

中性

——维持

日期：2021年06月04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/中期策略

优质核心资产为盾，好赛道高成长为矛

—2021年基础化工行业中期投资策略

■ 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高成长龙头企业；优质赛道主要聚焦精细化工及新材料领域。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

行业盈利能力回升，补库存正在进行

行业业绩方面，基础化工行业营收及利润总额在2021年Q1季度同比均出现了大幅提升，主要原因系去年同期受疫情影响，行业运转基本停滞，导致基数过低。但随着去年下半年同期基数恢复，预计行业增长将会放缓。从行业存货情况来看，2021年起库存均有大幅提升，主要原因系产品价格大幅提升、春节备货库存增加等。我们预计2021年将是补库存期，下半年产品价格环比下降的概率较大，且随着行业产能持续释放，库存仍将会有所提升。化工品价格方面，后疫情时代中国化工产品价格指数（CCPI）逐步提升，并在2021年超过了疫情前的数值。其主要原因系短期供需错配导致了化工品价格再度提升，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，进一步加剧了化工品提价程度。但进入2021Q2之后，CCPI进入了平台走势，原料涨价向下游的传导仍然不够通常，去库存向补库存转移，未来存在下行空间。

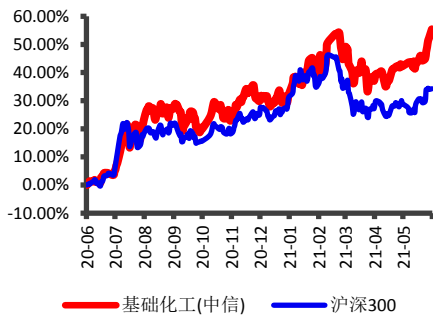
顺周期核心资产：坚守具备较好成长空间标的

我们持续推荐顺周期中 α 属性强的龙头企业（万华化学、扬农化工、龙鳞佰利、新和成等）以及业绩弹性较大的优质企业（巨化股份）。此外，建议关注油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源）及高能耗炭黑行业（黑猫股份等）。重点关注万华化学、巨化股份。

优质赛道龙头：精选优质赛道+高成长性细分龙头

我们认为优质赛道主要集中在精细化工及新型材料等领域。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。我们认为经历了前期的股价上行，2021-2022年将会是更加关注成长性的时期，能否消化拔高的估值是选股的重要评判标准，因此，建议关注优质赛道的低PEG细分龙头。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：光威复材等）、纳米分子筛（国产替代加速，龙头：建龙微纳）、半导

近12个月行业指数与沪深300比较
(截止至2021年5月31日)



报告编号：HLX21-HG-02

相关报告：

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、建龙微纳、光威复材。

■ 风险提示

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 5 月 31 日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2020A	2021E	2022E	2020A	2021E	2022E		
600309	万华化学	108.78	3.2	5.96	6.69	34.0	18.3	16.3	6.7	谨慎增持
600160	巨化股份	9.96	0.04	0.29	0.45	249	34.3	22.1	2.2	增持
002597	金禾实业	34.32	1.28	1.79	2.19	26.8	19.2	15.7	4.0	增持
688357	建龙微纳	84.39	2.2	3.08	4.29	38.4	27.4	19.7	5.0	增持
300699	光威复材	71	1.24	1.49	1.78	57.3	47.7	39.9	10.2	谨慎增持

数据来源：wind 上海证券研究所

注：金禾实业 2021E、2022E 数据为 wind 一致预期

目 录

一、化工行业概况	5
1.1 行业盈利能力回升，补库存正在进行	5
1.2 原油：油价短期震荡，中期有望出现抬升	6
1.3 化工品：价格指数进入横盘，整体价格有望回落	7
1.4 基础化工行业市场走势强劲	9
二、投资策略：优质核心资产为盾，好赛道高成长为矛	11
2.1 顺周期核心资产：坚守具备较好成长空间标的	11
2.1.1 顺周期核心资产投资逻辑的改变	11
2.1.2 顺周期核心资产投资逻辑的不变之处	13
2.1.3 部分顺周期行业梳理	15
2.2 精选优质赛道+高成长性细分龙头.....	18
2.2.1 代糖（高倍甜味剂）	19
2.2.2 日化（化妆品）	19
2.2.3 碳纤维.....	21
2.2.4 分子筛.....	22
2.2.5 化工品物流.....	23
2.2.6 特种表面活性剂.....	24
2.2.7 尾气处理材料.....	24
三、重点关注公司	25
3.1 万华化学.....	25
3.2 巨化股份.....	26
3.3 金禾实业.....	26
3.4 建龙微纳.....	27
3.5 光威复材.....	28
四、总结	29
五、风险提示	29

图 表

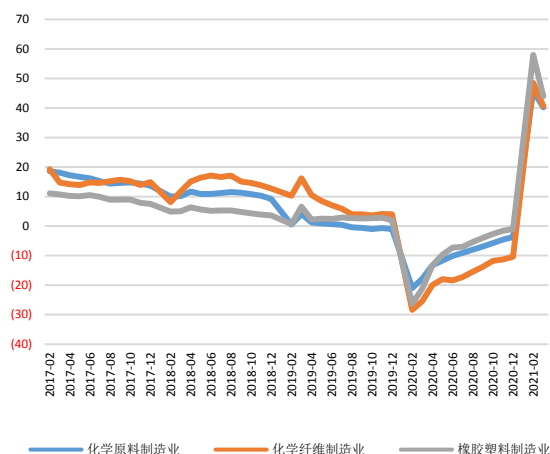
图 1 历年基础化工行业营收同比增速示意图	5
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图	5
图 3 历年基础化工行业库存示意图	6
图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图	7
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图	8
图 6 价格较 2021 年初涨幅居前产品示意图	8
图 7 价格较 20 年同期涨幅居前产品示意图	9
图 8 2021 年初至今 A 股基础化工板块表现	10
图 9 A 股行业 PE 估值情况	10
图 10 历年 PPI 同比（当月）示意图	12
图 11 近年美国十年期国债收益率走势	12
图 12 我国历年地产、基建投资额增速示意图	12
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 在建工程/总资产居前龙头企业情况(总资产大于 150 亿)	14
图 17 历年国内钛白粉产能示意图	15
图 18 历年国内钛白粉行业开工率示意图	15
图 19 历年钛白粉价格示意图	16
图 20 国内企业 MDI 产能占比示意图	16
图 21 历年国内 MDI 行业开工率示意图	16
图 22 国内 MDI 下游市场拆分示意图	17
图 23 历年国内 MDI 价格走势示意图	17
图 24 历年国内炭黑产量及增速示意图	17
图 25 历年国内炭黑行业开工率示意图	17
图 26 国内炭黑行业库存示意图	18
图 27 历年炭黑 N220 河北地区价格示意图	18
图 28 安赛蜜市场格局示意图	19
图 29 三氯蔗糖市场格局示意图	19
图 30 历年全球化妆品市场规模示意图	20
图 31 全球化妆品消费结构示意图（2019 年）	20
图 32 历年我国化妆品零售总额及增速示意图	20
图 33 全球多国人均化妆品消费额示意图（2019 年）	20
图 34 碳纤维产业链示意图	21
图 35 全球小丝束碳纤维产能占比示意图	21
图 36 全球大丝束碳纤维产能占比示意图	21
图 37 全球吸附分子筛市场容量预测示意图	23
图 38 历年我国化工物流行业市场规模示意图	23
图 39 我国化工物流模式拆分示意图（2019 年）	23
图 40 历年我国表面活性剂销量示意图	24
图 41 历年我国表面活性剂进出口量示意图	24

一、化工行业概况

1.1 行业盈利能力回升，补库存正在进行

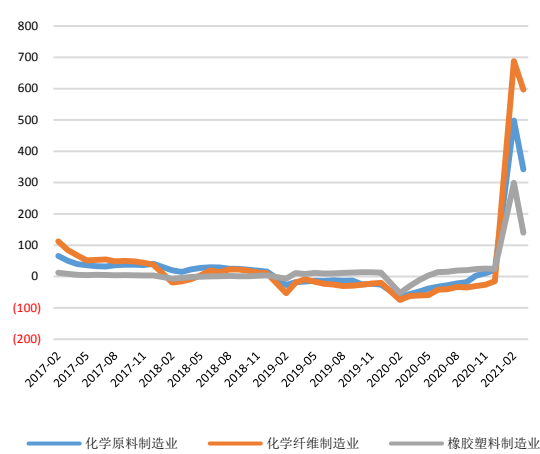
化学原料制造业、化学纤维制造业、橡胶塑料制造业营收及利润总额在 2021 年 Q1 季度同比均出现了大幅提升，主要原因系去年同期受疫情影响，行业运转基本停滞，导致基数过低。从 2020 年 Q4 情况来看，同比减幅持续缩窄，甚至转为增长，行业复苏情况较好。且受海外疫情仍在蔓延及东南亚疫情再度爆发影响，国内化工行业景气程度较高，多数产品价格持续走高，行业盈利能力持续提升。但随着去年下半年同期基数恢复，预计行业增长将会放缓。

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

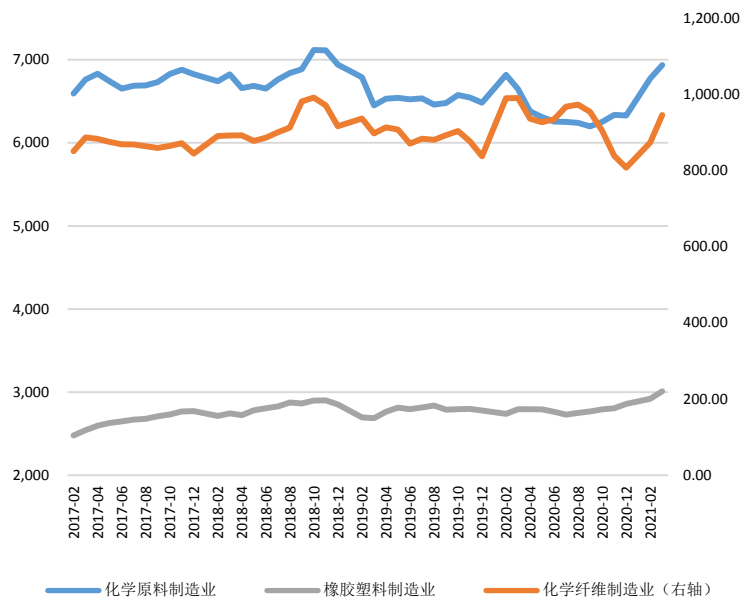
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图



数据来源: Wind 上海证券研究所

从行业存货情况来看，2021 年起库存均有大幅提升，主要原因系产品价格大幅提升、春节备货库存增加等。化学原料和化学纤维行业 2020 年经历了近三个季度的去库存期，行业开工率维持高位，龙头企业扩产进展顺利，我们预计 2021 年将是补库存期，下半年产品价格环比下降的概率较大，且随着行业产能持续释放，库存仍将会有所提升。

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: 油价短期震荡, 中期有望出现抬升

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。随后开始出现震荡调整期, 并在三月兑现了我们上篇投资策略提出的 5-10 美元下行调整。当前时点我们认为短期受东南亚疫情爆发、变异病毒频现及国内零星本土病例影响, 油价仍将出现震荡。中期 (2021Q3-Q4) 有望受需求端恢复及全球经济刺激政策实施出现中枢上移, 布油价格有望进入 75-80 美元区间 (关注伊朗制裁情况及 6 月初 OPEC+ 会议结果)。长期来看, 油价仍然会回归成本价区间。

相关数据:

美国信息能源署(EIA)公布的数据显示,截至 5 月 21 日当周 EIA 原油库存减少 166.2 万桶至 4.843 亿桶, 减少 0.3%, 预期减少 100 万桶; EIA 汽油库存减少 174.5 万桶, 预期减少 110 万桶; EIA 精炼油库存实际公布减少 301.3 万桶, 预期减少 200 万桶; EIA 库欣原油库存减少 100.8 万桶, 创 2020 年 3 月以来最低库存; 美国国内原油产量维持 1100 万桶/日。美国上周原油出口增加 12.7 万桶/日至 343.3 万桶/日。

美国石油协会(API)公布的数据显示,截至 5 月 21 日当周 API 原油库存减少 43.9 万桶, 预期减少 12.7 万桶; 汽油库存减少 198.6 万桶; 精炼油库存减少 513.7 万桶; 原油库存减少 43.9 万桶; 库欣原油库存减少 115.3 万桶。汽油库存减少 198.6 万桶; 精炼油库存大

降 513.7 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。

图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图

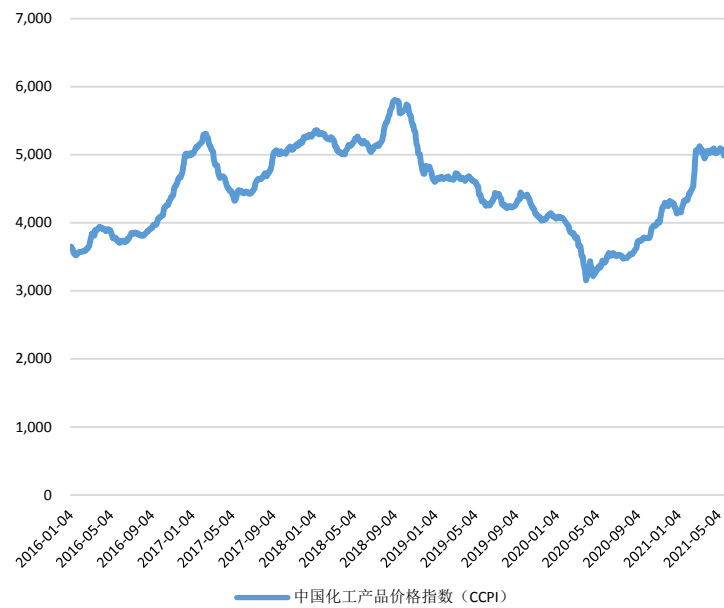


数据来源：wind 上海证券研究所

1.3 化工品：价格指数进入横盘，整体价格有望回落

后疫情时代中国化工产品价格指数（CCPI）逐步提升，并在 2021 年超过了疫情前的数值。其主要原因系 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，短期供需错配导致了化工品价格再度提升，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，进一步加剧了化工品提价程度。但进入 2021Q2 之后，CCPI 进入了平台走势，原料涨价向下游的传导仍然不够通常，去库存向补库存转移，我们认为未来 CCPI 走势将与油价再度形成较好关联性，边际效应减弱。

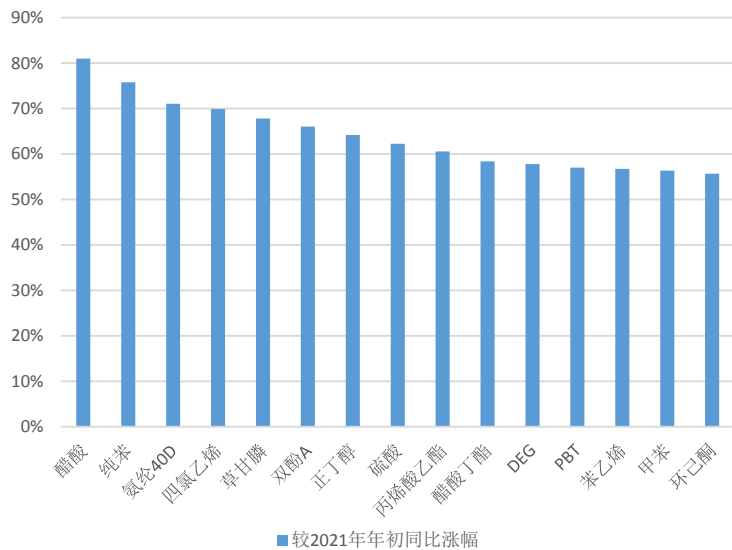
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图



数据来源: wind, 上海证券研究所

据百川盈孚统计,172种化工品中较年初上涨的品种有143个,其中涨幅超过50%的有20个,环比增加较多,醋酸、纯苯、氨纶、草甘膦、双酚A等品种涨幅居前;较年初下跌的有25个品种,碳酸二甲酯、糊树脂、双氧水、聚醚、环丙等跌幅超过10%。

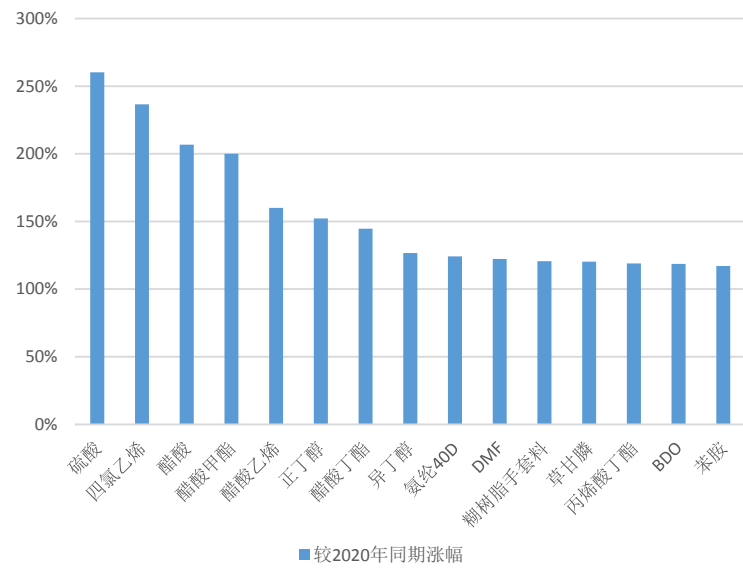
图 6 价格较 2021 年初涨幅居前产品示意图



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 150 个,其中涨幅超过 50%的有 82 个,硫酸、四氯乙烯、醋酸、醋酸甲酯、醋酸乙烯等涨幅居前;同比下跌品种有 21 个,其中跌幅超过 20%的有 8 个品种,泛酸钙、2%生物素、维生素系列、异丙醇等产品跌幅居前。

图 7 价格较 20 年同期涨幅居前产品示意图



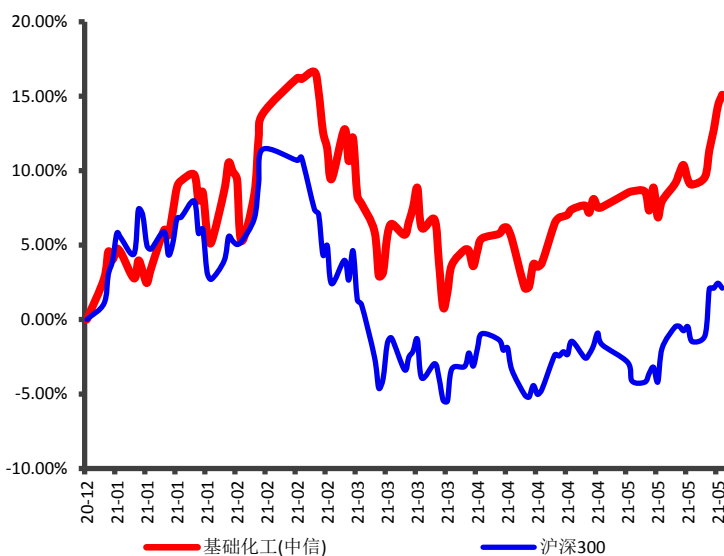
数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

我们认为化工品价格总体将在高位维持一段时间，随后会出现下行，尽管油价 Q3 存在上行空间，但化工品这波涨价主要逻辑是供需错配，一旦疫情得到较好控制，原料端复苏速度将会快于已经提前复苏的需求端，从而导致整体价格走弱。

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、大宗商品价格连涨等影响，行业指数大幅领先沪深 300 指数。个股方面，山东赫达、藏格控股、中核钛白、江苏索普、亚钾国际、联泓新科、中伟股份、赛轮轮胎、天原股份、远兴能源涨幅居前，涨幅分别为 152.23%、147.25%、134.95%、112.76%、112.11%、111.80%、106.84%、100.91%、90.89%、84.72%。

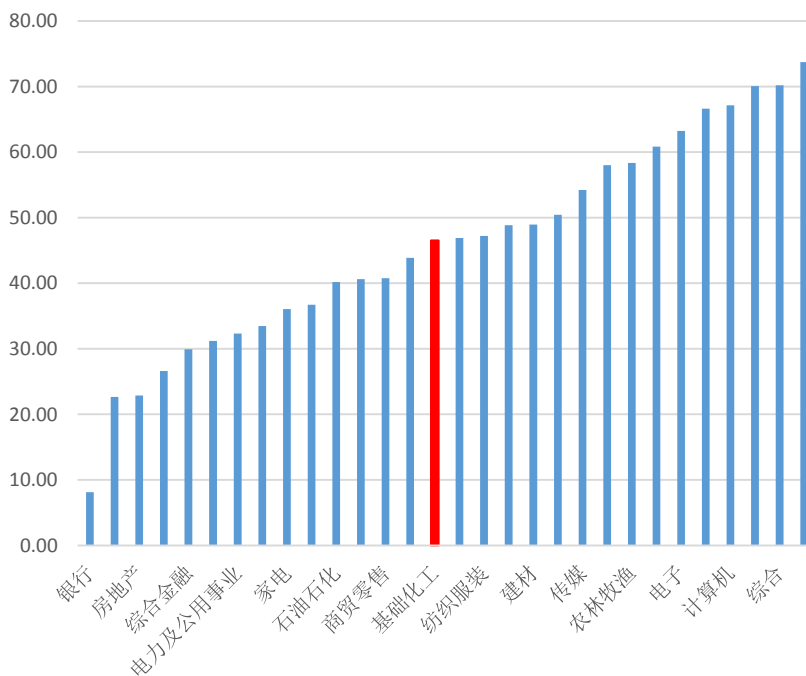
图 8 2021 年初至今 A 股基础化工板块表现



数据来源: wind, 上海证券研究所

从估值上看, 基础化工 PE (TTM) 为 46.52 (剔除负值及大于 500 的企业), PB 值为 4.0 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 15)。

图 9 A 股行业 PE 估值情况



数据来源: wind, 上海证券研究所

二、投资策略：优质核心资产为盾，好赛道高成长为矛

顺周期核心资产：顺周期核心资产年后出现回调，从基本面角度来看，通胀预期逐步兑现、行业 β 边际改善效应弱化，尽管主营产品价格较好，2021Q1 业绩超预期，但普遍股价起色不大。我们认为下半年可以继续关注近几年有产能爬坡的核心资产标的（万华化学、扬农化工、新和成等）以及业绩弹性较大的优质企业（巨化股份）。此外，建议关注油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源等）及高能耗炭黑行业（黑猫股份等）。

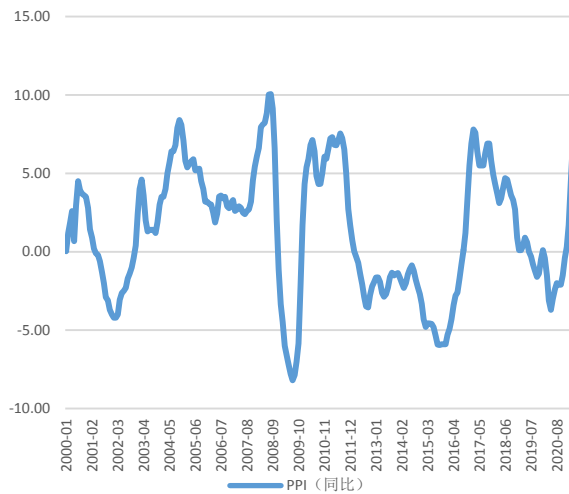
优质赛道龙头：我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在精细化工及新型材料等领域。从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长， β 比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们认为经历了前期的股价上行，2021-2022 年将会是更加关注成长性的时期，能否消化拔高的估值是选股的重要评判标准，因此，我们建议关注优质赛道的低 PEG 细分龙头。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，龙头：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，龙头：珀莱雅、科思股份等）、胶粘剂（国产替代提速，龙头：回天新材、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：光威复材等）、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：坚守具备较好成长空间标的

2.1.1 顺周期核心资产投资逻辑的改变

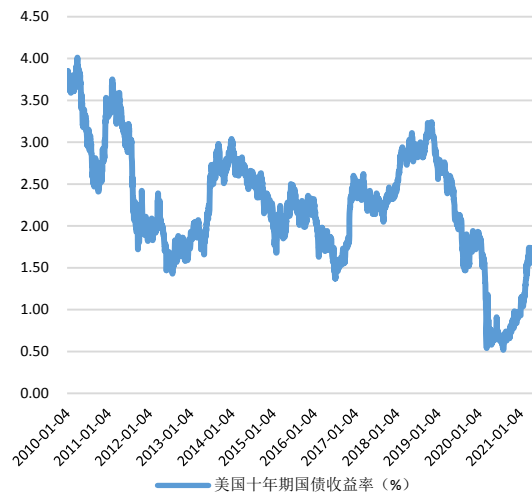
(1) **通胀已经兑现：**原材料 2020 年 Q2 之后开始出现反弹，尤其是 Q3 季度铜、铝、锌等有色期货再度上行，原油价格连续上涨，布油价格一度站上 70 美元，PPI 上行预期已经兑现。前一篇报告我们提到通胀预期正在兑现，边际改善效应减弱，并且美国十年期国债收益率也在跟随 PPI 出现提升，前期涨幅较高的品种容易受市场情绪变化出现价值重估。目前来看，前期涨幅较高的核心资产出现了大幅回调，高估值正处于消化期。通胀及弱美元带来的红利已经消退，将不会成为接下来几个季度影响核心资产价值的主要逻辑。

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 改善已兑现, 全球供需错配将逐步弱化: 近期油价及化工品价格仍然维持高位, 全球供需短暂失衡是重要支撑。但海外疫情随着疫苗的逐步推广, 原料端的复苏也将逐步加速。国内方面, 从地产、基建领域来看, 固定资产投资完成额同比增速继年初高增速后, 逐步回落, 低基数影响将逐步弱化, 后期增速仍将回落。汽车销量 4 月数据开始回落, 除春节外的连续多个月 250 万+的报复性消费数据难以再现。纺织业、服装业出口增速开始回落, 尤其是服饰业数据不及预期。从 PMI 新订单情况来看, 国内 PMI 及摩根大通全球制造业 PMI 数据开始出现分化, 全球制造业 PMI 表现优于国内 PMI 数据。总体来看, 随着海外疫情拐点出现及疫苗覆盖率提升, 海外原料端复苏将会使得国内原料端价格逐步回归合理区间, 短期的全球层面供需错配将逐步弱化, 因此, 对于国内基化板块利空居多, 未来中短期难有板块性机会。

图 12 我国历年地产、基建投资额增速示意图

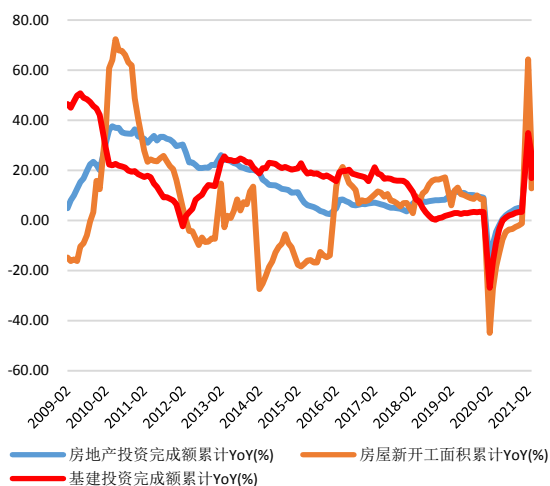
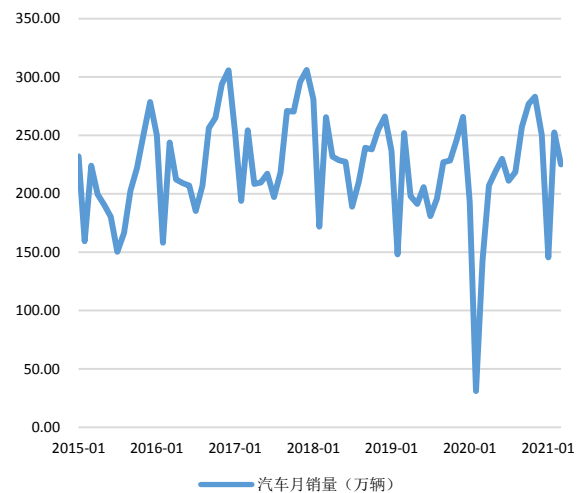


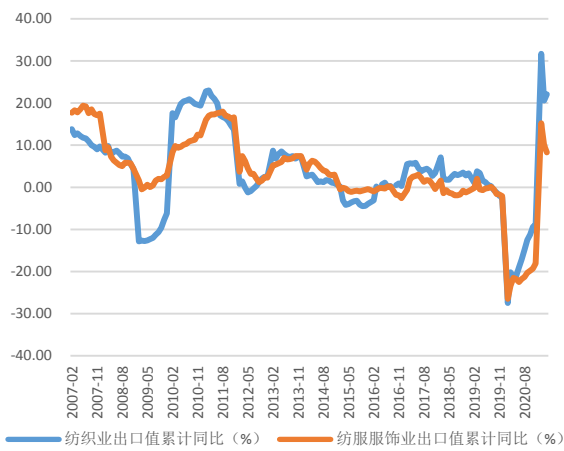
图 13 我国历年汽车月销量示意图



数据来源: wind, 国家统计局, 上海证券研究所

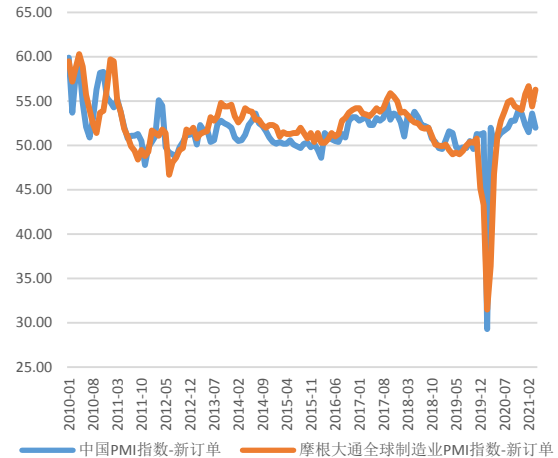
数据来源: wind, 中汽协, 上海证券研究所

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

2.1.2 顺周期核心资产投资逻辑的不变之处

(1) **碳中和长逻辑持续利好行业格局优化**: 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。

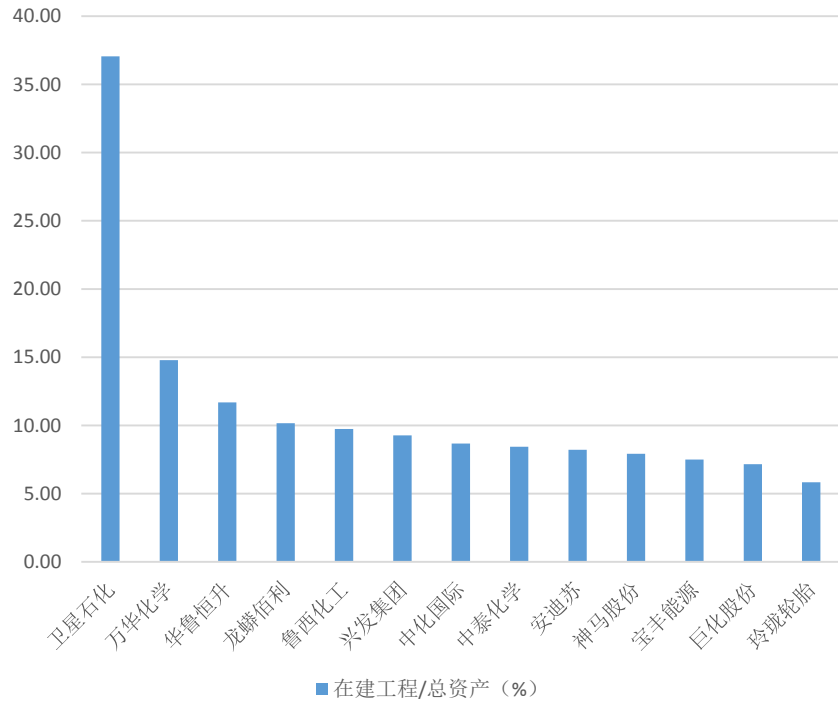
(2) **强 α 属性核心资产仍然值得长期关注**: 国内化工行业已经从无序发展进入到规范化发展阶段, 在环保及安全生产要求提升、园区整改升级、退城入园等政策刺激下, 基础化工行业近几年来频频出现业内洗牌, 技术落后及规模较小企业陆续退出, 龙头企业主动提升资本开支, 扩张产能填补空缺产能, 行业集中度持续提升。并且我们认为成本及费用控制、产品核心竞争力、稳定生产能力等都将会在持续进行的行业洗牌中决定企业的发展状态, 因此, 具备产业链一体化优势、工艺优化及低成本新路线、高质量产品的龙头企业将进一步提升市场份额, 强者恒强格局将进一步显现。部分龙头扩产已经在持续进行, 在建工程维持高位, 卫星石化、万华化学、华鲁恒升、龙蟒佰利、鲁西化工、兴发集团、中泰化学、宝丰能源、巨化股份等基础化工细分赛道龙头在建工程/总资产比值较高, 成长

请务必阅读尾页重要声明

性较好。

从估值角度来看，尽管经历了前一轮的核心资产股价大幅提升，但前期出现了较为深度的回调，从wind一致预期的2021年数据来看，核心资产的PE普遍在10-20倍之间，而ROE也在20-30%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。当下时点来看，中长期的配置价值依然很高。

图 16 在建工程/总资产居前龙头企业情况（总资产大于150亿）



数据来源：wind，上海证券研究所

表 1 化工核心资产 2021 年估值情况

股票名称	2021 年 ROE (%)	2022 年 ROE (%)	PE (2021)	PE (2022)
万华化学	29.95	26.44	17.9	16.2
华鲁恒升	21.70	19.66	14.5	13.2
扬农化工	21.17	20.75	21.9	18.3
龙蟒佰利	22.48	22.97	18.8	15.7
新和成	19.71	19.58	18.9	16.5
三友化工	19.29	18.22	7.9	7.2

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、扬农化工、龙蟒佰利、新和成等）以及业绩弹性较大的优质企业（巨化股份）。此外，建议关注油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源

等)及高能耗炭黑行业(黑猫股份等)。

2.1.3 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,2021年3月一度达到91.43%,4月仍有88.62%。

图 17 历年国内钛白粉产能示意图

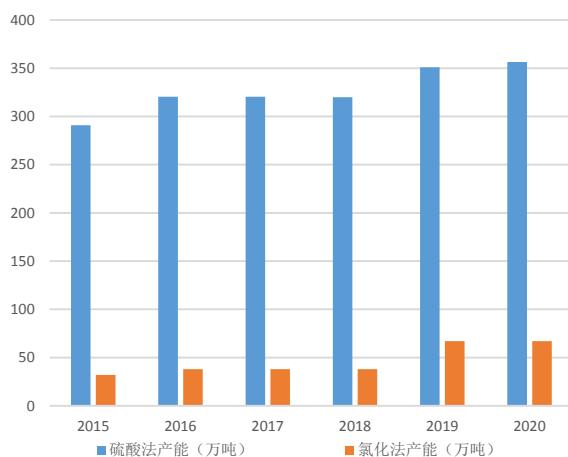
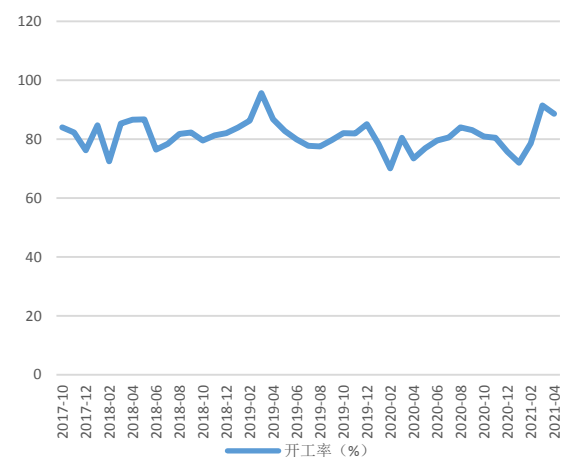


图 18 历年国内钛白粉行业开工率示意图



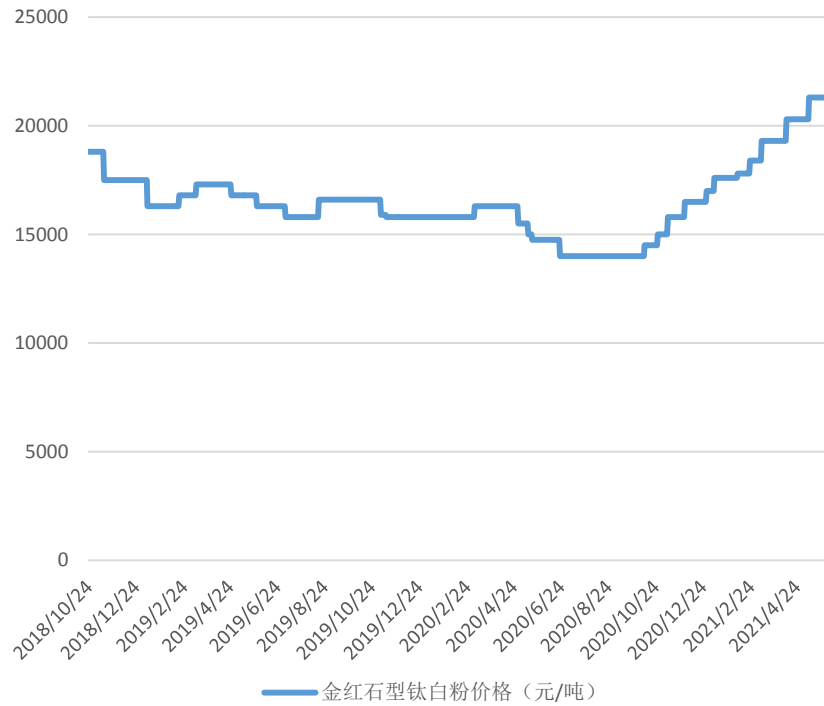
数据来源:百川盈孚,上海证券研究所

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。上篇报告我们指出钛白粉将受海外疫情得到控制影响,带来新一轮海外基建需求,价格有望持续提升。目前金红石型钛白粉售价已经逐步提升至21300元/吨左右,我们预计后期仍将有提价空间,

国内龙头（龙蟒佰利等）有望持续收益。

图 19 历年钛白粉价格示意图

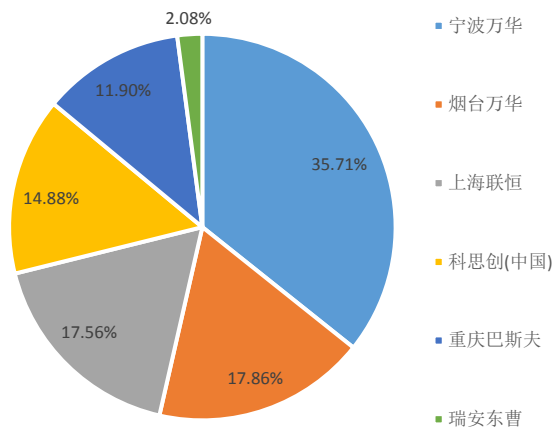


数据来源：百川资讯，上海证券研究所

■ MDI:

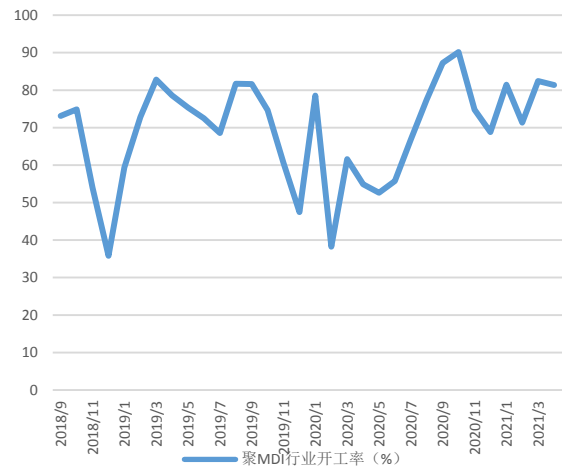
MDI 是大宗化工品中技术壁垒相对较高的一种，经过长期发展最终形成了寡头垄断的市场格局。目前全球主要 MDI 生产商有七家，年产能约在 900 万吨左右，前五大企业（万华化学、BASF、科思创、亨斯迈、陶氏）产能占比超九成。据百川盈孚统计，国内 MDI 产能 336 万吨，万华化学拥有 180 万吨产能（宁波 120 万吨、烟台 60 万吨），占比超过五成。开工率方面来看，疫情影响已经结束，开工率在 70-80% 左右徘徊。

图 20 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

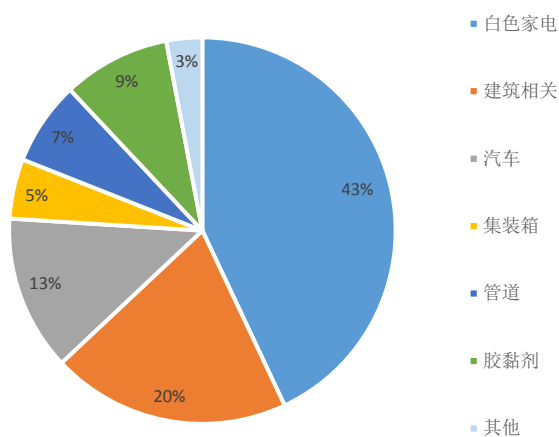
图 21 历年国内 MDI 行业开工率示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

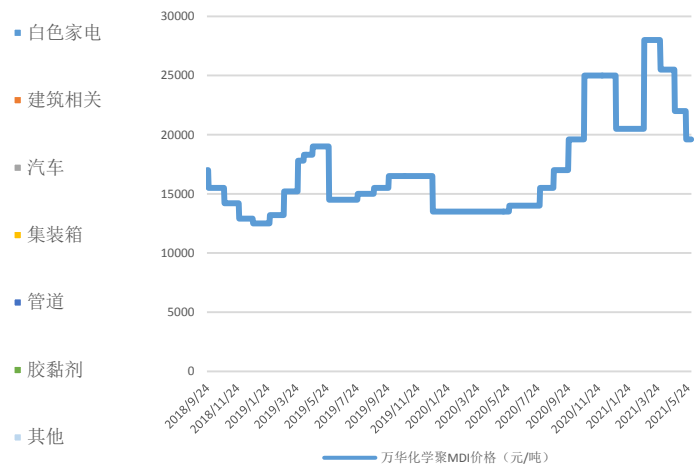
国内 MDI 下游主要应用领域为家电、建筑、汽车、运输、胶粘剂等领域，其中白色家电使用量最大，占比达到 43%，建筑类占比为 20%，汽车约为 13%。受益于白电内销、外销先后回暖，刺激政策持续出台，白电 MDI 需求将出现大幅提振，并且建筑、汽车、集装箱、胶粘剂等行业均有环比不断改善，对 MDI 整体消费量的提升提供了有力保障。在全球疫情及不可抗力带来的海外供给端收缩影响下，国内供给紧张助推 MDI 价格 2020 年内出现大幅反转，目前万华聚 MDI 挂牌价一度达到 28000 元/吨，为历史较高位。2021 年 Q2 季度起开始出现回调，目前为 19600 元/吨。

图 22 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 23 历年国内 MDI 价格走势示意图

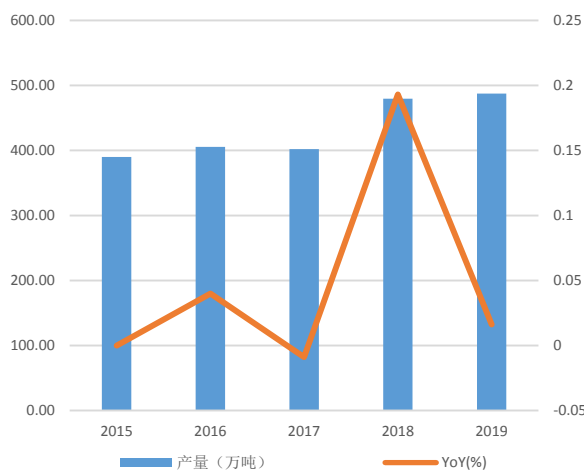


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

■ 炭黑：

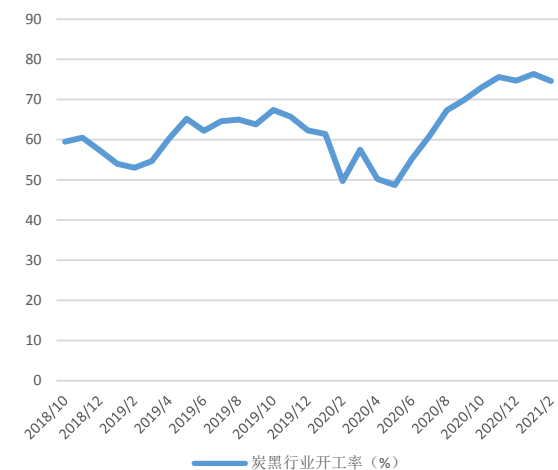
炭黑是橡胶工业的重要原材料之一，因其能够增加橡胶制品的抗张强度、硬度、抗撕裂性、耐磨性等性能，故用作橡胶（轮胎为主）的补强剂。炭黑下游应用领域中，轮胎占比高达 70% 左右，为主要应用领域。

图 24 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 25 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，疫情期间达到峰值，随后开始进入去库存周期，2021 年春节前库存再度提升，但进入 Q2 季度开始，库存出现了大幅下降，为近年来低位。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 8000 元/吨。

图 26 国内炭黑行业库存示意图

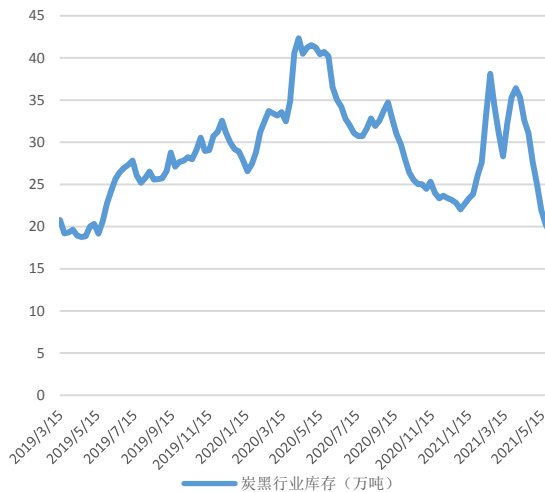
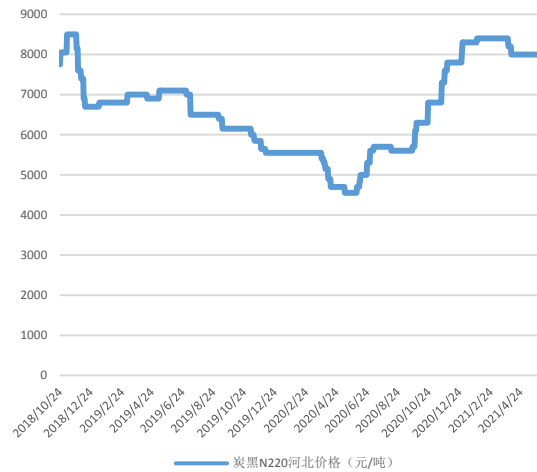


图 27 历年炭黑 N220 河北地区价格示意图



数据来源: 百川盈孚, 上海证券研究所

数据来源: 百川盈孚, 上海证券研究所

2.2 精选优质赛道+高成长性细分龙头

我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在精细化工及新型材料等领域。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。我们认为经历了前期的股价上行，2021-2022 年将会是更加关注成长性的时期，能否消化拔高的估值是选股的重要评判标准，因此，我们建议关注优质赛道的低 PEG 细分龙头。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：光威复材等）、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 28 安赛蜜市场格局示意图

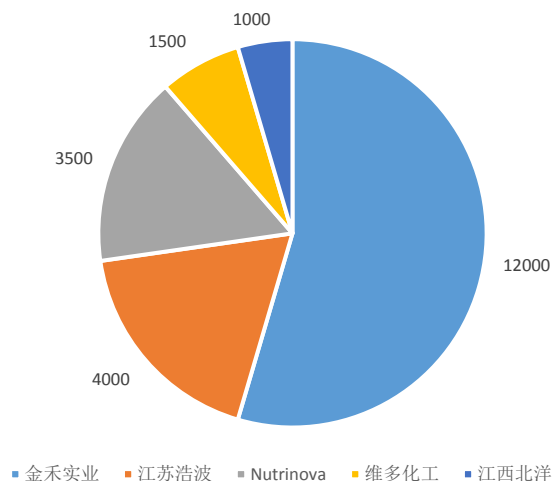
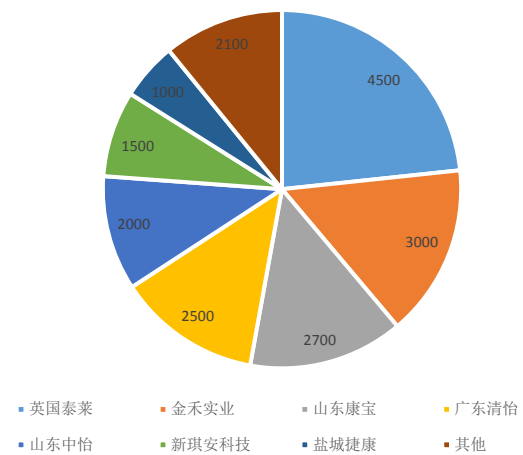


图 29 三氯蔗糖市场格局示意图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

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 30 历年全球化妆品市场规模示意图

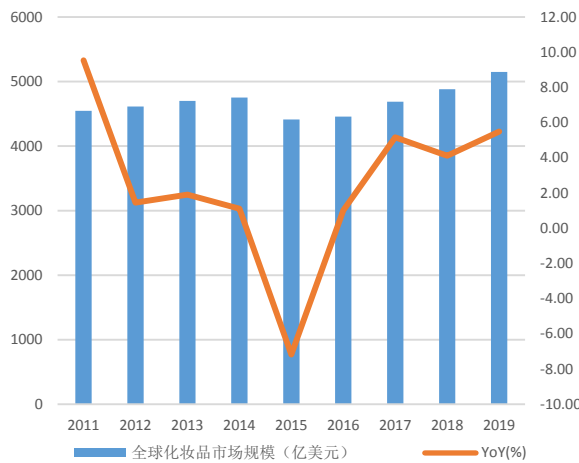
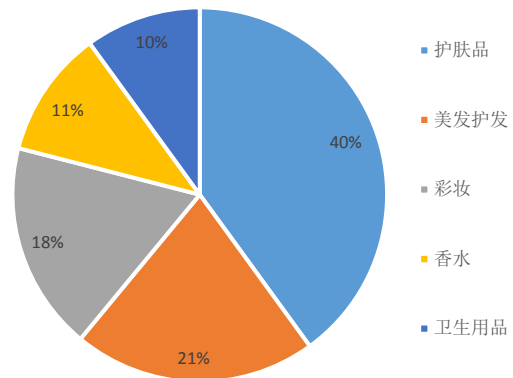


图 31 全球化妆品消费结构示意图 (2019 年)



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 32 历年我国化妆品零售总额及增速示意图

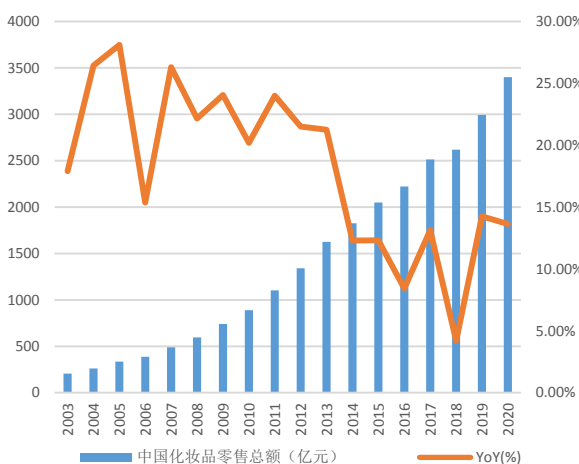
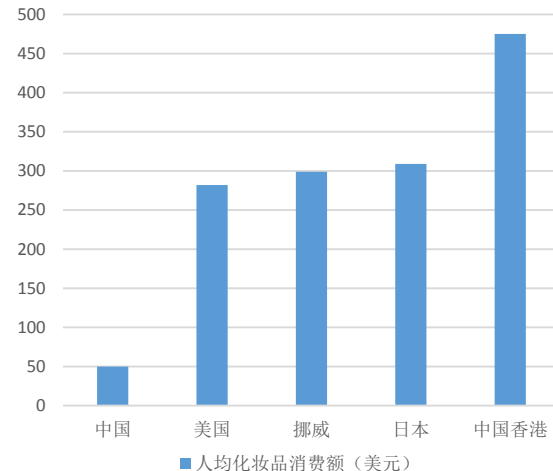


图 33 全球多国人均化妆品消费额示意图 (2019 年)



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

2.2.3 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性新材料。

图 34 碳纤维产业链示意图

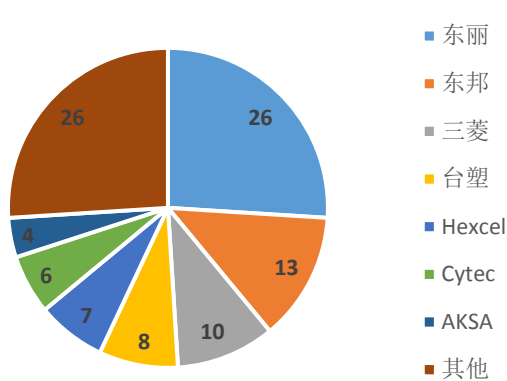


数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

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。

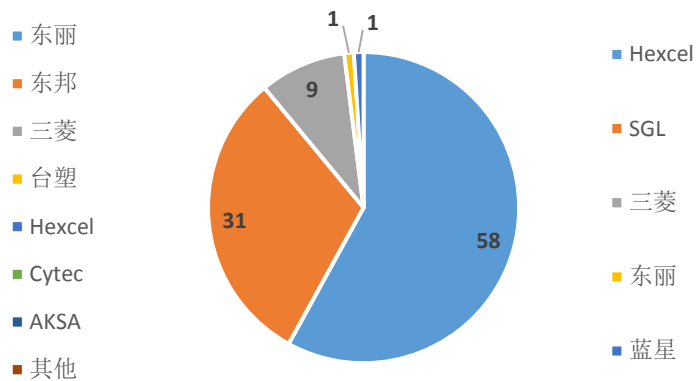
目前，全球碳纤维市场被日、美企业垄断，日本东丽、东邦和三菱三家占据全球小丝束碳纤维市场份额的 49%，美国赫氏占据全球大丝束碳纤维市场份额的 58%。

图 35 全球小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

图 36 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

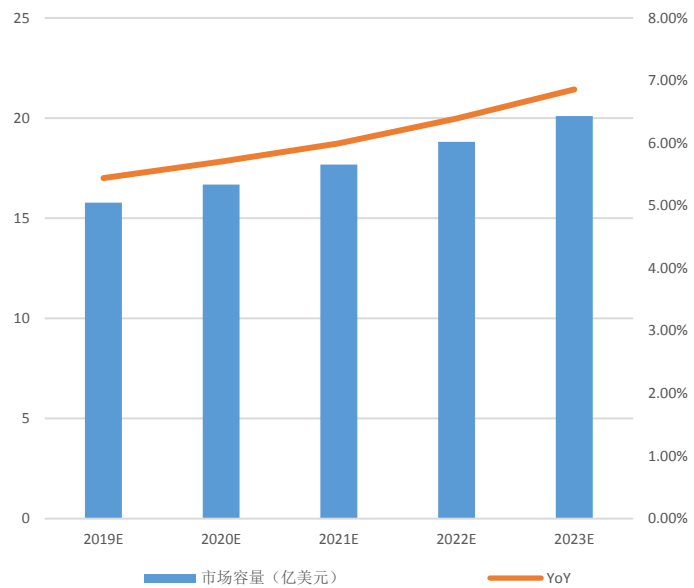
随着碳纤维技术不断发展，在工业及航空航天领域应用不断扩

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(光威复材)将高度受益。

2.2.4 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 37 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

2.2.5 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 38 历年我国化工物流行业市场规模示意图

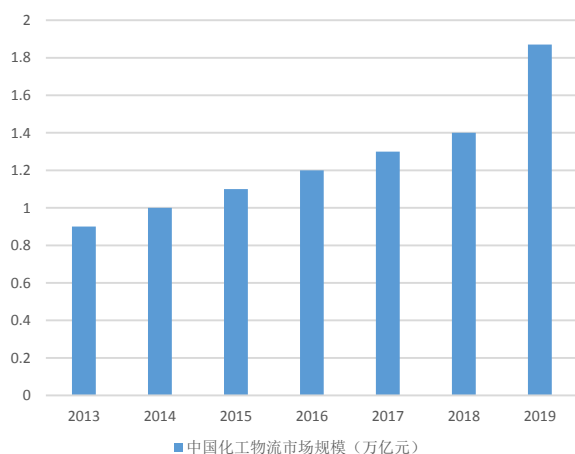
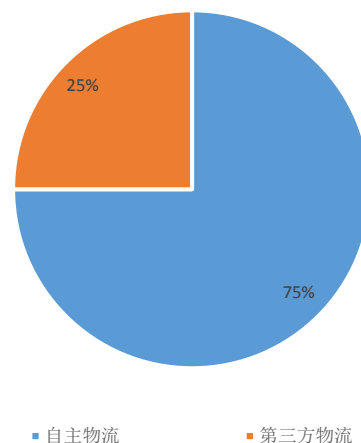


图 39 我国化工物流模式拆分示意图（2019 年）



数据来源：中物联危化品分会，上海证券研究所

数据来源：中物联危化品分会，上海证券研究所

2.2.6 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 40 历年我国表面活性剂销量示意图

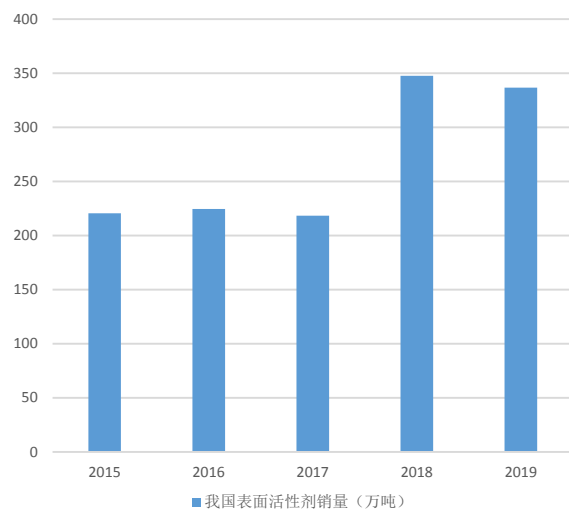


图 41 历年我国表面活性剂进出口量示意图



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

2.2.7 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）

三、重点关注公司

3.1 万华化学

聚氨酯价格环比继续提升，Q4 利润率环比大幅提升

公司 2020 年全年实现聚氨酯系列产品销售 288.4 万吨，同比增长 10.11%，实现营业收入 344.17 亿元，同比增长 8.03%，毛利率同比增加 2.17 个百分点，达到 43.51。纯 MDI 和聚合 MDI 挂牌价环比继续上调，2020 年 6 月仅为 16500 元/吨和 14500 元/吨，2020 年 12 月提升至 28000 元/吨和 25000 元/吨，2021 年 3 月为 28000 元/吨和 28000 元/吨。根据百川盈孚数据显示，TDI 产品（科思创报价）2020Q4 季度均价约在 15300 元/吨左右，环比连续上涨，2021 年 Q1 季度以来，TDI 产品价格经历了下滑之后再度拉涨达到 20500 元/吨，超出了 2020 年的新高。公司石化产品、精细化学品/新材料产品分别销售 188.5 万吨和 55.5 万吨，同比增长-4.72%和 33.83%，实现营收 230.85 亿元和 79.48 亿元，同比增长 14.84%和 12.13%，毛利率减少 6.89 和 0.21 个百分点，为 4.26%和 25.42%。丙烯、丙烯酸、丙烯酸丁酯、丁醇、PP、LLDPE 等产品均价同比有小幅下跌，PO 价格同比上涨，但涨幅环比下滑。原材料方面，纯苯、煤炭、丙烷、丁烷等同比价格均有所下滑。

资本开支继续提升，后期增长有保障

公司 2020 年在建工程及固定资产总和继续提升，从 2019 年的 615.44 亿元提升至 796.28 亿元，在建工程仍有 232.57 亿元。聚氨酯方面，烟台基地完成 23 套装置大修工作，MDI 装置技改扩建工程完成，年产能从 60 万吨增长至 110 万吨，宝思德 MDI 装置大修完成，福建 MDI 装置如期打桩。石化及精细化学品方面，年产 100 万吨乙烯项目一次开车成功。同时，公司继续进行生产基地产业链延伸，2021 年 3 月 15 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 80 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 80 万吨 VCM、年产 80 万吨 PVC 及年产 7.52 万吨副产品

25%wt 盐酸，项目投资额 46.32 亿元。此外，公司 ADI 业务全球化布局，PC 二期投产，改性塑料及电池材料前期工作顺利推进。新品方面，公司 MDI 差异化产品、改性 PP、改性 PC 等产品逐步推广，聚氨酯路面材料、风力发电大梁树脂、门窗建材、尼龙 12 改性材料、3D 打印光敏树脂等产品开发和推广也在进行中。

3.2 巨化股份

主营产品价格同比降低，2020 年业绩下滑明显

公司 2020 年净利润大幅下滑，其主要原因为（1）Covid-19 全球爆发加剧全球经济衰退，氟制冷剂下游消费受损严重，国内复工复产速度较快导致供给端恢复快于需求端；（2）《蒙特利尔协定书》基加利修正案规定的 2020-2022 年基线确定期导致前期出现 HFCs 新产能，并在 2020 年开始大量投产并产生销售，行业竞争由利润导向转变为销量和市占率导向的竞争，预期配额竞争激烈，进一步加剧了行业周期探底。受此影响，公司多个主营产品价格出现下跌，氟化工原料均价同比下降 15.20%，制冷剂均价同比下降 26.52%（HFCs 同比下降 31.91%），含氟聚合物材料同比下降 15.75%，含氟精细化学品同比下降 33.47%，石化材料同比下降 21.30%，仅有食品包装材料同比上升 1%。尽管原材料价格也有不同程度的下降，但整体降幅小于产品价格降幅，导致利润出现大幅下滑。

逆势扩张抢占份额，拟收购浙石化 20% 股权提升业绩

公司在宏观经济增速放缓及行业周期下行的不利情况下，持续逆势产能扩张，完成固定资产投资 16.65 亿元，第二套第四代氟制冷剂产线（年产 5500 吨 HFOs）、年产 3.5 万吨 AHF、年产 3 万吨 R32、年产 2 万吨 R227、年产 4000 吨改性 PTFE、年产 2000 吨 PFA、年产 1500 吨全氟烷基碘化物、年产 2000 吨 TFE、年产 30 万吨磷制酸、1 每小时 1000 方高纯氢气、日产 25 吨致冷剂半自动小包装充装、年产 1000 吨悬浮 PVDF 等装置陆续投产。此外，公司拟启动收购控股股东全资子公司所持浙石化 20% 股权的重大资产充足，进一步充实利润，并协同发展炼化一体化项目后续石化材料业务。

3.3 金禾实业

食品添加剂板块稳步增长，毛利占比近七成

公司食品添加剂板块 2020 年实现营收 19.01 亿元，同比增长 2.73%，毛利率 36.25%，同比减少 6.79 个百分点。大宗化学品营收 13.19 亿元，同比减少 14.87%，毛利率 19.10%，同比减少 4.99 个百分点。食品添加剂板块营收占比持续提升，增至 51.86%，毛利占比达到 69.47%，较好的缓解了大宗化学品毛利下滑带来的影响。安赛

蜜继续维持全球龙头地位，产品价格维持在单吨6万以上，三氯蔗糖原有产线满产满销，年产5000吨新产线于2021年初试生产，将为公司业绩带来新增量。大宗方面，多数产品价格回调，但2021年起出现反弹，有望恢复常态，并继续为精细化工板块提供较好一体化支撑。

重点项目相继完工，to C 业务处于起步阶段

公司重点项目继续有序推进，年产5000吨三氯蔗糖项目主体工程于2020年年底完工，2021年初开始试生产，3月底达到70-80%负荷，并在4月初进行转固；年产5000吨甲基麦芽酚项目主体工程完工；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吨咪唑铵盐等项目进展顺利，佳乐麝香及咪唑铵盐项目于2021年初进入试生产阶段。公司爱乐甜业务是尝试从to B模式向to C模式拓展，业务处于起步阶段，会有较长时间的消费者教育及获取认可的周期，但随着无糖化趋势更加明朗，业绩将出现较好增长。

3.4 建龙微纳

吸附分子筛龙头企业，全产业链布局优势明显

公司主营产品为医疗保健制氧分子筛、工业制氧分子筛、制氢分子筛、气体干燥与净化用分子筛、煤化工及石油化工领域分子筛、环保领域分子筛、建材领域分子筛，拥有原粉、活化粉、成型分子筛、活性氧化铝的全产业链布局。目前公司成型分子筛及活化粉产能、产量位居全球前列，是国内少数几家具备万吨产能的企业之一。2020年公司成型分子筛、原粉、活化粉、活性氧化铝销售额分别为3.74亿、4698万、2012万和1040万元，同比增长17.32%、-22.65%、33.94%、-8.60%，毛利率为47.15%、30.60%、33.56%、28.21%。主要终端产品成型分子筛产品结构持续优化，毛利率同比提升7.12个百分点。尽管销量同比下滑0.30%，但疫情影响逐步消失后有望恢复海外增长（2020年下滑12.39%）。

募投项目打破产品瓶颈，2021Q1 业绩高增长

目前公司主要产品成型分子筛年产能2万吨，产能利用率103.72%，原粉年产能3.1万吨，产能利用率101.36%，均处于满产状态。公司募投项目中的“高效制氢、制氧分子筛项目”、“泰国子公司建设项目”以及“吸附材料产业园项目（三期）”陆续建成达产后，预计将分别为公司新增9000吨成型分子筛、12000吨成型分子筛以及12000吨分子筛原粉产能。上述募投项目全部建设完成达产后，后续公司产能将达到分子筛原粉43000吨，成型分子筛41000吨，分子筛活化粉3000吨，活性氧化铝5000吨。产能扩张打破瓶颈的同时也将进一步扩大品类，增强竞争力。2020年底，公司完成

对现有部分产线的技术改造和工艺提升，使其具备实现 JLOX 系列分子筛的生产能力，进一步提升了 JLOX 系列分子筛产能，提升产线运营的经济性。2021Q1 季报业绩大增得益于产能扩张及产品结构持续优化，毛利率也达到了 44.58%，同比环比均有提升。

拟进行产业园扩建，实现吸附领域向催化领域延伸

公司公告称拟投资 10.24 亿元用于吸附材料产业园改扩建项目，项目包括环境保护及能源化工领域的分子筛类吸附剂和催化剂，项目分为三期，合计增加分子筛原粉及成型分子筛年产能 10100 吨和 14100 吨。项目一期预计投入 2.67 亿元（募集资金 1.94 亿元），建设期 18 个月，设计年产能为 JLDN-1H 原粉 500 吨、JLDN-3 成型分子筛 1000 吨、JLCOS 成型分子筛 2500 吨、JLTP 成型分子筛 500 吨、JLDM-1 成型分子筛 100 吨、13X 成型分子筛 4000 吨，应用领域为环保及能源化工，将实现公司产品从吸附领域向催化领域拓展，进入空间更大的领域。

3.5 光威复材

业绩符合预期，预浸料增长填补疫情影响

公司 2020 年业绩符合预期。碳纤维及织物业务实现营收 10.78 亿元，同比增长 35.11%，军品碳纤维继续维持较好增长；碳梁业务实现营收 7.18 亿元，同比增长 6.61%，受海外疫情及碳纤维供给紧张影响，增速不及预期；预浸料业务实现营收 2.36 亿元，同比增长 33.61%，超出预期，主要原因系预浸料业务结构持续调整，传统低毛利率的体育休闲领域仅采取存量维持，高附加值的航空航天、风电等领域持续开发；复材制品实现营收 4003 万元，同比下降 0.02%，精密机械装备实现营收 3008 万元，同比增长 185.12%。

资本开支大幅提升，包头项目有序推进

公司产能持续扩张，碳纤维现有产能 1855 吨，产能利用率 94.45%，在建产能 6000 吨，其中军民融合高强度碳纤维高效制备技术产业化项目 2000 吨产能已完成验收结项，预计 21 年投产，内蒙古一期产线 4000 吨，预计 2022 年建成投产；预浸料现有产能 1375 万平米，在建产能 85 万平米，预计 21 年投产；碳梁现有产能 850 万平米，在建产能 170 万平米，预计 2021 年投产。截止 2020 年末公司在建工程仍有 5.8 亿元，同比继续增加，固定资产达到 8.5 亿元，同比增加 3 亿。随着公司产能扩张持续进行，一方面能够缓解碳纤维自用产能不足的现状，另一方面能够进一步提升优势产品（碳梁、预浸料等）的产能瓶颈，提升公司成长性。

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：**顺周期核心资产年后出现回调，从基本面角度来看，通胀预期逐步兑现、行业 β 边际改善效应弱化，尽管主营产品价格较好，2021Q1 业绩超预期，但普遍股价起色不大。我们认为下半年可以继续关注近几年有产能爬坡的核心资产标的（万华化学、扬农化工、新和成等）以及业绩弹性较大的优质企业（巨化股份）。此外，建议关注油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源等）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，主要集中在精细化工及新型材料等领域。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。我们认为经历了前期的股价上行，2021-2022 年将会是更加关注成长性的时期，能否消化拔高的估值是选股的重要评判标准，因此，我们建议关注优质赛道的低 PEG 细分龙头。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：光威复材等）、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。