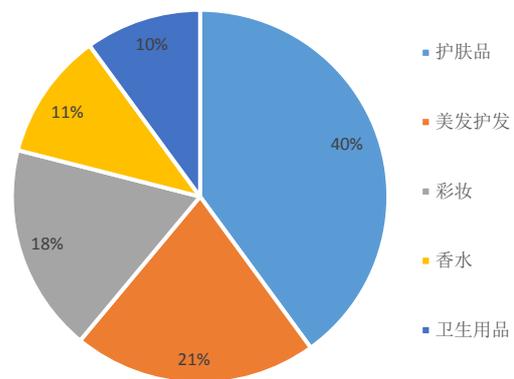


图 30 全球化妆品消费结构示意图（2019 年）

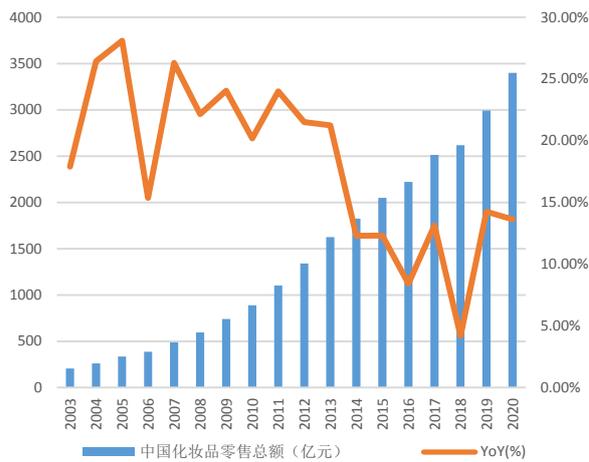


数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

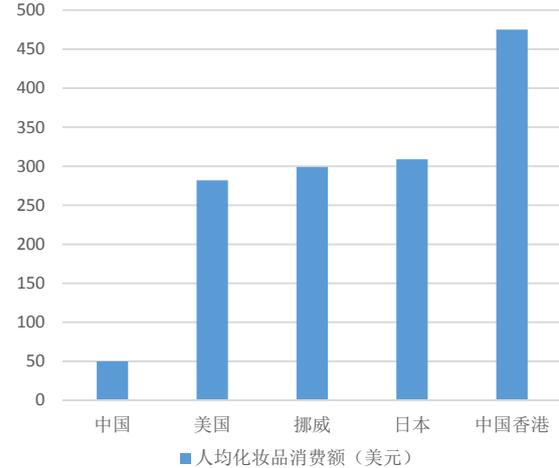
中国化妆品消费市场目前是仅次于美国的全球第二大市场，近年来国内化妆品零售总额维持了较快增长，2019 年达到 2992.2 亿元，同比增长 14.25%，2020 年尽管受到疫情影响，仍然达到 3400 亿元，同比增长近 14%。并且从人均化妆品消费金额来看，我国与欧美发达国家相比仍有较大提升空间，国内消费市场有望继续维持高增长。近年来涌现了一批国内化妆品品牌，如佰草集、启初、自然堂、相宜本草、百雀羚、珀莱雅、完美日记、御泥坊等，逐步向国外品牌份额发起进攻。参照国外化妆品行业内生发展进程，国内品牌正在进行集团化发展的阶段，我们认为国内品牌将利用较好性价比及线上宣传的优势，优先抢占下沉市场的份额，之后再逐步向高端进发，未来有望享受行业增长及存量市场份额增长的双重红利。（行业龙头：珀莱雅、科思股份、青松股份）。

