

化工

聚焦周期景气龙头，看好低估值优质成长

一、中长期继续看好化工核心资产：我们认为化工行业核心资产的建立符合产业规律，产业链横向纵向一体化、规模效应、市场（客户）相关多元化是竞争力迁徙的主要路径，而化工作为少数的树形产业链结构，未来部分分支上的企业通过树枝-树根-树枝的方式将持续的进行横向扩张，从而最后形成少数的一些综合性化工巨头企业。因此我们坚定看好具备显著阿尔法，核心竞争趋势增强的化工龙头有望实现强恒强。另一方面全球性减碳趋势下，化工固定资产背后的价值将得到持续的重估。随着化工用地指标、煤炭使用量等约束指标收紧，各类资源愈发向大企业倾斜，化工龙头企业强者恒强的特点加速呈现。我们认为龙头公司高溢价的状态未来还会长期持续，而高溢价的方向应该给到未来最确定、壁垒和竞争力最强的核心龙头。中长期我们继续看好**万华化学、华鲁恒升、扬农化工、荣盛石化、恒力石化、东方盛虹、卫星石化、龙鳞佰利、宝丰能源、新和成等优质公司。**

二、看好高增长，PEG合理的成长性标的，重点推荐：

1) 看好资本开支下实现跨越式增长的周期成长股：中国民营炼化本质上是芳烃链向上游扩张下的新型化工型炼厂，相比传统老牌炼厂，具备极强的后发优势，无论在单套规模、产品结构、工艺能力以及下游产品消化能力上都显著具备全球顶级的竞争优势，是中国工程能力、工艺能力和运营能力的集中体现。其中重点推荐产能释放在即，利润有望实现跨越式增长，目前还存在明显低估的**东方盛虹**；国内乙烯及其下游产品需求不断增长，进口依赖度高，产品市场空间巨大，乙烷裂解制乙烯路线在环保及成本方面都具备明显优势，看好**C2C3一体化龙头卫星石化**；2) 看好天花板高，盈利稳定的消费成长股：坚定看好其中能长大出未来“大公司”的赛道，具体包括人造肉、国六尾气处理产业链、无糖添加剂、可降解塑料产业等方向。推荐**人造肉及植物胶囊（山东赫达）、国六产业链（艾可蓝、建龙微纳、瑞丰新材）、无糖化趋势（金禾实业）、可降解&可再生塑料（瑞丰新材、三联虹普、金发科技、彤程新材）**；3) 新材料成长股进口替代：看好研发能力突出，具备较强产业化及产业链整合能力的新材料龙头：**东材科技、松井股份、奥克股份、三孚股份、天原股份、阿科力、瑞华泰、万润股份、昊华科技。**

三、贝塔类资产看好景气趋势向上的低估值品种：我们看好随着疫苗接种率的持续提升，全球经济复苏还将继续，目前化工行业库存仍整体处于较低水平，旺季到来之后化工品价格有望继续上涨，基于景气持续性及盈利弹性当下我们重点看好：**纯碱（山东海化、远兴能源）、煤化工（鲁西化工、华昌化工）、烧碱（新疆天业、中泰化学）、炭黑（黑猫股份）、钛白粉（龙鳞佰利）、粘胶（三友化工）、涤纶长丝（桐昆股份）、氨纶（华峰化学）、磷化工（兴发集团、江山股份、云天化、川恒股份）。**

风险提示：宏观经济增速低于预期；产品价格大幅波动；国际油价大跌；新项目建设进度不及预期等。

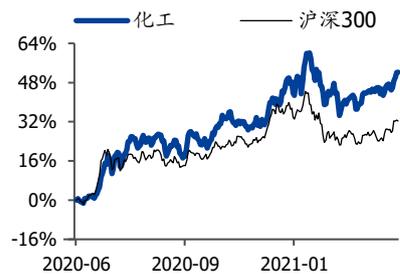
重点标的

股票代码	股票名称	投资评级	EPS (元)				PE			
			2020A	2021E	2022E	2023E	2020A	2021E	2022E	2023E
600309	万华化学	买入	3.20	6.07	6.70	7.61	34.16	18.01	16.31	14.36
000301	东方盛虹	买入	0.07	0.32	1.56	2.09	249.00	54.47	11.17	8.34
002648	卫星石化	买入	1.35	2.73	3.45	4.75	32.53	16.08	12.73	9.24
600409	三友化工	买入	0.35	1.75	1.94	2.06	29.51	5.90	5.32	5.01
601208	东材科技	买入	0.28	0.56	0.91	1.19	54.64	27.32	16.81	12.86
300816	艾可蓝	买入	1.57	2.54	4.43	5.96	49.32	30.48	17.48	12.99

资料来源：贝格数据，国盛证券研究所

增持（维持）

行业走势



作者

分析师 王席鑫

执业证书编号：S0680518020002

邮箱：wangxixin@gszq.com

分析师 孙琦祥

执业证书编号：S0680518030008

邮箱：sunqixiang@gszq.com

分析师 罗雅婷

执业证书编号：S0680518030010

邮箱：luoyating@gszq.com

相关研究

- 《化工：重点看好资本开支下实现跨越式增长的周期成长股》2021-06-06
- 《化工：磷化工产业链继续维持高景气》2021-05-31
- 《化工：看好周期低估值弹性标的及高增长成长股》2021-05-23

内容目录

1. 化工行业整体景气现状	5
1.1 行业经营情况	5
1.2 行业估值与机构持仓变化	7
1.3 主要产品价格变化情况	9
2. 中长期继续看好具备全球竞争力的化工核心资产	10
2.1 万华化学：技术创新、卓越运营驱动公司长期发展	10
2.2 华鲁恒升：具有显著成本优势的国内煤化工龙头	12
2.3 新和成：立足技术创新，打造精细化工龙头	12
2.4 玲珑轮胎：引领民族轮胎实现外资替代	13
3. 贝塔类资产看好景气趋势向上的低估值品种	15
3.1 纯碱：下游需求高景气，看好行业景气上行	16
3.2 钛白粉：成本推动以及出口需求拉动下，行业持续高景气	18
3.3 氨纶：下游需求快速增长，行业库存低位，行业维持高景气	20
3.4 粘胶：下游需求复苏，行业扩张放缓，行业进入上行周期	23
3.5 涤纶长丝：2021年看好景气上行	25
3.6 磷化工：产业链维持高景气	27
4. 看好高增长，PEG合理的成长性标的	30
4.1 看好资本开支下实现跨越式增长的周期成长股	30
4.1.1 民营大炼化崛起，一体化打造极致成本优势	30
4.1.2 乙烯原材料轻质化大势所趋	31
4.2 看好天花板高，盈利稳定的消费成长股	34
4.2.1 国六产业链：国六实施在即，汽车尾气后处理市场迎来高速增长	34
4.2.2 无糖化趋势：看好新型甜味剂需求还有望快速增长	37
4.2.3 可降解塑料：最严法规即将落地，行业迎来历史性发展机遇	39
4.2.4 人造肉：健康饮食推动，前景持续向好	42
4.2.5 颜料	44
4.3 新材料成长股进口替代仍是主要逻辑	44
5. 风险提示	47

图表目录

图表 1: 基础化工行业营业总收入 (亿元)	5
图表 2: 基础化工行业归母净利润 (亿元)	5
图表 3: 基础化工行业营业收入累计同比	5
图表 4: 基础化工行业利润总额累计同比	5
图表 5: 基础化工行业单季度毛利率及净利率情况	6
图表 6: 基础化工行业单季度 ROE 情况	6
图表 7: 基础化工板块资产负债率	6
图表 8: 基础化工板块存货周转率	6
图表 9: 基础化工板块固定资产 (亿元)	7
图表 10: 基础化工板块在建工程 (亿元)	7
图表 11: 子行业营收增长情况	7
图表 12: 基础化工和全 A 股 PE 走势 (截止 2021 年 6 月 4 日)	8
图表 13: 基础化工和全 A 股 PB 走势 (截止 2021 年 6 月 4 日)	8
图表 14: 2020 年年报公募基金持有化工行业占股票投资市值比	8
图表 15: 历史年份化工行业占股票投资市值比	8
图表 16: 中国化工产品价格指数 (CCPI) 走势	9
图表 17: 主要化工品价格及分位数 (元/吨, 原油单位为美元/桶)	9
图表 18: 全球 MDI 消费量及产能	10
图表 19: 汽车销量及增速	11
图表 20: 冰箱销量及增速	11
图表 21: 聚合 MDI 出口量	11

图表 22: 纯 MDI 出口量.....	11
图表 23: 我国轮胎行业产量集中度 CR3、CR5、CR10 (其中中策集团 2019 年产量根据销售额与单价推算)	13
图表 24: 各类型车辆轮胎配套及替换系数	14
图表 25: 中国汽车轮胎需求测算.....	15
图表 26: 2019 年中国汽车轮胎需求分布	15
图表 27: A 股上市轮胎厂商海外投产计划 (包括被杭叉集团持股的中策橡胶)	15
图表 28: 国内纯碱产量及表观消费量情况	16
图表 29: 纯碱库存情况.....	16
图表 30: 2021-2022 两年纯碱行业新增产能	16
图表 31: 国内纯碱下游消费占比.....	17
图表 32: 近几年国内平板玻璃产量及增速	17
图表 33: 房屋施工面积累计同比及平板玻璃产量累计同比.....	17
图表 34: 光伏玻璃产量.....	17
图表 35: 重质纯碱价格及价差 (元/吨)	18
图表 36: 全球钛白粉需求及增速.....	19
图表 37: 全球及我国钛白粉产能.....	19
图表 38: 我国钛白粉出口量及出口占比.....	19
图表 39: 我国钛白粉进口量及进口占比.....	19
图表 40: 钛白粉价格及价差	20
图表 41: 我国氨纶行业产能及增速	21
图表 42: 我国氨纶表观消费量及增速.....	21
图表 43: 我国氨纶进出口情况.....	21
图表 44: 国内氨纶行业 CR5 占比逐年提高	21
图表 45: 未来氨纶新增产能 (万吨)	21
图表 46: 氨纶行业库存情况	22
图表 47: 氨纶价格与价差.....	22
图表 48: 粘胶短纤下游消费领域.....	23
图表 49: 粘胶短纤表观消费量及增速	23
图表 50: 纺织服装服饰业营收及同比增速	23
图表 51: 国内水刺无纺布产量及增速.....	24
图表 52: 国内面膜市场规模及增速	24
图表 53: 粘胶短纤产能及增速.....	24
图表 54: 粘胶短纤行业库存.....	24
图表 55: 粘胶短纤价格与价差 (元/吨)	25
图表 56: 国内涤纶长丝行业产能及产量情况.....	26
图表 57: 我国涤纶长丝企业产能占比.....	26
图表 58: PTA、涤纶长丝价格与价差 (元/吨)	26
图表 59: 国内涤纶长丝库存情况.....	27
图表 60: 磷矿石下游消费结构.....	27
图表 61: 2020 年我国磷矿石产量分布.....	27
图表 62: 磷矿石下游消费结构.....	28
图表 63: 磷矿石价格走势.....	28
图表 64: 磷酸一胺产能、产量及开工率.....	28
图表 65: 磷酸二胺产能、产量及开工率.....	28
图表 66: 磷酸一胺价格与价差.....	29
图表 67: 磷酸二胺价格与价差.....	29
图表 68: 草甘膦产能、产量与开工率.....	29
图表 69: 草甘膦库存.....	29
图表 70: 世界炼油能力地区分布 (2019 年)	30
图表 71: 过去几年中国炼油产能 (亿吨)	31
图表 72: 2018 及 2019 年国内炼油主体份额占比 (内、外圈分别为 2018 及 2019 年)	31
图表 73: 过去几年国内乙烯产能及产量情况.....	32
图表 74: 过去几年国内乙烯表观消费量情况.....	32
图表 75: 乙烷和石脑油工艺产物和收率对比	32
图表 76: 不同裂解原料的乙烯装置投资、成本和相对能耗比较	33
图表 77: 几种乙烯工艺路线投资额比较.....	33

图表 78: CTO 工艺成本结构图.....	33
图表 79: MTO 工艺成本结构图.....	33
图表 80: NTO 工艺成本结构图.....	34
图表 81: ETO 工艺成本结构图.....	34
图表 82: 汽车尾气排放标准要求污染物限值.....	35
图表 83: 国六实施规划时间表.....	35
图表 84: 国六尾气后处理市场空间测算.....	35
图表 85: 无糖饮料市场规模.....	37
图表 86: 各类甜味剂甜价比比较.....	38
图表 87: 全球甜味剂市场份额.....	38
图表 88: 我国人工合成甜味剂产量占比.....	38
图表 89: 全球可降解塑料需求及预测 (万吨).....	错误!未定义书签。
图表 90: 可降解塑料分区域需求量.....	错误!未定义书签。
图表 91: 全球可降价塑料分种类产能分布 (万吨).....	错误!未定义书签。
图表 92: PLA 原料成本构成.....	错误!未定义书签。
图表 93: PBAT 原料成本构成.....	错误!未定义书签。
图表 94: 全球可降解塑料的下游需求.....	错误!未定义书签。
图表 95: 我国上市公司已有、在建可降解塑料产能.....	错误!未定义书签。
图表 96: 公司营业收入.....	错误!未定义书签。
图表 97: 公司归母净利润.....	错误!未定义书签。
图表 98: 全球人造肉行业市场规模 (亿美元).....	42
图表 99: 生产每千克蛋白质对环境的影响.....	43
图表 100: 北美消费者选择素食的原因.....	43
图表 101: 全球显示面板份额.....	45
图表 102: 全球 PCB 产能持续向中国转移.....	45

1. 化工行业整体景气现状

1.1 行业经营情况

2020年全年化工板块营收为15562.27亿元，同比增长12.74%，增速同比增长6.45pct；实现归母净利润819.64亿元，同比增长271.30%，增速同比增长345.55pct。在国内外需求回暖、海外供给收缩、全球流动性宽松、龙头企业议价能力持续强化等因素共同作用下，全年化工品价格持续上涨，企业盈利持续边际改善。2021年一季度，海外需求加速复苏，化工产品价格和企业盈利同比受新冠疫情影响的2020年一季度大幅增长。2021年一季度化工板块营收为4256.69亿元，同比增长51.08%；实现归母净利润453.23亿元，同比增长249.22%。

图表1: 基础化工行业营业总收入(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

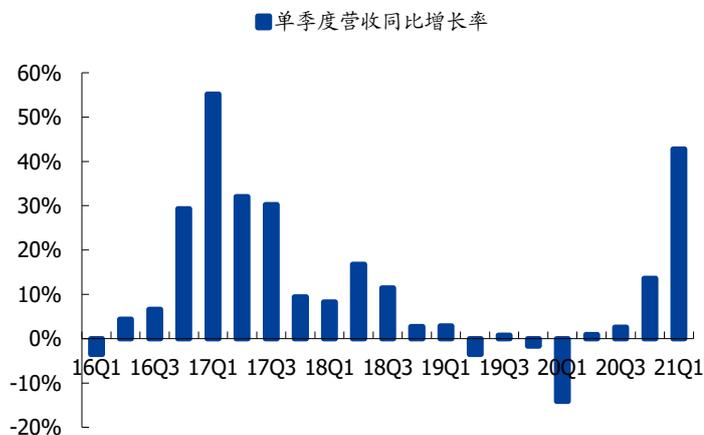
图表2: 基础化工行业归母净利润(亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

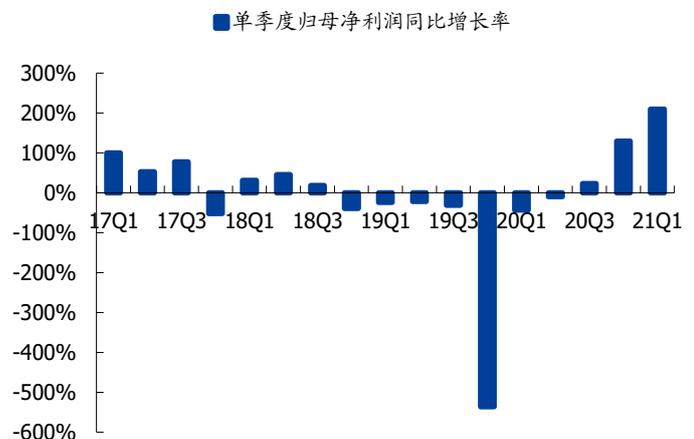
营业收入、归母净利润增速环比高增。受新冠疫情影响，2020年Q1基础化工板块营业收入、归母净利润分别下滑14.10%、42.93%。而后随着国内复工复产的稳步推行，基础化工行业营业收入、归母净利润同比增速持续上升。2021年Q1单季度，基础化工行业营业收入实现同比大幅增长42.75%，增速较2020年Q4环比提升29.13pct；实现归母净利润实现同比增速209.29%，增速较2020年Q4环比提升79.88pct。

图表3: 基础化工行业营业收入累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

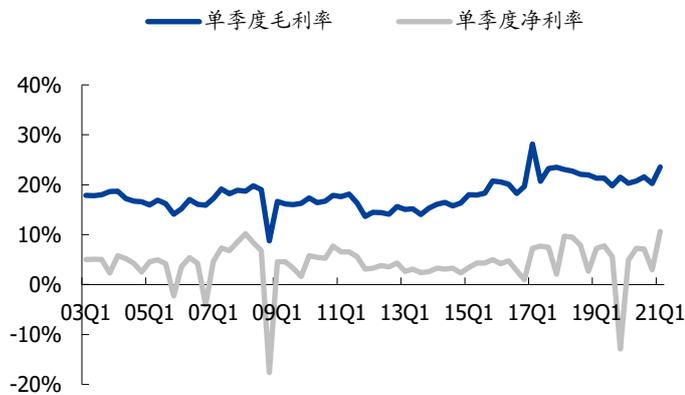
图表4: 基础化工行业利润总额累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

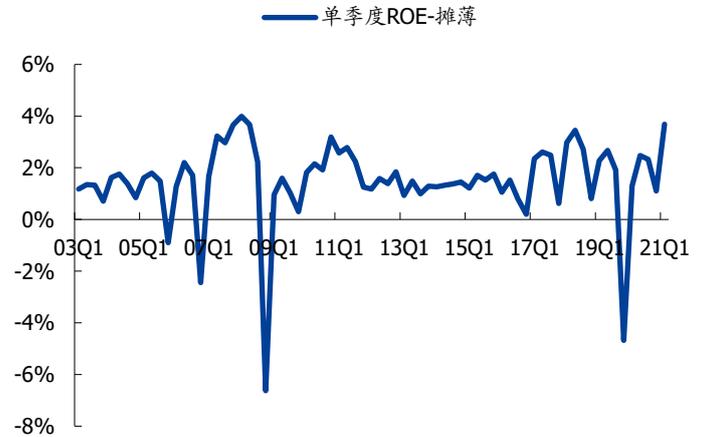
2021年Q1中信基础化工行业实现单季度ROE(摊薄)3.7%，环比2020年Q4增长2.58pct。板块实现毛利率23.6%，环比2020年Q4上升3.35pct；实现净利率10.6%，环比2020年Q4上升7.69pct。

图表5: 基础化工行业单季度毛利率及净利率情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

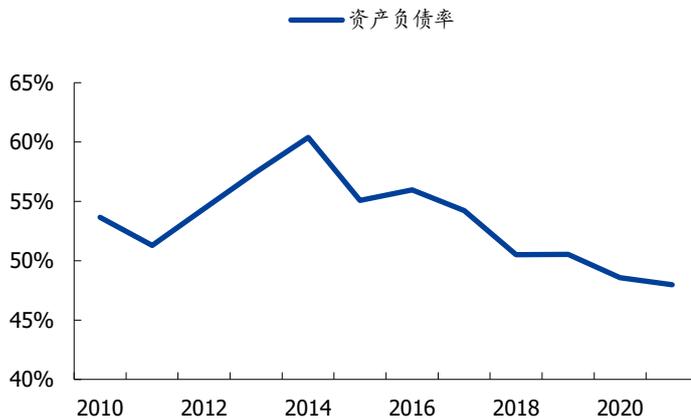
图表6: 基础化工行业单季度ROE情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

负债率持续下降。2015年以来基础化工板块整体资产负债率开始持续下降，2021年Q1基础化工板块资产负债率48.0%，同比下降2.56pct。目前整体资产负债率已位于2005年以来最低水平。我国基础化工板块存货周转率维持在约5%至6%，2020年存货周转率为5.6%。

