

化工行业2024年中期投资策略

拥抱低估龙头

西南证券研究发展中心

化工研究团队

2024年7月

投资要点

行业回顾：

- 2024年上半年，（1）从涨跌幅来看：截至2024年6月27日，申万化工指数下跌12.1%，跑输沪深300指数约14.1个百分点。农化制品、化学制品、化学原料、化学纤维、橡胶、塑料跌幅分别为-9%/-9%/-9%/-14%/-22%/-25%。（2）从估值来看：申万化工二级子板块估值分别为塑料（34倍）、橡胶（32倍）、化学纤维（26倍）、化学制品（23倍）、化学原料（18倍）、农化制品（18倍）。（3）从业绩来看：2024年一季度，营收端轮胎、涤纶、合成树脂板块同比涨幅居前，营收同比分别为+20.3%/+18.5%/+16.2%；净利润端涤纶、橡胶助剂、涂料油墨颜料板块同比涨幅居前，归母净利润同比分别+651.3%/+281.3%/280.1%。我们认为2024年下半年，海外流动性改善或带来内部经济复苏，关注成本领先的行业龙头和技术壁垒较高的新材料行业。

行业趋势：

- 从2018年开始，化工行业现金流整体充裕，在建工程投资额明显上升，但2022年下半年以来，下游需求走弱，化工品景气度持续探底。
- 2024年以来，国内需求底部缓慢复苏，展望下半年，需求端的进一步恢复为化工行业景气提升提供坚实后盾。

行业投资策略：

- 展望2024年下半年，我们认为在基础化工行业中应关注：（1）**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，推荐标的：**宝丰能源（600989.SH）**、**华鲁恒升（600426.SH）**；（2）**轻烃一体化**：能源转型背景下，由于轻烃裂解具备工艺流程短、产品收率高、经济性强、污染小等优势，已成为各炼化企业进一步提高竞争力、降低综合能耗的发展方向，推荐标的：**卫星化学（002648.SZ）**；（3）**轮胎行业**：景气度持续回升，半钢市场回暖，海外需求向好，轮胎出口复苏明显；非公路轮胎方兴未艾，市场空间广阔，推荐标的：**赛轮轮胎（601058.SH）**，**玲珑轮胎（601966.SH）**；（4）**大农资板块**：景气度有望底部回升，相关标的：**和邦生物（603077.SH）**、**国光股份（002749.SZ）**；（5）**合成生物学**：合成生物技术利用可再生生物资源为原料，可摆脱石油资源依赖，降低能耗，大幅减少二氧化碳、废水等排放，具有高效、绿色、可持续性，推荐标的：**华恒生物（688639.SH）**；（6）**风电涂料及集装箱涂料**：壁垒高、验证周期长，相关标的：**麦加芯彩（603062.SH）**；（7）**电子化学品**：电子化学品作为战略新兴产业，技术难度高、国内需求旺盛，发展空间巨大，相关标的：**华特气体（688268.SH）**、**雅克科技（002409.SZ）**、**国瓷材料（300285.SZ）**；（8）**汽车级PVB胶膜**受制于国外，国内技术已取得突破，具备国产替代实力，推荐标的：**皖维高新（600063.SH）**。

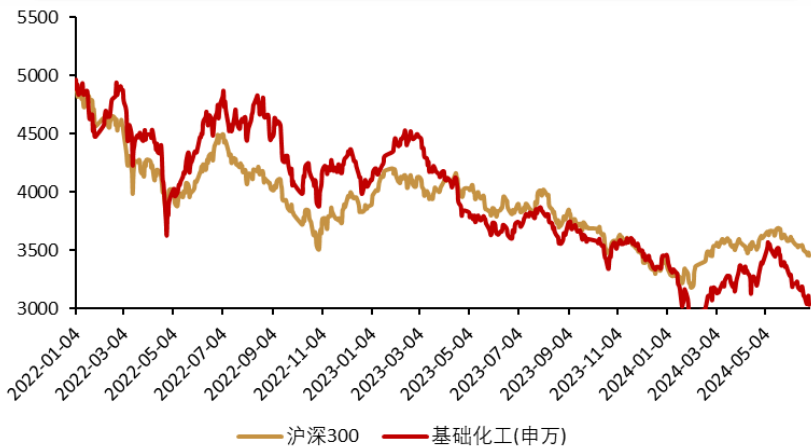
风险提示：宏观经济波动风险、下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期、安全生产事故等。

目 录

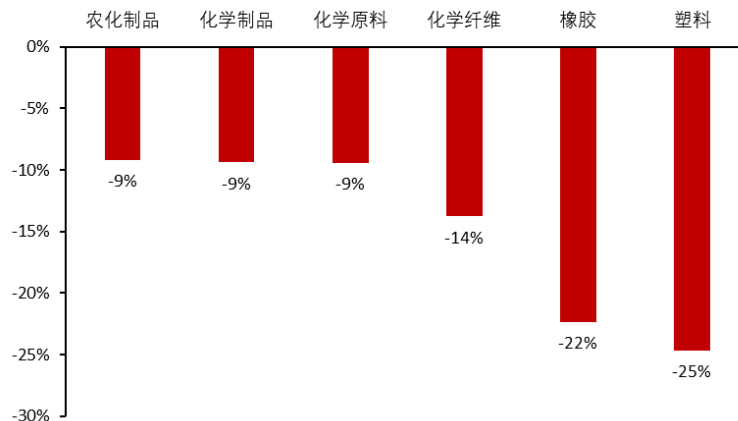
- ◆ **2024年上半年行业回顾**
- ◆ **2024年上半年行业趋势**
- ◆ **2024年下半年行业投资策略**
 - ◆ 新型煤化工
 - ◆ 轮胎行业
 - ◆ 大农资板块
 - ◆ 合成生物学
 - ◆ 涂料板块
 - ◆ 芳纶行业
 - ◆ 电子化学品行业
 - ◆ 分子筛行业
- ◆ **2024年下半年重点关注标的**

2024年上半年化工行业回顾

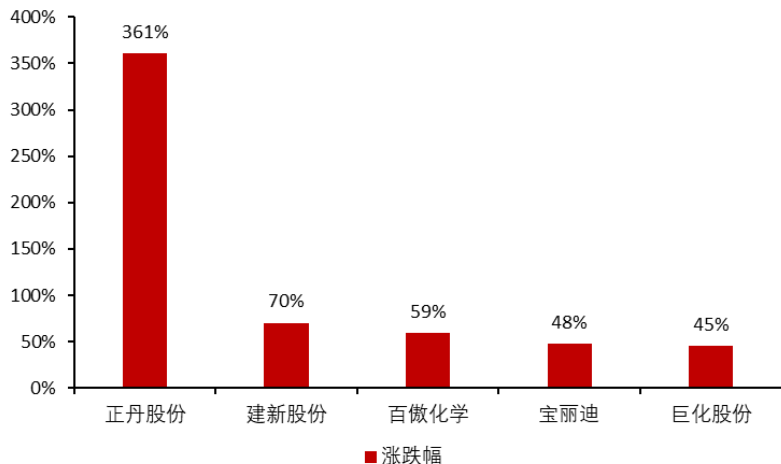
化工指数相对沪深300走势



年内化工子行业二级市场涨跌幅



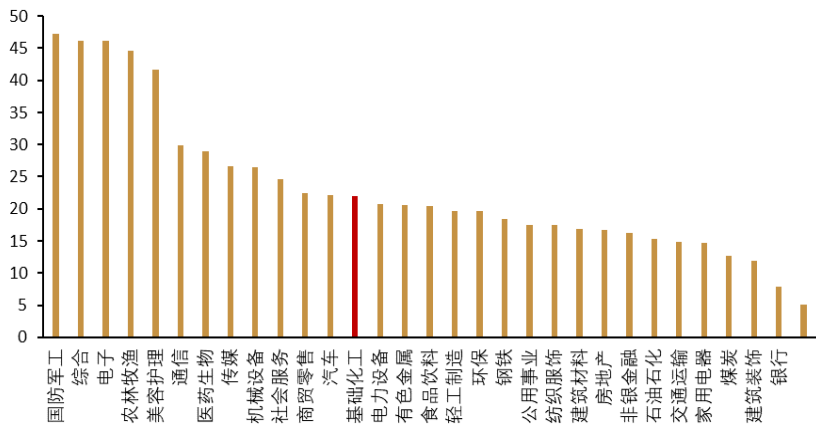
化工行业涨跌幅前五个股 (截至2024年6月27日)



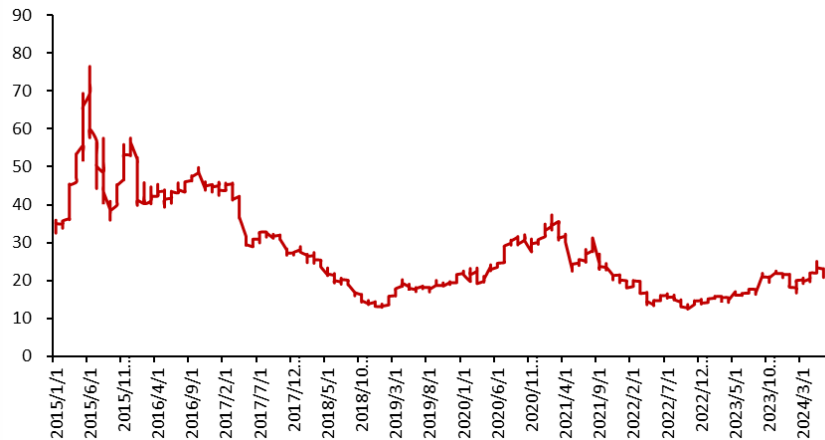
- 截至2024年6月27日，申万化工指数下跌12.1%，跑输沪深300指数约14.1个百分点。
- 截至2024年6月27日，申万化工二级子板块均呈下跌趋势，农化制品、化学制品、化学原料、化学纤维、橡胶、塑料跌幅分别为-9%/-9%/-9%/-14%/-22%/-25%。
- 截至2024年6月27日，板块内涨幅最大的为正丹股份(+361%)、建新股份(+70%)、百傲化学(+59%)；跌幅最大的为ST亿利(-85.6%)、ST新纶(-80.0%)、ST永悦(-70.5%)。

2024年上半年化工行业回顾

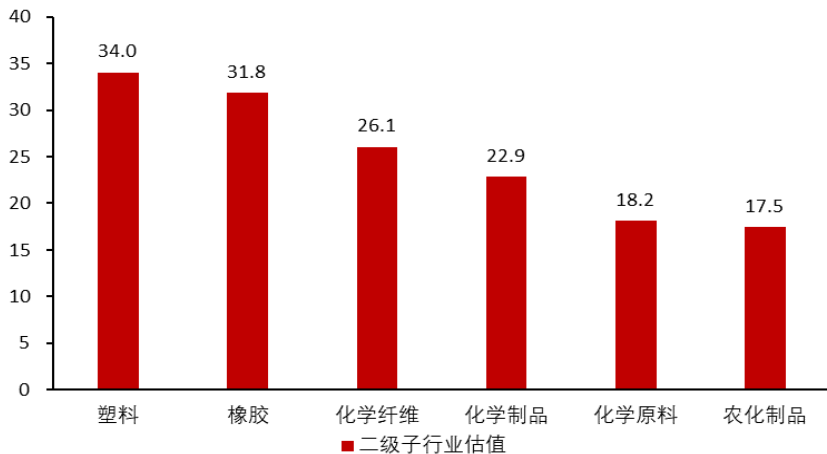
申万一级行业市盈率 (TTM整体法)



申万化工市盈率TTM变化



申万化工子行业市盈率 (TTM整体法)

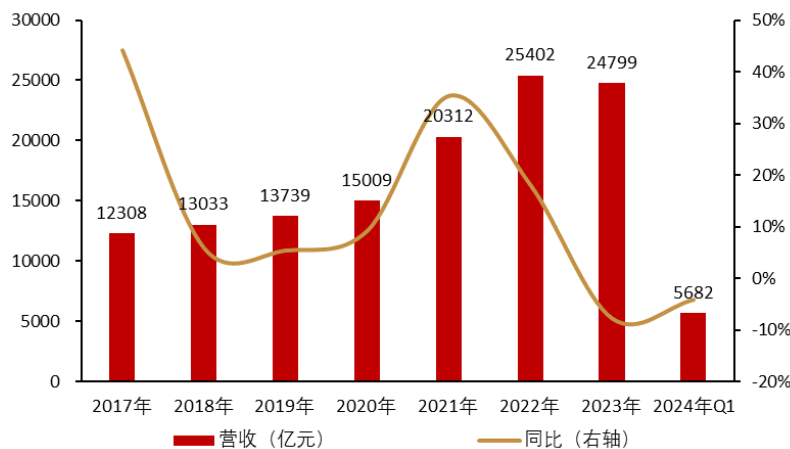


- 横向看：截止2024/6/27，申万化工行业PE (TTM) 为21倍，在行业中处于中间水平。
- 纵向看：申万化工二级子板块估值分别为塑料 (34倍)、橡胶 (32倍)、化学纤维 (26倍)、化学制品 (23倍)、化学原料 (18倍)、农化制品 (18倍)。

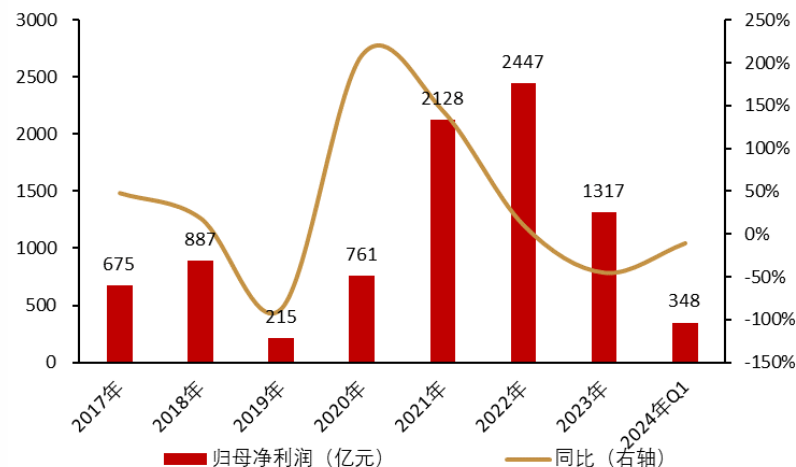
2024年上半年化工行业回顾

- 截至2024年6月27日，申万化工二级子板块均呈下跌趋势，农化制品、化学制品、化学原料、化学纤维、橡胶、塑料跌幅分别为-9%/-9%/-9%/-14%/-22%/-25%。
- 2023年，美联储持续加息，全球经济下行压力大，国内需求恢复不及预期，化工品价格持续回落，行业收入、利润进一步下滑。进入2024年，行业投资增速放缓，随着《政府工作报告》再设单位GDP能耗降低具体目标，新“国九条”出台引领高质量发展，化工行业或迎新一轮供给侧改革，需求端稳步回升。从细分子行业来看，2024年一季度，营收端轮胎、涤纶、合成树脂板块同比涨幅居前，营收同比分别为+20.3%/+18.5%/+16.2%；净利润端涤纶、橡胶助剂、涂料油墨颜料板块同比涨幅居前，归母净利润同比分别+651.3%/+281.3%/280.1%。我们认为2024年下半年，海外流动性改善或带来内部经济复苏，关注成本领先的行业龙头和技术壁垒较高的新材料行业。

化工行业主营收入及增长率



化工行业利润总额及增长率

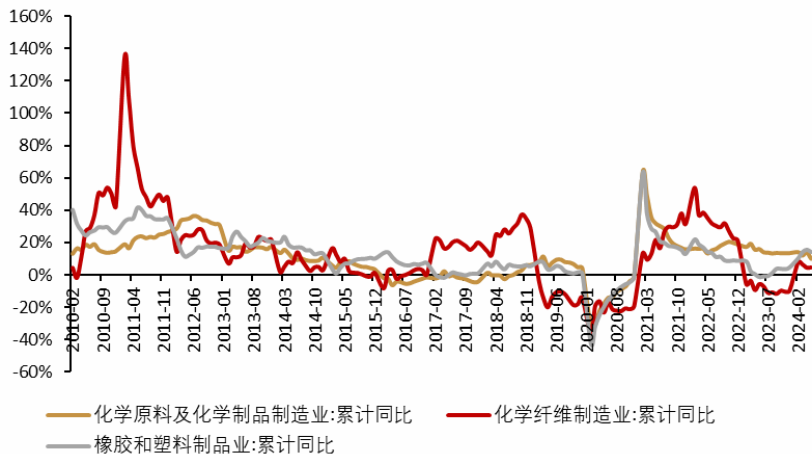


目 录

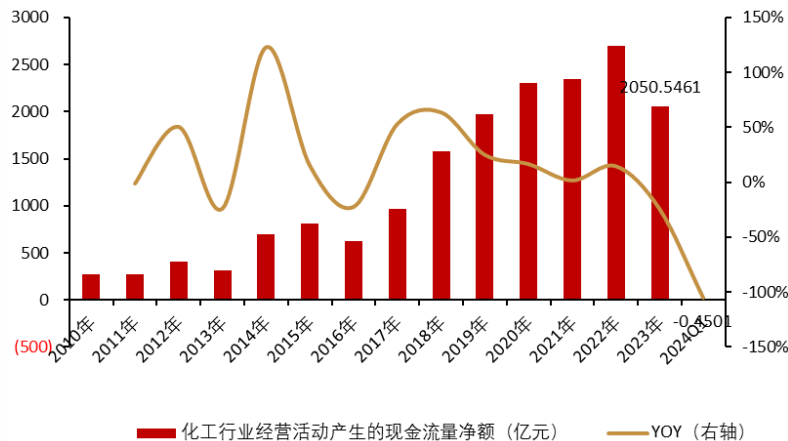
- ◆ 2024年上半年行业回顾
- ◆ 2024年上半年行业趋势
- ◆ 2024年下半年行业投资策略
 - ◆ 新型煤化工
 - ◆ 轮胎行业
 - ◆ 大农资板块
 - ◆ 合成生物学
 - ◆ 涂料板块
 - ◆ 芳纶行业
 - ◆ 电子化学品行业
 - ◆ 分子筛行业
- ◆ 2024年下半年重点关注标的

政策引导下，供给端扩张向头部靠拢

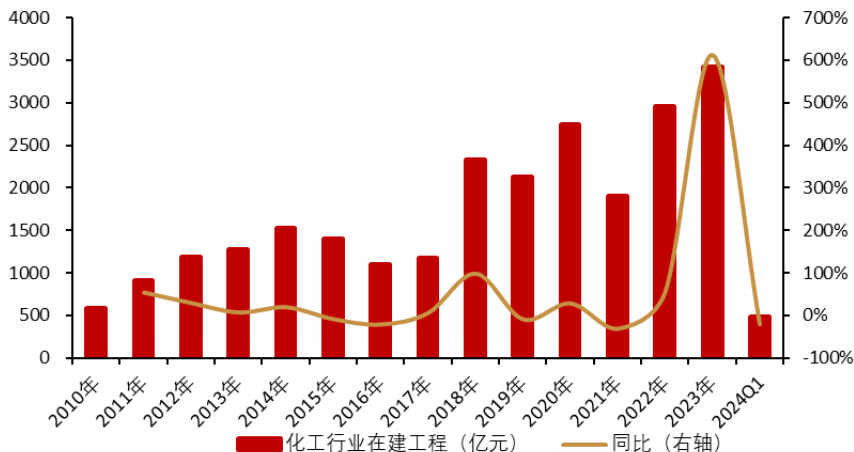
化工行业固定资产投资完成额累计同比



化工行业经营净现金流



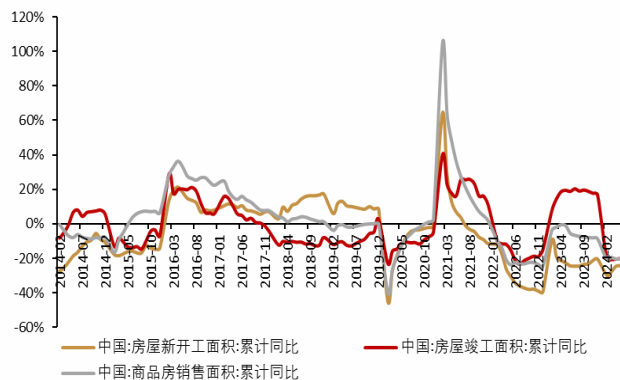
化工行业在建工程



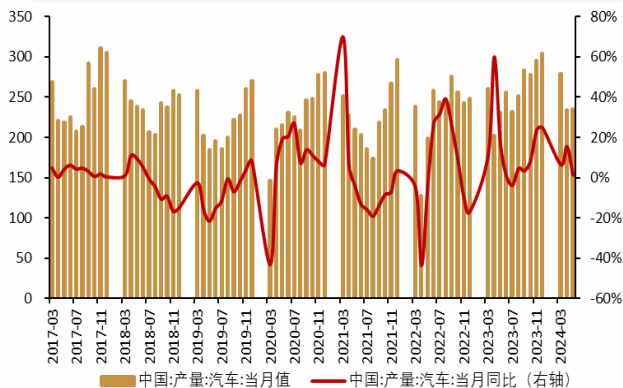
- 根据wind统计的基础化工行业上市公司经营活动产生的现金流量净额和在建工程，从2018年开始，化工行业现金流整体充裕，在建工程投资额明显上升。但2022年下半年以来，下游需求走弱，化工品景气回落，供给侧的压力使化工品景气度持续探底。
- 2016年供给侧改革以及2021年的双碳政策以及能耗双控带来化工行业各细分领域扩张壁垒，资本开支向龙头集中，助力优势企业不断成长，行业竞争格局不断优化。

化工行业需求端将迎来边际改善

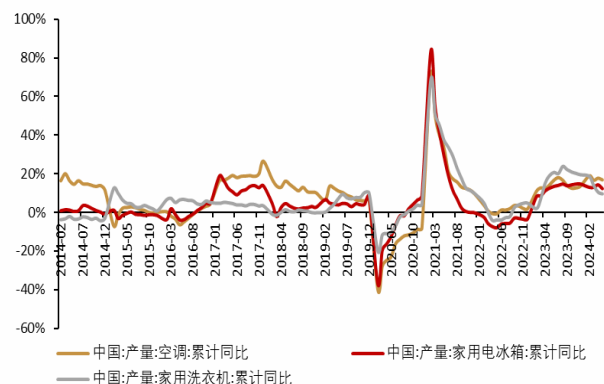
房地产新开工、竣工，商品房销售情况



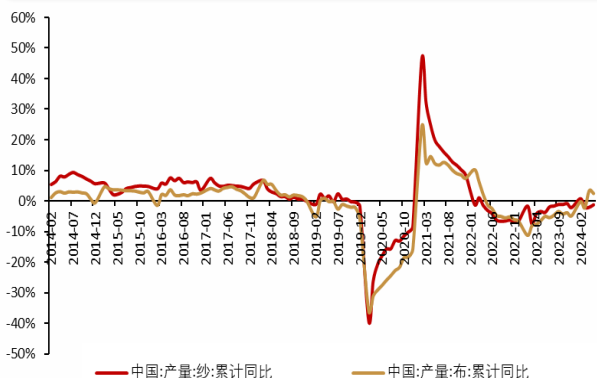
我国汽车产量（万辆）及增速



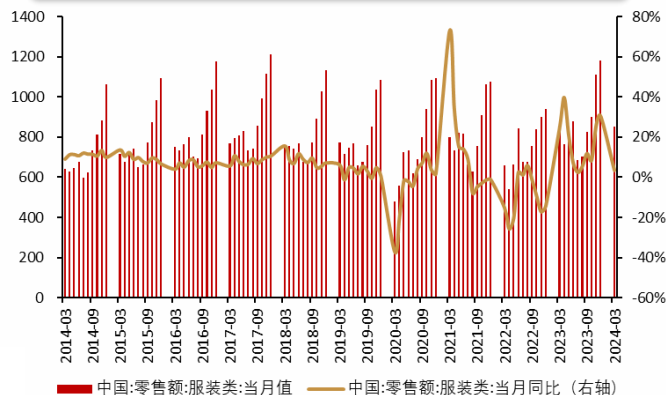
家电产量及累计同比



布料需求情况



服饰零售额（亿元）及同比情况



- 截止2024年5月，房屋新开工/竣工/商品房销售面积累计同比分别为-24.2%/-20.1%/-20.3%；汽车/空调/冰箱/洗衣机/服饰零售累计同比分别+8.1%/+16.7%/+12.1%/+9.4%/+1.6%。2024年上半年以来，国内需求底部缓慢复苏，展望2024年下半年，需求端的进一步恢复为化工行业景气提升提供坚实后盾。

目 录

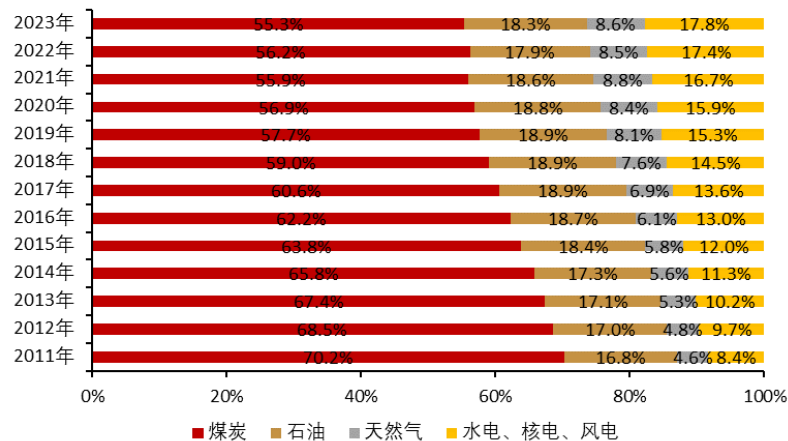
- ◆ 2024年上半年行业回顾
- ◆ 2024年上半年行业趋势
- ◆ **2024年下半年行业投资策略**
 - ◆ 新型煤化工
 - ◆ 轮胎行业
 - ◆ 大农资板块
 - ◆ 合成生物学
 - ◆ 涂料板块
 - ◆ 芳纶行业
 - ◆ 电子化学品行业
 - ◆ 分子筛行业
- ◆ 2024年下半年重点关注标的

新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

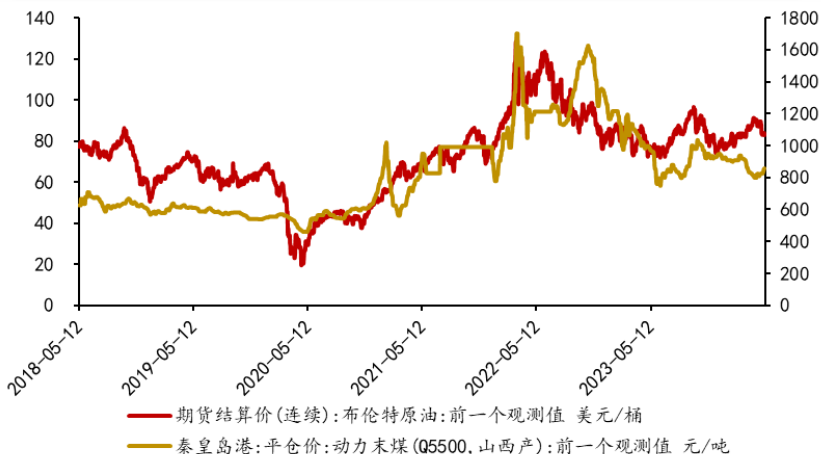
● **煤炭仍将在我国能源消费中占据主导地位。**我国自然禀赋具有“富煤、贫油、少气”的特点，尽管近年以水电、风电为代表的非化石能源增速明显，煤炭在未来很长一段时间内仍将在我国能源消费中占据主导地位。

● **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，2022年我国聚乙烯表观消费量3714万吨（+0.44%），聚丙烯表观消费量3300.2万吨（+1.0%），整体进口依存度为23.3%。因此，发展新型煤化工符合我国资源禀赋，也有利于降低石油对外依存度。

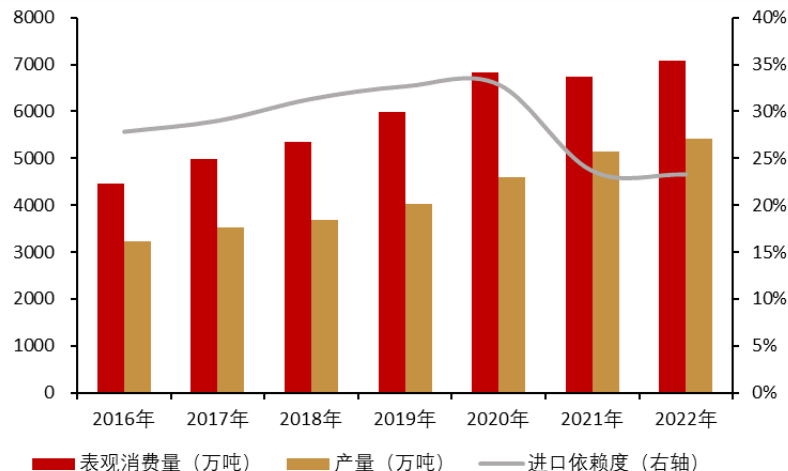
我国一次能源消费结构



年内煤价维持在900-1000元/吨左右



2022年我国聚烯烃进口依存度为23.3%



新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

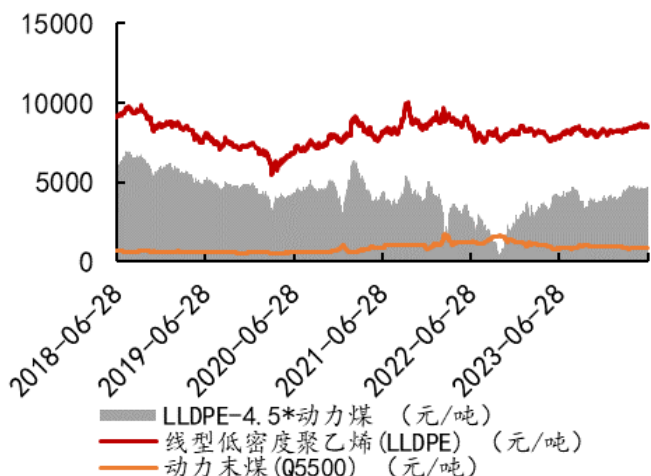
- 煤化工各企业间成本差异巨大，重点关注成本优势企业：发展煤化工需要大量的水及煤炭资源，区位对企业生产成本影响巨大，而且各厂商技术水平、项目投资管控水平差距明显。
- 以宝丰能源为例，国内煤制烯烃部分老装置成本近5000元/吨（以2020年为例，该年气化用煤均价约350元/吨），宝丰能源等优势企业成本不到4000元/吨，相当于油头烯烃在原油35美元/桶下的水平，在油价低位阶段仍保持极强的竞争力。
- 以华鲁恒升为例，公司通过持续技改升级和挖潜降耗使得成本始终保持行业最低水平，平均毛利率领先行业近10个百分点，成本优势助力公司穿越周期牛熊。

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

宝丰能源聚乙烯价差同比回升



华鲁恒升各产品毛利率均领先可比公司

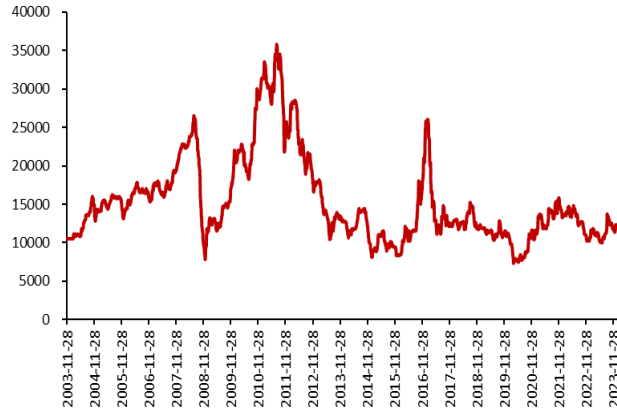
公司	板块	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年	2023年
华鲁恒升	肥料	12.9%	28.0%	33.5%	26.7%	28.9%	39.4%	35.1%
阳煤化工	肥料	9.2%	18.2%	18.9%	16.7%	19.4%	13.1%	8.8%
鲁西化工	肥料	12.6%	14.2%	9.6%	4.1%	0.5%	6.2%	7.2%
华昌化工	肥料	5.0%	11.4%	13.0%	11.8%	18.4%	21.2%	12.7%
华鲁恒升	多元醇	5.8%	4.9%	14.5%	-3.2%	/	/	/
阳煤化工	乙二醇	26.4%	21.7%	-8.4%	-24.2%	/	/	/
丹化科技	乙二醇	26.3%	20.2%	-17.1%	-56.5%	-9.2%	-36.4%	-71.7%
华鲁恒升	醋酸	30.3%	54.5%	39.4%	23.3%	53.6%	40.0%	21.0%
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%	20.3%	10.2%
华鲁恒升	有机胺	30.3%	54.5%	39.4%	42.3%	53.7%	57.0%	12.9%
兴化股份	有机胺	16.1%	16.0%	11.0%	29.2%	50.9%	43.7%	-9.7%

轮胎行业：关注轮胎板块出海机会

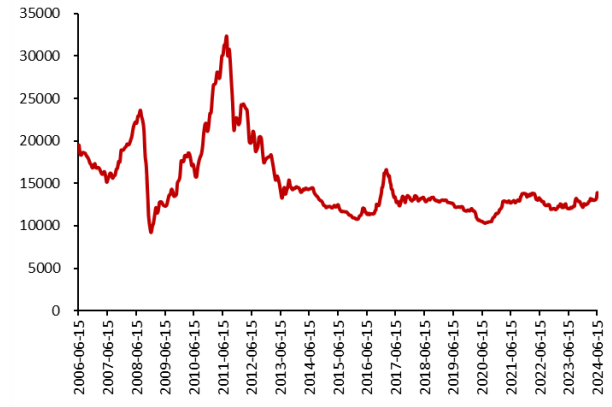
天然橡胶价格小幅回升（元/吨）



顺丁橡胶价格回升（元/吨）



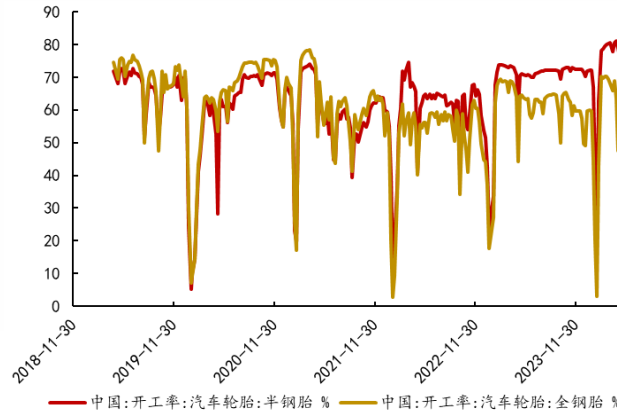
丁苯橡胶价格小幅回升（元/吨）



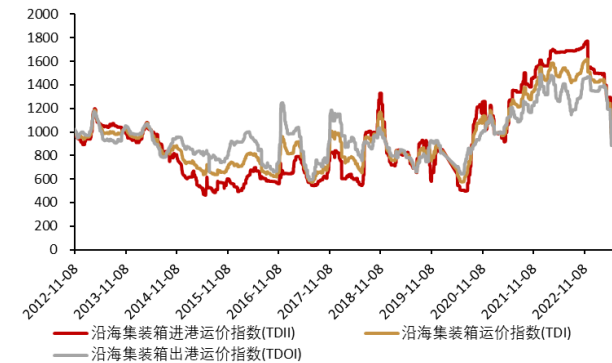
铁矿石及线材价格回升（元/吨）



轮胎开工情况



集装箱运价指数高位回落



轮胎行业：关注轮胎板块出海机会

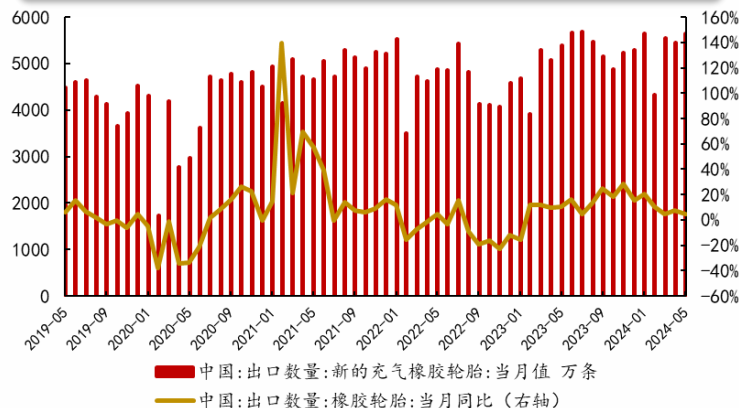
2024 中国轮胎海外建厂情况 单位：万条

更新日期	2024/4/28	半钢胎	全钢胎	工程胎	斜交胎	进度
赛轮轮胎	越南(一、二期)	1300	160	5万吨		2013年、2015年投产
	越南(三期)	300	100	5万吨		预计2023年完工
	越南(ACTR)		265			2019年投产
	柬埔寨	900	165			2022年投入运营
	柬埔寨	1200				2024年底可能投产
	墨西哥	600				25上半年投产
中策橡胶	印度尼西亚	300	60	3.7		25上半年投产
	泰国(一期)	850	210	1.2万吨	30	2015-2018年陆续投产
	泰国(二期)	500	140			2021年建成投产
	印度尼西亚					预计24年底建成
森麒麟	墨西哥					
	泰国(一期)	1000				2016年投产
	泰国(二期)	600	200			2023年8月进入满产运行阶段
	摩洛哥(一期)	600				推进中
	摩洛哥(二期)	600				推进中
西班牙	1200				推进中	
奥格瑞	印度尼西亚	200	800			2016年投产
双钱轮胎	泰国		180	5		2017年投产
福临轮胎	马来西亚	300	50			2018年投产
通用股份	泰国(一期)	600	130			2023年全面达产
	泰国(二期)	600	50			推进中
	柬埔寨	500	90			预计2024年末完工
玲珑轮胎	泰国	1500	220			泰国工厂分三期建设,依次于2014年、2015年、2019年投产预计
	塞尔维亚	1200	160	2(工程胎及农用车胎)		2024年全钢胎达到设计产能,2025年半钢胎达到设计产能、特胎一期投产
浦林成山	泰国	800	200			一期2020年上半年投产,二期2022年01陆续达产
双星轮胎	越南	850	80			2021年扩建项目进入试生产阶段
	柬埔寨	700	150			2023年4月开始建设,项目建设期为15个月
金宇轮胎	越南		200			2022年投产
浪马轮胎	巴基斯坦		240			2022年投产
正道轮胎	柬埔寨	600	120			备案中
新迪轮胎	马来西亚	600	50			2022年4月加快推进中
贵州轮胎	越南(一期)		120			2022年6月达产
	越南(二期)		90			产能爬坡中
全部投产合计		19000	4230			

海外市场回暖,轮胎海持续增加,截至24年4月,已有15家企业在海外拥有(拟建)工厂,总产能超1.79亿条。

- 2024年1-5月中国橡胶轮胎出口量2.7亿条,同比增长9.2%,出口复苏明显。

中国橡胶轮胎出口情况



轮胎行业：关注轮胎板块非公路轮胎方面

2024年6月现有非公路产能

企业	品类	产能
普利司通	非公路轮胎	超过1953万条/年和95万吨/年
米其林	非公路轮胎	超过371万条/年和67万吨/年
固特异	OTR轮胎及轿车、轻卡、载重/公交轮胎	6183万条/年
德国马牌	OTR轮胎及轿车、轻卡、载重/公交轮胎	5431万条/年
优科豪马	非公路轮胎	约20万吨/年
BKT	非公路轮胎	36万吨/年
特瑞堡	非公路轮胎	超过22万条/年和4.2万吨/年
三角轮胎	工程胎、巨胎	工程胎38万条/年+巨胎2000条/年
赛轮轮胎	非公路轮胎	16万吨/年
风神股份	子午/斜交工程胎	67万套/年
贵州轮胎	工程机械、工业及农业轮胎	315.2万条/年