图 31 历年我国化妆品零售总额及增速示意图



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 32 全球多国人均化妆品消费额示意图（2019 年）

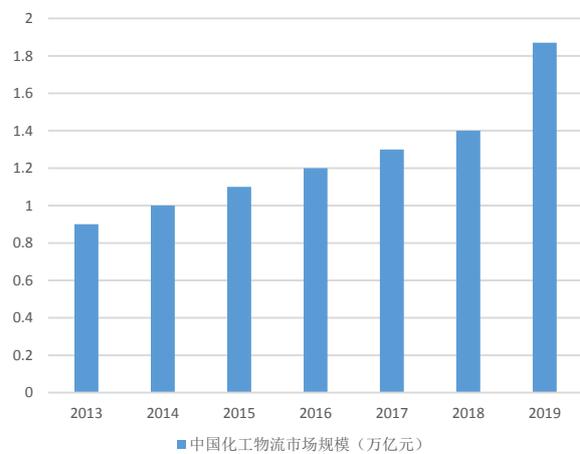


数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

2.2.3 化工品物流

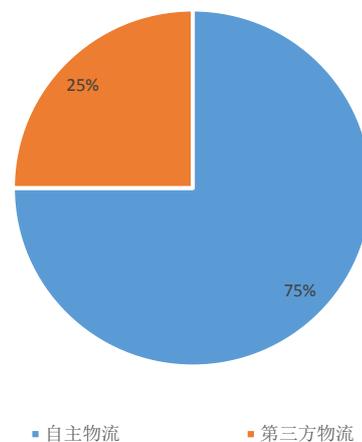
化工品物流属于刚需市场，随着我国化工行业的发展，采购及物流量将处于长期持续提升状态。据中国物流与采购联合会危化品物流分会统计，2019 年化工物流行业市场规模约为 1.87 万亿（第三方物流占 25%左右）。并且随着环保及安全生产要求持续加码，退城入园、园区重新认定等政策推行，化工行业结构持续调整，产业集群逐步建立，化工企业对物流环节的专业化需求日益增加，选择第三方物流服务商的企业数量也在逐步增加。化工品物流（尤其是危化品物流）的技术要求严格、设备专业化程度高、资质牌照稀缺，具有较高的行业壁垒，在日益严格的行业监管下，拥有核心资源的企业将更具有吸引力，并且通过并购能够加速提升市占率。（行业龙头：密尔克卫等）

图 33 历年我国化工物流行业市场规模示意图



数据来源：中物联危化品分会，上海证券研究所

图 34 我国化工物流模式拆分示意图（2019 年）



数据来源：中物联危化品分会，上海证券研究所

2.2.4 特种表面活性剂

特种表面活性剂属于精细化工行业的细分领域，处于化工产业链的中下游，主要下游应用领域为日化、建筑、化纤、电子、涂料油墨、农药、水处理、聚氨酯发泡剂、复合材料等。下游拆分来看，洗涤剂占比达 51%，化妆品、纺织、食品分列 2-4 位。从行业进出口情况来看，随着国内产能逐步增加，海外订单回流国内已成趋势，我国表面活性剂出口量持续增长，2017 年仅为 10.95 万吨，2019 年达到 15.77 万吨，2020 年出口 18.83 万吨，继续创新高，同期进口量为 20.08 万吨，二者差距进一步缩小。随着国内企业技术水平提升，将有望在加大出口量的同时，蚕食进口的中高端市场。（行业龙头：皇马科技等）

图 35 历年我国表面活性剂销量示意图

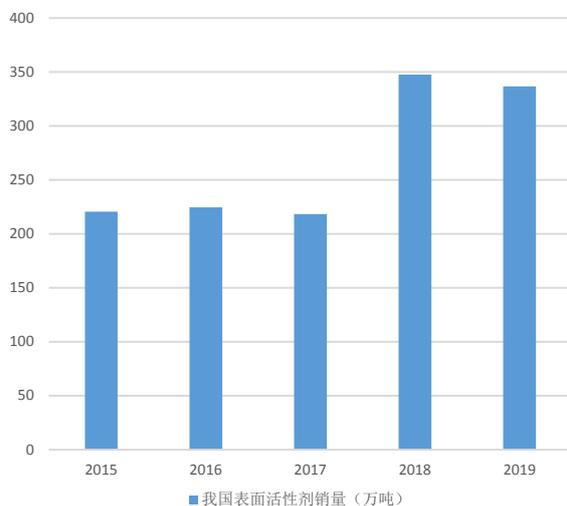
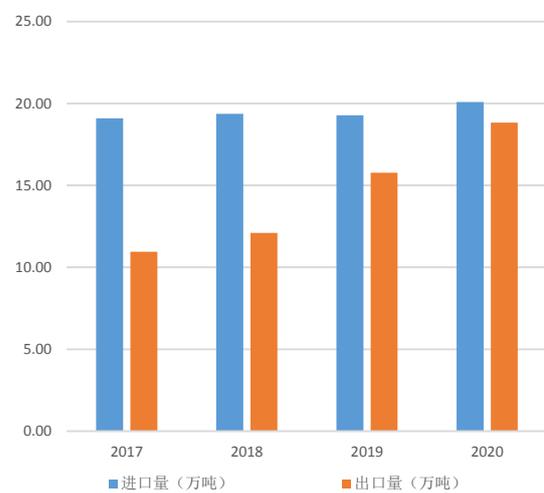


图 36 历年我国表面活性剂进出口量示意图



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

2.2.5 碳纤维

碳纤维是由碳元素组成的一种特种纤维，具有高比强度、高比刚度、耐高温、抗摩擦、导电、导热及耐腐蚀等特性。碳纤维目前广泛应用于国防工业以及高性能民用领域，涉及航空航天、海洋工程、新能源装备、工程机械、交通设施等，是一种国家亟需、应用前景广阔的战略新材料。

图 37 碳纤维产业链示意图



数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

国家对于碳纤维材料的重视程度较高，将其列为关键战略材料之一，在《中国制造 2025》中提出到 2020 年，国产碳纤维复合材料要满足大飞机技术要求，国产碳纤维用量达到 4000 吨以上，到 2025 年基本实现高性能碳纤维的自主保障。

目前，全球碳纤维市场被日、美企业垄断，日本东丽、东邦和三菱三家占据全球小丝束碳纤维市场份额的 49%，美国赫氏占据全球大丝束碳纤维市场份额的 58%。

图 38 全球小丝束碳纤维产能占比示意图

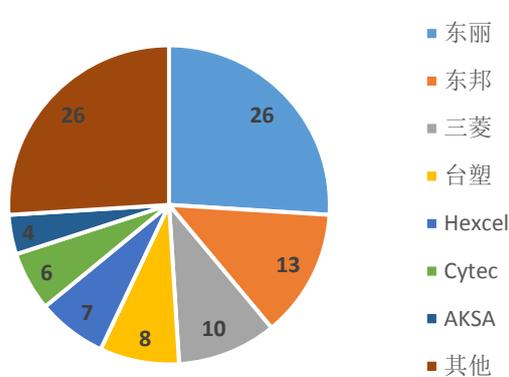
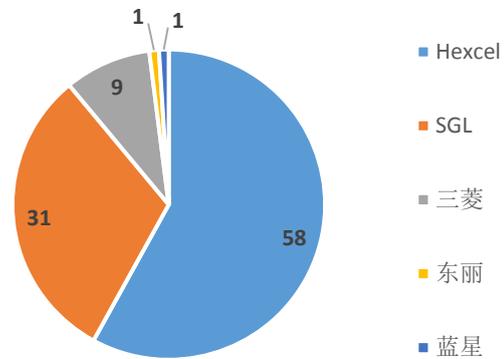


图 39 全球大丝束碳纤维产能占比示意图



数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

随着碳纤维技术不断发展，在工业及航空航天领域应用不断扩大，据 CFC 统计，2021 年全球碳纤维需求量预计将达到 18.18 万吨，2025 年有望达到 26.23 万吨，年复合增速达到 9.95%。其中，工业领域增速将达到 12.38%。工业领域的爆发增长主要源于风电大功率化及汽车轻量化大趋势，碳纤维材料成本下降使其在相对中低端领域的应用范围逐步加大，例如，风电领域之前采用玻纤材料的区域，随着大叶片的普及将使得玻纤材料性能难以满足需要，碳纤维将逐步将部分区域进行替代，汽车领域轻量化对材料的需求，让碳纤维