图表7: 基础化工板块资产负债率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表8: 基础化工板块存货周转率



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

化工行业资本开支仍处于扩张周期，在建工程增速同比下滑。基础化工板块购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金2016年开始持续增长，2020年同比增长109.45%。固定资产8402.96亿元，同比增长22.76%；在建工程1655.25亿元，同比增长12.07%，增速较2019年有所下滑。

图表 9: 基础化工板块固定资产 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

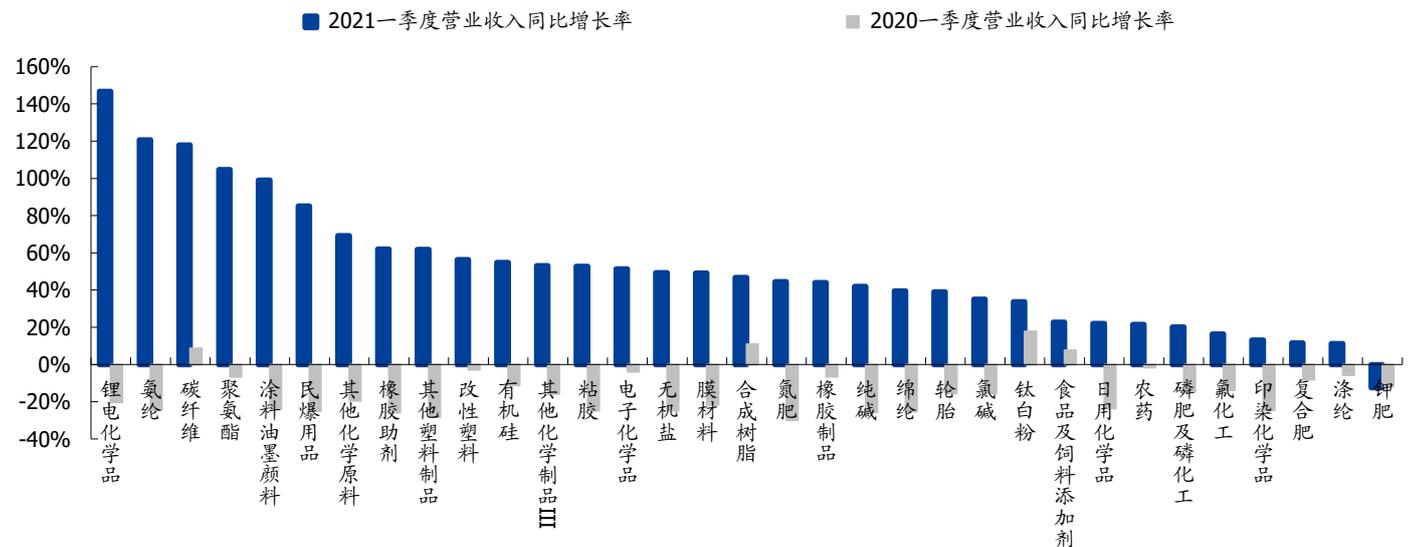
图表 10: 基础化工板块在建工程 (亿元)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

基础化工 33 个三级子行业中, 2021 年一季度锂电化学品、氨纶、碳纤维、聚氨酯、涂料油墨颜料等 32 个子行业营业收入同比增长, 仅钾肥营业收入同比下滑。其中同比增速较快的子行业包括锂电化学品 (同比增长 146.8%)、氨纶 (120.8%)、碳纤维 (117.9%)、聚氨酯 (104.8%)、涂料油墨颜料 (99.0%)、民爆用品 (85.2%)。

图表 11: 子行业营收增长情况



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.2 行业估值与机构持仓变化

行业估值呈持续上行趋势: 从行业估值来看, 基础化工行业整体 PE 在 2018 年 12 月 28 日处于历史最低位 14.39 倍, 而后持续上升。截止 2021 年 6 月 4 日, 基础化工平均 PE 为 28.90 倍, 全 A 股平均 PE 为 17.60 倍; 基础化工行业整体 PB 为 3.54 倍, 目前全 A 股 PB 为 1.96 倍, 2019 年以来化工行业整体估值呈持续上行趋势。

图表 12: 基础化工和全 A 股 PE 走势 (截止 2021 年 6 月 4 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

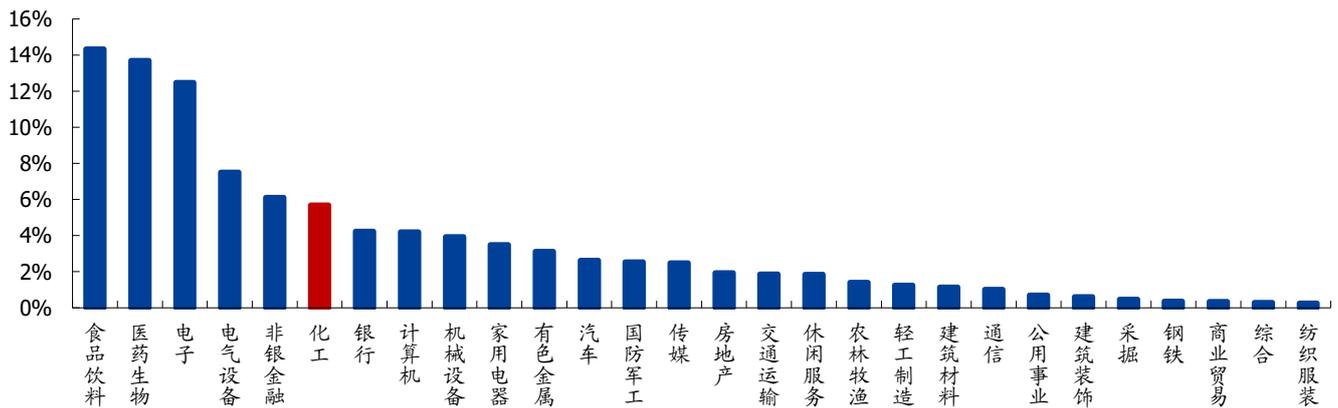
图表 13: 基础化工和全 A 股 PB 走势 (截止 2021 年 6 月 4 日)



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

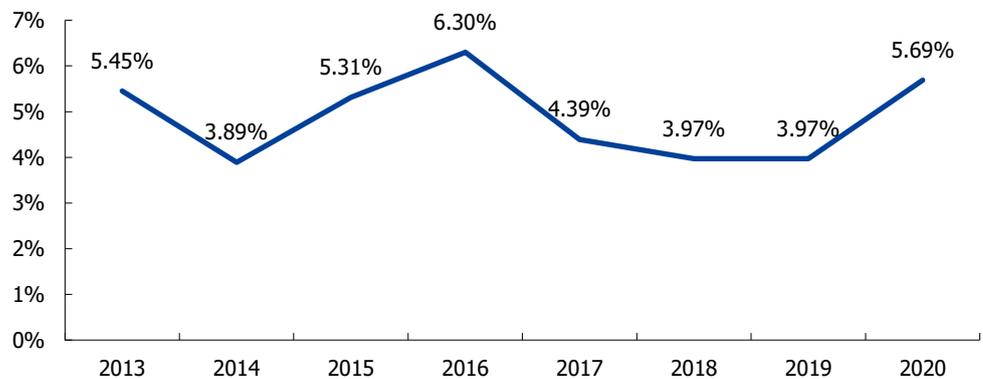
从公募基金持仓占股票投资市值比来看, 公募基金配置化工行业配置比例迅速提升。2020 年年报公募基金持有化工行业占股票投资市值比重为 5.69%, 同比去年上升 1.72pct, 较行业标准配置高 0.35pct。

图表 14: 2020 年年报公募基金持有化工行业占股票投资市值比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 15: 历史年份化工行业占股票投资市值比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

1.3 主要产品价格变化情况

化工产品价格触底回升。中国化工产品价格指数自 2018 年 8 月以来持续下跌，并在 2020 年随着新冠疫情的蔓延加速下跌，于 2020 年 4 月开始随着国际油价反弹而触底回升。进入 8 月，随着国内需求端稳步复苏，中国化工产品价格指数迅速回升，目前仍在持续上升，表明了化工产品价格整体景气度正在迅速上升。目前，主要化工产品还未处于历史较高分位数。

图表 16: 中国化工产品价格指数 (CCPI) 走势



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 17: 主要化工品价格及分位数 (元/吨, 原油单位为美元/桶)

板块	名称	最新	周涨幅	月涨幅	年涨幅	当前价历史分位
石油化工	布伦特原油	71.31	2.7%	3.4%	78.3%	41.0%
	国际乙烯	970	0.0%	-7.6%	42.6%	46.5%
	国内苯乙烯	1265.5	1.3%	4.3%	131.8%	57.1%
	甲苯	5850	0.9%	2.6%	59.0%	40.1%
化肥	二甲苯	5920	0.3%	-2.1%	-7.5%	35.9%
	国内尿素	2460	8.8%	15.5%	49.1%	100.0%
	三聚氰胺	16000	0.0%	0.0%	207.7%	100.0%
氯碱	盐湖氯化钾 (62%)	2450	2.1%	4.3%	34.6%	15.2%
	磷酸二铵 (64%)	3000	0.0%	0.0%	42.9%	35.2%
纯碱	烧碱32%离子膜	660	-1.6%	-8.2%	-0.5%	23.1%
	PVC (电石法)	9195	0.9%	2.4%	45.8%	93.7%
聚酯	轻质纯碱	1815	0.6%	1.4%	52.5%	52.6%
	重质纯碱	2025	3.8%	3.8%	58.8%	60.5%
聚酰胺	PX (CFR中国)	855.17	1.1%	-2.4%	69.1%	29.7%
	PTA	4690	0.2%	-1.5%	30.3%	19.4%
	乙二醇	5070	1.6%	7.9%	37.6%	15.9%
聚氨酯	PET切片	5925	0.9%	0.4%	19.7%	14.3%
	TDI	13200	-1.9%	-8.0%	20.0%	8.8%
	聚合MDI (华东)	17400	-2.2%	-4.9%	39.2%	23.6%
醇类	纯MDI (华东)	19750	0.0%	-7.7%	38.6%	26.4%
	甲醇	2680	-4.3%	7.4%	79.9%	36.7%
	醋酸	7550	1.3%	-10.1%	246.3%	87.4%
	DMF	10525	-2.1%	-6.0%	117.0%	73.0%
	正丁醇	900	0.0%	0.6%	1.1%	0.1%
	辛醇	1100	0.0%	3.8%	7.8%	0.5%
	丙烯酸甲酯	15360	5.2%	6.4%	67.0%	69.6%
	丙烯酸丁酯	17360	-1.7%	6.6%	113.8%	70.4%
	醋酸乙酯	9270	2.2%	-4.4%	75.2%	8.6%
	醋酸丁酯	13860	-1.4%	5.0%	150.6%	89.2%
化纤	粘胶短纤	12900	-7.9%	-8.8%	44.1%	20.4%
	氨纶40D	67000	3.1%	4.7%	131.0%	58.2%
	涤纶POY	7325	4.6%	-1.7%	32.0%	21.7%
	己内酰胺	13200	-0.8%	-1.1%	32.7%	25.9%
	PA6	14625	0.3%	1.4%	28.6%	22.9%
	PA66	40500	0.0%	-2.4%	125.0%	88.2%
氟化工	无水氟化酸	9350	0.0%	-1.6%	16.9%	47.4%
	R22	16000	0.0%	0.0%	6.7%	42.9%
	R134a	23000	0.0%	0.0%	31.4%	11.5%
钛白粉	锐钛型	19250	1.3%	4.1%	48.1%	100.0%
	金红石	21000	0.0%	1.2%	37.7%	82.8%
橡胶	天然橡胶	12750	-4.5%	-4.5%	33.5%	11.3%
	丁苯橡胶	12300	-3.9%	-8.9%	46.0%	17.4%
塑料	顺丁橡胶	11750	-2.1%	-1.3%	59.9%	15.8%
	HDPE	9250	-0.5%	0.5%	31.2%	25.6%
	PP	9350	-0.5%	1.6%	10.0%	23.5%
农药	ABS	18200	0.0%	-0.5%	48.6%	90.6%
	吡啶	22000	12.8%	12.8%	35.4%	13.4%
	草甘膦	46500	1.1%	27.4%	113.8%	35.5%
有机硅	甲基环硅氧烷	27000	1.9%	-3.6%	68.8%	65.9%
	金属硅44	13991.7	0.0%	7.6%	27.7%	61.1%
维生素	维生素A	320	0.0%	-8.6%	-32.6%	16.9%
	维生素C	47.5	0.0%	-9.5%	41.8%	29.8%
	维生素E	79	0.0%	1.9%	6.8%	24.2%
	维生素K3	71	0.0%	-2.1%	-25.3%	20.3%
	维生素D3	105	-8.7%	-25.0%	-41.7%	9.7%
饲料	大豆	5851	2.1%	1.7%	31.5%	88.2%
	赖氨酸	9800	0.0%	-20.3%	28.3%	37.5%
	蛋氨酸	21150	-2.3%	-5.1%	-2.3%	7.0%

资料来源: Wind, 百川盈孚, 国盛证券研究所

*采取 2021 年 6 月 4 日价格数据

2. 中长期继续看好具备全球竞争力的化工核心资产

我们认为化工行业核心资产的建立符合产业规律，产业链横向纵向一体化、规模效应、市场（客户）相关多元化是竞争力迁徙的主要路径，而化工作为少数的树形产业链结构，未来部分分支上的企业通过树枝-树根-树枝的方式将持续的进行横向扩张，从而最后形成少数的一些综合性化工巨头企业。因此我们坚定看好具备显著阿尔法，核心竞争趋势增强的化工龙头有望实现强恒强。另一方面全球性减碳趋势下，化工固定资产背后的价值将得到持续的重估。随着化工用地指标、煤炭使用量等约束指标收紧，各类资源愈发向大企业倾斜，化工龙头企业强者恒强的特点加速呈现。我们认为龙头公司高溢价的状态未来还会长期持续，而高溢价的方向应该给到未来最确定、壁垒和竞争力最强的核心龙头。

中长期我们继续看好万华化学、华鲁恒升、扬农化工、荣盛石化、恒力石化、龙蟒佰利、宝丰能源、新和成等优质公司。

2.1 万华化学：技术创新、卓越运营驱动公司长期发展

MDI 产能扩张有序，万华化学产能扩张最大。全球 MDI 产能主要集中在万华化学、亨斯迈、巴斯夫、科思创、陶氏、锦湖三井、日本东曹这七家厂家，CR5 高达 90%，根据百川盈孚数据，我国 MDI 产能 336 万吨，占全球 MDI 产能约 38%，国内 MDI 消费量约 216 万吨，占全球消费量 29%。

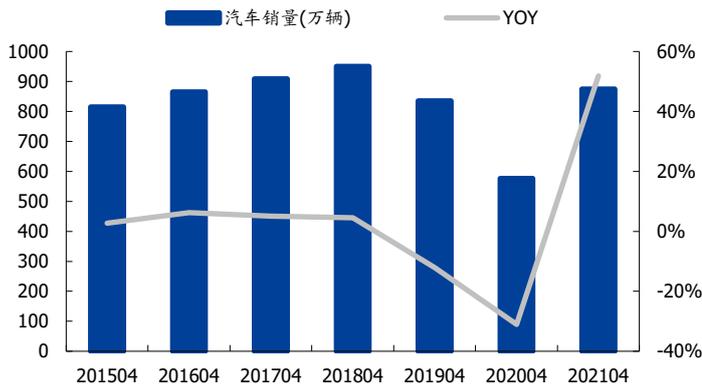
图表 18: 全球 MDI 消费量及产能



资料来源：天天聚氨酯网，国盛证券研究所

地产、冰箱、汽车领域需求明显改善，纺织服装仍缓慢复苏中，MDI 需求端仍然维持强势。截止 2021 年 4 月我国汽车销量同比 2019 年增长 4.73%，我国冰箱销量同比 2019 年增长 17.94%，商品房销售面积同比 2019 年增长 20.71%，终端需求明显改善；纺织服装领域 2021 年 4 月营收同比 2020 年增长 12.56%，同比 2019 年下滑 18.10%，纺服终端需求仍在缓慢复苏之中。

图表 19: 汽车销量及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

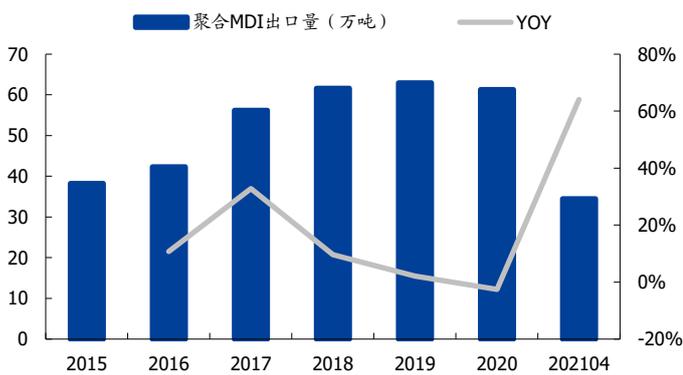
图表 20: 冰箱销量及增速



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

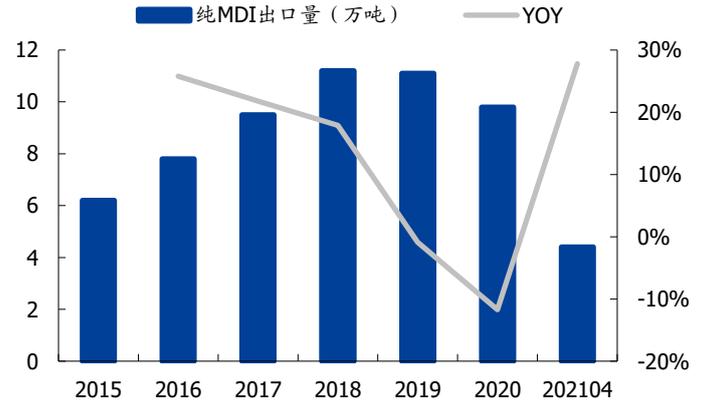
截止 2021 年 4 月聚合 MDI 出口量 34.5 万吨, 同比+64.1%, 纯 MDI 出口量 4.4 万吨, 同比 27.8%, 在国内销量环比持续改善, 内需逐步复苏和海外出口订单拉动下, 上游 MDI 需求依然旺盛。

图表 21: 聚合 MDI 出口量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 22: 纯 MDI 出口量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

石化业务百万吨乙烯投产, 继续打造福建基地聚氨酯+PDH 一体化进程。2020 年公司 100 万吨乙烯项目顺利投产, 乙烯二期也在积极规划中, 第二套环氧丙烷装置-PO/SM 装置预计也将于 2021 年下半年建成投产, 产业链协同效益进一步增强。此外, 在福建基地万华拟投资 24 亿元, 在福建江阴港城经济区东区规划石化产业链, 初步规划 PDH (丙烷脱氢制丙烯) 及丙烯下游产业链, 利用东区的石化资源可形成西区 MDI、TDI 项目的原料来源, 实现东区和西区的互联互通, 共享基础配套设施, 促进提高园区效益最大化。

持续发力研发创新, 新材料业务快速增长, 成长性逐步得到体现。公司以研发创新为核心驱动其内在成长, 2020 年, 公司研发费用 20.43 亿元, 同比增加 19.84%, 研发人员数量 2771, 同比增加 18.02%, 2021Q1 研发费用 5.80 亿元, 同比增长 38.42%, 万华磁山全球研发总部于 2019 年正式启用, 为公司技术创新提供了新的发展平台, 2020 年万华大学在磁山也正式揭牌启用。2020 年, 万华四川一期改性塑料项目正式投产, 二期工程也正式开工建设; 公司在精细化工与新材料业务项目储备丰富, 未来柠檬醛及

衍生物一体化项目、合成香料、水性涂料、ADI、尼龙 12、锂电三元材料、生物降解聚酯项目、大规模集成电路平坦化关键材料、POE 高端聚烯烃等项目将持续为其成长性提供保障，公司成长性逐渐得到体现。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 190.65/210.38/238.96 亿元，对应分别为 19/17/15 倍 PE，维持“买入”投资评级。

风险提示：新增产能释放进度超预期、原料采购及汇率风险、环保及安全生产风险、下游需求增速大幅放缓、项目投产进度不及预期风险。

2.2 华鲁恒升：具有显著成本优势的国内煤化工龙头

华鲁恒升是煤化工标杆企业，公司具有合成气产能 320 万吨、尿素 180 万吨、醋酸 50 万吨、DMF 33 万吨、乙二醇 55 万吨，基于先进的煤气化技术和不断改进，公司已经打造出极具成本优势的煤化工平台，后期将逐步将煤化工成本优势迁徙到石油基的苯产业链，目前具有己二酸产能 16 万吨，16 万吨精制己二酸项目已经投产，30 万吨己内酰胺及尼龙项目预计年底投产，建成后苯产业链产品将进一步丰富；2020 年上半年油价大幅下跌情况下，公司依然可以凭借煤气化的低成本优势取得超越同行业水平的盈利，未来行业景气复苏公司将具有较大的业绩弹性。

打造荆州第二生产基地，打开未来成长天花板。受制于山东煤指标限制，公司煤气化产能扩张受限，为此公司与荆州市政府签订投资建设华鲁恒升荆州现代煤化工基地协议。其中一期项目计划投资 115 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品。项目一期用地 2300 亩，二期及后续预留 2500 亩；此外还批准建设危化品仓库和码头、铁路专用线、动力岛等，满足项目用电、给排水需求。截至 2021 年一季度，公司固定资产 125.04 亿元，在建工程 26.67 亿元，荆州基地建设相当于再造一个华鲁，打开公司中长期发展空间。

尿素、醋酸、DMF 等主要产品维持景气高位，公司盈利能力增强。目前尿素价格 2610 元/吨，醋酸 7600 元/吨，DMF 10700 元/吨，盈利能力较好，我们预计化工品行业景气将继续维持，公司仍将维持较高盈利水平。

风险提示：国际油价大幅波动的风险，全球疫情防控不及预期的风险，公司在建项目进度不及预期。

2.3 新和成：立足技术创新，打造精细化工龙头

维生素业务高景气，蛋氨酸、生物发酵等项目助推新一轮成长。维生素下游饲料需求持续改善，根据奥特奇统计数据，2020 年全球饲料产量 11.88 亿吨，同比增加 1%，其中，中国饲料产量 2.4 亿吨，同比增加 5%。公司蛋氨酸二期 10 万吨投产后，蛋氨酸产能达到 15 万吨，成本显著下降，VC 项目投产后市场开拓顺利，市场份额均明显提升，叶醇系列产品产销规模也进一步释放。此外，公司黑龙江生物发酵一期项目已于 2020 年下半年全面投产，形成“淀粉乳-葡萄糖-叶红素-己糖酸-山梨醇-C”一体化产业链，公司产品结构进一步完善，盈利能力进一步提升。

立足技术创新，产业链延伸更加精细化和多元化，未来成长空间广阔。公司持续加大创新研发投入，2021Q1 研发费用 1.6 亿元，同比增长 70.50%，连续七年研发投入占营业收入比重超过 5%。公司技术储备丰富，在香精香料领域围绕关键中间体做技术相关产业链延伸，不断向精细化和多元化延伸；在新材料领域，公司持续加大研发投入，PPS、PPA 等新材料产品质量和市占率均位居全球前列。未来蛋氨酸三期，生物发酵二期、原

料药、新材料、香精香料等多个高附加值项目将持续为公司未来成长提供有力保障。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 40.87/51.14/58.67 亿元，对应分别为 19.8、15.8 及 13.8 倍 PE，维持“买入”投资评级。

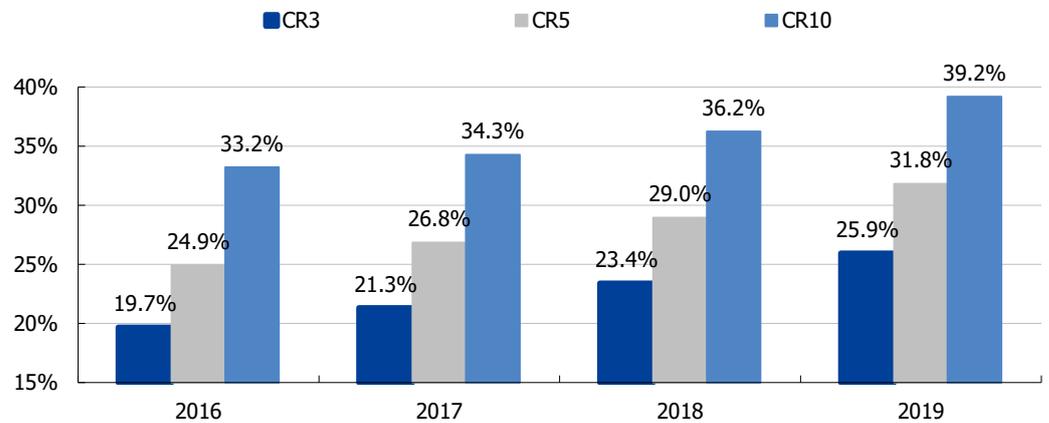
风险提示：在建项目审核时间长于预期、香精香料价格大幅波动、行业新进入者风险、安全生产风险。

2.4 玲珑轮胎：引领民族轮胎实现外资替代

玲珑轮胎是 A 股轮胎板块龙头企业，先后被纳入三大国际指数(MSCI、富时罗素、标普新兴市场)。公司不仅是轮胎板块中盈利能力最强的企业，也是行业中少数具备消费属性、成功打入乘用车胎市场的企业。外资企业占有国内乘用车胎约 70% 的市场份额，而我国轮胎企业占有的主要是份额约 30% 的低端车市场，份额约 47% 的 8-18 万元乘用车市场是玲珑的潜在空间。我们看好公司率先替代外资拿下国内中端车胎市场，引领我国民族轮胎实现外资替代。

供给端：行业集中度稳步提升：过去，我国轮胎行业技术壁垒低、规模效应不明显。从 2004 到 2010 年，我国轮胎厂商数目从约 500 家增加到超过 1000 家，并且其中 70% 为年产能小于 50 万条的小厂，行业集中度低，主要受出口红利拉动。2010 年，国家发布《轮胎产业政策》。受到政策、环保监管及出口需求受阻的多重施压，我国过剩轮胎产能被加速淘汰。2018 年，轮胎行业破产的企业达到 25 家。以产量测算，2015 年我国轮胎行业 CR3、CR5、CR10 分别为 19.7%、24.9%、33.2%，2019 年汽车轮胎行业 CR3、CR5、CR10 已上升到 25.9%、31.8%、39.2%，近年来行业集中度稳步上升。

图表 23：我国轮胎行业产量集中度 CR3、CR5、CR10（其中中策集团 2019 年产量根据销售额与单价推算）



资料来源：各公司年报，中国橡胶工业协会，国盛证券研究所

需求端：存量市场为主，贸易壁垒下厂商积极开拓内销市场。国内汽车轮胎市场需求分为替换（AM）和配套（OEM）。

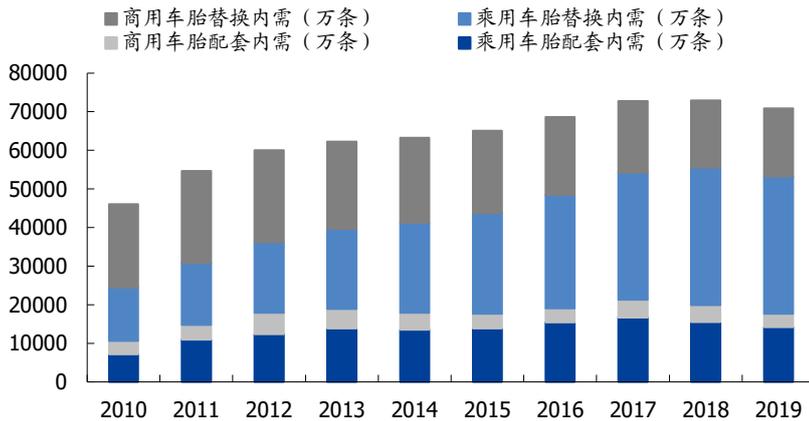
图表 24: 各类型车辆轮胎配套及替换系数

轮胎类别	车辆类别	配套轮胎数(条)	替换系数(条/辆·年)
轿车胎	轿车	5	1.5
	中型载重卡车	11	15
载重胎	重型载重卡车	16-22	10-20
	轻型载重卡车	7	4.2
	大型客车	7-11	2-5
工程胎	装载机械	4	2
	运输工程机械	6	3

资料来源: 中国橡胶工业协会、国盛证券研究所

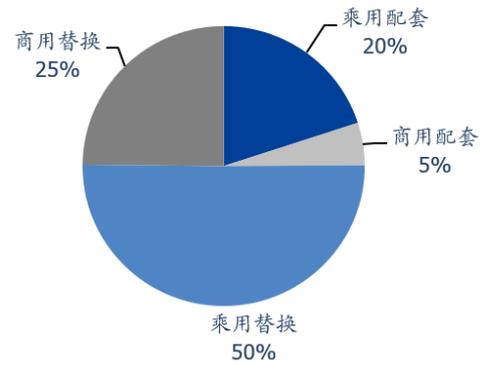
内销市场: 市场规模庞大, 市场仍被外资主导。根据公安部统计, 存量方面, 机动车总保有量居世界第一, 庞大了保有量奠定了我国轮胎市场的需求基础。增量方面, 2019年我国汽车产量 2572.1 万辆, 其中乘用车产量 2136 万辆, 商用车产量 436.1 万辆。以中国橡胶工业协会公布的轮胎配套及替换系数测算, 2019 年我国汽车轮胎总需求为 7.12 亿条, 其中乘用车胎需求 4.98 亿条, 商用车胎需求 2.11 亿条, 替换需求占 75.1%, 配套需求占 24.8%。我们本土轮胎厂商主要配套 10 万元以下的中低端乘用车胎市场, 乘用车胎市场约 70% 份额被外资占有。

图表 25: 中国汽车轮胎需求测算



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

图表 26: 2019 年中国汽车轮胎需求分布



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

出口市场: 龙头企业持续享受海外投资红利。2012 年, 欧盟启动标签法案; 2014 年, 美国启动中国半钢胎反倾销、反补贴调查; 2018 年, 欧盟启动全钢胎反倾销调查, 同年美国对轮胎增加额外 25% 关税。在诸多国家地区对原产于中国的轮胎启动贸易壁垒的背景下, 中国头部轮胎企业接连在海外设立工厂, 具有如下优势:

避绕关税: 税收主要针对“原产于中国的轮胎”, 位于海外的工厂无需缴税;

靠近原料端: 玲珑、中策、赛轮、通用、森麒麟海外工厂均位于东南亚天然胶生产国, 可免去从进口天然胶的高昂关税 (20% 从价税或 1500 元/吨从量税);

税收优惠: 为鼓励投资, 许多国家会对外资企业实施税收优惠政策。泰国玲珑享受 10 年免所得税优惠、中策泰国享受 8 年免所得税;

人力成本低廉: 人力成本占轮胎总生产成本 8%, 我国人力成本近年不断上升, 东南亚人力成本低廉。

图表 27: A 股上市轮胎厂商海外投产计划 (包括被杭叉集团持股的中策橡胶)



资料来源: 公司公告, 国盛证券研究所

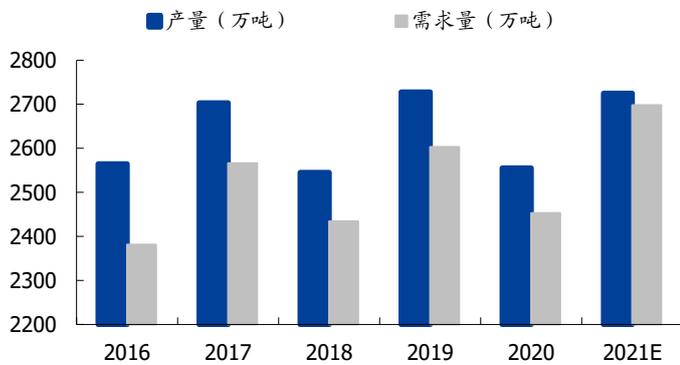
3. 贝塔类资产看好景气趋势向上的低估值品种

3.1 纯碱：下游需求高景气，看好行业景气上行

纯碱作为一种重要的基础化工原料，下游广泛用于玻璃、轻工、冶金等领域。纯碱的生产工艺包括氨碱法、联碱法和天然碱法，天然碱法由于受到矿产资源的影响在国内占比较小，国内主要还是以氨碱法和联碱法生产工艺为主，占比分别为46.5%及47.6%。其中联碱法的副产物为氯化铵，与纯碱产出比例为1:1，主要应用于复合肥行业，氯化铵的价格持续低迷影响了联碱法企业的盈利能力。

纯碱未来2年新增产能较少，纯碱行业逐渐紧平衡。2012年来国内纯碱行业开始逐步呈现产能过剩的局面，2014年起由于行业部分企业亏损严重，行业供给端开始出现收缩。2015年纯碱行业产能同比下降了275万吨，以联碱法企业为主，全行业开始实现扭亏。近几年来国内纯碱行业新增产能较为有限，平均产能利用率在86.5%的较高水平。根据百川资讯数据，预计2021年国内纯碱行业产能预计为3406万吨，同比增加79万吨。

图表 28: 国内纯碱产量及表观消费量情况



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 29: 纯碱库存情况



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

目前国内纯碱生产企业约40家，CR5约40%，随着国家控制纯碱新增产能，未来两年行业新增产能有限，根据百川资讯数据，2021-2022年两年纯碱行业预计新增产能134万吨，新增产能占比4%，平均每年新增产能约2%，同时部分不具备成本优势、不满足环保的企业也将逐步被淘汰，行业逐渐由之前过剩变成紧平衡。

图表 30: 2021-2022 两年纯碱行业新增产能

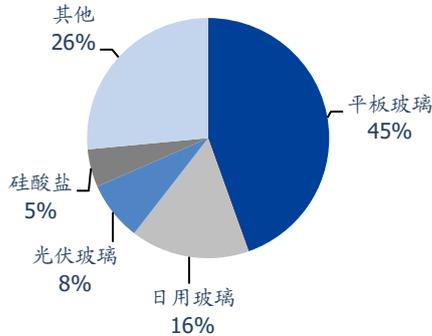
企业	省份	预计投产时间	产能 (万吨)
远兴能源	内蒙古	2022/12/31	100
德邦兴华化工	江苏	2022/6/30	60
红四方	安徽	2022/3/31	20
连云港碱业	江苏	2022/12/31	-130
新都化工	湖北	2021/12/31	50
晶昊盐业	甘肃	2021/4/30	14
金昌化工	江西	2021/3/31	20
合计			134

资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

平板玻璃、光伏玻璃高增长拉动纯碱需求。纯碱下游主要用于生产玻璃，其中平板玻璃和日用玻璃占比分别为45%和16%，光伏玻璃占比8%。平板玻璃领域70%以上用

于建筑行业，截止2021年4月国内房屋施工面积累计同比10.9%，增长幅度接近2018-2019年水平，地产行业高景气带动平板玻璃需求大幅增长，2021年4月平板玻璃累计产量同比增长10.5%，平板玻璃需求量增长进一步拉动产业链上游纯碱需求。

图表 31: 国内纯碱下游消费占比



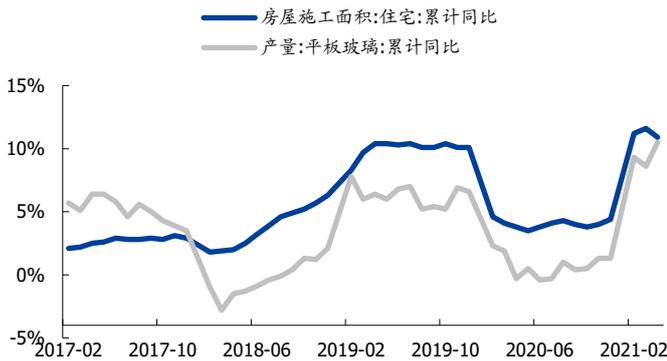
资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 32: 近几年国内平板玻璃产量及增速



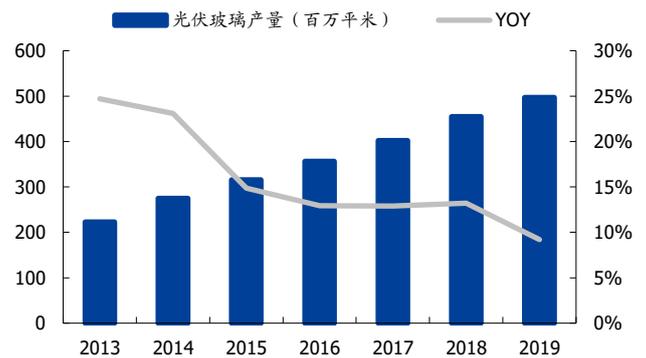
资料来源: 国家统计局, 国盛证券研究所

图表 33: 房屋施工面积累计同比及平板玻璃产量累计同比



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

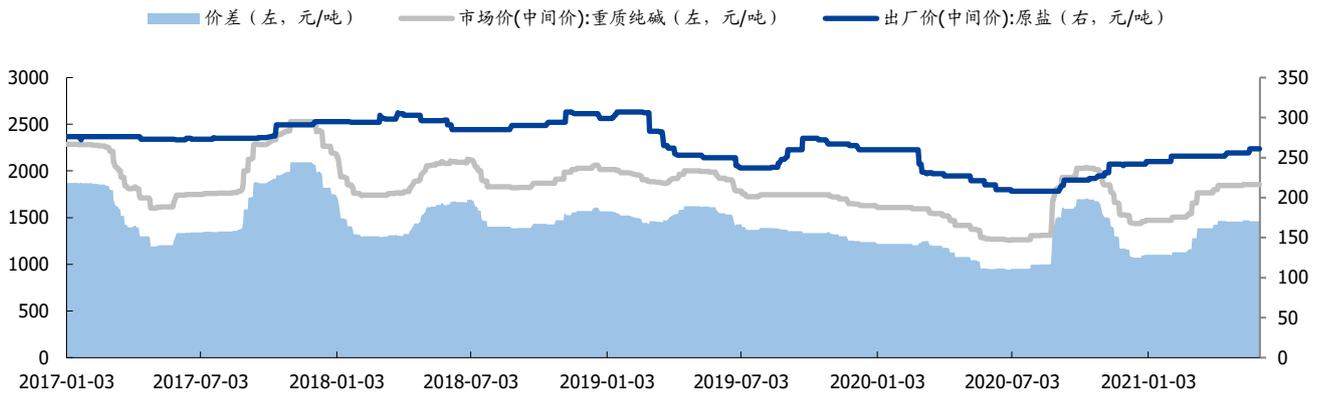
图表 34: 光伏玻璃产量



资料来源: Wind, 国盛证券研究所

光伏发电进入平价周期，“双碳”环保目标下光伏装机量提升带动上游光伏玻璃需求持续扩容。随着组件等关键设备效率提升，光伏发电成本逐渐下降，并逐步实现平价。同时在碳中和碳达峰的环保要求下，为了达到我国在2030年实现非石化能源消费占比25%的目标，十四五期间国内光伏新增装机量预计在70-95GW，这将有效拉动产业链上游的光伏玻璃以及纯碱需求。根据百川资讯数据，2021年国内光伏玻璃日熔量预计新增产能2.1万吨，可拉动上游纯碱新增需求约170万吨，2020年内纯碱表观消费量2453万吨，光伏玻璃新增产线可拉动上游需求增长6.9%。

图表 35: 重质纯碱价格及价差 (元/吨)



资料来源: wind, 国盛证券研究所

投资建议:

山东海化: 国内纯碱龙头企业, 拥有纯碱产能 280 万吨, 2020 年纯碱销量 250 万吨, 营收占比 83.7%。

远兴能源: 国内最大的天然碱龙头企业, 拥有天然碱产能 180 万吨, 权益产能 147 万吨, 2020 年纯碱销量 147.3 万吨, 纯碱营收 16.39 亿元, 营收占比约 21.4%。

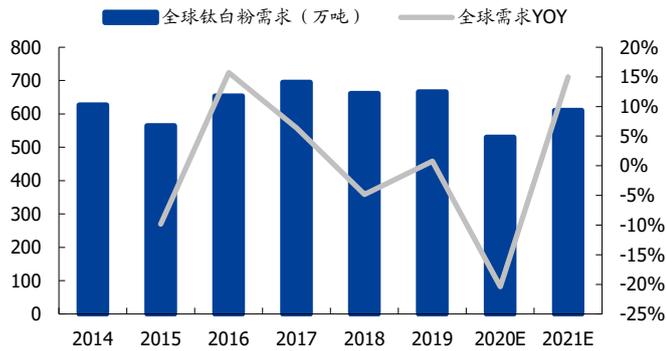
三友化工: 公司是纯碱和粘胶短纤双龙头企业, 拥有纯碱产能 340 万吨, 2020 年纯碱销量 336.5 万吨, 营收占比 23.6%。

中盐化工: 公司是盐、盐化工、医药健康产品生产及销售一体的综合性企业, 公司拥有纯碱产能 240 万吨, 2020 年纯碱销量 264.2 万吨。

3.2 钛白粉: 成本推动以及出口需求拉动下, 行业持续高景气

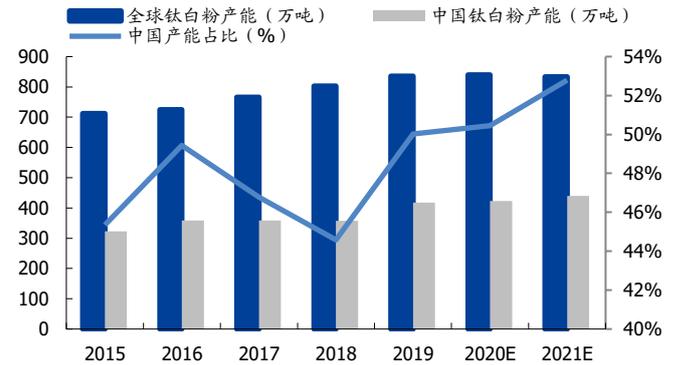
全球钛白粉需求稳定, 我国钛白粉产能全球占比逐渐提升。钛白粉主要作为涂料添加剂用于建筑(房地产)、木器(装饰装修)、汽车和船舶等领域, 其中房地产领域中的使用量最大, 典型的房地产后周期市场, 一般之后地产周期一年左右时间。全球钛白粉需求相对稳定, 2016 年-2019 年全球钛白粉需求量基本稳定在 650 万吨以上, 2014-2019 年 5 年复合增速 1.3%。钛白粉全球供给格局呈现国外高度集中, 国内相对分散的局面, 2019 年全球钛白粉产能约为 835.5 万吨, 国外钛白粉产能约 392 万吨, 产能主要集中在科慕、特诺、范能拓、康诺思四家厂家, CR4 高达 90%。我国钛白粉产能 423 万吨, 占全球钛白粉产能 50%, 并呈现占比不断提升的趋势; 国内钛白粉供给相对分散, CR4 约 42%, 其中龙蟒佰利产能 101 万吨, 是国内最大的钛白粉生产企业。

图表 36: 全球钛白粉需求及增速



资料来源: 钛资讯, 国盛证券研究所

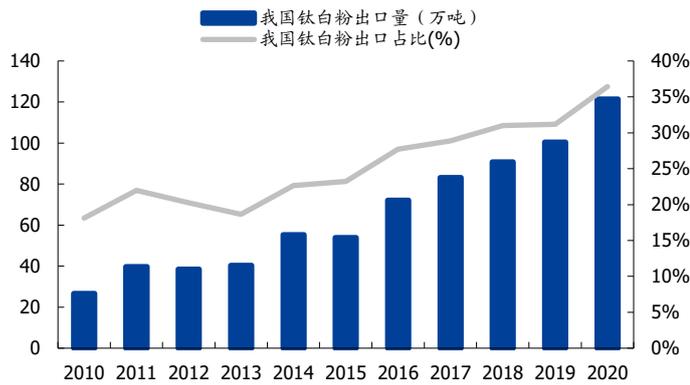
图表 37: 全球及我国钛白粉产能



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

我国钛白粉出口占比逐年提升。根据百川盈孚数据, 2020 年我国钛白粉产量 333 万吨, 其中出口量 121.42 万吨, 进口量 16.83 万吨, 出口量占我国钛白粉总量的 36.4%, 进口量占我国钛白粉总产量的 5.1%, 出口占比较 2019 年增加 5.3 个百分点, 根据百川盈孚数据, 截止 2021 年 4 月, 我国钛白粉出口 43.5 万吨, 同比增长 3.78%。

图表 38: 我国钛白粉出口量及出口占比



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 39: 我国钛白粉进口量及进口占比



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

钛白粉在下游涂料中成本占比较小, 终端消费者对价格变动不敏感, 因此钛白粉可以将上游钛精矿价格变动很好传导到下游, 从历年钛白粉与钛精矿价格走势看, 二者价格波动基本保持一致。由于我国钛矿 TiO₂ 品位低, 采选难度大, 每年仍需大量进口钛精矿, 根据卓创资讯, 2019 年我国钛精矿产量约 500 万吨, 主要集中在四川地区, 产量占比 80% 左右, 近几年产量增速放缓, 我国钛精矿每年仍需大量进口约 300 万吨, 进口依赖度 45% 左右。

钛精矿供应紧张, 原料端不断推升钛白粉成本。国内在环保和安全压力下小产能逐步退出, 2020 年以来受新冠疫情影响海外钛矿供应收紧, 供给收紧加上钛白粉需求的稳定增长, 钛精矿价格持续上涨并创近三年新高, 目前钛精矿价格 2300 元/吨。根据卓创资讯, 截止 2021 年 4 月, 我国钛精矿进口量 139.4 万吨, 同比+37.5%。钛白粉在成本端推动, 以及出口需求旺盛拉动下, 我们预计钛白粉价格将持续高景气。

图表 40: 钛白粉价格及价差



资料来源: wind, 国盛证券研究所

建议关注: 龙蟠佰利。公司具备钛白粉产能 101 万吨, 产能规模亚洲第一, 全球第三, 其中氯化法钛白粉产能 26 万吨, 随着未来焦作、新立和攀枝花基地氯化法产能持续投产, 公司将继续挤压国外大厂及国内中小企业, 市占率将进一步提升。同时公司与钛康公司签订 5 年排他性合同, 合同期内不得向中国大陆境内除公司以外的任何第三方以任何直接或间接方式转移氯化钛白技术或参加氯化钛白项目, 保证大型沸腾氯化法技术不扩散。

公司未来上游钛精矿将继续升级做高钛渣, 确保原料供应并进一步降低成本, 同时下游布局高附加值海绵钛和钛材, 打造钛矿-钛渣-钛白粉-海绵钛全产业链布局, 竞争力和盈利能力进一步增强。

3.3 氨纶: 下游需求快速增长, 行业库存低位, 行业维持高景气

氨纶需求增速远高于服装行业。我国是全球氨纶生产大国, 氨纶产能每年维持 5-10% 增速, 根据百川盈孚数据, 2020 年我国氨纶产能 95 万吨, 占全球氨纶产能 70% 左右; 2020 年我国氨纶表观消费量 71.7 万吨, 近五年平均增速接近 10%, 2009 以来的十年复合增速 13% 左右, 而我国近十年服装产量复合增速仅 0.3%, 氨纶凭借其特有的弹性纤维特性, 在各种休闲服装面料、运动面料等领域的应用快速增长, 近几年需求增速远高于服装行业增速。

图表 41: 我国氨纶行业产能及增速



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

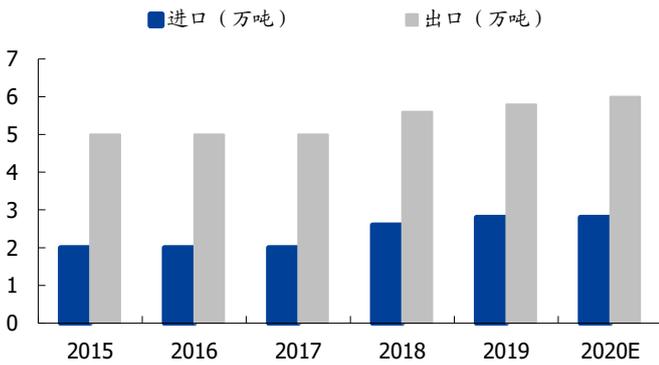
图表 42: 我国氨纶表观消费量及增速



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

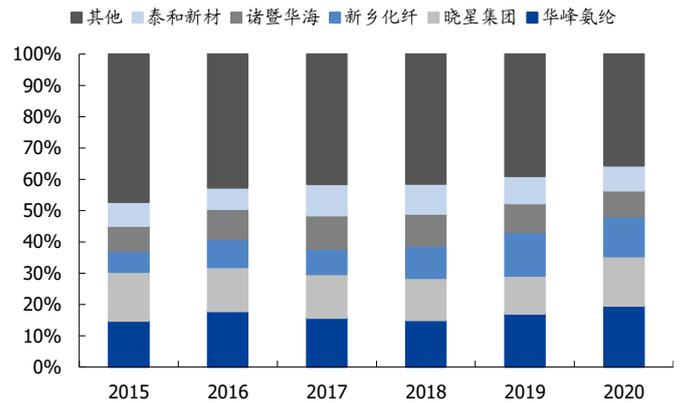
我国氨纶出口逐年增加。我国氨纶每年进口量在 2.5-3 万吨, 较为稳定, 出口量则呈现逐年增加的趋势, 根据百川资讯数据, 2020 年我国氨纶出口量 6.5 万吨, 同比增长 4.8%, 出口量占国内氨纶总产量的 8.6%。

图表 43: 我国氨纶进出口情况



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 44: 国内氨纶行业 CR5 占比逐年提高



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

行业新一轮扩产接近尾声, 新增产能多为头部企业, 行业集中度进一步提升。氨纶行业投资金额较大, 单吨投资额 3 亿元左右, 中小企业在资金、成本、规模不占优势情况下扩张意愿不大, 行业扩产多集中在头部企业, 行业集中度呈现不断集中的趋势, CR5 从 2015 年的 52.7% 增加至 2020 年的 64%, 未来新增产能大多在最近两年密集投产。

图表 45: 未来氨纶新增产能 (万吨)

企业	2020	2021	2022
华峰化学	4	4	
新乡化纤		3	
泰和新材		1.5	
诸暨华海		2	
晓星集团	4.5		3
山东如意			
合计	8.8	10.5	3

资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

氨纶行业库存下降至历史最低位，在下游需求拉动下盈利能力快速提升。

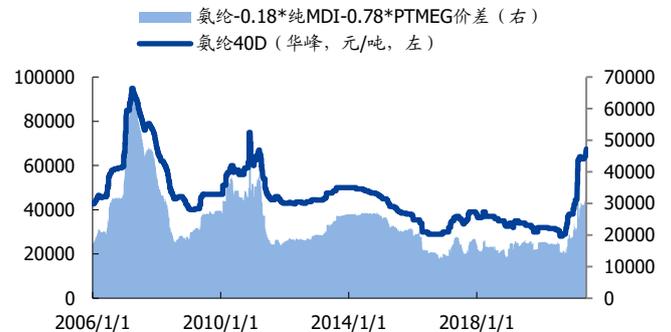
根据百川数据，截止2021年6月4日，氨纶行业周度库存下降至2.56万吨，创近几年库存新低，在下游纺织服装高景气以及原料上涨推动下，我们预计氨纶行业景气度将继续维持。

图表 46: 氨纶行业库存情况



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 47: 氨纶价格与价差



资料来源: wind, 国盛证券研究所

建议关注: 华峰化学、泰和新材、新乡化纤。

华峰化学: 公司氨纶规模及成本优势不断扩大，未来可大幅受益于行业景气好转。公司是国内聚氨酯制品龙头企业，拥有氨纶产能 17.5 万吨，己二酸 73.5 万吨，聚氨酯原液 42 万吨，产能规模均位居国内首位。氨纶行业下游需求以每年 5-10% 速度稳定增长，行业新一轮产能扩张接近尾声，公司作为行业龙头具有显著的成本优势，且正处于扩张期。目前氨纶行业库存下降至近几年历史低位，随着行业供需格局改善，公司将大幅受益于行业景气度提升。

己二酸供需好转，行业扩产集中在头部企业。己二酸行业产能 275 万吨，目前开工率 65% 左右，仍处于产能过剩，己二酸是生产 PA66 和可降解材料 PBAT 的重要原材料，随着国内己二腈技术不断突破，PA66 国产化以及国内可降解材料 PBAT 项目大量投产将拉动上游己二酸需求；根据百川盈孚统计数，国内在建或拟建 PBAT 产能超过 300 万吨，未来如果产能释放有望拉动近百万吨己二酸需求，随着未来供需改善，己二酸产能过剩的局面将得到改善，行业景气度也有望逐渐好转。

泰和新材: 氨纶行业底部整合，看好公司双基地策略下重塑竞争力：公司积极实施双基地发展战略，一方面在烟台基地实施新旧动能转换，在烟台新园区新建 1.5 万吨差别化产品，另一方面在宁夏建设低成本生产基地，一期 3 万吨满负荷生产后，二期在建 3 万吨预计将于 2021 年二季度投产，我们看好公司作为国内最早引进氨纶技术的企业重塑行业领导地位。

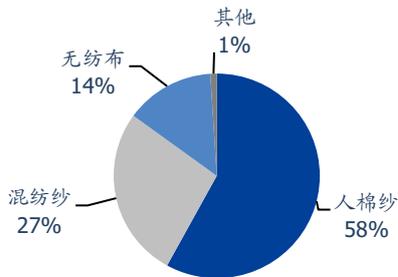
高端芳纶进口替代空间大，积极布局下游产业链，新增产能带动业绩增长。公司间位及对位芳纶目前产能均居国内首位。目前拥有间位芳纶产能 7000 吨，在建一期 4000 吨预计二季度投产，对位芳纶产能 4500 吨，其中 3000 吨是 2020 年三季度投产，随着新投产对位芳纶开工负荷提升，预计将持续贡献更多业绩增量。此外公司通过收购烟台民士达特种纸业积极布局芳纶下游产业链，民士达是国内规模最大的芳纶纸制造企业，拥有芳纶纸产能 2000 吨/年，拓展产业下游有利于进一步拓宽产业壁垒，增强公司盈利能力。

风险提示：项目投产进度不及预期、下游需求增速低于预期、新增产能大幅释放导致产品价格下跌、原材料价格大幅波动的风险。

3.4 粘胶：下游需求复苏，行业扩张放缓，行业进入上行周期

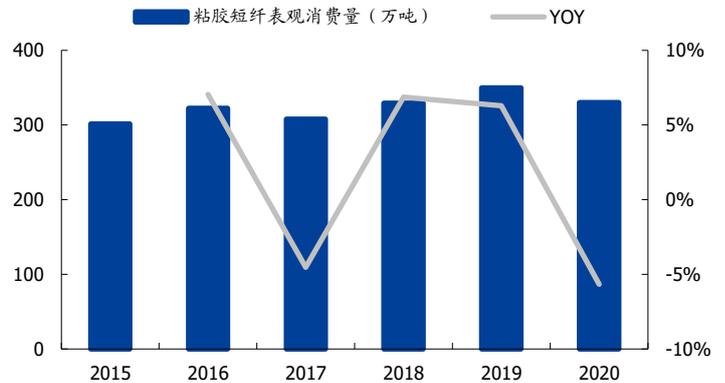
粘胶短纤下游主要用于人棉纱（61%）、混纺纱（31%）以及无纺布领域（7%），终端需求主要用于纺织服装领域。根据百川资讯数据，2019年我国粘胶短纤表观消费量350万吨，其中国内实际消费量363万吨，出口量36.1万吨，进口量22.7万吨，2015-2019年行业表观消费量复合增速3.8%。2020年受疫情影响，行业表观消费量大幅缩减，行业表观消费量329.97万吨，同比减少5.67%。

图表 48: 粘胶短纤下游消费领域



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

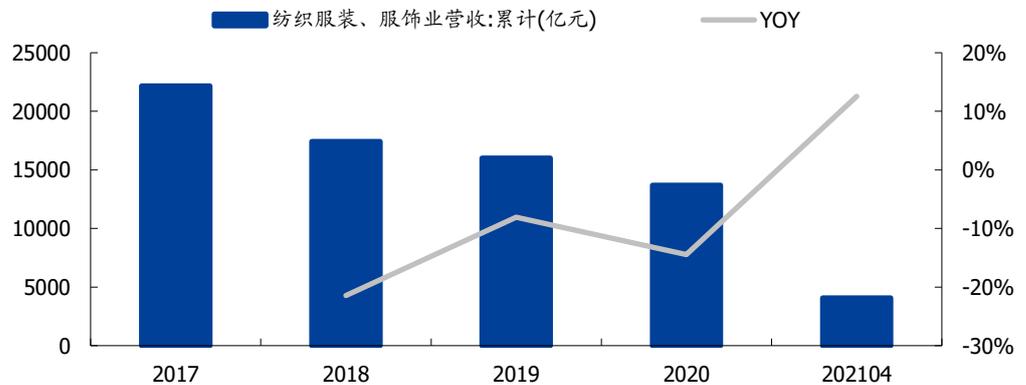
图表 49: 粘胶短纤表观消费量及增速



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

纺织服装业终端销售、出口数据连续改善，下游需求逐渐恢复。随着国内疫情得到控制，下游纺服行业逐步恢复，根据国家统计局数据，截止2021年4月，国内纺织服装业营收累计同比12.56%，出口交货值累计同比7.78%，纺织服装行业正缓慢复苏之中。

图表 50: 纺织服装服饰业营收及同比增速



资料来源: wind, 国盛证券研究所

水刺无纺布行业高增长拉动上游高白粘胶需求。水刺无纺布是将高压微细水流，喷射到一层或多层的纤维网上，使其相互缠结在一起，从而得到的一种柔性织物，具备一定强力，且可以锁住水分，卫生及护理用品是水刺无纺布的主要应用领域，应用占比接近90%，其中面膜、湿巾及尿不湿等终端用品需求增长最快，根据智研咨询数据，我国面膜市场规模近几年增速都在20%以上。根据卓创资讯数据，2015年至2019年我国水刺无纺布产量平均增速达到13.59%。粘短高白纤维是水刺无纺布主要原料，水刺无纺布行业高增长将持续拉动上游高白粘胶需求，国内仅三友化工、赛得利具备生产能力，三友化工未来将受益于行业的高增长。

图表 51: 国内水刺无纺布产量及增速



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 52: 国内面膜市场规模及增速



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

粘胶短纤行业 2017 年以来处于行业产能扩张期, 产能从 2016 年的 374 万吨, 扩张到目前的 510 万吨左右, 新增产能 136 万吨, 新增产能占比 36%, 且新增产能多集中在头部企业, 粘胶行业集中度提升明显, 目前 CR3 已达到 55.6%。随着 2018 年以来下游纺织出口需求下滑, 粘胶行业供需严重失衡, 行业处于产能过剩状态, 粘胶行业景气度持续下行, 行业从 2018 年 10 月以来一直处于亏损状态, 中小产能逐步停产、退出, 2019 年业内有约 18 万吨产能退出市场, 部分企业开始停产观望后续市场供需格局变化。

粘胶短纤工厂库存有所上升, 开工率逐步下滑, 等待行业需求旺季来临。下游纱线厂进入 5 月传统纺织淡季, 交投量有限, 使得粘胶厂库存量继续增加, 目前粘胶短纤周度库存 (2021 年 6 月 4 日) 28.46 万吨, 同比 21.21%, 处于相对高位, 各粘胶短纤工厂采取限产保价策略, 行业开工率有所下滑, 5 月份行业开工率 75%。

图表 53: 粘胶短纤产能及增速



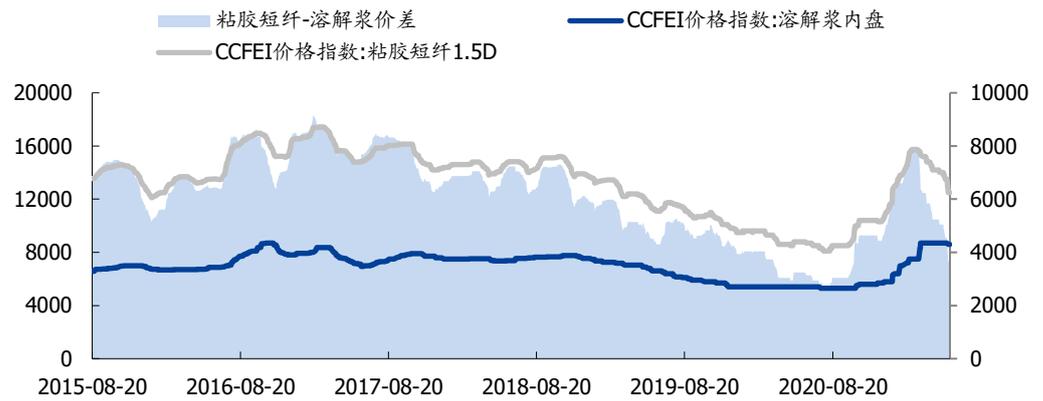
资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 54: 粘胶短纤行业库存



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

图表 55: 粘胶短纤价格与价差 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 国盛证券研究所

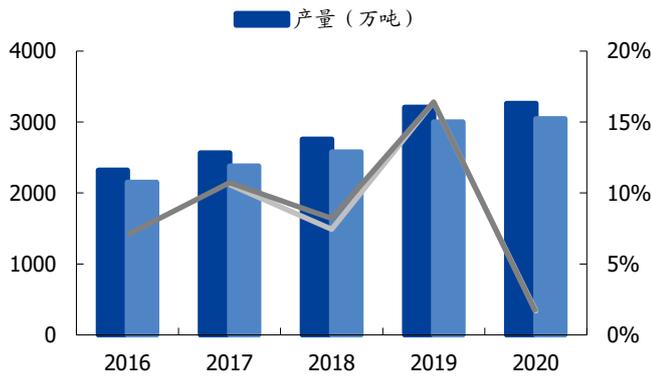
投资建议: 三友化工。公司是国内粘胶和纯碱龙头企业, 循环产业链布局, 竞争优势明显: 公司是国内纯碱和粘胶的龙头企业, 拥有纯碱、粘胶、PVC、烧碱、有机硅单体产能分别为 340 万吨、78 万吨、51 万吨、53 万吨、20 万吨。

纺织服装终端销售及出口逐渐好转, 水刺无纺布渗透率提升进一步拉动上游粘胶需求: 粘胶短纤下游主要用于人棉纱 (61%)、混纺纱 (31%) 以及无纺布领域 (7%), 终端需求主要用于纺织服装领域。随着国内疫情得到控制, 下游纺织行业逐步恢复, 且水刺无纺布 (用于面膜、消毒湿巾等领域) 渗透率快速增长, 将拉动上游高白粘胶需求, 国内高白粘胶仅三友化工、赛得利具备生产能力。供给端看, 粘胶行业扩产接近尾声, 行业亏损长达 2 年, 小厂产能有 60 万吨左右 (占比约 10%) 停产或关闭, 且未来新增产能较少, 供需格局逐渐优化之下, 我们认为粘胶行业将进入行业上行周期。

3.5 涤纶长丝: 2021 年看好景气上行

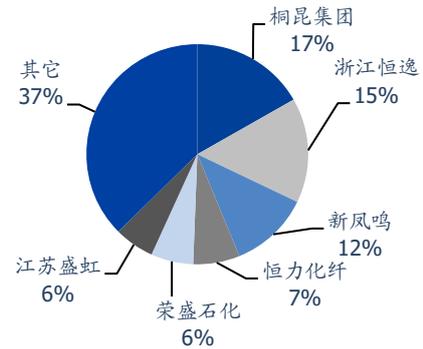
2014 年以来涤纶长丝的价格大幅下滑, 大量中小规模企业在价格战中折戟沉沙, 部分厂家已退出市场, 累计淘汰涤纶长丝产能达到 207 万吨, 供给过剩情况有所缓解。2019 年我国涤纶长丝产能达到 3994 万吨, 增幅 6.45%, 2020 年产能 4218 万吨, 增幅 5.62%, 行业产能扩张有所放缓。根据百川资讯统计数据, 2021 年行业预计新投放的产能 262 万吨, 同比增加 6.21%。随着固定资产投资的增速下降, 涤纶长丝的增产趋于理性, 产能高速增长的时代已经结束。

图表 56: 国内涤纶长丝行业产能及产量情况



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

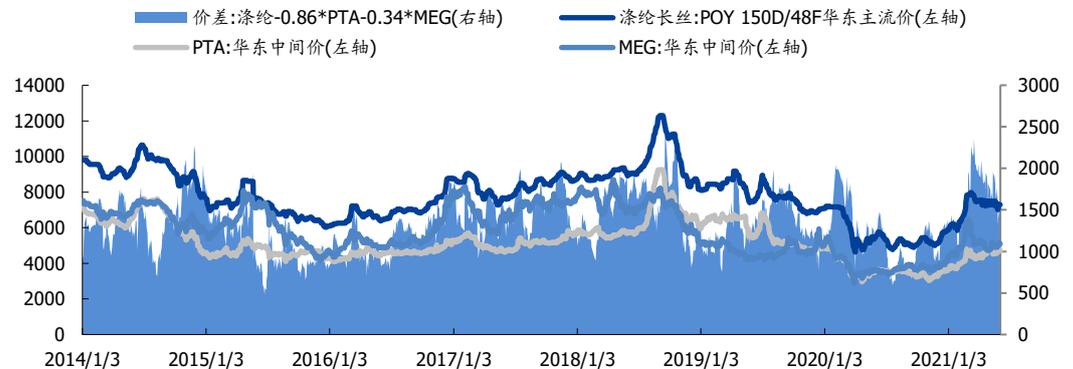
图表 57: 我国涤纶长丝企业产能占比



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

下游纺织服装、服饰业回暖, 库存增速放缓。受到疫情影响, 2020 年一季度下游纺织服装行业需求大幅下滑, 随着国内疫情缓解, 下游需求逐步复苏, 2021 年 4 月, 国内纺织服装业营收累计同比 12.56%, 出口交货值累计同比 7.78%, 缓慢复苏迹象明显; 2020 年我国涤纶长丝表观消费量 3047 万吨, 同比增长 1.61%, 产量 3262 万吨, 同比增长 1.69%, 存货同比-3.43%, 主要是由于国内终端纺织服装和家纺市场以及国外纺织订单回流带来的行业的景气度持续上行, 拉动涤纶长丝需求提升。

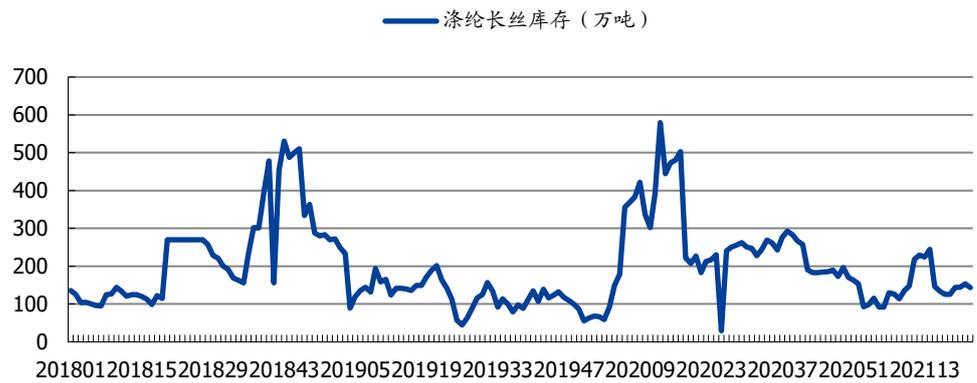
图表 58: PTA、涤纶长丝价格与价差 (元/吨)



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

在下游需求拉动下, 上游涤纶长丝开工率 2021 年 4 月份以来维持 90%以上的开工负荷, 行业库存从 2020 年 10 月份以来逐渐下降, 截止 2021 年 6 月 4 日, 涤纶长丝 (POY) 库存已经下降至 143.13 万吨。随着下游需求边际逐渐改善, 供给端供应有序之下, 我们预计行业将维持高景气。

图表 59: 国内涤纶长丝库存情况



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

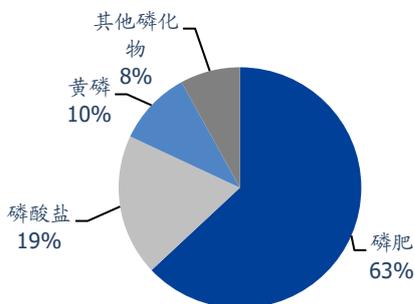
建议关注: 恒逸石化、桐昆股份。

3.6 磷化工: 产业链维持高景气

磷矿石: 纳入国家战略性资源, 供需格局不断优化

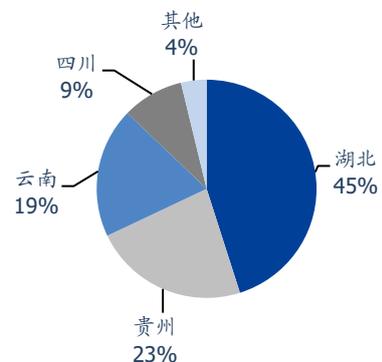
我国磷矿石储量位居全球第二位, 磷矿石产量全球第一位, 国内磷矿石资源分布极不均衡, 根据百川资讯数据, 2020年, 我国湖南、贵州、云南、四川这四个省份磷矿产量占国内总产量的 96%。随着资源开采, 磷矿石资源日趋枯竭, 同时国内生产磷酸的工艺都是采用硫酸法-湿法磷酸工艺, 生产 1 吨磷酸 (按 100% P₂O₅ 计) 产品大约要排放 5 吨磷石膏, 这些磷渣、磷石膏等体废物堆积不仅占用较多土地, 处理不当还会对周围环境造成较严重的污染。我国于 2016 年将磷矿石纳入我国战略性矿产目录, 并出台了环保限采、征收资源税等政策, 限制磷矿资源的过度开采。同时, 我国从 2016 年开始了全国持续的环境审查工作, 尤其加大了对长江流域排污企业的集中整治。磷矿石产量从 2017 年开始逐步下滑, 2020 年我国磷矿石产量 8893 万吨, 同比下滑 4.7%, 较 2016 年高峰时下滑 38.4%。

图表 60: 磷矿石下游消费结构



资料来源: 卓创资讯, 国盛证券研究所

图表 61: 2020 年我国磷矿石产量分布

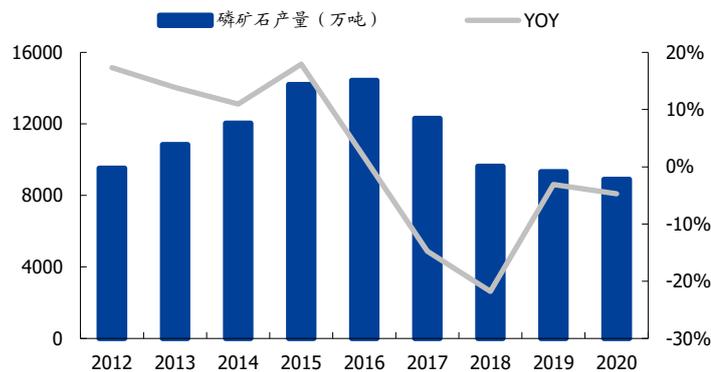


资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

持续多年产量下滑之下, 磷矿石行业进入供需紧平衡, 2020 年行业表观消费量 8917 万吨, 略高于行业产量, 供需格局大幅改善。目前行业库存处于近几年低位, 短期看, 下

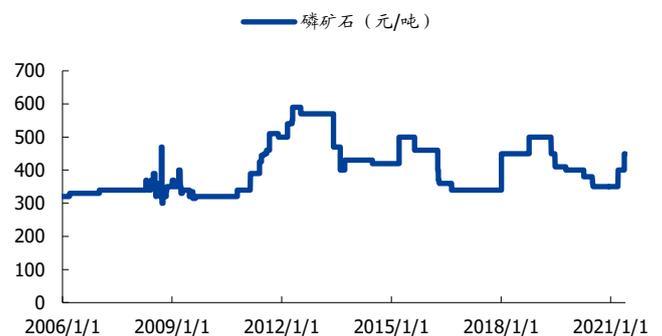
游磷肥需求边际改善下，磷矿石价格仍有上行空间，从中长期看，磷矿石作为国家战略性不可再生资源，环保限产持续执行下，行业供给整体呈下行趋势，供需格局逐渐改善，行业有望维持较好的景气度。

图表 62: 磷矿石下游消费结构



资料来源: wind, 国盛证券研究所

图表 63: 磷矿石价格走势

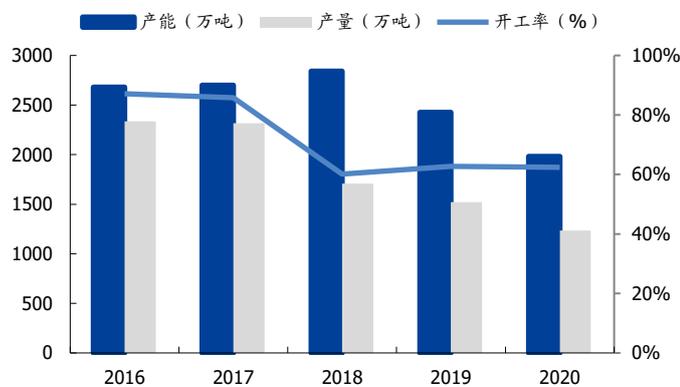


资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

磷肥: 供需格局持续改善, 需求边际改善和成本端推动行业景气上行

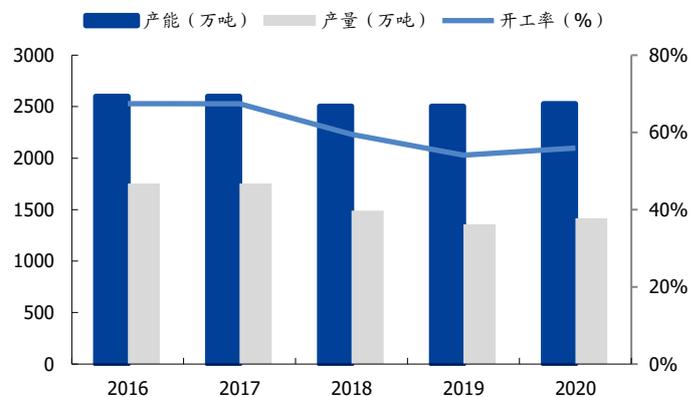
磷肥主要包括磷酸一铵、磷酸二铵等, 中国是全球主要的磷肥生产国和消费国, 长期以来磷肥行业处于产能过剩状态, 2016 年供给侧改则之后, 行业供给逐年减少, 磷肥行业供需不断优化, 2020 年磷酸一铵产能和产量分别为 1981 万吨和 1235 万吨, 同比减少 18%, 磷酸二铵产能和产量 2529 万吨和 1415 万吨, 同比增加 1.0% 和 4.4%。

图表 64: 磷酸一铵产能、产量及开工率



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

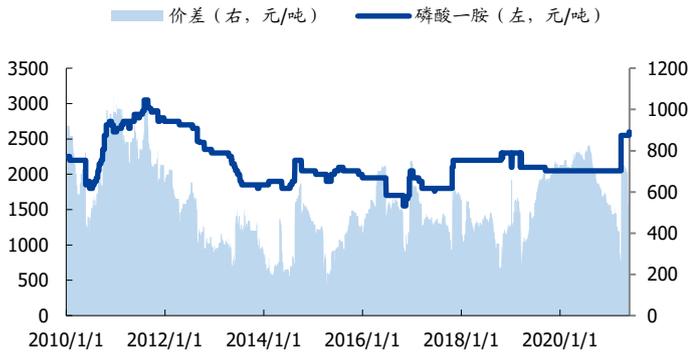
图表 65: 磷酸二铵产能、产量及开工率



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

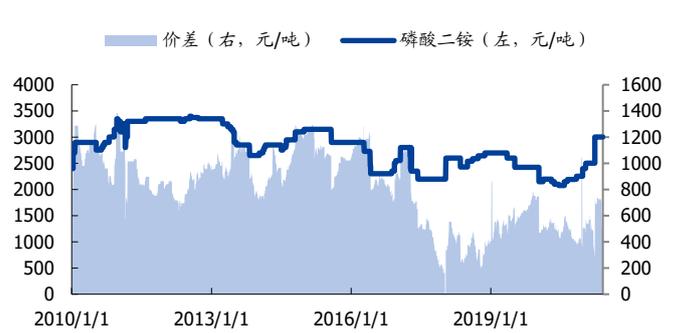
从下游需求端看, 在国内农药化肥零增长趋势下, 国内磷肥需求近几年逐渐下滑, 2020 年国内磷酸一铵和二铵表观消费量分别为 1235 万吨和 1400 万吨, 与产量基本持平。2020 年以来全球玉米、大豆等作物价格进入上行周期, 促使磷肥需求边际逐步改善。此外, 从成本端看磷肥生产原料硫磺、磷矿石价格上涨幅度较大, 原料成本升高也推动磷肥价格走高, 行业景气度进一步上行。

图表 66: 磷酸一铵价格与价差



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 67: 磷酸二铵价格与价差



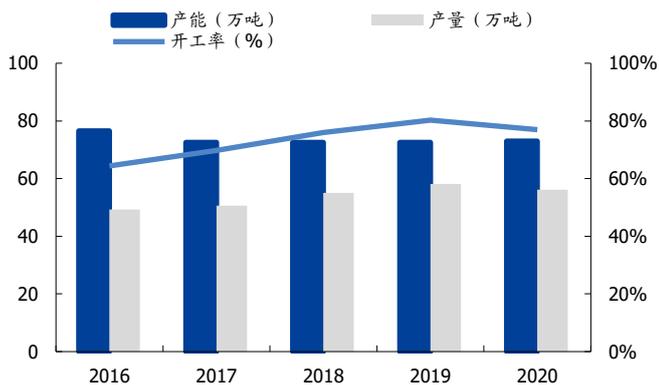
资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

草甘膦: 行业集中度大幅提升, 行业景气度持续上行

草甘膦是最大的灭生性除草剂产品, 孟山都研发成功, 2000 年孟山都的专利过期, 草甘膦进入了快速发展的阶段。全球草甘膦原药产能 110 万吨, 中国草甘膦原药产能 73 万吨。近几年草甘膦国内产能均维持在 73 万吨左右, 产量维持在 55 万吨左右, 行业开工率约 80%, 行业供需处于紧平衡。江山股份已公告收购福华通达预案, 若收购成功草甘膦市场将形成江山股份与兴发集团双寡头格局, CR2 达到 50%, CR4 达到 70%, 行业集中度大幅提升。

需求端看, 草甘膦是广谱灭生性除草剂中性价比最高的农药品种之一, 随着百草枯、麦草畏等品种禁用, 草甘膦需求潜力不断增长; 成本端看三氯化磷、甘氨酸等原料价格上涨也对草甘膦价格有较强支撑作用, 从库存端看, 目前草甘膦行业库存处于近几年低位, 供需改善下, 我们预计草甘膦将继续维持高景气。

图表 68: 草甘膦产能、产量与开工率



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

图表 69: 草甘膦库存



资料来源: 百川资讯, 国盛证券研究所

建议关注: 兴发集团 (磷矿储量 4.5 亿吨, 黄磷产能 15 万吨, 草甘膦产能 18 万吨)、江山股份 (暂不考虑并购乐山福华, 目前草甘膦产能 7 万吨)、云天化 (磷矿石原矿产能 1450 万吨, 黄磷产能 3 万吨, 磷肥产能 555 万吨)、川恒股份 (磷酸二氢钠产能 36 万吨、磷酸一铵产能 14 万吨)。

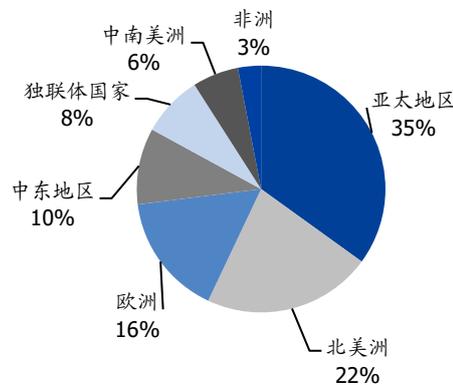
4. 看好高增长，PEG 合理的成长性标的

4.1 看好资本开支下实现跨越式增长的周期成长股

4.1.1 民营大炼化崛起，一体化打造极致成本优势

从全球炼油产能来看，随着全球炼油重心的东移，亚太地区炼油能力在 2008 年就超越北美地区，并保持持续上升的态势。根据英国石油公司（BP）发布的《世界能源统计年鉴》据统计数据，2019 年炼油能力 10134 万桶/日，同比增长 1.53%，其中亚太地区炼能占比高达 35%，排名第一，亚太地区炼油主要增量来自于中国，随着浙石化一期和恒力石化炼化一体化项目陆续投产，中国大幅增加约 85 万桶/日炼油能力；其次为北美 22%，西欧 16%，全球炼油格局依然维持三足鼎立局面，全球炼厂总数约 767 座，平均规模 640 万吨/年。

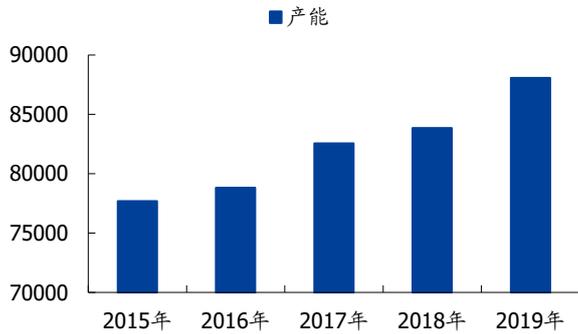
图表 70：世界炼油能力地区分布（2019 年）



资料来源：卓创资讯，国盛证券研究所

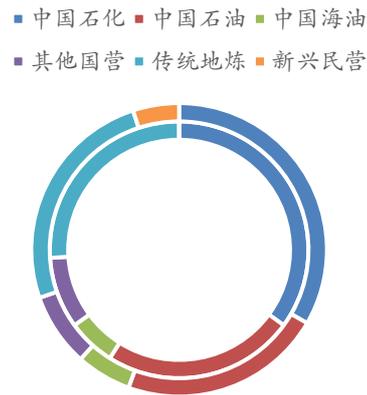
我国炼油产能结构性问题凸显，炼化一体化是发展趋势。2019 年，中国炼油产能达 8.6 亿吨/年，原油加工量达 6.52 亿吨，较上年净增加 4230 吨，主要来自浙石化及恒力石化等民营炼化企业产能的增加，产能增加是近 20 年来次高。但与此同时，2017 年我国石化业贸易逆差高达 1974 亿美元，精细化工产业发展仍旧不完善，一些高端化工产品自给率不足 45%。目前来看，低端炼油过剩，高端炼化产能不足，我国炼油行业的结构性失衡问题未能得到有效解决，将在供给压力中持续凸显。因此以浙石化为代表的炼化一体化开启产业升级，是中国石油化工行业“十三五”的主导方向。

图表 71: 过去几年中国炼油产能 (亿吨)



资料来源: 当代石油石化, 国盛证券研究所

图表 72: 2018 及 2019 年国内炼油主体份额占比 (内、外圈分别为 2018 及 2019 年)



资料来源: 当代石油石化, 国盛证券研究所

民营大炼化项目主要建于国家规划的七大石化产业基地内, 不仅具有规模化的特点, 同时具备炼化一体化程度高、加工能力强、产品丰富、生产成本低的特点, 我国炼化行业未来供应格局将朝着装置大型化以及民营大炼化企业市场份额提升的方向发展。

我们认为中国民营炼化本质上是芳烃链向上游扩张下的新型化工型炼厂, 相比传统老牌炼厂, 具备极强的后发优势, 无论在单套规模、产品结构、工艺能力以及下游产品消化能力上都显著具备全球顶级的竞争优势, 是中国工程能力、工艺能力和运营能力的集中体现。我们看好碳中和背景下指标和资源将进一步向头部企业集中, 同时看好新型炼厂基于产业链一体化及现金流的优势向下游精细化工及新材料领域的持续延伸, 其中重点推荐产能释放在即, 利润有望实现跨越式增长的东方盛虹, 建议关注恒逸石化、巨化股份、荣盛石化、恒力石化、金能科技等。

重点推荐: 东方盛虹

公司实施的 1600 万吨炼化一体化项目预计将于 2021 年底建成投产, 相比较于国内目前已投产其他炼厂而言, 盛虹炼化在单线产能、化工品占比、区位、销售渠道等方面都具备较强优势, 投产后有望带动公司跻身国内顶级炼厂序列, 对公司营业及净利润带来的巨大增量贡献。

收购斯尔邦石化意义重大, 进一步提高综合竞争实力: 公司近期拟发行股份及支付现金方式收购斯尔邦 100% 股权并募集配套资金, 斯尔邦拥有 EVA 产能 30 万吨 (可比公司联泓新科 EVA 产能 12 万吨, 目前 336 亿市值), 受益于下游光伏行业高景气 2021 年 Q1 已实现 10.2 亿净利润, 未来 2 年我们预期供需紧张下 EVA 仍将保持较高景气, 收购完成后将大幅提高公司盈利能力, 同时斯尔邦拟投资建设的二期 PDH 项目及内蒙煤制烯烃项目将奠定中长期成长性。

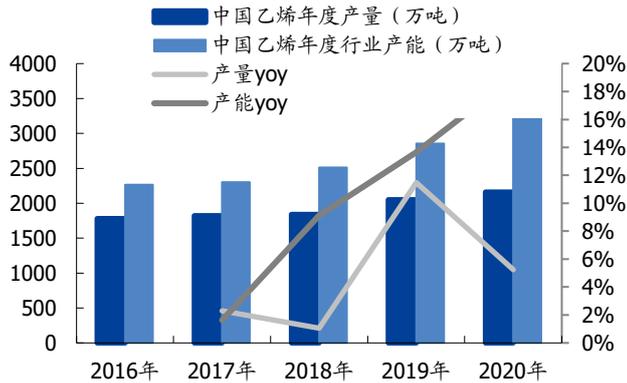
我们看好碳中和背景下指标和资源将进一步向头部企业集中, 同时看好新型炼厂基于产业链一体化及现金流的优势向下游精细化工及新材料领域的持续延伸。暂不考虑斯尔邦注入及发行股份, 我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 15.69、75.35、101.03 亿元, 分别对应 55、11 及 8 倍 PE, 目前还存在显著低估, 继续坚定推荐!

风险提示: 国际油价大幅下跌、宏观经济下行、新项目建设进度不及预期。

4.1.2 乙烯原材料轻质化大势所趋

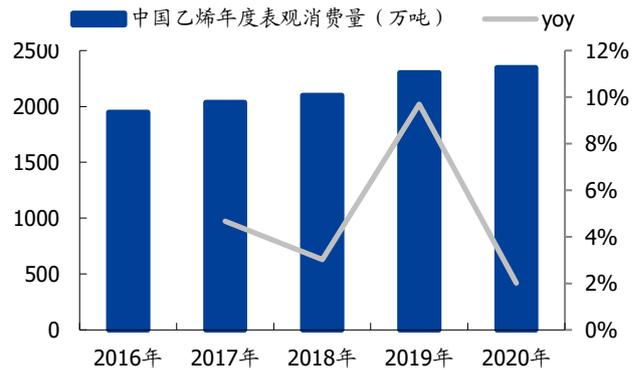
国内乙烯及下游衍生品进口替代刻不容缓，市场空间巨大：根据卓创资讯，2020年我国乙烯产能为3397万吨，产量达到2160万吨，较2016年的1781万吨已经有较为明显的增长，表观消费量达到2348万吨，预计2020~2025年我国乙烯需求将保持年均8.8%的增速。目前乙烯国内自给率达到91.6%，虽然自给率已经有较为明显的提高，但是我国仍有大量的苯乙烯、聚乙烯、乙二醇依赖进口，这主要是由于乙烯需要在零下100度存储及运输，商品量少，所以乙烯的生产商都是以衍生品的形式对产品进行销售。近年中国乙烯产能增长较快，由于国内乙烯主要通过炼油装置生产，加上国内炼油总体产能过剩，装置开工率低影响乙烯装置原料的供应，从而影响乙烯产量。

图表 73: 过去几年国内乙烯产能及产量情况



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

图表 74: 过去几年国内乙烯表观消费量情况



资料来源: 卓创资讯、国盛证券研究所

乙烷裂解制乙烯工艺成熟，产品收率最高：乙烷裂解制乙烯技术属于轻烃裂解技术的一种，在石油炼制过程中较为常见，目前乙烷裂解制乙烯工艺成熟。同传统石脑油路线相同的蒸汽裂解工艺相比，只有原料性质及产品裂解气组成的差异，灵活进料的裂解系统可以在不同的裂解炉中加工乙烷、丙烷、石脑油、加氢尾油等多种原料，也可以在同一台裂解炉中同时加工多种原料。国外独立的大型乙烷蒸汽裂解装置建设、运营经验也十分丰富，不存在技术风险。总体来看，国内建设乙烷裂解制乙烯项目，从技术可得性和实施难度看基本不存在障碍，由于乙烷裂解产物收率远高于其他几种工艺，由于原料组分轻，原料单一，副产品少，产物收率高，收率可达80%以上，因此相较于其他工艺优势明显。

图表 75: 乙烷和石脑油工艺产物和收率对比

工艺类型	乙烷脱氢	石脑油脱氢
乙烯	78%	31%
丙烯	3%	16%
丁二烯	2%	5%
异丁烯	1%	4%
苯	1%	7%
甲苯	0	3%
其他芳烃	1%	9%
甲烷	9%	19%
氢气	6%	2%
燃料油	-	4%

资料来源: 立鼎产业研究中心、国盛证券研究所

乙烷裂解工艺投资额低于石脑油裂解和 MTO: 乙烷裂解制乙烯设备投资低。由于乙烯裂解制乙烯副产品少, 生产流程相比传统装置可以有所优化。因此在相同乙烯产能下, 乙烷裂解的整体投资较石脑油裂解和甲醇、煤制烯烃分别低 30%和 50%以上。

图表 76: 不同裂解原料的乙烯装置投资、成本和相对能耗比较

项目	乙烷	丙烷	丁烷	轻石脑油	轻柴油	减压柴油
投资(百万美元)	413.5	508.5	516.5	554.1	644.4	668.1
相对投资	74.6	91.8	93.2	100	116.3	120.6
成本(美元/吨)	241.9	201.5	201.8	355.3	397.1	363.5
相对能耗	100	144	150	153	172	204

资料来源: CNKI, 国盛证券研究所

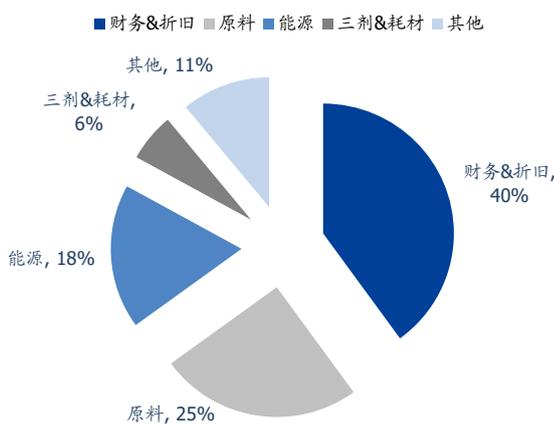
以 100 万吨级别的乙烯装置投资来看, 卫星石化 125 万吨/年乙烷裂解项目投资优化后可控制在 150 亿元左右, 而石脑油裂解同样规模装置投资额 200 亿元以上(可参照恒力), 同样规模的甲醇制烯烃投资额约为 300 亿元(可参照宝丰)。

图表 77: 几种乙烯工艺路线投资额比较

项目	投资额(亿元)	产能(万吨)	投产时间
恒力石化(石脑油)	210	150	2019
宝丰能源(MTO)	153	60	2019
卫星石化(乙烷裂解)	150	125	2021
万华化学(LPG裂解)	168	100	2020

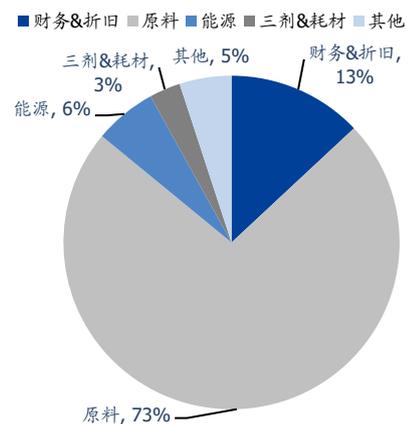
资料来源: 公司公告、国盛证券研究所

图表 78: CTO 工艺成本结构图



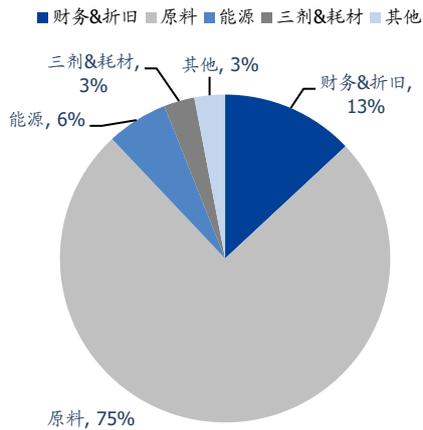
资料来源: EIA、国盛证券研究所

图表 79: MTO 工艺成本结构图



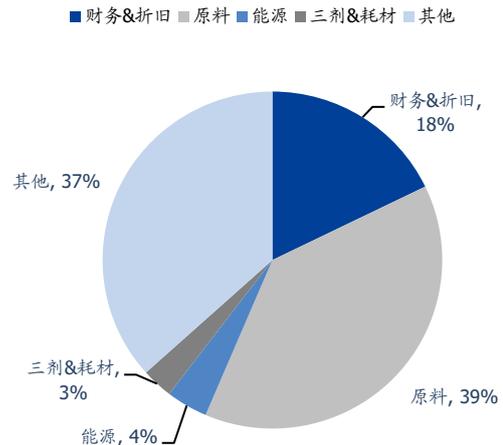
资料来源: EIA、国盛证券研究所

图表 80: NTO 工艺成本结构图



资料来源: EIA、国盛证券研究所

图表 81: ETO 工艺成本结构图



资料来源: EIA、国盛证券研究所

近几年乙烷裂解制乙烯工艺的经济性吸引了众多企业纷纷申报项目,但目前来看真正落地的很少,可见项目落地难度非常大。原因主要是乙烷出口资源的落实、VLEC 船的建造和租赁、项目的选址、港口码头的资源等等。2019年新浦化学 110 万吨/年轻烃综合利用项目顺利投产,是国内投产的第一套乙烷裂解制乙烯装置,由英力士集团供应来自美国的乙烷原料,同时建造一艘装载能力为 9.5 万立方米的 VLEC,主要产品为乙烯。卫星石化乙烯综合利用项目一阶段已于 2021 年 5 月 20 日一次开车成功,整体进度符合预期,中石油兰州石化及独山子石化分别建设的 80 和 60 万吨的乙烷裂解制乙烯项目采用的是分别是长庆油田和塔里木油田天然气分离项目所产的乙烷作为原料,预计都将于 2021 年正式投产。而国内其余已规划项目受制于各方面因素尚未有明确进展。

重点推荐: 卫星石化。

国内乙烯及其下游产品需求不断增长,进口依赖度高,产品市场空间巨大。我们认为 C2 项目在乙烷资源落实、港口资源、运输及项目选址方面存在非常高的壁垒,并且周期非常长,克服重重困难成为极少数成功落地项目具备明显先发优势,目前 C2 项目一阶段已于 2021 年 5 月投产,二阶段预计将于 2022 年投产。C2 和 C3 产业链将会产生协同效应,盈利有望迎来大幅增长。

4.2 看好天花板高, 盈利稳定的消费成长股

4.2.1 国六产业链: 国六实施在即, 汽车尾气后处理市场迎来高速增长

国六标准是全球最严排放标准之一, 重型柴油车在国六 a 阶段排放标准大幅提高, 轻型汽车在国六 b 阶段排放标准提升较大。国六 a 阶段相对于国五标准, 轻型车辆主要是 CO 加严 30% 以及 PN 加严; 重型柴油机主要是 CO 加严 53%, HC 加严 78%、NOx 加严 77%、PM 加严 67% 以及 PN 加严。国六 b 标准相对于国六 a, 轻型车辆主要是 CO 加严 29%、HC 加严 50%、NOx 加严 42%、PM 加严 33%; 重型柴油车主要是 HC 加严 50%。可见, 作为过渡阶段的国六 a 标准对重型柴油车要求相对更高, 基本一步到位, 轻型汽车在国六 b 阶段标准大幅提高。

图表 82: 汽车尾气排放标准要求污染物限值

等级	车型	CO (mg/km)	HC(mg/km)	NOx(mg/km)	PM(mg/km)	PN (颗/KM)
国五	轻型汽车	1000	100	60	4.5	-
	重型柴油车	1500	460	2000	30	-
国六 a	轻型汽车	700	100	60	4.5	6*10 ¹¹
	重型柴油车	700	100	460	10	6*10 ¹¹
国六 b	轻型汽车	500	50	35	3	6*10 ¹¹
	重型柴油车	500	50	460	10	6*10 ¹¹

资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

国六标准生产端 **2020年7月1日** 如期执行, 轻型汽车排放 **PN** 限值过渡期延长 **6个月** 至 **2021年1月1日**。2020年7月1日起, 禁止生产、进口国五排放标准轻型汽车, 与原国六标准执行时间一致。轻型车辆国六排放标准颗粒物数量 (PN 限值) 6.0×10^{11} 的 12 次方个/千米过渡期截止日期由 2020 年 7 月 1 日前调整为 2021 年 1 月 1 日前。

图表 83: 国六实施规划时间表

排放标准	车辆类型	实施时间
国六 a	轻型汽车	所有车辆
	重型汽车	燃气汽车
		城市车辆
		所有车辆
国六 b	轻型汽车	所有车辆
	重型汽车	燃气汽车
		所有车辆
		所有车辆

资料来源: 生态环境部, 国盛证券研究所

尾气后处理市场空间超千亿。我们根据中国汽车工业协会公布的 2019 年商用和乘用车产量数据来粗略测算道路尾气后处理行业市场空间。可以看出, 道路用柴油车和汽油车市场空间达到 1021 亿元, 其中汽油车市场空间约 600 亿元, 仍占据国六后处理市场的主要份额, 轻型商用柴油车市场 154 亿元, 中重型商用柴油车市场 222 亿元。国六单车后处理价值提升后, 带来的市场增量中汽油车约 400 亿元, 柴油车增量市场约 200 亿元。考虑到非道路市场在未来 1-2 年即将实施, 如果按照非道路车辆每年 200 万辆产量, 单台处理价值 1 万元计, 可额外带来 200 亿元市场增量。

图表 84: 国六尾气后处理市场空间测算

车型	2019 年销量 (万辆)	单车价值 (元/辆)		国六市场空间 (亿元)	国六市场增量 (亿元)
		国五	国六		
乘用车汽油车	1996	1000	3000	599	399
商用汽油车	122	1000	3000	37	24
中重型商用柴油车	131	8000	17000	222	118
轻微型商用柴油车	154	4500	10000	154	85
乘用车柴油车	8.5	4500	10000	9	5
合计				1021	631

资料来源: 中国汽车工业协会, 艾可蓝招股说明书, 国盛证券研究所

国六实施带来需求大幅增加，我们继续坚定看好汽车尾气处理相关标的的机会。国六产业链建议关注：艾可蓝（国六尾气系统龙头），建龙微纳（沸石分子筛）、瑞丰新材（润滑油添加剂），建议关注万润股份（沸石分子筛）、国瓷材料（陶瓷载体）、龙蟠科技（车用尿素）及奥福环保（陶瓷载体，提示管理层风险）。

重点推荐艾可蓝、建龙微纳、瑞丰新材。

艾可蓝

公司研发及技术创新能力出众，依托技术优势公司业务将拓宽至重柴、汽油机及非道路领域，进一步打开未来成长空间：公司是由一批具有海外留学背景的归国高层次人才创立，核心高管刘屹、朱庆等均是行业专家，在汽车尾气后处理领域均拥有丰富的研发经验。

公司下游客户群体大幅增加，未来可拓展市场空间大幅提升。公司具备尾气后处理行业全产业链集成能力，相较于国外供应商，公司尾气后处理产品具备性价比高、服务响应快的优势。公司现有的汽车国六、非道路移动机械、船舶等领域合作客户不仅涵盖了全柴动力、云内动力、福田汽车等国五原有客户，还开拓了东风汽车、中国重汽、三一重工、江淮汽车、江西五十铃、五菱柳机、东风小康等行业内知名企业，客户群体大幅增加，未来可拓展市场空间大幅提升。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 2.03、3.54 和 4.77 亿元，对应当前股价 PE 为 30、17 及 13 倍，维持“买入”评级。

风险提示：国六标准推广进度不及预期、汽车销量大幅下滑、原材料大幅波动。

建龙微纳

公司是国内吸附类分子筛行业龙头，分子筛下游广泛应用于空气分离、炼油、石化、制冷剂、天然气、中空玻璃等领域，占下游成本比例非常小，但超过 56% 的市场仍被 UOP、CECA、Zeochem 等五大跨国企业所垄断，公司全球市占率不足 5%，疫情背景下公司医疗保健用分子筛需求快速增长，工业制氧制氢类分子筛凭借成本及服务优势未来还存在较大进口替代空间，未来三年在建产能饱满支撑公司复合 40% 增速。

积极布局催化领域，国六产业链潜在标的：在巩固传统领域优势的同时，公司拟从吸附分子筛向催化分子筛领域延伸（分子筛催化剂市场是现有吸附市场的 3 倍以上），其中公司在研相关包括柴油车尾气净化用分子筛催化剂，有望受益于国六标准实施带来的新增市场，打开中长期成长空间。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021~2023 年的归母净利润分别为 1.80、2.54、3.42 亿，分别对应 28.0、19.9 及 14.7 倍 PE。维持“买入”评级。

风险提示：市场竞争加剧导致产品价格下滑的风险、产品更新换代风险、原材料价格大幅波动、新增产能释放进度不及预期。

瑞丰新材

润滑油添加剂全球千亿市场进口替代空间大：润滑油添加剂作为润滑油的重要成分，全球市场规模达到 151 亿美元，其中 85% 的市场份额被全球“四大家”路博润、瑞英联、雪佛兰奥奈伦、雅富顿垄断。国内市场国企及地方民企生产的润滑油产品已经占据国内 70% 左右的份额，但其目前使用的润滑油复合剂产品目前仍然主要依赖国外添加剂公司的进口及国内合资企业的生产。国内润滑油添加剂企业经过过去十几年的发展已经形成了较为明确的竞争格局，行业具备进入壁垒高，客户粘性强的特点，目前瑞丰新材、无锡南方、康泰股份、上海海润等少数几家企业位列国内第一梯队，在国内市场具备较强的竞争力。随着汽车工业向国内转移以及国内润滑油添加剂自主标准的确立，国内润

润滑油添加剂企业中长期来看还具备非常大的进口替代空间。

公司领跑国内润滑油添加剂第一梯队，产能释放带动未来持续快速增长：2020年底单剂产能超过10万吨，在建项目全部达产后公司将会实现产能翻倍左右增长。同时我们看好公司产品渗透率还有较大提升空间：1)公司已具备润滑油单剂大部分品种的自给能力，并且已经成功进入到复合剂市场。随着未来几年润滑油添加剂国产化替代加速，公司产能布局领先，市场开拓有力，有望一马当先；2)公司是中石化和中石油旗下润滑油的重要供应商，中石化资本于2019年成为公司第二大股东，强强联合后我们看好公司品牌价值的提升以及市场份额的逐步扩大，未来公司综合竞争力有望得到进一步增强；3)四大家润滑油添加剂企业纷纷在国内建厂，公司有望开拓并加强与国际知名润滑油添加剂企业合作。

我们预计公司2021~2022年的归母净利润分别为3.02、4.05亿元，分别对应57.5及42.9倍PE，维持买入评级。

风险提示：项目建设进度不及预期、原材料价格大幅波动的风险、行业竞争加剧导致产品价格下跌、安全生产的风险。

4.2.2 无糖化趋势：看好新型甜味剂需求还有望快速增长

国家卫健委明确将减糖与体重管理列入工作重点：2019年7月，国家卫健委发布《健康中国行动（2019—2030年）》，明确提出了“三减三健”的行动计划，减盐、减油、减糖、健康口腔、健康体重、健康骨骼，其中直接相关的减糖与健康体重被列入未来国民营养工作重点，要求到2030年，人均每日添加糖摄入量不超过25克。

无糖饮料“出圈”，有望成为饮料行业新的发展引擎：近年来，戒糖、断糖等概念得到越来越多新生代消费者的关注，“好喝不胖”的新兴需求使得越来越多的饮料品牌推出了主打0糖、0卡路里的无糖饮料，尤其是今年元气森林的快速增长吸引了一批饮料行业新老竞争者入局，包括可口可乐、农夫山泉、喜茶等均在2020年推出了一系列新的无糖饮料，成为驱动饮料行业发展的新引擎。随着入局的饮料企业越来越多，国内无糖饮料的渗透率有望进一步提升。2020年预计国内无糖饮料市场规模将达到约118亿元，复合增速超过38%，远超饮料行业整体需求增长，同时有望带动上游甜味剂行业需求快速增长。

图表 85: 无糖饮料市场规模



资料来源：智研咨询，国盛证券研究所

新型人工甜味剂需求还有望继续快速增长：目前市场上的甜味剂可以分为天然甜味剂与人工甜味剂两大类。下游饮料厂商在选择甜味剂的时候会综合考虑口感、成本、安全性、供应稳定性等因素。在几种人工甜味剂中，安赛蜜和三氯蔗糖的安全性较高，价格

适宜，其综合性能优于糖精、甜蜜素和阿斯巴甜。第六代人工甜味剂纽甜甜度倍数较高，在应用层面还存在一些问题，因此暂时得到大规模的使用。综上，基于综合的考虑，安赛蜜、三氯蔗糖将逐渐取代糖精、甜蜜素和阿斯巴甜成为中、高端市场的主要需求产品。赤藓糖、甜菊糖等天然甜味剂主打天然的概念，近几年需求也呈现出快速增长的态势，但由于单位甜度的成本较高，因此一般还需要搭配安赛蜜或三氯蔗糖等一起使用。

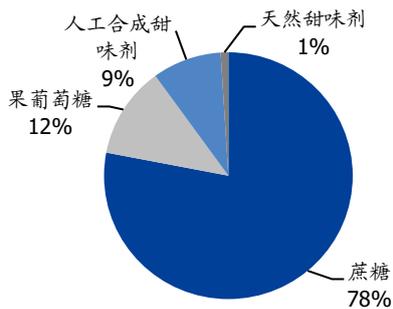
图表 86: 各类甜味剂甜价比较

	名称	甜度倍数	平均价格 (元/千克)	甜价比
天然甜味剂	蔗糖	1	5.4	5.4
	葡萄糖	0.8	4.8	6.0
	木糖醇	1.2	34	28.3
	赤藓糖醇	0.65	23	35.4
	甜菊糖	200	220	1.1
人工甜味剂	糖精	500	40	0.1
	甜蜜素	50	15	0.3
	阿斯巴甜	200	80	0.4
	安赛蜜	200	60	0.3
	三氯蔗糖	650	200	0.3
	纽甜	6000	300	0.1

资料来源: 金禾实业公告, 国盛证券研究所

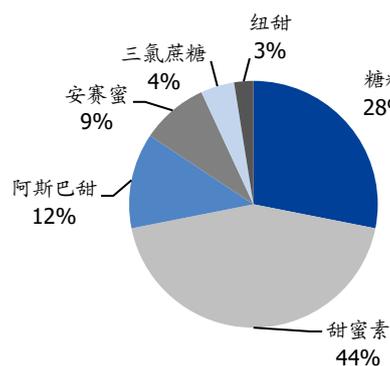
目前全球甜味剂中，蔗糖、果葡糖浆仍为甜味配料市场的主流，合计占据 90% 的市场份额，人工甜味剂、天然甜味剂市场占比分别为 9%、1%；我国是全球人工合成甜味剂的主要生产国和出口国，目前国内合成甜味剂中糖精和甜蜜素仍占据较大的市场份额，新型甜味剂安赛蜜、三氯蔗糖占比仍较小。

图表 87: 全球甜味剂市场份额



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

图表 88: 我国人工合成甜味剂产量占比



资料来源: 智研咨询, 国盛证券研究所

重点推荐: 金禾实业。

看好公司成为无糖零卡解决方案领导者: 公司是三氯蔗糖、安赛蜜及麦芽酚等多个甜味剂及香精香料产品的全球最大寡头，下游覆盖可口可乐、百事可乐、元气森林、伊利、蒙牛、王老吉、海天等国内外知名食品饮料生产企业。随着人们对健康饮食的持续关注，巨大的市场潜力下各大饮料品牌纷纷推出了低糖无糖的饮料产品。网红饮料元气森林在金禾大本营滁州自建工厂，其气泡水系列使用的就是三氯蔗糖（600 倍甜度）及赤藓糖

醇（0.7 倍甜度）复配的方案，金禾是其三氯蔗糖主供应商。除与下游客户持续深化合作，公司于 2019 年 7 月在天猫、京东等电商平台推出可 1: 1 替代白砂糖使用的 2C 产品爱乐甜，并于近期开始入驻盒马等新零售渠道，并于近期推出零卡糖浆类产品，将替代高热量的蔗糖糖浆及果葡糖浆，满足餐饮及现制茶饮商家对饮品减糖/无糖需求。

看好公司三氯蔗糖、安赛蜜及麦芽酚成为全球寡头：公司在三氯蔗糖、安赛蜜及麦芽酚这几个领域的竞争对手大部分具有产能规模小、产品结构单一、产业链较短、资金实力小的特点，公司不仅在产能及后续布局上远超这些企业，且通过持续的研发投入在成本上具有 30% 以上的竞争优势。5000 吨三氯蔗糖投产完成后，公司三氯蔗糖总产能已达到 8000 吨/年，居世界首位。麦芽酚价格已达到历史底部竞争对手面临出局，看好公司有望凭借规模及成本优势快速放量抢占市场份额。

公司即将进入新一轮成长周期：公司定远项目规划清晰，未来 3-5 年业绩饱满，旨在创造下一个金禾。公司未来拟围绕糠醛产业链、双乙烯酮产业链、麝香产业链、氯化亚砷产业链产业链将下游延伸至医药溶剂、医药中间体、香精香料、日化等领域。

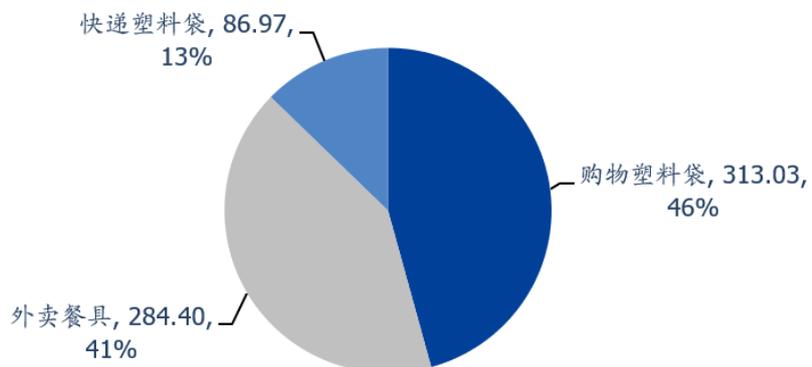
盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润为 10.15、12.49 及 14.99 亿元，目前股价对应 PE 分别为 19.7、16.0 和 13.3 倍，维持“买入”投资评级。

风险提示：宏观经济增速大幅低于预期、新增行业进入者风险、环保及安全事故影响。

4.2.3 可降解塑料：最严法规即将落地，行业迎来历史性发展机遇

购物袋、外卖餐具、快递包装是可降解塑料的主要替代空间。中国塑协数据显示，2019 年我国平均每天消耗塑料袋约 30 亿个，2019 年总消耗量约 400 万吨。根据前瞻产业研究院数据，2019 年中国一次性餐盒消耗量为 402 亿个，以单套餐盒平均塑料 70g 餐具单耗测算，2019 年我国外卖餐盒餐具塑料消耗量约为 281.4 万吨（包括吸管消耗 460 亿支，消耗塑料约 3 万吨），外卖餐具塑料总消耗量约 284.4 万吨。前瞻产业研究院统计，2019 年全国快递业务总量达 635.2 亿件，其中使用塑料包装的快递占比 33.5%，快递塑料平均单耗为 40.87g，可测算得出快递塑料袋总消耗量为 86.97 万吨，其余购物塑料袋消耗量 313.03 万吨。加总可得，三大类需求 2019 一次性塑料总消耗约 684.4 万吨，其中塑料购物袋占比 46%，外卖餐具占比 41%，快递包装占比 13%。

图表 89：2019 三大一次性塑料消耗测算（万吨）



资料来源：中国塑协，艾媒咨询，前瞻产业研究院，国盛证券研究所

2020 年 1 月 19 日，环境部发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，主要要求包括：1) 禁止生产销售厚度小于 0.025 毫米超薄塑料购物袋、厚度小于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜；2) 2020 年底全国禁止生产销售一次性发泡餐具、一次性塑料棉签、含塑

料微珠的日化产品，禁止使用一次性塑料吸管；3）提出2020、2023（或2022年底）、2025三大禁塑目标节点；4）以三大时间节点为限，由各省省会直辖市到地级市、村镇，陆续禁用不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、快递塑料包装、酒店一次性塑料制品。

图表 90: 《关于进一步加强塑料污染治理的意见》禁止、限制使用的塑料制品要求

	2020 年底	2022 年底	2025 年底
不可降解塑料袋	直辖市、省会城市、计划单列市城市建成区的商场、超市、药店、书店等场所以及餐饮打包外卖服务和各类展会活动，禁止使用不可降解塑料袋，集贸市场规范和限制使用不可降解塑料袋	实施范围扩大至全部地级以上城市建成区和沿海地区县城建成区	上述区域的集贸市场禁止使用不可降解塑料袋。鼓励有条件的地方，在城乡结合部、乡镇和农村地区集市等场所停止使用不可降解塑料袋。
一次性塑料餐具	全国范围餐饮行业禁止使用不可降解一次性塑料吸管；地级以上城市建成区、景区景点的餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具	县城建成区、景区景点餐饮堂食服务，禁止使用不可降解一次性塑料餐具	地级以上城市餐饮外卖领域不可降解一次性塑料餐具消耗强度下降 30%
快递塑料包装	北京、上海、江苏、浙江、福建、广东等省市的邮政快递网点，先行禁止使用不可降解的塑料包装袋、一次性塑料编织袋等，降低不可降解的塑料胶带使用量		全国范围邮政快递网点禁止使用不可降解的塑料包装袋、塑料胶带、一次性塑料编织袋等

资料来源：各省份政府官网，国盛证券研究所

《意见》出台后，农业部、发改委、商务部等部委相继出台塑料污染治理文件，进一步细化治理细节。同时，全国各地积极响应，上半年海南、吉林天津等 11 省（直辖市）颁布禁塑政策，下半年随着四川、河北、广东等 19 个地区陆续加入，禁塑省（直辖市）上升至 30 个，禁塑行动在全国范围开始推广。

图表 91: 2020 年各部委塑料污染治理文件

时间	部门	政策文件
2020 年 1 月 19 日	环境部	关于进一步加强塑料污染治理的意见
2020 年 7 月 3 日	农业农村部等	农用薄膜管理办法
2020 年 7 月 10 日	发改委等九部委	关于扎实推进塑料污染治理工作的通知
2020 年 8 月 7 日	市场监管总局等八部门	关于加强快递绿色包装标准化工作的指导意见（国市监标技〔2020〕126 号）
2020 年 8 月 31 日	商务部	关于进一步加强商务领域塑料污染治理工作的通知
2020 年 11 月 25 日	发改委	国家生态文明试验区改革举措和经验做法推广清单

资料来源：各部委官网，国盛证券研究所

根据欧洲生物塑料协会，2019 年全球 PLA 产能约 26.93 万吨，其中美国 NatureWorks、泰国 Total Corbion（道达尔）是全球前两大生产商，产能分别为 15 万吨、7.5 万吨。根据生物降解材料研究院，截止 2020 年底全球 PBAT 产能达 43.9 万吨，其中意大利 Novamont 产能 10 万吨、德国巴斯夫产能 7.4 万吨。截至 2020 年底，我国 PLA、PBAT 产能分别为 15.8 万吨和 26.5 万吨，已成为全球最大的可降解塑料生产基地。然而，在

政策发布前，我国可降解塑料需求以出口为主，出口率约 70%。随着 2020 年底我国禁塑令落地，内需市场开始全面打开，可降解塑料陷入供给紧缺。今年以来，由于关键原材料 BDO 价格大幅上涨，导致可降解塑料推广暂时受阻。随着 BDO 价格逐步回落，可降解塑料需求预计将重归高增长通道。

图表 92: 国内 PLA、PBAT 已有产能 (截至 2020 年底)

品类	公司名称	已有产能 (万吨/年)
PLA	浙江海正	4.5
	中粮科技	3
	安徽丰原	3.3
	允友成生物	5
	PLA 产能小计	15.8
PBAT	金发科技	6
	甘肃莫高	2
	江苏和时利	1
	重庆鸿庆达	3
	金晖兆隆	2
	龙达生物	1
	山东悦泰	2.5
	蓝山屯河	9
PBAT 产能小计	26.5	

资料来源: 公司公告, 生物降解材料研究院, 每日经济新闻, 国盛证券研究所

建议关注: 瑞丰高材、三联虹普。

瑞丰高材: 可降解塑料弹性最大标的

公司为我国 PVC 助剂龙头企业: 公司是我国 PVC 助剂龙头厂商, 目前拥有 PVC 助剂 (ACR、MBS、MC) 产能合计 14 万吨, 主要应用于管材型材、PVC 地板、透明制品等领域。受益于原材料价格下行、PVC 地板在欧美销量的增长, 公司 PVC 助剂业务盈利能力稳步提升, 未来公司 PVC 助剂业务体量有望稳步增长。

投资年产 6 万吨 PBAT 进入可降解塑料领域: 另外, 可降解塑料是公司的重点发展领域。公司 PBAT 一期项目 6 万吨明年下半年投产, 投资额 3.2 亿元。达产后作保守测算, 预计年均新增营业收入 115,168.67 万元, 净利润 10,741.99 万元。2020 年 Q3 公司实现营业收入 8.74 亿元, 实现归母净利润 6045.24 万元, 可降解塑料达成后将为公司贡献相当可观业绩弹性。

风险提示: 原材料 BDO、己二酸价格大幅上涨或长期维持高位。

三联虹普

公司是拥有核心技术研发实力的化学反应工程服务商, 为材料生产厂商建立生产线提供工艺设计 (成套技术工艺包设计)、核心设备设计, 系统集成服务。公司创始人刘迪于 1999 年成立三联虹普, 带领研发团队打破锦纶 (聚酰胺) 的技术封锁, 引领聚酰胺行业年产能持续增长。2017 年, 公司通过对 Polymatrix 的收购覆盖了可降解及可再生材料技术服务。2018 年, 公司与平煤神马集团合资成立了平煤神马虹普工程技术有限公司, 业务范围扩展至煤基尼龙材料及尼龙 66 产业链, 逐渐成长为覆盖多种新材料、高性能材料的化学反应工程服务商。

公司子公司 Polymetrix 是国际头部聚酯回收服务商。公司突破再生纤维壁垒，成为国内首家大容量 Lyocell 工艺解决方案提供商。2019 年收获 5.9 亿订单，工艺方案获行业认可。国内外政策打开再生塑料市场，塑料回收率及再生成分比重上升趋势明显。传统 PET 材质塑料瓶是最大再生塑料替代市场，替代空间超 2000 万吨。公司掌握先进机械法再生聚酯技术，成本、品质优势显著，盈利能力领先。公司子公司 Polymetrix 是国际食品级聚酯回收工程技术专业服务商，SSP 技术具有核心竞争力，龙头订单交付助力打响国际名誉，打造“一带一路”重点项目，战略输出前景广阔。

公司携手华为，打开工业智能发展空间，有效提升下游需求匹配率 28.5%，并替代传统人工抽检式，提升检测效率 80%，赋能 EI 数据分析和 IOT 及其他数据分析领域，我们预计工业智能解决方案板块 2021 年将出现明显加速。

我们预测公司 2021-2023 年实现收入约 11.22 亿元、14.59 亿元和 18.16 亿元，实现归母净利润约 2.06 亿元、2.62 亿元、3.19 亿元，维持“买入”评级。

风险提示：Lyocell 纤维需求不及预期、再生聚酯需求不及预期、工业互联网业务拓展不及预期。

4.2.4 人造肉：健康饮食推动，前景持续向好

传统植物蛋白肉（例如素鸡）口感与肉类的真实口感相比存在较大差距。近年来，由于原料选择和加工工艺的改进，新型植物蛋白肉具有较强纤维感，口感、质地与真实肉类差距非常小。比尔盖茨、美国嘉吉食品、美国泰森食品均开始投资于植物性肉类食品赛道。根据中国产业信息网，2019 年全球植物性人造肉市场规模约 121 亿美元，预计每年以 15% 复合增速增长，预计 2025 年将达到 279 亿美元。未来，在减少资源浪费与温室气体排放、健康饮食潮流等驱动因素下，人造肉行业前景将持续向好。

图表 93：全球人造肉行业市场规模（亿美元）



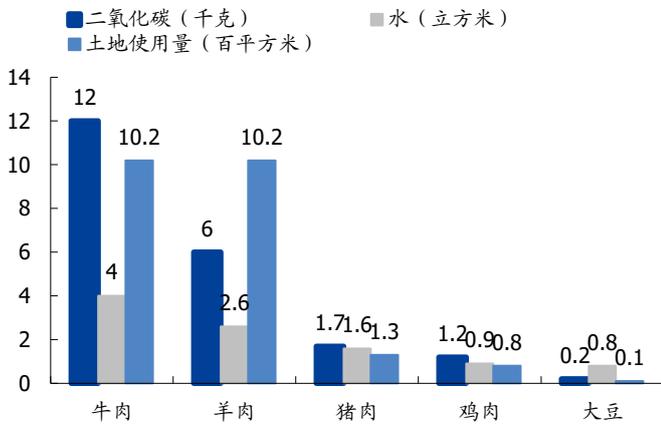
资料来源：中国产业信息网，国盛证券研究所

食用人造肉能减少能源浪费以及温室气体排放。牲畜不仅是温室气体排放的重要来源，而且畜牧需要占用土地资源、消耗能源。然而，使用人造肉不仅能减少生产天然肉类造成的能源浪费和温室气体排放，而且能在全球人口持续增长的趋势下增大肉类供给，预防未来潜在的肉类资源短缺问题。根据密歇根大学进行的同行评审生命周期的分析，Beyond Meat 的产品 Beyond Burger 与普通牛肉汉堡相比，用水量减少 99%、占地少 93%、温室气体排放减少 90%、生产制造所需的能量少 46%。

食用人造肉能降低普通肉类带来的肥胖及患病风险。另外，由于人造肉不含胆固醇，

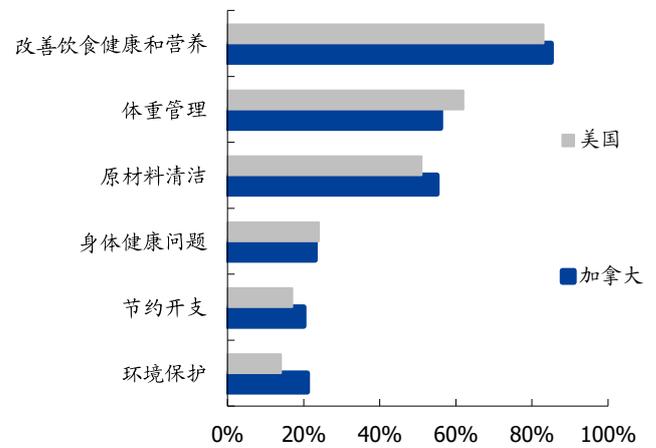
食用人造肉能在摄取高品质蛋白质的前提下大幅减少因过度饮食带来的肥胖隐患。Beyond Meat 官网显示，长期食用普通肉类将使癌症患病风险增加 15%。在健康饮食潮流的驱动下，人造肉有望获得消费者青睐。

图表 94: 生产每千克蛋白质对环境的影响



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

图表 95: 北美消费者选择素食的原因



资料来源: 中国产业信息网, 国盛证券研究所

建议关注山东赫达。

公司是我国纤维素醚行业龙头企业，规模优势、产品品类优势、工艺成本优势、管理控制优势兼具。纤维素醚是一种以天然植物作为原材料，经碱化、醚化后制成的天然高分子材料，在诸多应用领域持续替代传统材料，具有长盛不衰的生命力。在建材领域，纤维素醚可改善水泥砂浆、腻子的流动性、表干时间、粘接强度等工作性能；在涂料领域，纤维素醚是建筑涂料中内墙、外墙涂理想理的增稠剂；在医药、食品领域，纤维素醚除用作增稠剂外，还是植物胶囊、人造肉的核心原材料。

植物胶囊凭借安全性好、运输储存条件便利等优势持续替代明胶，需求前景良好。纤维素醚是植物胶囊的主要原材料，而公司是全球唯一配套了原材料纤维素醚产能的植物胶囊厂商，一体化带来显著成本优势。目前公司植物胶囊在建产能达 260 亿粒，计划于 2023 年 3 月底前建成投产。新增产能投放将带来确定性业绩增量，同时由于规模效应利润率将进一步提升。2021 年 H1，赫达子公司赫尔希年产植物胶囊及智慧工厂提升项目分批次实现，植物胶囊产能逐步释放、市场开发力度持续增强。行业普遍采取长约锁定原材料价格的模式亦大幅降低了原材料价格大幅上涨的影响。

纤维素醚新产能投放贡献确定性增量。根据年报，公司目前拥有纤维素醚产能 3.4 万吨，产能利用率 102.3%，销售情况良好。在建 4.1 万吨新产能释放将大幅提升公司该业务体量，医药食品级纤维素醚比重增长将提升盈利能力。中长期公司将持续凭借成本、品质优势与国内对手竞争。并凭借售价优势对陶氏、信越等海外对手产品进行国产替代。

畜牧业在农业中碳排放占比最高，发展人造肉可以减少粮食消耗，是减少牲畜碳排放的良好方案，对于“碳中和”意义重大。纤维素醚是人造肉中决定口感的关键材料之一。公司成立参股公司米特加切入人造肉赛道，并生产用于人造肉领域的高附加值纤维素醚产品。

我们预计公司 2021-2022 年营业收入分别为 17.84/22.76 亿元，归母净利润分别为 3.99/5.37 亿元。公司是我国纤维素醚龙头企业，致力于应用端的突破，成长空间不断打开，维持“买入”评级。

风险提示：海外纤维素醚龙头厂商向下游延伸。

4.2.5 颜料

重点推荐：百合花。

百合花

公司主要产品为经典和高性能有机颜料，广泛应用于油墨、涂料和塑料着色。作为我国有机颜料行业龙头企业，公司目前拥有年产4万吨有机颜料和1万吨配套中间体的生产能力，产品覆盖200多个规格，具备全色谱生产能力，可满足下游差异化需求，是我国兼具规模、产业链一体化、品类优势的有机颜料龙头厂商。环保安全监管政策趋严，小、散、不规范的企业不断淘汰，有机颜料行业加速集聚。公司目前10%的全球市占率，行业龙头提升空间巨大。

根据有机颜料专业委员会，全球颜料产量约100万吨，其中有机颜料产量约40万吨，包括了经典有机颜料和高性能有机颜料。目前全球高性能有机颜料产量比例约为15-20%，但销售额比例却达到约40-50%，并以10%左右的较快速度增长。具有较高附加值和技术壁垒，目前市场主要被德国巴斯夫、瑞士科莱恩、日本DIC等外企垄断。高性能有机颜料不仅具有经典产品颜色鲜艳、着色力强的特点，而且耐光、耐热性也更加优异，使用安全、环境友好，在中高档涂料需求快速增长。公司拥有高性能有机颜料产能达1.3万吨，占产量约1/3。包括了DPP、偶氮缩合、苯并咪唑酮、喹吖啶酮、异吲哚啉、二噁嗪等。未来，我们预计公司将在DPP、永固紫、喹吖啶酮等高壁垒、高盈利、高成长性品种上不断扩大产能，打开短期、中期的成长空间。

颜料产业链上游为基础化工材料及中间体，下游色浆、色母粒，应用于油墨、涂料、塑料、橡胶等行业。中间体的质量和供应稳定性对颜料生产至关重要，并对利润有显著贡献。对此，公司近年不断向上游中间体环节延伸，高性能颜料生产过程中所需的关键中间体4-氯-2,5-二甲氧基苯胺(4625)、色酚系列、DB-70、DMSS等大部分用量均是自产。同时，远期公司产业链具备向下游环节色浆、原液着色延伸产业链空间，长期增长路径清晰。

风险提示：高性能颜料产能新建速度不及预期，项目审批时间长于预期。

4.3 新材料成长股进口替代仍是主要逻辑

全球新材料行业正处于快速发展阶段，规模加速增长，年复合增长率维持在10%以上。根据中国新材料技术协会，2019年，全球新材料行业市场规模达到2.41万亿美元左右，且未来有望继续扩大。2010年我国新材料产业总产值仅仅为0.65万亿元，到2019年我国新材料产业总产值已增长至4.5万亿元，同比上年增长了15%，年复合增长率超过了20%。

重点推荐：东材科技、松井股份、奥克股份、三孚股份、天原股份、阿科力、瑞华泰、万润股份、昊华科技。

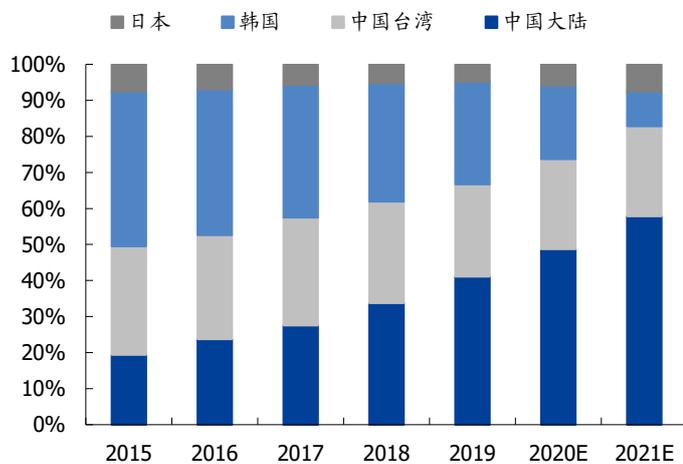
东材科技

立足绝缘材料研发沉淀，高性能覆铜板树脂展开国产替代。公司前身为东方绝缘材料厂，深耕绝缘材料超过60年。公司已成立国家绝缘材料工程技术研究中心，并与清华大学、中科院等院校持续开展产学研合作。在传统领域，绝缘材料应用于空调压缩机、特高压、变压器等领域，其原材料的介电性能是核心；在覆铜板应用领域，树脂作为三大原材料之一，为覆铜板提供绝缘等核心功能。过去覆铜板主要浸渍特种环氧树脂。5G通讯带来传输速度和频率大幅上升，高频、高速覆铜板需要使用PPO、BMI等具备更优异介电性能的特种树脂，目前主要被日本DIC、沙特SABIC等垄断。近年来下游

PCB 产业持续向国内转移，对原材料树脂国产替代诉求强烈。公司立足于在绝缘材料的研发沉淀，电子树脂业务已小幅放量。预计募投项目特种环氧树脂、PPO、BMI 树脂产能释放后将显著增厚公司收入利润体量。

内生外延基膜产能快速增长，向下游涂布领域延伸打开空间。均价是光学基膜制膜工艺以及透光率、平整度、表面质量等核心指标的有力体现。经过持续的工艺调试，公司基膜均价稳步提升。紧接其后，公司开始迅速扩充基膜产能。内生方面，江苏东材 2 万吨基膜即将投产；外延方面，公司 5.56 亿元并购光学基膜厂商胜通光科产能，大幅缩短扩产周期。内生外延并举，公司年内产能可增至 10 万吨，我们认为产能的迅速扩张是公司上半年超预期增长的核心原因。与之同时，公司产品体系日趋完善，已拥有包括了背光模组基膜、OCA 离型基膜、MLCC 离型基膜、ITO 高温保护基膜、偏光板离型基膜的产品体系。看未来空间，光学涂布的良率、品质的改善依赖基膜配套。目前公司已募投 1 亿平涂布，向下游延伸迈出关键一步。未来立足于现有基膜产能，持续向不同光学涂布领域延伸空间巨大。

图表 96: 全球显示面板份额



资料来源: Trendforce, 国盛证券研究所

图表 97: 全球 PCB 产能持续向中国转移



资料来源: Prismark, 国盛证券研究所

我们预计公司 2021 至 2023 年实现营业收入 33.31/48.24/57.86 亿元，实现归母净利润 3.50/5.71/7.47 亿元，公司光学膜、特种树脂业务均具备较深技术护城河，并与公司深耕超六十年的绝缘材料业务具备深层次的产业关联性。上半年业绩超预期增长迎来业绩拐点，中长期成长空间广阔，维持“买入”评级。

风险提示：募投产能爬坡不及预期，光学基膜新产线爬坡不及预期。

奥克股份

公司是我国环氧乙烷衍生品 (EOD) 龙头企业，在建材领域 EOD 材料聚醚单体国内市占率已超过 40%。未来将受益于由低附加值的建材类环氧乙烷衍生品材料，向高附加值的锂电类环氧乙烷衍生品材料、药辅类环氧乙烷衍生品材料持续延伸，享受估值中枢提升和业绩加速成长的“戴维斯双击”。

另一方面，公司将持续强化一体化优势。在乙烯-环氧乙烷-环氧乙烷衍生品产业链中，公司过去主要从中石化外购环氧乙烷进行精加工生产 EOD 材料，自产部分环氧乙烷。公司近期公告以自有资金 3500 万元对 20 万吨环氧乙烷装置进行扩能，使产能达到 30 万吨/年。江苏奥克同步对生产装置进行停车检修 (预计 50 天)，部分拖累了一季度业绩。然而中长期看，环氧乙烷产能的扩能改造将显著增加公司目前的原材料自给率，增大公司产品的利润空间。

公司参股的苏州华一在锂电材料领域具备深厚的研发积累和丰富的技术储备。近期的

11.65万吨锂电材料项目不仅将华一过去储备的二氟磷酸锂、PS等高附加值添加剂产业化，并且采用低成本工艺正式进军电解液材料中空间最大的电解质领域。使得奥克与参股公司华一共同实现了对电解液材料：电解质、溶剂、添加剂的全方位布局，战略意义重大。

风险提示：乙烯装置产能增速不及预期、锂电材料竞争恶化。

松井股份

立足三大核心优势，持续引领 3C 涂料国产替代。公司是我国 3C 涂料领先企业，不仅拥有来自于阿克苏诺贝尔、PPG、沙多玛等海外巨头的核心研发团队，并且掌握水性涂料等高端 3C 涂料技术，以及拥有快速的产品创新迭代能力。植根于团队、技术、创新三大核心优势，以及领先的技术服务能力，公司在 3C 存量市场持续对于行业第二梯队外资企业以及国内对手的份额进行替代（二者近年来份额均持续下降）。2019 年公司在全球 3C 涂料市场份额 6.37%，份额提升空间广阔。

新客户扩展结合“三合一”解决方案，短中期增长动能充足。一方面，公司过去产品应用集中在手机领域（2019 年手机涂料业务占营收 77.9%），在 3C 中除手机外的领域——笔记本电脑、可穿戴设备、智能家电具有较大的配套潜力。另一方面，公司过去收入集中于华为、苹果、小米等少数客户，增长主要来自于在存量客户的份额提升。我们预计，客户数目的增长将成为公司短中期内业绩增长的强劲支撑。我们亦将通过全球 3C 领域各终端厂商对于涂料采购额的测算以及公司在其中的份额增长，持续跟踪公司的业务开拓情况及增长潜力。同时，公司基于涂料、油墨、胶粘剂共通的核心原材料，为 3C 领域客户提供“三合一”解决方案。该战略将在增强现有客户粘性的同时，使公司在 3C 领域的增长空间扩大数倍。

进军汽车涂料千亿赛道，打开长期成长空间。长期看，公司聚焦于高端工业涂层材料，包括了汽车涂料、轨交涂料、风电涂料、重防腐涂料等。其中，全球汽车涂料市场规模约 180 亿美金，包括了整车涂料、零部件涂料和修补涂料。目前，公司已通过全球车灯龙头法雷奥切入零部件涂料，并持续进行品类延伸。从具体产品看，公司在除电泳漆外的品类均有增长潜力。产品品类也从以 UV 固化涂料为主逐步向其它种类延伸。

风险提示：终端客户出货量下滑、行业政策环境变化。

万润股份

国六实施在即，公司沸石业务有望受益：根据工信部要求，自今年 7 月 1 日起不符合国六标准要求的重新柴油车将停止生产和销售。我们认为随着国六标准的实施，国内沸石分子筛需求将从无到有大幅增加。公司作为全球催化剂龙头公司庄信万丰的一供，有望充分受益于国六标准的推出。

看好公司三大业务继续增长：公司现已形成信息材料产业、环保材料产业和大健康产业三大业务领域，并建立了以化学合成技术的研发与产业化应用为主导的产品创新平台。在显示材料领域，公司现已成为高端液晶单体材料和中间体材料全球领先的供应商，随着超高清技术的发展及大尺寸面板的趋势化，液晶材料在显示领域仍将具备重要地位，公司未来将继续扩大在液晶材料领域的市场占有率。在 OLED 材料领域，目前公司正为稳步推进 OLED 成品材料研发工作，现有部分自主知识产权的 OLED 成品材料在下游厂商进行放量验证。与此同时，公司积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶单体材料领域，未来有望成为公司新的业绩增长来源。大健康业务方面，公司深耕多年已先后涉足医药中间体、成药制剂、原料药、生命科学、体外诊断等多个领域，公司积极与国际知名医药企业开展基于 CDMO 模式的原料药项目，为建设成为全球一流的、提供完善的 CDMO 服务的生产基地奠定基础。环保产业方面，随着沸石新增产能的投产以及国六标准的实施，公司有望不断巩固在高端车用沸石环保材料领域技术和生产能力等方面的全球领先地位。

投资建议：我们预计公司 2021-2023 年归母净利润分别为 6.79/8.38/10.38 亿元，对应三年 PE 分别为 22.0/17.8/14.4，维持“买入”投资评级。

风险提示：原材料大幅波动影响、沸石需求增速不及预期、汇率风险。

昊华科技

军工化工材料龙头，十四五重点布局民用航空领域：公司是国内国防军工领域化工材料龙头，旗下拥有 11 家科技型军工配套企业，代表产品包括长征系列火箭、中远程导弹推进剂，嫦娥卫星、全球组网卫星、天宫飞船、国产航母、核潜艇、国产大飞机及各型现役军用飞机使用的特种密封件、隐身涂料、特种轮胎及航空有机玻璃等，在国防尤其是航空领域化工材料占有重要份额。十四五期间随着国家军工装备升级公司军工材料业务有望加速发展，同时公司十四五期间民用航空轮胎、民用航空玻璃、民用航空密封材料等均有有望实现上量。

高端 PTFE 和特种气体新增产能释放：氟化工领域，目前我国高端 PTFE 依然大量依赖进口，公司自主研发的高性能产品已成功实现进口替代，应用于 5G 线缆及航空密封材料等领域，将受益于 5G 投资带来的需求快速增长。电子气体板块，公司现已实现三氟化氮、六氟化硫、四氟化碳和六氟化钨的进口替代，并且在气体配套服务上具备丰富经验，已成为国内知名的特种电子气体的供应商，供应华虹宏力、京东方、华星光电、韩国 LG、三星、台湾中华映管国内外半导体及显示面板龙头企业。

盈利预测与投资建议：我们预计公司 2021~2023 年归母净利润分别为 7.69、8.82、10.32 亿元，分别对应 25.2、21.9 及 18.8 倍 PE，维持“买入”投资评级。

风险提示：主要产品价格下跌、原材料价格上涨、募投产品需求不及预期、军品业务订单波动。

5.风险提示

宏观经济增速低于预期：下游消费端需求不振会一定程度影响产品销售情况，对化工行业影响较大；

产品价格大幅波动：行业供需格局变化可能会导致产品价格大幅波动并对公司业绩产生较大影响；

国际油价大跌：原油价格大幅波动可能会对化工行业盈利能力产生较大影响；

新项目建设进度不及预期等：龙头公司产能扩产较多，项目从建设到顺利产出的进度存在不确定性。

免责声明

国盛证券有限责任公司（以下简称“本公司”）具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。