国内拟建非公路产能

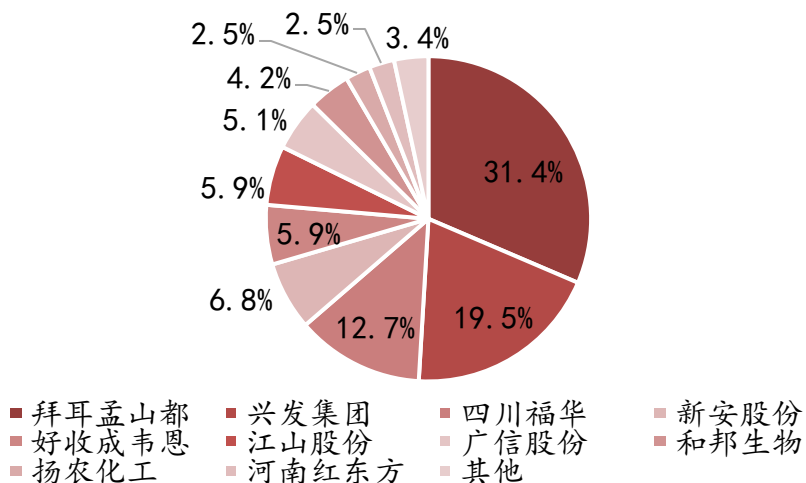
企业	预计投产时间	投放产能	投资金额
中策橡胶	2025年	40万条(约15万吨)	28亿元
玲珑轮胎		14万套	
赛轮集团	2024年	15万吨	
贵州轮胎	2024年	38万条小型工业胎;越南二期规划非公路型轮胎5万条	19.4亿元
双钱集团		增加7700吨14.00R25全钢工程子午线轮胎, 9500吨16.00R25全钢工程子午线轮胎	1.5亿元
风神轮胎		年产30930条大规格宽体自卸车用工程子午胎	9501万元
浪马轮胎		20万套工程胎	4亿元
徐轮轮胎		工程子午胎19万套、农业子午胎32万套、工业轮胎50万套	15亿元
海安橡胶		30万套全钢大型工程子午线轮胎、15000条全钢巨型工程子午线轮胎商胎及矿山机械设备	70亿元
		4690条巨型工程子午胎产能	2.34亿元
诸城涌安橡胶		工程轮胎7.01万吨	
通用股份		120万条高性能全钢子午胎和10万条OTR工程胎	15.11亿元

全球工程胎产量



大农资板块：草甘膦

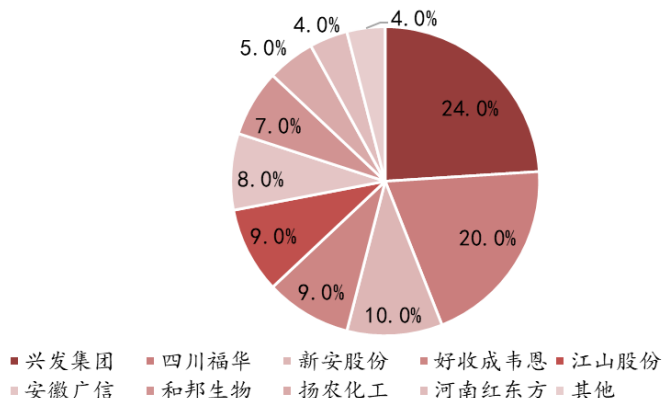
全球草甘膦产能结构（截至2023年底）



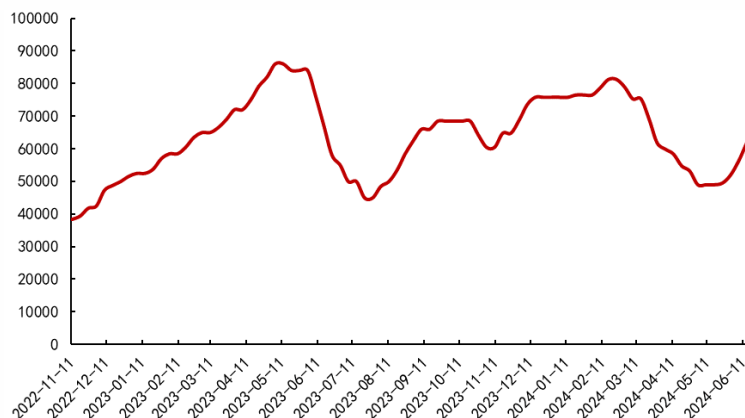
中国草甘膦在产企业及产能工艺（截至2023年底）

企业	工艺路线	产能（万吨/年）	所在省份
乐山福华	甘氨酸法	15	四川省
兴发化工	甘氨酸法	13	湖北省
内蒙古兴发	甘氨酸法	10	内蒙古自治区
新安化工	甘氨酸法	8	浙江省
南通江山农化	甘氨酸法	3	江苏省
安徽广信	甘氨酸法	6	安徽省
许昌东方	甘氨酸法	3	河南省
南通江山农化	IDA	4	江苏省
江苏好收成	IDA	6.2	江苏省
和邦生物	IDA	5	四川省
广安诚信	IDA	4	四川省
扬农化工	IDA	3	江苏省
捷马化工	IDA	2	浙江省
总计		82.2	

中国草甘膦产能结构（截至2023年底）

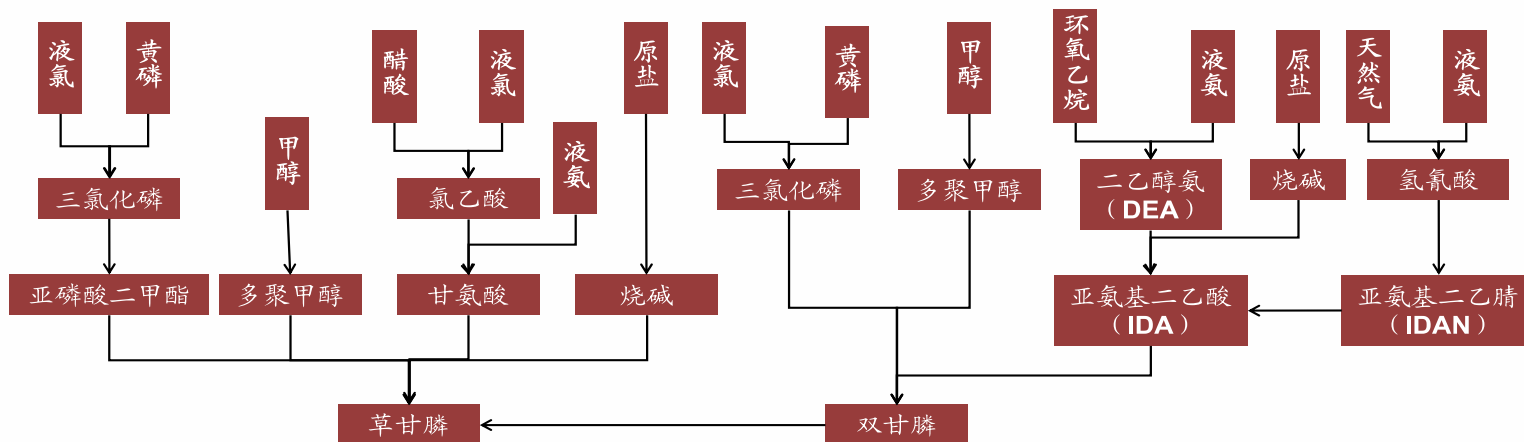


中国草甘膦行业总库存（吨）

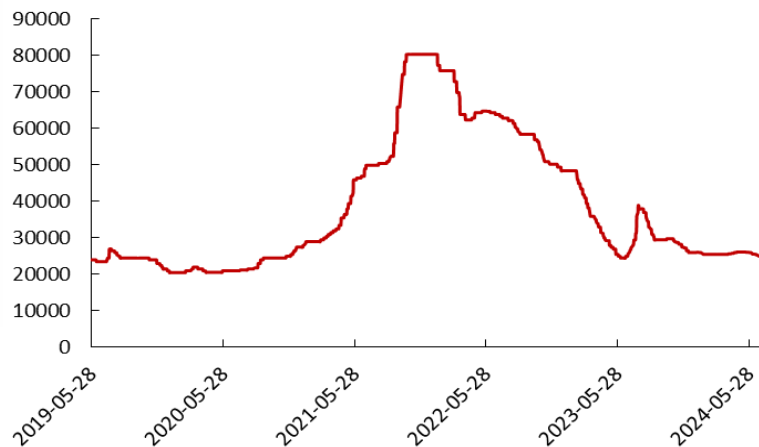


大农资板块：草甘膦

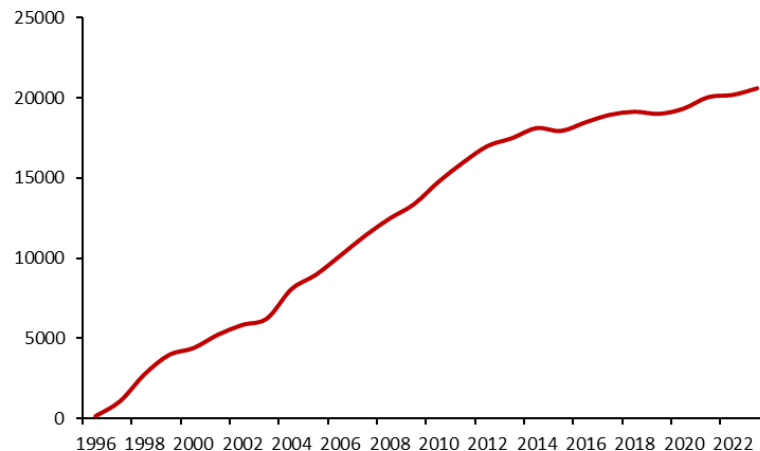
草甘膦工艺路线



草甘膦价格 (元/吨)



全球转基因作物种植面积 (万公顷)



大农资板块：植物生长调节剂

● 植物生长调节剂属于农药，是由人工合成或从微生物中提取的，具有的与植物内源激素相同或相似功能的一类物质。其能够对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导作用。具有使用成本低、见效快、用量低、效果显著、投入产出比高的特点，有助于农业的规模化和集约化生产，是生产优质农产品必不可少的生产资料。

植物生长调节剂应用领域

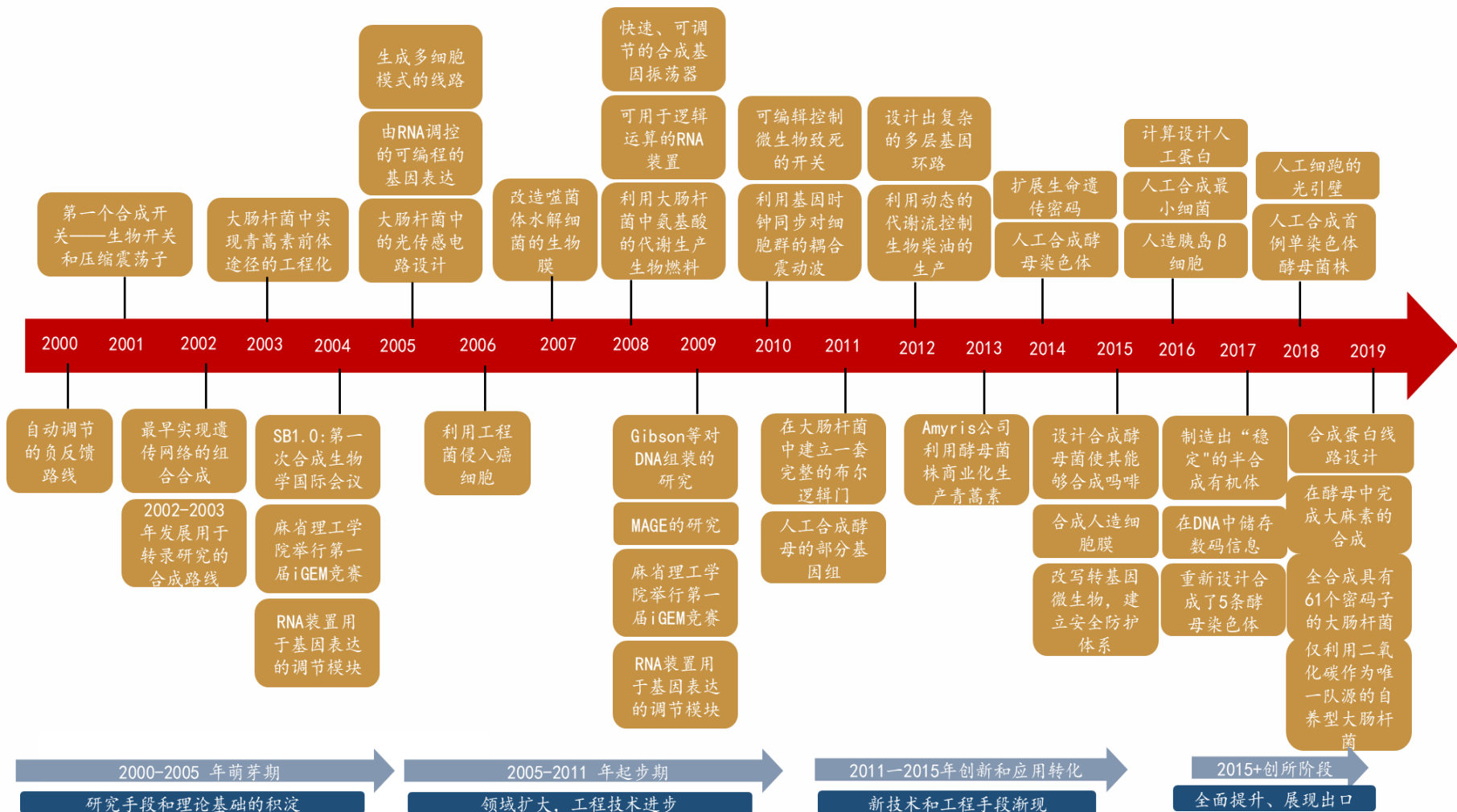


植物生长调节剂具体作用

应用领域	作用	主要植物
粮食作物	打破休眠、促进种子发芽、促进生根、培育壮苗、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、缓解药害、提高抗逆性、增加千粒重、改善品质、提高杂交稻制种产量、抑制储藏期发芽等	水稻、红薯
油料作物	促进种子发芽、促进根系生长、培育壮苗；增加分蘖、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、提高抗逆性、促进籽粒发育、增加千粒重等。	油菜、大豆
经济作物	促进生根、培育壮苗、促进萌芽、控旺防倒，塑造株型、疏花疏蕾、保花保果、防止蕾铃脱落、促进果实发育、促进落黄、成熟一致、催熟脱叶、提高抗逆性等。	棉花、烟草
蔬菜	打破休眠、促进种子萌发、根系生长、培育壮苗、控制徒长、提高叶绿素含量、促进营养生长，调节雌雄花比例、促进花芽分化、保花保果、提高坐果（瓜）率、促进果实成熟、缓解药害、提高植物抗逆性，贮藏保鲜，延长贮藏期等	西瓜、黄瓜、甜瓜、丝瓜、茄子、辣椒、番茄
果树	促进扦插生根，控制新梢徒长，促进花芽分化，健壮枝穗，拉长花序，保花保果，防止落果，促进果实无核，促进果实发育，调节果形，改善品质，提高果实商品性，提高抗寒、抗旱、抗盐碱等抗逆能力	苹果、柑橘
花卉、草坪、绿篱等园林植物	促进生根，打破休眠，防止园林树木开花飞絮或结果，减少修剪，矮化植株，紧凑株型，调控花期，促进生根，促进萌芽，延缓衰老，促进返青，增强抗旱抗寒等抗逆性，促进光合作用	景观树木
食用菌	食用菌促进菌丝生长和出菇，提高产量方面	蘑菇、平菇、金针菇、木耳等

合成生物学板块

合成生物学发展历程



合成生物学板块

合成生物学获多项政策支持

政策名称	发布时间	政策要求
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五划2035景目标要》	2021年3月	推动战略性新兴产业融合化、集群化、生态化发展，战略性新兴产业增加值占GDP比重超过17%。聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、绿色环保技术。推动生物技术和信息技术融合创新。加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济。
《“十四五”生物经济发展规划》	2022年5月	重点围绕生物基材料、新型发酵产品、生物质能等方向，构建生物质循环利用技术体系，推动生物资源严格保护、高效开发、永续利用，加快规模化生产与应用，打造具有自主知识产权的工业菌种与蛋白元件库，推动生物工艺在化工行业应用。
《“十四五”工业绿色发展规划》	2021年11月	重点行业 and 重点区域绿色制造体系基本建成，完善工业绿色低碳标准体系，推广万种绿色产品，绿色环保产业产值达到11万亿元。
《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》	2021年12月	做强现代饲料工业的重点任务。推广饲料精准配制技术、高效低蛋白日粮配置技术、绿色新型饲料添加剂应用技术和非粮饲料资源高效利用技术，引导饲料配方多元化推动精准配料、精准用料，促进玉米、豆粕减量替代等
《关于进一加强塑见》	2020年1月	将2020年底、2022年底和2025年设置为三大关键时间节点，对部分不可降解塑料制品有序禁止和限制。
《“十四五”循环经济发展规划》	2021年7月	严厉打击违规生产销售国家明令禁止的塑料制品；因地制宜、积极稳妥推广可降解塑料，严格查处可降解塑料虚标、伪标等行为。

合成生物学板块

- 合成生物技术的创新变革为生物工业注入新动力,合成生物技术利用可再生生物资源为原料,可摆脱石油资源依赖,降低能耗,大幅减少二氧化碳、废水等排放,具有高效、绿色、可持续性。
- 世界经合组织(OECD)预测至2030年,将有35%的化学品和其它工业产品来自生物制造,生物制造在生物经济中的贡献率将达到39%,超过生物农业(36%)和生物医药(25%),且将有25%的有机化学品和20%的化石燃料由生物基化学品取代。

合成生物学工艺优势

	天然提取法	化学合成法	生物制造方法	生物制造方
			酶法	法发酵法
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
原材料来源	可再生	石油基	石油基/可再生	可再生
环境友好度	低	低	较高	高

合成生物学具有碳排放优势

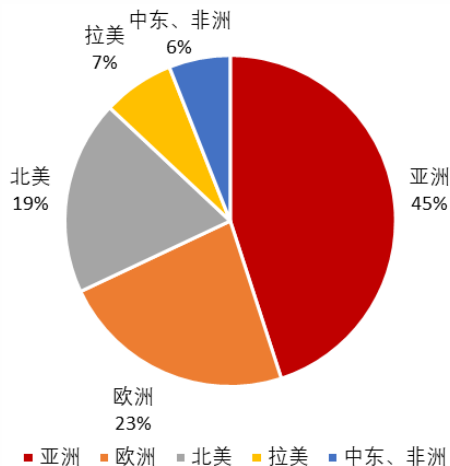
产品	生物制造相比传统化学合成的优势
L-丙氨酸	原材料可再生,成本降低约50%,发酵过程无二氧化碳排放,与传统工艺相比每生产1吨L-丙氨酸可减少0.5吨二氧化碳排放量
聚酰胺56	原材料可再生,与石化路线的尼龙66相比温室气体排放减少50%
癸二酸	碳排放减少22%
丁二酸	原材料可再生,二氧化碳排放减少90%,成本降低20%
1,3-丙二醇	原材料可再生,能耗降低40%,二氧化碳排放减少40%
1,4-丁二醇	原材料可再生,温室气体排放减少56%
肌醇	磷酸污染降低90%,成本降低50%
西格列汀	总废料降低19%,手性纯度更高

www.swsc.com.cn

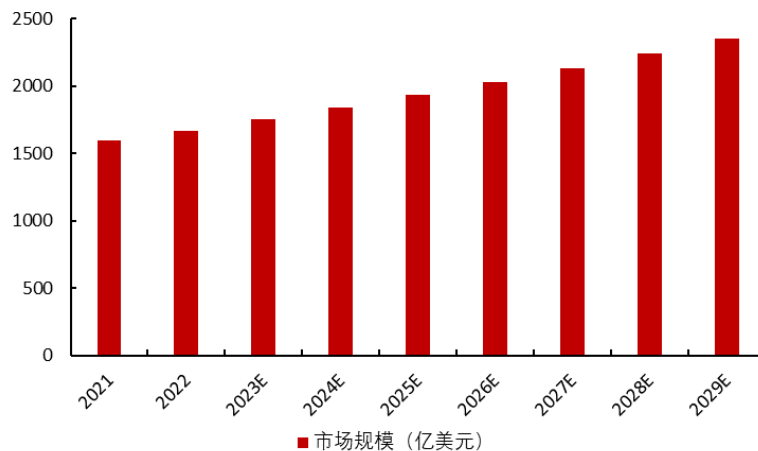
数据来源:华恒生物公司公告,西南证券整理

涂料板块

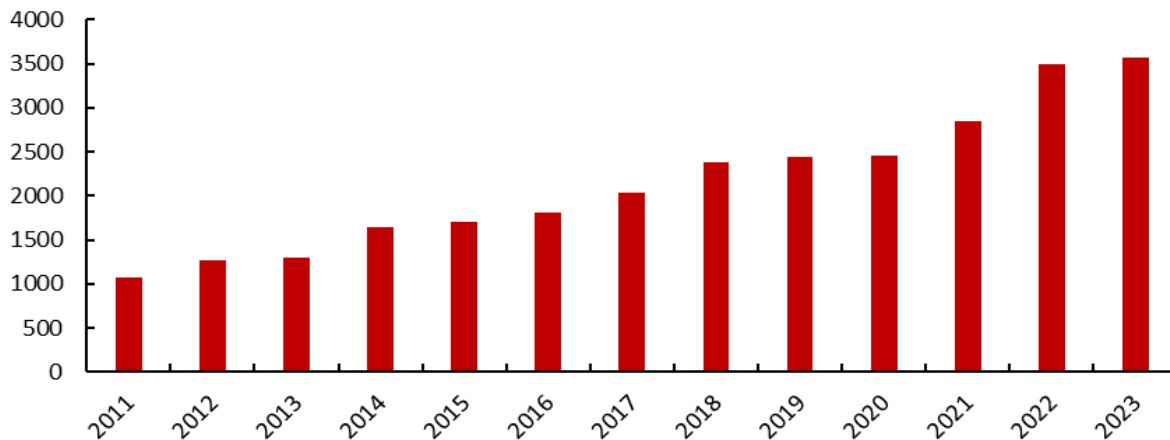
2022年全球涂料市场分布



世界涂料市场规模



2011年至2023年全国涂料总产量情况 (万吨)



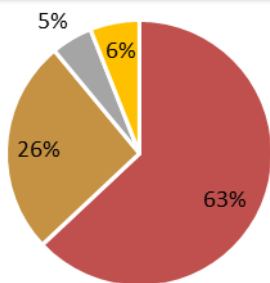
芳纶行业-间位芳纶：个体防护强制措施拉动万吨需求，关注涂覆进展

- 间位芳纶具有优异的阻燃性、热稳定性、耐辐射等性能，被广泛用于个体防护、工业过滤、电气绝缘、汽车工业、轨道交通等领域。
- 目前，国内间位芳纶生产已基本实现自给自足，在低端领域市场饱和，高端领域仍需部分进口。

2023年间位芳纶全球产能梳理

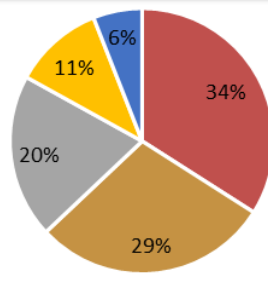
公司名称	地点	间位芳纶		产品名称	规划产能（吨）
		产能（吨）	占比（%）		
美国杜邦	美国特拉华州	22000	44.09%	Nomex®	
泰和新材	中国山东	16000	32.06%	泰美达®	计划2025年扩产至2万吨
日本帝人	日本/荷兰	4900	9.82%	Conex®	
超美斯	中国江苏	4500	9.02%	X-FIPER	
韩国东丽熊泽	韩国	1500	3.01%		
韩国汇维仕	韩国	1000	2.00%		
富瑞新材	中国辽宁				规划间位芳纶0.6万吨
合计		49900	100%		

中国间位芳纶下游需求分布



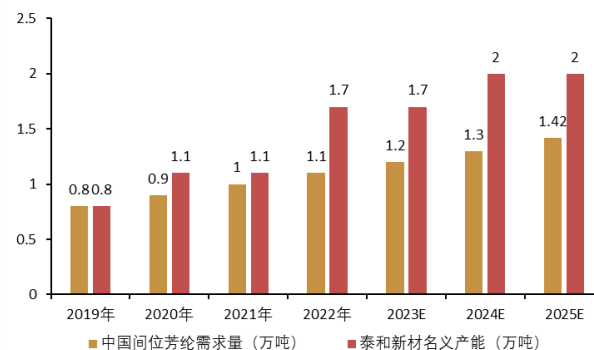
■ 低温高温过滤材料 ■ 安全防护 ■ 绝缘纸 ■ 其他

全球间位芳纶下游需求分布



■ 电气设备 ■ 橡胶增强 ■ 电气绝缘纸
■ 安全防护织物 ■ 高温过滤材料

国内间位芳纶市场供需情况



www.swsc.com.cn

数据来源：QYResearch, wind, 西南证券整理

芳纶行业-间位芳纶：个体防护强制措施拉动万吨需求，关注涂覆进展

- 国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会2020年12月发布第31号中国国家标准公告，泰和新材参与起草了《个体防护装备配备规范第1部分：总则（GB39800.1-2020）》、《个体防护装备配备规范第2部分：石油、化工、天然气（GB39800.2-2020）》、《个体防护装备配备规范第3部分：冶金、有色（GB39800.3-2020）》、《个体防护装备配备规范第4部分：非煤矿山（GB39800.4-2020）》等4项标准，个体防护强制实施将于2022年1月1日起执行。

防护服用间位芳纶用量预测

石油和天然气开采从业人员平均人数（万人）	54.1
石油加工、炼焦及核燃料加工业从业人员平均人数（万人）	78.2
黑色金属矿采选业从业人员年平均人数（万人）	26.6
有色金属矿采选业从业人员年平均人数（万人）	24.8
黑色金属冶炼及压延加工业从业人员年平均人数（万人）	196.7
有色金属冶炼及压延加工业从业人员年平均人数（万人）	154.9
煤炭开采和洗选业从业人员年平均人数（万人）	259.7
化学原料及化学制品制造业从业人员年平均人数（万人）	331.1
人数合计（万人）	1126.1
每人防护服套数（套）	5
单套间位芳纶用量（kg）	0.85
假设2025年渗透率	30%
防护服用间位芳纶需求量（吨）	14357.78

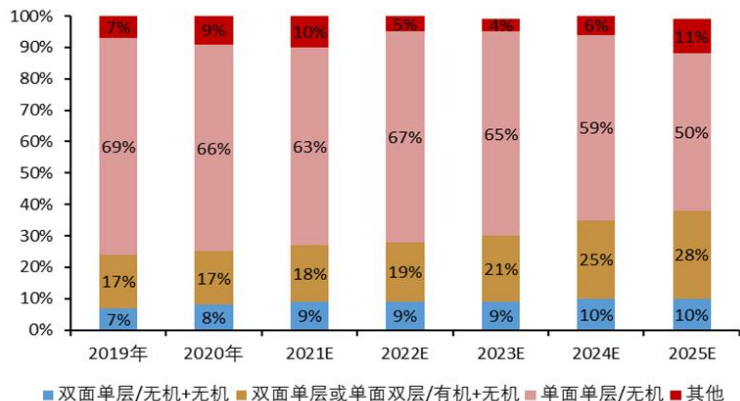


根据泰和新材投资者交流，单套服装芳纶用量在0.7-1.0千克，按0.85千克测算；根据泰和新材投资者交流，假设单人每年配备春夏冬5套防护服；假设到2025年渗透率30%。则到2025年我国防护服间位芳纶用量1.4万吨。

芳纶行业-间位芳纶：个体防护强制措施拉动万吨需求，关注涂覆进展

- 无机涂覆为主流涂覆材料，市场份额占比90%左右，随着下游新能源汽车等对电池能量密度要求的不断提高，芳纶在有机涂覆中占比有望提升。

不同涂覆类型占比



芳纶隔膜涂覆性能优异但成本太高

耐高温性更好	陶瓷隔膜在170-180度回收缩，较耐高温，单粘接力不够，叠加PVDF后粘接力提升但耐高温属性差，而芳纶能抗250度以上高温。
浸润性更好	陶瓷隔膜是无机的，芳纶是有机的，电解液主要也是有机的，有机物之间的浸润性更好，可以加快电池的充电速度。
抗穿刺功能更好	陶瓷+PVDF涂覆抗穿刺的通过率是20%左右，芳纶涂覆的抗穿刺是100%。
抗氧化性更好	芳纶涂覆隔膜比陶瓷涂覆隔膜的循环寿命高30%以上。
成本高	目前芳纶隔膜单平米价格是传统勃母石隔膜的4倍左右。

芳纶涂覆市场空间测算

	2022年	2023E	2024E	2025E
中国锂电隔膜出货量 (亿平米)	138.5	202.3	266.2	330.0
其中：湿法 (亿平米)	104.8	157.8	212.9	270.6
干法 (亿平米)	28.4	44.5	53.2	59.4
湿法涂覆占比	76%	77%	78%	79%
涂覆隔膜面积 (亿平米)	79.6	121.5	166.1	213.8
芳纶涂覆渗透率	1%	3%	6%	10%
芳纶涂覆隔膜面积 (亿平米)	0.80	3.65	9.97	21.38
芳纶需求量 (吨)	159.3	729.1	1993.1	4275.5
芳纶涂覆隔膜单价 (元/平)	11.0	3.4	3.2	3.0
市场空间 (亿元)	8.8	12.4	31.9	64.1
净利率	25%	25%	25%	25%
利润空间 (亿元)	2.2	3.1	8.0	16.0

假设2022-2025年湿法隔膜渗透率75%、78%、80%、82%；假设76%、77%、78%、79%的湿法涂覆占比及1%、3%、6%、10%的芳纶涂覆渗透率；假设单面涂覆2g/平。

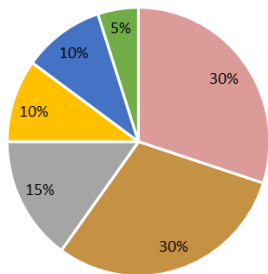
芳纶行业-对位芳纶：光纤增强需求可观，汽车工业领域大有可为

- 对位芳纶全球产能约9.7万吨，杜邦、帝人、韩国科隆占比约77%，国内低端小产能居多，产能5000吨以上仅有泰和新材。

2023年对位芳纶全球产能梳理

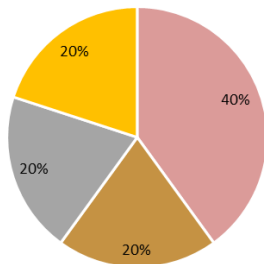
公司名称	地点	对位芳纶		规划产能 (吨)
		产能 (吨)	占比 (%)	
美国杜邦	美国特拉华州	35000	34.72%	
日本帝人	日本/荷兰	32000	31.75%	
泰和新材	中国山东	10000	9.92%	在建对位芳纶12000吨
韩国科隆	韩国	7000	6.94%	
中化高纤	中国	8000	4.96%	
韩国晓星	韩国	5000	3.67%	
中芳特纤	中国山东	3200	3.17%	2020年规划投资扩产对位芳纶10000吨/年
韩国泰光	韩国	1500	1.49%	
仪征化纤 (中国石化子公司)	中国江苏	1200	1.19%	计划扩产4000吨
蓝星新材 (中国化工子公司)	中国四川	1000	0.99%	
平煤神马	中国河南	500	0.50%	规划1万吨对位芳纶产能，一期2000吨预计2024年投产
京博聚芳	中国山东	700	0.69%	
合计		96600	100%	

2023年海外对位芳纶下游需求分布



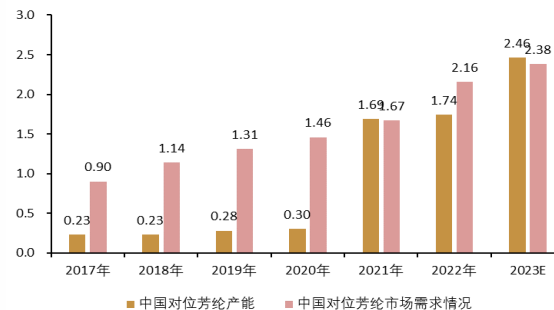
■ 防弹防护 ■ 摩擦密封 ■ 光纤增强 ■ 橡胶增强 ■ 轮胎 ■ 其他

2023年中国对位芳纶下游需求分布



■ 光纤增强 ■ 汽车工业 ■ 防弹防护 ■ 复合材料

我国对位芳纶市场供需情况

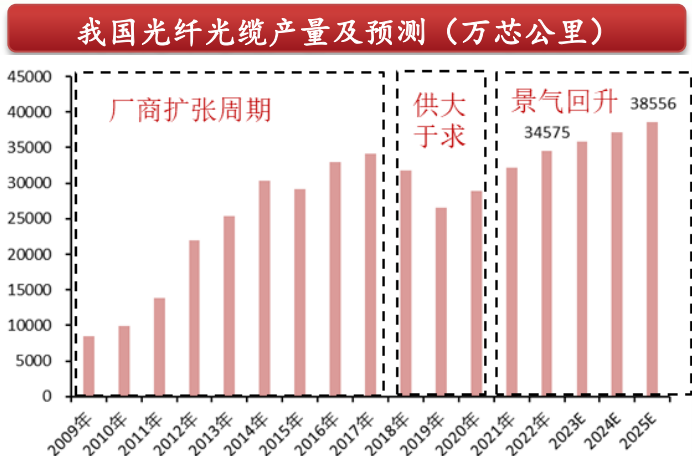


www.swsc.com.cn

数据来源：中国信谷咨询，CNKI，《芳纶的发展现状及其表面改性研究进展》，西南证券整理

芳纶行业-对位芳纶：光纤增强需求可观，汽车工业领域大有可为

- 我国对位芳纶最大需求市场光纤增强进入景气回升周期。
- 未来我国在橡胶增强、摩擦密封等新兴领域还有很大增长空间。



对位芳纶在我国主要应用市场及新兴市场



国内下游主要应用

对位芳纶在我国主要应用于光纤增强以及防弹防护，据咨询机构Tecnon OrbiChem统计，2019年我国光纤增强领域的对位芳纶消费量约为5026吨，需求占比达38.32%；我国防弹及安全防护领域的对位芳纶消费量约为2799吨，应用占比达21.34%。

据Tecnon OrbiChem预测，2023年我国对位芳纶消费量将达到2.20万吨，近5年需求增速维持在15%左右。



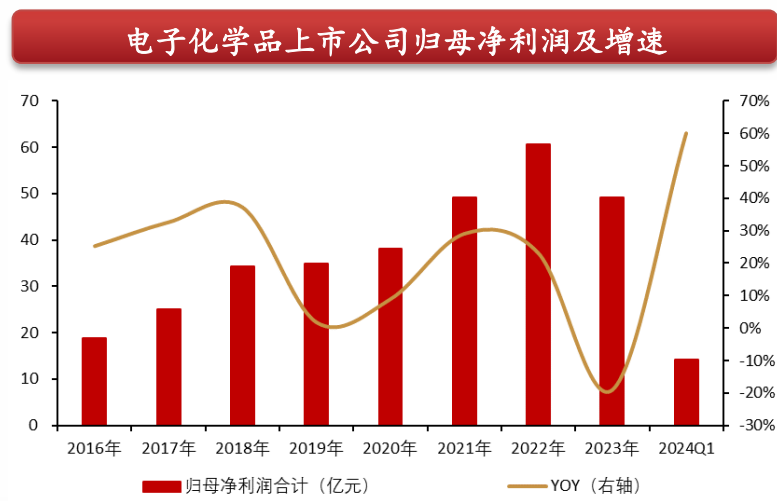
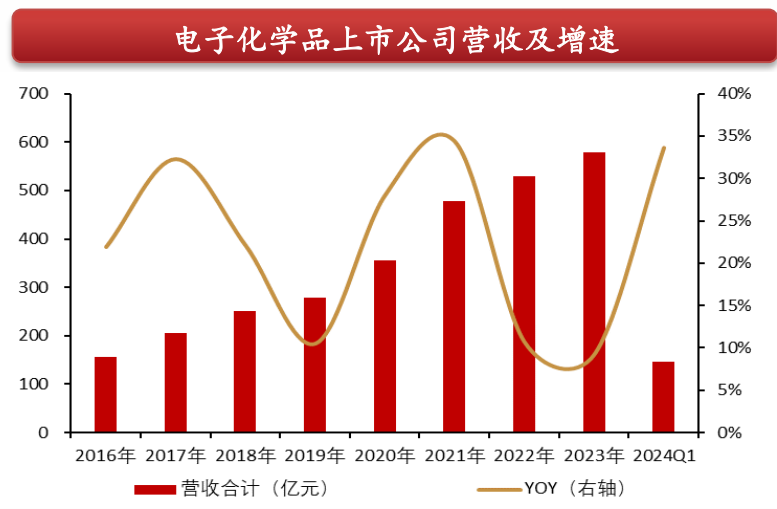
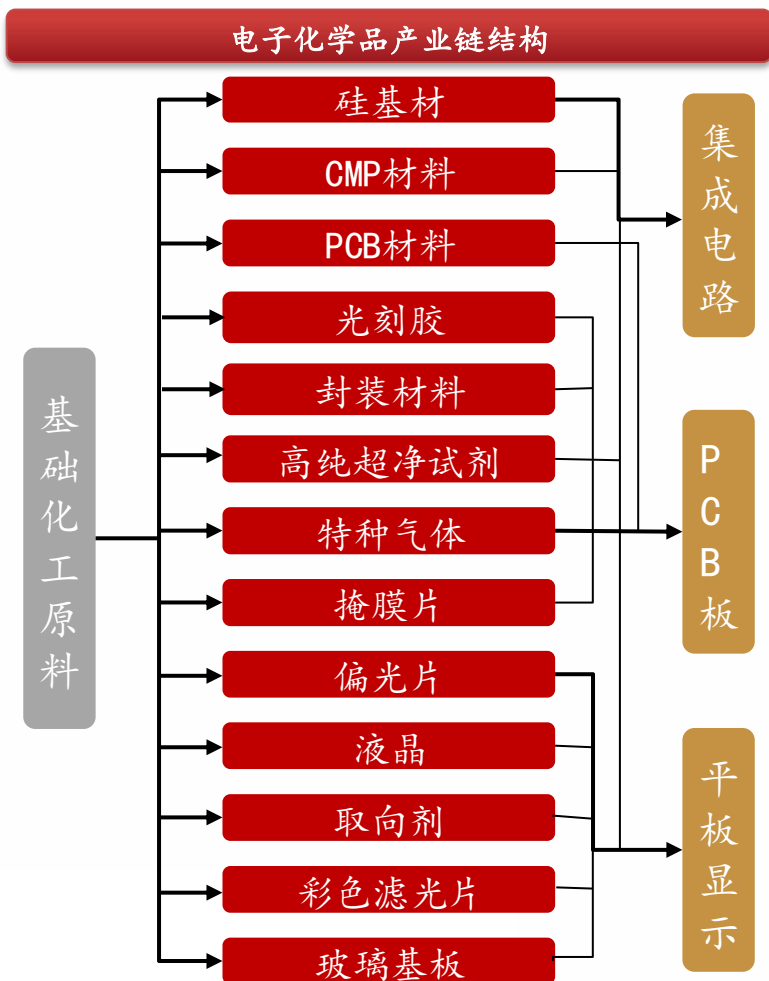
新兴市场

对比国外主要应用领域，未来我国在橡胶增强、摩擦密封等领域还有很大增长空间。据Tecnon OrbiChem统计，2019年对位芳纶在橡胶增强领域的全球应用占比高达29.02%，而国内仅为15.13%；全球摩擦密封材料领域的对位芳纶消费量约1.75万吨，需求占比达21.79%，而国内消费量仅1150吨，需求占比约10%。

www.swsc.com.cn

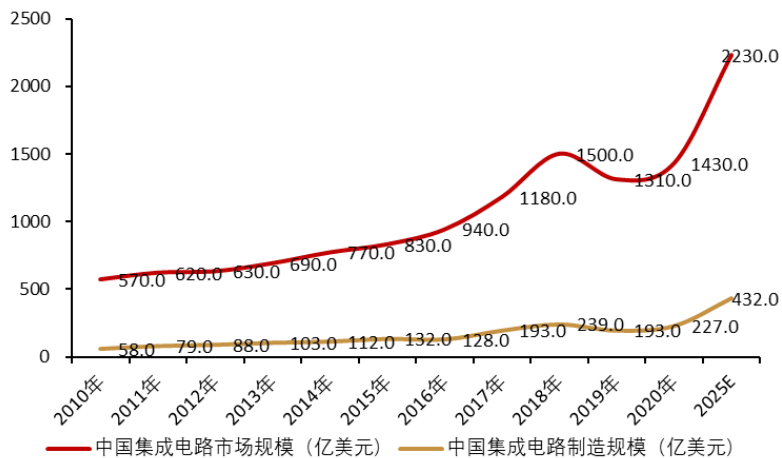
电子化学品行业：下游高速增长、政策大力支持、进口替代空间大

- 全球半导体产业、显示面板产业等快速向中国转移，电子化学品国产率提升空间较大，叠加政策支持，电子化学品行业迎发展机遇。

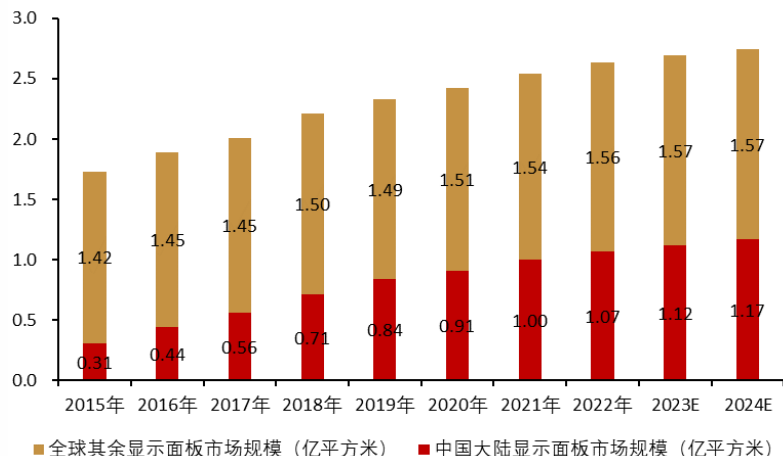


电子化学品行业：下游高速增长、政策大力支持、进口替代空间大

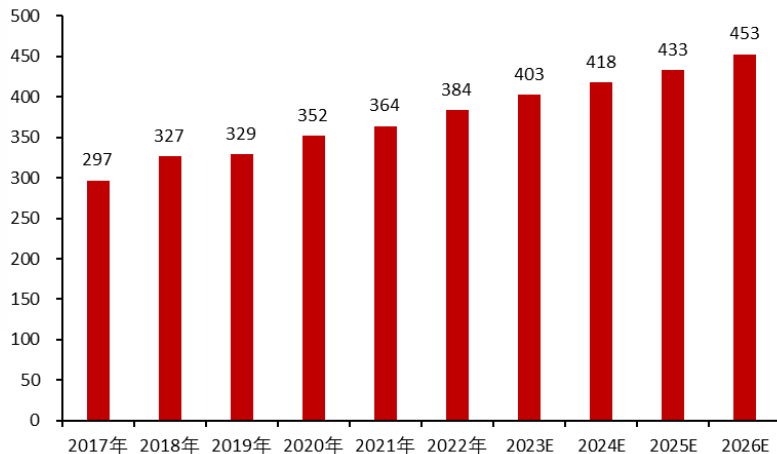
中国集成电路市场和集成电路制造趋势



中国及全球显示面板市场规模



2017-2026年中国PCB产值统计预测 (亿美元)



电子化学品材料国产化率

产品领域	细分领域	国产化率	市场规模
制造材料	硅片	5%	126亿美元
	掩膜片	/	42亿美元
	光刻胶	<5%	45亿美元
	特种气体	<10%	55亿美元
	湿电子化学品	15%	24亿美元
	半导体靶材	<10%	7亿美元
	CMP抛光液	5%	15亿美元
	CMP抛光垫	1%	9亿美元
封装材料	封装基板	5%	100亿美元
	引线框架	14.2%	31亿美元
	陶瓷封装材料	5%	15亿美元
	键合丝	15%	31亿美元
	封装塑料	10%	20亿美元
第三代半导体材料	芯片粘结材料	5%	7亿美元
第三代半导体材料		<5%	310亿美元

分子筛行业：全球市场规模稳步增长，国内市场空间巨大

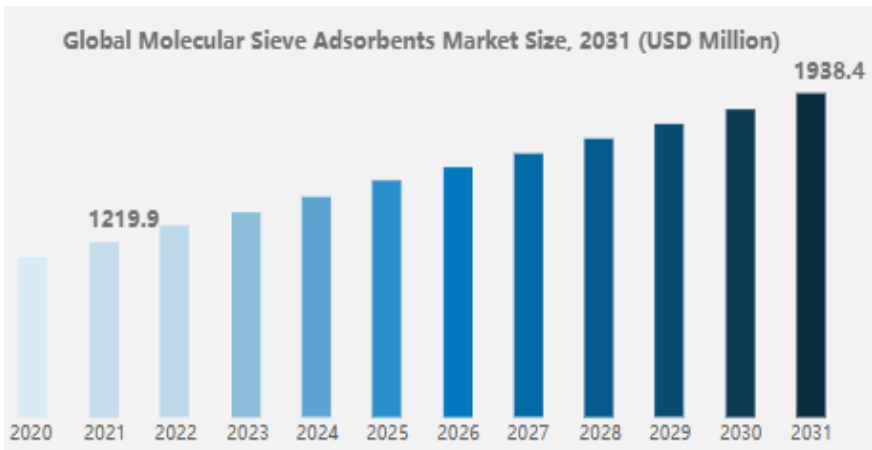
分子筛催化剂可用于环保、能源化工及精细化工多行业

- 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。

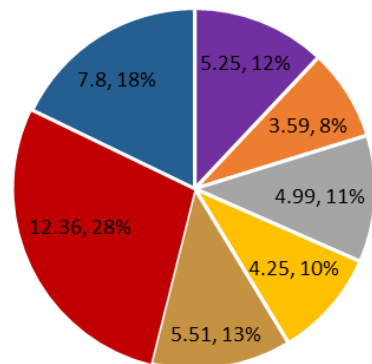
分子筛种类	应用领域	说明
CHA结构分子筛	移动源尾气脱硝	CHA结构分子筛指骨架代码为CHA，具有菱沸石结构的特种分子筛，该类分子筛具有特殊的孔道结构，在担载特定金属组分（如铜）后，能够高效去除汽车尾气中的氮氧化物。CHA结构分子筛主要应用于柴油车等移动源尾气排放的脱硝处理，可以满足国六阶段排放标准。
钛硅分子筛	环氧丙烷催化剂、己内酰胺催化剂	以钛为活性中心的分子筛具有优异的催化氧化性能，在以过氧化氢或烷基过氧化氢为氧化剂时，能够参与烯烃的环氧化、芳烃羟基化、醛酮氨肟化、烷烃氧化等许多重要的反应，被普遍认为是环境友好的绿色催化剂。钛硅分子筛催化剂主要应用于烯烃环氧化与酮氨肟化两个过程，主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、低烃烷基化、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。

分子筛行业：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

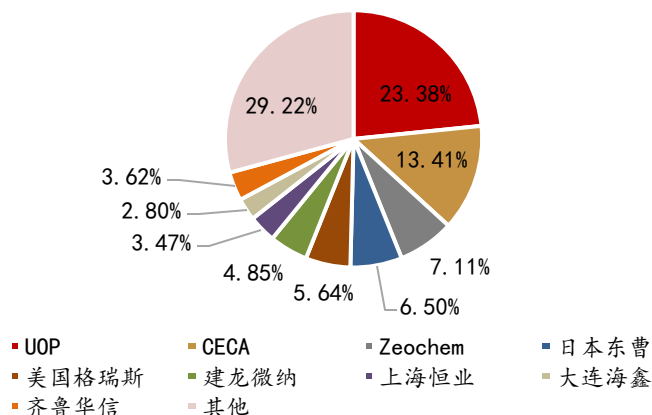


2023年全球分子筛应用领域占比（万吨）



■ 空气分离 ■ 炼油 ■ 石化 ■ 制冷剂 ■ 天然气 ■ 中空玻璃 ■ 其他

全球分子筛产量格局



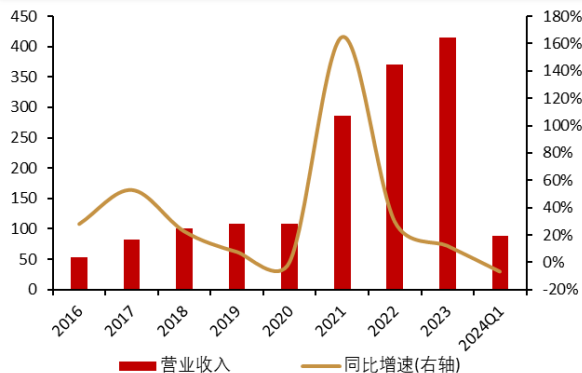
- 据Business Research测算，2021 年全球分子筛吸附剂市场规模为 12.2 亿美元，预计到 2031 年将达到 19.4 亿美元，预测期内复合年增长率为 4.7%。根据HIS Markit测算，2023年全球分子筛催化剂消费量为43.75 万吨，按照3万元/吨计算市场规模约为131.25亿元，其中中空玻璃和天然气是用量最大的两个领域。
- 美国霍尼韦尔（UOP）分子筛产量占比为23.38%，其次是法国阿科玛（CECA）公司（13.41%）和美国Zeochem公司（7.11%），此外，国内企业建龙微纳、上海恒业、大连海鑫、齐鲁华信四家公司贡献的产量占比为14.74%。

目 录

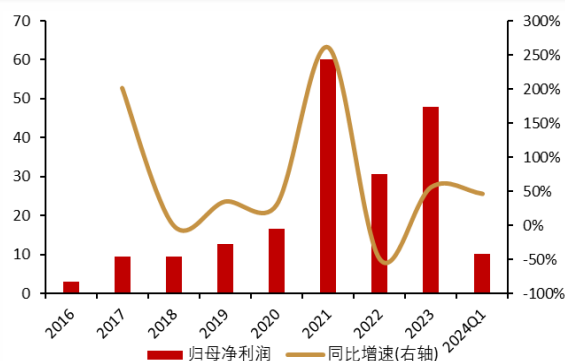
- ◆ 2024年上半年行业回顾
- ◆ 2024年上半年行业趋势
- ◆ 2024年下半年行业投资策略
 - ◆ 新型煤化工
 - ◆ 轮胎行业
 - ◆ 大农资板块
 - ◆ 合成生物学
 - ◆ 涂料板块
 - ◆ 芳纶行业
 - ◆ 电子化学品行业
 - ◆ 分子筛行业
- ◆ 2024年下半年重点关注标的

卫星化学(002648)：轻烃一体化龙头业绩修复，化学新材料打开成长空间

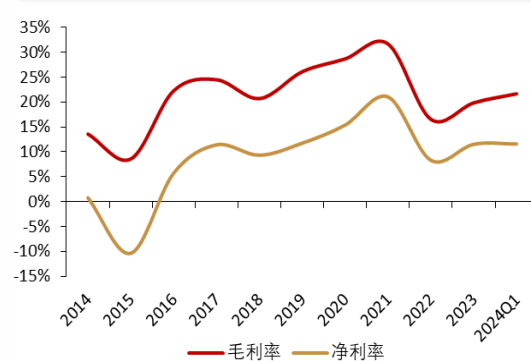
公司营收（亿元）及同比增速



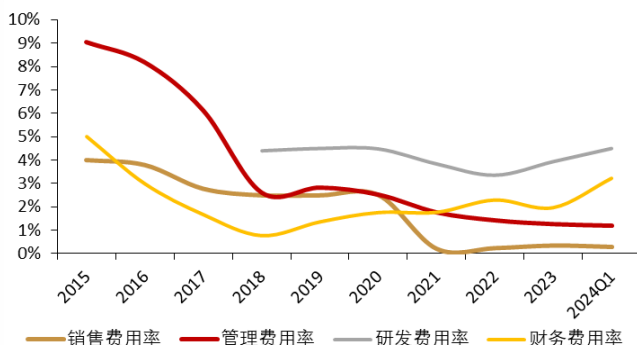
公司归母净利润（亿元）及同比增速



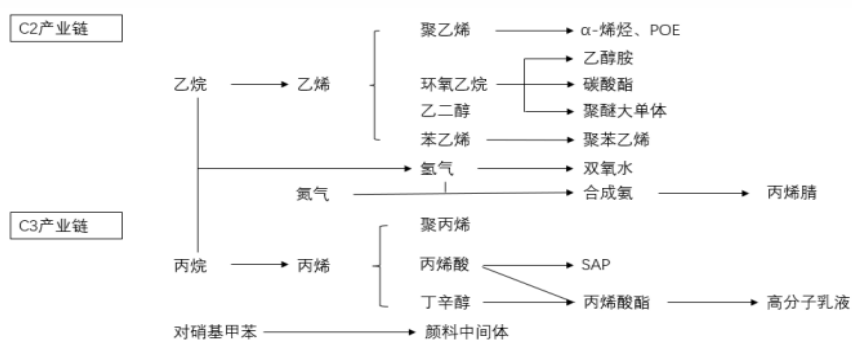
公司历年毛利率及净利率



公司历年期间费用率



公司主要产品产业链简图



- 作为国内轻烃一体化龙头，2022年受新冠疫情、地缘政治冲突与宏观经济波动的影响，公司业绩承压。2023年四季度以来，公司主要原材料价格开始大幅下跌，将有效降低公司的主营业务成本。随着需求逐步回暖，轻烃裂解价差有望继续大幅改善，公司业绩将持续修复。
- 连云港石化有限公司年产135万吨PE、219万吨EOE和26万吨ACN联合装置项目二阶段工程全面投产，绿色化学新材料产业园项目陆续建成。未来随着年产20万吨乙醇胺、80万吨聚苯乙烯、10万吨α-烯烃与配套POE、75万吨碳酸酯投产，有望打开公司成长空间。

www.swsc.com.cn

数据来源：卫星化学公告，wind，西南证券整理

卫星化学(002648)：轻烃一体化龙头业绩修复，化学新材料打开成长空间

□ 投资逻辑：

1) 国内领先的轻烃一体化生产企业，C3产业链龙头，积极布局C2产业链，多元化发展不断提升盈利水平。2) 加码高分子材料业务，续力成长曲线。2023年，成功实现连云港石化有限公司年产40万吨聚苯乙烯装置和年产10万吨乙醇胺装置一次开车成功；自主研发的年产1000吨 α -烯烃工业试验装置一次开车成功；POE装置、电极粘合剂PAA等项目均取得阶段性成果。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2024-2026年EPS分别为2.03元、2.67元、3.30元，对应动态PE分别为9倍、7倍、5倍。维持“买入”评级。

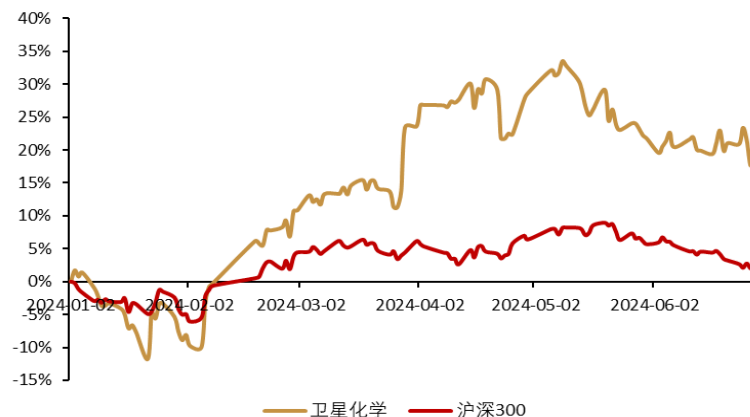
□ 风险提示：

项目投产不及预期风险，原材料价格波动风险，产品价格大幅下降风险，地缘政治风险。

业绩预测和估值指标

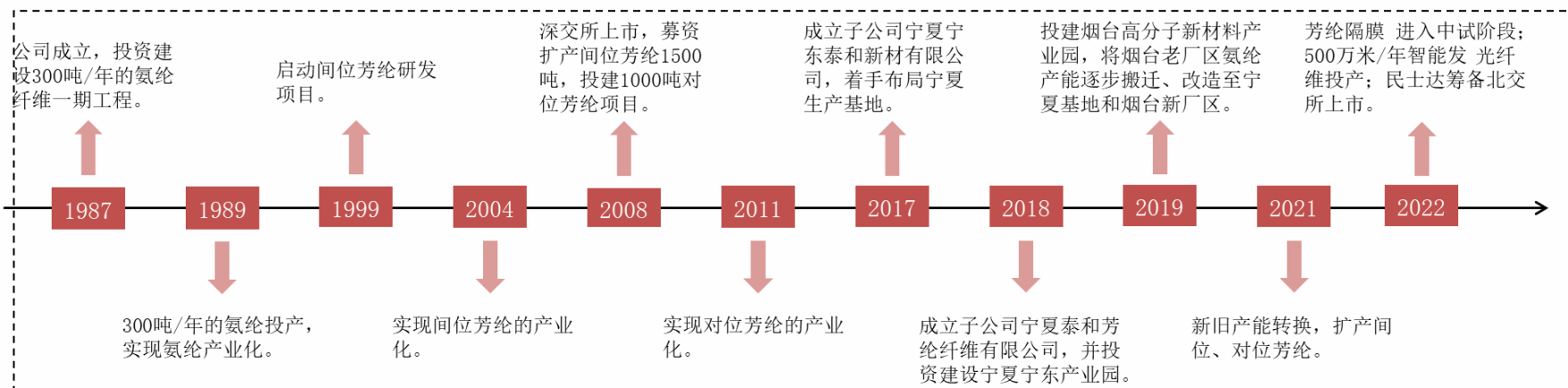
指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	414.87	515.28	620.91	702.79
营业收入增长率	11.99%	24.20%	20.50%	13.19%
归母净利润(亿元)	47.89	68.29	89.79	111.22
净利润增长率	56.42%	42.57%	31.49%	23.87%
EPS(元)	1.42	2.03	2.67	3.30
P/E	12	9	7	5

股价表现



泰和新材(002254)：我国氨纶、芳纶行业的标杆企业

- 泰和新材成立于1987年，专门从事高性能纤维的生产和研发，是我国氨纶、芳纶行业的标杆企业。2004年公司率先实现间位芳纶的产业化生产；2011年公司首条1000吨/年对位芳纶生产线成功投产；2020年收购芳纶纸龙头民士达，产业链延伸至下游深加工领域；2023年上半年芳纶隔膜、纤维绿色处理化技术进入中试阶段。



泰和新材现有产能及规划

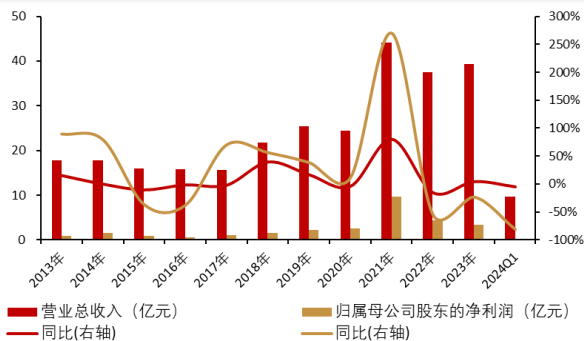
产品	现有产能 (万吨)	现处生产基地	现有产能规划	在建产能 (万吨)	投产基地	预计投产节奏
氨纶	1.5	烟台 (高分子)	维持现状			
	8	宁夏 (宁夏宁东)	维持现状			
间位芳纶	0.7	烟台 (高分子)	搬迁置换			
	0.9	烟台 (高分子)	维持现状	0.4	烟台 (高分子)	预计最晚2024.9完全投产
对位芳纶	0.15	烟台 (老厂区)	搬迁置换	0.5	烟台 (高分子)	1500吨实施搬迁，2023年中新投产3500吨，到23年底5000吨全部投产
	0.45	宁夏 (宁夏泰和)	维持现状	1.2	宁夏 (宁夏泰和)	2023H2投产0.6万吨，预计最晚2024.12投产
芳纶纸	0.3	烟台 (民士达)	维持现状	0.15	烟台 (民士达)	2024年投产
芳纶隔膜	0.3亿平	/	/	/	烟台	中试阶段，预计2023年量产，量产产能0.3-0.5亿平

