

化工行业2023年投资策略

掘金新技术，挖宝新材料

西南证券研究发展中心
化工研究团队
2023年2月

投资要点

核心观点:

- 市场通常将化工归类为大宗原材料行业，缺乏长期增长的优质赛道，这主要由于过去化工行业依靠规模扩张，呈现大而不强的格局。我们认为，化工优质赛道具有广阔发展前景，市场面向全球，竞争格局稳定，盈利确定性高的特点。凭借多年的研发创新，国内化工行业正由大规模制造向高端制造转变，部分新技术、新材料已处于技术突破前夕，有望加速实现国产化替代。
- 能源结构转型和“双碳”战略的实施对化工行业供给端带来长期影响，推动化工产业向工艺低碳化和产品高端化转型。行业准入壁垒加高，低效产能退出将成常态化，具备环保和技术优势的龙头企业将得到更大发展空间。
- 在全球高通胀和宏观需求走弱背景下，化工行业部分传统下游应用领域需求回落，但以新能源汽车、光伏、风电为代表的新兴领域需求仍在快速扩张，将会为相关化工新材料行业创造投资机会。

重点关注板块及相关标的:

- **新型煤化工**：新型煤化工旨在以煤炭生产石油基产品，进口替代空间巨大，且能够有效降低对石化原料的进口依赖度，具有重要的战略意义，相关标的：**华鲁恒升（600426.SH）**、**宝丰能源（600989.SH）**。
- **合成生物学**：以合成生物学替代传统化学合成具有成本和环保优势，平台型企业通过不断扩充产品矩阵实现高增长，相关标的：**华恒生物（688639.SH）**。
- **MDI**：MDI生产工艺壁垒高，行业寡头格局稳固，长期将保持高盈利，相关标的：**万华化学（600309.SH）**。
- **气凝胶**：气凝胶隔热性能优异，在电池安全与节能降耗领域潜力巨大，相关标的：**晨光新材（605399.SH）**。
- **碳纤维**：未来全球碳纤维新增供给主要来自国内，碳纤维国产替代进程加速，多领域发展下消费量持续高增，相关标的：**中复神鹰（688295.SH）**。
- **分子筛**：分子筛全球市场规模稳步增长，国内市场空间巨大，相关标的：**中触媒（688267.SH）**、**建龙微纳（688357.SH）**。
- **涤纶车用丝**：全球汽车行业复苏，安全类产品需求持续增长，并且具有较高的认证壁垒，全球化布局企业受益，相关标的：**海利得（002206.SZ）**。

- **风险提示**：下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期、安全生产事故等。

目 录

2022年行业回顾

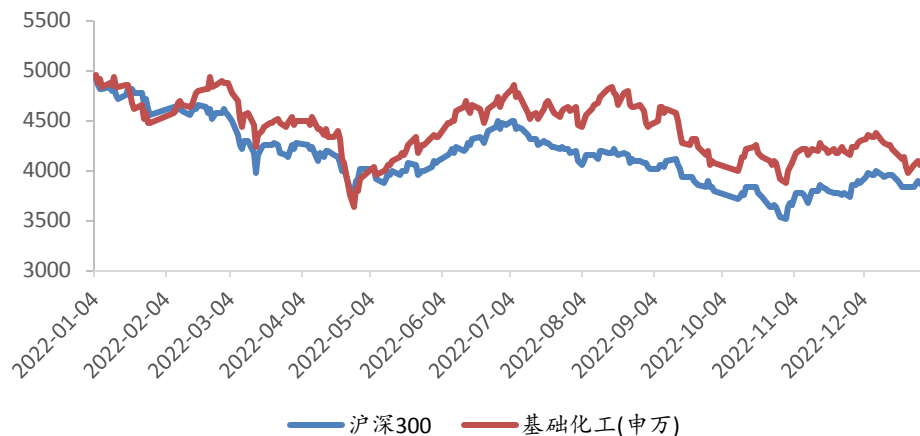
2023年行业投资策略

- ◆ 新技术：
 - 新型煤化工
 - 合成生物学
- ◆ 新材料
 - MDI
 - 气凝胶
 - 碳纤维
 - 分子筛
 - 涤纶车用丝

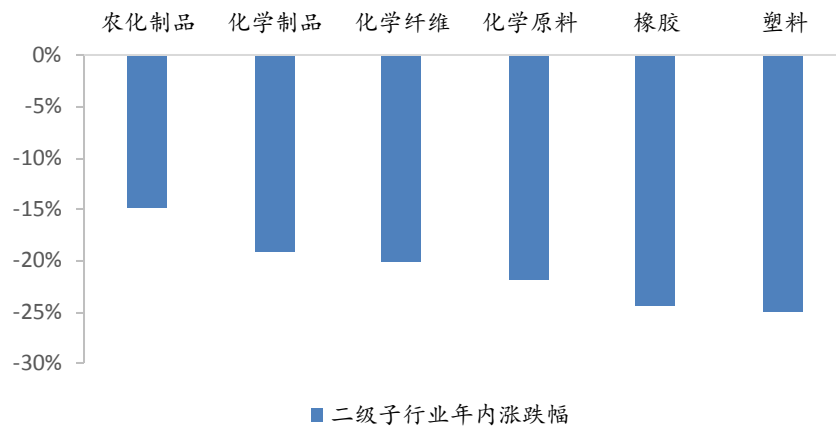
2023年重点推荐投资标的

2022年化工行业回顾

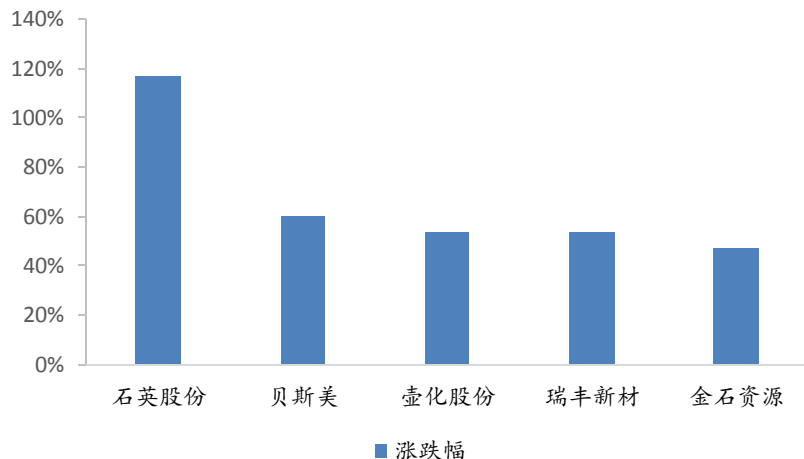
化工指数相对沪深300走势



化工子行业二级市场涨跌幅



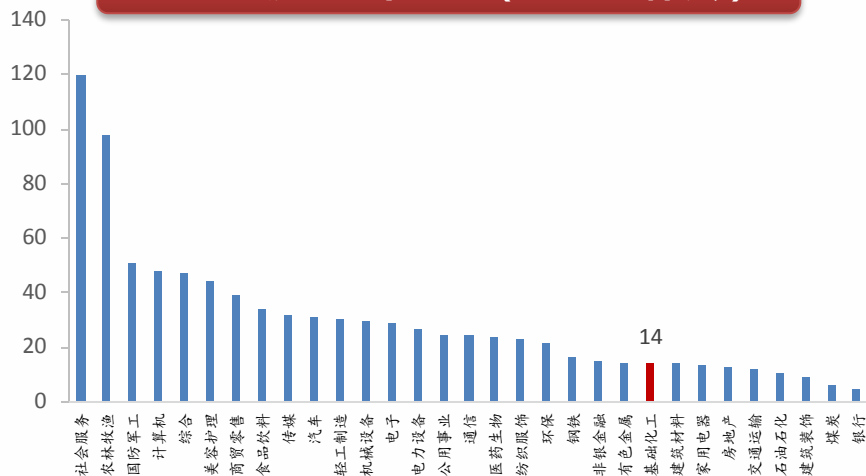
化工行业涨跌幅前五个股



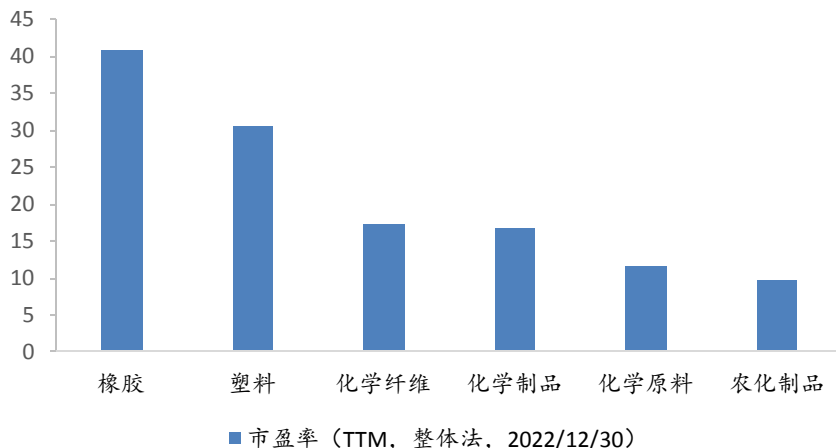
- 2022年初截止12月31日，申万化工指数下跌18.4%，跑赢沪深300指数约2.9个百分点。
- 2022年初截止12月31日，申万化工二级子版块均表现为下跌，农化制品、化学制品、化学纤维、化学原料、橡胶、塑料跌幅分别为15%/19%/20%/22%/24%/25%。
- 不考虑2022年上市次新股，期间板块内涨幅最大的为石英股份(+117%)、贝斯美(+61%)、壶化股份(+54%)；跌幅最大的为三维股份(-68%)、英科再生(-65%)。

2022年化工行业回顾

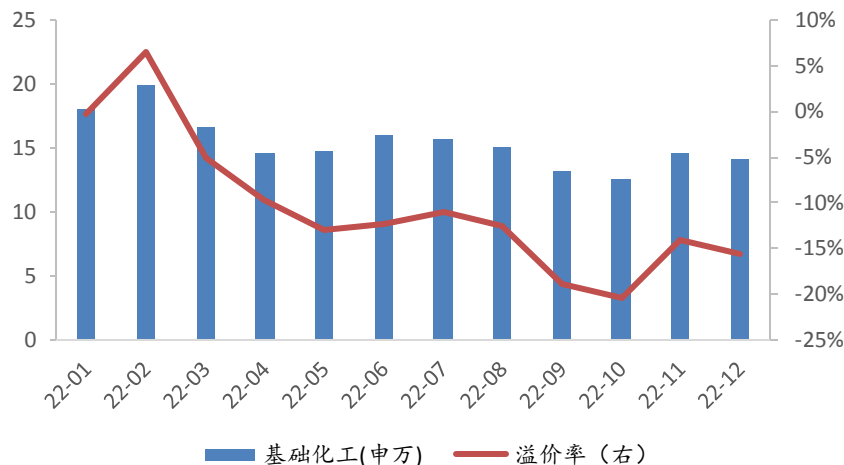
申万一级行业市盈率（TTM整体法）



申万化工子行业市盈率（TTM整体法）



申万化工市盈率及与A股溢价率

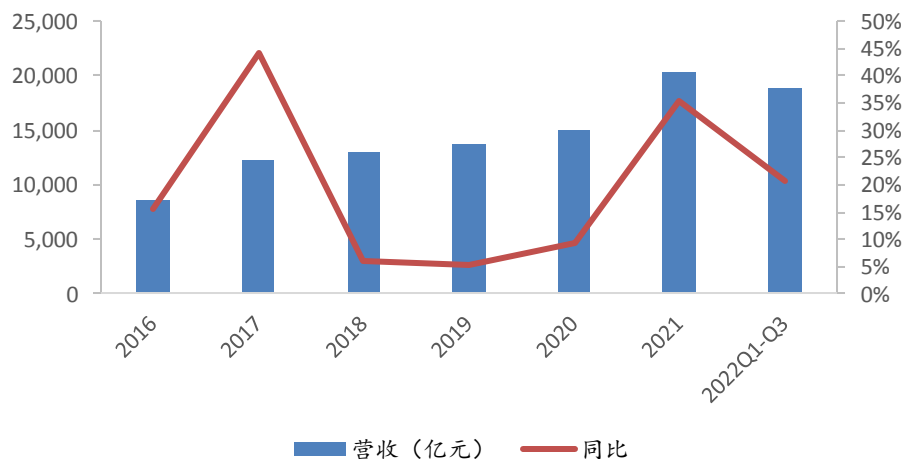


- 横向看：截止2022/12/31，申万化工行业PE（TTM）为14倍，在行业中处于中低位水平。
- 纵向看：截止2022/12/31，申万化工行业年均PE为15.44，较2020年21.57同比下降28.4%；截止2022/12/31，年内申万化工行业相对于全部A股溢价率为-15.7%，较2021年8.5%下调24.2个百分点。
- 从子行业来看，橡胶（41倍）市盈率最高，农化制品（10倍）市盈率最低。

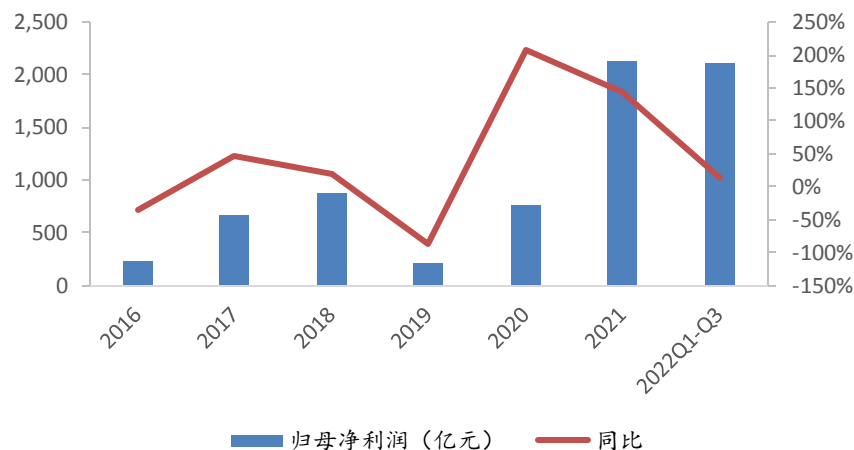
2022年化工行业回顾

- 2022年前三季度，化工行业上市公司实现营业收入总额18961亿元（同比+21%）和净利润总额2106亿元（同比+13%）。
- 2022年前三季度，俄乌冲突叠加全球通胀，能源价格上涨推升化工行业成本压力，同时国内疫情反复对需求端产生一定影响，化工行业整体盈利增速放缓。同时，俄乌冲突引发全球粮食危机、全球化肥供需失衡，以及新能源需求相对旺盛，部分子行业盈利呈现高速增长态势。从细分子行业来看，2022年前三季度，营收端钾肥、锂电化学品、民爆等板块同比涨幅居前，营收同比分别为+137%/+105%/+41%；净利润端钾肥、氟化工、锂电化学品等板块同比涨幅居前，归母净利润同比分别+238%/+169%/115%。
- 四季度疫情防控政策优化，各类大宗商品价格相继回调，布伦特原油价格自高点回落至12月30日的80.1美元/桶，在beta强烈波动的背景下，我们认为2023年在把握需求回暖大趋势的同时，也应自下而上寻找投资机会。

化工行业主营收入及增长率



化工行业利润总额及增长率



目 录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

◆ 新技术：

- 新型煤化工
- 合成生物学

◆ 新材料

- MDI
- 气凝胶
- 碳纤维
- 分子筛
- 涤纶车用丝

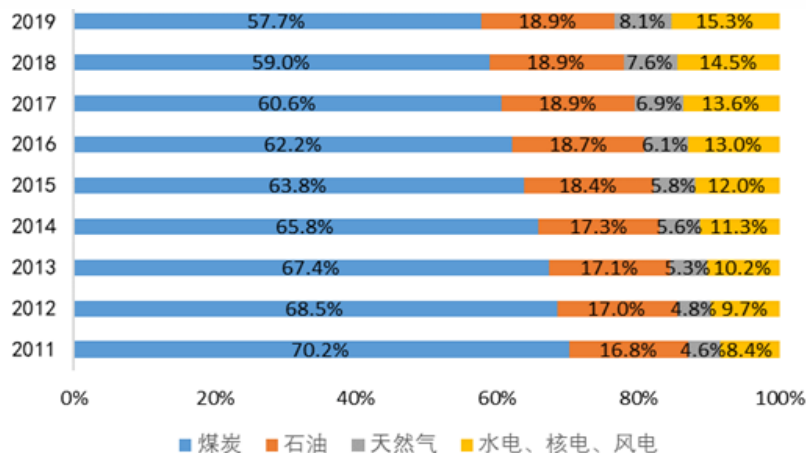
2023年重点推荐投资标的

新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

● 煤炭仍将在我国能源消费中占据主导地位。我国自然禀赋具有“富煤、贫油、少气”的特点，尽管近年以水电、风电为代表的非化石能源增速明显，煤炭在未来很长一段时间内仍将在我国能源消费中占据主导地位。

● 油头化工品需求稳步增长，煤化工符合我国资源禀赋：C2、C3化学品的主要来源是石油，由于国内原油的匮乏，许多C2、C3产品仍高度依赖进口。以聚烯烃为例，国内聚烯烃需求旺盛，2021年我国聚乙烯表观消费量3697.6万吨（-4.2%），聚丙烯表观消费量3050万吨（+2.7%），整体进口依存度为26.3%。因此，发展煤化工符合我国资源禀赋，也有利于降低石油对外依存度。

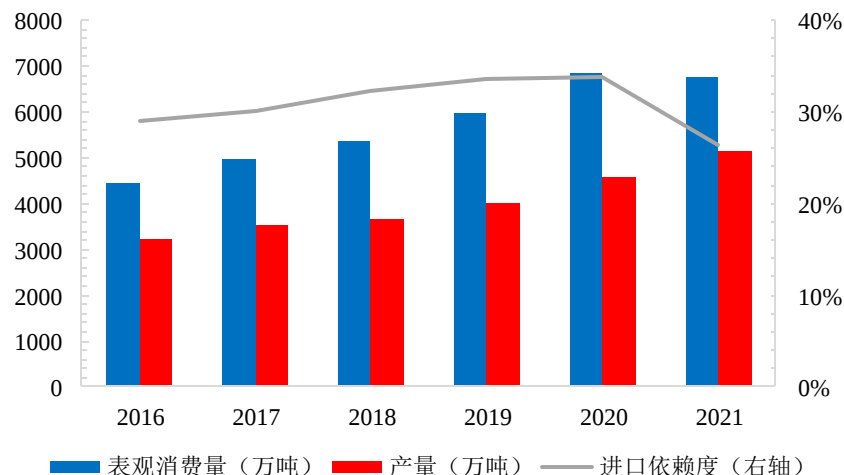
我国一次能源消费结构



煤价冲高回落，原油价格持续走高



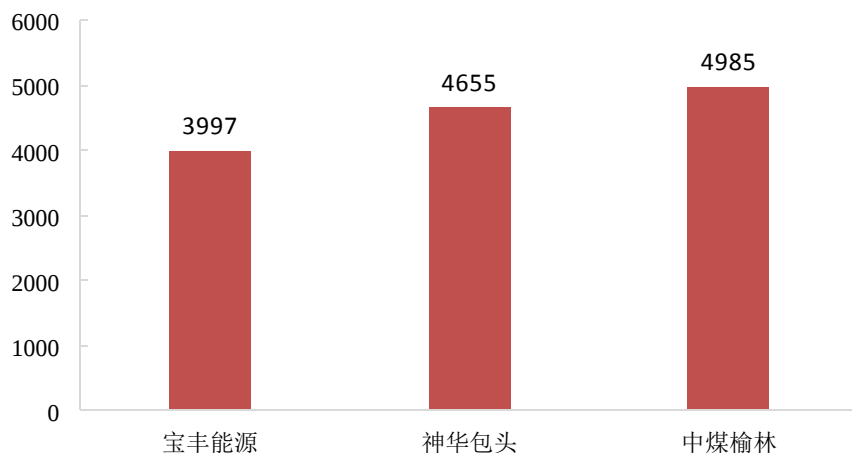
我国聚烯烃进口依赖度高位维持



新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

- 煤化工各企业间成本差异巨大，重点关注成本优势企业：发展煤化工需要大量的水及煤炭资源，区位对企业生产成本影响巨大，而且各厂商技术水平、项目投资管控水平差距明显。
- 以宝丰能源为例，国内煤制烯烃部分老装置成本近5000元/吨（以2020年为例，该年气化用煤均价约350元/吨），宝丰能源等优势企业成本不到4000元/吨，相当于油头烯烃在原油35美元/桶下的水平，在油价低位阶段仍保持极强的竞争力。
- 以华鲁恒升为例，公司通过持续技改升级和挖潜降耗使得成本始终保持行业最低水平，平均毛利率领先行业近10个百分点，成本优势助力公司穿越周期牛熊。

宝丰能源烯烃成本优势约1000元/吨



优质企业能效大幅领先行业基准水平

产品	国家基准水平	国家标杆水平	优秀上市公司
烯烃	3300	2800	2396
甲醇 (烟煤)	1800	1400	1360
合成氨 (烟煤)	1550	1350	1303

单位：千克标煤/吨产品

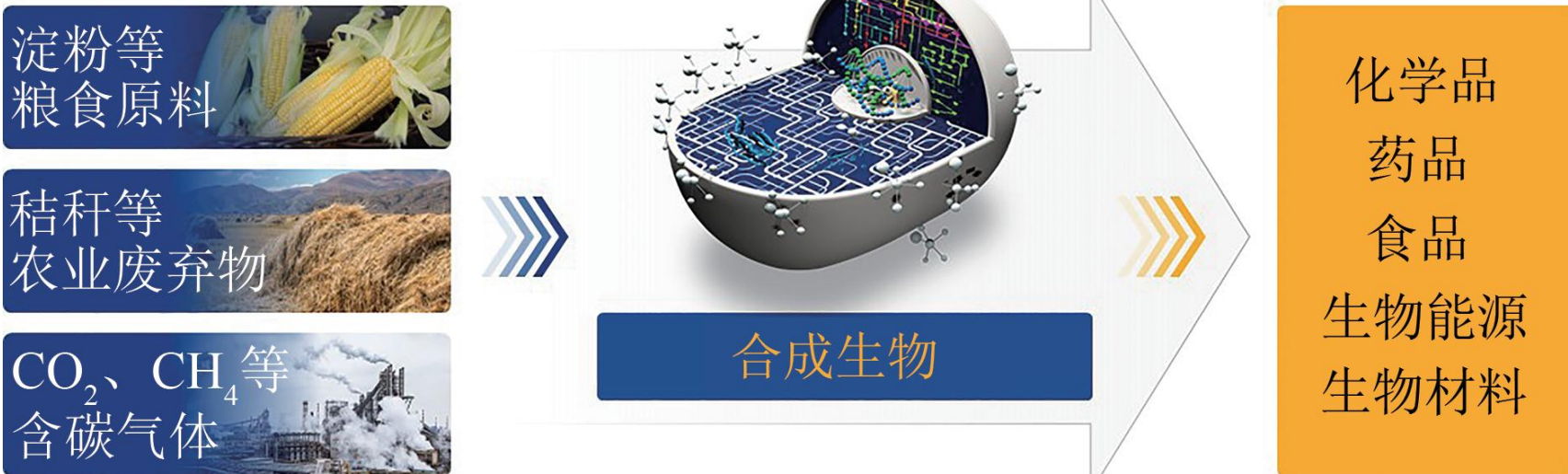
华鲁恒升各产品毛利率均领先可比公司

公司	板块	2017	2018	2019	2020	2021
华鲁恒升	肥料	12.9%	28.0%	33.5%	26.7%	28.9%
阳煤化工	肥料	9.2%	18.2%	18.9%	16.7%	19.4%
鲁西化工	肥料	12.6%	14.2%	9.6%	4.1%	0.5%
华昌化工	肥料	5.0%	11.4%	13.0%	11.8%	18.4%
华鲁恒升	多元醇	5.8%	4.9%	14.5%	-3.2%	/
阳煤化工	乙二醇	26.4%	21.7%	-8.4%	-24.2%	/
丹化科技	乙二醇	26.3%	20.2%	-17.1%	-56.5%	-9.2%
华鲁恒升	醋酸	30.3%	54.5%	39.4%	23.3%	53.6%
华谊集团	醋酸	19.8%	42.1%	19.4%	13.8%	45.3%
江苏索普	醋酸	21.9%	41.3%	15.9%	19.3%	49.9%
华鲁恒升	有机胺	30.3%	54.5%	39.4%	42.3%	53.7%
兴化股份	有机胺	16.1%	16.0%	11.0%	29.2%	50.9%

合成生物学：碳中和背景下的创新解决方案

- 合成生物学是在基因组技术为核心的生物技术基础上，以系统生物学思想为指导，设计、改造、重建或制造生物分子、生物体部件、生物反应系统、代谢途径与过程乃至具有生命活力的细胞和生物个体。
- 合成生物学的主要目标是通过对现有生物体有目标的改造，解决人类面临的若干重大挑战，譬如合成新医药材料和新药品、生产生物燃料、清理有毒废物、减少二氧化碳排放等。
- 历史上，合成生物学的突破曾引发现代生物技术发展的三次浪潮。
第一次是在医药生物技术领域，其标志是1982年重组人胰岛素上市。
第二次是在农业生物技术领域，其标志是1996年转基因大豆、玉米、油菜上市。
第三次是在工业生物技术领域，其标志是2000年聚乳酸上市。

合成生物制造示意图



合成生物学：碳中和背景下的创新解决方案

- 工业生物技术是指利用微生物或者酶将生物资源转为化学品、燃料或者材料的技术，与传统化工制造相比，它的突出优势在于：
 - ① 以淀粉、葡萄糖、脂肪酸、蛋白质等可再生生物资源为原料，可摆脱对石化资源的依赖。
 - ② 绿色清洁，大幅减少二氧化碳、废水等污染物排放。OECD案例表明，生物合成可降低工业过程能耗15-80%，原料消耗35%-75%，减少空气污染50%-90%，水污染33%-80%。以丙氨酸产品为例，华恒生物发酵法L-丙氨酸发酵过程无二氧化碳排放，较酶法工艺每吨产品可减少0.5吨二氧化碳排放量。据WWF估测，到2030年，工业生物技术每年将可降低10亿至25亿吨的二氧化碳排放。
- 基于这些突出优势，在全球碳中和背景下，由传统的化工方式向生物合成的转变，是实现可持续发展的重要环节。

部分国家/组织生物制造产业发展规划

国家/组织	发展规划	规划内容
中国	《“十三五”生物产业发展规划》	到2020年生物基产品占全部化学品产量的25%
美国	《生物学产业化：加速先进化工产品制造路线图》	2015-2025年间将生物学方法提升到与传统化工方法相媲美的程度
欧洲	《工业生物技术2025远景规划》	力争于2025年实现生物基化学品替代传统化学品10%~20%，其中化工原料替代6%~12%，精细化学品替代30%~60%
OECD	/	2023年将有35%的化学品和其它工业产品来自生物制造，且将有25%有机化学品和20%的化石燃料由生物基化产品取代

各类生产工艺比较

项目	天然提取法	化学合成法	生物制造酶法	生物制造发酵法
产量	低	高	高	高
产品成本	高	高	较高	低
核心步骤	强酸水解	化学催化	生物酶催化	微生物发酵
技术要求	低	低	高	高
工艺路线	长	长	短	短
产品质量	低	高	高	高

目 录

2022年行业回顾

2023年行业投资策略

◆ 新技术：

- 新型煤化工
- 合成生物学

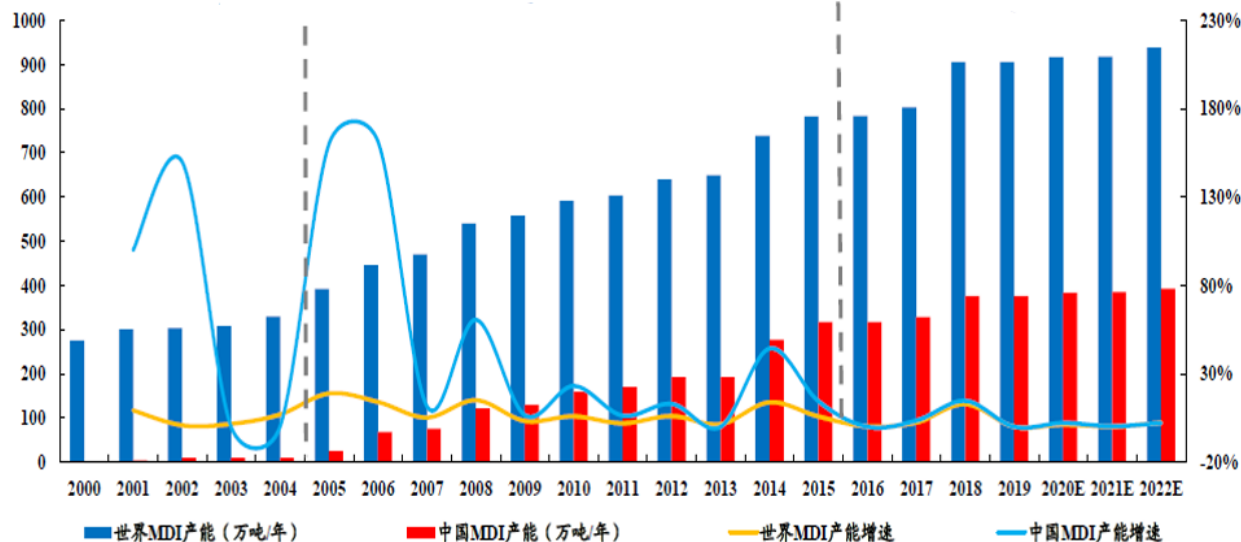
◆ 新材料

- MDI
- 气凝胶
- 碳纤维
- 分子筛
- 涤纶车用丝

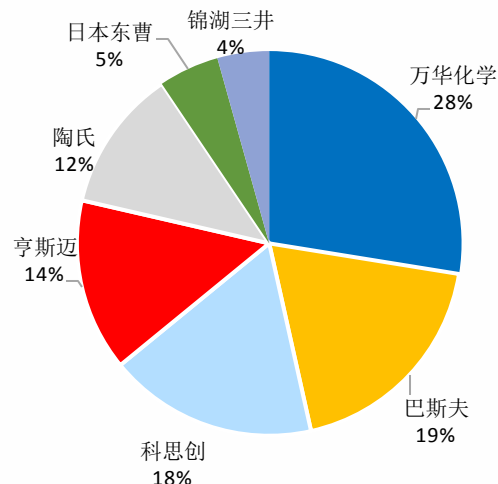
2023年重点推荐投资标的

MDI：寡头格局下，龙头企业长期高盈利

全球MDI产能增长情况



2021年MDI产能占比

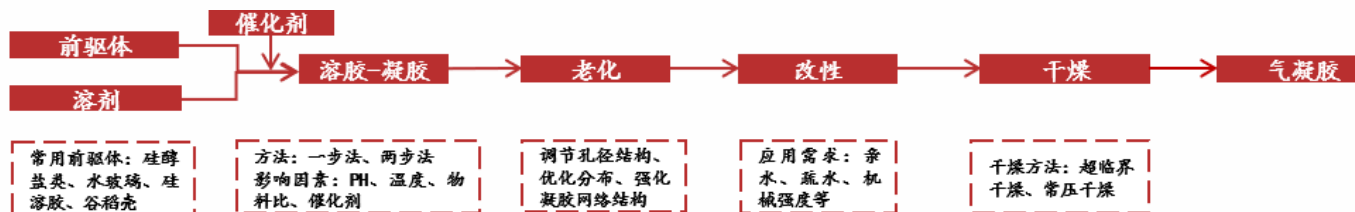


● 我国MDI企业已具备国际竞争力：MDI生产技术难度较高，2004年以前，国内几乎没有MDI生产设备，随着我国MDI生产技术实现突破，海外巨头也纷纷在国内建厂，我国MDI产能迅速增长，目前我国已是全球MDI的主要生产国和消费国。

● MDI寡头垄断格局稳固，行业将保持长期高盈利：MDI行业全球范围内呈寡头垄断格局，CR5近90%，主要由于MDI生产技术壁垒较高，固定资产投资较大，难有新进入者，行业寡头格局稳固。尽管MDI价格仍有周期性波动，但在低价下，巨头间控量保价操作频繁，未来行业将保持长期高盈利。

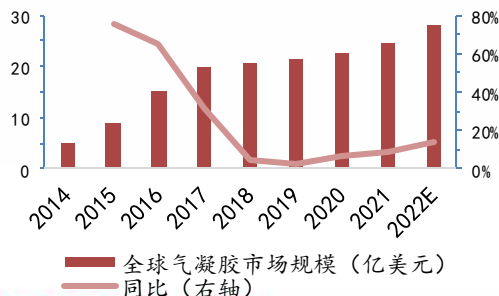
气凝胶：生产工艺趋于成熟，市场规模快速扩大

- 气凝胶是目前为止世界上密度最小的固体，大多数种类的气凝胶密度不超过 $3\text{mg}/\text{cm}^3$ ，其中全碳气凝胶密度更是低至 $0.16\text{mg}/\text{cm}^3$ ，仅为常温常压下空气密度的 $1/6$ 。气凝胶具有隔热能力强、重量轻、使用寿命长等多种优势：(1) 气凝胶的导热系数可低于 $0.016\text{W}/(\text{m}\cdot\text{K})$ ，该特性使得气凝胶有较强的保温隔热能力。(2) 气凝胶是目前已密度最小的固体，对比传统隔热材料可在达到同样隔热效果的前提下减少3-8倍的厚度及重量；(3) 气凝胶使用寿命长。
- 气凝胶生产工艺主要包括溶胶-凝胶、老化、改性、干燥几个步骤，其中干燥工艺对于气凝胶的合成至关重要，目前主流干燥工艺包括超临界干燥、常压干燥等，超临界干燥是通过控制压力和温度的控制使溶剂在干燥过程中达到其本身的临界点，形成一种超临界流体，处于超临界状态的溶剂无明显表面张力，从而可以实现凝胶在干燥过程中保持完好骨架结构。当前超临界干燥更成熟，可以生产出各种高纯度气凝胶。

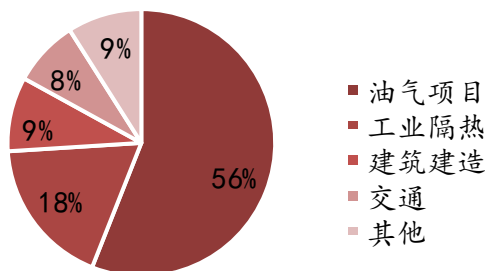


- 根据QYResearch的报告，2017-2021年全球气凝胶市场规模由19.9亿美元增长到24.7亿美元，CAGR为5.55%，预计到2025年气凝胶全球市场规模将达到33.1亿美元。根据IDTechEX报告，目前气凝胶下游需求中有56%来自油气项目，18%用于工业隔热，9%用于建筑建造，8%用于交通。而到2026年，全球气凝胶下游市场需求中油气项目将减少至47%，建筑建造将增长到14%，而交通领域将增至13%，因此建筑建造和新能源交通领域未来将会成长为气凝胶的主要消费驱动。

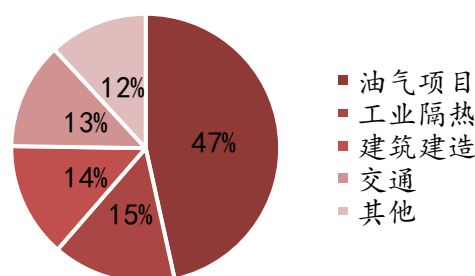
全球气凝胶规模



2021年气凝胶需求结构



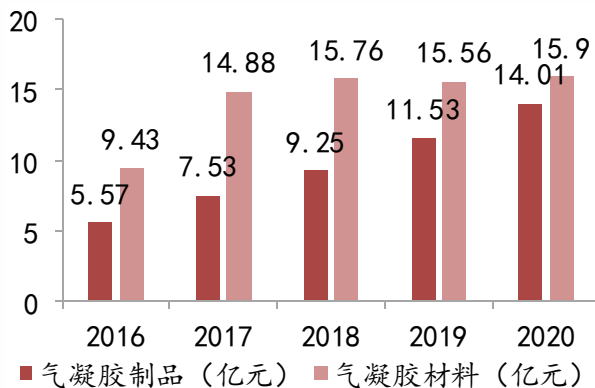
2026年气凝胶需求结构



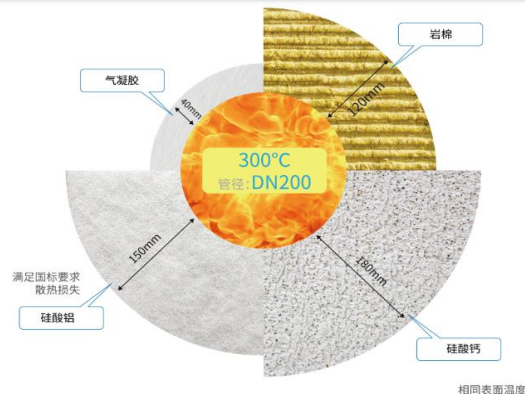
气凝胶：新能源车驱动需求增长，传统领域仍需降本推动

- 我国气凝胶产业起步较晚，但市场规模保持稳步高速增长，市场规模从2016年的15亿元增长到2020年的30亿元，CAGR为18.83%。其中，气凝胶材料2020年市场规模为15.90亿元，气凝胶制品2020年市场规模为14.01亿元。
- 气凝胶是解决磷酸铁锂电池低温环境保温问题与三元电池高温环境热失控的首选材料，根据Aspen Aerogel 2019年年报，每辆新能源汽车约需要2-5平方米的气凝胶复合材料，按照气凝胶价格200元/平方米，气凝胶复合材料新能源汽车单车价值量为400-1000元，若以2025年我国新能源车销量1000万辆计算，新能源车用气凝胶市场规模将达40亿-100亿元。
- 气凝胶在油气管道领域主要应用于管道保温材料，与该领域传统的硅酸钙、复合硅酸盐、岩棉、矿渣棉等常规保温材料相比，气凝胶使用寿命更长、使用量更少、不易吸水、阻燃性好。炼化企业的高温管道外侧通常包覆着较厚的保温材料，对管道保温有利于降低企业能源损耗，减少碳排放。根据湖南岩拓新材料科技有限公司官网产品方案，350°C、4.5Mpa、流量80t/h、外径为325mm的长输蒸汽管道项目为例子，使用气凝胶复合保温方案（10mm气凝胶保温层x2+50mm复合硅酸盐毡x2）较50mm复合硅酸盐毡x3节能率可达31.2%，每公里管线每年可节能3127.6GJ，以热价55元/GJ进行计算，可折合人民币17.2万元。
- 传统建筑保温材料分为以珍珠岩、岩棉类为代表的无机保温材料，以及以聚苯乙烯、聚氨酯为代表的有机保温材料。和传统材料相比，气凝胶材料具有隔热性能优异，不易燃烧，不易吸水等一系列优点，但价格仍为限制其推广的主要因素。

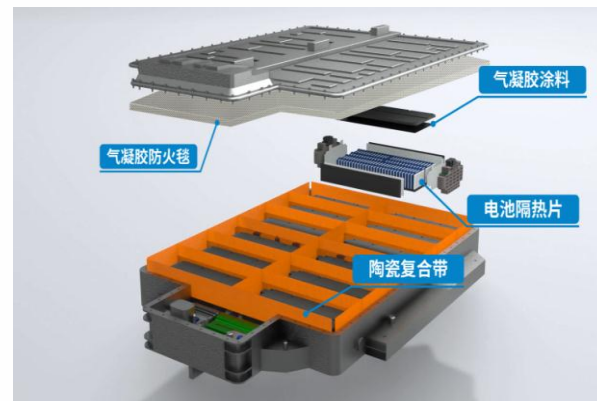
国内气凝胶材料/制品规模



气凝胶在管道保温方面应用



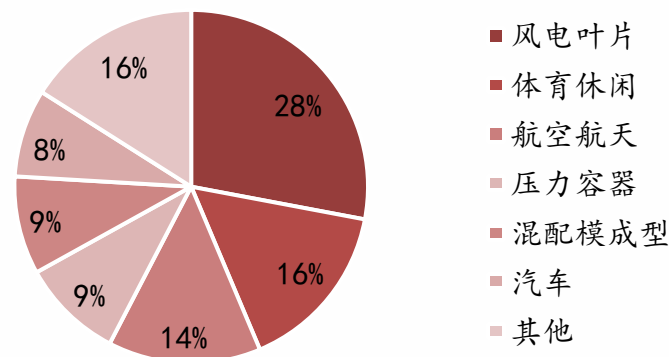
气凝胶在动力电池方面应用



碳纤维：国产化加速，需求量不断提升

- 碳纤维是由聚丙烯腈（PAN）（或沥青、粘胶）等有机纤维在高温环境下裂解碳化形成的含碳量高于90%的碳主链结构无机纤维，具有一系列其他材料所不可替代的优良性能。
- 2020年全球碳纤维需求量达10.7万吨(yoy+3%)，2021年为11.8万吨(yoy+10.3%)，根据赛奥碳纤维数据，2025年全球需求量将至20万吨，2022-2025年GAGR14%；
- 风电叶片/休闲体育/航空航天为碳纤维2021年三大主要应用领域：风电叶片2021年需求量3.3万吨，yoy+7.8%，制造大型风电叶片需使用碳纤维以保证结构强度，同时避免叶片在风载作用下发生变形甚至撞击风车支柱；航空航天需求量1.65万吨同比不变；体育休闲需求量为1.85万吨，yoy+20%，主要用于高尔夫球杆、钓鱼竿等

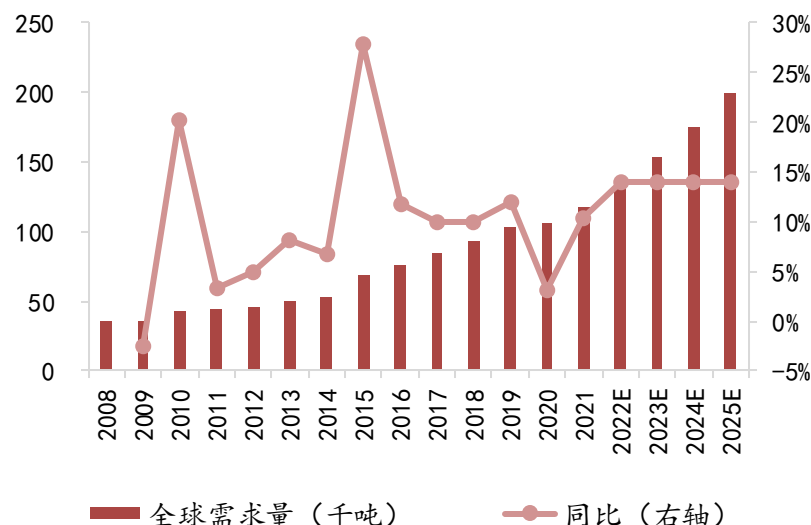
2021年全球碳纤维下游领域需求量



碳纤维性能简介

性能特点	简介
强度高	抗拉强度在3500MPa以上
模量高	弹性模量在230GPa以上
密度小，比强度高	密度是钢的1/4，是铝合金的1/2 比强度比钢大16倍，比铝合金大12倍
耐超高温	在非氧化气氛条件下，可在2000℃时使用， 在3000℃的高温下部分熔融软化
耐低温	在-180℃低温下，钢铁变得比玻璃脆，而碳纤维依旧具有弹性
耐酸、耐油、耐腐蚀	能耐浓盐酸、磷酸等介质侵蚀，同时拥有较好的耐油、耐腐蚀性能
热膨胀系数小，导热系数大	可以耐急冷急热，即使从3000℃的高温突然降到室温也不会破裂

全球碳纤维需求及增长率



碳纤维：国产化加速，需求量不断提升

全球碳纤维行业供给情况

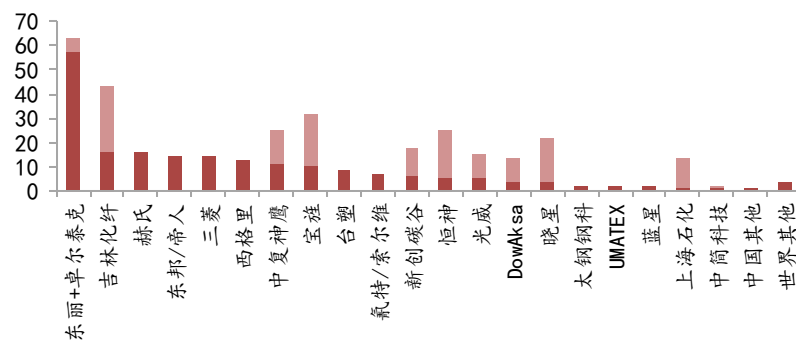
- 2020年世界前五大碳纤维供应商分别为日本东丽（包括其收购的美国卓尔泰克）/德国西格里/三菱化学/日本东邦/美国赫氏，总运行产能合计10.67万吨，占全球总运行产能的62.1%，但2021年供给格局发生改变，东丽维持龙头地位，其次为吉林化纤/美国赫氏/日本东邦/三菱化学，吉林化纤进入全球前五大厂商。
- 2021年全球新增产能包括吉林化纤1.6万吨（含收购江城的产能）；常州新创碳谷新增产能6000吨；卓尔泰克墨西哥新增产能3000吨；中复神鹰技改8000吨；宝旌新增2000吨；东邦新增1900吨。

企业	碳纤维运行产能(千吨)	在建产能(千吨)	2022E
东丽+卓尔泰克	57.5	6	57.5
吉林化纤	16	27	43
美国赫氏	16		16
日本东邦帝人	14.5		14.5
三菱化学	14.3		14.3
德国西格里	13		13
中复神鹰	11.5	14	11.5
宝旌	10.5	21	10.5
台塑	8.8		8.8
索尔维	7		7
新创碳谷	6	12	18
吉林恒神	5.5	20	5.5
光威复材	5.1	10	9.1
其他	21.9	41	22.3(上海石化12K+ZOLTEK6K+DOWAKSA1.8K+晓星2.5K)
总计	207.6	151	251

www.swsc.com.cn

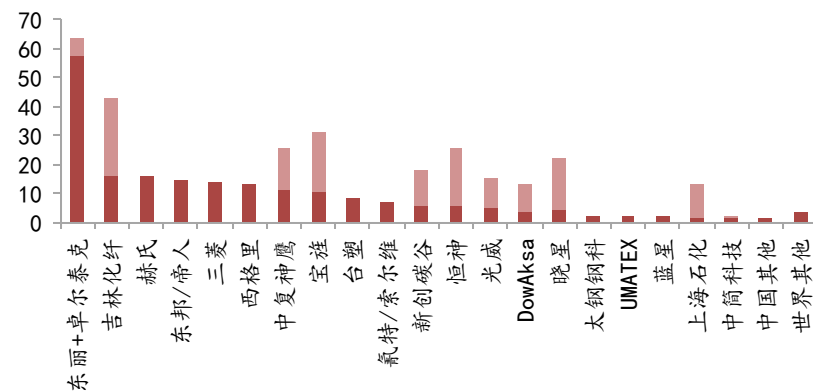
数据来源：赛奥碳纤维，西南证券整理

2020年全球碳纤维运行产能及扩产计划



■ 碳纤维运行产能 (千吨) ■ 在建产能 (千吨)

2021年全球碳纤维运行产能及扩产计划



■ 碳纤维运行产能 (千吨) ■ 在建产能 (千吨)

分子筛：全球市场规模稳步增长，国内市场空间巨大

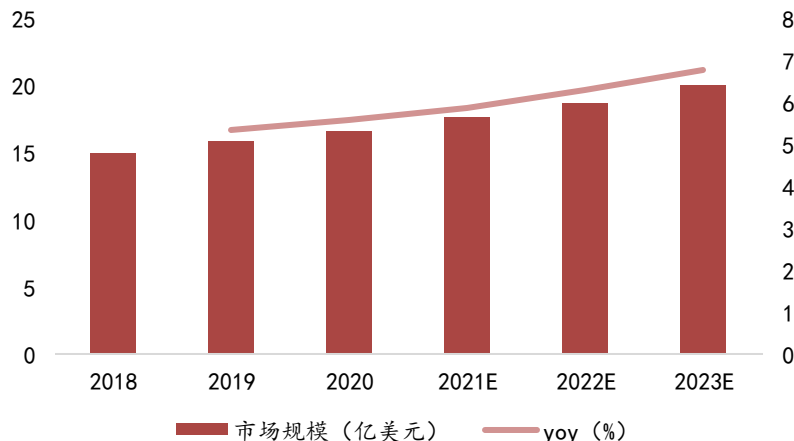
分子筛催化剂可用于环保、能源化工及精细化工多行业

- 分子筛催化剂是指以分子筛作为主要活性组份或主要载体的催化剂，其作为固体催化剂，易于回收处理，且无毒无味、无腐蚀性，是环境友好型的新型催化材料。特种分子筛以特定晶型为基础，通过载体支撑微观分子级别的孔道结构，并对活性组分和助催化剂进行选择性的担载。不同晶型的分子筛载体对不同活性组分及助催化剂有担载选择性，根据不同分子筛的特性，能够进一步加工生产成为不同用途的催化剂；即使同一种晶型的分子筛，也能够进行不同改性处理适用于不同的催化反应过程。

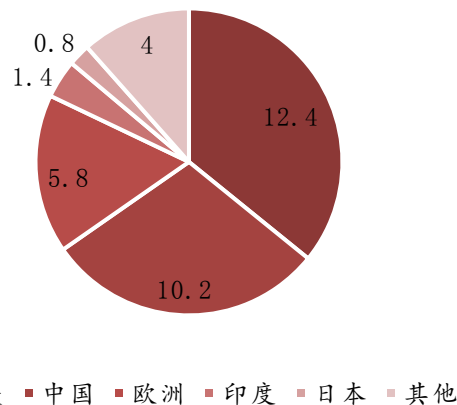
分子筛种类	应用领域	说明
CHA结构分子筛	移动源尾气脱硝	CHA结构分子筛指骨架代码为CHA，具有菱沸石结构的特种分子筛，该类分子筛具有特殊的孔道结构，在担载特定金属组分（如铜）后，能够高效去除汽车尾气中的氮氧化物。CHA结构分子筛主要应用于柴油车等移动源尾气排放的脱硝处理，可以满足国六阶段排放标准。
钛硅分子筛	环氧丙烷催化剂、己内酰胺催化剂	以钛为活性中心的分子筛具有优异的催化氧化性能，在以过氧化氢或烷基过氧化氢为氧化剂时，能够参与烯烃的环氧化、芳烃羟基化、醛酮氨肟化、烷烃氧化等许多重要的反应，被普遍认为是环境友好的绿色催化剂。钛硅分子筛催化剂主要应用于烯烃环氧化与酮氨肟化两个过程，主要作为环氧丙烷与己内酰胺生产过程中的催化剂。
ZSM-35分子筛	烯烃异构化催化剂	ZSM-35分子筛为一种能作为酸性催化剂应用的分子筛，可广泛用于烃类的转化过程，例如异构化、聚合、芳构化和裂化等，此外，也能够应用于重整液和石脑油的改质、催化裂化以及燃料油降低倾点等过程，拥有广泛的应用市场。
ZSM-5分子筛	吡啶合成催化剂	ZSM-5分子筛为石油化工领域的重要分子筛之一，在柴油临氢降凝、加氢裂化、催化裂化、择形催化、低烷基化、异构化、芳构化、脱蜡降凝等领域均具备广阔的应用前景。
Y分子筛、 β分子筛	石油催化裂化	Y型分子筛是用途广泛的大孔沸石，在能源化工行业的多种催化剂（如催化裂化催化剂、加氢裂化催化剂）中作为重要活性组元，其物化性质和产品性能可在大范围内调变。β分子筛在石油化工与精细化工领域应用广泛，具有很高的加氢裂化、加氢异构化催化活性和对直链烷烃的吸附能力，并有良好的抗硫、氮中毒能力，β分子筛也可以与特定Y型分子筛联合使用，提高汽油辛烷值。

分子筛：全球市场规模稳步增长，国内市场空间巨大

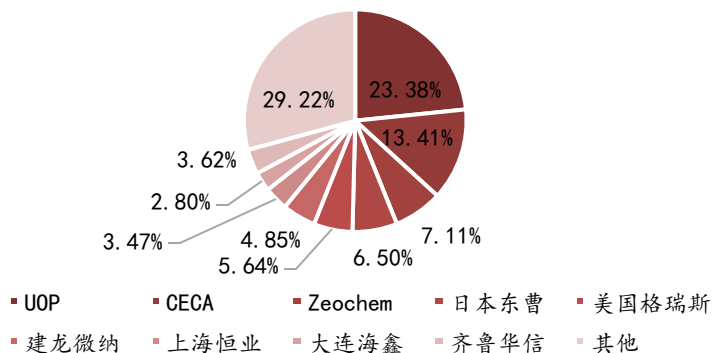
全球分子筛吸附剂市场规模（亿美元）



全球分子筛催化剂消费量（万吨）



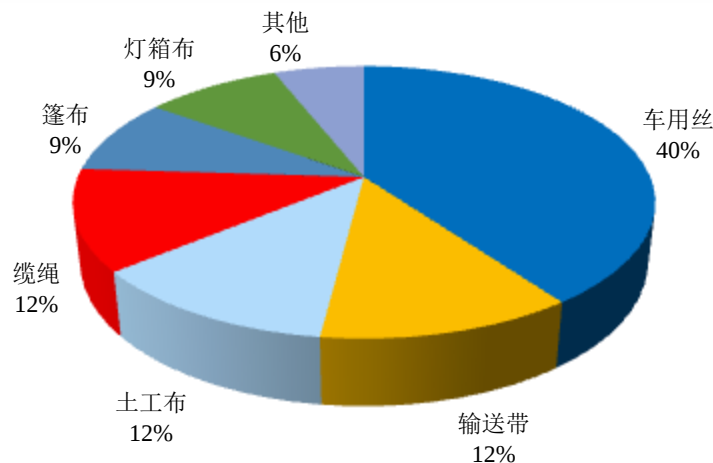
全球分子筛产量格局



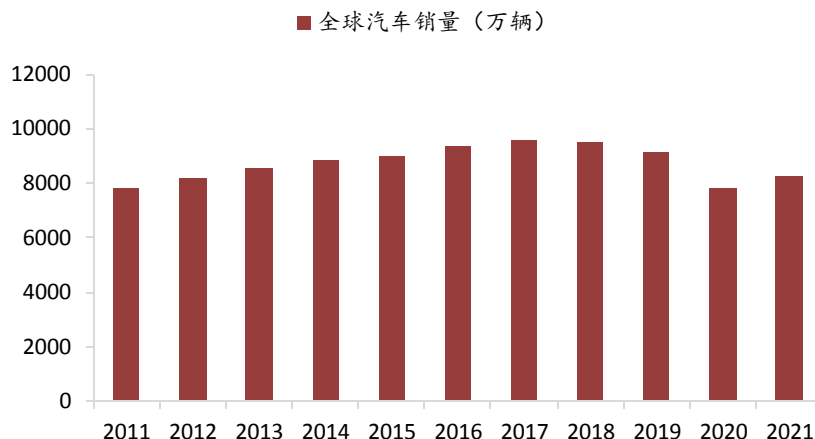
- 据Technavio测算，2019年全球分子筛吸附剂市场容量约15.78亿美元，预计到2023年将增长到20.10亿美元，CAGR达6.24%。根据IHSMARKIT测算，2021年全球分子筛催化剂消费量为34.1万吨，按照3万元/吨计算市场规模约为102亿元，其中北美和中国的消费量分别为12.4万吨和10.2万吨
- 美国霍尼韦尔（UOP）分子筛产量占比为23.38%，其次是法国阿科玛（CECA）公司（13.41%）和美国Zeochem公司（7.11%），此外，国内企业建龙微纳、上海恒业、大连海鑫、齐鲁华信四家公司贡献的产量占比为14.74%。

涤纶工业丝：车用丝需求持续稳步增长

涤纶工业丝主要下游



全球汽车销量相对稳定



● **涤纶车用丝未来市场需求将持续增长：**车用丝是涤纶工业丝主要下游，主要用于轮胎帘子布、安全带和气囊。帘子布主要用于子午轮胎，目前全球汽车保有量处于缓慢增长中，使得轮胎总产量相对稳定，而全球轮胎子午化率已基本饱和，**每年需求约100万吨**，预计这部分需求未来比较稳定（占车用丝约70%）。全球新车销量及安全带的单车使用量相对稳定，**全球市场约10万吨**。

● **气囊丝需求超20万吨，涤纶气囊丝还有较大发展空间：**和涤纶气囊丝需求受汽车销量、单车用量、涤纶使用率影响，全球新车销量相对稳定，随着侧面安全气囊的使用，单车安全气囊数的增加；同时目前尼龙66是安全气囊的主要原材料，随着涤纶加工技术的成熟，目前涤纶性能已不逊于尼龙66，而涤纶价格低于尼龙66超1万/吨，成本优势明显，目前渗透率约30%，未来将逐步实现替代。

● **预计2023年全球汽车销量即将恢复向上：**2020-2022年由于疫情及缺芯等因素，导致全球汽车销量有所下滑。随着台积电等半导体厂商扩大汽车新品产能，“缺芯”状况缓解，有望带动汽车行业重回增长轨道，拉动车用丝需求向上，利好龙头企业。

目 录

◆ 2022年行业回顾

◆ 2023年行业投资策略

◆ 新技术：

- 新型煤化工
- 合成生物学

◆ 新材料

- MDI
- 气凝胶
- 碳纤维
- 分子筛
- 涤纶车用丝

◆ 2023年重点推荐投资标的

华鲁恒升：新型煤化工标杆企业，成本竞争优势行业领先

华鲁恒升业务亮点

看点	内容介绍
先进气化技术+技改升级，构筑成本护城河	公司采用先进水煤浆气化技术，较传统UGI固定床气化炉（市占率40%）优势明显，同时公司通过持续技改升级和挖潜降耗，形成了行业内绝对领先的成本优势。
产业链布局完备，实现合成气价值最大化	打造以合成气为核心原料，以醋酸、多元醇、有机胺、肥料、己二酸为主要产品的多联产平台，根据市场行情灵活调节产品产出，保证盈利最大化，弱化行业周期波动影响
30万吨DMC项目盈利可观	自主研发乙二醇联产DMC新工艺，已建成30万吨产能，较PO、EO酯交换法具有明显成本优势；公司电池级产品纯度达到4N，可作为电解液溶剂使用
荆州基地有望再造一个华鲁	荆州基地（持股70%）将布局100万吨尿素、100万吨醋酸，15万吨混甲胺，15万吨DMF等产品，预计于2024年投产

- **业绩预测与投资建议：**我们预计公司2022-2024年归母净利润分别为63.4、75.2、84.1亿元，鉴于公司煤化工技术优势巨大，充分延伸布局下游高附加值化工产品，维持“买入”评级。
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

华鲁恒升盈利预测（百万元）

业务	科目	2021A	2022E	2023E	2024E
肥料	收入	4140.8	5211.0	5265.0	5319.0
	增速	23.6%	25.8%	1.0%	1.0%
	毛利率	28.9%	22.1%	24.1%	26.7%
有机胺	收入	5917.7	6110.0	6273.0	6600.0
	增速	142.4%	3.2%	2.7%	5.2%
	毛利率	53.7%	59.3%	57.4%	56.9%
醋酸及衍生品	收入	3462.7	2378.0	2436.0	2465.0
	增速	143.1%	-31.3%	2.4%	1.2%
	毛利率	53.6%	28.1%	29.9%	31.8%
新材料产品	收入	11555.9	14327.7	17764.3	20189.1
	增速	-	24.0%	13.7%	21.1%
	毛利率	25.6%	20.0%	23.9%	25.0%
其他主营	收入	1239.8	1239.8	1239.8	1239.8
	增速	-34.5%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	17.6%	20.0%	20.0%	20.0%
其他业务	收入	319.0	319.0	319.0	319.0
	增速	14.2%	0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.4%	17.0%	17.0%	17.0%
合计	收入	26635.9	29585.5	33297.0	36131.9
	增速	103.1%	11.1%	12.5%	8.5%
	毛利率	35.5%	29.1%	30.5%	31.3%
	归母	7254.17	6335.83	7516.88	8411.28

宝丰能源：成本优势打造安全边际，产能扩张持续成长

- **产能持续扩张，开辟第二基地：**2022年中报显示公司300万吨焦炭项目已全部投产；三期50万吨煤制烯烃与50万吨C2-C5制烯烃项目建设进程顺利，其中煤制甲醇项目计划于2022年末具备投料试车条件。公司计划于内蒙古建设400万吨/年煤制烯烃项目，一期300万吨已于2022年11月获得环评批复，该项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃，也是全球唯一一个规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。
- **焦精煤自给为公司带来大规模成本优势：**公司现有原矿产能720万吨，按照50-55%的精煤洗出率计算，公司可自产精煤360-400万吨，按照1.37吨精煤生产1吨焦炭计算，公司现有精煤产能可供263-289万吨焦炭生产。2022年12月，公司斥资约17亿元竞买国家电投集团宁夏能源铝业有限公司持有的宁夏红墩子煤业有限公司40%股权、宁夏枣泉发电有限责任公司49%股权。宁夏红墩子煤业包括2个煤矿和1个选煤厂，煤矿设计生产能力480万吨/年，选煤厂设计原煤入选能力500万吨/年。所生产的煤炭品种主要为焦煤，经洗选加工后的精煤可用作炼焦配煤，副产的中煤、煤泥可作为动力用煤，本次收购有利于提高公司自产煤炭的供应比例，保障公司主要产品所需原料煤的稳定供应。
- **烯烃工艺持续优化，焦炉气制甲醇带来4.7亿元成本节约：**2021年公司烯烃二厂醇烯比压缩至2.852，较上年同期降低0.033，内蒙古项目采用三代DMTO工艺，醇烯比有望降至2.7以下
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

宝丰能源产业链示意图

产品（万吨）	2020	2021	2022	2023	远景
煤矿	720	720	720	720	810
焦炭	400	400	700	700	700
甲醇	400	400	400	550	1650
烯烃	120	120	120	220	620

宝丰能源2024年盈利预测

	焦炭	烯烃
产能（万吨）	700	620
产量（万吨）	750	660
成本优势（元/吨）	350	2000
吨净利波动（元）	350-700	2000-4000
合计净利（亿）	22.5-52.5	132-264

华恒生物：合成生物学领先企业，碳中和下迎来发展机遇

- 公司是合成生物学领先企业，持续推进生物制造技术升级迭代。公司掌握以微生物细胞工厂为核心的发酵法生产工艺和以酶催化为核心的酶法生产工艺，产品涵盖丙氨酸（L-丙氨酸、DL-丙氨酸、β-丙氨酸）、D-泛酸钙和α-熊果苷等，是全球领先的以合成生物技术规模化生产小品种氨基酸的企业之一。
- 丙氨酸厌氧发酵工艺全球领先，具备成本和规模优势。公司是全球首家实现葡萄糖厌氧发酵生产L-丙氨酸的企业，成本较传统酶法工艺下降50%，且能够实现二氧化碳零排放。公司已建成L-丙氨酸产能2.3万吨，全球市场份额接近50%，另有2万吨L-丙氨酸与7000吨β-丙氨酸产能在建，全球丙氨酸龙头地位稳固。
- 加码合成生物学新技术，储备品种产业化前景广阔。公司依托在L-丙氨酸产品上的成功经验，建设2.5万吨/年交替生产丙氨酸、缬氨酸项目，目前已部分投产，1.6万吨/年三支链氨基酸项目与7000吨/年β-丙氨酸衍生物项目正在建设中，预计2023年放量。在氨基酸产品外，公司拟建设5万吨丁二酸、5万吨苹果酸以及5万吨PDO项目，未来产业化前景广阔。
- 业绩预测与投资建议：公司是合成生物学领先企业，持续强化丙氨酸成本、规模优势，全球丙氨酸龙头地位稳固。同时，公司持续推进三支链氨基酸、丁二酸等项目建设，产品矩阵不断丰富，预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.9、3.7、4.7亿元。维持“持有”评级。
- 风险提示：在建项目进度不及预期、核心技术流失等。

公司在建/拟建项目

项目名称	项目主体	产品及产能	投资额
发酵法丙氨酸5000吨/年技改扩产项目	秦皇岛华恒	L-丙氨酸5000吨	1.4亿元
年产16,000吨三支链氨基酸及其衍生物项目	巴彦淖尔华恒	三支链氨基酸1.6万吨	2.5亿元
beta丙氨酸衍生物项目	安徽华恒	beta丙氨酸衍生物7000吨	2亿元
5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地	赤峰华恒	丁二酸5万吨	8.5亿元
5万吨生物基苹果酸生产项目	秦皇岛华恒	苹果酸5万吨	6.8亿元
生物法年产5万吨1,3-丙二醇建设项目	天津智合	PDO 5万吨	4亿元

公司技术储备

技术名称	技术应用产品
发酵法L-丙氨酸醇提工艺开发	发酵法L-丙氨酸
发酵法L-丙氨酸离子交换除杂工艺开发	发酵法L-丙氨酸
氨基化酶法β-丙氨酸连续转化工艺开发	氨基化酶法β-丙氨酸
发酵法L-丙氨酸连续流加发酵工艺开发	发酵法L-丙氨酸
高效联产α-氨基丁酸及葡萄糖酸的方法	α-氨基丁酸、葡萄糖酸
丙酮酸发酵法生产方法	丙酮酸
L-酪氨酸的酶法生产方法	L-酪氨酸
左旋多巴的酶法生产方法	左旋多巴
D-天冬氨酸的酶法生产方法	D-天冬氨酸
AA2G生产工艺开发	AA2G

www.swsc.com.cn

数据来源：公司招股书，公司公告，西南证券整理

万华化学：全球MDI龙头，石化、新材料项目发力

- **MDI全球产能第一，技术进步仍有扩产空间：**公司现有MDI产能260万吨，分别位于烟台、宁波、匈牙利三大生产基地，产能规模位列全球第一，2021年公司通过技改在烟台成功扩产50万吨，总投资仅2.8亿元，行业龙头地位稳固。
- **持续发力石化新材料板块，迈向综合性全球化工巨头：**公司拟分别投资11.6亿、3.6亿投资建设1万吨的锂电池三元材料项目和6万吨的生物降解聚酯项目；并继续投资176亿新建120万吨乙烯项目，公司正向全球性综合化工巨头迈进。
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

万华化学六大事业部

事业部	产品
聚氨酯事业部	MDI、TDI、普通软泡聚醚、高回弹聚醚、POP聚醚、CASE聚醚、硬泡单体和组合聚醚
万华化学（烟台）石化有限公司	丙烯、环氧丙烷、TBAMTBE、丙烯酸及酯、正丁醇、NPG及液化丙、丁烷、液化石油气等
新材料事业部	热塑性聚氨酯弹性体（TPU）、聚甲基丙烯酸甲酯（PMMA）、高吸水性树脂（SAP）
功能化学品事业部	脂肪族异氰酸酯系列（HDI、HDI加合物、HMDI、IPDI、H6XDI）、特种胺类系列（MDA、MDBA、H12MDA、IPDA、PU催化剂等）、有机硅类及特殊功能化学品
表面材料事业部	水性聚氨酯（PUD）、水性丙烯酸（PA）、改性聚氨酯（PUA）、水性光固化（UV）等
聚碳酸酯事业部	PC树脂（通用级和特殊级牌号）

万华化学现有产能及在建产能

现有项目	设计产能	在建项目	预计达产时间
MDI项目产能	260万吨	宁波MDI技改新增60万吨	2023年
TDI项目产能	65万吨	福建40万吨MDI及25万吨TDI	2023年
烟台PO/AE一体化项目	183万吨	宁波28万吨聚醚多元醇	2022年
烟台PC项目	21万吨	烟台40万吨POCHP	2021-09环评公示
烟台PMMA项目	8万吨	烟台PC项目三期14万吨	2021年底投产
烟台MMA项目	5万吨	烟台MMA一体化项目8万吨	2024年

晨光新材：功能性硅烷龙头，布局气凝胶开拓下一城

公司功能性硅烷产能及产销情况

	单位：吨	2017	2018	2019	2020	2021	2022H1
CG171	产能	-	2700	2700			
	产量	9	1782	2690	4631	8826	3929
	销量	25	1626	2696	4610	7981	4073
KH560	产能	4000	4000	4000			
	产量	3402	3506	4033	3983	5120	2416
	销量	3352	3508	4054	3970	5132	2159
KH550	产能	4500	5000	5000			
	产量	4425	4508	5083	5262	5889	2692
	销量	4343	4282	5320	5108	5795	2758
CG202	产能	20000	20000	20000			
	产量	13527	16051	14082	14538	19337	8379
	自用量	8490	9203	10328			
CG-Si69	销量	4633	6596	3284	4883	6708	2217
	产能	3000	3000	3000			
	产量	2328	2238	2897	2414	4009	
CG150	销量	2407	2192	2785	2398	3861	
	产能	1300	4000	5000			
	产量	1223	3429	5029			
KH-570	自用量	18	2064	2113			
	销量	923	1577	2663			
	产能	1300	1300	1300			
CG502	产量	555	973	1097			
	销量	566	894	983			
	产能	3000	3000	5000			
CG502	产量	2842	2880	4242			
	销量	2959	2775	4113			

公司在建项目

项目名称	投资额 (亿元)	完成 进度	生产 基地
6万吨有机硅烷偶联剂项目	0.65	100%	江西湖口
6.5万吨技改项目	1.1	80%	江西湖口
2.3万吨特种有机硅项目	1.5	0%	江西湖口
安徽铜陵30万吨项目	13	0%	安徽铜陵
30万吨硅基及 气凝胶新材料项目	20	0%	宁夏中卫
13.5万吨硅基新材料及2.5 万吨钛、钴基新材料项目	30	0%	湖口龙山

- 公司现有功能性硅烷产能约7-8万吨，待多个在建项目全部投产后产能将至25万吨左右。
- 除主营业务规模扩大外，公司另布局共计7.7万吨的气凝胶产能。公司功能性硅烷产业氯循环经济优势可延伸至气凝胶产品生产，气凝胶产品原材料四氯化硅、正硅酸乙酯等均能实现相关配套。
- 从成本考虑，气凝胶成本中硅源占比约50%，以2万元/吨的工业硅价格进行测算，若气凝胶规格为200kg/方，每方气凝胶硅成本为1000元，基材成本若为玻纤也约为1000元/方，其他生产成本约为1500元/方，若公司可实现产生氯化氢返回生产三氯氢硅和四氯化硅，产生乙醇全部循环为正硅酸乙酯的循环经济路线，单方成本可降至5000元以下。
- 风险提示：下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

中复神鹰：国产碳纤维领军者

- 公司专注于碳纤维的研发、生产和销售，已基本实现对行业龙头日本东丽的主要碳纤维产品的对标。目前公司在连云港和西宁建有生产基地，产量居国内第二。
- 公司主要生产碳纤维产品，拥有涵盖高强型、高强中模型、高强高模型等不同类别的高性能碳纤维产品体系，位于碳纤维产业链中游。
- 随着未来风电、汽车、航天航空等领域的发展，对国产T800级的碳纤维需求将与日俱增，公司也在扎实推进西宁项目万吨碳纤维SYT55（T800级）、SYT49S（T700级）的建设，完善自身产品布局，契合市场需要；公司另规划了连云港基地年产3万吨高性能碳纤维项目。
- **业绩预测与投资建议：**公司是国内碳纤维行业领军者，下游多领域发展对高性能碳纤维需求持续拉动，西宁二期碳纤维项目正处于建设阶段，另计划在连云港基地新建年产3万吨高性能碳纤维项目，在建项目全部投产后总产能将达5.9万吨。预计2022-2024年归母净利润5.3、7.8、11.3亿元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

公司碳纤维产品牌号

型号	规格	强度 (MPa)	模量 (GPa)	伸长率 (%)	线密度 (g/km)	密度 (g/cm ³)	单丝直径 (μm)	与日本东丽碳纤维型号的比较	与国家标准比较
SYT45	3K	4,000	230	1.7	198	1.79	7	拉伸强度高于T300	GQ3522
SYT45S	12K	4,500	230	1.8	800	1.79	7	拉伸强度大幅高于T300	GQ4522
	24K	4,500	230	1.8	1,600	1.79	7		
SYT49	12K	4,700	230	1.8	800	1.79	7	拉伸强度略低于T700S, 拉伸模量与T700S相当	GQ4522
	24K	4,700	230	2.1	1,600	1.79	7		
SYT49S	12K	4,900	230	2.1	800	1.79	7	拉伸强度与拉伸模量与T700S相当	GQ4522
	24K	4,900	230	2.1	1,600	1.79	7		
SYM30	12K	4,900	290	1.6	740	1.7	7	拉伸强度与T700S相当, 拉伸模量优于T700S	QZ4526
SYM35	12K	4,900	340	1.4	450	1.72	5	拉伸强度高于M35J, 拉伸模量与M35J相当	QZ4526
SYM40	12K	4,700	375	1.2	430	1.78	5	拉伸强度高于M40J, 拉伸模量与M40J相当	QM4035
SYT55S	12K	5,900	295	1.9	450	1.79	5	拉伸强度略高于T800S, 拉伸模量与T800S相当	QZ5526
	24K	5,900	295	1.9	900	1.79	5		
SYT65	12K	6,400	295	2.1	450	1.79	5	拉伸强度与拉伸模量与T1000G相当	QZ6026

公司碳纤维运行产能情况 (吨/年)

产品	2020	2021	2022H1	最终产能
碳纤维	3,500	11500	15000	59000

丙烯腈

- 聚合
- 纺丝



碳纤维原丝

- 预氧化
- 碳化



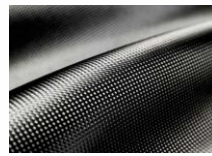
碳纤维

- 原丝用于预浸或增强



碳纤维制品

- 碳纤维编织布
- 碳纤维预浸布
- 碳纤维短纤



碳纤维复合材料

- 碳纤维部件



工业产品

- 航空航天
- 风力发电
- 体育休闲



中触媒：国内分子筛龙头，多领域布局实现快速成长

- **业绩预测与投资建议：**公司是国内分子筛催化剂龙头企业，移动源脱硝分子筛从供应巴斯夫亚太地区扩展到全球范围，下游需求受到尾气处理政策拉动持续增长；环氧丙烷用钛硅分子筛客户进展顺利，另有煤化工用分子筛等在研产品助力长期发展。预计公司2022-2024年归母净利润分别为2.2、3.0、4.0亿元，维持“持有”评级。
- **风险提示：**下游需求低于预期、产品开拓进度不及预期等。

中触媒主要出口情况				
类别	应用领域	系列名称	主要产品名称	产品用途
特种分子筛及催化剂系列 产品	环保行业	CHA结构分子筛系列	移动源脱硝分子筛	尾气处理，移动源尾气脱硝。
	能源化工及 精细化工 行业	钛硅分子筛系列	环氧丙烷催化剂	丙烯环氧化生产环氧丙烷的催化剂。下游产品包括聚氨酯、丙二醇等，终端产品包括家具、家电、汽车、涂料等。
			己内酰胺催化剂	环己酮肟化生产己内酰胺催化剂。下游产品为树脂、纤维，终端产品主要为塑料及织造行业。
		ZSM-35分子筛系列	烯烃异构化催化剂	C4、C5等低碳烯烃异构化生成异丁烯的催化剂。下游产品包括甲基叔丁基醚（MTBE）、甲基丙烯酸甲酯（MMA）等，终端产品包括汽油、树脂、涂料等。
		ZSM-5分子筛系列	吡啶合成催化剂	用于醛（酮）氨法生产吡啶的催化剂。终端产品包括医药农药、染料、香料、饲料添加剂、食品添加剂、橡胶助剂等。
		Y分子筛与β分子筛系列	石油裂化分子筛	用于石油催化裂化与加氢裂化环节。石油裂化主要用途为从重质油生产汽油，是提高汽油等轻质油的产量和质量主要过程。
	其他分子筛及催化剂系列	吸附剂、烯烃水合催化剂、MTO催化剂等	用于能源化工及精细化工行业多种产品生产制备过程的分子筛及催化剂产品。	
非分子筛催化剂系列		金属催化剂及其他催化剂系列	HDC催化剂	制备草甘膦催化剂。终端产品包括多种除草剂。
			乙腈合成催化剂、镍基加氢催化剂等	用于乙腈合成、加氢等化学反应环节的催化剂产品。
催化应用工艺及化工技术服务	为特种分子筛、催化剂产品在下游市场生产过程提供化工专利技术或化学生产技术、工艺路线，例如HPPO法环氧丙烷生产工艺包、丁酮肟生产工艺包、甲氧基丙酮生产工艺包等。			

建龙微纳：广阔市场与产能扩张驱动分子筛龙头成长

- 公司是国内吸附型分子筛龙头企业，现有成型分子筛产能4.2万吨，分子筛原粉产能4.3万吨，其中4000吨高附加值制氧成型分子筛受益于下游制氧机需求高增，原材料锂盐价格下降将带来业绩弹性。
- 公司泰国与洛阳双基地均有新产能在建，泰国二期在建吸附类分子筛1.2万吨，洛阳建设吸附材料产业园改扩建项目一二期共建设1.81万吨分子筛原粉产能、1.81万吨成型分子筛产能，全部投产后公司成型分子筛产能达到7.21万吨。公司布局催化类分子筛横向扩充产品版图，洛阳改扩建一期布局500吨JLDN-1H移动源脱硝分子筛，500吨煤制丙烯、100吨煤制乙醇催化用分子筛等相关产品。
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

公司产品扩产历程

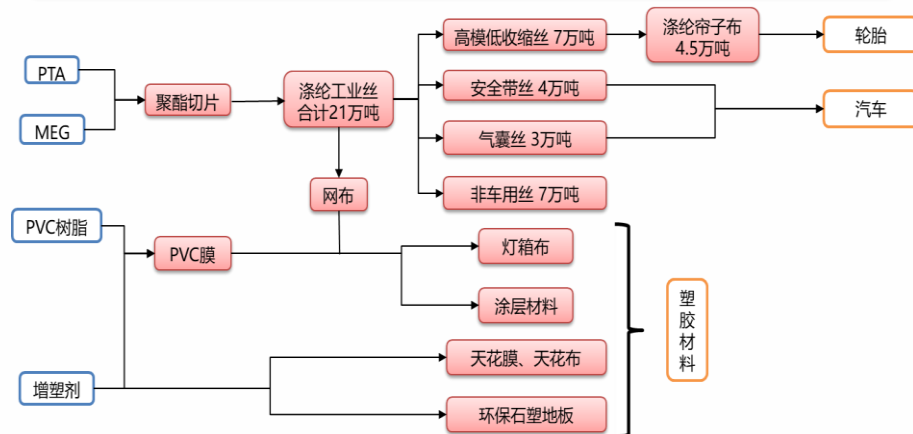
产品	产能（吨/年）								
	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
分子筛原粉	3000	15000	27000	31000	31000	31000	31000	31000	43000
成型分子筛	3500	3500	3500	7500	10500	15500	15500	20000	42000
分子筛活化粉	1000	1000	1000	1000	1000	1000	3000	3000	3000
活性氧化铝	无自身产能，对外销售产品均为外购						5000	5000	5000

公司成型分子筛及分子筛原粉在建产能

在建项目	产品	在建产能（吨/年）	备注
吸附材料产业园改扩建项目（一期）	分子筛原粉	2100	JLDN-3产能1000+JLTP产能500+JLDN-1H产能500+JLDM-1产能100
	吸附型成品分子筛	7500	13X产能4000+JLDN-3产能1000+JLCOS产能2500
	催化型成品分子筛	600	JLTP产能500+JLDM-1产能100
吸附材料产业园改扩建项目（二期）	分子筛原粉	16000	JLDN-1L, JLVG-1等分子筛原粉4000+X型分子筛原粉12000
	成品分子筛	10000	JLPS产能4000+X型产能6000
泰国子公司建设项目（二期）	JLOX-500系列	5000	PSA变压吸附制氧专用分子筛
	3A系列分子筛	2000	
	13X系列分子筛	1000	
	中空玻璃分子筛	4000	

海利得：差异化车用丝龙头，越南项目打破发展瓶颈

海利得产品结构



- **现有产品差异化仍有提升空间：**随着产品差异化，其附加值也会不断提升，这是公司过去十年宝贵的成功经验，未来也将推动公司进一步发展。
- **非车用丝→车用丝：**车用丝为按订单生产，空闲时间可用于普通丝的生产，随着客户的不断开发以及涤纶车用丝的进一步普及，公司未来部分普通丝产品会转为车用丝。
- **高模低收缩丝→帘子布：**公司在已有7万吨高模低收缩丝的基础上，进一步延展至帘子布产品，目前已拥有三条产线，合计4.5万吨帘子布产能，进一步提升了公司产品附加值。
- **风险提示：**下游需求低于预期、原材料价格上涨等。

- **越南工业区配套已相对完善：**公司越南项目位于越南福工业园区，该园区内已有福建百宏、赛轮轮胎等多家中国企业，运输、水电等基础设施配套已相对完善。同时近几年汽车产业链在越南布局加速，普利司通、锦湖轮胎等企业均已在越南建厂，公司在越南建厂符合产业发展趋势
- **越南项目优势明显：**越南较低的土地、人工、能源价格均低于国内，同时公司享受企业所得税优惠，较国内有明显的成本优势。公司国际上的竞争对手韩国晓星也于2018年在越南投资建厂，越南项目的实施将帮助公司规避贸易摩擦的风险，在国际竞争中重获优势，相较于国内其他近200万吨产能具备显著优势。

公司越南成本优势明显

项目	越南	中国
企业所得税	20%，公司享受二免四减半（从盈利年开始计算）	25%，高新技术企业15%
增值税	10%	13%
政府审批	鼓励招商引资	工业丝生产能耗较高，新批项目难度较大
能源	电价便宜，可以用煤	用煤指标有限制
美国关税	9.27%	9.27%+25%
欧盟关税	0%	4%+0~9.8%反倾销税

重点公司估值及投资评级

代码	股票名称	投资评级	股价	总市值	净利润（亿）				PE（倍）			
			（元）	（亿元）	2021A	2022E	20223	2024E	2021A	2022E	20223	2024E
600426. SH	华鲁恒升	买入	34.15	725.1	72.5	63.4	75.2	84.1	10	11	10	9
600989. SH	宝丰能源*	/	13.41	983.4	70.7	71.7	96.6	132.5	14	14	10	7
688639. SH	华恒生物	持有	170.94	185.3	1.7	2.9	3.8	4.7	110	64	49	39
600309. SH	万华化学*	/	97.87	3,072.9	246.5	178.7	226.0	270.9	12	17	14	11
605399. SH	晨光新材*	/	35.90	86.3	5.4	7.3	9.0	12.2	14	12	10	7
688295. SH	中复神鹰	持有	45.69	411.2	2.8	5.3	7.8	11.3	19	78	53	36
688267. SH	中触媒	持有	38.79	68.3	1.3	2.2	3.0	4.0	12	31	23	17
688357. SH	建龙微纳*	/	111.10	66.0	2.8	2.2	3.3	4.5	37	30	20	15
002206. SZ	海利得*	/	6.58	76.8	5.7	4.6	6.2	7.5	13	17	12	10

分析师：程磊
执业证号：S1250521090001
电话：18616505079
邮箱：chlei@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-5%以下

分析师承诺

报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于2017年7月1日起正式实施，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及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、价值及投资收入可升可跌，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、意见及推测不一致的报告，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。



西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理、销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	王昕宇	销售经理	17751018376	17751018376	wangxy@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	18502146429	xsy@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	13127920536	wyyf@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	18616243268	cyrif@swsc.com.cn
	陈阳阳	销售经理	17863111858	17863111858	cyyf@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	李煜	销售经理	18801732511	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
北京	李杨	销售总监	18601139362	18601139362	yfly@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	杜小双	高级销售经理	18810922935	18810922935	dxsyf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	胡青璇	销售经理	18800123955	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	王宇飞	销售经理	18500981866	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	巢语欢	销售经理	13667084989	13667084989	cyh@swsc.com.cn
	郑龔	广深销售负责人	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn
广深	杨新意	销售经理	17628609919	17628609919	xyy@swsc.com.cn
	张文锋	销售经理	13642639789	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	陈韵然	销售经理	18208801355	18208801355	cyrif@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	15808001926	gongzh@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn