

化工

双碳背景下供给约束成分化关键，明年度自下而上寻找 α

作者：

分析师 唐婕 SAC执业证书编号：S1110519070001

分析师 张峰 SAC执业证书编号：S1110518080008

联系人 郭建奇



天风证券

[综合金融服务专家]

行业评级：中性 （维持）
上次评级：中性

- **回顾与展望：整体需求增速放缓，双碳背景下行业分化明显**
- **投资策略：大宗商品价格高位，上游转向下游，自下而上寻找 α**
 - 1.下游需求稳定，细分领域高度关注：光伏、风电、新能源、代糖
 - 2.多因素影响景气程度，明年有望复苏子行业：农化、轮胎
 - 3.需求经济相关程度较弱，中长期自主可控的新材料领域：半导体材料、军工材料
 - 4.龙头纵横扩张，盈利中枢有望抬升
- **重点公司估值表**
- **风险提示：原油价格大幅波动风险；新冠疫情导致需求不及预期风险；安全环保风险**

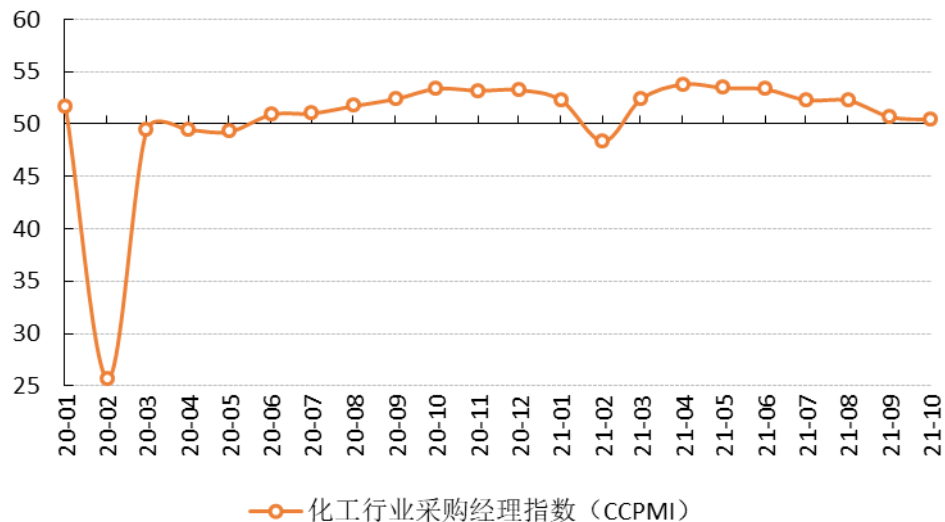
一、行业回顾与展望



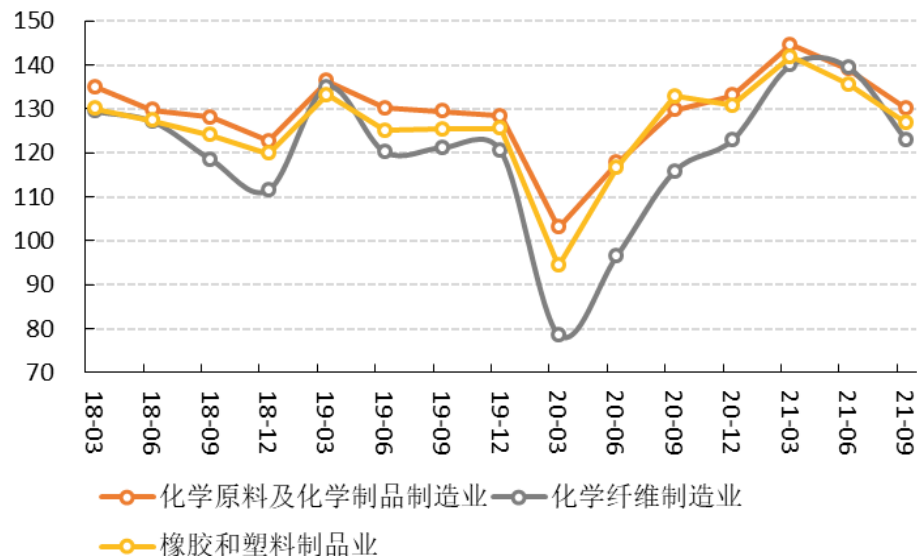
需求放缓行业景气向中性回落，双碳背景下供给约束成分化关键

- CCPMI先升后降，回归50
- 化工企业景气指数向中性回落

国内化工CCPMI走弱



化工企业景气指数回落



资料来源：国家统计局，摩贝，天风证券研究所

双碳政策：能源体系主抓“双控”，产业调整遏制“两高”

碳中和碳达峰行动方案标准

2025

- 单位国内生产总值能耗比2020年下降13.5%；
- 单位国内生产总值二氧化碳排放比2020年下降18%；
- 非化石能源消费比重达到20%左右；
- 森林覆盖率达到24.1%，森林蓄积量达到180亿立方米

2030

- 单位国内生产总值二氧化碳排放比2005年下降65%以上；
- 非化石能源消费比重达到25%左右，风电、太阳能发电总装机容量达到12亿千瓦以上；
- 森林覆盖率达到25%左右，森林蓄积量达到190亿立方米

2060

- 非化石能源消费比重达到80%以上

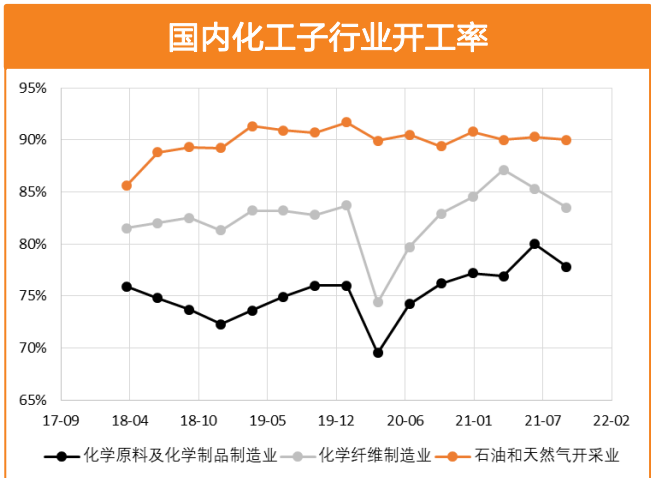
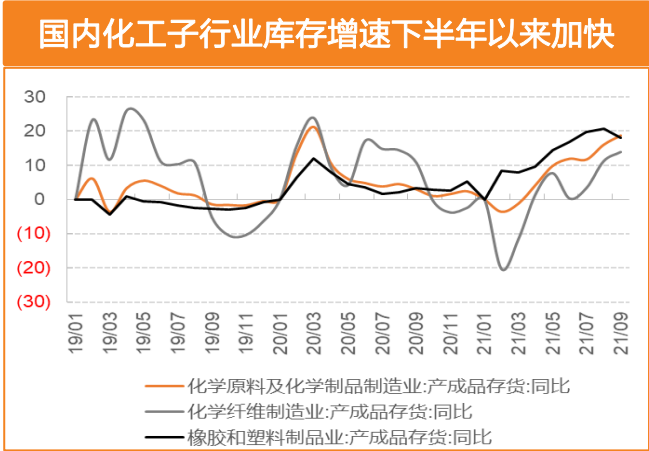
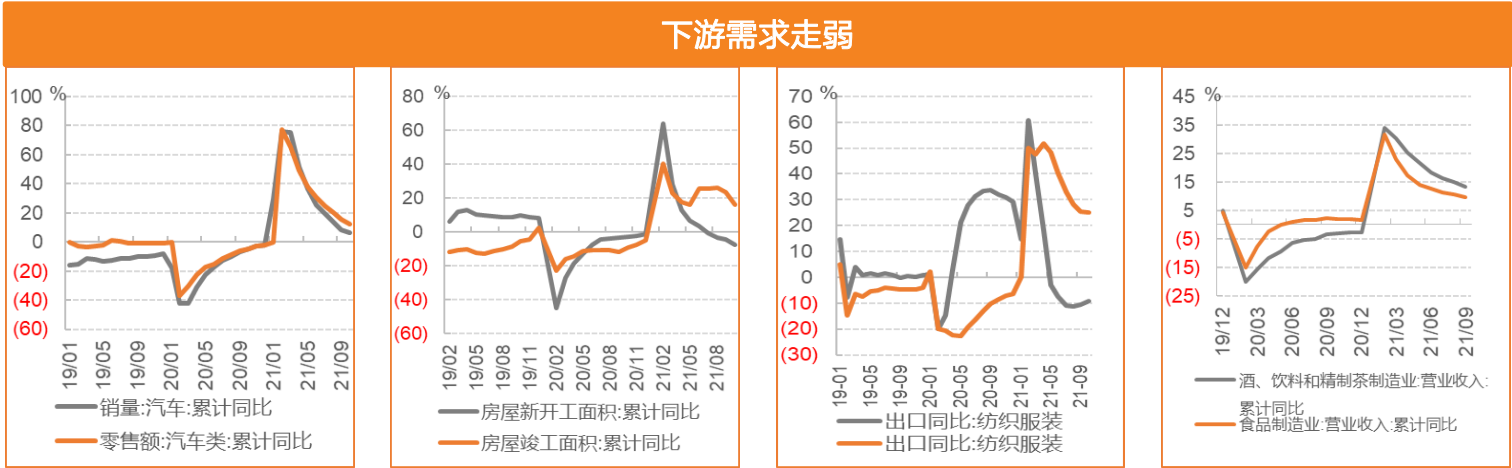
资料来源：国家发改委，天风证券研究所

碳中和碳达峰要点

时间	会议/文件/政策	要点
2020-09	联合国大会一般性辩论	首次明确2030年碳达峰，2060年碳中和
2020-10	《中共中央关于制定国民经济和社会发展第十四个五年规划和二〇三五年远景目标的建议》	“十四五”发展目标：制定2030年前碳达峰行动方案
2020-12	中央经济工作会议	加快调整优化产业结构、能源结构，完善能源消费双控制度。
2021-02	《国务院关于加强建立健全绿色低碳循环发展经济体系的指导意见》	建立健全绿色低碳循环发展的经济体系
2021-03	十三届全国人大四次会议《中华人民共和国国民经济和社会发展第十四个五年规划和2035年远景目标纲要》	单位国内生产总值能源消耗和二氧化碳排放分别降低13.5%、18%。
2021-04	《关于建立健全生态产品价值实现机制的意见》	健全碳排放权交易机制，探索碳汇权益交易试点。
2021-07	中共中央政治局会议	纠正“运动式”减碳，先立后破，坚决遏制“两高”项目盲目发展。
2021-10	《国家标准化发展纲要》	建立健全碳达峰、碳中和标准。
2021-10	《中共中央 国务院关于完整准确全面贯彻新发展理念做好碳达峰碳中和工作的意见》	意见坚持系统观念，提出10方面31项重点任务，明确了碳达峰碳中和工作的路线图、施工图。

国内：内需下游放缓，化工品进入被动补库存阶段

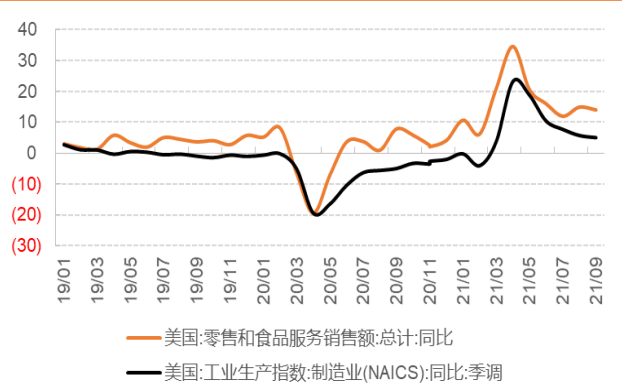
- 国内化工品整体需求偏弱，原油先跌后涨，仍处于高位，成本面支撑较强
- 从生产和库存的关系来看，2021年下半年，或进入到被动补库存阶段



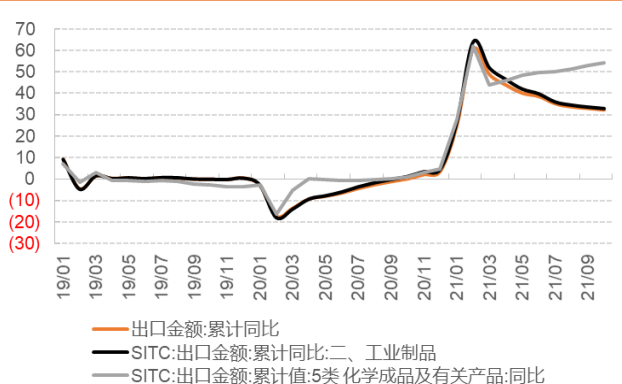
资料来源：wind，天风证券研究所

海外：外需增加推动出口，供给逐步恢复

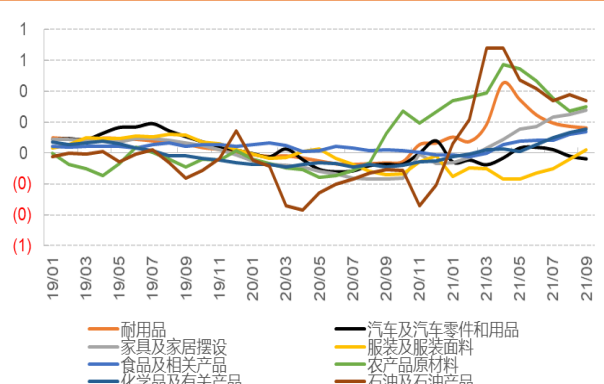
美国消费激增后放缓



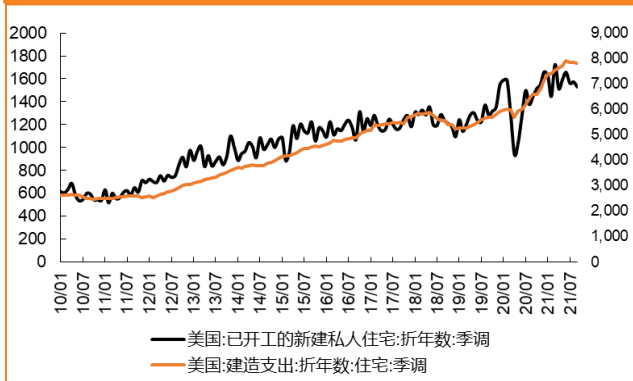
出口保持较高增速



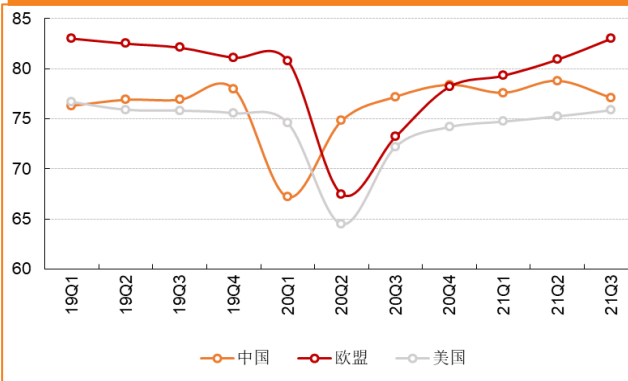
美国中下游企业库存累积速度较快



美国房地产销售数据



美、欧开工率逐步恢复



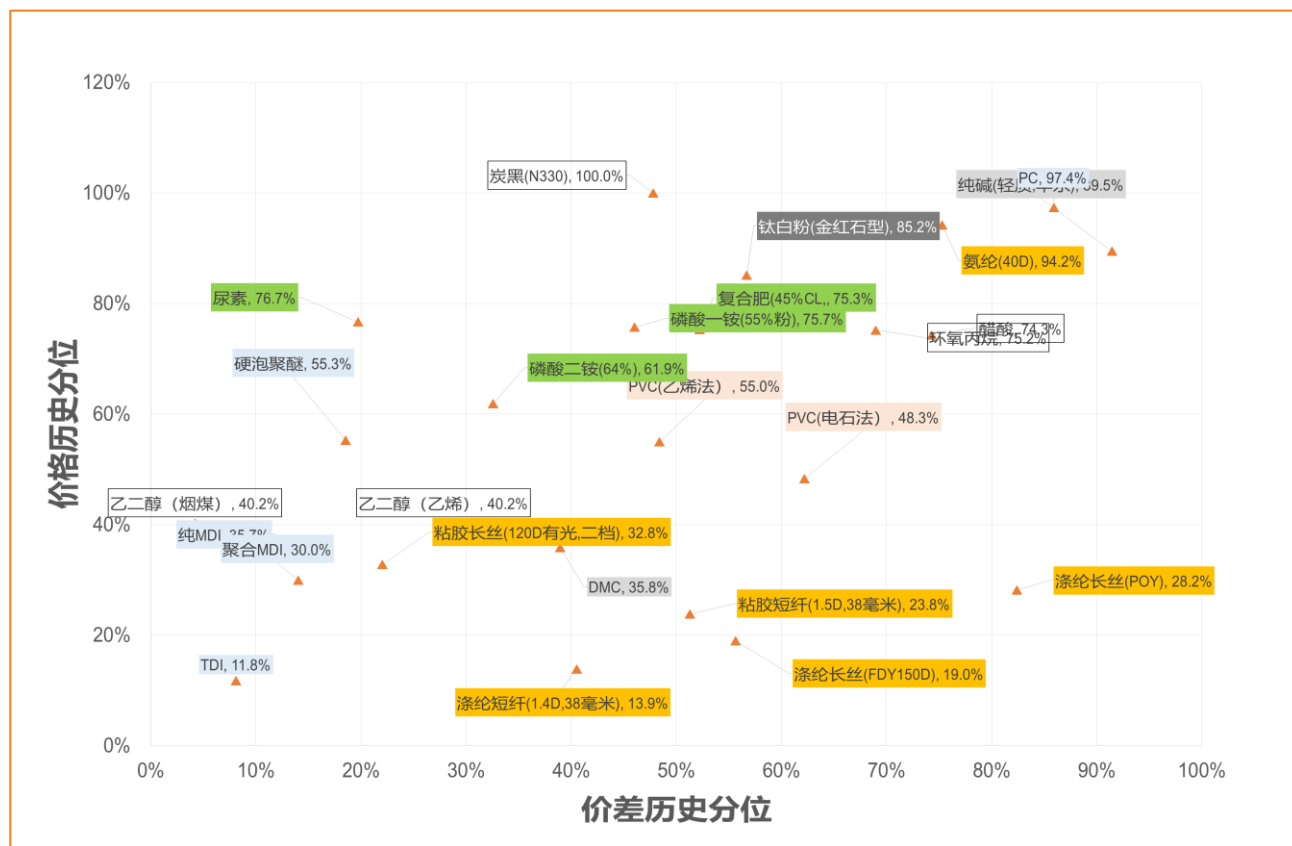
- 上半年海外需求快速增加推动我国出口，德尔塔变异毒株迅速蔓延导致全球疫情持续严峻，拖累需求增速，库存累积速度较快，地产周期阶段性见顶
- 中国化工行业开工率疫情后修复早于海外一个季度并较快恢复至疫情前水平；而海外20年下半年起逐步恢复，基本逐步修复至疫情前水平

资料来源：wind，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

子行业：原油价格上升，供给逐步修复，价格走势分化

- 受碳减排政策影响，高耗能产品供给收缩，价格大幅上涨
- 内需导向型
- 疫情影响，出口导向型的化工品，如纺服产业链化工品价格表现不佳



资料来源：wind，百川，天风证券研究所

子行业：冷暖不均，产品盈利分化明显

- 随着全球供给逐步恢复，价格走势分化，油价上涨，化工品成本上升
- 短期国内供给约束、新能源相关化学品价格走势明显增强
- 年初以来，国内价格、价差涨幅来看纯碱、BDO、化肥、草甘膦涨幅最大
- 近三年维度看，价差持续扩大的有醋酸、DMF、苯胺、BDO、氨纶等

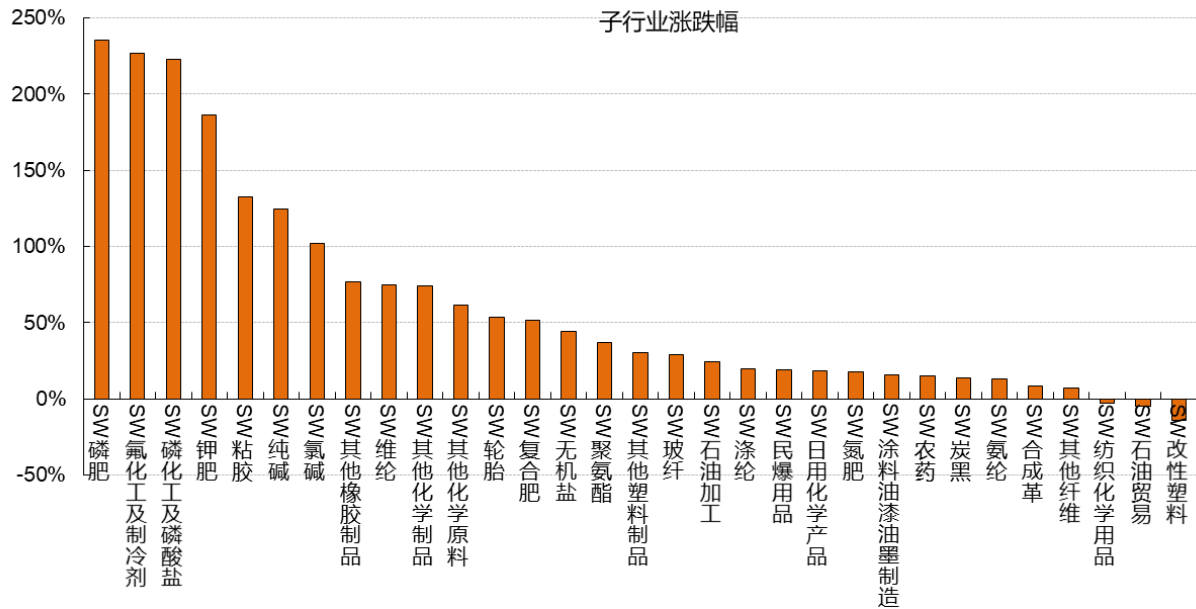
注：价格均为元/吨

板块	产品价差	11/26	年初	2019年初	年内涨幅	三年涨幅	板块	产品价差	11/26	年初	2019年初	年内涨幅	三年涨幅
酚酮	双酚A-苯酚-丙酮	7136	9491	2297.50	-24.8%	210.6%	化纤	涤纶短丝-PTA-乙二醇	1248	1231	1407.00	1.4%	-11.3%
聚酯	PTA-PX价差	(18)	378	920.00	-104.8%	-102.0%		涤纶POY-PTA-乙二醇	1691	1001	1165.90	68.9%	45.0%
醇类	乙二醇-乙烯	1119	1355	1946.04	-17.4%	-42.5%		涤纶FDY-PTA-乙二醇	2291	2201	2520.90	4.1%	-9.1%
	乙二醇-烟煤差	885	1648	3528.00	-46.3%	-74.9%		粘胶短纤-溶解浆	6020	5586	5553.57	7.8%	8.4%
	甲醇-原料煤	1175	1169	1507.50	0.5%	-22.1%		粘胶长丝-棉短绒	27550	30620	32632.00	-10.0%	-15.6%
	二甲醚-甲醇	206	7	82.00	2842.9%	151.2%		氨纶-纯MDI-PTMEG	33853	22843	14141.00	48.2%	139.4%
	醋酸-甲醇	5355	3633	2396.50	47.4%	123.4%		PA6-己内酰胺	6052	5387	8060.00	12.3%	-24.9%
	PVA-电石价差	14712	5100	6140.00	188.5%	139.6%		PA66-己二酸	41460	28331	33110.00	46.3%	25.2%
	DMF-甲醇-液氨	10600	6404	910.17	65.5%	1064.6%		腈纶短纤-丙烯腈	6418	6002	4908.00	6.9%	30.8%
氯碱	PVC-电石	272	1041	2458.00	-73.8%	-88.9%	橡胶	乙烯焦油-煤焦油	(850)	-650		30.8%	-
	PVC-乙烯	5770	4053	4162.74	42.4%	38.6%		炭黑-煤焦油	1673	2618	1499.10	-36.1%	11.6%
纯碱	轻质纯碱-原盐-动力煤	2131	796	1402.00	167.5%	52.0%	塑料	PC-双酚A	19425	9430	8870.00	106.0%	119.0%
	重质纯碱-原盐-动力煤	2431	921	1702.00	163.8%	42.8%		BOPET-聚酯切片	5445	7080	4000.00	-23.1%	36.1%
聚氨酯	苯胺-纯苯-硝酸	3507	2295	1139.31	52.8%	207.8%	化肥	国内尿素-无烟煤-动力煤	454	879	741.00	-48.3%	-38.7%
	聚合MDI-苯胺-甲醛	10587	13025	6075.70	-18.7%	74.3%		三聚氰胺-尿素	7184	369	550.00	1846.9%	1206.2%
	聚合MDI-纯苯-甲醛	14707	15986	7951.70	-8.0%	85.0%		硝酸铵-液氨	1672	578	830.00	189.3%	101.4%
	纯MDI-苯胺-甲醛	13237	16675	16425.70	-20.6%	-19.4%		磷酸一铵(国内)-磷矿石-硫酸-液氨	1633	893	798.95	82.8%	104.4%
	纯MDI-纯苯-甲醛	17357	19636	18301.70	-11.6%	-5.2%		磷酸二铵(国内)-磷矿石-硫酸-液氨	1376	900	886.45	52.8%	55.2%
	TDI-甲苯	9960	9922	15141.00	0.4%	-34.2%		复合肥价差	380	372	270.16	2.1%	40.5%
	BDO-顺酐	18460	4658	2430.00	296.3%	659.7%		三聚磷酸钠-黄磷-轻质纯碱差	(2525)	1080		-333.7%	-
	环氧丙烷-丙烯	7732	11278	4819.00	-31.4%	60.4%	农药	草甘膦-甘氨酸-多聚甲醛-甲醇-黄	40113	4331	7821.00	826.2%	412.9%
	硬泡聚醚-环氧丙烷	2960	2260	4005.00	31.0%	-26.1%		吡虫啉-CCMP	104000	35000	65000.00	197.1%	60.0%
							钛白粉	金红石型钛白粉-钛精矿-硫酸	11780	10814	11594.00	8.9%	1.6%
							氯化法钛白粉-金红石矿	2900	9850	13100.00	-70.6%	-77.9%	
						有机硅	DMC-金属硅-甲醇价差	12785	10974	10219.00	16.5%	25.1%	

资料来源：wind，百川，天风证券研究所

子行业：板块表现分化，上游原料强于下游制品

- 原料成本上升，下游受损，板块走势分化明显
- 能耗强度降低方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、新疆、云南、陕西、江苏9个省上半年能耗强度不降反升，为一级预警；能源消费总量控制方面，青海、宁夏、广西、广东、福建、云南、江苏、湖北8个省一级预警
- 明年一季度冬奥会或将影响2+26个城市高耗能行业开工



注：区间涨跌幅为21.01.01-21.11.30

资料来源：wind，天风证券研究所

地区	能耗强度降低进度目标 预警等级	能源消费总量控制目标 预警等级
青海	●	●
宁夏	●	●
广西	●	●
广东	●	●
福建	●	●
新疆	●	●
云南	●	●
陕西	●	●
江苏	●	●
浙江	●	●
河南	●	●
甘肃	●	●
四川	●	●
安徽	●	●
贵州	●	●
山西	●	●
黑龙江	●	●
辽宁	●	●
江西	●	●
上海	●	●
重庆	●	●
北京	●	●
天津	●	●
湖南	●	●
山东	●	●
吉林	●	●
海南	●	●
湖北	●	●
河北	●	●
内蒙古	●	●

二、大宗商品价格高位，上游转向下游，自下而上寻找 α

- 下游需求稳定，细分领域高度关注：光伏、风电、新能源、代糖
- 多因素影响行业景气程度，明年景气有望复苏子行业：农化、轮胎
- 需求经济相关程度较弱，中长期自主可控的新材料领域：半导体材料、军工材料
- 龙头纵横扩张，盈利中枢有望抬升



2.1

下游需求稳定，细分领域高度关注



下游需求稳定，细分领域高度关注：光伏产业

光伏产业链投资图谱



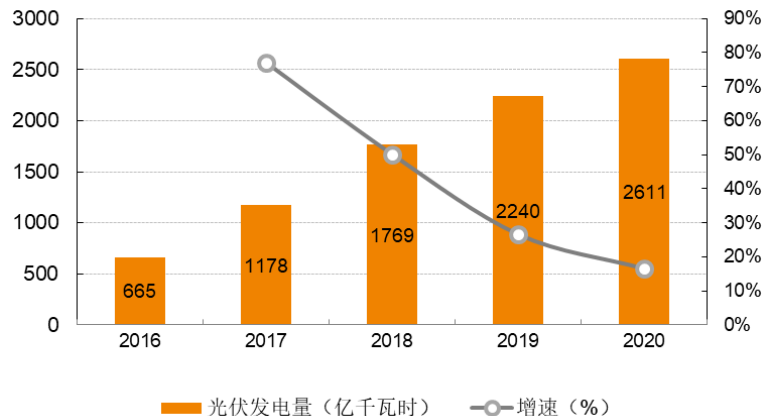
关注重点

- 在2020年发改委发布的最新光伏电价政策中，Ⅰ、Ⅱ、Ⅲ类地区指导电价分别为0.35、0.4、0.49元/千瓦时，相比2013年下降了约55%，工商业分布式光伏度电补贴价格为0.05元/千瓦时，较2013年下降了88.1%。

来源：智研咨询，SEMI，天风证券研究所

- 随着光伏发电技术逐渐成熟、成本逐步降低、上网电价初步明确以及国家改善能源结构的需要日益增加，光伏发电得以迅速发展。
- 截至2020年底，中国光伏发电量达2611亿千瓦时，较上年增加371亿千瓦时，同比增长16.56%。
- 光伏平价趋势已成，行业限制天花板越来越高，市场空间释放。

光伏发电量



下游需求稳定，细分领域高度关注：风电产业

风电产业链投资图谱



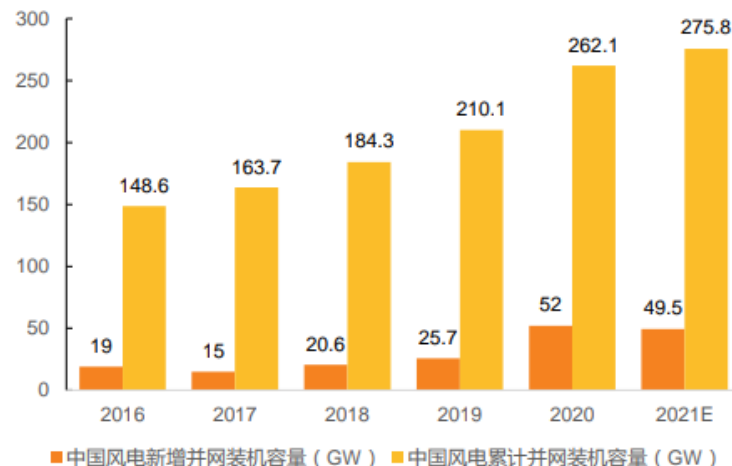
关注重点

- 《关于2021年风电、光伏发电开发建设有关事项的通知》：2021年，全国风电、光伏发电发电量占全社会用电量的比重达到11%左右，后续逐年提高，到2025年达到16.5%左右。

来源：智研咨询，SEMI，天风证券研究所

- 根据CWP 2020（北京国际风能大会）规划，“十四五”期间为实现风电行业与碳中和国家战略相适应，我国风电行业2021-2025年年均新增装机5000万千瓦以上。
- 风电2025年我国累计装机将超过4.7亿千瓦，较目前装机量翻番。
- 2020年中国新增风电装机量占全球56%，2019年中国累计装机容量占全球32.29%，中国的新增装机容量和累计装机容量处于世界领先地位。

光伏发电量



下游需求稳定，细分领域高度关注：新能源汽车产业

锂电池产业链投资图谱

上游：原材料

镍钴锰

锂矿、石墨矿

碳酸锂

六氟磷酸锂

多氟多、石大胜华

中游：电芯制造及封装

正极材料

川金诺

负极材料

电解液

新宙邦

隔膜

星源材质、云天化

电芯与PACK

下游：应用

车辆

船舶

飞机

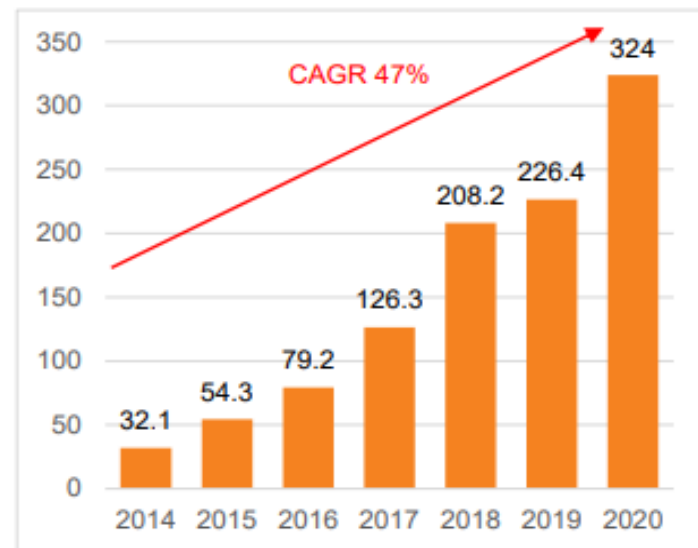
关注重点

- 《新能源汽车产业发展规划(2021-2035年)》：新能源汽车新车销售量达到汽车新车销售总量的20%左右；此外中汽协预测2025年中国汽车销量或到3000万辆，我们保守推算，2025年中国新能源汽车销量达到600万辆。

来源：智研咨询，SEMI，天风证券研究所

- 2020全球新能源汽车销量324万辆，2014-2020年CAGR47%。
- 中国新能源汽车销量增速高于全球，2020年中国新能源汽车销量达到136.7万辆。
- 双碳计划促进新能源汽车发展，新能源汽车的碳减排潜力相较传统燃油车更具优势。

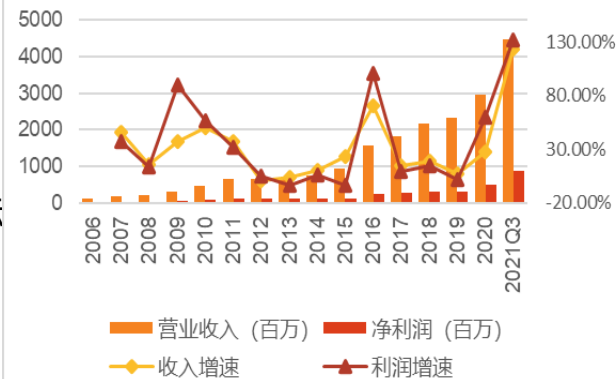
全球新能源汽车销量（万辆）



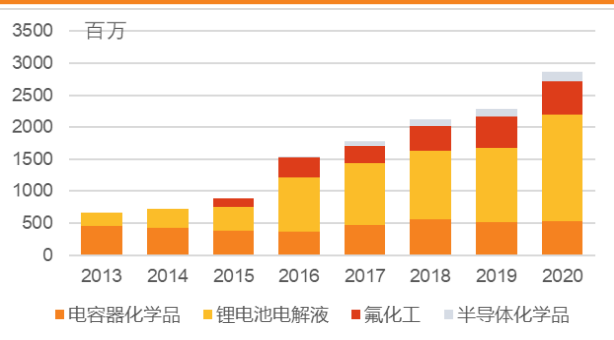
新宙邦：新能源领域功能材料龙头

- 公司是全球领先的电子化学品和功能材料企业，产品主要有锂电池化学品、电容器化学品、有机氟化学品、半导体化学品等。09年至20年公司收入年均增长22.46%，净利润年均增长21.62%。
- 锂电池电解液：需求年均30%快速增长，19年公司国内份额第二，技术和客户优势明显；氟精细化学品：高端产品严重依赖进口，19年公司六氟环氧丙烷产能全球第一，布局高端产品，净利率30%-40%。在建1.5万吨高性能氟材料，技术壁垒高进口替代空间大；半导体化学品：国产化率不足8%，公司产品已批量供应华星光电、昆山国显等面板企业，品质达到台积电、中芯国际等高端客户需求
- 未来2-3年，公司惠州三期、波兰项目、荆门项目、海德福一期、2.5万吨电子化学品项目将陆续投产，产能驱动公司进入新一轮快速增长期
- 预计21-23年EPS分别为2.48/3.23/4元（暂未考虑并购），维持买入评级。
风险提示：电动汽车产业政策风险；原料价格大幅波动；项目投产进度不达预期；市场需求波动风险；

公司业绩持续快速增长

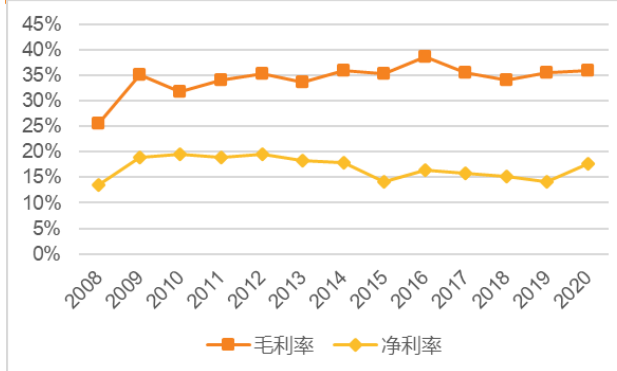


公司产品线不断延伸

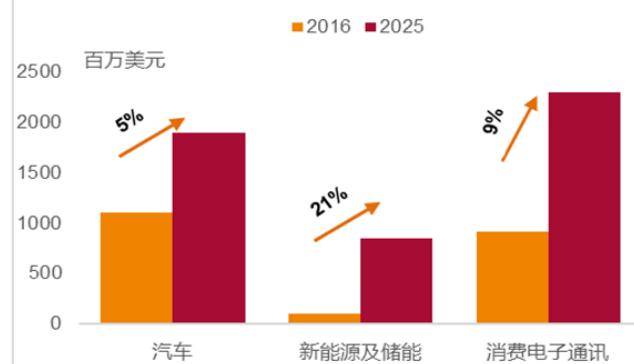


资料来源: Wind, 百川盈孚, 天风证券研究所

公司盈利能力持续高位



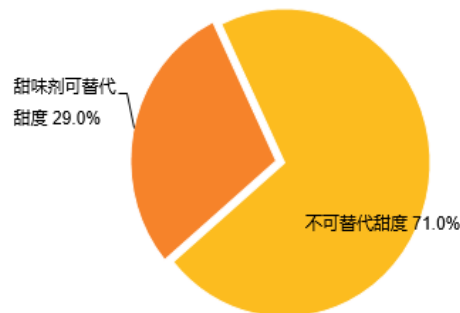
全球氟聚合物需求保持快速增长



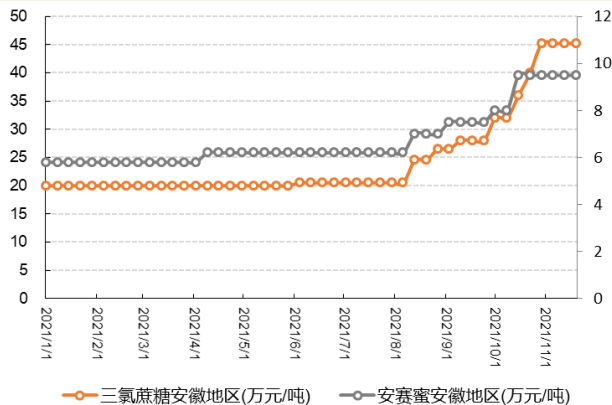
金禾实业：多领域打响甜味战争，全球龙头充当先锋

- 代糖应用广阔，低成本加速蔗糖替代，成本、健康生活需求等多因素驱动行业发展。
- 代糖行业未来有望占食糖市场份额接近30%，休闲饮料、新式咖啡茶饮、烘焙食品等多种应用场景快速成长，空间广阔。
- 三氯蔗糖、安赛蜜、甲乙基麦芽酚等产品价格持续景气；考虑长协因素，明年全年利润水平会有更加明显的上行。
- 预计21-23年EPS分别为1.94/2.44/2.78元，维持买入评级。
- 风险提示：产能投放低于预期，原材料价格大幅波动，环保及安全风险

甜味剂替代蔗糖



三氯蔗糖、安赛蜜价格



代糖部分下游应用

饮料



调味品



食品



奶制品



来源：百川，wind，嘉利高公众号，欧睿国际，天风证券研究所

2.2

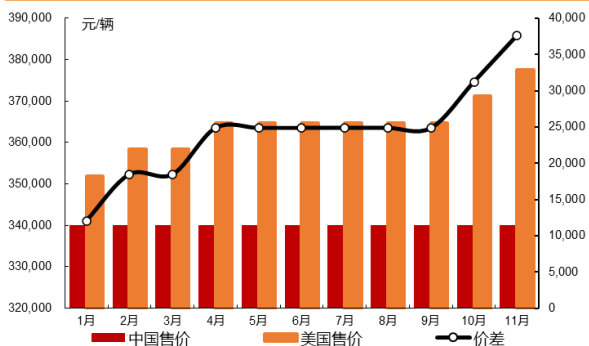
2022年景气有望复苏子行业



轮胎行业：多因素影响景气已见底，新能源带来产业发展机遇

- 产业链落地中国，新能源汽车产业链有望效仿消费电子
- 降本压力下，国内汽车供应链更具性价比
- 新能源汽车对轮胎提出新要求，国内轮胎企业已有技术积累
- 国产轮胎美誉度有望随本土新能源汽车品牌崛起而提升

Model 3高性能版国内售价更稳定



外资车企在华新增新能源车型产能

整车厂	品牌	工厂	EV、PHEV 车型
Stellantis	标致	成都工厂	4008
Stellantis	标致	武汉工厂	2008
宝马	宝马	大东工厂	5系 PHV、5系 EV、iX3
宝马	宝马	铁西工厂	3系 PHV、3系 EV、X1 PHV
本田	本田	武汉工厂	CR-V、M-NV、X-NV
本田	理念	增城工厂	VE-1
大众	奥迪	佛山工厂	Q2L e-tron
大众	奥迪	长春工厂	e-tron
大众	大众	安亭新能源工厂	ID.3、ID.4、ID.6
大众	大众	佛山工厂	高尔夫、高尔夫纯电
大众	大众	华北工厂	探岳
大众	大众	华东工厂	宝来纯电
大众	大众	南京工厂	帕萨特 PHEV
大众	大众	上海安亭工厂	朗逸纯电、途观 L
大众	大众	长春工厂	迈腾
戴姆勒	奔驰	北京工厂	EQV、E Class PHV
戴姆勒	奔驰	顺义工厂	EQC
丰田	丰田	广州南沙工厂	雷凌、威兰达、C-HR
丰田	丰田	泰达工厂	卡罗拉
丰田	丰田	新第一工厂	奕泽
丰田	丰田	长春西工厂	荣放
福特	福特	小蓝工厂	领界 S
福特	福特	重庆三工厂	Mustang Mach-E
福特	林肯	杭州工厂	飞行家
福特	林肯	重庆一工厂	蒙迪欧
日产	启辰	郑州工厂	e30、D60、T60
日产	日产	花都工厂	轩逸纯电
特斯拉	特斯拉	上海工厂	Model 3、Model Y
通用	别克	金桥工厂	微蓝 7
通用	别克	武汉工厂	微蓝 6
通用	凯迪拉克	凯迪拉克工厂	Lyriq
通用	雪佛兰	武汉工厂	畅巡
现代	起亚	盐城第三工厂	K3、傲跑、凯酷
现代	现代	北京第二工厂	索纳塔
现代	现代	重庆第五工厂	菲斯塔、昂西诺

赛轮液体黄金轮胎节油减排效益

汽车类型	轮胎数量	行驶里程 /万公里	节油 /升	二氧化碳减排 /吨
轿车	4 轮	15	810	2
载重卡车	22 轮	40	24600	65.48

国产轮胎参与配套的热门新能源车型

整车厂	车型	车型年份	轮胎供应商
上汽乘用车	荣威 RX3 (FF) (China)	2018	正新轮胎
吉利	知豆 D3 (China)	2018	森麒麟
上汽乘用车	荣威 RX5 (FF) (China)	2019	正新轮胎
长城	WEY VV5 (AWD) (China)	2019	中策橡胶
长城	欧拉 iQ (China)	2020	中策橡胶
比亚迪	秦 EV (China)	2020	玲珑轮胎
威马汽车	威马马斯特 E5 (China)	2021	中策橡胶
上汽通用五菱	五菱宏光 MINI EV (China)	2021	玲珑轮胎

来源：Marklines，路透社，新浪汽车，搜狐汽车，中国能源网，时代财经，证券时报网，特斯拉官网，特斯拉微博，赛轮轮胎官网，天风证券研究所

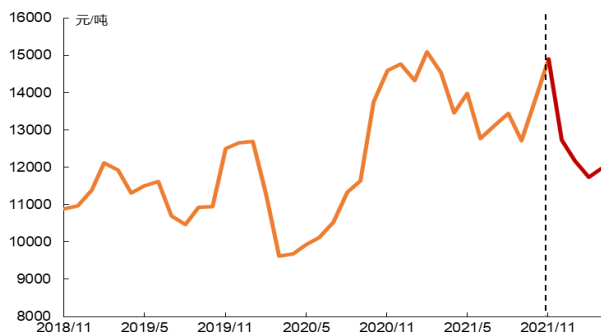
轮胎行业：多因素影响景气已见底，新能源带来产业发展机遇

- 国内轮胎企业积极出海布局，双反调查影响逐步消解
- 供给端产能未见缩减，天胶价格难以长期维持高位
- 集运价格已现反转迹象，港口拥堵现象正在缓解
- 国内汽车产量跌幅已收窄，缺芯影响正在消除

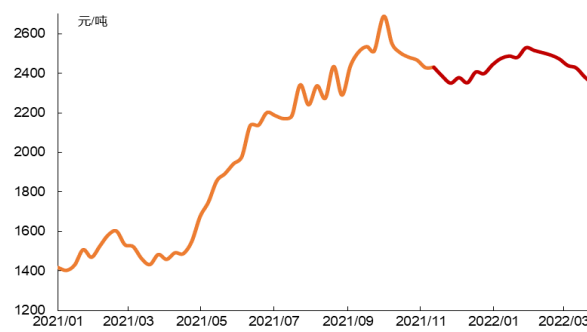
头部轮胎企业海外投产情况

企业名称	投资所在地	投产年份	生产轮胎类型	产能	投资金额
赛轮轮胎	越南	2013	半钢胎	1000万条/年	
		2019	非公路两轮胎	5万吨/年	
玲珑轮胎	泰国	2014	(ACTR)全钢胎	240万条/年	
		2015	高性能半钢胎		
中策橡胶	泰国	2015	全钢胎		
		2018	半钢胎		
森麒麟	泰国	2015	高性能半钢胎	1200万条/年	4亿美元
	美国	2016	半钢胎	1200万条/年	5.3亿美元
青岛双星	哈萨克斯坦	2015			3025万美元
双钱轮胎	泰国	2017	全钢胎	150万条/年	2.85亿美元
			工程轮胎	5万条/年	
通用股份	泰国	2020	全钢胎	100万条/年	3亿美元
			半钢胎	600万条/年	
浦林成山	泰国	2019			1.7亿元

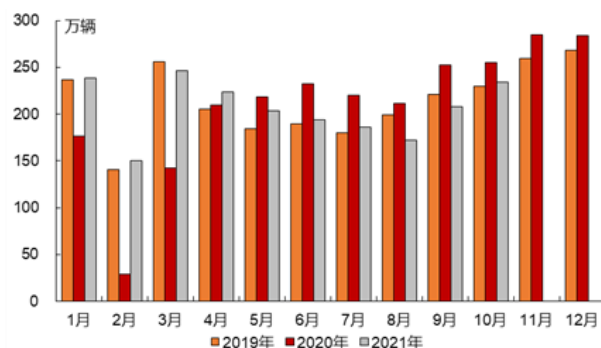
对天然橡胶价格的短期预测



对美东航线集运价格的短期预测



国内汽车产量跌幅已收窄



来源：Wind，中国汽车工业协会，《中国轮胎掀起新一轮海外建厂热潮》（中国贸易救济信息网），固铂轮胎官网，天风证券研究所

农药行业：与农业景气相关，高粮价或提升农药产品需求

我们分析作物价格与农药行业经营变化相关性高，是由于：

(1) 从播种面积的角度，由于各国农业政策保护等因素，全球主要农作物（玉米、大豆、棉花、小麦、大米）种植面积波动较小，即对农药产品的需求量相对刚性

(2) 从农民种植收益的角度，由于种植面积边际波动较小，农民种植收益与当年农作物价格相关度高（以美国地区农民种植收益为例），而种植收益的提升往往影响农民当年或次年在农药上的投入

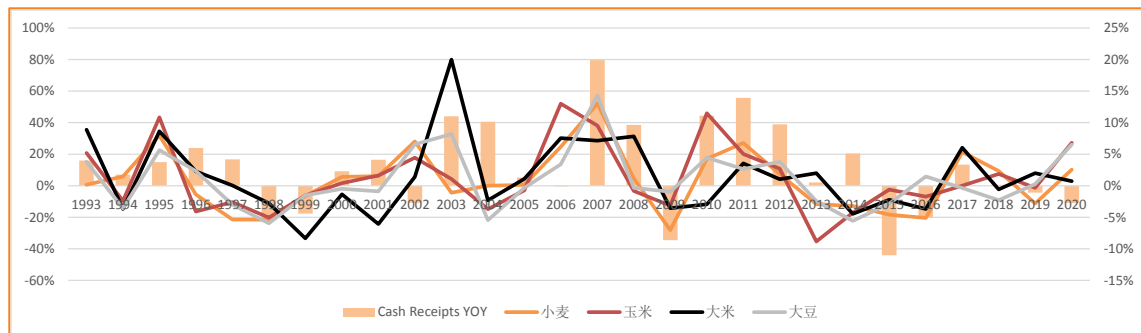
高粮价带来种植面积提升、高亩均施用量，提升农药产品需求。

作物
价格

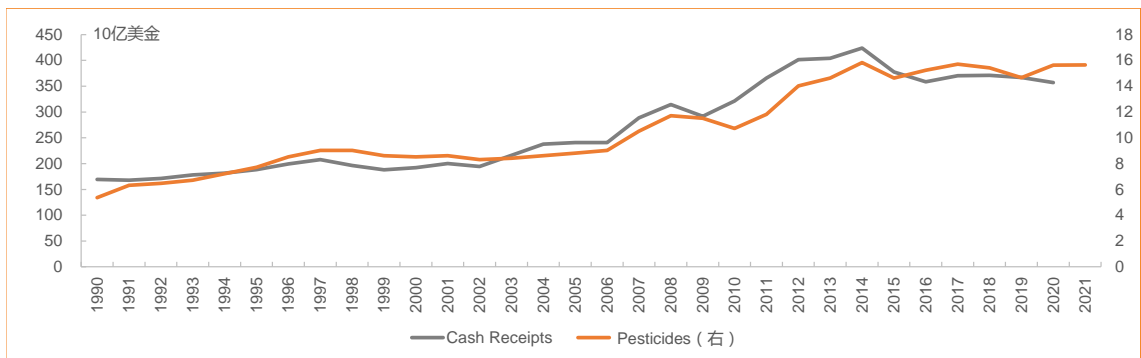
↓
种植
收益

↓
农药
投入

小麦玉米大米大豆收入变化（美国农场数据）



农民的收入决定了农药的投入（美国农场数据）



来源：Bloomberg，天风证券研究所

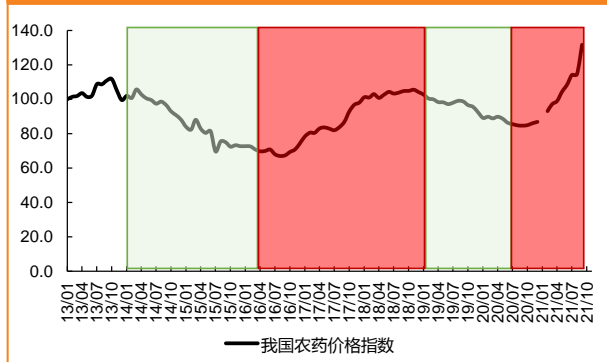
农药行业：我国农药行业景气与出口高度相关，国内供给端波动主导

- 根据历史变化情况，我们分析我国原药价格波动来自国内供给端影响：14-15年价格下行来自全球景气低迷叠加中国供给过剩；16年价格上涨来自于全球景气修复，17年国内供给侧改革带动价格大幅上涨（全球景气平稳，国内产量大幅减少），19年国内供给修复后价格向下调整，20年疫情对种植影响不大，而对中国、印度主要农药生产、出口国造成一定影响，20年下半年中国供给修复，成为全球农药出口主力军，出口增速显著高于行业景气增速，同时供给相对有序；21年上半年由于国内供应较为正常，叠加原材料上涨但产品价格平稳多数企业利润受损，但是9月之后由于限电等因素导致供给又急剧收缩，叠加旺季到来，价格大幅跳涨。
- 当前国内原药价格处于历史高点，但结合Q4为传统旺季，叠加海外产能修复仍需时间，预计有望维持到22年春耕。
- 中长期来看，我国农药行业产能转移红利整体减弱，跨国公司采购再分配，采购有望向具备产业链、规模、安环等优势的企业集中，个股层面挑选具备产业链拓展能力、品类持续扩张能力，且公司质地及历史表现优良的企业
- 重点推荐：扬农化工、润丰股份、广信股份、利民股份；建议关注：草甘膦相关标的（兴发集团、新安股份）、湖南海利、苏利股份、联化科技

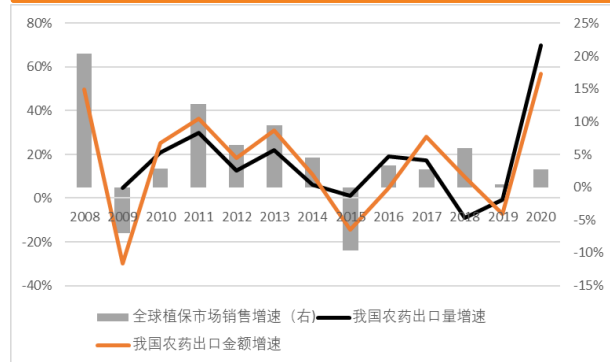
我国农药产品与全球农药销售增速



我国农药价格指数



我国出口情况与全球农药销售增速



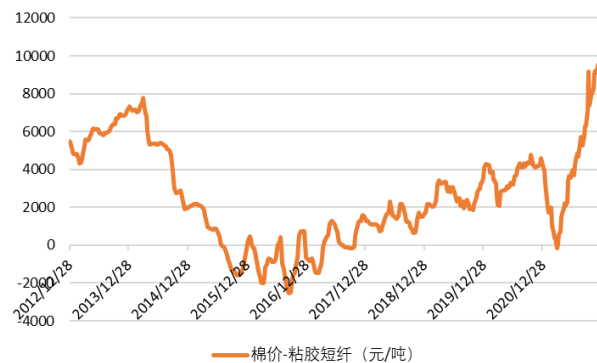
资料来源：彭博，中国农药工业协会，wind，天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

粘胶短纤：棉粘价差高位，景气有望反转

- 粘胶短纤是天然纤维，兼具天然纤维的舒适和合成纤维的功能性，与棉花替代性强
- 需求快速增长：13年至今国内粘胶短纤需求从287万吨增长至2019年380万吨，年均增速4.8%，今年前10月国内消费量291万吨
- 性价比优势明显，粘胶近10多年消费占比持续提升。历史数据看，棉价与粘胶价差扩大后，次年粘胶需求增速将大幅提升
- 疫情结束，服装需求恢复常态，叠加替代需求，预计明年粘胶需求将大幅增长
- 推荐三友化工，关注中泰化学。

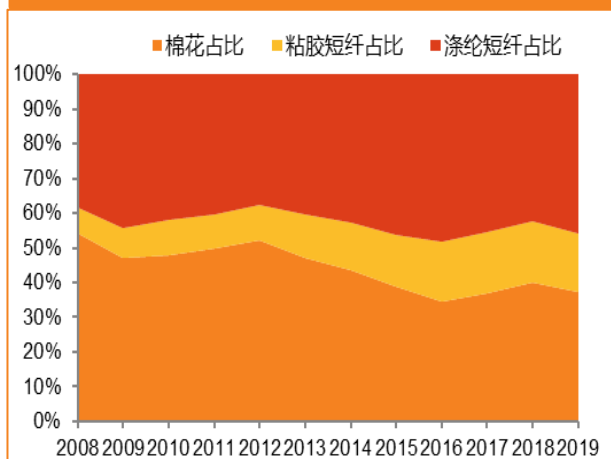
棉粘价差处于历史高位



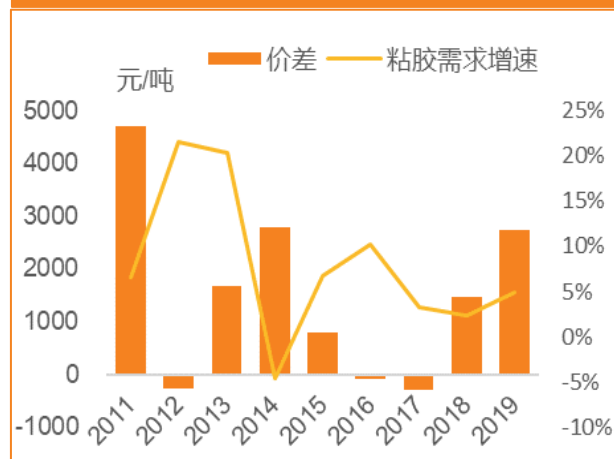
粘胶短纤开工率持续走低



粘胶短纤消费占比持续提升



棉粘价差影响粘胶短纤需求增速



来源：中纤网，wind，天风证券研究所

2.3

需求与经济弱相关，新材料迎国产化机遇



需求与经济弱相关，新材料迎国产化机遇：半导体材料

半导体材料投资图谱

晶圆制造

硅片 上海新阳	湿电子化学品 多氟多、江化微
光刻胶 强力新材、万润股份	前驱体材料
电子特气 金宏气体、三孚股份	CMP抛光材料 鼎龙股份
靶材	其他

封装材料

引线框架	环氧膜塑料
芯片胶粘合膜 飞凯材料、联瑞新材	封装基板
键合金丝	陶瓷封装材料
缝合胶	其他

市场空间及结构

- 晶圆制造占比约6成。
- 硅片、电子特气占比较大。

- 封装占比约4成。
- 封装基板占比较大。

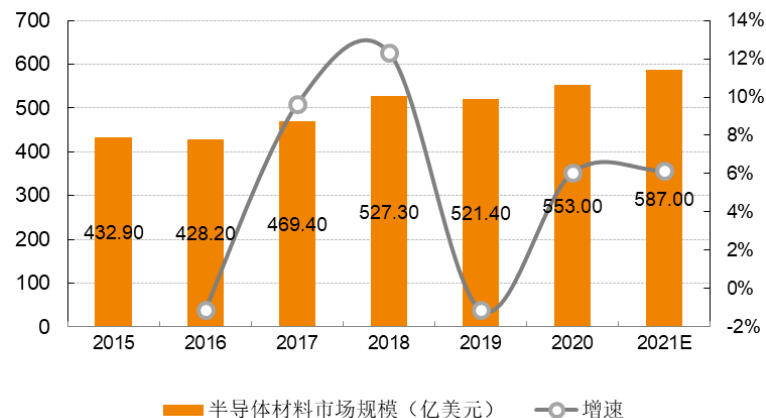
关注重点

- 2020.7《新时期促进集成电路产业和软件产业高质量发展的若干政策》：国家鼓励的集成电路设计、装备、材料、封装、测试企业和软件企业，自获利年度起，第一年至第二年免征企业所得税，第三年至第五年按照25%的法定税率或减半征收企业所得税。

来源：智研咨询，天风证券研究所

- 受益于半导体材料中游代工扩产加上下游需求激增，全球半导体材料市场持续增长。
- 2020年，全球半导体材料市场规模达到新高553亿美元，较上年增加31.6亿美元，同比增长6.06%；智研咨询预计2021年全球半导体材料市场规模增长至587亿美元。
- 中国大陆市场规模增长至97.6亿美元，同比增速12%，成为全球半导体材料第二大市场。

半导体材料市场规模及增速



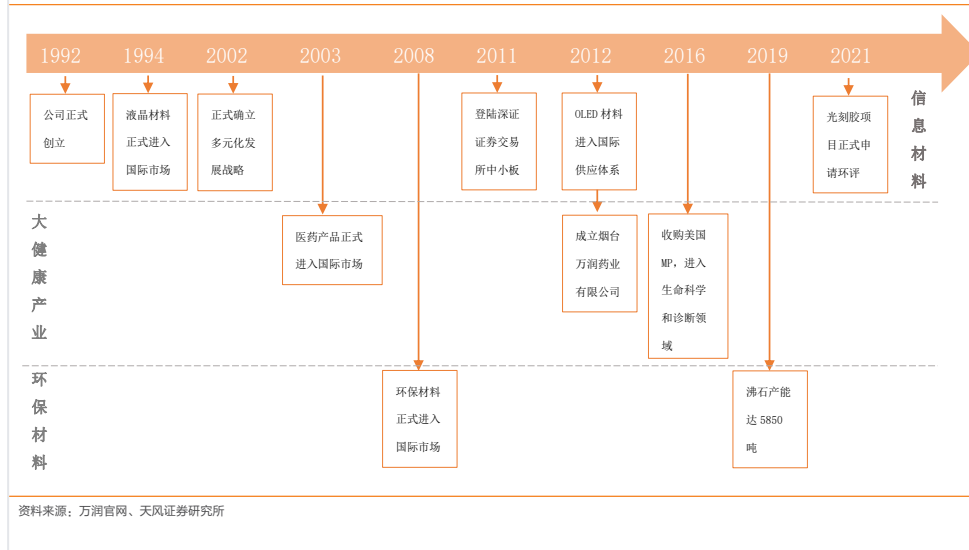
万润股份：时间换空间，化学合成平台型公司，强势进军光刻胶行业

- 万润化学合成技术具备核心优势，不断扩宽下游产业化应用领域。万润从液晶材料起家，公司自成立以来一直专注于化学合成技术的研发与产业化应用，依托强大的自主研发创新能力，年均开发产品百余种，现拥有超过6,000种化合物的生产技术，其中约2,000余种产品已投入市场，获得国内外发明专利三百余项。
- 依托强大的化工合成能力，公司业务涉及液晶单体、OLED单体和成品材料等显示材料领域，医药领域，聚酰亚胺、光刻胶等半导体领域，电解液添加剂、质子交换膜等新材料领域，沸石等环保材料领域等。凭借技术和客户拓展实力，已在多个领域处于行业领先地位。
- 公司前期积极布局聚酰亚胺材料和光刻胶材料，目前光刻胶有较大进展。烟台环保局披露了万润光刻胶技改项目环评，内容丰富，布局光刻胶树脂全产业链，该项目也标志着万润股份正式迈入光刻胶行业，成为万润股份下一个有力的增长点。
- 预计21-23年EPS分别为0.72/0.81/0.95元，维持买入评级。
- 风险提示：疫情导致出口受影响；汇率波动造成损失；原材料价格上行

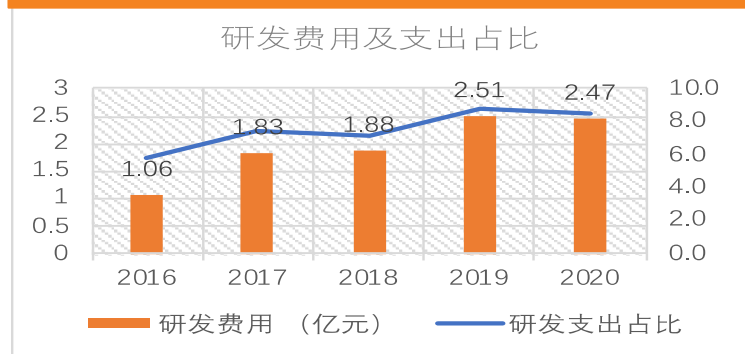
来源：Wind，烟台市环保局，天风证券研究所

万润股份发展历程

图 1：公司发展历程



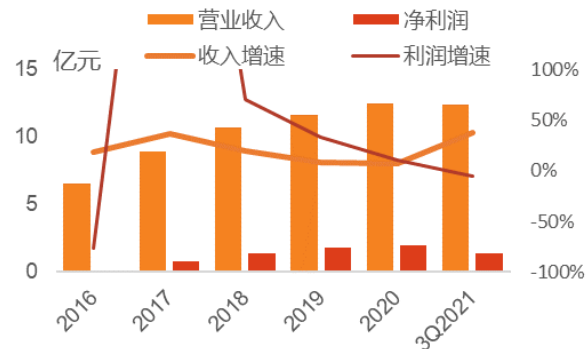
万润股份超高的研发费用占比



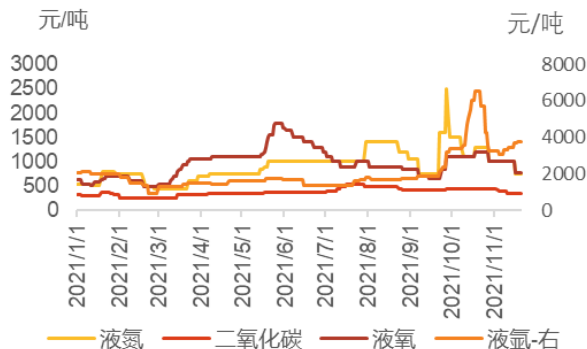
金宏气体：广阔空间，纵横发展

- 长坡厚雪的黄金赛道。气体行业需求增速是GDP2.0-2.5倍，2019年全球市场1318亿美元，我国为1477亿。
- 集中度高盈利能力强。2019年全球三大气体龙头市场份额超70%。公司是国内民营气体龙头，渠道优势明显，近四年毛利率40%左右净利率10%-15%，现金流大幅高于净利润。内生扩张+外延并购收入快速增长，原料气大幅涨价拖累利润，4季度原料价格回落，盈利能力或将触底回升。
- 电子气体进口替代空间广阔。半导体用电子特气和大宗气体市场均超百亿。晶圆厂大幅扩产气体需求将加速增长。公司切入国内龙头中芯国际供应链，与北方集创签订12亿电子大宗气体供应合同，成为打破国际垄断的少数企业。
- 21-23年 EPS预测分别为0.45/0.71/1.09元。维持买入评级。风险提示：电动汽车产业政策风险；原料价格大幅波动；项目投产进度不达预期；市场需求波动风险；

公司业绩持续快速增长

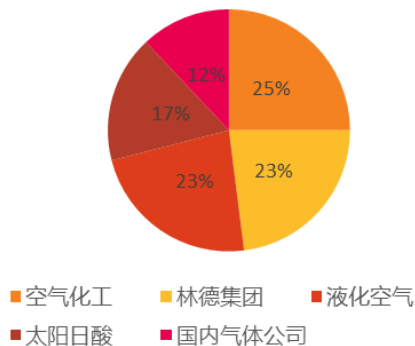


大宗气体价格见顶回落

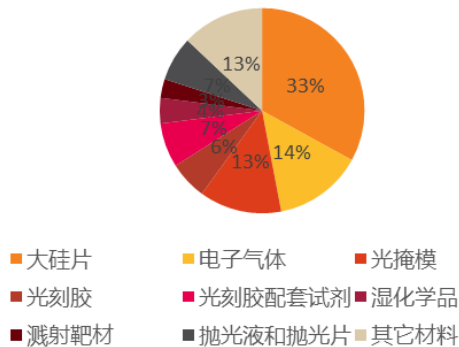


来源：Wind，百川，公司招股说明书，天风证券研究所

2018中国电子特气市场竞争格局



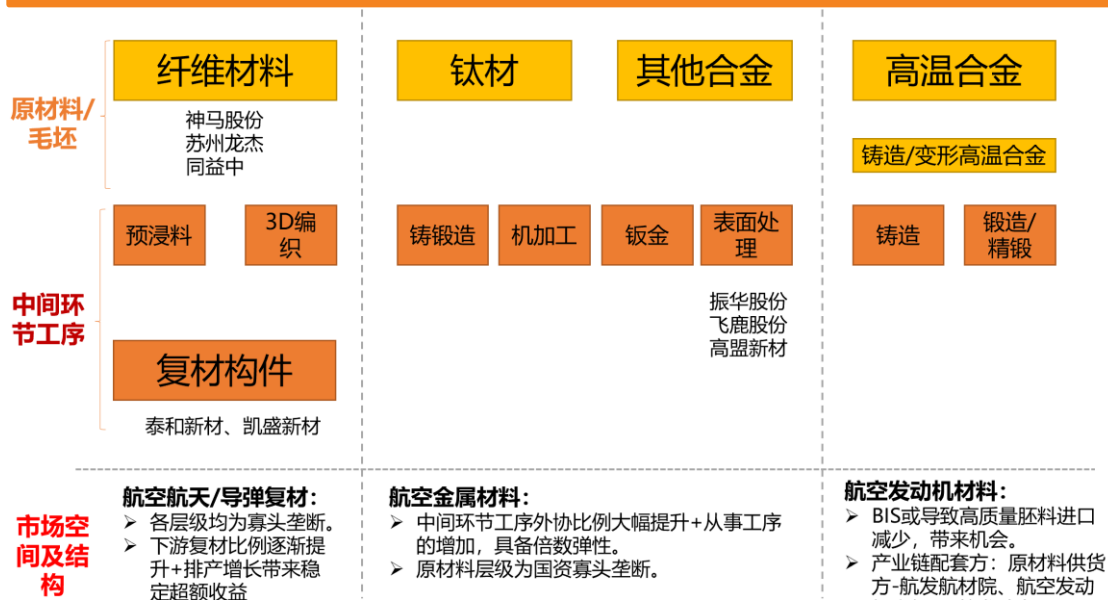
电子气体是半导体第二大耗材



注：2019年数据

需求与经济弱相关，新材料迎国产化机遇：军工材料

军工材料投资图谱



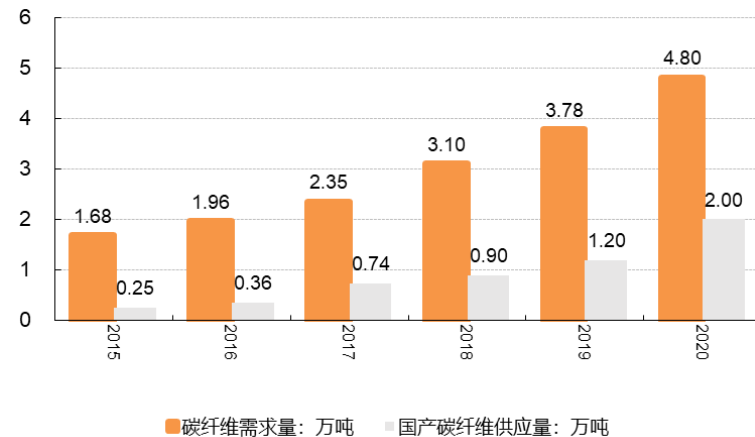
关注重点：

- 为实现“十四五”跨越式武器装备建设，新一代航空主机性能将有望持续提升，整机质量减轻、强度提升、推重比加大或将成为重点目标，纤维、钛合金、高温合金等军用新材料将成为“跨越式武器装备”提供基础支撑。

来源：智研咨询，天风证券研究所

- 军工新材料包括钛合金、军用复材(碳纤维、SiC纤维、石英纤维)、高温合金、以及军工电子材料等等。
- 其中纤维增强型的军用复材具有低自重和高性能，主要用于各种航空航天器、和地面/水上装备的结构件和抗打击部位。
- 随着国内装备的更新换代和性能指标提升，复材的需求量和比例都在提升(例如四代机中复材用量达到了20%，较三代机有翻倍的提升)。

国产高性能碳纤维存在较大缺口



2.4

龙头纵横扩张，盈利中枢有望抬升



龙头横向扩张形势变为纵向一体化扩张，盈利中枢抬升

上市公司	推荐逻辑
万华化学	<p>中国化工领军企业，蓄积能量新一轮扩张：MDI少有的具有寡头格局，下游分布广泛、产业链长的大体量化工品，需求增长与整体经济增长前景高度相关。供给格局良好，巴斯夫、拜耳、万华、亨斯迈、陶氏五家企业占据全球90%以上产能，且短期全球重要的新增产能仅万华的扩产，企业具备较强定价能力。</p> <p>石化通过两期项目（一期PDH，二期大乙烯）建设，公司完成C2、C3两大石化链布局，虽项目本身投资回报水平预计低于聚氨酯、精细化学及新材料业务，但为公司中长期发展打造稳定原料平台，降低整体经营风险，实现纵横多元业务组合布局。</p> <p>新材料利用核心技术专长开发特种胺和光气化产品及其他产业链上的衍生精细化学品，包括ADI、特种胺、TPU、PC、SAP、水性涂料等，所涉市场空间更为广阔。中长期，公司规划的膜材料项目、改性塑料项目、柠檬醛及下游衍生物业务具备较大成长性。</p> <p>逐步落地新能源材料布局：切入锂电材料、光伏材料等领域是公司中长期发展的重要环节，公司已收购烟台卓能锂电池有限公司，并在眉山基地布局多个锂电池化学品项目：包括锂电池三元正极材料、磷酸铁锂锂电正极材、NMP等。</p> <p>盈利预测与估值：预计2021~2023年净利润分别为245\255\280亿元，维持“买入”的投资评级</p> <p>风险提示：宏观经济下行风险；产品及原料价格大幅波动风险；新建项目进度及盈利不达预期风险</p>
扬农化工	<p>通过自身的发展和集团资源的整合，扬农化工业务从以原药生产为主，向产业链更高附加值的研发（创新药）、渠道销售两头攀升，由生产型企业向全农化产业链的创新企业发展，形成“创制与仿制、生产与销售、原药与制剂”完整的一体化农化产业链。</p> <p>两化、在集团层面农化资源推进整合、加强合作的大背景下，期待后续扬农化工作为先正达集团旗下农药业务和管理的一体化平台与其他集团资源间的合作空间的进一步拓展。</p> <p>盈利预测与估值：预计公司2021~2023年净利润分别为15.1/17.9/21.2亿元，维持“买入”的投资评级</p> <p>风险提示：农药景气下行；产品价格下跌；原材料价格大幅波动；新项目进度及盈利情况低于预期</p>
新和成	<p>公司是全球维生素龙头公司之一，VAVE等产品全球市场份额领先。01年至20年收入增长18倍，净利润增长84倍；过去2年公司加大投资力度，项目投产将增强公司内生增长动力，维生素价格波动导致的周期性将大幅减弱，业绩增长的稳定性有望提升。新项目中蛋氨酸、己二腈市场空间大，技术壁垒高，尤其值得人关注。</p> <p>盈利预测与估值：预计2021~2023年净利润分别为47.6/58.6/73.8亿元，维持“买入”的投资评级</p> <p>风险提示：原料及产品价格大幅波动；汇率及贸易风险；人才流失风险；环保政策风险</p>
华鲁恒升	<p>成长尚在低估状态，真正“价值”尚未被挖掘：公司是煤化工龙头企业之一，产品丰富，成本管控能力强。随着景气的持续兑现，利润迎来大幅增长期。而成长性却严重低估：1、碳中和背景下担心的第二基地审批问题将逐步攻克，荆州打开长期成长大门，在碳中和背景下新基地新产能将更显价值，新基地有望复制德州优势，占尽天时地利人和，我们坚定认为华鲁新基地建设后浪将比前浪高，一期项目景气中低位置仍将贡献超过70亿收入和10亿利润，成长大门即将打开；2、DMC、尼龙等新材料项目值得长期期待，公司有望凭借成本优势快速在新兴领域拥有较高话语权，市场尚未对德州基地成长项目定价，恰恰也是低估所在，一体化成本优势对单个品种来讲是降维打击。成长属性叠加周期景气，长期看好其投资价值。</p> <p>盈利预测与估值：预计2021~2023年净利润分别为62.9/68.5/71.2亿元，维持“买入”的投资评级</p> <p>风险提示：项目建设不及预期；产品价格大幅下行；安全生产问题</p>

资料来源：wind，百川资讯，公司公告，天风证券研究所

重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	收盘价	总市值 (亿元)	股本 (亿股)	净利润 (亿元)			EPS			PE		
		20211216			2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E	2021E	2022E	2023E
聚氨酯													
600309.SH	万华化学	103.99	3265	31.40	245.25	255.16	280.34	7.81	8.13	8.93	13.31	12.79	11.65
化肥与农用化工													
600426.SH	华鲁恒升	32.86	694	21.12	62.90	68.49	71.15	2.97	3.24	3.36	11.06	10.14	9.78
维生素													
002001.SZ	新和成	27.76	716	25.78	47.62	58.63	73.79	1.85	2.27	2.86	17.76	14.48	11.49
农化													
600486.SH	扬农化工	134.61	417	3.10	15.13	17.94	21.15	4.88	5.79	6.83	6.73	5.68	4.81
002258.SZ	利尔化学	32.00	169	5.27	12.57	12.76	13.45	2.39	2.43	2.56	13.75	13.52	12.84
002391.SZ	长青股份	7.70	50	6.54	2.97	4.16	5.35	0.45	0.64	0.82	73.02	51.34	40.07
002734.SZ	利民股份	12.63	47	3.73	3.93	5.40	6.23	1.05	1.45	1.67	31.30	22.66	19.68
钛白粉													
002601.SZ	龙佰集团	29.05	692	23.81	45.77	50.25	58.39	1.92	2.11	2.45	17.11	15.57	13.41
精细化工新材料													
002643.SZ	万润股份	23.97	223.00	9.30	6.59	7.36	8.60	0.72	0.81	0.95	45.64	40.57	34.59
300037.SZ	新宙邦	117.30	481.86	4.11	10.19	13.28	16.45	2.48	3.23	4.00	13.25	10.17	8.22
300019.SZ	硅宝科技	23.1	90.35	3.91	2.38	3.58	4.94	0.61	0.92	1.26	53.87	35.72	26.08
603650.SH	彤程新材	55.68	332.49	5.97	4.10	5.37	6.37	0.7	0.92	1.09	46.94	35.72	30.15
化纤													
600409.SH	三友化工	9.20	190	20.64	30.64	42.50	43.76	1.48	2.06	2.12	22.20	15.95	15.50
002064.SZ	华峰化学	10.82	501	46.34	80.80	81.00	83.02	1.74	1.75	1.79	18.89	18.78	18.36
688299	长阳科技	32.50	93	2.85	2.78	3.93	5.16	0.98	1.39	1.83	33.53	23.64	17.96
601208	东材科技	18.01	162	8.98	4.04	6.13	7.67	0.45	0.68	0.85	73.02	48.32	38.66

资料来源：wind，天风证券研究所

风险提示

原油价格大幅波动风险：

化工行业受原油价格影响较大，产品价格对原油波动较为敏感，若原油价格出现大幅波动，行业内公司业绩将面临不确定性影响。

新冠疫情导致需求不及预期风险：

2022年若新冠疫情持续反复，将对全球市场需求造成长时间不及预期的负面影响。

安全环保风险：

近年来化工生产企业安全环保问题频发，化工企业安全、环保事件对企业生产运营将产生较大影响。

资料来源：天风证券研究所

请务必阅读正文之后的信息披露和免责声明

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益20%以上
		增持	预期股价相对收益10%-20%
		持有	预期股价相对收益-10%-10%
		卖出	预期股价相对收益-10%以下
行业投资评级	自报告日后的6个月内，相对同期沪深300指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅5%以上
		中性	预期行业指数涨幅-5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅-5%以下

THANKS