www.swsc.com.cn

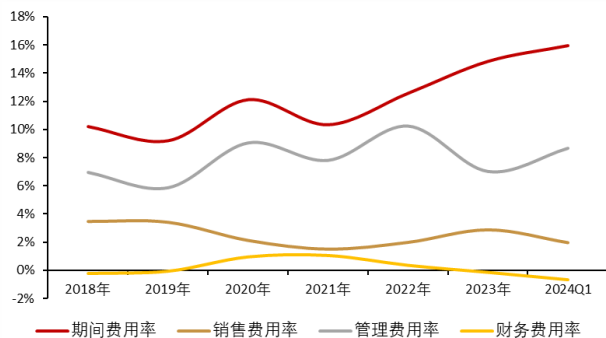
数据来源：公司公告，西南证券整理

泰和新材(002254)：芳纶壁垒高，成为公司主要盈利点

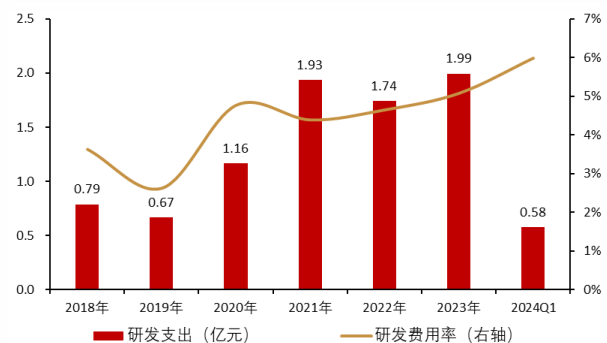
公司营收、归母净利润变化情况



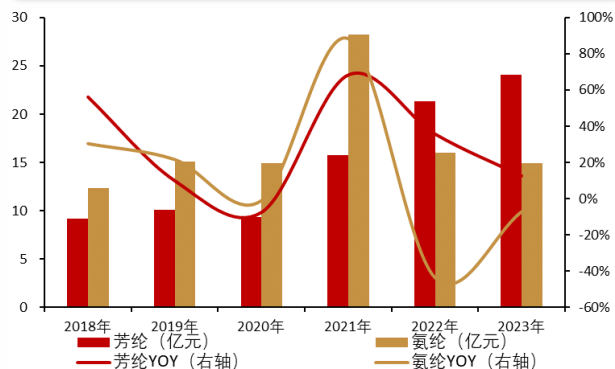
公司期间费用率情况



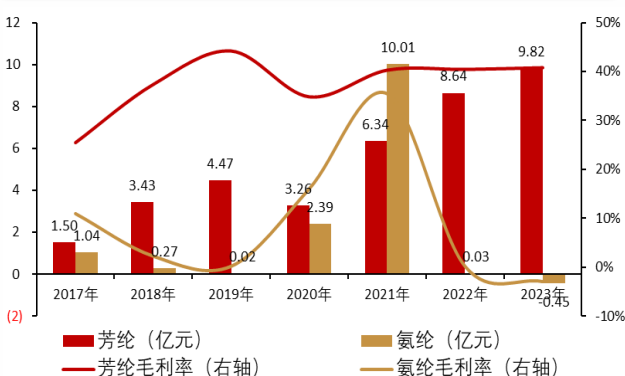
公司研发支出情况



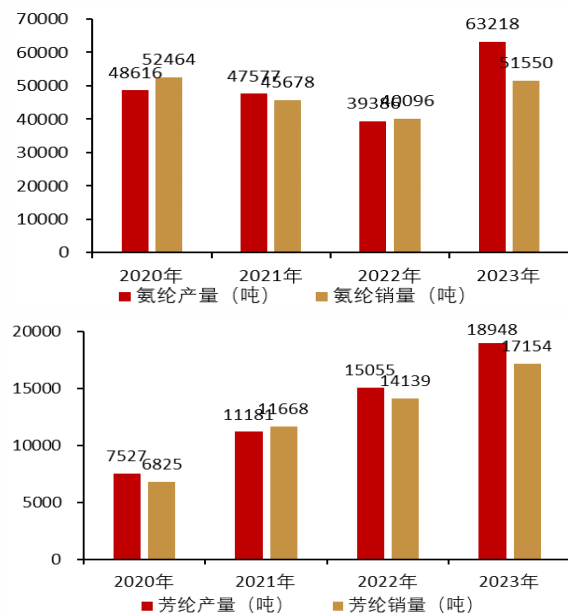
分产品营收情况



分产品毛利及毛利率情况



产销情况



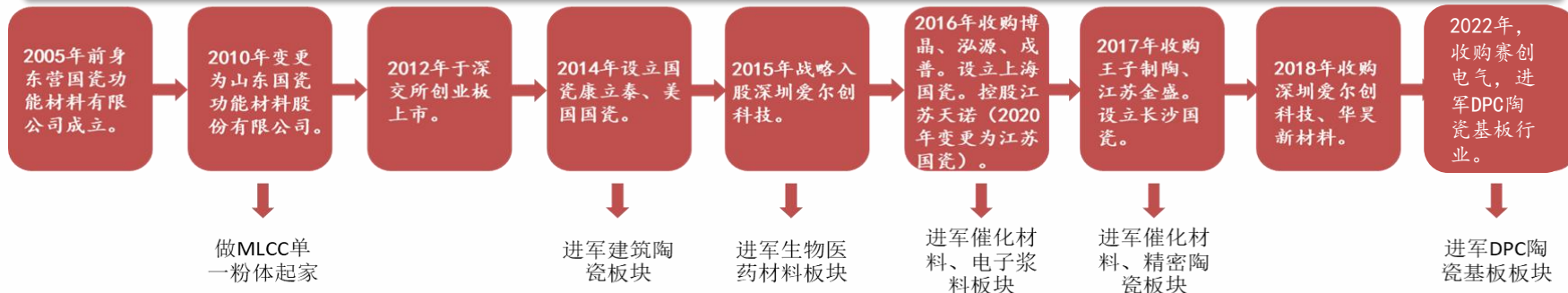
- 氨纶周期波动大。2021年防疫物资如口罩、防护服消耗巨大，拉动氨纶需求上升，市场价格高涨，2021年氨纶营收同比+88.5%，毛利率达35.5%。2022年开始，下游需求萎缩，行业产能过剩，价格大幅下跌，2022年营收同比-43.3%。
- 芳纶产销两旺，毛利率相对稳定，成为公司主要盈利点。下游行业发展前景向好，叠加公司具备产能和技术上的优势，在市场上极具竞争力，产销持续增长。
- 风险提示：产品及原料价格波动风险，市场竞争加剧风险，下游需求不及预期风险。

www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

国瓷材料(300285)：立足粉体，通过横向并购布局长远

国瓷材料发展历程

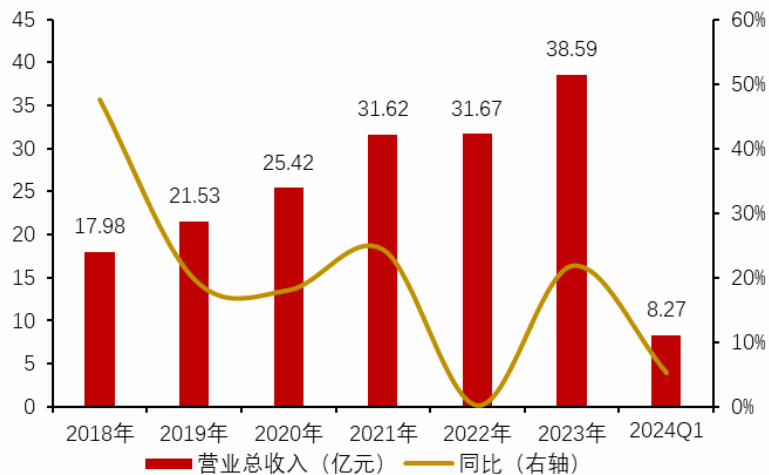


公司产品及产能梳理

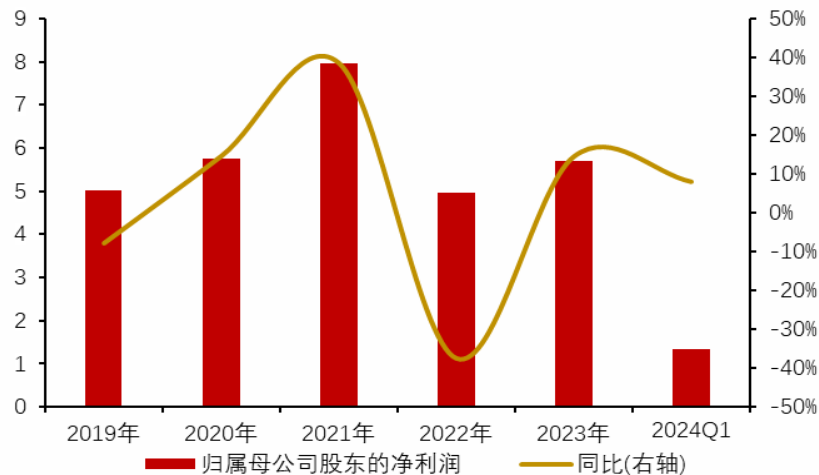
六大业务板块	产品	现有产能	下游
电子材料	MLCC配方粉（万吨）	1.2	应用于制造多层陶瓷电容器（MLCC）、单板陶瓷电容器、热敏电阻、压电陶瓷、微波陶瓷等电子元器件的主要原料之一
	纳米级氧化锆（吨）	1000	假牙材料、电子材料板块中的陶瓷材料、微波介质陶瓷器件（陶瓷介质滤波器）
	电子浆料（吨）	太阳能光伏	200
MLCC		200	
催化材料行业	蜂窝陶瓷（万升）	4000	应用于汽油机、柴油机、天然气以及新能源混合车的尾气处理，使其排放达标
	分子筛		应用于汽车等移动源尾气排放的脱硝处理
	钨钴固溶体氧化物	1000	应用于汽车尾气三元催化剂中，提高催化剂工作效率
建筑陶瓷	陶瓷墨水、陶瓷色釉料（万吨）	3	应用于陶瓷的数码化打印，可以增加瓷砖美观度，实现建筑陶瓷的个性化和功能化
精密陶瓷	陶瓷轴承球	3亿粒	应用于混合轴承、陶瓷轴承以及阀门球等设备
	陶瓷基板及金属化	36万片	应用于LED、IGBT、半导体制冷、激光器、激光雷达等领域
	陶瓷套筒、陶瓷插芯等结构件		应用于光通信光传输中的活动连接和制造各种精密仪器设备
生物医药材料	牙科用纳米级复合氧化锆粉体（吨）	2000	用于加工和生产牙科固定修复用各类氧化锆瓷块的基础口腔材料之一
	氧化锆瓷块		应用于制作牙科固定义齿的冠、桥、嵌体的多晶陶瓷类义齿修复材料
	玻璃陶瓷瓷块		应用于椅旁CAD/CAM工艺修复的单颗快速美学修复、热压铸工艺修复的美学贴面修复或前牙三连桥美学修复
	复合树脂陶瓷		应用于通过CAD/CAM工艺制作牙科修复体，包括嵌体、高嵌体、非承力区牙冠和贴面
新能源	锂电池正极添加剂		添加于锂电池正极，可以提高锂电池能量密度、安全性、稳定性，降低界面电荷转移阻力
	高纯超细氧化铝（万吨）	1.5	应用于锂电隔膜涂布、锂电池正极材料添加等
	勃姆石（万吨）	2.5	应用于锂电隔膜和极耳涂布等领域
	锂电池正负极研磨用氧化锆微珠		应用于正极磷酸铁锂材料和负极硅碳材料的研磨

国瓷材料(300285)：立足粉体，通过横向并购布局长远

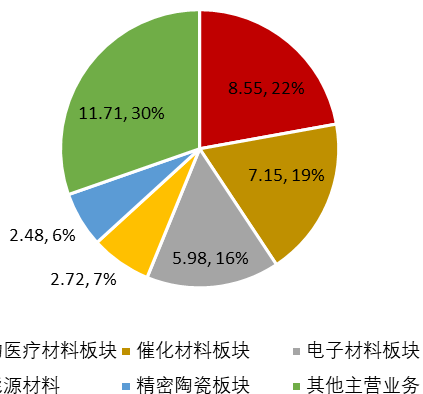
历年营收及增速



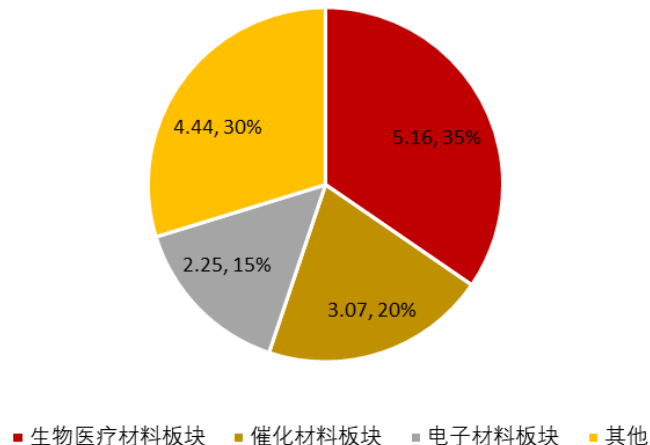
历年归母净利润及增速 (亿元)



2023年各业务营收 (亿元) 及占比

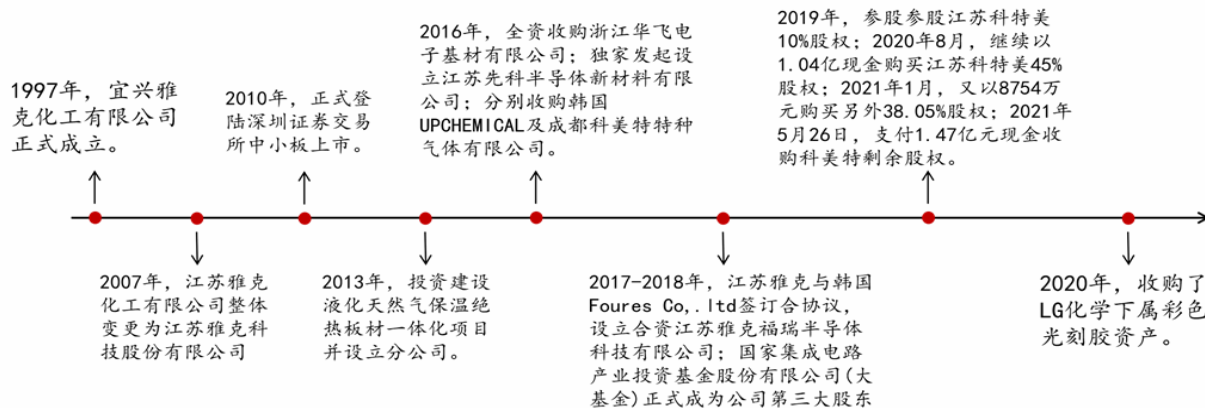


2023年各业务毛利 (亿元) 及占比



雅克科技(002409)：并购重组进军半导体赛道，实现华丽转型

公司发展历程



2023年公司产品及产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
LNG板	MarkIII/GST型：8万件	100.00%		均已投产
CFPR彩色光刻胶	3,120T/年	71.07%		均已投产
TFTPR 正胶	4,560 T/年	70.17%		均已投产
阻燃剂	55,000 T/年	20.00%		均已投产
球形硅微粉	10500 T/年	100.00%		均已投产
中高端EMC球形封装材料	4000 T/年	100.00%		均已投产
MUF用球形硅微粉	3000 T/年	100.00%		均已投产
覆铜板用球形硅微粉	2000 T/年	100.00%		均已投产
LOW- α 球形硅微粉	1000 T/年	100.00%		均已投产
高纯六氟化硫	10000T/年	85.00%		2023年公司主要进行了部分电解槽系统的更新改造58套，投入资金1218万元。
高纯四氟化碳	2000T/年	100.00%		均已投产
液态输送系统	600台/年	100.00%		均已投产

雅克科技(002409)：并购重组进军半导体赛道，实现华丽转型

□ 投资逻辑：

1) **LNG保温隔热板材订单饱满持续贡献业绩**。温室气体减排政策持续刺激天然气消费量，俄乌冲突迫使欧洲海运LNG需求激增，近几年LNG海运市场表现强劲，LNG运输船手持订单处于近10年以来的历史最高位。雅克科技板材手持订单总额超过62亿元，工程服务订单总额超过20亿，并在持续增长中。

2) **光刻胶新产品新项目持续导入放量**。先科工厂光刻胶项目在客户端验证顺利，预计24H1陆续投产，2024年RGB、TFT、OCPS攻击新开项目32个，新增产能5340吨，2024年面板光刻胶市占率有望国内第一。

3) **前驱体受益HMB扩产景气度高**。前驱体主要产品今年实现本地化量产，当前产能500吨，客户端验证完毕。需求端来看，当前半导体市场稳步复苏、存储器产品价格上涨、HBM渗透率提升、核心厂商积极扩能，为公司业绩增长提供动力。

业绩预测与投资建议：

预计公司2024-2026年EPS分别为1.79元、2.70元、3.69元，对应动态PE分别为35倍、23倍、17倍，维持“买入”评级。

□ 风险提示：

项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，汇率波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	47.38	61.58	75.92	90.80
营业收入增长率	11.24%	29.98%	23.29%	19.59%
归母净利润(亿元)	5.79	8.51	12.86	17.57
净利润增长率	10.53%	46.79%	51.23%	36.59%
EPS(元)	1.22	1.79	2.70	3.69
P/E	49	35	23	17

股价表现



华特气体(688268)：致力于特种气体国产化的民族气体厂商

- 华特气体是一家致力于特种气体国产化，打破极大规模集成电路、新型显示面板等高端领域气体材料制约的民族气体厂商。随着公司的持续研发，公司逐步实现了高纯六氟乙烷、高纯三氟甲烷、光刻气、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯八氟丙烷、高纯一氧化氮等近20多个产品的进口替代。目前，公司产品已批量供应14nm、7nm等产线，并且公司的部分氟碳类产品、氢化物已进入5nm的先进制程工艺中使用并不断扩大覆盖范围。

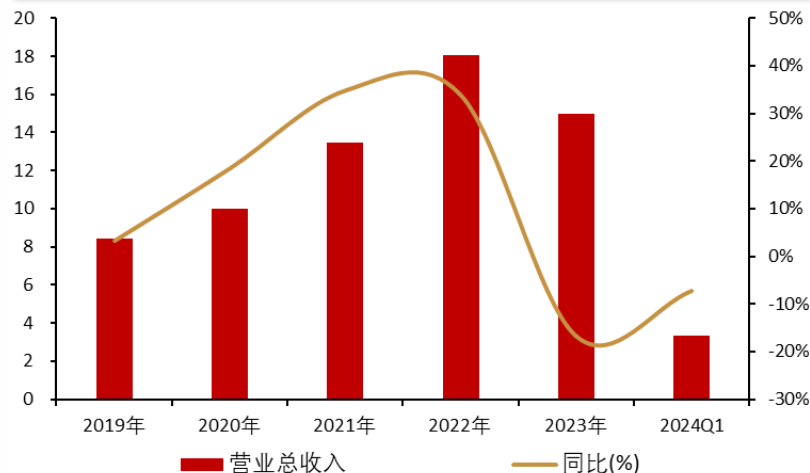
公司主要产品梳理

类别		主要产品	简介及用途
特种气体	氟碳类	高纯六氟乙烷	主要用于集成电路生产过程中的等离子蚀刻，在电场加速作用下形成等离子体，与硅基材料反应，在材料表面进行选择性地蚀刻，随着集成电路制程逐步进入14nm、7nm乃至5nm，高精度要求决定了其蚀刻过程必须采用高蚀刻率、高精确定性的氟碳类气体。
		高纯四氟化碳	
		高纯三氟甲烷	
		高纯八氟环丁烷	
		高纯八氟丙烷	
		高纯一氟甲烷	
		高纯二氟甲烷	
	光刻及其他混合气体	Ar/F/Ne 混合气	均为光刻气，光刻机是半导体制造的核心设备，光刻气体是光刻机产生深紫外激光的光源。不同的光刻气能产生不同波长的光源，其波长直接影响了光刻机的分辨率，是光刻机的核心之一。
		Kr/Ne 混合气	
		Ar/Ne 混合气	
		Ar/Xe/Ne 混合气	
	碳氧化合物	高纯二氧化碳	具有弱酸性，高纯二氧化碳溶解于去离子水，可在避免二次污染的情况下清洗残留于硅片表面的颗粒物、油污，并去除静电。集成电路生产过程的干法蚀刻。
		高纯一氧化碳	
	氢化物	硅烷	主要用于生产单晶硅、多晶硅等半导体制造的气相沉积。
乙硅烷		用于半导体制造中的气象沉积薄膜。	
高纯氢气		重要的工业气体和还原剂，在石油化工、电子工业、冶金工业、食品加工、精细有机合成、航空航天等方面有着广泛的应用。	
高纯氮气		可用于生产氮化镓(GaN)、氮化硅(Si3N4)等氮化物，用于LED、光伏太阳能电池领域。	
氮氧化合物	氧化亚氮	高纯氧化亚氮作为电子气体，主要用于半导体光电器件研制生产的介质膜工艺。此外，氧化亚氮还广泛应用在医用麻醉剂、食品悬浮剂、制药、化妆品等领域。	
	一氧化氮	用于半导体生产中的氧化、化学气相沉积工艺。	
普通工业气体	氧	主要用作金属冶炼等行业的助燃剂、化肥等化工工业的氧化剂。	
	氮	主要用作化工、机械制造、家电等行业的保护气、金属冶炼等行业的炉温退火	
	氩	主要用作电弧焊接的保护气、填充光电管等。	
	工业氨	主要用作电厂环保脱硝处理、味精生产、金属加工等，以及进一步纯化得到高纯氨。	

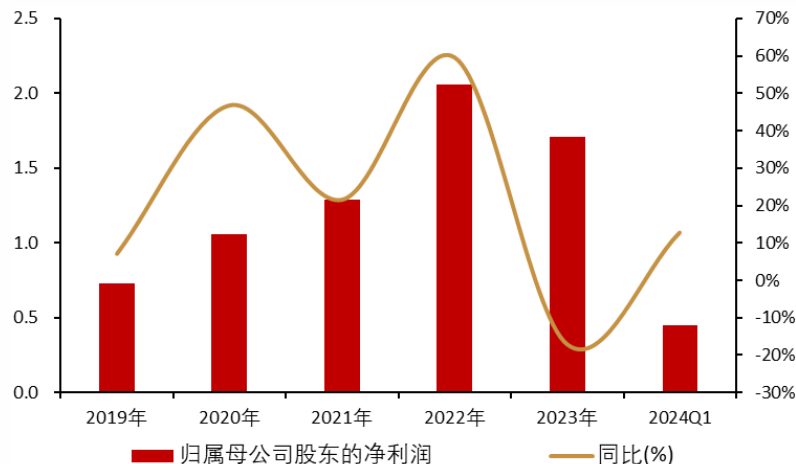
华特气体(688268)：产能扩张夯实发展基础，回购彰显长期信心

- **回购彰显发展信心，完善公司长效激励机制。**公司2023年10月30日召开的第三届董事会第三十三次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购股票，回购的股票将全部用于员工持股计划或股权激励。回购彰显对公司未来发展的信心和对公司价值的认可，建立、完善公司长效激励机制，充分调动公司员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合在一起，有利于公司长期发展。
- **特气产能快速扩张，夯实长远发展基础。**2023年3月，公司拟向不特定对象发行可转换公司债券，项目建成后将生产高纯一氧化碳、高纯一氧化氮、高纯六氟丙烷及异构体、电子级溴化氢、电子级三氯化硼、超高纯氢气、超纯氦气、超纯氟气、超纯氖气和超纯氩气共1764吨/年，预计于2025年投产。2023年上半年，公司IPO募集资金投资项目已达到预定可使用状态，公司拟将上述募集资金投资项目予以结项，将增强公司在所属行业的竞争优势，丰富产品链，进一步提高本公司的核心竞争力。2023年10月，公司公告拟与广东省中山市三角镇人民政府签订《华特半导体材料研发总部项目投资协议书》，建设半导体气体研发生产中心，总投资8亿元，目前佛山总部的产能趋于饱和，该项目如能落实将有助于疏解佛山总部部分产能压力，同时为公司未来在广东的发展夯实基础。
- **风险提示：**产品及原料价格波动风险，需求不及预期风险，市场竞争加剧风险。

历年营收及增速（亿元）

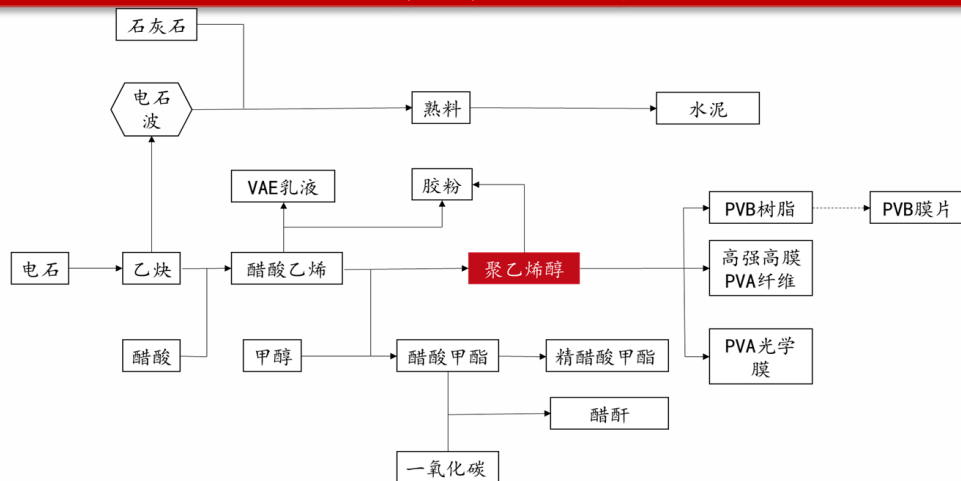


历年归母净利润及增速（亿元）



皖维高新(600063)：以PVA产品为核心，高端功能膜材料为突破

公司产品产业链简图



- 公司拥有化工、化纤、建材、新材料四大产业板块，形成电石—PVA—PVA纤维、膜用PVA—PVA光学薄膜—偏光片、PVA—PVB树脂—PVB胶片、生物质酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAC—VAE—可再分散乳胶粉等五大产业链。

公司新材料产品产能情况

产品	主要厂区或项目	设计产能	2023年产能利用率	主要原材料	下游应用领域
PVA光学膜、偏光片、PVB树脂、PVB胶片、胶粉、功能化改性聚酯切片等	安徽本部PVB树脂	1.8万吨/年	77%	PVA、VAE、精对苯二甲酸、乙二醇	显示面板、光电、印刷、陶瓷、航空、汽车、建筑、纺织等行业
	安徽本部胶粉	4万吨/年	100%		
	安徽本部VAE乳液	6万吨/年	94.83%		
	安徽本部PVA光学膜	1200万平方米/年	37.65%		
	安徽本部偏光片	700万平方米/年	49.25%		
	安徽本部聚酯切片	7.5万吨/年	97.87%		
	广西皖维VAE乳液	6万吨/年	100.00%		

- 目前公司新材料项目包括功能型PVA及高性能PVA纤维、功能性差别化聚酯、1200万平方米PVA光学薄膜、700万平方米偏光片、12万吨VAE乳液、4万吨可再分散性胶粉、1.8万吨PVB树脂、2.2万吨PVB胶片等。其中，“一膜一片”——PVA光学薄膜和PVB胶片两大卡脖子技术，是公司重点突破项目，有望填补国内空白，打破国外垄断。

皖维高新(600063)：以PVA产品为核心，高端功能膜材料为突破

- 皖维高新作为PVA光学膜唯一国产替代公司，未来将充分受益偏光片国产化浪潮的推进。随着国内液晶面板产业的迅速扩张，作为偏光片主要原材料的PVA光学薄膜，特别是大宽幅的PVA光学薄膜的国内需求量将会逐年增大。截至目前，公司已完全掌握了符合TN级、STN级偏光片要求的PVA光学薄膜产品生产技术，TFT级PVA光学薄膜生产技术也取得重大技术突破，产品已进入国内主要偏光片生产企业的供应链体系，具备批量供货能力。2022年公司生产PVA光学膜180.33万平方米，实际产能利用率60.11%，预计2023年产量将达到780万平方米。

PVA光学膜及偏光片国内需求量及市场规模测算

	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E	2026E
LCD大陆总产能（百万平方米）	159.0	189.7	218.7	237.1	252.3	252.3	252.3
偏光片需求（百万平方米）	318.0	379.4	437.4	474.2	504.6	504.6	504.6
偏光片市场规模（亿元）	235.3	280.8	323.7	350.9	373.4	373.4	373.4
PVA光学膜需求（百万平方米）	159.0	189.7	218.7	237.1	252.3	252.3	252.3
PVA光学膜市场规模（亿元）	39.8	47.4	54.7	59.3	63.1	63.1	63.1

- PVB中间膜供给端：PVB中间膜市场几乎被海外巨头垄断，我国只能参与低端竞争。全球PVB胶片生产商主要有四家——美国首诺，日本积水，美国杜邦和日本可乐丽，它们占据了全球90%左右的市场份额，高端市场也被这四家几乎垄断。2023年我国现有PVB产能约10.9万吨，在建产能约7.5万吨，进口替代进程正在加快。
- 需求端：国内供给远不及需求。我国市场需求量从2017年的64.1万吨提升至2021年的80万吨，复合增速7.7%，2020年中国PVB中间膜需求量约占到全球总需求量的35%，现有产能仅11万吨，远不及国内需求量。

国内主要PVB生产厂商产能情况

企业名称	现有产能	在建产能
皖维高新 (含皖维丽盛)	2万吨PVB树脂+1.7万吨PVB膜	2.7万吨PVB膜
德斯泰	1万吨PVB树脂+2.3万吨PVB膜	4万吨PVB膜
建滔（佛冈）特种树脂	2万吨PVB树脂+2000万平米PVB胶片	未来5年实现年产PVB胶片4000万平米
忠信（清远）光伏材料	1.8万吨PVB树脂+2.4万吨特种凝胶、光伏材料PVB胶片	—
东材科技	1万吨PVB树脂	8000吨PVB膜
重庆华凯塑胶	9000吨PVB树脂+10000吨PVB胶片	—
湖州鑫富新材料	6000吨PVB树脂+6000吨PVB胶片	—
青岛昊成实业	8000吨PVB树脂	—
江西天辉新材料	6000吨PVB树脂	—
重庆川维鸿锦新材料	2万吨PVB树脂	总规划年产6万吨汽车胶片级PVB树脂项目

2016-2021年我国PVB中间膜市场需求量



www.swsc.com.cn

数据来源：皖维高新公告，中经产业研究院，Omdia，西南证券整理 测算详情参见已外发报告《业务多点开花，“腾笼换鸟”迈入新阶段》

皖维高新(600063)：以PVA产品为核心，高端功能膜材料为突破

- **PVA供应端有利好，需求承压，价差有所修复。**2024年开年以来，PVA价格缓慢上涨，根据百川盈孚，截至2024年4月29日，PVA均价11606.0元/吨，较年初+4.2%。电石乙炔法生产PVA价差方面，从年初的774.3元/吨修复至2608.9元/吨。往后看，成本端：原材料醋酸乙烯当前价格处于底部，华北流厂家装置降负荷运行，西北主流厂家装置短停，供应端利好下价格有望上扬；供应端：开年以来开工率持续上升，库存3月份开始大幅降低，库存无压力；需求端：PVA主要应用场景是大基建类，作为添加材料，占下游成本比例较低，下游对PVA价格不敏感，我们预计大基建行业景气度向上，PVA需求有望迎来增长。
- **特种PVA产品需求旺盛，看好公司新产品产能释放带来的业绩增量。**随着PVA光学膜、PVB胶片、聚合助剂、土壤改良、纸品粘合剂、陶瓷粘合剂、环保以及医药和化妆品等PVA下游行业快速发展，对于特种PVA产品的需求十分旺盛，公司加大对PVA纤维、PVB树脂、PVB胶片、PVA光学膜、可再分散性胶粉等产品的研发及投产力度，特种PVA及其延伸产业链产品正在逐步投放市场，市场占有率不断提升，普通产品基本实现进口替代，国内PVA行业下游消费结构也得到进一步改善。截至2023年年底，公司PVA光学膜产能1200万m²/年，产能利用率37.7%，在建产能2000万m²/年，预计2025年上半年完工；PVB胶片现有产能2.2万吨/年，产能利用率74.6%，在建产能2万吨/年，预计2024年下半年投产。
- **预计2024-2026年EPS分别为0.46元、0.55、0.76元，对应动态PE分别为8倍、6倍、5倍。维持“持有”评级。**
- **风险提示：**原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(百万元)	8262.61	9720.37	10961.30	12369.21
营业收入增长率	-16.89%	17.64%	12.77%	12.84%
归母净利润(百万元)	341.70	1000.67	1190.51	1629.18
净利润增长率	-75.05%	192.85%	18.97%	36.85%
EPS(元)	0.16	0.46	0.55	0.76
P/E	25	8	6	5

数据来源：Wind，西南证券；注：数据更新至2024.6.27

股价表现



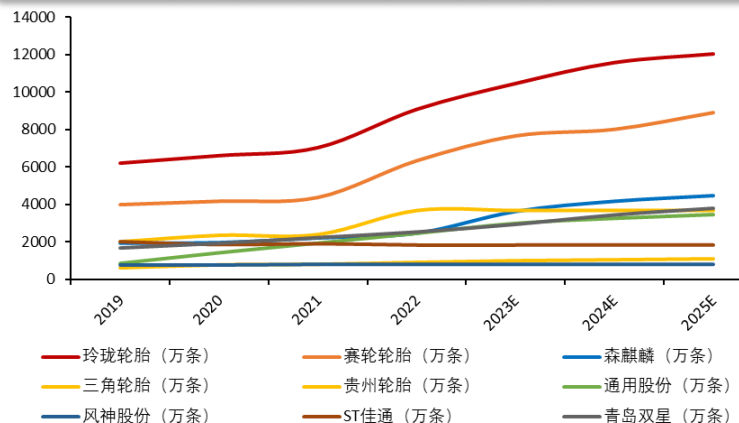
玲珑轮胎(601966)：需求边际向好，轮胎龙头业绩有望持续回暖

- 公司2022年上半年乘用车及轻卡子午线轮胎产量为全国轮胎企业第一，卡车用全钢胎产量为全国第二。2023-2025年公司轮胎总产能达10058/11268/12668万条/年。随着产能的持续释放，公司的行业地位将持续提升。
- 公司围绕配套中高端产品占比、中高端车型占比、中高端品牌占比三个结构调整改善配套领域的盈利能力，并以此形成品牌突破以及替换拉动。

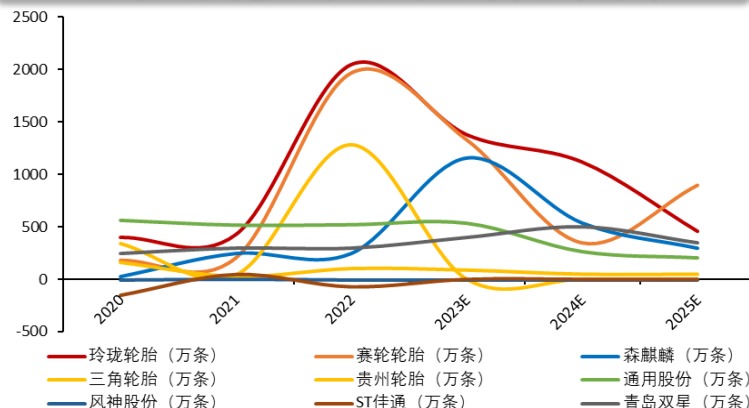
公司产能及预期 (万条/年)

		2021	2022	2023	2024E	2025E
招远	半钢	3000	3000	3000	3000	3000
	全钢	585	585	585	585	585
	斜交	25	25	25	25	25
德州	半钢	700	700	1000	1000	1000
	全钢	220	220	320	320	320
广西	半钢	1000	1000	1000	1000	1000
	全钢	200	200	200	200	200
	特胎	5	6	6	6	6
湖北	半钢	600	700	1200	1200	1200
	全钢	150	180	240	240	240
	工程胎			6	6	6
吉林	半钢			200	400	800
	全钢		100	100	200	200
铜川	半钢					400
	全钢				200	200
六安	半钢				400	400
	全钢					
泰国	半钢	1500	1500	1500	1500	1500
	全钢	220	220	220	220	220
塞尔维亚	半钢			400	600	1200
	全钢			50	160	160
合计	半钢	6800	6900	8300	9100	10500
	全钢	1375	1505	1715	2125	2125
	斜交	25	25	25	25	25
	工程胎			6	6	6
	特胎	5	6	12	12	12
总计		8205	8436	10058	11268	12668
增速			2.82%	19.23%	12.03%	12.42%

公司产能在轮胎上市公司中处于首位



公司产能增量在轮胎上市公司中位于前列



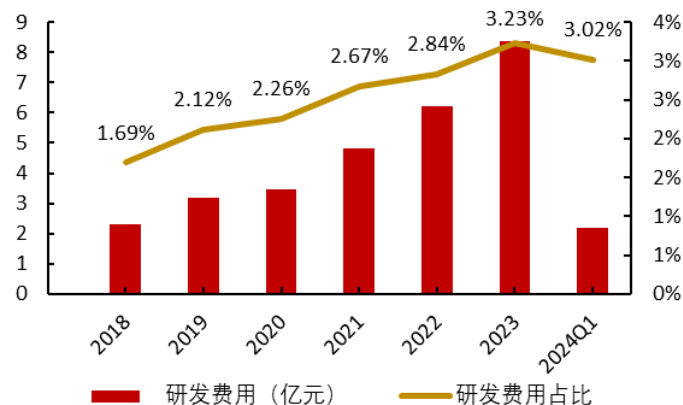
赛轮轮胎(601058)：非公路方兴未艾，液体黄金精彩纷呈

- 公司布局非公路产能早，未来几年产能持续释放，预计未来三年非公路方面营收增速40%左右。
- 公司“液体黄金”产品性能优秀，打破轮胎“魔鬼三角”。公司继2021年首次推出“液体黄金”全钢胎产品后，2022年推出“液体黄金”半钢产品，2023年，公司持续推出乘用车新产品，渗透率提升，发展前景广阔。

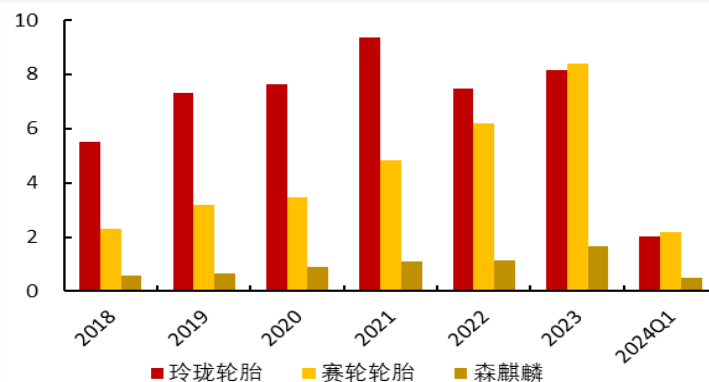
公司产能及预期 (万条/年)

公司产能及预期 (万条/年)					
		2022	2023	2024E	2025E
青岛	半钢	1000	1000	1200	1800
	全钢	320	350	500	800
	非公路(万吨)	5.6	6	15	15
东营	半钢	2400	2700	2700	2700
沈阳	全钢	450	500	500	500
潍坊	半钢	160	160	160	160
	非公路(万吨)	0.86	10	10	10
越南	半钢	1200	1600	1600	1600
	全钢	160	260	260	260
	非公路(万吨)	6	10	10	10
ACTR	全钢	265	265	265	265
柬埔寨	半钢	400	900	900	1500
	全钢	0	165	165	165
合计	半钢	5160	6360	6560	7760
	全钢	1195	1540	1690	1990
	非公路(万吨)	12.46	26	35	35
	全钢半钢合计	6355	7900	8250	9750

公司研发费用及研发费用占比逐步提高



公司研发费用在轮胎上市公司中位于前列 (亿元)



赛轮轮胎(601058)：非公路方兴未艾，液体黄金精彩纷呈

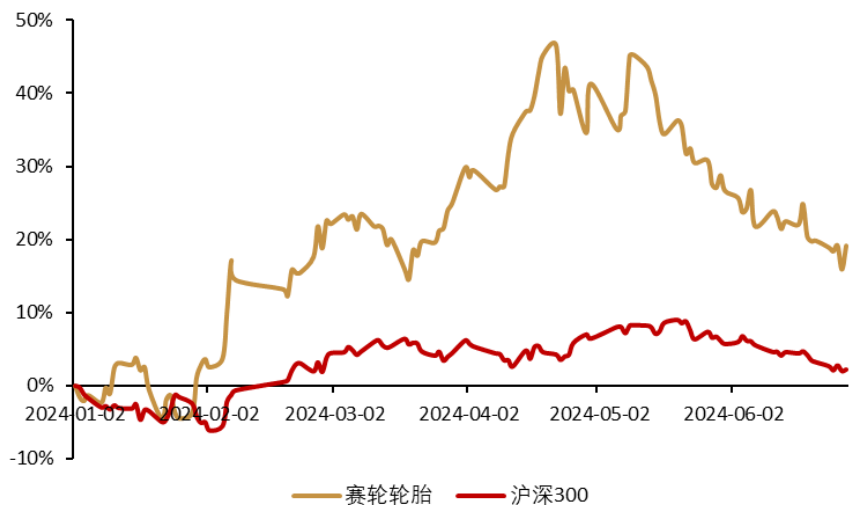
- **公司产能持续扩张，全球化进程日益完善。**23年公司青岛工厂非公路轮胎项目进行技术改造，并不断提高潍坊工厂非公路轮胎产能。在国外：2023年10月，柬埔寨工厂新投资建设年产600万条半钢子午线轮胎项目，2024年1月又追加投资增加600万条半钢子午线轮胎年产能，该项目建设完成后，柬埔寨工厂将具备年产2,100万半钢子午线轮胎及165万条全钢子午线轮胎的生产能力2023年12月，公司拟在墨西哥成立合资公司，投资建设年产600万条半钢子午线轮胎项目；2024年3月，公司拟在印度尼西亚投资建设年产360万条子午线轮胎与3.7万吨非公路轮胎项目。截止目前，公司共规划建设年产2,600万条全钢子午线轮胎、1.03亿条半钢子午线轮胎、44.7万吨非公路轮胎的生产能力公司全球化高质量布局，进一步增强应对国际贸易壁垒的能力。
- **非公路胎产能持续增长，产品认可度日益提升。**公司非公路轮胎产品已成功配套卡特彼勒、约翰迪尔、凯斯纽荷兰、英国JCB、三一重工、同力重工、徐工集团、雷沃重工等国内外知名工程、矿山、农业机械企业随着公司产能逐渐落地，高毛利、高技术壁垒的非公路轮胎产品将进一步提升公司竞争力。
- **盈利预测与投资建议。**风险提示：原材料供应及价格预计2024-2026年EPS分别为1.35元、1.55元、1.85元，对应动态PE分别为10倍、9倍、7倍。给予公司24年15倍PE，目标价20.25元，维持“买入”评级。
- **风险提示：**宏观经济波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入(亿元)	259.78	317.40	365.97	434.52
营业收入增长率	18.61%	22.18%	15.30%	18.73%
归母净利润(亿元)	30.91	44.23	50.89	60.86
净利润增长率	132.07%	43.09%	15.03%	19.61%
EPS(元)	0.94	1.35	1.55	1.85
P/E	18	10	9	7

数据来源：Wind，西南证券

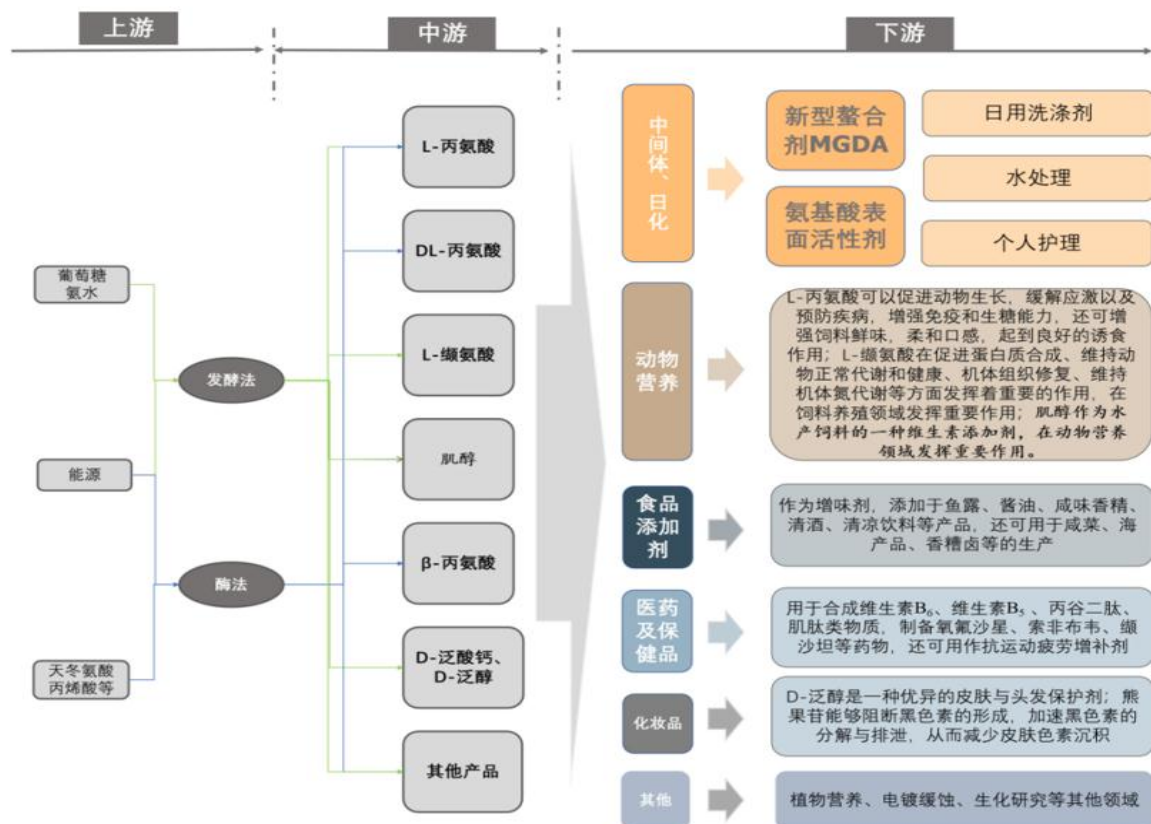
股价表现



华恒生物(688639)：环保低成本，小品种氨基酸持续发力

- 公司已经成为全球领先的通过生物制造方式规模化生产小品种氨基酸产品的企业之一，尤其是公司以可再生葡萄糖为原料厌氧发酵生产L-丙氨酸的关键技术已达到国际领先水平，目前公司L-丙氨酸的市场份额全球第一。
- **风险提示：**新项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，价格波动风险。

公司产业链

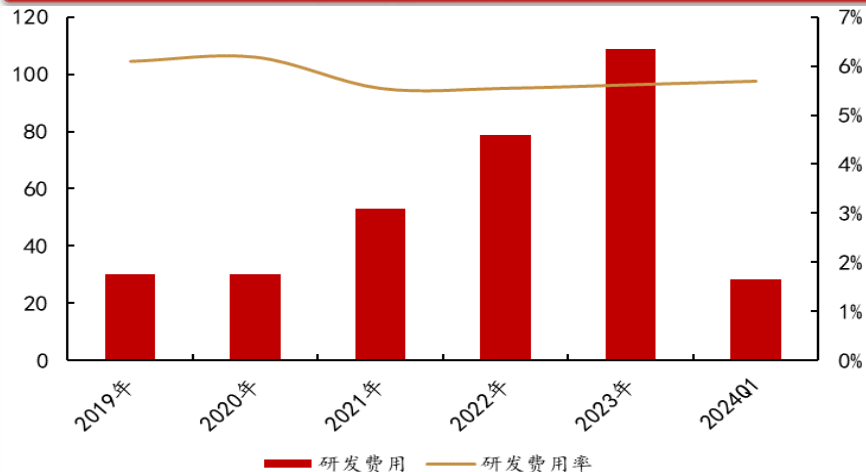


华恒生物(688639)：环保低成本，小品种氨基酸持续发力

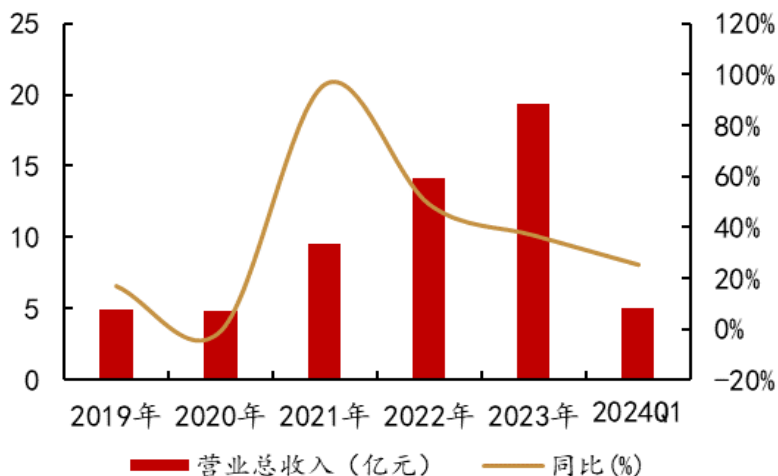
公司产能及预期

产品类别	产能阶段	产能 (吨/年)
丙氨酸系列产品	现有产能	32500
L-缬氨酸	现有产能	25000
维生素系列产品	现有产能	500
三支链氨基酸及衍生物	规划产能	16000
1,3-丙二醇	规划产能	50000
beta 丙氨酸衍生物	规划产能	7000
beta 丙氨酸	规划产能	500
生物基丁二酸	规划产能	50000
生物基苹果酸	规划产能	50000

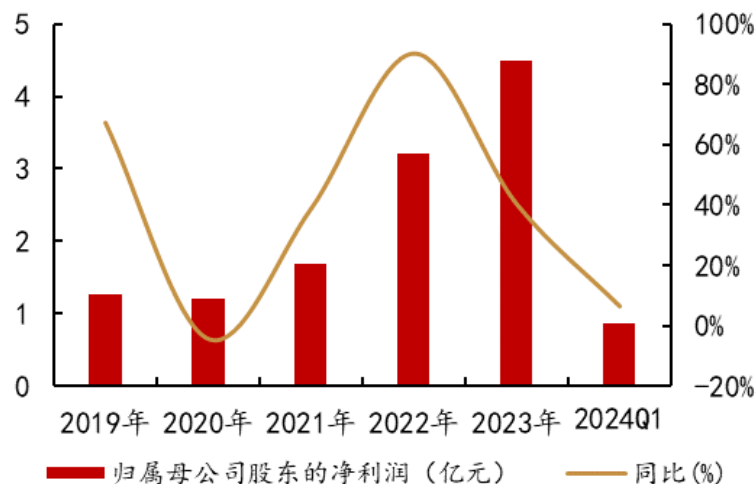
公司研发费用 (百万元)



公司历年营收及变化



公司净利润



www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理；测算详情参见已外发报告《业绩快速增长，产能或迎持续扩张》

宝丰能源(600989)：成本优势打造安全边际，产能扩张持续成长

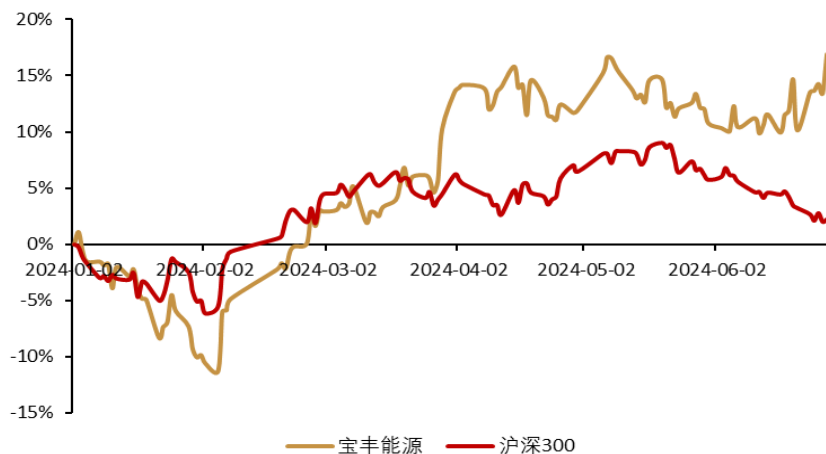
- **产能持续扩张，持续释放利润空间。** 烯烃分部：（1）公司宁东三期煤制烯烃与C2-C5及混合烃类增值利用项目建成投产，该项目是全球第一套利用中科院大连化物所第三代100万吨级DMTO装置的烯烃项目，新增甲醇产能150万吨/年、新增烯烃产能100万吨/年、新增聚乙烯和聚丙烯产能90万吨/年。项目投产后，公司聚乙烯和聚丙烯产品产能增长75%。（2）公司25万吨/年EVA装置于今年2月初投入试生产。（3）内蒙一期260万吨/年煤制烯烃及配套40万吨/年绿氢耦合制烯烃项目报告期当年启动建设，当年建设进程过半。煤焦分部：（1）经政府相关部门验收、核准，公司马莲台煤矿、红四煤矿共新增煤炭产能100万吨/年；公司参股的红墩子煤业公司240万吨/年红二煤矿建成投产，公司煤炭权益产能增加96万吨/年。2023年公司煤炭产能合计新增196万吨/年，增长24%。（2）丁家梁煤矿项目取得采矿许可证。精细化工分部：公司20万吨/年苯乙烯项目建成投产，精细化工产能增长24%。随着新建项目、扩建项目的陆续投产，新的利润增长点不断形成，未来将持续释放利润。
- **实施股权激励计划，彰显发展信心。** 公司2024年3月14日发布员工持股计划，拟为董事、高管、中高层管理人员、核心业务（技术）骨干以及董事会认为需要激励的其他人员（不超过26人）实施股权激励计划，激励目标为2024年营业收入为基数，2025/26/27/28年营业收入增长率不低于20%/30%/40%/50%。股权激励计划的实施展现了公司对于未来业绩增长的信心，也有利于稳定和鞭策团队，从而促进公司业绩持续稳定发展。
- **盈利预测与投资建议。** 预计2024-2026年EPS分别为1.16元、1.66元、1.83元，对应动态PE分别为15倍、10倍、9倍。看好公司新材料产品带来的业绩弹性和现有产品景气度回升空间大，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风险。

业绩预测和估值指标

指标	2023A	2024E	2025E	2026E
营业收入（亿元）	291.36	381.00	552.60	626.20
营业收入增长率	2.48%	30.77%	45.04%	13.32%
归母净利润（亿元）	56.51	84.87	121.58	134.49
净利润增长率	-10.34%	50.19%	43.25%	10.62%
EPS（元）	0.77	1.16	1.66	1.83
P/E	20	15	10	9

数据来源：Wind，西南证券

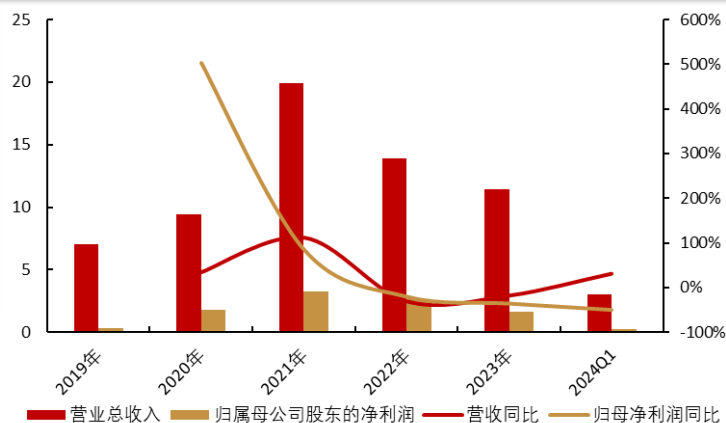
股价表现



麦加芯彩(603062)：主业或迎高速增长，新项目将染指涂料塔尖市场

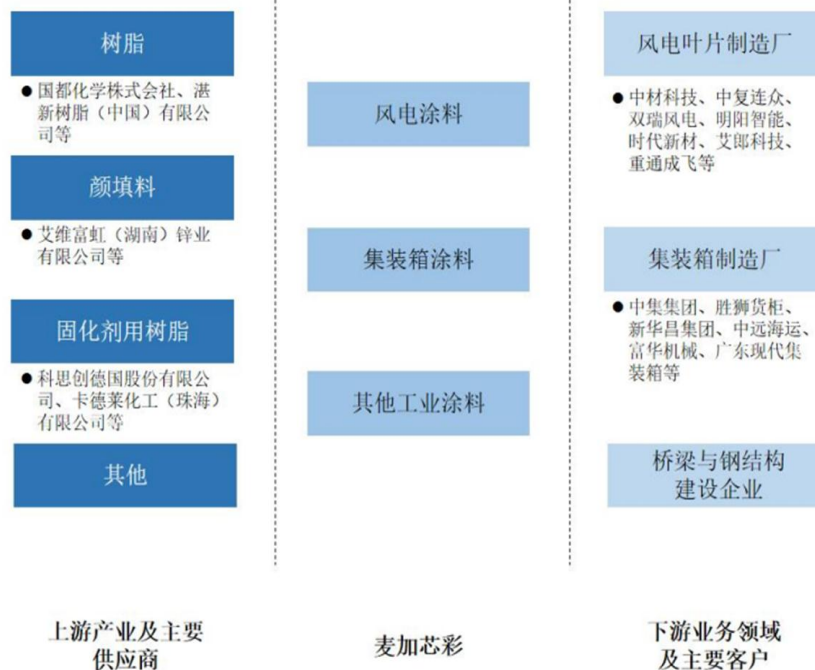
- **风电涂料：**公司目前市占率~50%，十四五框架内24和25年装机落地增长确定性高，风电涂料需求增长确定，另外公司塔筒涂料有望迎来新的突破。
- **集装箱涂料：**公司目前市占率~20%。明年新增大量新船下水，额定集装箱与船支按照2:1配套，集装箱涂料需求明显好于今年，预计迎来高速增长。
- **船舶涂料：**技术壁垒极高，验证周期长，至今未实现国产替代。公司2025年有望落地船舶涂料项目，预计从修配市场进入，直至渗透进入前装市场。
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等

公司营收及归母净利润（亿元）



麦加芯彩产业链

公司上下游产业链及主要供应商、客户情况



和邦生物(603077)：底部逆势扩张，加速拓宽护城河

- **依托资源优势，产业链布局完整。**公司依托于自身拥有的马边烟峰、汉源刘家山磷矿，合计9091万吨储量的磷矿资源、9800万吨储量的盐矿资源，截至2023年6月30日，公司拥有产能：110万吨/年碳酸钠、110万吨/年氯化铵；210万吨/年盐矿开发；20万吨/年双甘磷5万吨/年草甘磷；7万吨/年液体蛋氨酸；46.5万吨/年玻璃/智能特种玻璃、830万m²/年Low-E镀膜玻璃；1000t/d光伏玻璃面板、1GW组件、1.5GW光伏硅片；武骏光伏工程公司光伏EPC；顺城盐品（公司参股49%）60万吨/年的工业盐、食用盐。
- **产业链协同工艺路线优，草甘磷业绩弹性大。**公司在2014年即建成并投产了目前全球单套能力最大的连续一体化IDA制备法双甘磷装置，现有双甘磷产能20万吨/年，配套下游草甘磷产能5万吨/年；公司在建50万吨/年双甘磷产能，通过在境外新建草甘磷生产线、境内对草甘磷存量产能进行置换的方式消化产能。2023年8月28日，公司与印度尼西亚 JIPE（吉配）签订《有条件土地买卖协议》，拟在 JIPE 投资建设年产 60 万吨碳酸钠、60 万吨氯化铵 以及 20 万吨草甘磷等项目。公司IDA路线合成草甘磷相较于国内主流的甘氨酸路线具有成本优势，磷矿自产后成本优势有望进一步扩大，带来较大业绩弹性空间。
- **联碱法成本优势相对明显，新产能投放助力盈利规模增长。**截至2022年底，我国纯碱行业产能中氨碱法工艺路线装置年产能1395万吨，联碱法工艺路线装置年产能1658万吨，天然碱法工艺路线装置年产能150万吨，ADC发泡剂联产法工艺路线装置年产能40万吨。公司采用联碱法，布局有资源端盐矿，成本与天然碱法较为接近，具有成本优势。公司现有110万吨/年纯碱及氯化铵产能，开工率维持高位，未来有望持续为公司带来较好利润。
- **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。

和邦生物产能

	产能	单位
碳酸钠	110	万吨/年
氯化铵	110	万吨/年
盐矿开发	210	万吨/年
双甘磷	20	万吨/年
草甘磷	5	万吨/年
液体蛋氨酸	7	万吨/年
玻璃/智能特种玻璃	46.5	万吨/年
Low-E 镀膜玻璃	830万	m ² /年
光伏玻璃面板、	1000	t/d
光伏组件	1	GW
光伏硅片	1.5	GW
工业盐、食用盐	60	万吨/年

和邦生物在建产能

项目	产能	进度
重庆武骏年产 8GW 光伏封装材料及制品项目	8GW	部分已正式投产并转固，其余按计划实施中
阜兴科技年产 10GW N+型超高效单晶太阳能硅片项目	10GW	起步段 1.5—2GW 已正式投产并转固，其余按计划实施中
马边烟峰磷矿年产 100 万吨磷矿开发项目	100 万吨	工程建设按计划实施中，目前已实现工程矿销售
广安必美达年产 50 万吨双甘磷项目	50万吨	目前已完成、取得可行性研究报告、备案、环评、能评、安评批文、项目用地，并开始详细设计，工程现场准备、地勘等工作

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 (亿元)				PE (倍)			
			(元)	(亿元)	2023A	2024E	2025E	2026E	2023A	2024E	2025E	2026E
600989. SH	宝丰能源	买入	17.33	1270.87	56.51	84.87	121.58	134.49	20.00	15.00	10.00	9.00
002409. SZ	雅克科技	买入	62.91	299.41	5.79	8.51	12.86	17.57	49.00	35.00	23.00	17.00
002648. SZ	卫星化学	买入	17.98	605.68	47.89	68.29	89.79	111.22	12.00	9.00	7.00	5.00
601058. SH	赛轮轮胎	买入	14.00	460.33	30.91	44.23	50.89	60.86	18.00	10.00	9.00	7.00
600063. SH	皖维高新	持有	3.52	75.92	3.41	10.00	11.90	16.29	25.00	8.00	6.00	5.00



分析师：黄寅斌
执业证号：S1250523030001
电话：13316443450
邮箱：hyb@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，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21世纪大厦10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：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jsf@swsc.com.cn	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn
	崔露文	销售副总监	15642960315	clw@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	谭世泽	高级销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	欧若诗	销售经理	18223769969	ors@swsc.com.cn
	李煜	高级销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn	李嘉隆	销售经理	15800507223	ljlong@swsc.com.cn
	卞黎旸	高级销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn	龚怡芸	销售经理	13524211935	gongyy@swsc.com.cn
	田婧雯	高级销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	杨薇	资深销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	高级销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
	张鑫	高级销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn				
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn
	杨新意	广深销售联席负责人	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	张文锋	高级销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn				