

证券研究报告：行业中期策略报告
增持（维持）

 东吴证券
SOOCHOW SECURITIES

化工行业2021年中期策略： 业绩为王，挖掘化工投资机会

石油化工首席分析师：柴沁虎

执业编号：S0600517110006

联系邮箱：chaiqh@dwzq.com.cn

基础化工首席分析师：柳强

执业编号：S0600521050001

联系邮箱：liuq@dwzq.com.cn

2021.5.25

■ 2021H2化工行业投资主线：业绩为王，精选细分龙头

前言：自20Q2以来，由于疫情控制的不同步，全球经济修复不同步，供需错配，叠加流动性宽裕催化，化工品价格指数自20年4月2日底部提升+58%，化工行业21Q1单季度ROE提升至3.54%，创12年以来Q1新高，优质核心资产市值普遍21Q1创新高。随着通胀、流动性收紧预期提升，周期景气持续度备受质疑，市场进入震荡期，我们认为业绩为王，围绕估值性价比，自下而上，重点推荐一体化及细分行业龙头。

1、优质核心，一体化龙头：淡化短期波动，注重中长期价值。重点推荐万华化学（三大板块自我造血）、卫星石化（项目增量显著）、荣盛石化（炼化聚酯龙头）、恒力石化（炼化聚酯龙头）、扬农化工（农药龙头）、宝丰能源（煤化工龙头）、华鲁恒升（煤化工龙头）。重点关注东方盛虹（大炼化投产在即）。

2、细分子行业龙头：重点推荐龙蟒佰利（钛白粉龙头）、苏博特（水泥减水剂龙头）、云天化（磷肥龙头）、亚钾国际（钾肥小龙头）、广信股份（农药细分龙头）、合盛硅业（工业硅和有机硅双龙头）。重点关注万盛股份（阻燃剂龙头）、鲁西化工（业绩拐点）、中核钛白（钛白粉+磷酸铁锂）。

3、新材料龙头：重点推荐震安科技（减隔震龙头）、昊华科技（电子特气等新材料）、万润股份（OLED+国六沸石放量）、奥福环保（蜂窝载体龙头）、泛亚微透（ePTFE龙头，打造中国戈尔）。

风险提示：油价大幅波动、通胀、流动性、在建项目投产及盈利不及预期、安全环保。



■ 2021H1 市场回顾

■ 2021H2 市场展望

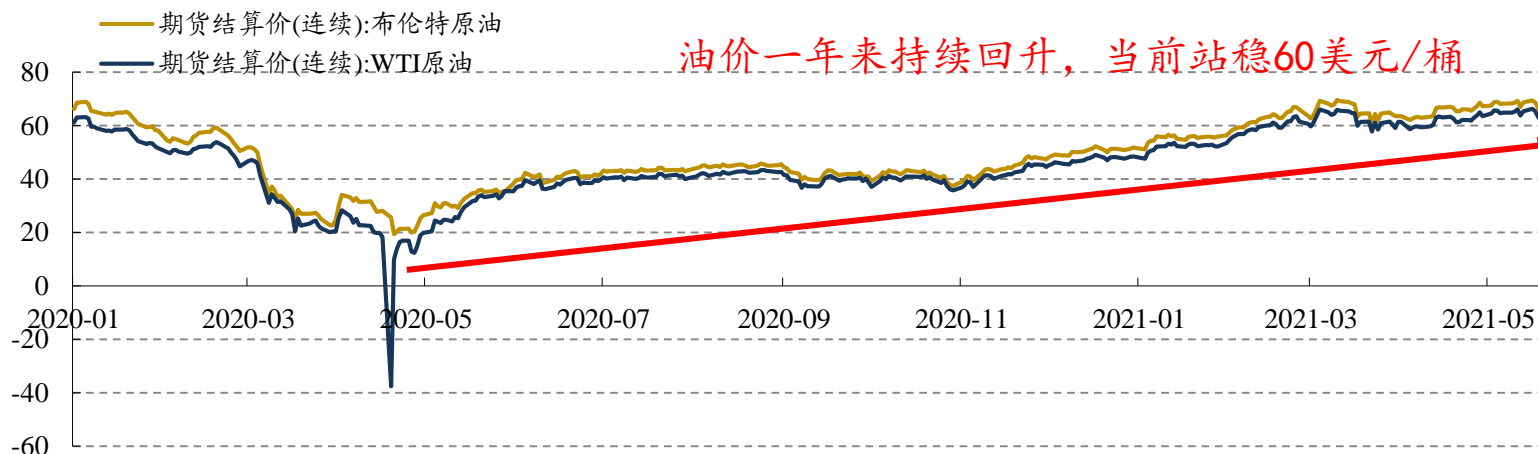
■ 个股投资建议一览

■ 风险提示

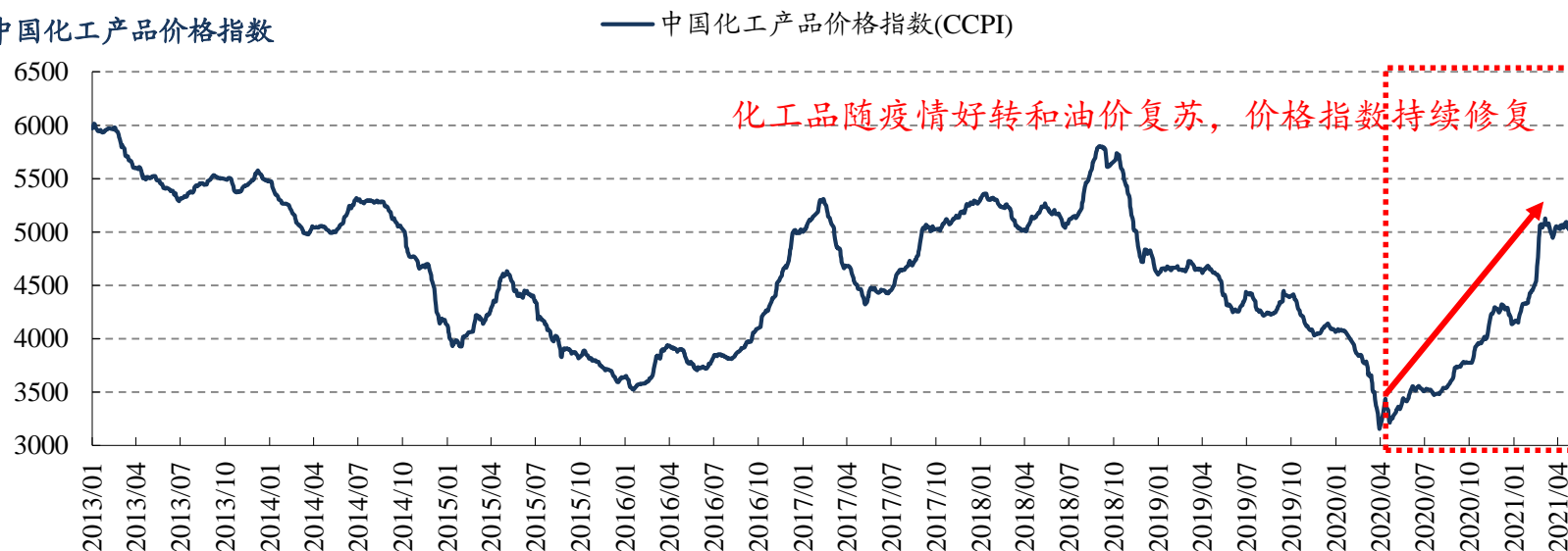
21H1市场回顾：业绩与流动性共振板块崛起

行情复盘：原油/化工品价格疫情以来持续创新高

图：年初至今国际油价走势（美元/桶）



图：中国化工产品价格指数



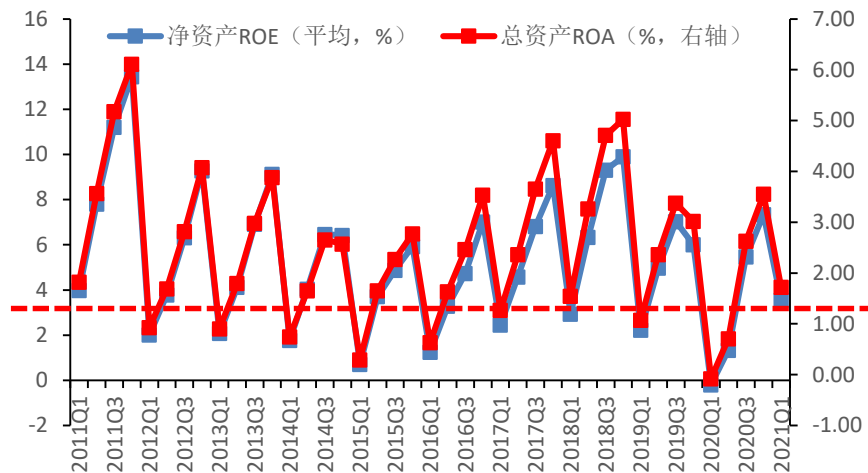
行情复盘：货币宽松，资源型品种涨幅居前

■ 表：年初至今涨幅居前的化工品种（元/吨）

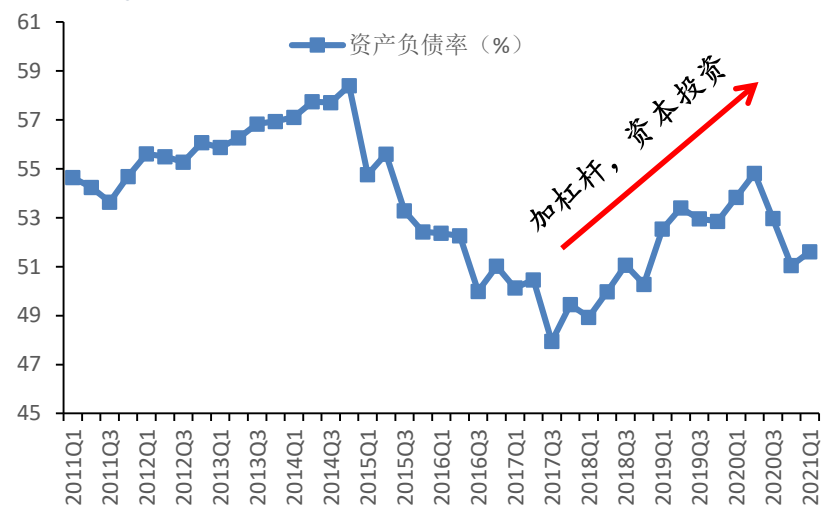
产品	5月20日	涨跌	较昨日	较上周	较上月	较上季度	较年初	较去年	单位
六氟磷酸锂	290000	0	0%	9.43%	31.82%	96.61%	171.03%	300%	元/吨
异丁醛	20200	-200	-0.98%	-2.42%	37.41%	83.64%	137.65%	246.78%	元/吨
粗苯	5804	-29	-0.50%	0.19%	40.36%	86.92%	130.04%	136.70%	元/吨
加氢纯苯	7895	-105	-1.31%	-2.47%	22.71%	46.20%	107.76%	136.09%	元/吨
双酚A	25750	-150	-0.58%	-0.68%	-13.66%	21.32%	101.17%	164.10%	元/吨
三聚氰胺	13709	-262	-1.88%	-9.55%	28.17%	95.98%	99.84%	194.82%	元/吨
工业级氢氧化锂	85654	1846	2.20%	4.07%	11.72%	43.33%	95.91%	79.56%	元/吨
纯苯	8022	-80	-0.99%	-2.09%	14.19%	33.19%	91.23%	140.68%	元/吨
焦化苯酚（含量95%）	8200	0	0%	-2.38%	22.39%	64%	86.36%	46.43%	元/吨
多晶硅	157000	0	0%	1.29%	14.60%	70.65%	84.71%	185.45%	元/吨
四氯乙烯	11193	0	0%	-0.51%	19.63%	41.17%	81.03%	232.83%	元/吨
电解液	75000	0	0%	7.14%	11.94%	72.41%	80.72%	141.94%	元/吨
中温煤焦油	3030	0	0%	2.71%	34.97%	82.53%	79.82%	99.74%	元/吨
醋酸	7392	0	0%	-2.03%	0.87%	40.21%	74.18%	189.09%	元/吨
苯乙烯	10587	-263	-2.42%	0%	8.23%	16.02%	69.88%	90.31%	元/吨
工业苈	30500	0	0%	0%	17.31%	32.61%	69.44%	103.33%	元/吨
氢氧化锂	89375	1000	1.13%	3.47%	11.89%	41.58%	68.63%	56.80%	元/吨
氨纶40D	64000	0	0%	0%	0%	30.61%	68.42%	120.69%	元/吨
硫铁矿	449	1	0.22%	1.13%	7.42%	42.99%	68.16%	108.84%	元/吨
DEG	7028	-98	-1.38%	-2.74%	-5.59%	33.46%	66.62%	100.51%	元/吨
电池碳酸锂	89526	0	0%	0%	0%	15.91%	66.30%	107.96%	元/吨
轻油	3946	88	2.28%	5.45%	25.43%	64.42%	64.42%	75.38%	元/吨
BDO	20600	-150	-0.72%	-7.42%	-21.97%	-6.36%	63.49%	128.25%	元/吨

行情复盘：2020Q2以来化工企业盈利持续改善

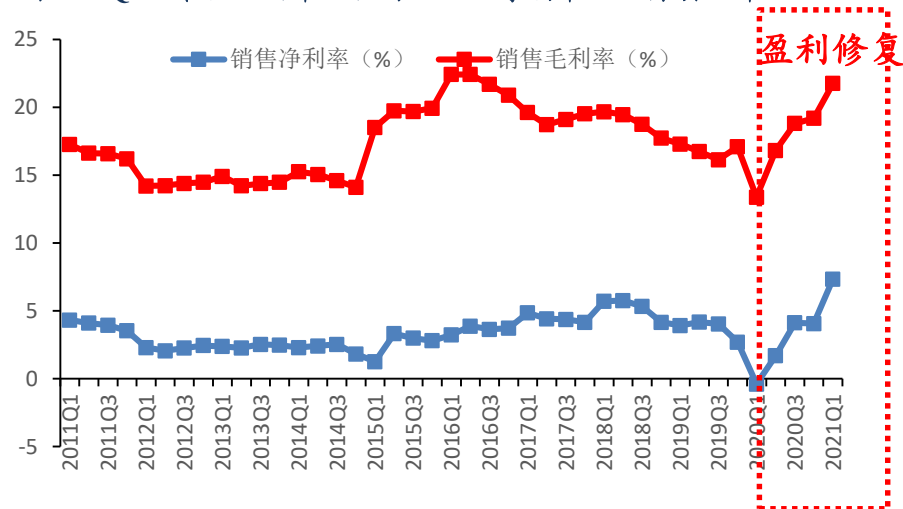
图：20Q2以来化工（申万）行业平均ROE改善显著



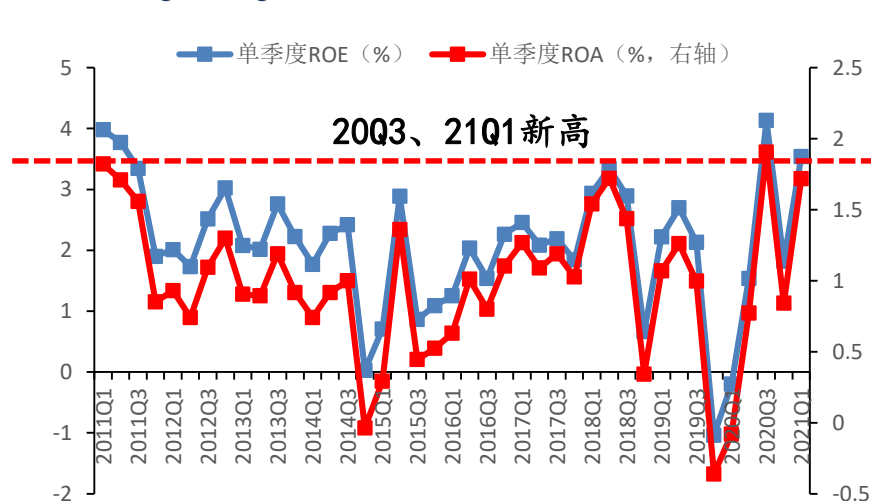
图：21Q1化工（申万）行业资产负债率环比回升，资本开始增加



图：20Q2以来化工（申万）行业毛、净利率环比持续回升



图：20Q3、21Q1化工（申万）行业单季度ROE创十年来新高



行情复盘：化工结构性行情，复苏不同步

■ 纯碱、氯碱、粘胶、炭黑、草甘膦、醋酸业绩反转，磷肥、钾肥、钛白粉景气度持续提升，聚氨酯、轮胎、涤纶较好盈利持续性。

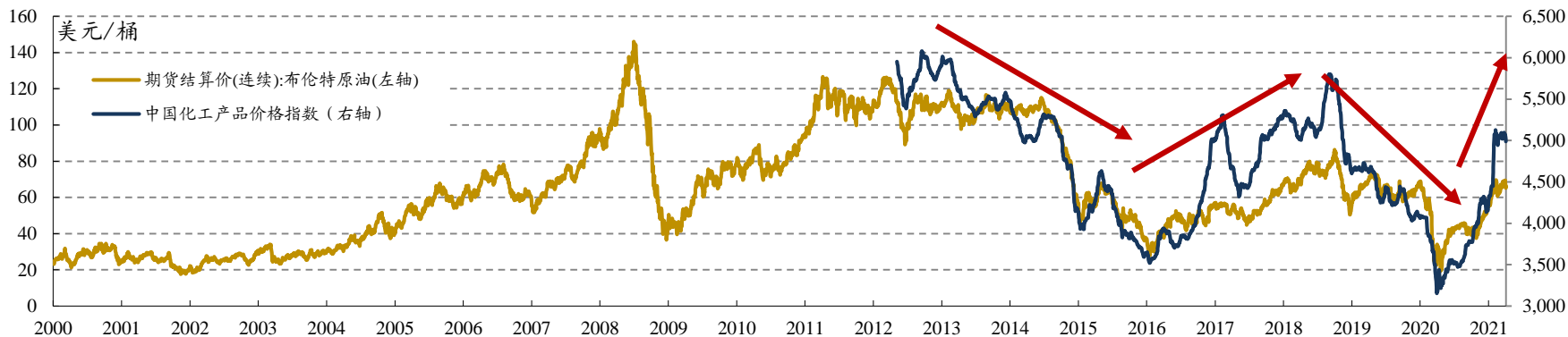
表：申万三级子行业归母净利润同比增速（%）

申万三级子行业	2018Q1	2018Q2	2018Q3	2018Q4	2019Q1	2019Q2	2019Q3	2019Q4	2020Q1	2020Q2	2020Q3	2020Q4	2021Q1	趋势
石油加工(申万)	12.80	116.76	48.97	(73.04)	(23.73)	(30.01)	(34.21)	240.69	(228.99)	(113.73)	259.60	(16.18)	198.72	
石油贸易(申万)	91.58	3581.73	1331.07	(61.36)	(68.90)	134.16	(33.52)	30.04	(129.65)	(65.29)	14.60	(28.91)	501.96	
纯碱(申万)	(26.69)	158.03	(26.15)	151.63	(23.09)	(62.93)	(30.01)	(61.77)	(167.70)	(132.45)	(92.55)	303.65	372.95	
氯碱(申万)	5.09	36.45	73.29	185.44	10.79	(37.91)	(47.48)	(34.80)	(48.13)	(58.23)	61.94	322.53	299.57	
无机盐(申万)	48.30	136.76	31.21	40.60	14.49	(14.48)	(7.29)	205.86	(21.47)	(28.90)	36.63	(25.86)	90.82	
其他化学原料(申万)	(47.05)	10.89	18.56	16.26	48.49	28.32	10.08	(9.00)	(74.04)	18.61	5.03	37.52	899.33	
氮肥(申万)	151.61	301.48	123.16	4559.84	(36.97)	(44.27)	(62.36)	14.02	(72.88)	(52.52)	8.48	64.46	909.97	
磷肥(申万)	120.94	95.91	(81.54)	(318.71)	78.55	112.03	(70.29)	60.36	(64.68)	(52.86)	1206.97	194.93	2039.45	
农药(申万)	160.47	53.08	17.46	(93.90)	(44.25)	(17.11)	25.04	(1505.85)	(26.69)	28.30	11.81	133.11	45.72	
日用化学产品(申万)	134.29	306.79	216.49	904.04	59.92	54.51	(43.13)	(99.04)	(47.05)	(66.03)	(226.25)	(2079.49)	61.29	
涂料油漆油墨制造(申万)	88.42	51.31	37.61	(123.36)	(65.34)	(1.20)	30.95	(52.45)	(114.67)	58.39	32.21	231.50	1154.41	
钾肥(申万)	(3.35)	(251.23)	89.85	32.33	3.20	82.45	(87.78)	(2022.64)	(80.18)	37.66	(9.17)	2754.28	244.62	
民爆用品(申万)	20.52	27.02	264.45	376.85	1004.00	156.47	30.08	(22.23)	(200.31)	16.18	37.48	136.13	406.28	
纺织化学用品(申万)	39.31	74.10	44.69	22.98	35.75	12.07	(14.62)	(2.89)	(23.92)	(40.09)	(30.09)	(20.73)	(2.98)	
其他化学制品(申万)	25.34	6.14	14.25	(36.25)	(10.57)	12.83	1.92	(73.62)	(15.66)	(7.78)	19.71	70.67	182.03	
涤纶(申万)	27.37	45.06	111.16	(174.76)	(16.74)	93.89	14.82	371.68	63.14	19.78	31.22	3.88	136.09	
维纶(申万)	(20.46)	44.15	33.32	68.89	116.69	94.72	149.51	1155.49	4.46	25.80	21.75	195.01	163.47	
粘胶(申万)	(90.31)	(39.66)	(35.53)	125.52	(196.73)	(184.74)	(185.34)	(289.98)	(539.88)	(148.20)	(172.79)	7.66	615.19	
其他纤维(申万)	26.92	1262.19	239.04	123.23	91.47	(43.27)	(39.57)	16.89	(57.22)	(17.36)	45.98	134.83	244.02	
氨纶(申万)	58.57	30.06	58.18	(25.08)	4.16	(11.57)	16.72	1426.35	113.72	158.95	258.32	(27.97)	458.73	
其他塑料制品(申万)	2.79	14.66	23.73	(270.06)	(114.18)	(96.94)	(90.80)	(274.70)	(1.00)	413.81	3.99	(40.19)	426.22	
合成革(申万)	186.60	71.07	(15.02)	(1.73)	(4.55)	(104.38)	6.59	80.71	(70.83)	366.36	52.09	(784.48)	346.75	
改性塑料(申万)	24.03	(0.13)	6.62	(338.10)	44.72	10.90	40.71	178.11	(42.20)	877.06	179.41	60.45	226.21	
轮胎(申万)	27.54	238.97	134.10	113.67	27.22	2.67	48.74	1.01	1.47	25.45	51.88	189.06	57.75	
其他橡胶制品(申万)	74.62	31.46	38.39	(27.04)	16.07	(8.43)	14.81	97.54	(47.26)	34.90	20.48	13.01	150.91	
炭黑(申万)	126.63	19.78	29.25	(81.12)	(120.44)	(101.23)	(91.60)	(390.81)	129.81	(1310.87)	571.47	281.99	3123.87	
聚氨酯(申万)	61.92	38.85	(22.84)	(57.38)	(26.47)	(23.98)	0.83	36.62	(49.62)	(46.55)	15.77	124.25	374.55	
玻纤(申万)	22.26	18.11	31.51	(7.29)	(2.36)	13.42	(13.49)	37.51	(17.82)	20.42	32.37	67.97	166.71	
复合肥(申万)	8.24	15.02	45.83	(434.32)	(17.14)	(8.00)	(40.35)	(291.67)	(47.13)	(23.57)	(3.25)	(110.55)	158.68	
氟化工及制冷剂(申万)	43.88	107.34	135.17	2465.79	(19.80)	(64.24)	(42.61)	(244.02)	(84.83)	(57.14)	(80.09)	106.34	55.06	
磷化工及磷酸盐(申万)	62.96	33.54	22.08	(51.52)	(16.26)	2.98	25.11	(1.39)	0.37	10.34	(4.63)	(3461.58)	430.63	

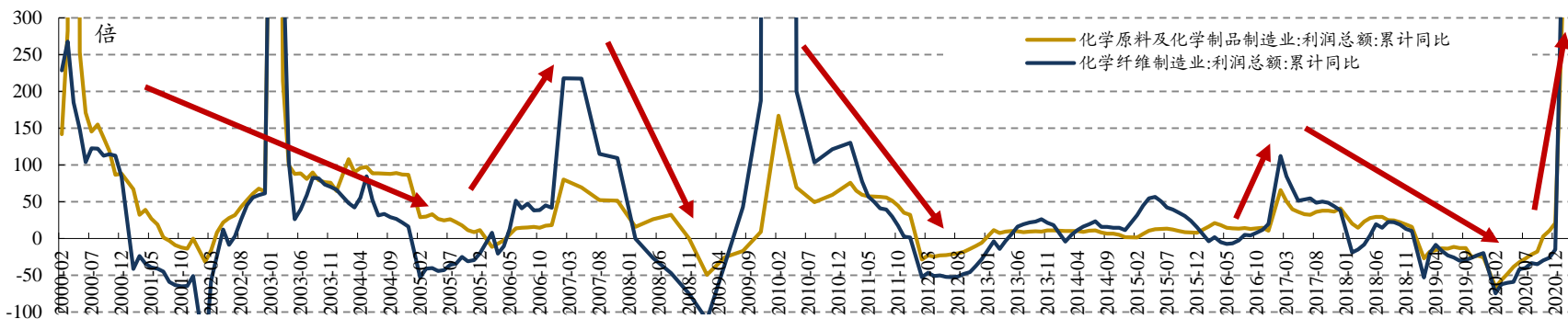
化工行业长周期逻辑复盘

从价格-业绩-估值三个维度看大周期内化工行业演变：

价格



业绩



估值



21H2市场展望：供需再平衡，精选龙头

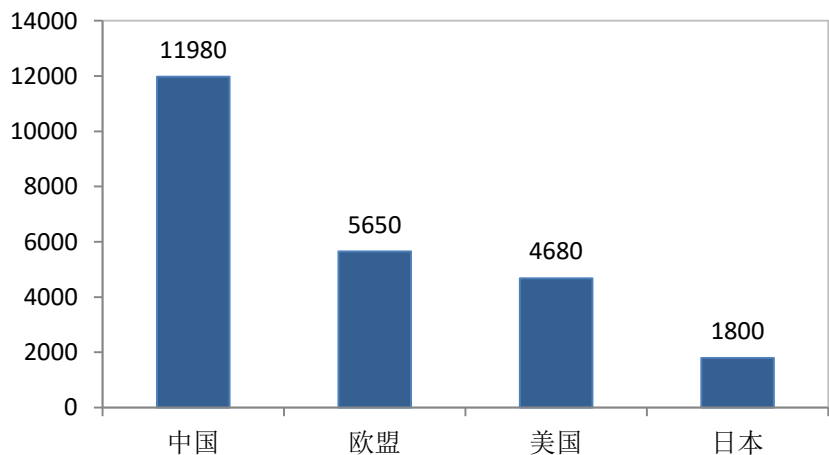
化工发展趋势（1）：竞争加剧，立足国内，国内国际双循环

- 我国化工行业规模全球第一（2019年销售额1.2万亿美元，占比36%），甲醇、烧碱、纯碱、化肥、硫酸、合成树脂、农药、轮胎等20多种大宗化工品产量稳居全球第一。落后产能淘汰，结构优化，烯烃、芳烃、新材料等自给率稳步提升。
- “十四五”供给端结构性矛盾依然突出，面对复杂国际形势，立足国内大循环，国内国际双循环，继续加强产能调控，优化产业结构升级，科技创新，高质量发展。
- 我们预计中国“十四五”内主要化学品需求保持年均3%-5%增长。

表：“十四五”主要化工品需求预测（万吨）

产品	2015年	2019年	2025年E	2019-2025年均增速
三大成品油	31635	31013	32513	0.79%
乙烯（当量消费量）	4030	5436	7500	5.51%
丙烯（当量消费量）	3181	4230	6100	6.29%
苯	894	1278	1776	5.64%
对二甲苯	2103	2964	3900	4.68%
精对苯二甲酸	3110	4498	5900	4.63%
乙二醇	1337	1808	2120	2.69%
甲醇	5257	8070	9600	2.94%
醋酸	553	704	794	2.03%
环氧乙烷	163	370	465	3.88%
聚乙烯	2345	3383	4428	4.59%
聚丙烯	2009	2663	3500	4.66%
聚氯乙烯	1614	2027	2333	2.37%
聚苯乙烯	346	399	443	1.76%
ABS	471	594	700	2.77%
丁苯橡胶	123	150	165	1.6%
顺丁橡胶	102	110	117	1.00%
烧碱	2965	3357	4000	3.00%
纯碱	2372	2800	3000	1.16%

图：2018年主要经济体化工销售额（亿欧元）



化工发展趋势（2）：强者恒强，龙头持续扩产

- 碳中和、安全环保、节能减排、集中入园背景下，资本投资能力一定程度反应公司成长能力，资本市场对ROE高的公司，也给予了正反馈，优质公司中长期成长。2020年全行业规上企业数量比2015年底减少13%。

表：资本开支排行榜，龙头持续扩张

序号	公司简称	资本开支（亿元，以构建长期资产计）							市值 亿元	2020年ROE	PE(TTM)	PB(LF)
		2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年Q1	2016至2021Q1小计				
1	荣盛石化	24.28	149.82	371.78	368.86	558.46	180.37	1653.57	1715.94	19.77	24.94	4.83
2	恒力石化	3.80	6.11	353.67	417.75	239.39	39.76	1060.48	1966.02	28.70	14.41	4.09
3	万华化学	41.13	59.53	102.79	178.15	232.36	61.65	675.61	3249.64	20.59	21.72	5.88
4	恒逸石化	7.89	56.52	124.85	113.12	81.72	25.73	409.84	449.16	12.80	16.28	1.96
5	中化国际	23.91	26.27	31.29	42.79	48.24	22.78	195.28	177.85	2.37	41.66	1.29
6	新凤鸣	8.19	13.09	36.36	52.09	60.44	20.22	190.39	249.42	5.01	26.75	2.03
7	中泰化学	25.92	35.98	42.59	48.22	19.77	5.25	177.73	204.56	0.77	29.44	1.10
8	中国巨石	17.26	20.48	60.54	51.09	15.32	3.75	168.44	604.47	13.86	23.63	3.41
9	鲁西化工	24.90	35.32	31.14	32.72	29.01	9.77	162.86	287.55	5.78	17.15	1.92
10	桐昆股份	27.78	27.38	29.14	30.16	38.94	7.95	161.35	483.13	11.09	12.84	1.83
11	广汇能源	10.48	10.57	17.27	31.09	30.88	18.54	118.82	209.38	7.96	9.59	1.17
12	淮北矿业	3.46	0.71	15.31	35.31	55.36	6.46	116.61	257.23	16.30	7.32	1.14
13	卫星石化	3.02	5.28	11.67	25.56	52.78	15.98	114.28	498.94	12.19	22.02	3.47
14	玲珑轮胎	10.12	13.83	24.70	26.27	24.49	12.61	112.02	653.24	13.45	34.59	4.49
15	中材科技	13.05	15.49	17.09	21.77	27.06	4.87	99.32	353.92	15.62	17.22	2.92
16	华鲁恒升	12.64	21.61	12.87	18.56	26.16	6.29	98.13	590.84	11.63	21.78	3.72
17	金发科技	18.45	12.05	12.21	13.06	28.30	9.95	94.03	514.98	30.91	11.58	3.76
18	安道麦A	1.31	15.03	33.76	17.60	19.70	5.88	93.28	194.66	1.65	52.90	0.96
19	华谊集团	10.79	10.93	16.48	17.56	15.25	12.89	83.90	159.17	2.28	24.41	0.98
20	东华能源	19.96	8.08	9.36	16.10	16.95	8.21	78.67	189.47	11.88	15.80	1.73
21	上海石化	9.01	11.97	11.87	14.30	18.41	5.34	70.91	332.29	2.15	13.84	1.31
22	阳煤化工	4.53	17.71	18.56	16.79	8.86	0.56	67.00	72.94	2.33	-24.50	1.23

个股投资建议一览

精选特色标的一览

	股票代码	股票简称	当前股价	2021年 EPS	2022年 EPS	2021年PE	2022年PE	PB(LF)	PEG(2021)
优质核心	600309.SH	万华化学	103.50	5.95	6.61	17.40	15.65	6.39	0.19
	002648.SZ	卫星石化	40.61	2.93	4.41	13.84	9.20	3.45	0.16
	002493.SZ	荣盛石化	25.42	1.50	2.14	16.97	11.87	4.33	0.25
	000301.SZ	东方盛虹	17.74	0.39	1.48	45.41	12.00	4.73	0.09
	600346.SH	恒力石化	27.93	2.27	2.58	12.31	10.83	3.85	0.66
	600486.SH	扬农化工	103.87	4.95	5.41	20.98	19.19	5.06	0.76
	600989.SH	宝丰能源	14.61	0.81	1.01	18.10	14.43	4.22	0.53
细分子行业龙头	600426.SH	华鲁恒升	27.94	2.15	2.44	12.98	11.47	3.57	0.11
	002601.SZ	龙蟒佰利	32.95	1.86	2.31	17.76	14.29	4.75	0.25
	603916.SH	苏博特	22.58	1.38	1.73	16.38	13.04	2.78	0.52
	600096.SH	云天化	9.08	0.92	1.11	9.86	8.17	2.37	0.03
	000893.SZ	亚钾国际	16.42	0.43	0.81	38.33	20.32	3.33	0.07
	603599.SH	广信股份	27.72	1.97	2.28	14.08	12.15	2.17	0.25
	603260.SH	合盛硅业	60.10	2.88	3.55	20.90	16.94	5.32	0.23
新材料标的	603010.SH	万盛股份	21.32	1.77	2.10	12.01	10.16	7.02	0.10
	000830.SZ	鲁西化工	15.10	1.35	1.61	11.15	9.38	2.01	0.05
	002415.SZ	中核钛白	64.00	1.73	2.06	36.97	31.08	10.69	1.77
	300767.SZ	震安科技	111.58	1.83	3.17	61.06	35.17	14.11	1.01
	600378.SH	昊华科技	20.42	0.91	1.08	22.44	18.85	2.84	1.44
	002643.SZ	万润股份	15.28	0.76	0.95	20.22	16.16	2.62	0.56
	688021.SH	奥福环保	42.49	1.87	3.12	22.68	13.61	3.76	0.37
688386.SH	泛亚微透	51.83	1.39	2.30	37.20	22.49	6.98	0.60	

数据来源：Wind，本表及下文个股估值均参考2021年5月21日收盘价，东方盛虹、恒力石化、万盛股份、鲁西化工、中核钛白、万润股份EPS参考wind一致预期，其余个股盈利预测均来自于东吴证券研究所

一) 优质核心, 一体化龙头:

➤ 万华化学: MDI优势强化, 石化、新材料赋予成长空间

■ 推荐逻辑:

- **MDI行业景气上行, 全球龙头充分受益:** 260万吨/年MDI产能稳居全球第一, 在建新增(福建40+美国40)和技改(宁波30)产能强化未来全球统治地位。地产、汽车、家电消费持续回暖, 2021年MDI需求持续修复叠加海外供应不稳定, MDI景气上行, 公司作为全球龙头将充分受益。
- **石化和新材料布局不断完善:** 石化板块, 公司从PDH到C3下游全产业链基本完备, 大乙烯项目于2020年11月投产。新材料板块, 烟台PC二期年内完工, 眉山一期25万吨/年高性能改性树脂项目即将建成, 二期项目进入环评阶段, 柠檬醛、尼龙6、TPU、可降解材料、锂电材料等新材料产业群逐步完备, 万华化学正向全球综合性化工龙头挺进。

风险提示: 在建项目建设进度不及预期的风险; MDI价格大幅波动。

图: MDI价格、价差走势(元/吨)

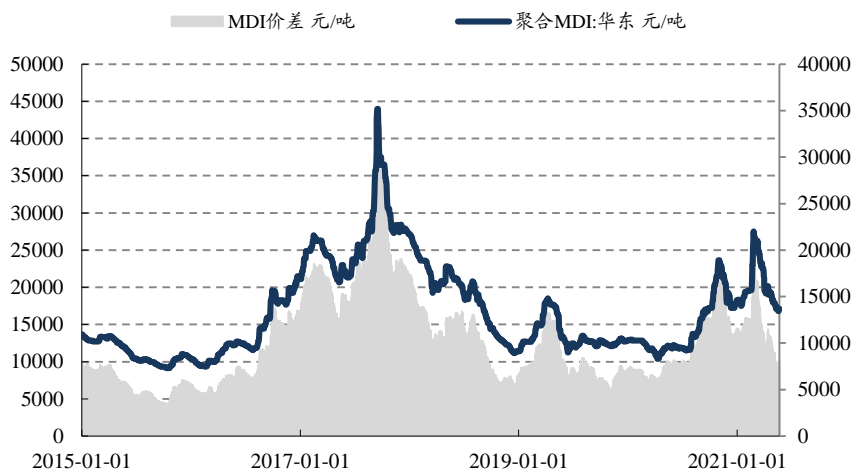


表: 国内MDI供需平衡表(万吨, %)

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

一) 优质核心，一体化龙头：

➤ 卫星石化：C2+C3双龙头，成长空间大

■ 推荐逻辑：

- **步入C2+C3双龙头元年，业绩高增长：**公司起家于C3，配套PDH实现C3全产业链布局。公司目前具有90万吨/年丙烯、48万吨/年丙烯酸、45万吨/年丙烯酸酯、45万吨/年聚丙烯、21万吨/年高分子乳液、15万吨/年SAP、22万吨/年双氧水以及2.1万吨/年颜料中间体产能。同时，公司平湖基地新增18万吨/年丙烯酸和30万吨/年丙烯酸酯项目已经建成试生产，公司在丙烯酸及酯领域的龙头地位进一步巩固。同时，公司30万吨/年聚丙烯新材料（研发生产改性聚丙烯）、25万吨/年双氧水将于2021年底建成。公司还储备有二期180万吨PDH（配套PP/PO/丙烯腈/丙烯酸及酯/ABS/丁辛醇等）。
- **乙烷裂解项目投产，C2产业链进入收获期：**公司250万吨乙烷裂解制乙烯项目分两期建设，一期计划总投资195亿元，主要产品包括40万吨/年HDPE，以及两套产能72/91万吨/年的E0/EG联产装置、25万吨/年聚醚大单体项目。其中一期项目于2021年5月20日一次性开车成功；二期125万吨乙烯产业链项目预计2022年H2建成投产，具体产品方案包括40万吨/年HDPE，72万吨/年E0，60万吨/年苯乙烯，25万吨/年聚醚大单体，26万吨/年丙烯腈等，更加丰富。
- **布局新材料，不断丰富产品线：**与SKGC公司合作建设4万吨/年EAA装置，投资总额约为1.63亿美元。计划投资102亿元在独山港区管委会区域内投资新建年产80万吨PDH、80万吨丁辛醇、12万吨新戊二醇及配套装置，并充分利用富余氢气资源，解决公司氢能一体化项目原料问题。项目计划2021年11月前开工建设，2024年6月前投产运营。

风险提示：产品价格大幅波动；解禁；在建项目投产及盈利不及预期。

一) 优质核心, 一体化龙头

➤ 炼化聚酯产业链 (荣盛石化、东方盛虹、恒力石化等)

炼化一体化项目设计方案

公司	项目地点	股权比例	总投资 (亿元)	炼油能力 (万吨/年)	成品油 (万吨/年)	柴汽比	乙烯	芳烃	PX	化工占比*	PTA	涤纶
							(万吨/年)	(万吨/年)	(万吨/年)		(万吨/年)	(万吨/年)
荣盛石化	浙江舟山	51%	901.6	2000 (一期)	836	0.46	140	553	401	34.65%	1350 (权益600)	130
恒力石化	大连长兴岛	100%	772	2000	993	0.35	150	521	450	33.55%	1160	195
东方盛虹	江苏连云港	73.65%	677	1600	496	0.18	110	590	280	43.75%	390	230
恒逸石化	文莱	70%	230	800 (一期)	554	0.66	0	198	150	24.75%	1350 (权益622)	725
桐昆股份	浙江舟山	20%	901.6	2000 (一期)	836	0.46	140	553	401	34.65%	420	690
上海石化	上海			1550	900	1.25	80	100	70	11.61%		
华锦股份	辽宁盘锦			800	320	N.A	50	15	0	8.13%		

备注: 我们定义化工占比计算公式= (乙烯+芳烃)/炼油能力, 数值高说明化工型炼厂。

■ 推荐逻辑: 中国炼化聚酯一体化产业链具有全球竞争力

➤ 一体化产业链, 规模优势: 尽管炼油、PX、PTA、聚酯各个环节产能大幅增长 (均位列全球第一), 而下游纺织服装业尚未完全恢复, 竞争加剧, 聚酯端盈利长期处于压制状态, 但具有全球竞争力, 业绩弹性大。民营大炼化普遍为“化工型”炼厂, 少产成品油, 提高盈利能力。

➤ 行业集中度提升: 目前行业新增产能主要来自龙头公司, 碳中和背景下, 指标稀缺。

风险提示: 竞争加剧, 盈利下滑; 油价大幅波动; 新增产能释放及盈利不及预期。

(一) 优质核心，一体化龙头

➤ 扬农化工：短期经营承压，中长期农药巨头

■ 推荐逻辑：

➤ **研发实力雄厚，综合优势明显，中国农药行业领军企业：**公司多年来深耕农药行业，坚持仿创结合的技术创新战略，研发实力雄厚，主营杀虫剂(拟除虫菊酯)、除草剂(草甘膦、麦草畏)和杀菌剂(氟啶胺)生产销售，其中麦草畏、菊酯双龙头，市占率全球第一。

➤ **先正达协同效应值得期待：**由于公司部分杀虫剂、杀菌剂产品价格下滑，21Q2面临一定压力，但中长期角度，农药刚需，公司稳增长，先正达整合后有望加速扬农化工承接其订单转移。

风险提示：产品价格下滑；整合进度不及预期。

表：公司生产基地产能分布

项目	投产额 (亿元)	类别	产品	产能 (吨)
宝塔湾厂区		“进园退城”已停产		
优士化学		除草剂	农用菊酯	4700
		除草剂	草甘膦	35000
		菊酯中间体	贲亭酸甲酯	2400
优嘉一期	6.14亿元 2015年逐渐投产	除草剂	麦草畏	5000
		杀虫剂	联苯菊酯 (属于农用菊酯)	800
		杀菌剂	氟啶胺	600
		菊酯中间体	贲亭酸甲酯	1500
优嘉二期	19.80亿元 2017年逐渐投产	除草剂	麦草畏	20000
		杀虫剂	卫生菊酯	2600
			避蚊胺	50
		杀菌剂	吡唑醚菌酯	1000
植物生长调节剂	抗倒酯	300		
优嘉三期	20.22亿元 2020年H2逐渐投产	杀虫剂	拟除虫菊酯类农药、噁虫酮、氟啶脲	11475
		除草剂	苯磺隆、噻苯隆、高效盖草能	1000
		杀菌剂	丙环唑、苯醚甲环唑	3000
		中间体	氯代苯乙酮	2500
优嘉四期	4.3亿元	杀虫剂	联苯菊酯	3800
			卫生菊酯	120
		杀菌剂	羧啶胺	1000

一) 优质核心, 一体化龙头:

➤ 宝丰能源: 现代煤化工标杆, 内循环优质标的

■ 推荐逻辑: 煤制烯烃成本优势显著, 现代煤化工龙头

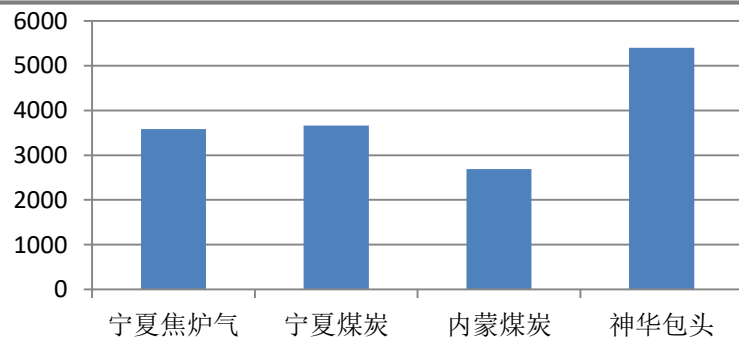
- 拟在建项目进展顺利, 中长期业绩增长可持续: 公司现有年产120万聚烯烃、400万吨甲醇和78万吨精细化工品的生产能力, 已经是国内煤化工头部企业。同时, 大额资本开支项目持续推进, 2020年5月开工建设300万吨/年煤焦化多联产项目, 预计2021年底建成投产; 2020年8月开工建设50万吨/年煤制烯烃项目, 预计2022年底建成投产; 此外, 2020年7月公司400万吨/年煤制烯烃项目一期获内蒙古发改委核准, 当前已经全面开工建设, 9月和10月相继获得交行200亿元和工行300亿元银行授信额度。随着拟在建项目的不断推进, 公司中长期业绩有望得到持续性增长。
- 煤制烯烃成本优势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

风险提示: 在建项目投产进度及盈利不及预期; 油价大幅波动。

图: 公司产能规模及价格弹性

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

图: 60美元油价对应宝丰各基地和神华包头的煤制烯烃成本对比



一) 优质核心, 一体化龙头:

➤ 华鲁恒升: 顺周期兼具成长性的煤化工龙头

■ 推荐逻辑:

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

风险提示: 在建项目投产进度及盈利不及预期; 油价大幅波动。

图: 公司产品线明细

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

图: 公司主要产品价格弹性

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

二) 细分子行业龙头

➤ 龙蟒佰利：钛白粉绝对龙头深筑护城河，发力新能源材料

■ 推荐逻辑：

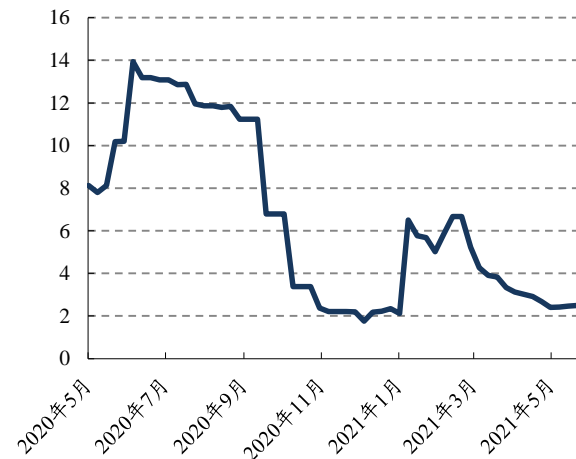
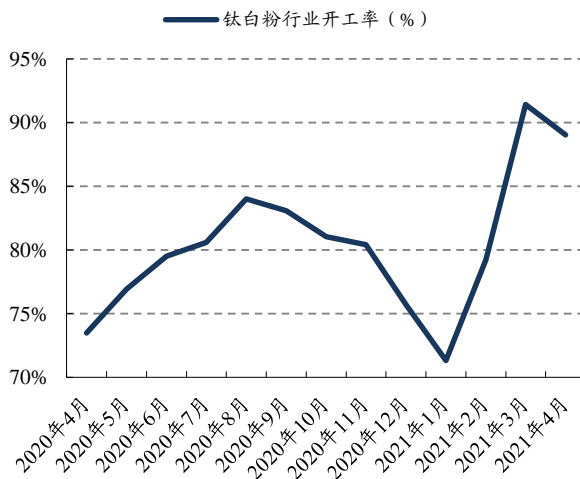
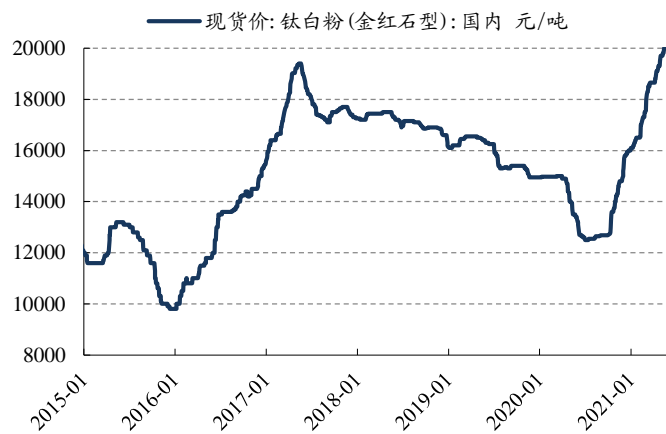
- **钛白粉产能持续扩张，目标成为全球老大：**现有钛白粉产能101万吨/年（氯化法36+硫酸法65），根据现有拟在建项目规划未来实现钛白粉产能140万吨/年，成为全球钛白粉老大（当前产能全球第三、国内第一）。
- **国内率先掌握氯化法工艺：**公司在国内率先吸收、掌握氯化法钛白粉量产工艺，由于硫酸法工艺三废污染高，当前政策下限制5万吨/年以下硫酸法产能的上马。氯化法工艺污染低、产品品质高，考虑到海外特诺、科慕和亨斯迈均全部采用氯化法工艺，康诺斯氯化法产能占比约82%，而2020年国内氯化法产量仅为16%左右，未来国内新增产能将以氯化法为主，公司凭借在氯化法工艺的优势，未来规模扩张、成本控制将更有优势。
- **钛产业链一体化，兼具原料保供和成本优势：**公司拥有80万吨/年钛精矿产能，攀枝花在建30万吨/年钛矿转化氯化钛渣项目，为氯化法工艺配套。与攀枝花政府进行上游原料合作将进一步提高公司原料自给率，在原料保供的同时，进一步增强成本优势。
- **进军新能源材料，开拓新的增长点：**设立子公司龙佰新材料，利用钛白粉副产品硫酸亚铁生产磷酸铁锂，开拓锂电正极材料业务；收购河南中炭开拓锂电负极材料业务，迎接未来新能源汽车带动的产业链市场空间。

风险提示：在建项目投产进度及盈利不及预期；氯化法工艺技术扩散的风险。

图：钛白粉价格走势（元/吨）

图：钛白粉行业开工率（%）

图：钛白粉工厂库存量（万吨）



二) 细分子行业龙头

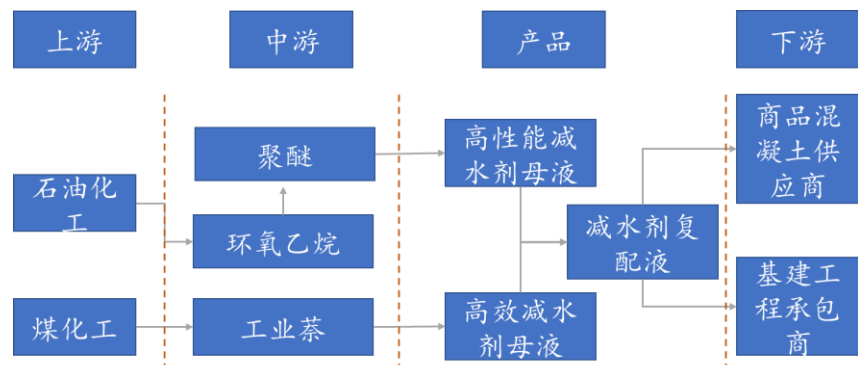
➤ 苏博特：减水剂龙头，功能材料有望长成另一极

■ 推荐逻辑：

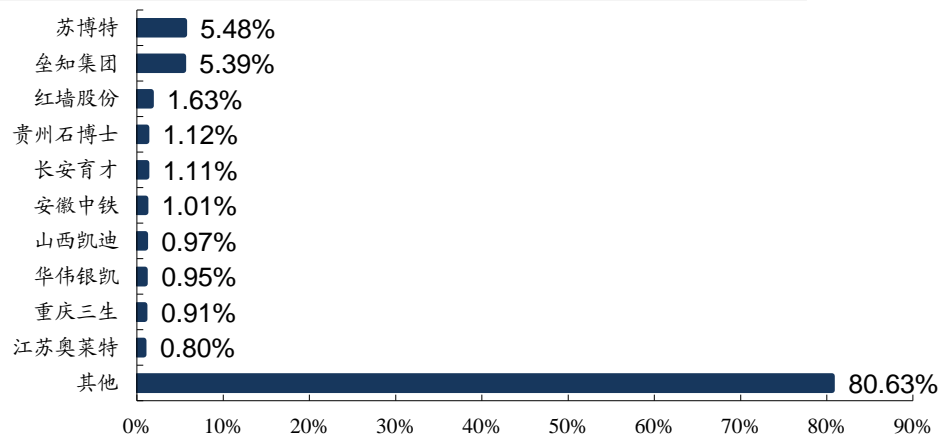
- **减水剂格局分散，苏博特市占率持续提升：**市场容量500亿元左右，当前CR3约12%，考虑到上游地产商集中度提升、头部企业全国范围内产能和销售网络布局，专家预计三到五年行业理想状态下CR3达到40%，其中苏博特有望占有20%，对应减水剂业务100亿收入水平。相较于同行，苏博特还向上游进一步自主配套聚醚，实现产业链成本优化。
- **功能材料有望成为比肩减水剂的又一增长极：**依托院士领衔的豪华研发团队，公司储备多个具备潜力发材料品种，其中抗裂材料应用进展较快，单个地铁工程标段价值量达2kw, 60~80个项目即可形成对标苏博特现有减水剂的业务体量，空间广阔。

风险提示：减水剂毛利率下滑的风险；功能材料市场推广不及预期的风险。

图：减水剂产业链示意图



图：减水剂行业格局分散，top3市占率有望进一步提升



二) 细分子行业龙头

➤ 云天化：磷肥龙头，磷铵价差回到高位

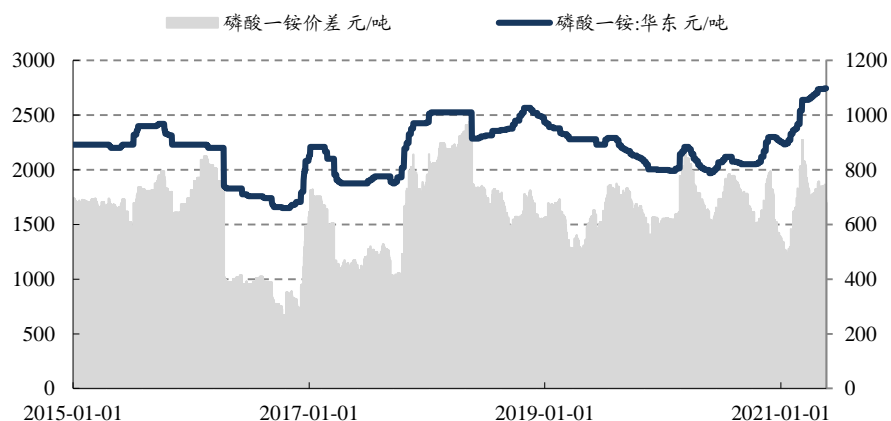
■ 推荐逻辑：

- 资产负债表修复完毕
- 国企改革双百单位
- 长江保护法&三磷综合整治，磷资源长线看涨
- 行业协同相对容易

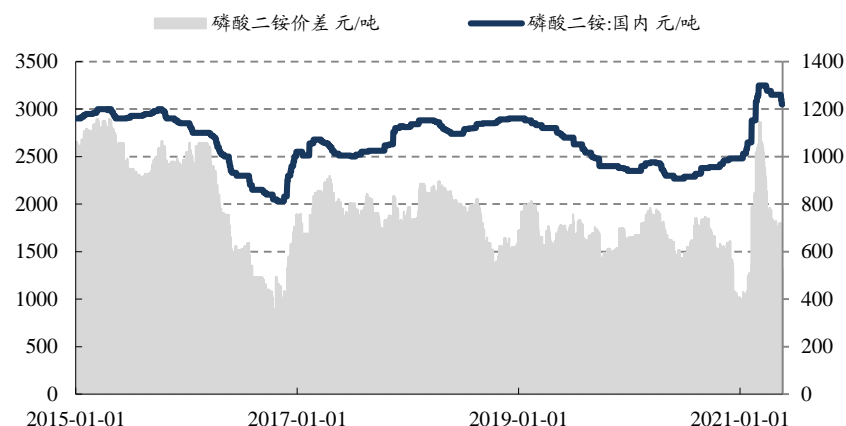
风险提示：磷肥景气度不及预期

业务主体	产品	产能, 万吨	备注
天宁矿业	磷矿	300	
磷化集团	磷矿以及磷化工	磷矿1150, 黄磷3.8万吨, 磷酸氢钙50万吨	
云峰化工	磷铵	55	
红磷化工	磷铵	95	
天安化工	磷铵	182	
三环中化	磷铵	120	
大地云天化	磷铵	60	
水富云天化	尿素	76	
金新化工	尿素	80	
天聚新材	聚甲醛	9	扩产6万吨

图：磷酸一铵价格、价差



图：磷酸二铵价格、价差



二) 细分子行业龙头

➤ 亚钾国际：100万吨产能即将投产，钾肥价格持续上行

■ 推荐逻辑：

➤ 行业短期长期均具备上行催化能力：

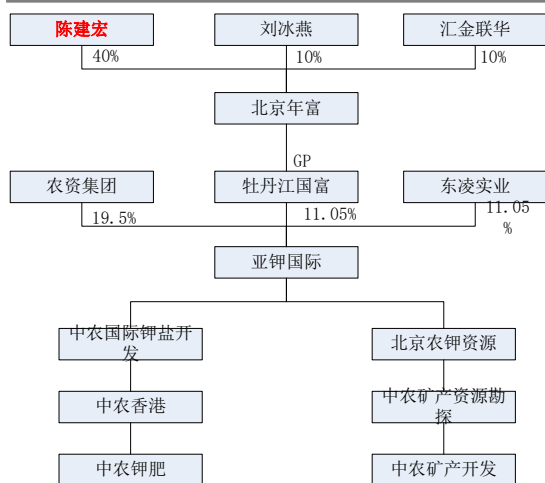
- 对外依存度高：国内年需求1700万吨，自产约850万吨
- 短期催化：钾肥集中于加钾、乌钾、俄钾，全球定价，疫情阻碍全球钾肥贸易，海运提价推升钾肥价格上涨
- 长期逻辑：需求持续稳定增加（作物施用钾肥渗透率提升），盐湖卤水质量下滑

➤ 公司业绩拐点来临：

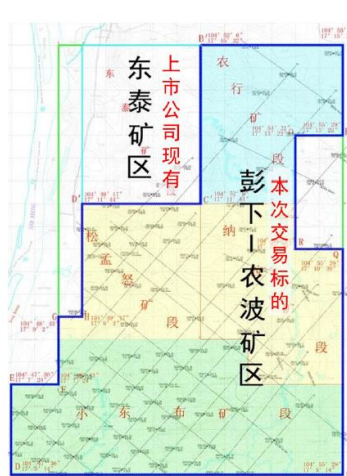
- 股东层面：关联方诉求一致，利益实现绑定，阻碍公司长期发展的绊脚石剔除；
- 产能释放节点来临：现有25万吨产能，21/7/1将形成100万吨产能；在手产能批文300万吨将在3-5年内完成，资源储量8亿吨，支撑远期6-800万吨的产能，远期业绩空间达50亿，对标千亿市值。

风险提示：海外政策风险；矿区开发的不确定性。

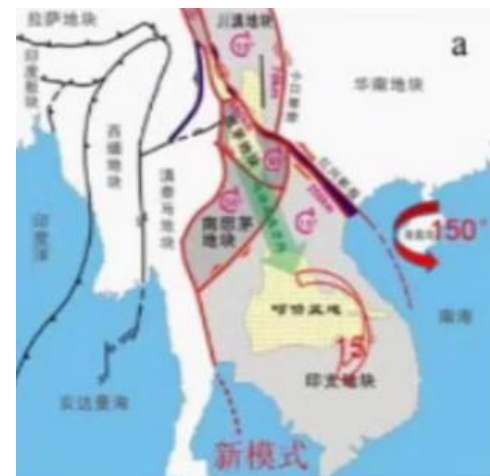
图：三大股东利益完成绑定



图：两大矿区在老挝的分布



图：矿区紧邻中老铁路



二) 细分子行业龙头

➤ 广信股份：一体化农药龙头，持续扩展促成长

■ 推荐逻辑：

- **农药细分龙头，业绩持续释放：**公司以光气为核心，是国内少数具有较为完整农药生产体系的专业厂商之一。公司主营产品包括多菌灵、甲基硫菌灵等杀菌剂，敌草隆、草甘膦等除草剂以及氨基甲酸甲酯、异氰酸酯、邻苯二胺、邻对位硝基氯化苯等精细化工中间体。其中多菌灵产能1.8万吨/年，甲基硫菌灵产能6000吨/年，国内产能占比均在30%以上，排名前列。受益于供需结构改善，公司部分产品价格（2020年均价、2021年Q1均价，2021年4月27日价格）处于上涨阶段。比如，多菌灵（35225元/吨、40019元/吨、42000元/吨）、甲基硫菌灵（35495元/吨、44117元/吨、45000元/吨）、敌草隆（36157元/吨、36212元/吨、37500元/吨）、草甘膦（22153元/吨、29388元/吨、33391元/吨）、对硝基氯化苯（7772元/吨、12434元/吨、13900元/吨）、邻硝基氯化苯（2684元/吨、9613元/吨、11200元/吨）
- **持续扩产促成长，在建新增产能主要有：**（1）20万吨的对（邻）硝基氯化苯项目，基本完成，工程进度98.35%。（2）东至五期项目，工程进度15.85%。30万吨离子膜烧碱将有效实现公司氯碱自给。（3）杀虫剂，年产3000吨茚虫威项目（分期建设，一期1000吨），该项目盈利前景良好，目前产品价格107万元/吨。（4）除草剂，年产3000吨噁草酮项目（分期建设，一期1500吨），2020年7月22日环评审批前公示。根据可研报告，该项目总投资4.2亿元，营业收入6.55亿元，净利润2.66亿元。目前该产品销售均价33万元/吨。后期规划三期项目，1000吨噁草酮酚、500吨丙炔噁草酮。（5）杀虫剂，年产5000吨噻嗪酮项目，2020年8月7日环评公示。根据可研报告，该项目总投资1.26亿元，营业收入3.9亿元，净利润3694万元。目前该产品销售均价8万元/吨。（6）杀菌剂，1200吨噁唑菌酮项目，根据可研报告，项目达产后，预计新增年销售收入6.6亿元，新增年利润总额1.54亿元。（7）杀菌剂，3000吨吡唑醚菌酯项目，原募投项目。
- **股权激励激发核心人员动力：**2020年12月，公司完成股权激励授予317.33万股，激励对象包括公司主要高管及核心骨干成员共97人。第一至第三个解锁净利率考核目标为，2020-2022年净利润分别不低于5.57亿元、6.37亿元、7.58亿元。

风险提示：农药上行景气周期持续时间不及预期；生产基地安全环保等风险影响开工率。

二) 细分子行业龙头

➤ 合盛硅业：工业硅&有机硅双龙头，碳中和强化护城河

■ 推荐逻辑：

➤ **工业硅高能耗，碳中和强化护城河：**工业硅产业属于典型的高能耗产业，目前我国工业硅产能主要集中于新疆、云南等环境容量大、电价便宜的区域。碳中和背景下，新增项目审批难度增加，行业进入壁垒增加，小散产能受环保等政策影响开工率低，光伏产业爆发式增长拉动硅料需求上扬，疫情下全球货币放水推升资源价格，我们判断未来工业硅将处于长期景气上行周期，合盛硅业作为行业龙头，且具备已批在建产能，兼具量价齐升双重逻辑；

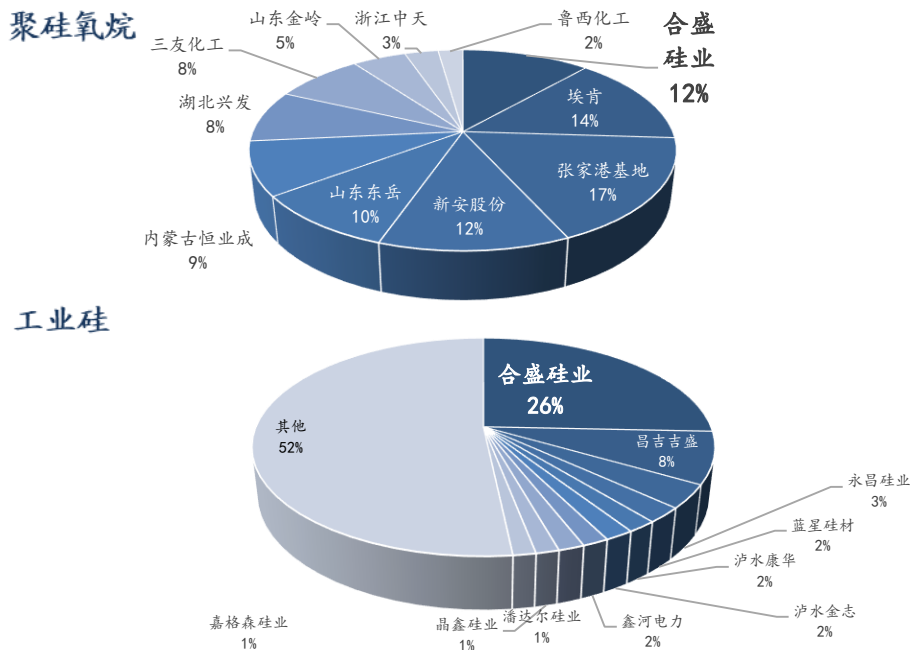
➤ **工业硅&有机硅双龙头，低成本持续扩产强化龙头地位：**分别拥有工业硅和有机硅产能73万吨/年和53万吨/年稳居全球第一，前瞻性布局云南昭通基地，叠加石河子有机硅基地，2021年公司工业硅和有机硅单体产能将达到113万吨/年和133万吨/年，国内产能占比提高至21%和26%。受益于规模化、低电价优势，工业硅成本较行业成本低2000元/吨左右，前几年价格触及行业成本线，公司仍具盈利能力，龙头优势显著。

➤ **风险提示：**安全环保督察拉低开工率的风险，工业硅景气周期不及预期的风险。

2020年业绩情况

分类	主要产品	产量/吨	销量/吨	营收/亿元	毛利/亿元	备注
工业硅	硅块和微硅粉	49.49	36.65	38.45	15.06	2021年云南昭通投产40万吨工业硅
	110生胶	15.59	12.73	20.59	9.95	1. 2021年西部合盛投产20万吨密封胶 2. 2022年云南昭通投产20万吨硅氧烷
	107胶	9.21	8.93	14.20		
有机硅	混炼胶	4.05	3.89	6.24		
环体硅氧烷	18.83	2.76	4.36			
	气相白炭黑	0.93	0.69	0.88		

图：2020年聚硅氧烷/工业硅市场格局



二) 细分子行业龙头

➤ 万盛股份：全球磷系阻燃剂龙头，业绩高增长

■ 推荐逻辑：

- **磷系阻燃剂龙头，受益行业景气上行，业绩持续高增长：**主营产品阻燃剂量价齐升，带动公司营收增长及综合毛利率大幅提升。公司2020年Q1-2021年Q1单季度分别实现归母净利润0.35亿元（受疫情拖累）、0.72亿元、1.24亿元、1.63亿元、2.04亿元，环比持续提升，其中2021年Q1单季度盈利再创新高。
- **持续扩产促成长，控制权拟变更为复星旗下南钢股份：**（1）浙江临海厂区二期改造项目。（2）江苏泰兴厂区二期工程年产2.7万吨脂肪胺及其衍生产品生产项目。（3）山东万盛年产55万吨功能性新材料一体化生产项目。该项目一期总投资16亿元，一期项目主要产品包括新增7万吨绿色聚氨酯阻燃剂、5万吨绿色工程塑料阻燃剂及7万吨三氯氧磷、10万吨高端环氧树脂及助剂、2.93万吨表面活性剂生产能力。

风险提示：产品价格回调；新增产能释放及盈利不及预期。

图：公司四大业务板块



表：公司现有产能列表

产品名称		产能（万吨）
阻燃剂	聚氨酯软泡阻燃剂	0.9
	聚氨酯硬泡阻燃剂	4.2
	工程塑料阻燃剂	6.5
胺助剂	特种胺	1
	脂肪叔胺	1.3
	其他	0.2
催化剂		1
涂料助剂	腰果酚固化剂、稀释剂	2
	腰果酚	2

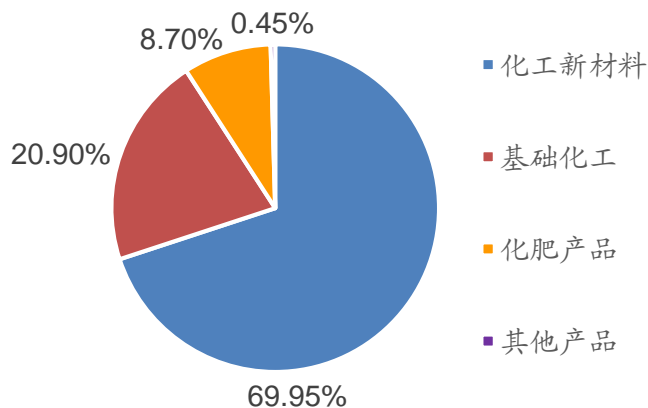
(二) 细分子行业龙头

鲁西化工：业绩拐点向上，中化持续加码

推荐逻辑：

- 园区一体化，产业链丰富：**公司主要产品包括：26.5万吨/年聚碳酸酯、30万吨/年己内酰胺（在建30万吨/年）、30万吨/年尼龙6（在建30万吨/年）、25万吨/年双氧水（折百，在建15万吨/年）、40万吨/年甲酸、75万吨/年多元醇、22万吨/年甲烷氯化物、40万吨/年烧碱、90万吨/年尿素、甲胺、DMF、有机硅等。2020Q1-2021Q1，公司单季度归母净利润分别为0.15、2.07、2.44、3.54、9.99亿元，业绩环比持续提升。
- 两化合并，打造新材料平台：**园区面积18平方公里，建成7平方公里，空余土地充足。
- 风险提示：**产品价格回调；新增产能释放及盈利不及预期。

图：2020年公司营业收入占比情况



表：公司主要产品营业收入及占比情况（亿元）

		2015	2016	2017	2018	2019
己内酰胺	营业收入	11	4	6	8	10
	占比	8.31%	3.99%	3.93%	3.98%	5.34%
聚碳酸酯	营业收入	0	8	13	19	27
	占比	0.00%	7.28%	8.43%	9.07%	15.15%
尼龙6	营业收入	0	5	11	21	23
	占比	0.00%	4.51%	7.25%	9.97%	12.79%
烧碱	营业收入	3	5	11	10	6
	占比	2.59%	4.98%	6.88%	4.68%	3.52%
甲烷氯化物	营业收入	4	4	5	8	7
	占比	3.21%	3.56%	3.48%	3.92%	3.96%
甲酸	营业收入	3	4	10	11	6
	占比	2.64%	3.39%	6.07%	4.96%	3.50%
甲酸钠	营业收入	2	2	3	3	2
	占比	1.21%	1.64%	1.80%	1.50%	0.83%
多元醇	营业收入	21	18	26	56	48
	占比	16.66%	16.80%	16.67%	26.44%	26.51%
氯磺酸	营业收入	0	0	1	1	0
	占比	0.38%	0.45%	0.40%	0.43%	0.24%
尿素	营业收入	25	13	9	10	4
	占比	19.68%	11.99%	5.90%	4.58%	2.37%
复合肥	营业收入	34	27	25	18	12
	占比	26.44%	24.77%	15.60%	8.29%	6.52%
营业总收入		129	109	158	213	181

二) 细分子行业龙头

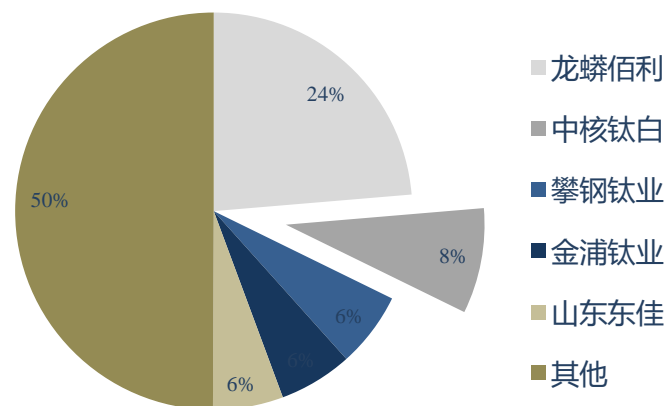
➤ 中核钛白：低成本钛白粉扩张，50万吨磷酸铁锂启新章

■ 推荐逻辑：

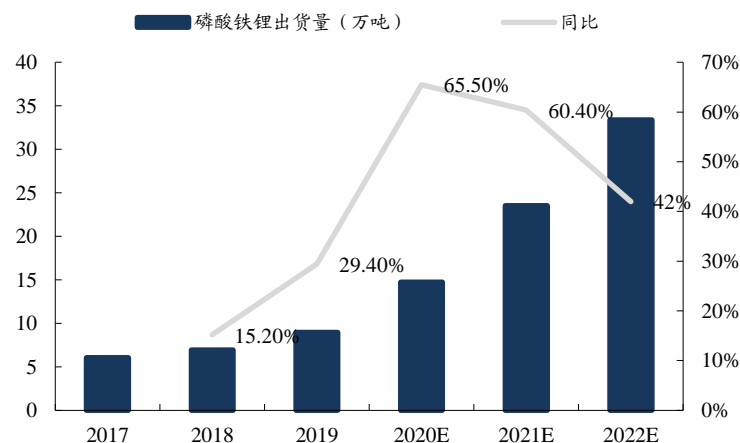
- **钛白粉国内龙二，已批扩产指标大：**公司当前具备硫酸法钛白粉产能40万吨/年，产能规模在国内仅次于龙蟒佰利位居第二，同时公司在甘肃白银市获批30万吨/年硫酸法钛白粉产能。在氯化法技术有壁垒、硫酸法审批有限制的背景下，钛白粉新增产能有限，作为地产后周期受益于美国地产复苏，价格持续攀升，当前约2.1万元/吨，处于历史高位。公司30万吨钛白粉投产后盈利能力有望翻倍，是典型的周期成长选手。
- **磷酸铁锂成为公司重要战略：**公司利用副产的硫酸亚铁作为原料生产磷酸铁锂，汽车电动化革命浪潮下，磷酸铁锂作为与三元材料共存的正极材料，需求将持续大幅增加。公司规划50万吨/年磷酸铁锂产能分批释放，全部达产后将成为超过钛白粉的第一大业务。

风险提示：钛白粉景气周期不及预期；磷酸铁锂业务盈利能力下滑。

图：2019年中国钛白粉行业格局



图：磷酸铁锂LFP总出货量及预测



三) 新材料龙头

➤ 震安科技：立法落地空间打开，龙头充分受益

■ 推荐逻辑：

- **立法落地，市场扩容超十倍：**2021/5/21国常会通过《建设工程抗震管理条例（草案）》，据我们测算，此举释放国内200亿元以上减隔震市场规模，当前市场规模15~20亿元左右；同时依托技术经济性，全市场也能通过技术渗透形成100亿元左右规模；如果考虑渗透进展较慢的住宅和旧房改造领域，将形成每年超千亿的减隔震市场规模。
 - **公司是建筑减隔震行业绝对龙头：**由于减隔震行业在国内属于新兴行业，同行一般是针对铁路、桥梁等进行减隔震的业务，公司凭借积累的大量工程数据，针对建筑形成设计、研发、生产、数据积累回馈涉及研发的一整套闭环减隔震业务；
 - **产能扩张和市场开拓迎接广阔蓝海：**公司现有隔震产能5万套/年，在建昆明新基地5万套和唐山基地6万套产能将于2021年内投产，为市场扩容做足准备；
- 风险提示：**政策执行力度不及预期；行业渗透率不及预期；市占率下滑。

图：不同抗震技术原理对比



三) 新材料龙头

➤ 昊华科技：低估值科技股，军品业务协同加速发展

■ 推荐逻辑：

- **研发实力雄厚，激励机制激活潜力：**在原天科股份基础上注入原化工部11个院所，是中国化工集团下的科技板块资本运作平台，技术积累深厚，多产品具备爆发潜力；公司作为央企对高管实施股权激励、首批纳入双百示范，有望激活体制内潜力。
- **资源整合，军品业务协同发展：**多个院所具备军品供应业务，如军机航空轮胎、橡胶密封件、舰艇涂料、航空玻璃等，当前我国武器列装速度加快，军品业务稳健发展。
- **PTFE树脂国内龙头，新增产能正在释放：**晨光院原有2.2万吨/年PTFE树脂产能，产能居国内第一，市占率约1/3，中高端产品为主，此外新增高端5000吨/年PTFE树脂2021年放量。
- **三氟化氮等电子特种气体抢占国产化机遇：**面板+芯片产业转移，配套电子化学品需求增加，公司三氟化氮供应量国内第二，黎明院在建4600吨/年电子特气项目，我们预计2021年分批逐步投产，光明院小品种、高附加值电子特气逐步完成认证，电子特气业务国内居前。

风险提示：机制创新是否如期推进；子公司整合进展。

图：主要子公司业绩及在建项目

被参控公司	主要产品	2018 (百万元)	2019 (百万元)	2020 (百万元)	在建项目及特点备注
晨光院	氟化工	185.94	127.09	149	5000吨PTFE20Q4投产，提负荷中；2500吨PVDF在建，21年建成；
黎明院	推进剂，电子特气	98.79	125.46	149	21年上半年投产1500吨三氟化氮和六氟化钨，下半年投产剩下1500吨三氟化氮；
西北院	橡胶密封件	53.39	68.41	84	未明确新建项目，军工相关的整体都会有新增，也配套国产大飞机
曙光院	特种轮胎	43.98	46.08	60	航空轮胎积极扩产
海化院	海洋涂料	31.25	36.49	53	1万吨涂料，21年年底建成
沈阳院	特种橡胶	19.38	25.92	31	
锦西院	航空有机玻璃	12.04	12.37	23	未明确新建项目，军工相关的整体都会有新增，也配套国产大飞机
北方院	特种涂料	5.28	10.19	16	
光明院	特种气体	9.02	7.61	10	搬迁新厂已经建好，原材料采购之前有点问题，20年还没发挥出产能
株洲院	探空气球 特种乳胶材料	9.72	7.00	9	
大连院	橡胶助剂	2.92	3.42	4	
西南院	变压吸附	4.20	2.45	73	碳捕集概念

三) 新材料龙头

➤ 万润股份：国六全面推行放量，低估值优质成长

■ 推荐逻辑：

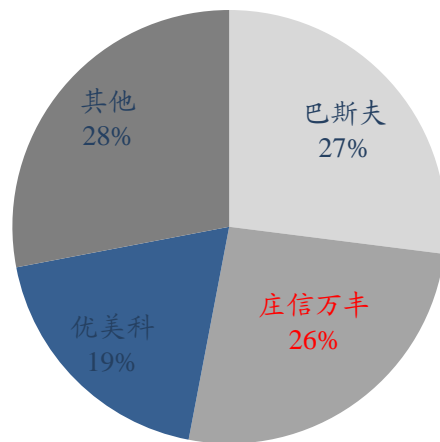
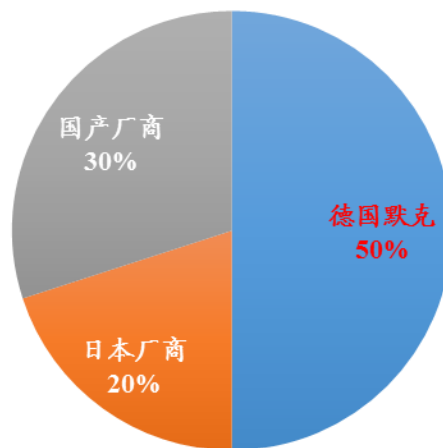
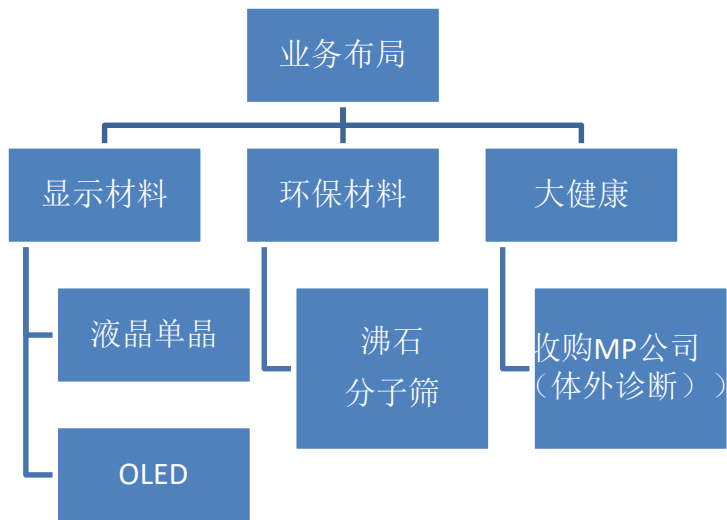
- **液晶单晶**：公司单晶供应全球最大混晶材料商德国默克，受益于液晶面板产能向国内高速转移。
- **沸石业务**：公司沸石供应全球催化剂龙头庄信万丰，产能于2019年集中放量，国六推进带动沸石需求显著提升。
- **OLED业务**：引入三月科技，加速布局OLED材料领域。

风险提示：主营产品价格波动；沸石需求增长不及预期；消费电子增长不及预期。

图：公司业务结构布局

图：2019年全球液晶材料竞争格局

图：2019年全球沸石材料竞争格局



一) 新材料龙头

➤ 奥福环保：蜂窝陶瓷载体龙头，国六切换迎业绩拐点

■ 推荐逻辑：

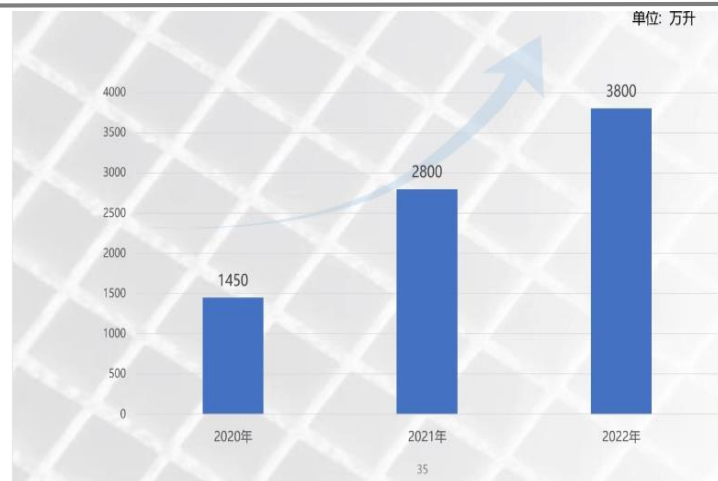
- **市场空间：**汽油车/柴油车/非道路机械粗略计算均为50亿元，公司对应柴油车和非道路机械市场，合计百亿级市场空间。
- **国六单台价值量提升：**国五阶段单台10L排量柴油机为例，对应20L载体、600+元价值量；对应国六阶段42L载体、单台2000+元价值量。
- **竞争格局：**美国康宁、日本NGK垄断90%+市场空间，国内厂商仅奥福环保和王子制陶，奥福下游客户包括重汽、云内、玉柴等主机厂，市占基数低，提升空间大。
- **放量逻辑：**疫情给国产厂商提供认证、市场进入的机会，当前国内厂商市占率不足10%，市占率目标看到20-30%。
- **盈利预测：**我们预计21H2国六产品开始放量，公司21年业绩指引1.5亿，3年内年化50%+增长。

风险提示：下游客户认证进度不及预期；国六政策执行层面延迟执行的风险。

图：国六陶瓷载体类型

图：公司产能规划

柴油车和汽油车尾气治理技术路线及所用蜂窝陶瓷载体			
汽车类型	排放标准	净化措施	主要技术路线及所用蜂窝陶瓷载体
柴油车	国一至国三	发动机内净化技术	降低发动机燃烧室的面容比、改进点火系统、采用燃油喷射技术、引入废气再循环、改善燃料供给系统等
	国四至国五	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	
	国六	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	
汽油车	国一至国五	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	
	国六	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	



一) 新材料龙头

➤ 泛亚微透：ePTFE赛道小而美，市场利基产品多元

■ 推荐逻辑：

- 1. **掌握ePTFE膜核心技术专家，致力成为中国“戈尔”**：公司以以膨体聚四氟乙烯膜（ePTFE）作为技术平台，应用开发ePTFE微透产品、气体管理产品、CMD、吸隔声产品、密封件、挡水膜以及机械设备等7个大类，明确提出“产品多元、市场利基”的发展战略，通过对ePTFE制备、改性和复合技术的不断研究，根据自身ePTFE等产品不同应用领域的市场特征，在声（ePTFE膜复合吸音棉、MEMS声学膜）、电（燃料电池电极膜）、磁（PTFE屏蔽膜）、热（SiO₂气凝胶复合材料）、气体管理（干燥剂、吸雾剂）、耐候耐化学（保护垫片）等领域持续研究创新，并取得一定突破。作为ePTFE膜产品的鼻祖，美国戈尔公司年销售额达37亿美元。公司致力成为中国“戈尔”，目前营业收入规模仅2.5亿元，未来成长空间大。
- 2. **公司成长迅速，产品正逐步实现进口替代**：ePTFE材料的供应主要被美国戈尔（Gore）、日东电工（Nitto）、唐纳森（Donaldson）等少数国外巨头垄断。公司不断投入研发，逐步实现进口替代，市占率有望继续提升。2019年在ePTFE微透产品中，透气栓、透气膜国内市场规模约为1.85亿元，公司市占率25.42%；耐水压透声膜在消费电子行业的全球市场规模约为25.53-66.38亿元，公司市占率0.24-0.61%；挡水膜规模为7.7亿，公司市占率6.35%；吸音棉国内市场规模约为23.15亿元，公司市占率1.64%；气体管理产品国内市场规模约在1.65-2.06亿元之间，公司市占率6.65-8.32%；CMD国内潜在市场规模约为9.77亿元。还有很多其它潜在利基市值，有待公司进入。
- **募投项目保障公司未来成长，宁德时代导入进展值得关注**：包括消费电子用高耐水压透声ePTFE改性膜、SiO₂气凝胶与ePTFE膜复合材料、工程技术研发中心建设项目以及补充流动资金。其中，SiO₂气凝胶正在向宁德时代电池包中导入，对公司未来业绩增量有重要影响。

风险提示：产品开发失败的风险，大客户导入进展不及预期的风险。

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

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

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在15%以上；

增持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于5%与15%之间；

中性：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与5%之间；

减持：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间；

卖出：预期未来6个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级：

增持：预期未来6个月内，行业指数相对强于大盘5%以上；

中性：预期未来6个月内，行业指数相对大盘-5%与5%；

减持：预期未来6个月内，行业指数相对弱于大盘5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街5号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>

东吴证券 财富家园