有替代钢材料、复合材料、改性塑料的可能性。因此，我们认为碳纤维行业的成长性将是十分可观的，尤其是国内企业技术（光威复材、中简科技、中复神鹰、恒神股份等）逐渐成熟，产业链配套逐步齐全，将呈现做强军品，扩大民品市场的格局。国内碳纤维龙头企业将高度受益。

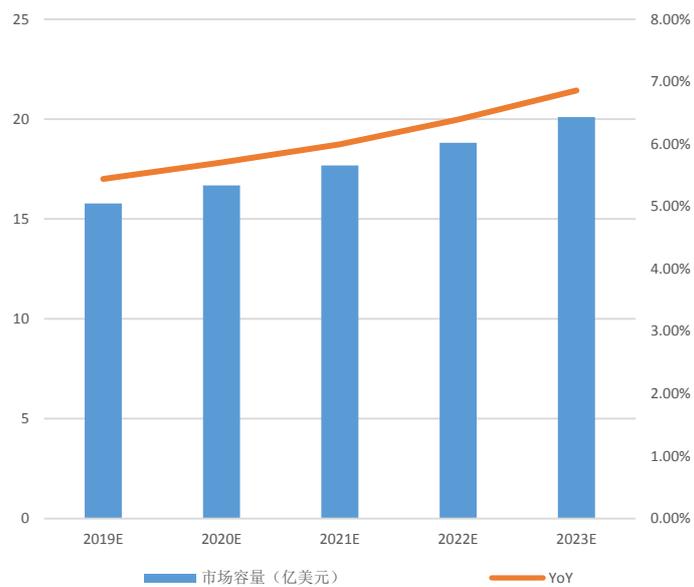
2.2.6 尾气处理材料

尾气处理材料是汽车减排的重要材料，其行业发展主要受政策推动影响较大。根据生态环境部要求，国内从 2019 年 7 月 1 日起分期分批对不同种车辆实施国六标准。考虑到乘用车减排可以使用新能源车等途径更好地解决，重卡领域短期难以出现新能源车替代，因此，重卡尾气处理材料市场增量的确定性更强。国内 2021 年 7 月 1 日前要求所有重型柴油车均实施国六 a 标准，而国六 b 标准实施时间表间隔较近，车厂多数选择直接到达国六 b 标准，以节省重新研发及产线调整的成本。柴油车国六与国五标准的尾气处理主流技术路线差异在于国五标准下仅需要 SCR 即可，而国六标准需要 SCR、DOC、DPF、ASC 等协同作用，因此，在材料用量上会有较大提升。根据奥福环保招股书预测，**2025 年我国商用车蜂窝陶瓷载体市场规模将达到 8610 万升**，其中 SCR、DPF、DOC 分别为 4100 万升、3075 万升、1435 万升，较 2017 年市场容量增长接近翻倍。沸石分子筛通常作为催化剂或催化剂载体，沸石分子筛 SCR 在国六标准阶段已经成功取代了钒催化器 SCR，成为主流选择。假设沸石用量为 150g/L，则 2025 年市场规模将达到 6150 吨。（**行业龙头：奥福环保、万润股份等**）

2.2.7 分子筛

分子筛是具有规则、有序、均匀孔道结构的无机非金属材料，由于分子筛具有吸附能力高、热稳定性好等特点，使其能够广泛应用于气体分离、炼油、石化、制冷剂、医用制氧、中空玻璃等领域。根据建龙微纳招股书数据显示，全球吸附分子筛市场容量将在未来五年内维持较好增长。国际分子筛厂商长期以来通过技术、资金等优势，形成了行业的寡头垄断，而我国分子筛起步相对较晚，吸附剂领域市场竞争激烈，万吨级以上的成型分子筛企业较少，但随着近年来环保压力持续提升，生产成本上升，行业集中度略有提升，部分龙头企业技术不断突破革新，逐步向中高端成型分子筛市场进军，有望利用成本及技术形成进口替代。具有技术优势及规模效应的龙头企业有望高度受益。（**行业龙头：建龙微纳等**）

图 40 全球吸附分子筛市场容量预测示意图



数据来源：建龙微纳招股书，上海证券研究所

三、重点关注公司

3.1 万华化学

聚氨酯价格全面回暖，Q3 利润率环比大幅提升

公司 2020 年前三季度聚氨酯系列产品销售 200.33 万吨，同比增长 2%，实现营业收入 218.21 亿元，同比减少 9%。Q3 季度纯 MDI 和聚合 MDI 挂牌价逐步上调，2020 年 6 月仅为 16500 元/吨和 14500 元/吨，2021 年 3 月挂牌价达到 28000 元/吨和 28000 元/吨。TDI 价格从 10000 元/吨左右提升至当前的 16000 元/吨左右。石化产品、精细化学品/新材料前三季度分别销售 439.16 万吨和 38.21 万吨，实现营收 159.18 亿元和 54.21 亿元。丙烯、丙烯酸、丁醇等产品售价同比有小幅下跌，PO 价格同比大涨 50%。

资本开支持续增长，完善产业链布局提升资源综合利用率

公司 Q3 季度在建工程及固定资产继续提升，从 326.70 亿元和 368.14 亿元提升至 341.39 亿元和 404.25 亿元，烟台工业园项目继续有序推进，年产 100 万吨乙烯项目有望年底建成投产。同时，公司继续进行生产基地产业链延伸，10 月 10 日，福州江阴港城经济区管委会发布万华（福建）有限公司年产 40 万吨 PVC 项目环评第一次公示公告，公司拟建年产 40 万吨 PVC 生产装置以消耗年产 40 万吨 MDI 和 25 万吨 TDI 生产中产生的副产物氯化氢，提升资源的综合利用率，项目包括年产 40 万吨 VCM、年产 40 万吨 PVC 及年产 3.76 万吨副产品 25%wt 盐酸，项目投资额 22.99 亿元。2021 年 2

月，公司公告称烟台工业园 MDI 装置技改完成，产能从 60 万吨/年提升至 110 万吨/年。我们认为公司资本开支持续提升，各生产基地产业链布局逐步完善，资源综合利用率有序提升，为公司中长期提供坚实的基础。

3.2 华鲁恒升

产品价格环比回暖，毛利率环比小幅提升

公司 2020 年前三季度主营产品肥料、有机胺、己二酸及中间体、醋酸及衍生品、多元醇销售量分别为 187.47 万吨、29.63 万吨、15.05 万吨、42.67 万吨及 47.20 万吨，实现营业收入 24.94 亿、15.33 亿、8.47 亿、9.65 亿和 17.57 亿元，同比增长-9.44%、11.73%、-31.53%、-20.84%和-24.95%。Q3 季度综合毛利率为 19.99%，环比提升 1.79 个百分点，但仍远低于 19 年全年的 27.84%。售价方面，据百川盈孚统计，2020 年 Q3 季度尿素、DMF、醋酸、己二酸、正丁醇、乙二醇产品价格同比增长-9%、26%、-16%、-26%、-10%和-20%，多数产品 Q3 季度环比价格回暖。并且，Q4 季度 DMF、正丁醇价格环比有较大提升，正丁醇、MEG、己二酸环比均有小幅提升，预计 Q4 季度公司业绩将会提升明显。

短期停车检修影响营收增长，新项目提供成长性

尽管公司 Q3 季度多数主营产品价格环比回暖，但受 8 月初公司一套煤气化装置及部分产品装置进行为期 20 天左右的停车检修影响，营收环比增长不明显，此次停车维修影响约在 3 亿元左右。公司 Q3 季度存货降至 2.96 亿元，环比连续下滑，较 Q1 季度的 4.45 亿元下降明显。在建工程环比继续增长，截止 Q3 季度末为 18.72 亿元，精己二酸项目及酰胺/尼龙新材料新产线建设继续有序推进，新建己二酸产线为现有产能扩张，预计满产进程较快，且下游需求旺盛，有望对公司业绩带来提升。2021 年 2 月 19 日公司公告称精己二酸品质提升项目投产，可年产 16.66 万吨己二酸，进一步提升公司产品品质及市占率。

第二基地落户荆州，打开煤化工成长新空间

公司 11 月公告称与湖北省江陵县人民政府、荆州市人民政府签署了《华鲁恒升荆州现代煤化工基地项目投资协议》，基地一期项目总投资不少于 100 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品。政府将保障煤指标稳定性及协调解决能耗问题。第二基地落地将进一步打开公司的业绩成长性，进一步夯实煤化工龙头地位。

3.3 巨化股份

业绩低点确认，三代制冷剂产能扩张结束

公司 2020 年全年预计实现归属于母公司股东净利润 8536 万

-1.20 亿元，同比下滑 87%-90%，主要原因系氟化工原料、制冷剂、氟聚合物、石化材料等产品价格出现不同程度下跌，而原材料价格下跌幅度较小，导致毛利率下降。但三代制冷剂产能扩张期已经结束，产能上限明确，产品价格下滑后中小型厂商难以盈利，公司逆势生产销售，市占率得到了大幅提升，为后期配额发放打下基础。

技术创新能力领先，拟收购浙石化股权提升业绩

公司技术创新能力一直处于行业前列，2020 年 Q4 季度公司第二套第四代氟致冷剂—10kt/a 氟化学品联产（一期）项目 5.5kt/a HFOs、4kt/a 改性 PTFE、2kt/aPFA、1.5kt/a 全氟烷基碘化物、20kt/a TFE、60kt/a 丁酮肟、300kt/a 制酸工艺技术优化改造项目一期工程、1000m³/h 高纯氢气、25 吨/天致冷剂半自动小包装充装等装置先后投入运行。有望在新型制冷剂、氟聚合物等多个领域再度实现突破。此外，公司拟收购浙石化 20% 股权，充实公司业绩。

3.4 金禾实业

食品添加剂板块稳步增长，基础化工毛利率下滑

从业务板块来看，公司上半年食品添加剂板块实现营收 10.42 亿元，同比增长 7.76%，毛利率为 39.59%，同比下滑 6.85 个百分点；大宗化学品板块上半年实现营收 5.74 亿元，同比下滑 23.44%，毛利率为 22.89%，同比提升 1.15 个百分点，据百川盈孚统计，公司 2020 年前三季度三聚氰胺、硝酸、硫酸等产品同比均有大幅下滑，导致大宗板块营收下滑，但目前来看，多数产品价格已有回暖。整体海外销售方面以价换量，营收同比增长 18.89%，主营占比达到 34.47%，但毛利率为 40.59%，同比下滑 6.78 个百分点。Q3 季度海外需求端受疫情等因素影响不及预期，但长期趋势向好。

资本开支有序加大，进一步加固护城河

公司上半年继续加快重点项目建设，年产 5000 吨三氯蔗糖项目生产车间主体厂房基础部分基本完成，相关设备陆续完成订货；年产 5000 吨甲基麦芽酚项目正在推进审批工作；子公司金轩科技投建的年产 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基咪唑、3000 吨 2-甲基四氢咪唑、1000 吨咪唑铵盐等项目部分主体工程完成封顶，设备陆续完成订货，同时公司取得了年产 9000 吨危废物技改项目环评批复，进一步提升公司危废处理能力。在运营方面，公司针对三氯蔗糖、麦芽酚、佳乐麝香等产品规划及产能建设进行积极调整，并积极推进“爱乐甜”品牌建设，推出了 1 倍和 6 倍甜度的代糖产品，目前爱乐甜已和多个茶饮、商超、烘焙连锁企业开展对接，通过多种销售渠道进行推广，加速拓展公司 2C 业务。

3.5 奥福环保

奥福环保发布2020年年报，公司2020年全年实现营收3.14亿元，同比增长17.18%，归属于母公司股东净利润8002万元，同比增长55.01%。同时公司发布2020年利润分配预案，拟每10股派现3.2元(含税)，现金分红占本年度归母净利润的30.91%。

蜂窝陶瓷材料龙头企业，客户优质研发实力强

公司是国内蜂窝陶瓷载体材料龙头企业，专注于蜂窝陶瓷技术的研发及应用，主要产品包括蜂窝陶瓷系列产品(直通式、壁流式)及VOCs废气处理设备。公司蜂窝陶瓷载体能够满足国五、国六标准，客户包括优美科、庄信万丰、威孚环保、贵研催化、中自环保等国内外主流催化剂厂商，并成功进入中国重汽、潍柴动力、玉柴动力、上柴动力、云内动力、康明斯、戴姆勒等国内外知名整车及主机厂商供应商名录。此外，公司产品已经成功进入北美及韩国等商用货车后市场，成为AP、Skyline、CERACOMB等公司主要供应商。公司2020年度新增专利申请及获得数量均有较大增量，研发费用达到3506万元，同比增长20.97%，营收占比达到11.16%。

蜂窝陶瓷载体业务稳步发展，国六产品体量快速增长

蜂窝陶瓷载体板块2020年实现营收2.82亿元，同比增长25.94%，毛利率为55.85%，同比减少1.43个百分点；VOCs废气处理设备2020年实现营收2495.53万元，同比减少37.32%，毛利率22.08%，同比增加7.34个百分点；节能蓄热体板块2020年实现营收603.43万元，同比增长65.30%，毛利率13.21%，同比增加0.21个百分点。公司符合国六标准的堇青石质蜂窝陶瓷载体具备批量供货能力，碳化硅质DPF实现中试及小批量生产，产品质量达到国际先进水平。目前，公司产品已经通过14家主机厂40种国六标准机型样件测试。募投项目方面，公司年产400万升DPF载体山东基地项目部分设备已经完成安装进行投产，年产200万升DOC、160万升TWC、200万升GPF载体重庆基地项目主体建筑完工，正在进行设备安装，将进一步提升公司产能上限，扩大增长空间。

四、总结

我们的投资主线分为顺周期核心资产及优质赛道两条主线。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

- **顺周期核心资产：**基于通胀预期及行业 β 趋势向好逐步兑现，企业估值提升明显，我们建议继续关注顺周期中 α 属性强的龙头企业(万华化学、华鲁恒升、扬农化工、新和成等)以及部分前期受关注较低的优质企业(巨化股份)，建议关注油价中

枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源、卫星石化等）、化纤板块（新凤鸣等）及高能耗炭黑行业（黑猫股份等）。

- **优质赛道龙头：**我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在近消费端及新型材料等领域。从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长， β 比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，龙头：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，龙头：珀莱雅、科思股份等）、胶粘剂（国产替代提速，龙头：回天新材、硅宝科技等）、特种表面活性剂（国产替代提速，国内消费市场增量空间大，龙头：皇马科技）、碳纤维（国产突破型号增多，民用提速，龙头：中简科技等）、纳米分子筛（国产替代加速，龙头：建龙微纳）、半导体材料（化学耗材到物理耗材逐步突破，龙头：晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等）、尾气处理材料等（国六标准实施，龙头：奥福环保、万润股份等）。

五、风险提示

1. 原油价格出现大幅波动：近期地缘政治、OPEC 增产延续等事件刺激油价出现上涨，但长期来看供需结构仍然不明朗，因此存在一定风险。
2. 下游需求不振：下游消费端提振不力是制约价格传导的重要因素，对基础化工影响较大。
3. 化工企业重大安全事故及环保督查影响：化工企业多数属于高危高污染企业，安全事故及环保检查带来的影响较大。
4. 新材料领域产品竞争力不及预期：产品升级进程不及预期导致份额被蚕食。
5. 系统性风险。

分析师声明

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司（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。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值或投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见或推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。