

化工行业2025年投资策略

供需有望共振，周期或迎拐点

西南证券研究发展中心
化工研究团队
2024年12月

投资要点

行业回顾:

- 2024年以来, (1) 从涨跌幅来看: 截至2024年12月3日, 申万化工指数上涨2.4%, 跑输沪深300指数约14.3个百分点。农化制品、化学原料、化学制品、塑料、化学纤维、橡胶跌幅分别为9.8%/2.8%/2.1%/0.7%/-1.1%/-3.8%。(2) 从估值来看: 申万化工二级子板块估值分别为塑料(58倍)、橡胶(50倍)、化学纤维(44倍)、化学制品(33倍)、农化制品(29倍)、化学原料(23倍)。(3) 从业绩来看: 2024年前三季度, 营收端其他橡胶制品、锦纶、改性塑料板块同比涨幅居前, 营收同比分别为+16.9%/+13.4%/+11.4%; 净利润端粘胶、氯碱、炭黑板块同比涨幅居前, 归母净利润同比分别+565.7%/+147.4%/+116.5%。我们认为展望2025年, 随着国内新一轮供给侧改革启动, 叠加海外流动性改善或带来内部经济复苏, 化工行业盈利或将触底反弹, 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:

- 供给端: 在建工程增速有所放缓, 供给端边际改善; 《2024年国务院政府工作报告》中提出单位GDP能耗降低2.5%左右的计划目标, 新一轮的供给侧改革, 助力优势企业不断成长、行业竞争格局不断优化。需求端: 24年以来, 国家出台一系列政策稳定楼市、促进消费, 明年也将采取更加积极的财政政策和更具支持性的货币政策, 来扩内需、稳增长, 有望进一步提振需求, 缓解化工行业产能过剩的压力。成本端: 上游煤、石油价格下行压力较大, 或影响化工品价格弹性。

行业投资策略:

- 展望2025年全年, 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, 相关标的: 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) 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); (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, 相关标的: 华恒生物(688639.SH); (6) 橡胶助剂: 随着全球绿色轮胎、绿色制造浪潮的推动, 加速特种橡胶加工助剂产品的产业升级, 推荐标的: 联科科技(001207.SZ), 相关标的: 彤程新材(001207.SZ); (7) 吸附分离材料: 国内吸附分离材料行业发展快速, 高端产品国产化仍有巨大发展空间, 相关标的: 蓝晓科技(300487.SZ)。

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年行业回顾

◆ 2024年行业趋势

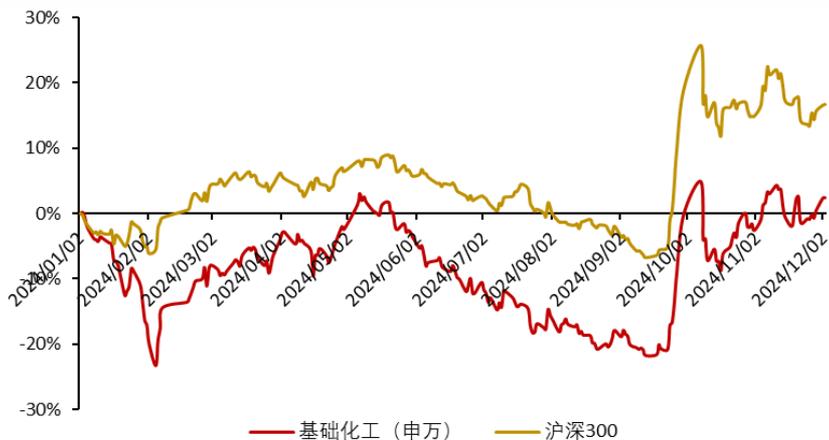
◆ 2025年行业投资策略

- 新型煤化工
- 电子化学品行业
- 大农资板块
- 合成生物学
- 涂料板块
- 芳纶行业
- 分子筛行业

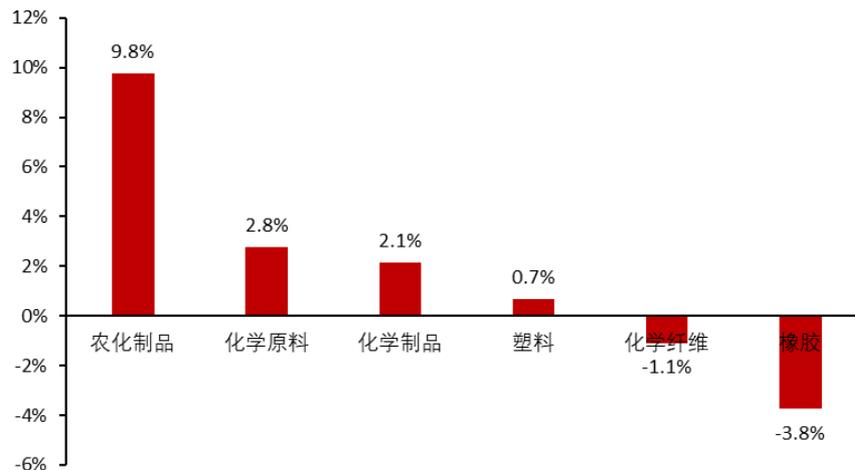
◆ 2025年重点关注标的

2024年化工行业回顾

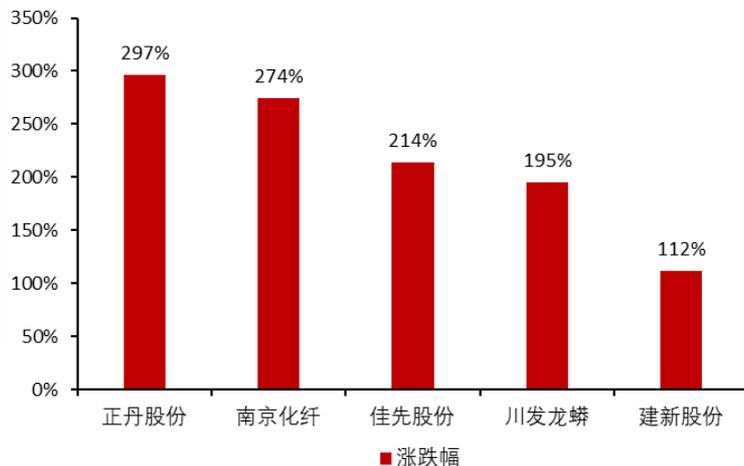
化工指数相对沪深300走势



年内化工子行业二级市场涨跌幅



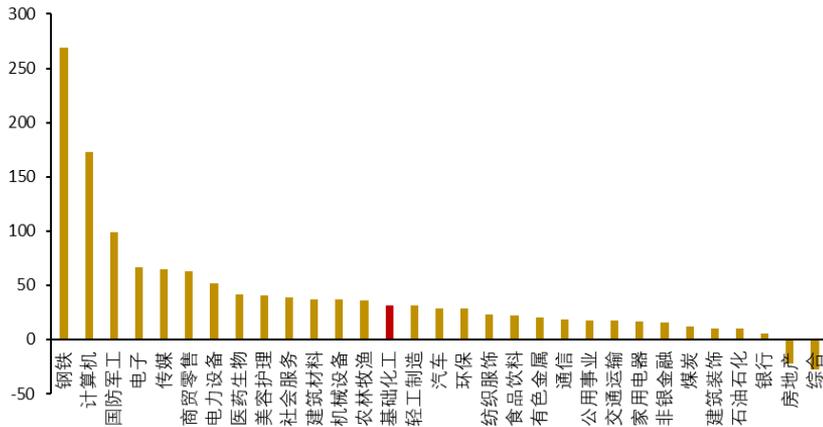
化工行业涨幅前五个股 (截至2024年12月3日)



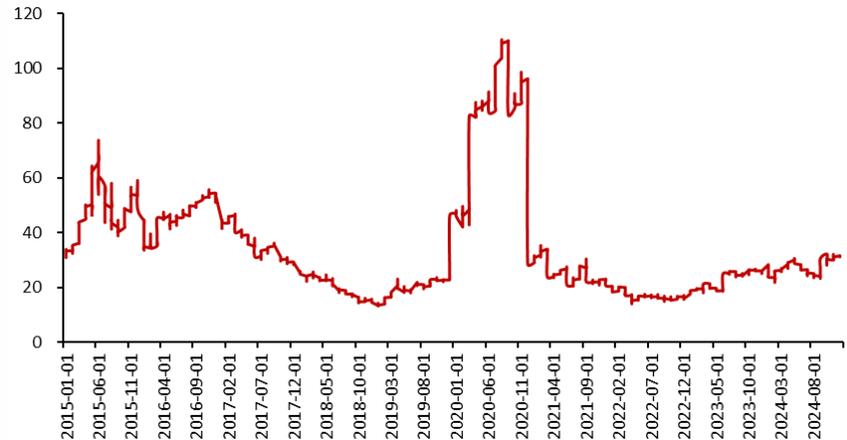
- 截至2024年12月3日，申万化工指数上涨2.4%，跑输沪深300指数约14.3个百分点。
- 截至2024年12月3日，申万化工二级子板块涨跌互现，农化制品、化学原料、化学制品、塑料、化学纤维、橡胶涨跌幅分别为9.8%/2.8%/2.1%/0.7%/-1.1%/-3.8%。
- 截至2024年12月3日，板块内涨幅前三的为正丹股份(+297%)、南京化纤(+274%)、佳先股份(+214%)；跌幅前三的为长联科技(-71.84%)、华恒生物(-69.96%)、石英股份(-64.33%)。

2024年化工行业回顾

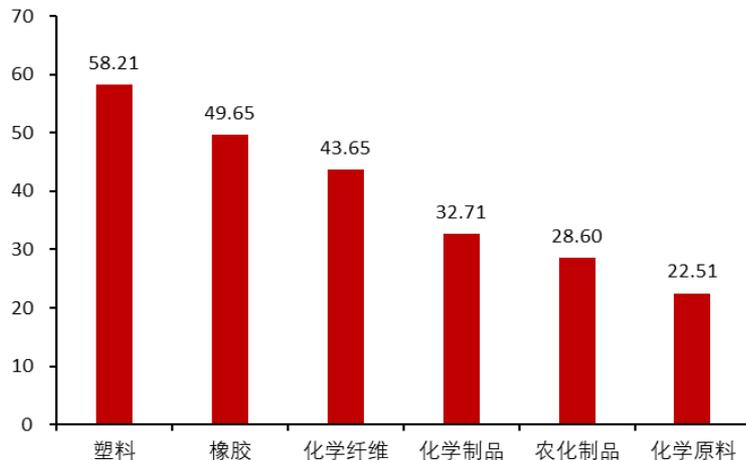
申万一级行业市盈率 (TTM整体法)



申万化工市盈率TTM变化



申万化工子行业市盈率 (TTM整体法)

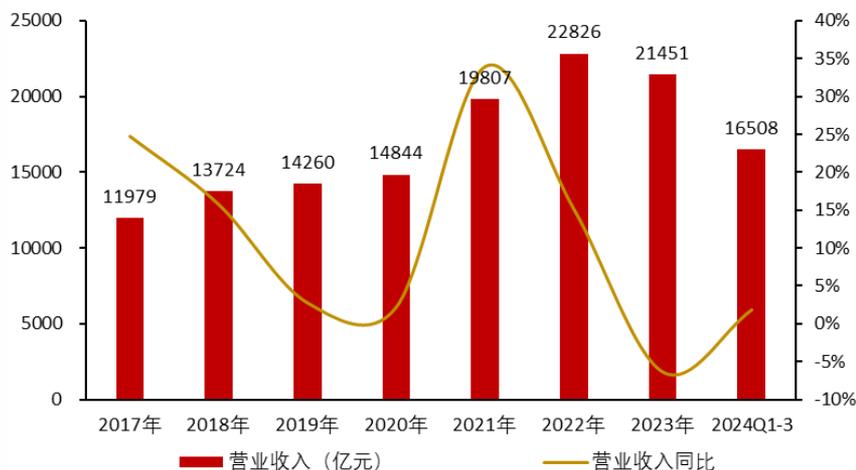


- 横向看：截止2024/12/3，申万化工行业PE (TTM) 为31倍，在行业中处于中间水平。
- 纵向看：申万化工二级子板块估值分别为塑料 (58倍)、橡胶 (50倍)、化学纤维 (44倍)、化学制品 (33倍)、农化制品 (29倍)、化学原料 (23倍)。

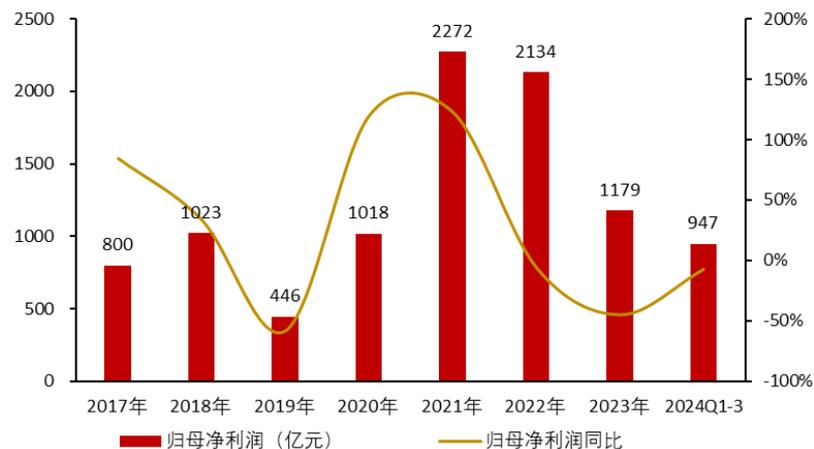
2024年化工行业回顾

- 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年前三季度，营收端其他橡胶制品、绵纶、改性塑料板块同比涨幅居前，营收同比分别为+16.9%/+13.4%/+11.4%；净利润端粘胶、氯碱、炭黑板块同比涨幅居前，归母净利润同比分别+565.7%/+147.4%/+116.5%。我们认为展望2025年，随着国内新一轮供给侧改革启动，叠加海外流动性改善或带来内部经济复苏，化工行业盈利或将触底反弹，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年行业回顾

◆ 2024年行业趋势

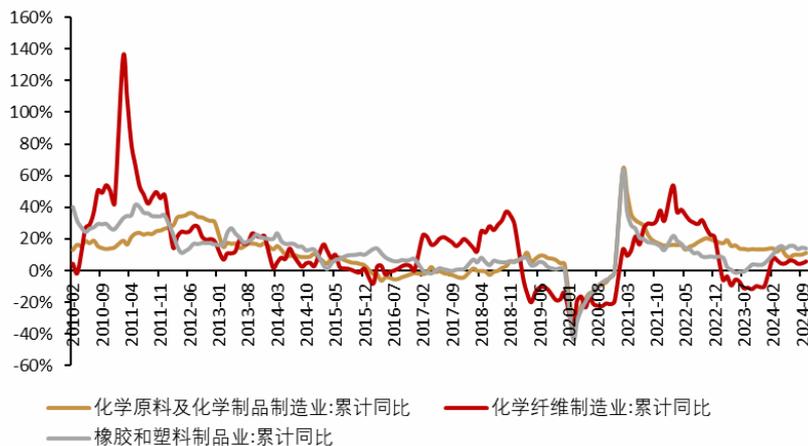
◆ 2025年行业投资策略

- 新型煤化工
- 电子化学品行业
- 大农资板块
- 合成生物学
- 涂料板块
- 芳纶行业
- 分子筛行业

◆ 2025年重点关注标的

供给端：新一轮的供给侧改革，助力优势企业不断成长

化工行业固定资产投资完成额累计同比



化学原料及化学制品存货周期



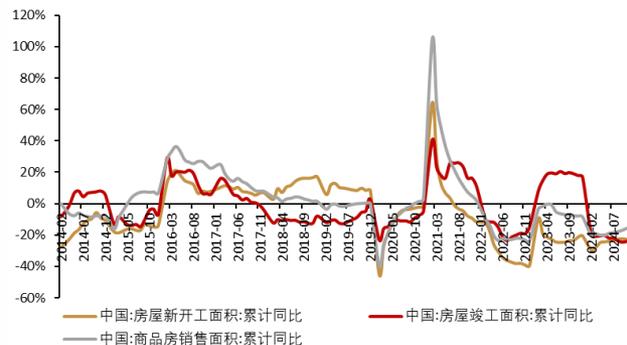
化工行业在建工程



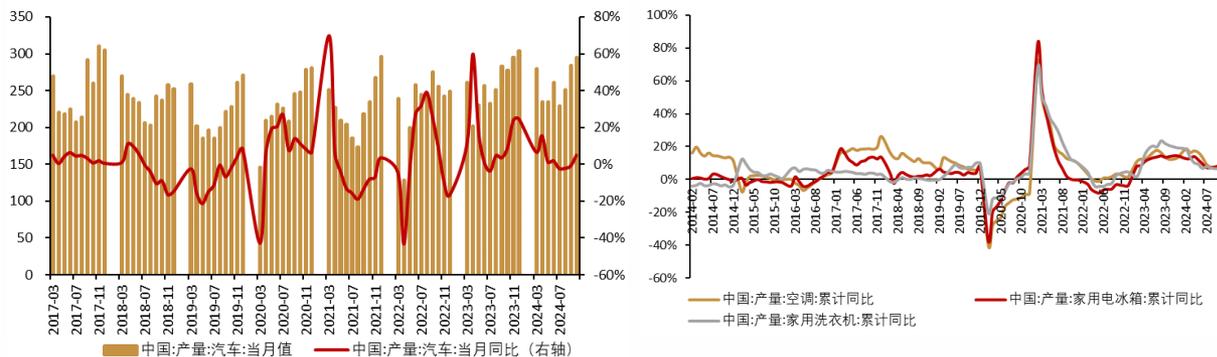
- 根据国家统计局，2024年1-10月，化学原料及化学制品制造业固定投资完成额累计同比+11.2%，不考虑2020年低基数2021年同比高位，目前整体处于近几年资本开支相对高位，在建工程21年以来不断增长，但整体增速有所放缓。目前，在整体行业盈利偏弱的情况下，化工企业资本开支的意愿降低，供给端开始逐步调整。
- 《2024年国务院政府工作报告》中提出单位GDP能耗降低2.5%左右的计划目标；中共中央政治局7月30日会议中要强化行业自律，防止“内卷式”恶性竞争。强化市场优胜劣汰机制，畅通落后低效产能退出渠道。我们认为，新一轮的供给侧改革，助力优势企业不断成长，行业竞争格局不断优化。

需求端：化工行业需求端将迎来边际改善

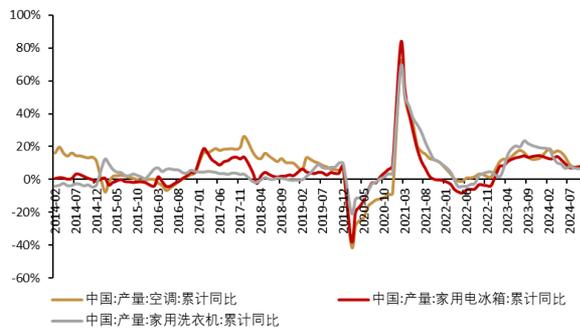
房地产新开工、竣工，商品房销售情况



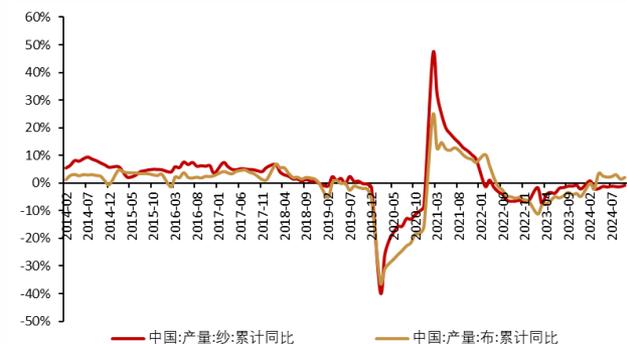
我国汽车产量（万辆）及增速



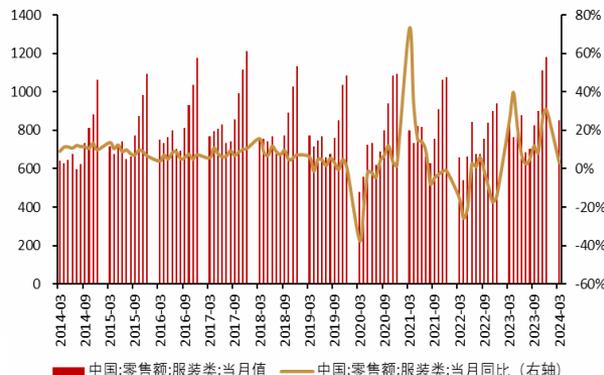
家电产量及累计同比



布料需求情况



服饰零售额（亿元）及同比情况



● 截止2024年10月，房屋新开工/竣工/商品房销售面积累计同比分别为-22.6%/-23.9%/-15.8%；汽车/空调/冰箱/洗衣机/服饰零售累计同比分别为+3.8%/+8.2%/+8.5%/+6.7%/+2.0%。2024年以来，国内需求底部缓慢复苏，展望2025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。

政策端：国内一揽子政策提振下游需求

| 时间 | 部门 | 政策内容 |
|-------------|--------------|---|
| 2024年3月27日 | 国务院 | 国务院印发《推动大规模设备更新和消费品以旧换新行动方案》，统筹扩大内需和深化供给侧结构性改革，结合各类设备和消费品更新换代差异化需求，围绕实施设备更新、消费品以旧换新、回收循环利用、标准提升四大行动。 |
| 2024年7月24日 | 发改委、财政部 | 国家发展改革委、财政部印发《关于加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新的若干措施》，提出加力支持“两新”的若干措施出台，统筹安排3000亿元左右超长期特别国债资金，加力支持大规模设备更新和消费品以旧换新。 |
| 2024年9月24日 | 央行、证监会、金融监管局 | 一揽子组合拳： 一是稳增长 ，降准与降息齐发，力度大。下调存款准备金率50BP，降低政策利率20BP，并强调年内可能择机进一步下调存款准备金率25-50BP。 二是稳楼市 ，从供需两端推出五项新政策，包括降低存量房贷利率约0.5%、统一首套房和二套房的房贷最低首付比例至15%、保障性住房再贷款中央银行资金支持比例由60%提高到100%、将年底到期的经营性物业贷款和“金融16条”两项政策文件延期至2026年底、支持收购房企存量土地。 三是稳股市 ，创设证券、基金、保险公司互换便利和股票回购增持专项再贷款，首期能为市场注入增量资金8000亿元，并强调未来可视情况扩大规模。四是防风险，计划对六大商业银行增加核心一级资本。 |
| 2024年9月27日 | 政治局会议 | 1)要抓住重点、主动作为，有效落实存量政策，加力推出增量政策，进一步提高政策措施的针对性、有效性，努力完成全年经济社会发展目标任务。2)“要加大财政货币政策逆周期调节力度”。财政政策方面，会议提出“保证必要的财政支出，切实做好基层‘三保’工作”“要发行使用好超长期特别国债和地方政府专项债，更好发挥政府投资带动作用”。3)“要加大财政货币政策逆周期调节力度”，并明确提出“要降低存款准备金率，实施有力度的降息。”4)要促进房地产市场止跌回稳，对商品房建设要严控增量、优化存量、提高质量，加大“白名单”项目贷款投放力度，支持盘活存量闲置土地。要回应群众关切，调整住房限购政策，降低存量房贷利率，抓紧完善土地、财税、金融等政策，推动构建房地产发展新模式。5)要努力提振资本市场，大力引导中长期资金入市，打通社保、保险、理财等资金入市堵点。要支持上市公司并购重组，稳步推进公募基金改革，研究出台保护中小投资者的政策措施。6)要帮助企业渡过难关，进一步规范涉企执法、监管行为。要出台民营经济促进法，为非公有制经济发展营造良好环境。7)要把促消费和惠民生结合起来，促进中低收入群体增收，提升消费结构。要培育新型消费业态。要支持和规范社会力量发展养老、托育产业，抓紧完善生育支持政策体系。8)要加大引资稳资力度，抓紧推进和实施制造业领域外资准入等改革措施，进一步优化市场化、法治化、国际化一流营商环境。9)要守住兜牢民生底线，重点做好应届高校毕业生、农民工、脱贫人口、零就业家庭等重点人群就业工作，加强对大龄、残疾、较长时间失业等就业困难群体的帮扶。 |
| 2024年10月8日 | 国家发改委 | 介绍“系统落实一揽子增量政策 扎实推动经济向上结构向优、发展态势持续向好”有关情况，其中包括：1)明年要继续发行超长期特别国债并优化投向，加力支持“两重”建设。2)将在年内提前下达明年1000亿元中央预算内投资计划和1000亿元“两重”建设项目清单支持地方加快开展前期工作、先行开工实施。 |
| 2024年10月12日 | 财政部 | 1、加大财政政策逆周期调节力度，推动经济高质量发展。2、扩大财政支出规模，优化税费优惠政策，积极扩大国内有效需求。3、加强基层“三保”和重点领域保障，更大力度支持基本民生保障。4、抓实化解地方政府债务风险。 其中，对楼市有提振的政策包括： 1、发行特别国债支持国有大型商业银行补充核心一级资本，提升银行抵御风险和信贷投放能力，以更好地服务实体经济发展，间接利于房地产市场。2、叠加运用地方政府专项债券、专项资金、税收政策等工具，支持推动房地产市场止跌回稳。3、允许专项债券用于土地储备，支持地方政府使用专项债券回收符合条件的闲置存量土地，用于新增的土地储备项目，调节土地市场供需关系，减少闲置土地，并有利于缓解地方政府和房地产企业的流动性和债务压力。4、支持收购存量房，优化保障性住房供给，用好专项债券来收购存量商品房用作各地的保障性住房，继续用好保障性安居工程补助资金，支持地方更多通过消化存量房的方式来筹集保障性住房的房源。 |
| 2024年12月9日 | 政治局会议 | 会议确定坚持稳中求进工作总基调，1)实施更加积极有为的宏观政策，稳住楼市股市，防范化解重点领域风险和外部冲击，稳定预期、激发活力，推动经济持续回升向好。2)实施更加积极的财政政策和适度宽松的货币政策，充实完善政策工具箱，加强超常规逆周期调节打好政策“组合拳”。3)要大力提振消费、提高投资效益，全方位扩大国内需求。4)要发挥经济体制改革牵引作用，推动标志性改革举措落地见效。要扩大高水平对外开放，稳外贸、稳外资。 |

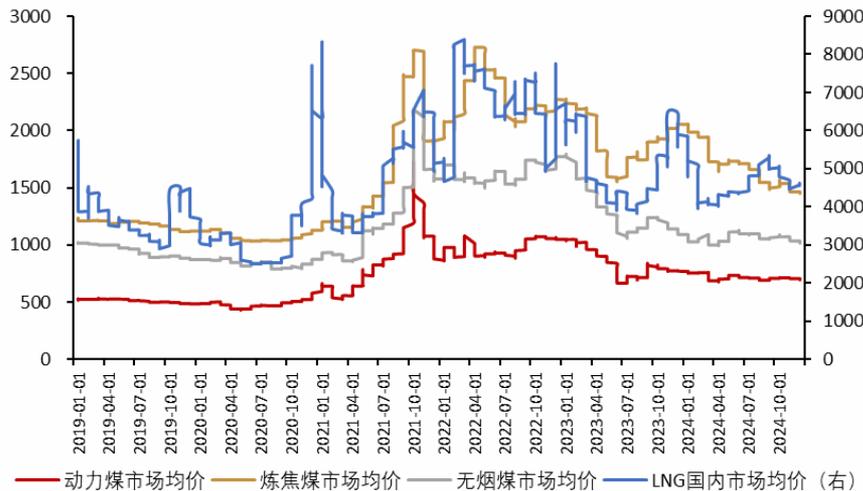
成本端：煤、石油价格下行压力较大，或影响化工品价格弹性

- 预计2025年油价压力仍存，或影响化工品价格弹性。2024年下半年以来，全球石油需求疲软、地缘冲突风险溢价降低、OPEC减产计划对市场风险溢价降低，石油价格承压。展望2025年，全球经济增长乏力、新兴市场需求不足，加之特朗普扩张性的能源政策，预计石油价格缺乏向上动力。
- 25年预计煤供应偏宽松，煤价中枢下跌概率较大。2024年下半年以来，需求不振，煤价旺季不旺，炼焦煤12月价格新低不断。2025年长协煤新政策要求：产煤省区和煤炭生产企业签约量不低于自有资源量的75%，履约要求全年原则上足额履约，最低不得低于90%。24年11月，国家发文表示支持能源资源进口，25年进口量预计持续增加。2025年国内煤炭供给预计偏宽松，煤价中枢进一步下跌概率较大。

原油价格（美元/桶）



煤及天然气价格（元/吨）



目 录

◆ 2024年行业回顾

◆ 2024年行业趋势

◆ **2025年行业投资策略**

- 新型煤化工
- 电子化学品行业
- 大农资板块
- 合成生物学
- 涂料板块
- 芳纶行业
- 分子筛行业

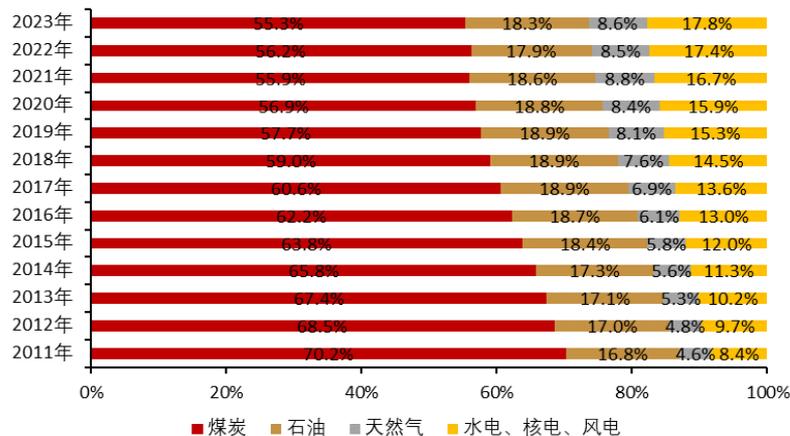
◆ 2025年重点关注标的

新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

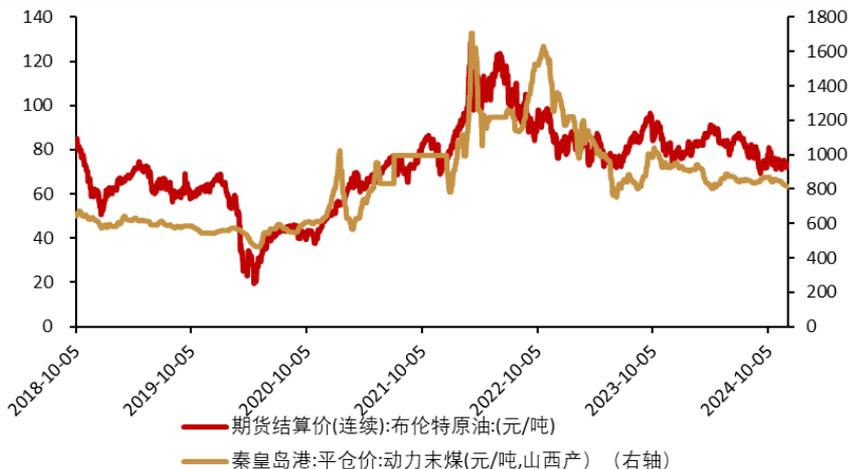
● 煤炭仍将在我国能源消费中占据主导地位。我国自然禀赋具有“富煤、贫油、少气”的特点，尽管近年以水电、风电为代表的非化石能源增速明显，煤炭在未来很长一段时间内仍将在我国能源消费中占据主导地位。

● 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，2023年我国聚乙烯表观消费量3978万吨（+4.52%），聚丙烯表观消费量3380.19万吨（+7.5%），整体进口依存度为20.4%。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。

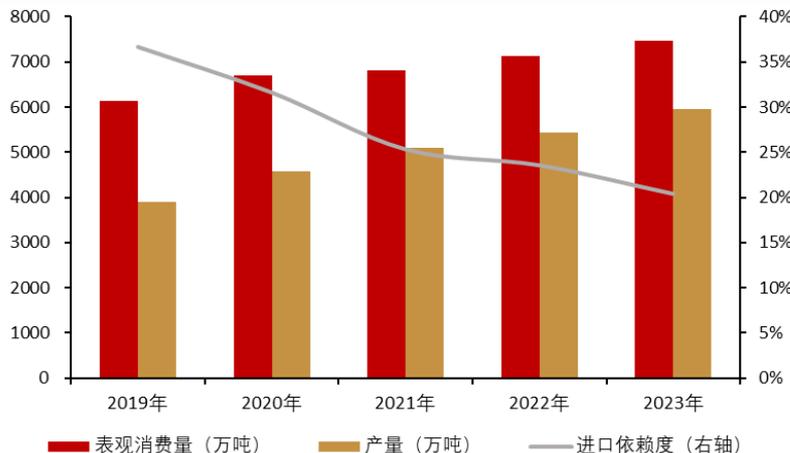
我国一次能源消费结构



年内煤价维持在800-1000元/吨左右



2023年我国聚烯烃进口依存度为20.4%



新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

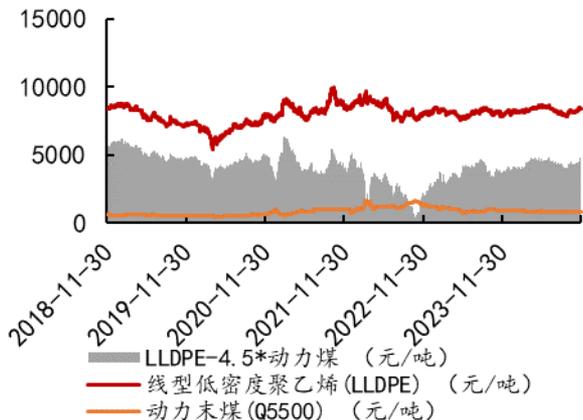
- 煤化工各企业间成本差异巨大，重点关注成本优势企业：发展煤化工需要大量的水及煤炭资源，区位对企业生产成本影响巨大，而且各厂商技术水平、项目投资管控水平差距明显。
- 以宝丰能源为例，国内煤制烯烃部分老装置成本近5000元/吨（以2020年为例，该年气化用煤均价约350元/吨），宝丰能源等优势企业成本不到4000元/吨，相当于油头烯烃在原油35美元/桶下的水平，在油价低位阶段仍保持极强的竞争力。
- 以华鲁恒升为例，公司通过持续技改升级和挖潜降耗使得成本始终保持行业最低水平，平均毛利率领先行业近10个百分点，成本优势助力公司穿越周期牛熊。

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

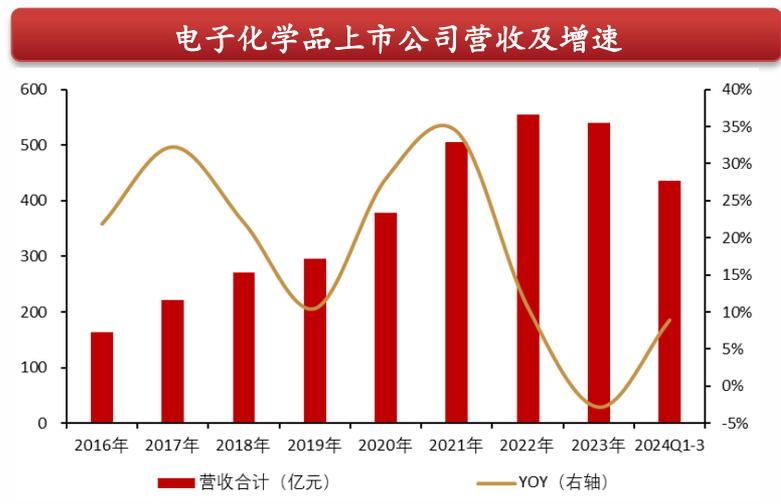
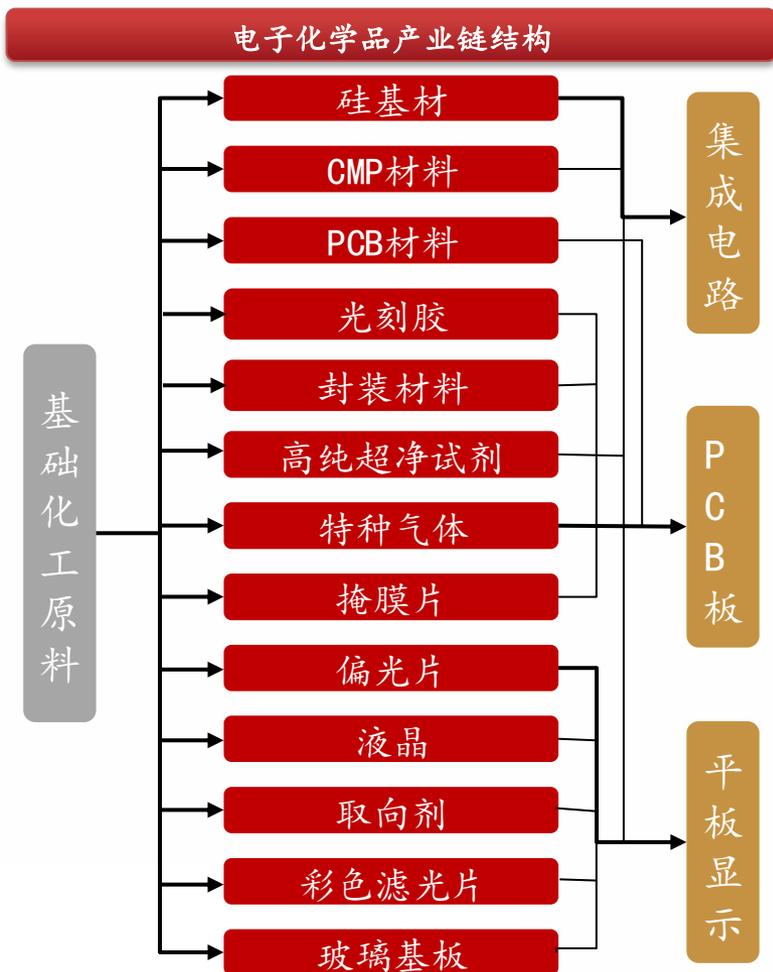


华鲁恒升各产品毛利率均领先可比公司

| 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% |

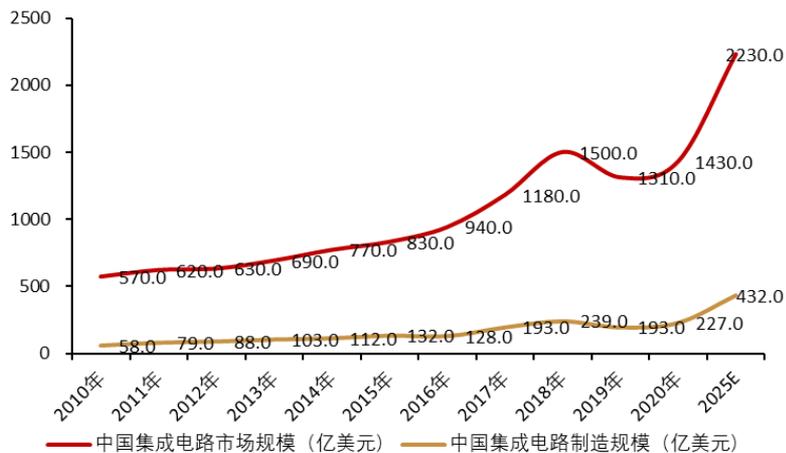
电子化学品行业：下游高速增长、政策大力支持、进口替代空间大

- 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，叠加政策大力支持，电子化学品行业迎发展机遇。

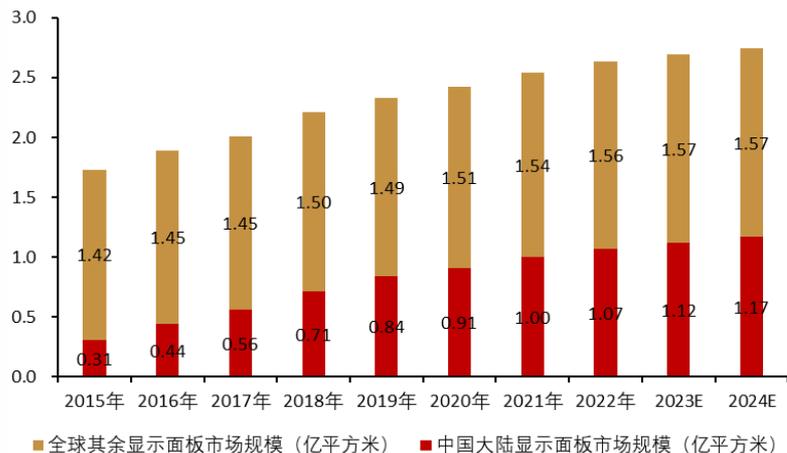


电子化学品行业：下游高速增长、政策大力支持、进口替代空间大

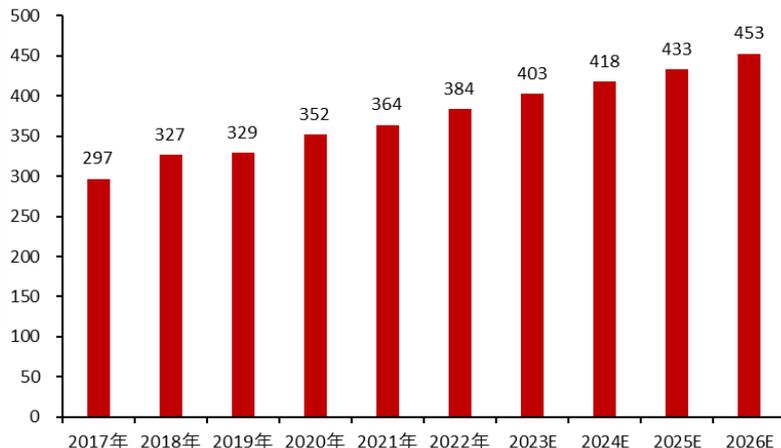
中国集成电路市场和集成电路制造趋势



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)

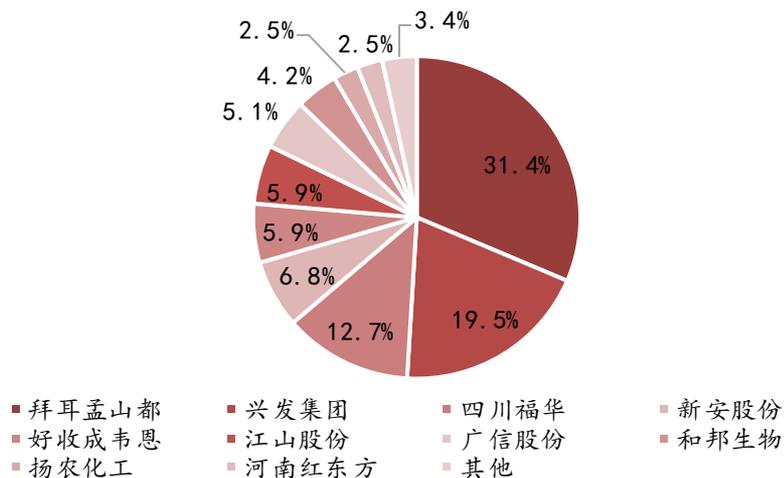


电子化学品材料国产化率

| 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 |
| | 芯片粘接材料 | 5% | 7亿美元 |
| 第三代半导体材料 | | <5% | 310亿美元 |

大农资板块：草甘膦

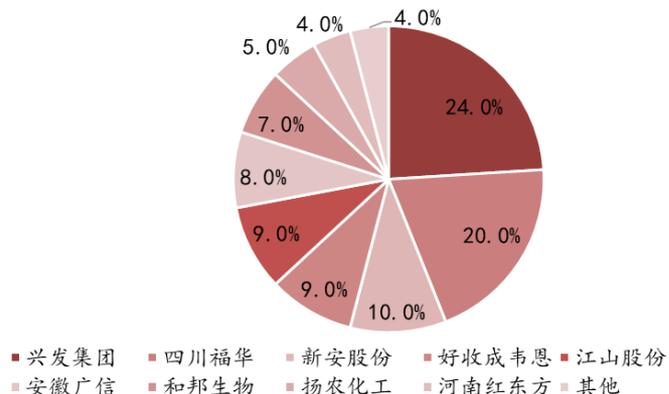
全球草甘膦产能结构（截至2023年底）



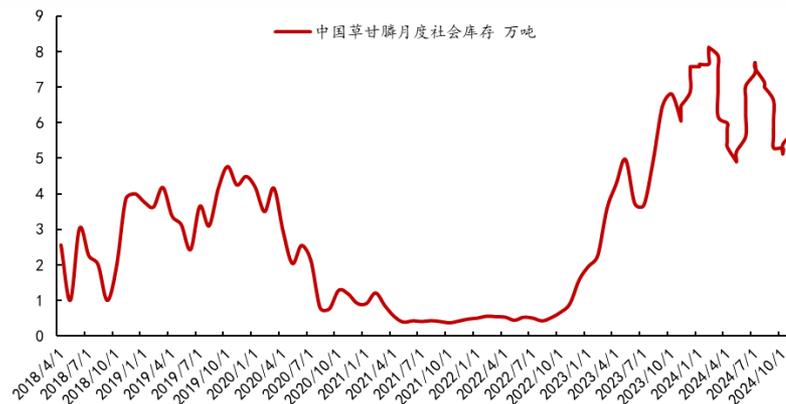
中国草甘膦在产企业及产能工艺（截至2023年底）

| 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）

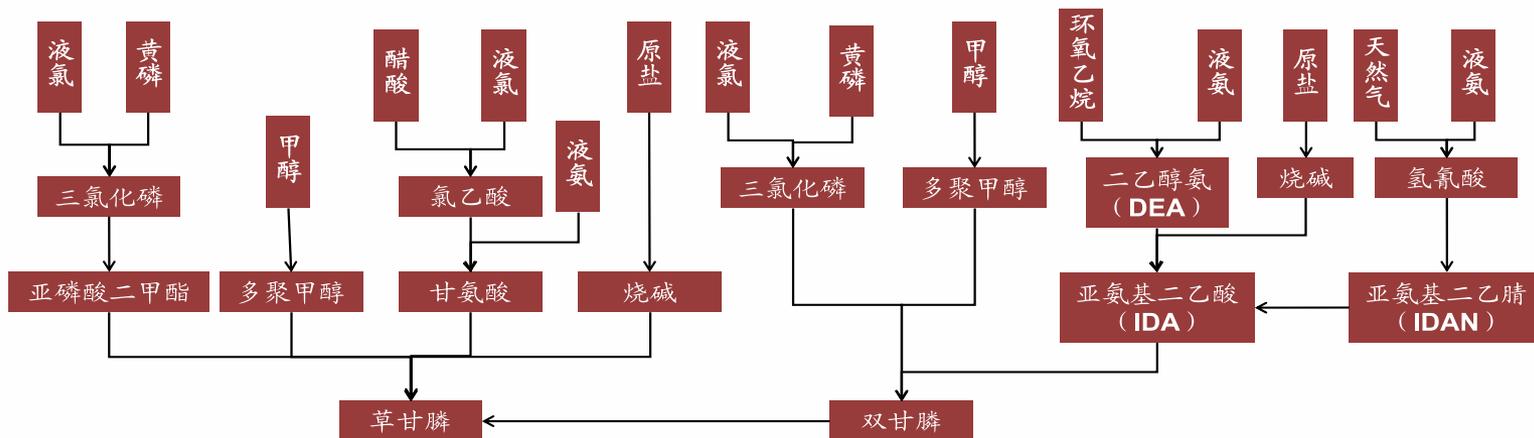


中国草甘膦行业总库存

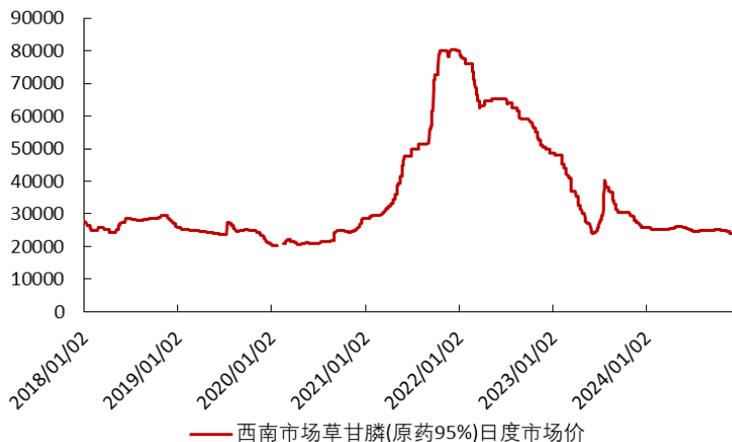


大农资板块：草甘膦

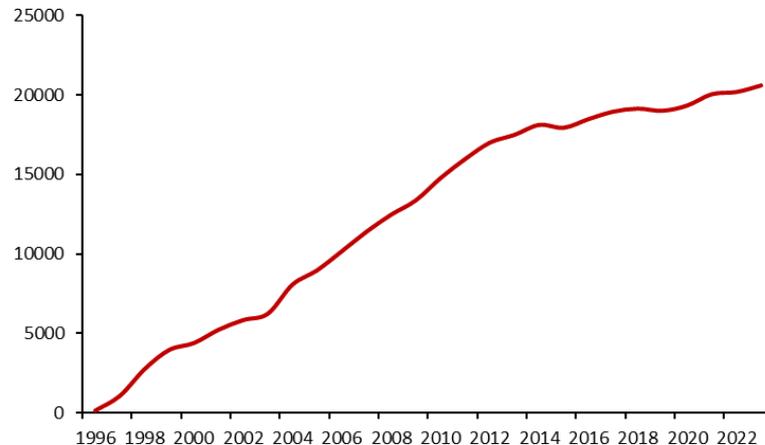
草甘膦工艺路线



草甘膦价格 (元/吨)



全球转基因作物种植面积 (万公顷)



www.swsc.com.cn

数据来源：百川盈孚，智种网，西南证券整理

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

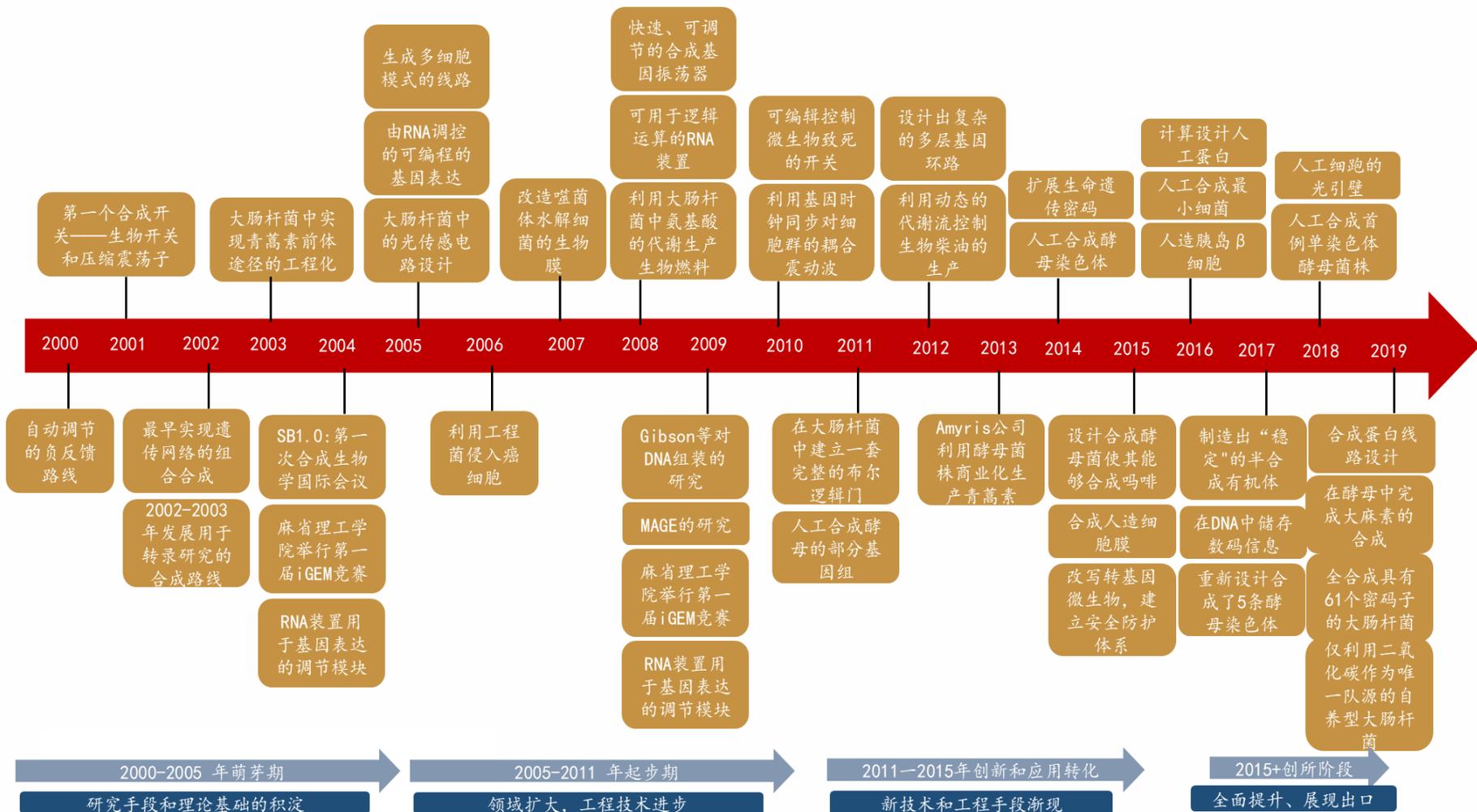


植物生长调节剂具体作用

| 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 |
| 《关于进一步加强塑见》 | 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

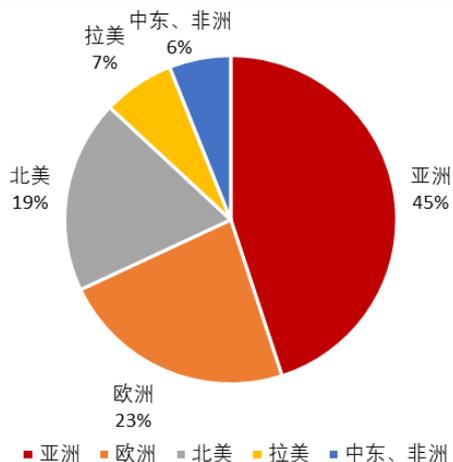
| | 天然提取法 | 化学合成法 | 生物制造方法 | 生物制造方法 |
|-------|-------|-------|---------|--------|
| | | | 酶法 | 法发酵法 |
| 产量 | 低 | 高 | 高 | 高 |
| 产品成本 | 高 | 高 | 较高 | 低 |
| 核心步骤 | 强酸水解 | 化学催化 | 生物酶催化 | 微生物发酵 |
| 技术要求 | 低 | 低 | 高 | 高 |
| 工艺路线 | 长 | 长 | 短 | 短 |
| 产品质量 | 低 | 高 | 高 | 高 |
| 原材料来源 | 可再生 | 石油基 | 石油基/可再生 | 可再生 |
| 环境友好度 | 低 | 低 | 较高 | 高 |

合成生物学具有碳排放优势

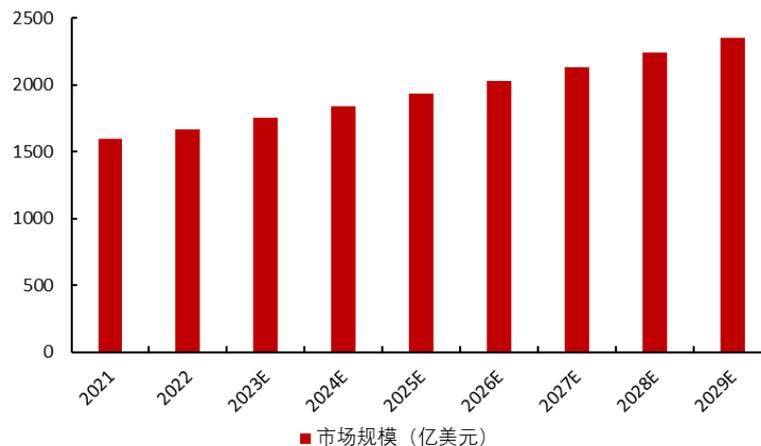
| 产品 | 生物制造相比传统化学合成的优势 |
|---------|---|
| L-丙氨酸 | 原材料可再生,成本降低约50%,发酵过程无二氧化碳排放,与传统工艺相比每生产1吨L-丙氨酸可减少0.5吨二氧化碳排放量 |
| 聚酰胺56 | 原材料可再生,与石化路线的尼龙66相比温室气体排放减少50% |
| 癸二酸 | 碳排放减少22% |
| 丁二酸 | 原材料可再生,二氧化碳排放减少90%,成本降低20% |
| 1,3-丙二醇 | 原材料可再生,能耗降低40%,二氧化碳排放减少40% |
| 1,4-丁二醇 | 原材料可再生,温室气体排放减少56% |
| 肌醇 | 磷酸污染降低90%,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

涂料板块

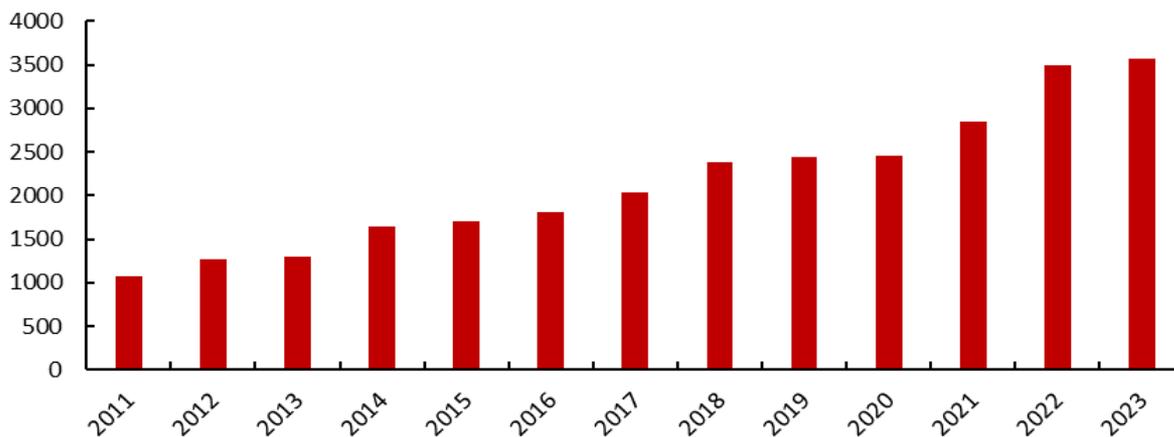
2022年全球涂料市场分布



世界涂料市场规模



2011年至2023年全国涂料总产量情况 (万吨)



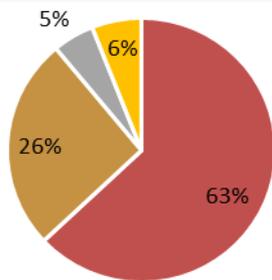
芳纶行业-间位芳纶：个体防护强制措施拉动万吨需求，关注涂覆进展

- 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

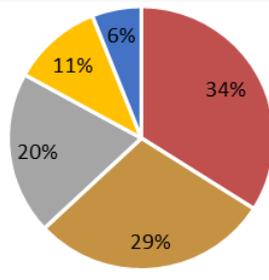
| 公司名称 | 地点 | 间位芳纶 | | 规划产能（吨） |
|--------|--------|-------|---------|---------------|
| | | 产能（吨） | 占比（%） | |
| 美国杜邦 | 美国、西班牙 | 22000 | 40.29% | |
| 泰和新材 | 中国山东 | 16000 | 29.30% | 计划2025年扩产至2万吨 |
| 日本帝人 | 日本/泰国 | 4900 | 8.97% | |
| 超美斯 | 中国江苏 | 4500 | 8.24% | |
| 韩国东丽熊泽 | 韩国 | 3200 | 5.86% | |
| 德安德新材料 | 中国江苏 | 3000 | 5.49% | |
| 韩国汇维仕 | 韩国 | 1000 | 1.83% | |
| 合计 | | 54600 | 100.00% | |

中国间位芳纶下游需求分布



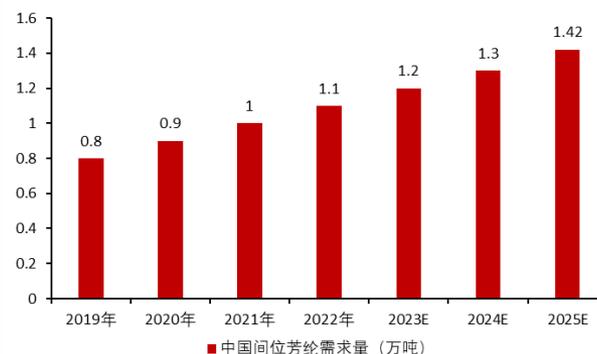
■ 低温高温过滤材料 ■ 安全防护 ■ 绝缘纸 ■ 其他

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

国内间位芳纶市场需求情况



■ 中国间位芳纶需求量（万吨）

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 |

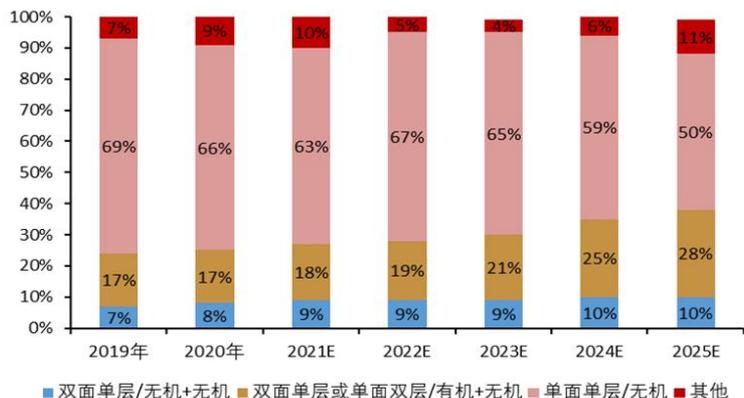


根据泰和新材投资者交流，单套服装芳纶用量在0.7-1.0千克，按0.85千克测算；根据泰和新材投资者交流，假设单人每年配备春夏冬5套防护服；假设到2025年渗透率30%。则到2025年我国防护服间位芳纶用量1.4万吨。

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 | 2023A | 2024E | 2025E |
|------------------|---------------|---------------|----------------|----------------|
| 中国锂电隔膜出货量 (亿平米) | 138.5 | 176.9 | 212.28 | 254.74 |
| 其中：湿法 (亿平米) | 104.8 | 137.98 | 169.82 | 208.88 |
| 干法 (亿平米) | 28.4 | 38.92 | 42.46 | 45.85 |
| 湿法涂覆占比 | 76% | 77% | 78% | 79% |
| 涂覆隔膜面积 (亿平米) | 79.65 | 106.25 | 132.46 | 165.02 |
| 芳纶涂覆渗透率 | 1% | 3% | 6% | 10% |
| 芳纶涂覆隔膜面积 (亿平米) | 0.80 | 3.19 | 7.95 | 16.50 |
| 芳纶需求量 (吨) | 159.30 | 637.48 | 1589.55 | 3300.36 |
| 芳纶涂覆隔膜单价 (元/平) | 11 | 3.4 | 3.2 | 3 |
| 市场空间 (亿元) | 8.76 | 10.84 | 25.43 | 49.51 |
| 净利率 | 25% | 25% | 25% | 25% |
| 利润空间 (亿元) | 2.19 | 2.71 | 6.36 | 12.38 |

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。

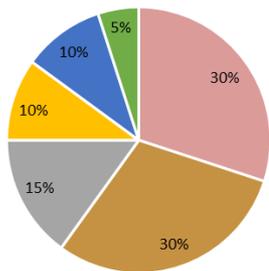
芳纶行业-对位芳纶：光纤增强需求可观，汽车工业领域大有可为

- 对位芳纶全球产能约9.7万吨，杜邦、帝人、韩国科隆占比约73%，国内低端小产能居多，产能5000吨以上仅有泰和新材。

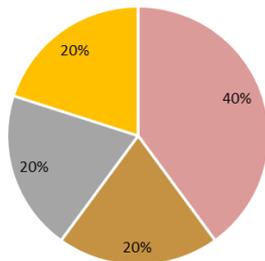
2023年对位芳纶全球产能梳理

| 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% | |

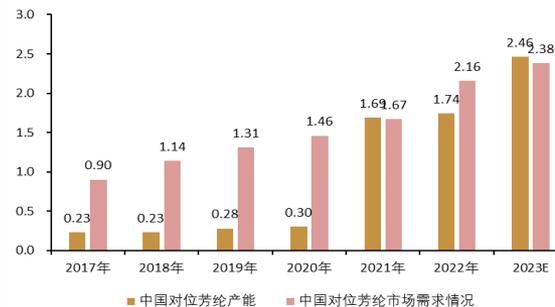
2023年海外对位芳纶下游需求分布



2023年中国对位芳纶下游需求分布



我国对位芳纶市场供需情况



■ 防弹防护 ■ 摩擦密封 ■ 光学纤维增强 ■ 橡胶增强 ■ 轮胎 ■ 其他

■ 光纤纤维增强 ■ 汽车工业 ■ 防弹防护 ■ 复合材料

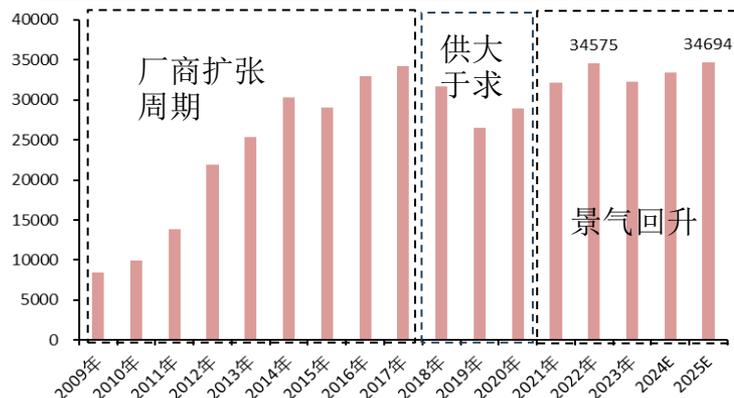
www.swsc.com.cn

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

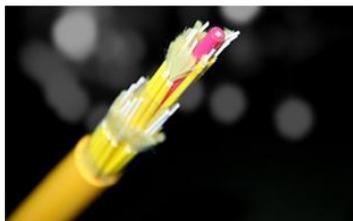
芳纶行业-对位芳纶：光纤增强需求可观，汽车工业领域大有可为

- 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。

我国光纤光缆产量及预测（万芯公里）



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

分子筛行业：全球市场规模稳步增长，国内市场空间巨大

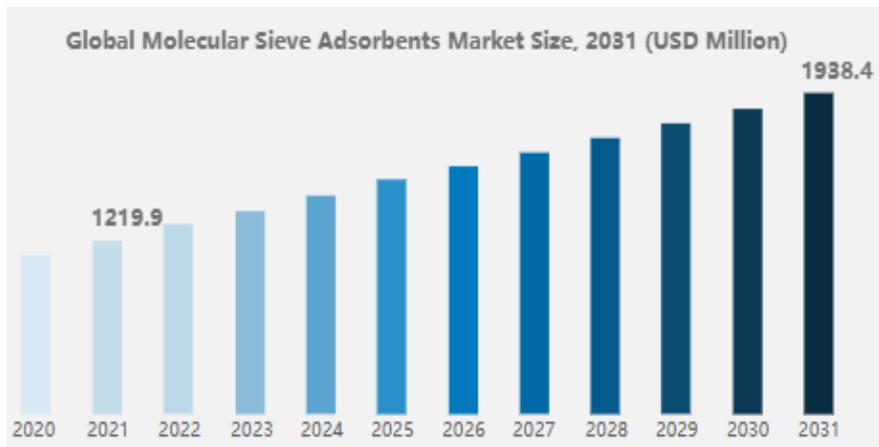
分子筛催化剂可用于环保、能源化工及精细化工多行业

- 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。

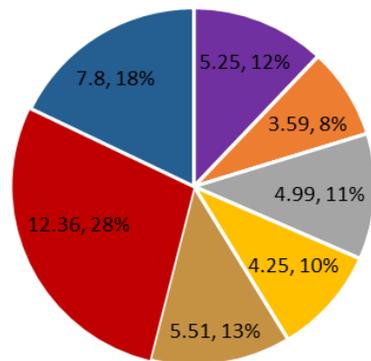
| 分子筛种类 | 应用领域 | 说明 |
|-----------|-----------------|---|
| CHA结构分子筛 | 移动源尾气脱硝 | CHA结构分子筛指骨架代码为CHA，具有菱沸石结构的特种分子筛，该类分子筛具有特殊的孔道结构，在担载特定金属组分（如铜）后，能够高效去除汽车尾气中的氮氧化物。CHA结构分子筛主要应用于柴油车等移动源尾气排放的脱硝处理，可以满足国六阶段排放标准。 |
| 钛硅分子筛 | 环氧丙烷催化剂、己内酰胺催化剂 | 以钛为活性中心的分子筛具有优异的催化氧化性能，在以过氧化氢或烷基过氧化氢为氧化剂时，能够参与烯烃的环氧化、芳烃羟基化、醛酮氨肟化、烷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，并具有良好的抗硫、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

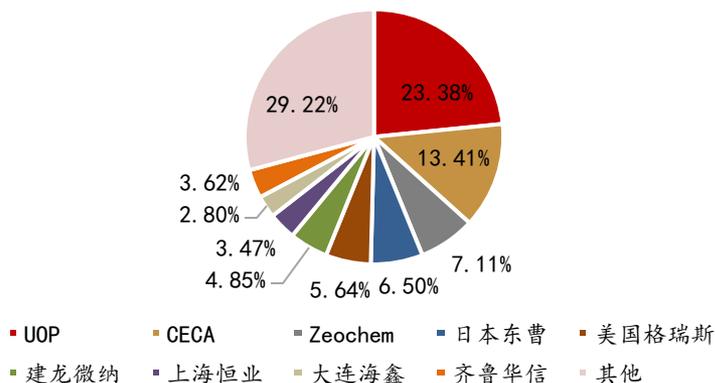


2023年全球分子筛应用领域占比（万吨）



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

2023年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年行业回顾

◆ 2024年行业趋势

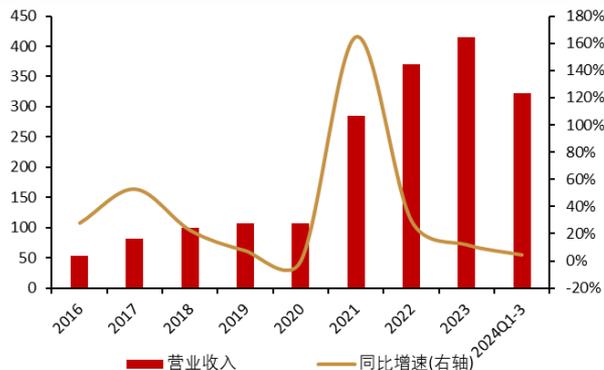
◆ 2025行业投资策略

- 新型煤化工
- 电子化学品行业
- 大农资板块
- 合成生物学
- 涂料板块
- 芳纶行业
- 分子筛行业

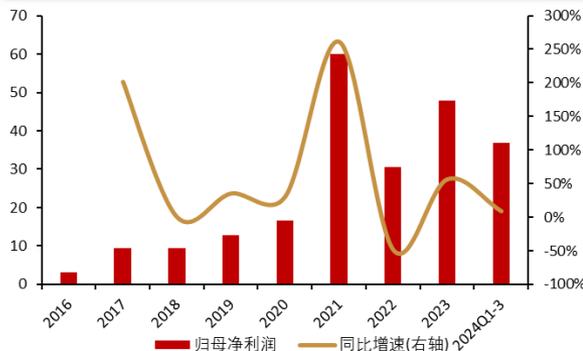
◆ 2025年重点关注标的

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

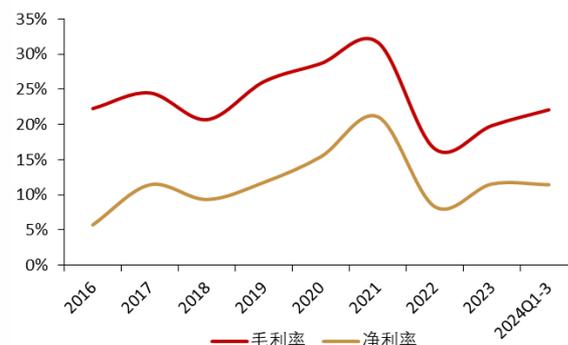
公司营收（亿元）及同比增速



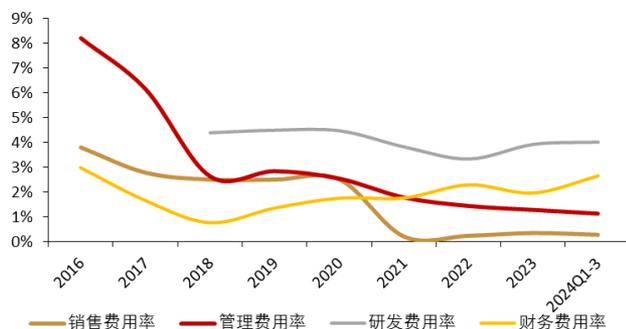
公司归母净利润（亿元）及同比增速



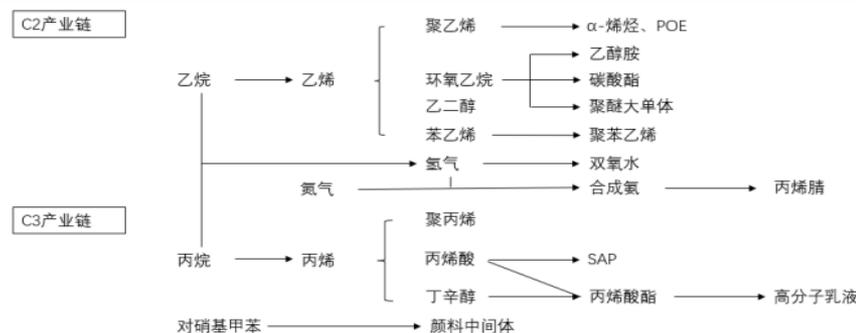
公司历年毛利率及净利率



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。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、75万吨碳酸酯陆续投产，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) 乙烷乙烯裂解价差稳步扩张，产品价差改善，24年前三季度盈利能力持续回升。2) 2024上半年， α -烯烃综合利用项目开工建设，该项目技术壁垒高，将成为国内领先投产的装置，具备先发优势。3) 2024年7月卫星能源三期80万吨多碳醇项目一阶段投产，进一步完善产业链配套问题，降低成本。

□ 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。

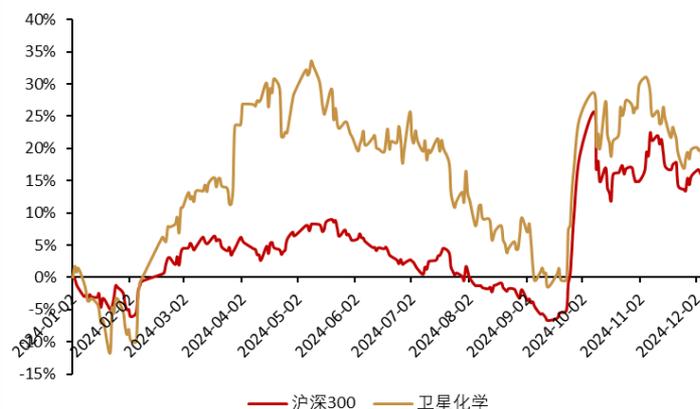
□ 风险提示：

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

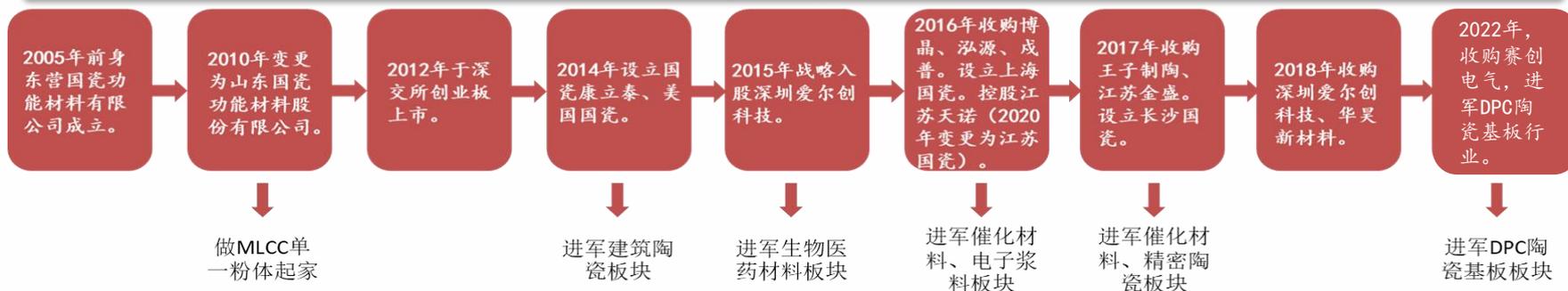
| 指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(亿元) | 414.87 | 515.28 | 620.91 | 702.79 |
| 营业收入增长率 | 11.99% | 24.20% | 20.50% | 13.19% |
| 归母净利润(亿元) | 47.89 | 68.29 | 89.79 | 111.22 |
| 净利润增长率 | 56.42% | 42.57% | 31.49% | 23.87% |
| EPS(元) | 1.42 | 2.03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

股价表现



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

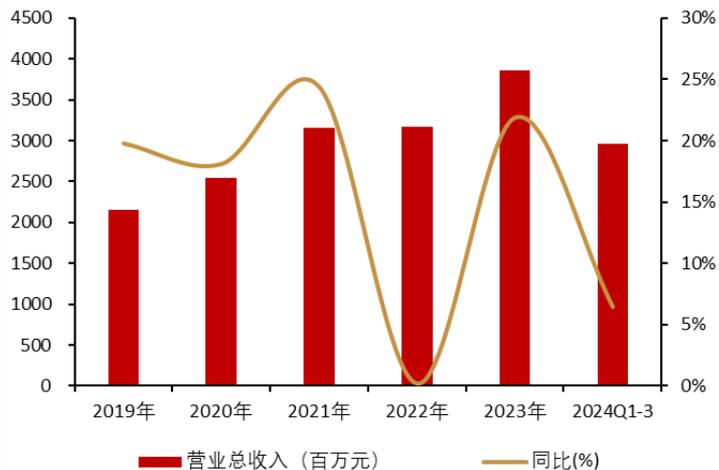
| 六大业务板块 | 产品 | 现有产能 | 下游 | |
|--------|------------------|-------|--|----------------------------|
| 电子材料 | MLCC配方粉（万吨） | 1.2 | 应用于制造多层陶瓷电容器（MLCC）、单板陶瓷电容器、热敏电阻、压电陶瓷、微波陶瓷等电子元器件的主要原料之一 | |
| | 纳米级氧化锆（吨） | 1000 | 假牙材料、电子材料板块中的陶瓷材料、微波介质陶瓷器件（陶瓷介质滤波器） | |
| | 电子浆料（吨） | 太阳能光伏 | 200 | 应用于被动电子元件、微波器件、压电陶瓷和传感器等产品 |
| | | 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动车的尾气处理，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 | |
| | 铈锆固溶体氧化物 | 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性 | |
| 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 | |

www.swsc.com.cn

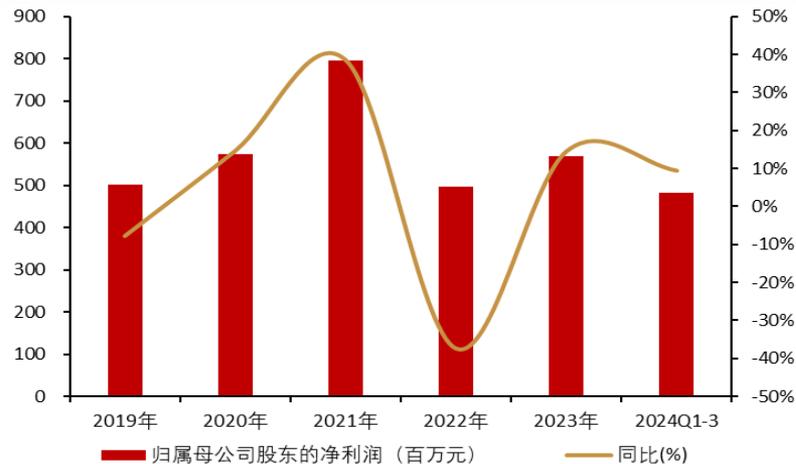
数据来源：公司公告，西南证券整理

国瓷材料(300285)：立足粉体，通过横向并购布局长远

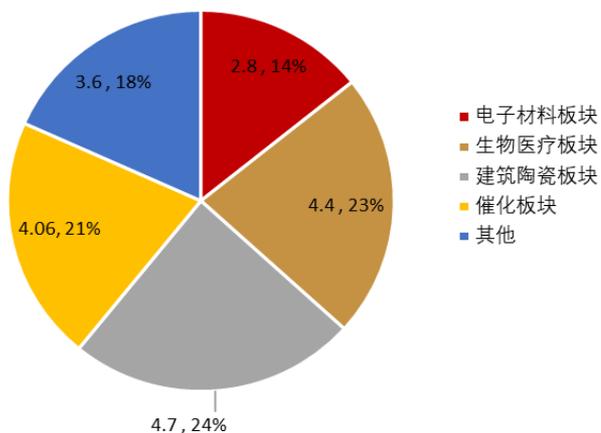
历年营收及增速



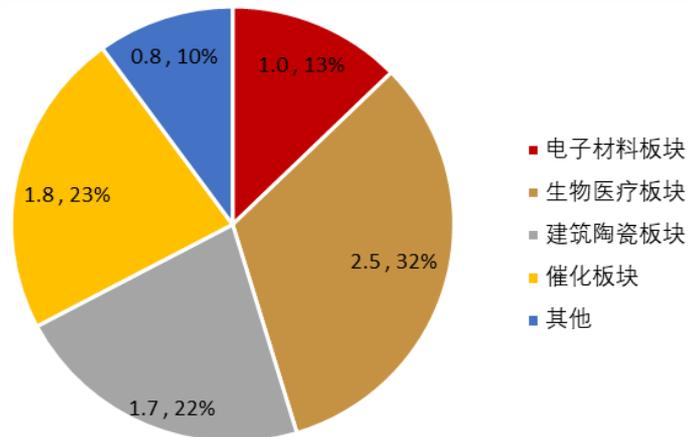
历年归母净利润及增速



2024H1各业务营收 (亿元) 及占比

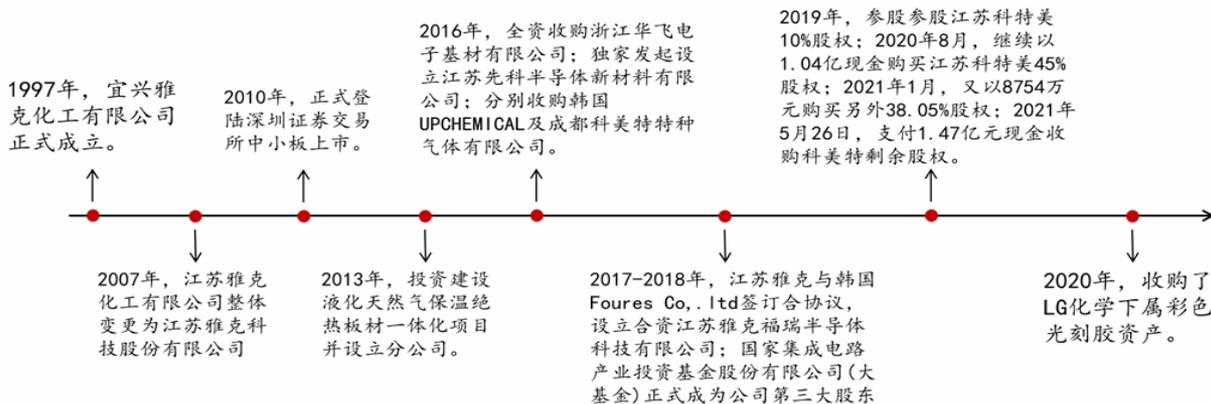


2024H1各业务毛利 (亿元) 及占比



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 |

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

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。

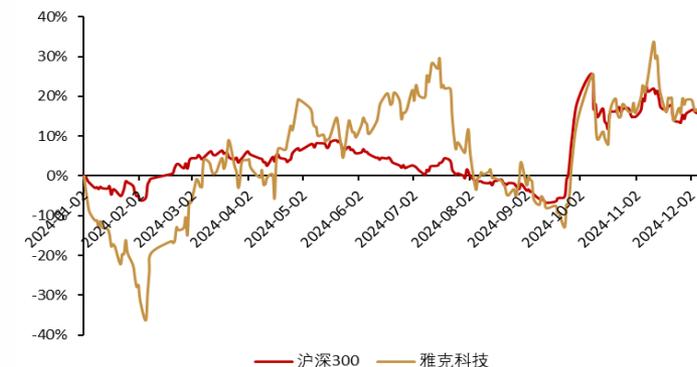
□ 风险提示：

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、氢化物已进入到5nm的先进制程工艺中使用并不断扩大覆盖范围。

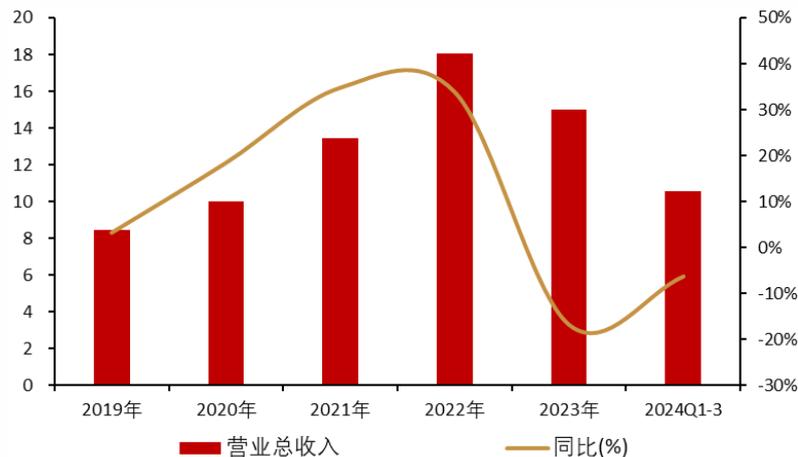
公司主要产品梳理

| 类别 | 主要产品 | 简介及用途 | |
|--------|--------------|--|--|
| 特种气体 | 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 | | |
| | 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 | | |
| | Kr/F/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。 |
| | | 高纯一氧化碳 | 集成电路生产过程的干法蚀刻。 |
| | 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相沉积薄膜。 |
| | | 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。 | |

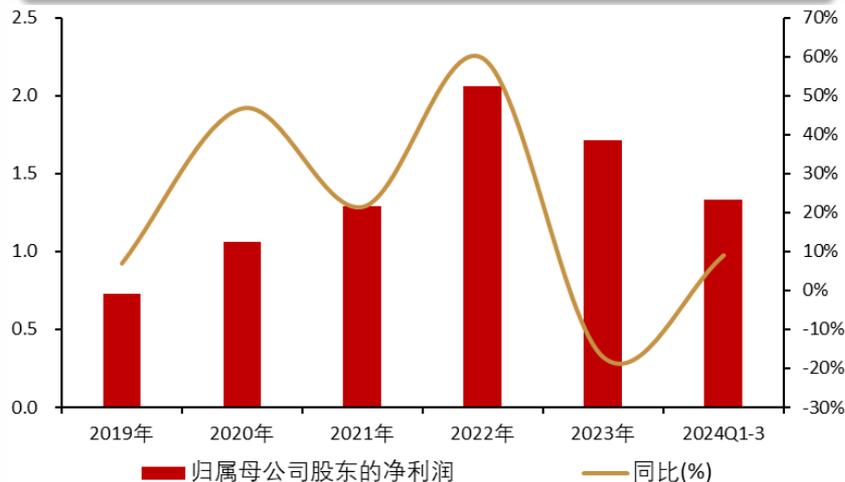
华特气体(688268)：特气国产化领头羊，持续布局新产品

- 特气行业头部企业，实现了对国内8寸及以上集成电路制造厂商超过90%的客户覆盖率。公司解决了长江存储、中芯国际、华虹宏力、华润微电子、士兰微、合肥长鑫、英诺赛科、HS、HW、青岛芯恩等众多知名半导体客户多种气体材料的进口制约，并进入了英特尔、美光科技、德州仪器、格芯、台积电、SK海力士、英飞凌、三星、铠侠、联电等全球领先的半导体企业供应链体系。公司产品已超20个供应到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。
- 在半导体带动下特气需求有望持续提升，公司具备技术、客户及服务等优势。根据TECHCET及观研天下数据，预计2025年全球电子特气市场规模将达到60.23亿美元，2022-2025年CAGR达到6.39%；同时预计2024年国内电子特气市场规模将达到230亿元，2022-2024年CAGR达到10.31%。伴随半导体行业景气度的持续回升以及国产替代进程的不断加快，电子特气企业有望深度受益。目前，公司有不少于20个产品已经批量供应14纳米芯片先进制程工艺，不少于13个产品供应到7纳米芯片先进制程工艺，2个产品进入到5纳米芯片先进制程工艺。在第三代功率器件半导体方面，公司产品满足碳化硅(SiC)与氮化镓(GaN)等第三代半导体的生产需求。
- 风险提示：产品及原料价格波动风险，需求不及预期，市场竞争加剧风险。

历年营收(亿元)及增速

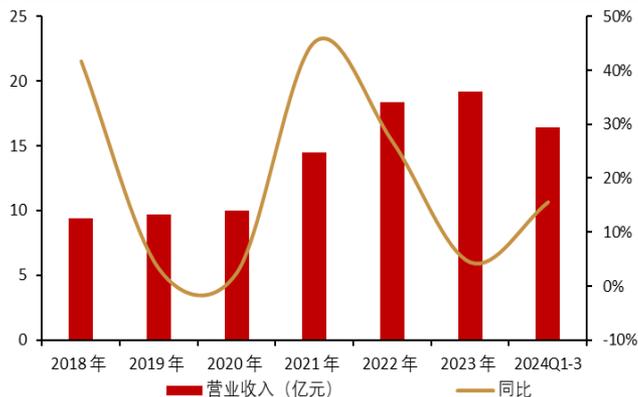


历年归母净利润(亿元)及增速

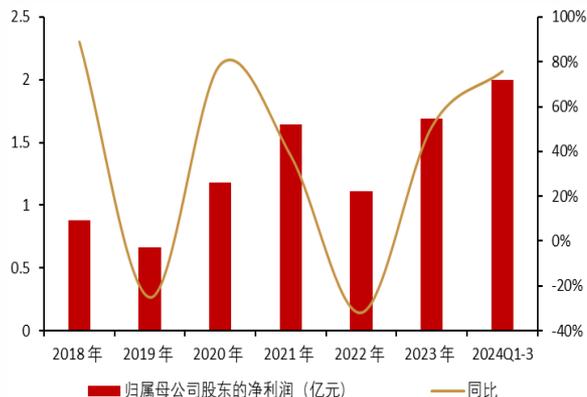


联科科技(001207)：高压电缆导电炭黑国产替代引领者

公司营收及同比增速

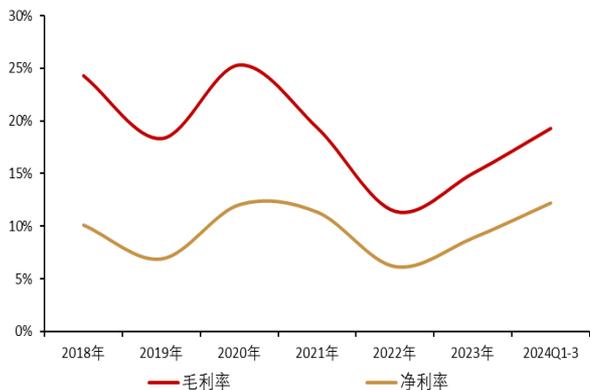


公司归母净利润及同比增速

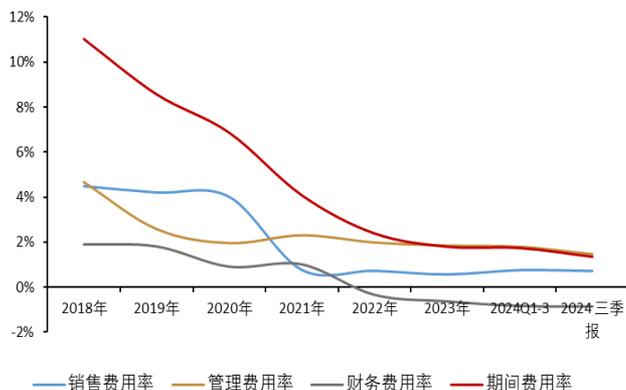


● 产销增长、成本降低，公司业绩持续攀升。公司主营产品是二氧化硅和炭黑，是目前长江以北生产规模最大、品种规格最全的二氧化硅生产企业，也是同时拥有二氧化硅和炭黑均衡产能的企业。2024年前三季度，公司实现营收16.45亿元，同比+15.59%，实现归母净利润2亿元，同比+75.89%。公司业绩大幅增长，主要原因是公司不断提升管理效率和质量，产品的产销量有所增长；高分散二氧化硅进入产能释放期，叠加纯碱等原料成本下降，产品盈利能力增强。

公司历年毛利率及净利率



公司历年期间费用率



● 突破卡脖子技术，实现可持续发展。公司抓住电网高压化趋势、新能源汽车及配套产业景气发展的机遇，“年产10万吨高压电缆屏蔽料用纳米碳材料项目”项目建设稳步推进，旨在实现高压电缆屏蔽料用纳米碳材料国产替代。2024年年中，公司一期5万吨已经投产，并于12月成功通过中国机械工业联合会技术鉴定，预计明年出货，为公司贡献新的业绩增长极。

联科科技(001207)：高压电缆导电炭黑国产替代引领者

□ 投资逻辑：

1) 炭黑和二氧化硅主业稳健，受益原料价格下降，产品盈利能力提升。2) 10万吨高压电缆导电炭黑项目完成一期5万吨的投产，且产品已成功通过鉴定，预计明年开始贡献业绩。3) 公司控股子公司联科化工拟投资建设“3万吨/年高性能稀有元素萃取剂系列产品和5万吨/年盐酸盐项目”，新建3万吨/年磷酸三（异）丁酯装置、5万吨/年盐酸盐系列产品生产装置及配套公辅设施，磷酸三丁酯应用于锂电池生产、核工业铀元素的萃取以及钴、镍、钨、钼、钽、钒等稀有元素萃取，萃取剂项目的实施将进一步丰富公司产品矩阵。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2024-2026年EPS分别为1.25元、1.83元、2.08元，对应动态PE分别为16.20倍、11.06倍、9.97倍。维持“买入”评级。

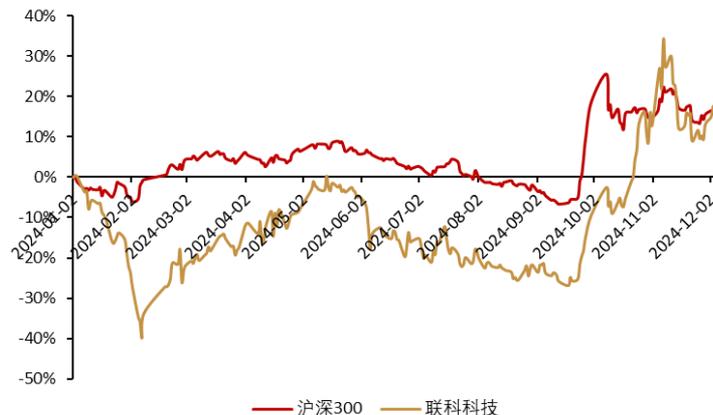
□ 风险提示：

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

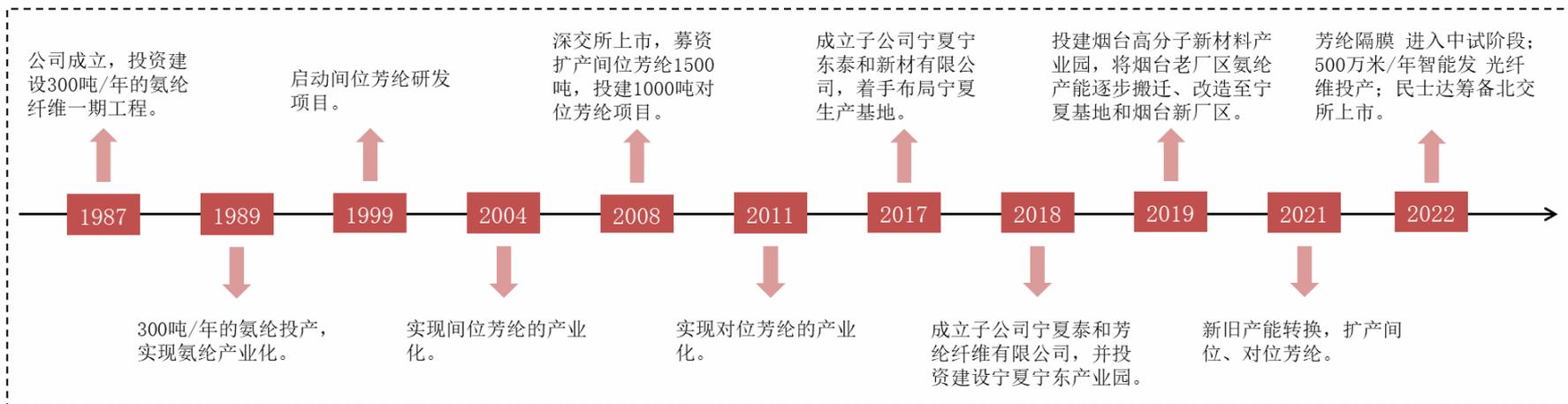
| 指标 | 2023A | 2024E | 2025E | 2026E |
|------------|---------|---------|---------|---------|
| 营业收入（百万元） | 1916.71 | 2438.23 | 3180.73 | 3505.67 |
| 营业收入增长率 | 4.45% | 27.21% | 30.45% | 10.22% |
| 归母净利润（百万元） | 168.55 | 253.08 | 370.95 | 421.36 |
| 净利润增长率 | 51.27% | 50.15% | 46.58% | 13.59% |
| EPS（元） | 0.88 | 1.25 | 1.83 | 2.08 |
| P/E | 19.00 | 16.20 | 11.06 | 9.97 |

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。

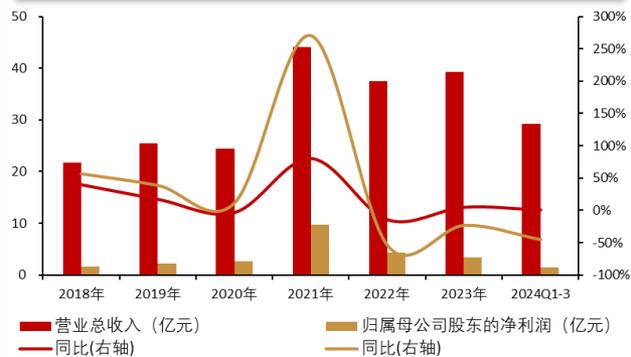


泰和新材现有产能及规划

| 主要产品 | 设计产能 | 产能利用率 | 在建产能 | 投资建设情况 |
|------|--|--------|---------|--------|
| 氨纶 | 年末名义产能约100,000吨，因实施新旧产能转换，年均有效产能约70,000吨 | 90.31% | | |
| 芳纶 | 年末名义产能约26,000吨，因新增产能逐步释放、部分产能实施搬迁，年均有效产能约23,000吨 | 82.38% | 26,000吨 | 建设中 |

泰和新材(002254)：芳纶新材料壁垒高，成为公司主要盈利点

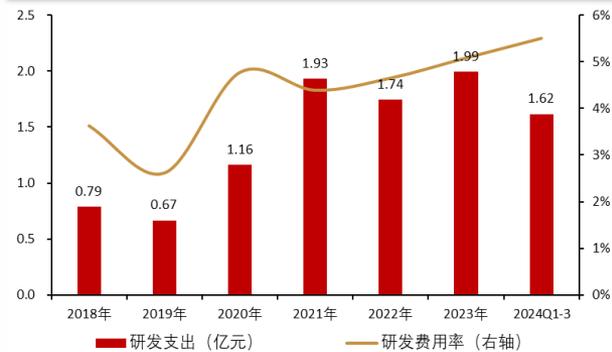
公司营收、归母净利润变化情况



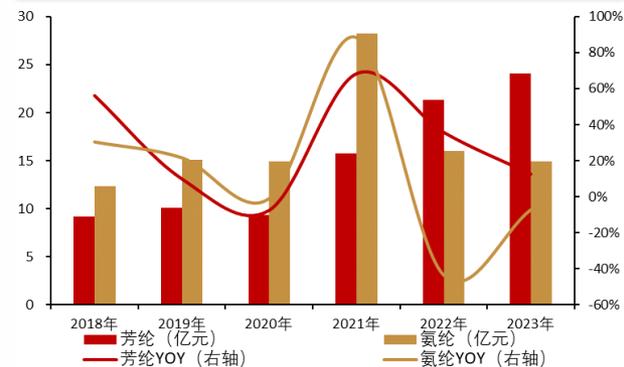
公司期间费用率情况



公司研发支出情况



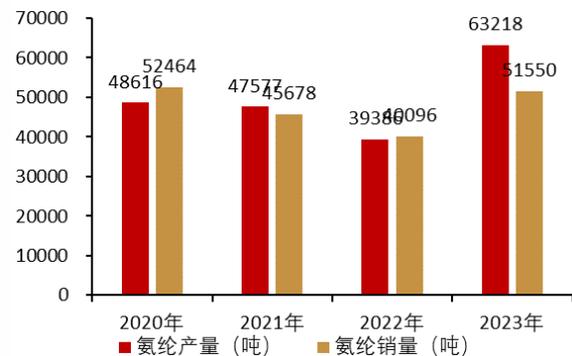
分产品营收情况



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。2022年开始，下游需求萎缩，行业产能过剩，价格大幅下跌。2024年前三季度公司实现营业收入29.23亿元，同比+0.43%，归母净利润1.51亿元，同比-45.75%，归母净利润大幅下跌，主要原因是氨纶供给扩张、需求不足，行业持续承压；芳纶国内外竞争激烈，同行低价销售。
- **芳纶国内外竞争激烈，公司持续布局高端。**24年以来，芳纶行业下游需求不足，国外同行低价销售，国内外竞争激烈。公司持续推动芳纶涂覆隔膜产业化落地，有望成为新的业绩增长点。
- **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。

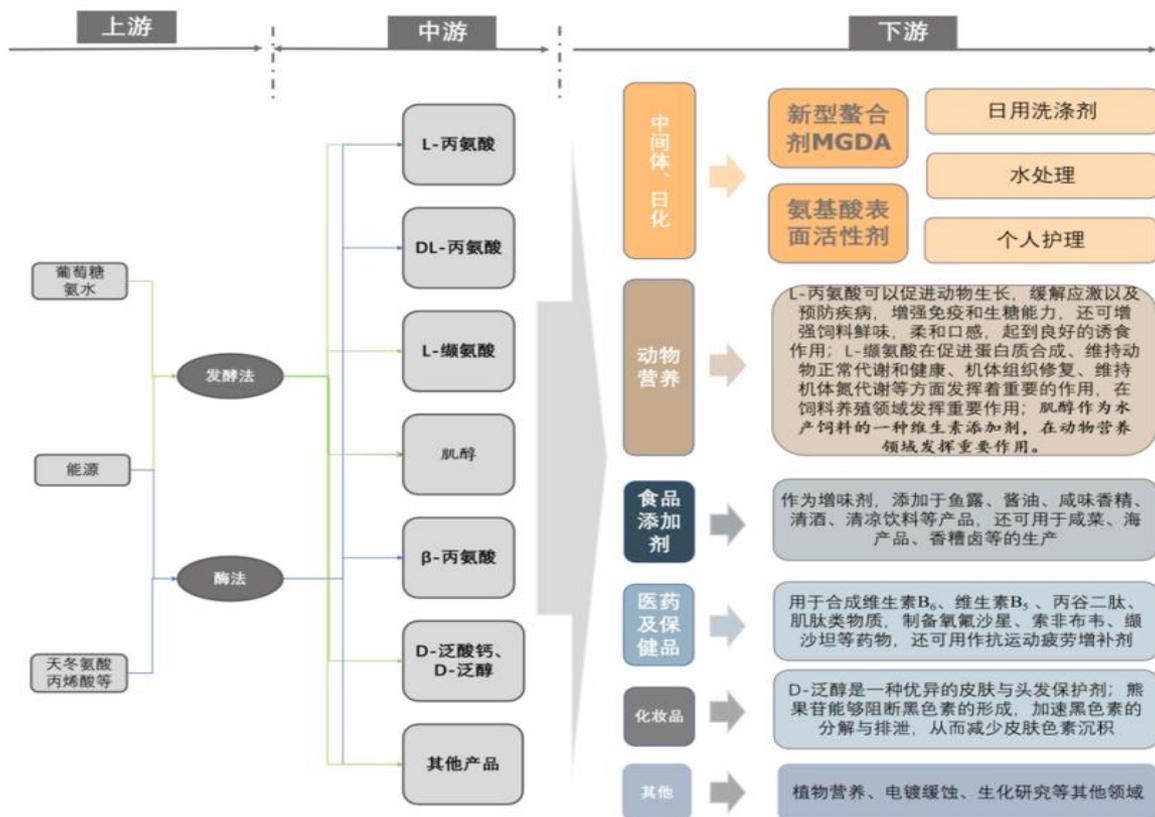
www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

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

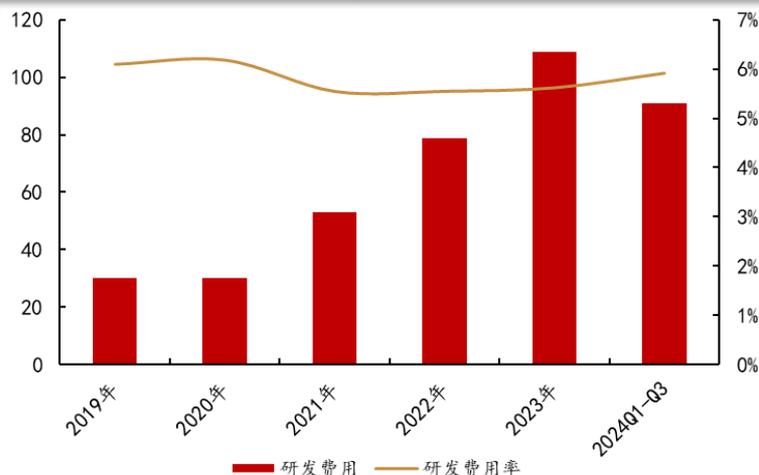


华恒生物(688639)：环保低成本，小品种氨基酸持续发力

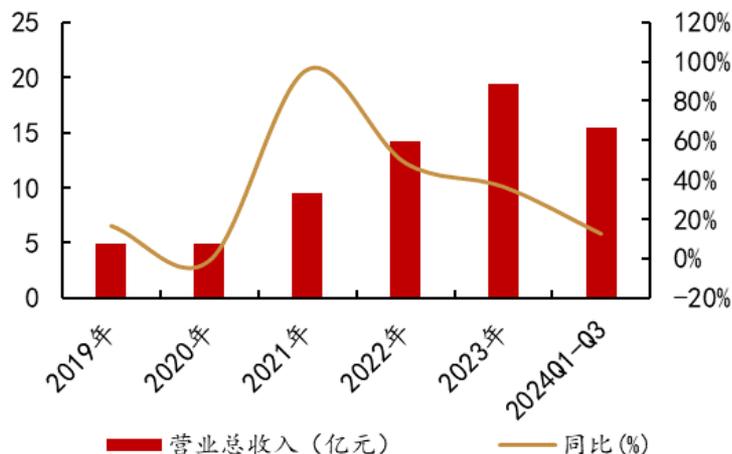
2023年公司产能及预期

| 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 | 现有产能 | 16000 |
| 1,3-丙二醇 | 现有产能 | 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 |

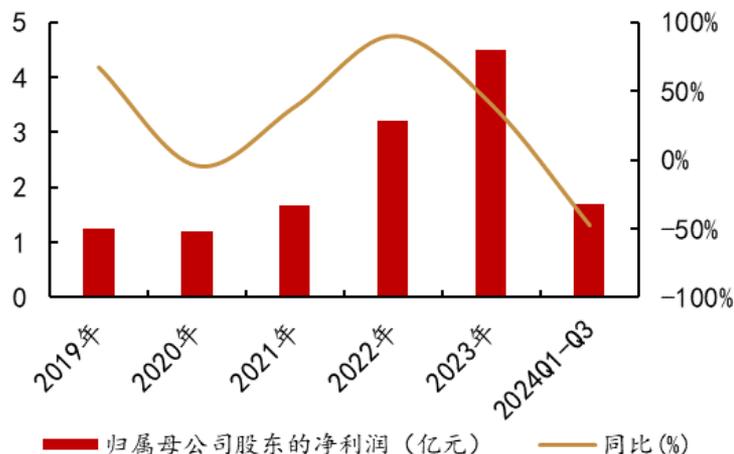
公司研发费用(百万元)



公司历年营收及变化



公司净利润



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。
- **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。

股价表现



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2024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2023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，并已开始详细设计，工程现场准备、地勘等工作 |

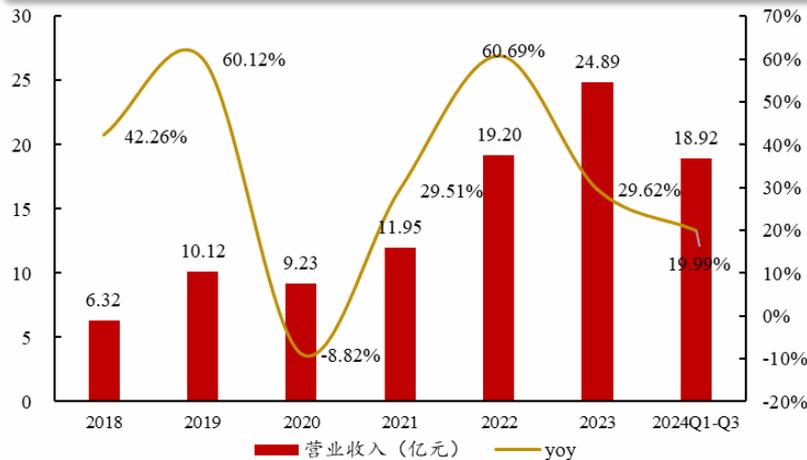
蓝晓科技(300478)：多维度布局涉锂产业链，生命科学版块持续放量

- 盐湖提锂技术具有成本优势，公司多维度布局涉锂产业链。2024年前三季度，锂资源价格相对低迷，但盐湖直接提锂技术路线成本优势明显，彰显出较高的竞争力，公司已投运项目保持较高生产负荷。公司持续对工艺技术和吸附剂产品进行升级和优化，发挥吸附技术以“材料+装置”形成功能单元的技术特点，开创DLE生产线“除杂”、“精制”的拼装组合模式，实现了吸附技术在盐湖提锂工业化中灵活、自我进化、伴生发展的技术生态。公司多维度布局涉锂产业链，不断提高吸附技术在矿石锂精制、锂电池回收、伴生矿等领域的应用水平。其中红土镍矿提镍、钴提取及回收、石煤提钒领域已签订多个工业化项目。

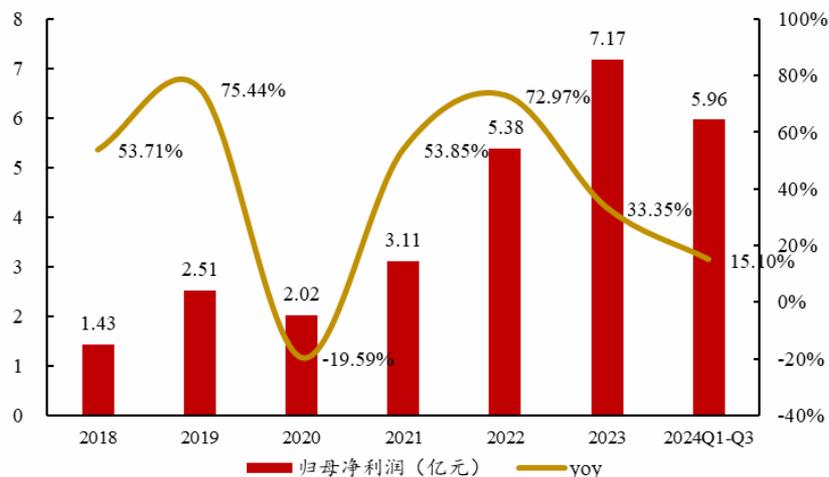
- 生命科学板块持续发展，逐步开拓全球市场。受益于GLP-1多肽类药物良好的市场表现，公司固相合成载体业务销售趋势良好。近年来，凭借seplife®2-CTC固相合成载体和sieber树脂的高等级优质产能和持续稳定供货，公司已成为多肽领域的重要供应商。公司持续布局全球化营销和技术服务网络，在北美、欧洲持续扩大本地化团队，提升品牌的国际影响力。

- 风险提示：产品及原料价格波动风险，需求不及预期，市场竞争加剧风险。

历年营收及增速



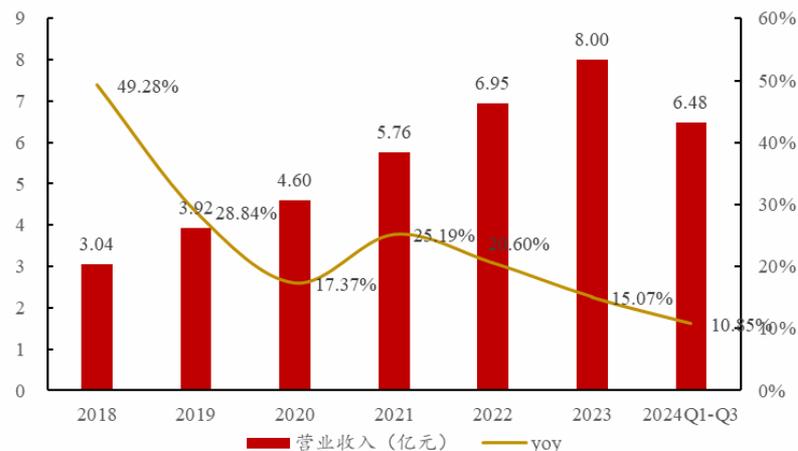
历年归母净利润及增速



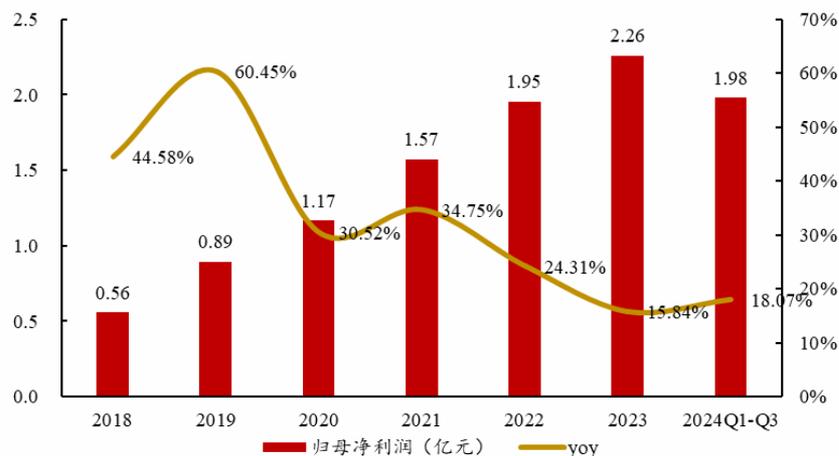
呈和科技(688625)：产能释放逐步落地，成核剂国产替代空间广阔

- **产能投放逐步落地，重视研发技术领先。**公司通过自主研发，成功开发和量产成核剂、合成水滑石，实现国产同类产品突破；到逐步突破技术壁垒，凭借FDA、ECOVADIS等高规格认证和主流聚丙烯生产工艺准入资格，走进全球大型石化能源企业供应链体系；再到如今具备超过200种不同型号的规模化生产能力。
- **成核剂需求稳定增加，国产替代空间广阔。**聚丙烯是成核剂最主要的消费途径，可应用于食品接触材料、医疗器械、婴幼儿用品、锂电池材料等安全需求突出的行业，也可满足汽车部件、家居家电用品、建筑材料等领域的环保需求。据百川盈孚统计，2024年我国聚丙烯新增产能预计730万吨/年，2025-2026年继续保持增长。随着新产能的释放，聚烯烃下游应用呈现高端改性化趋势，成核剂用于高性能聚烯烃的需求增加。根据观研报告网发布的《中国成核剂行业现状深度研究与未来投资预测报告（2023-2030年）》，全球成核剂市场稳定扩容，2023年我国成核剂进口替代率为30%，预计2025年全球成核剂市场销售额预计突破10亿美元，进口替代率达到34%。
- **风险提示：**产品及原料价格波动风险，需求不及预期，市场竞争加剧风险。

历年营收及增速



历年归母净利润及增速



彤程新材(603650)：橡胶助剂持续景气，光刻胶打开成长空间

- **橡胶助剂客户众多，橡胶助剂需求稳中有升。**公司是全球最大的轮胎用特种材料供应商，生产和销售的轮胎用高性能酚醛树脂产品在行业内处于全球领先地位。公司与国内外轮胎企业建立了长期稳定的业务合作，客户覆盖全球轮胎75强，包括普利司通、米其林、固特异、马牌、倍耐力等国际知名轮胎企业，以及中策橡胶、赛轮轮胎、玲珑轮胎、三角轮胎、浦林成山等国内企业。公司高纯度“对-叔丁基苯酚”是亚洲最重要的供应商之一，主要客户包括三菱瓦斯、LG、帝人、万华、科思创等。贸易方面，公司是德国BASF、EVONIK、日本住友化学等国际领先材料供应商在中国轮胎橡胶行业的唯一或主要合作伙伴。
- **产能投放逐步落地，持续布局半导体行业。**公司在潜江拥有8000吨平板用光刻胶生产能力，是国内首家TFT-LCDArray光刻胶生产商，是国内最大的液晶正性光刻胶本土供应商。年产1.1万吨半导体、平板显示用光刻胶及2万吨相关配套试剂项目已部分建设完成，其中包括年产300/400吨ArF及KrF光刻胶量产产线；公司江苏半导体芯片抛光垫生产基地正在建设中，项目顺利达产后可实现年产半导体芯片先进抛光垫25万片、预计满产后年销售约8亿元。
- **风险提示：**产品及原料价格波动风险，需求不及预期，市场竞争加剧风险。

历年营收及增速



历年归母净利润及增速



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 |
| 002409.SZ | 雅克科技 | 买入 | 63.36 | 300.3 | 5.79 | 8.51 | 12.86 | 17.57 | 49 | 35 | 23 | 17 |
| 002648.SZ | 卫星化学 | 买入 | 17.93 | 596.9 | 47.89 | 68.29 | 89.79 | 111.22 | 12 | 9 | 7 | 5 |
| 001207.SZ | 联科科技 | 买入 | 20.25 | 40.9 | 1.69 | 2.53 | 3.71 | 4.21 | 19.00 | 16.20 | 11.06 | 9.97 |

数据来源：wind，西南证券。注：选取2024年12月3日收盘价



分析师：黄寅斌
执业证号：S1250523030001
电话：13316443450
邮箱：hyb@swsc.com.cn

分析师：屈紫荆
执业证号：S1250524070006
电话：13552905741
邮箱：qzjyf@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 | 欧若诗 | 销售经理 | 18223769969 | ors@swsc.com.cn |
| | 崔露文 | 销售副总监 | 15642960315 | clw@swsc.com.cn | 李嘉隆 | 销售经理 | 15800507223 | ljlong@swsc.com.cn |
| | 李煜 | 高级销售经理 | 18801732511 | yfliyu@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 | 孙启迪 | 销售经理 | 19946297109 | sqdi@swsc.com.cn |
| | 张玉梅 | 销售经理 | 18957157330 | zmyf@swsc.com.cn | 蒋宇洁 | 销售经理 | 15905851569 | jyj@swsc.com.c |
| | 魏晓阳 | 销售经理 | 15026480118 | wxyang@swsc.com.cn | | | | |
| 北京 | 李杨 | 销售总监 | 18601139362 | yfly@swsc.com.cn | 张鑫 | 高级销售经理 | 15981953220 | zhxin@swsc.com.cn |
| | 张岚 | 销售副总监 | 18601241803 | zhanglan@swsc.com.cn | 王一菲 | 高级销售经理 | 18040060359 | wyf@swsc.com.cn |
| | 杨薇 | 资深销售经理 | 15652285702 | yangwei@swsc.com.cn | 王宇飞 | 高级销售经理 | 18500981866 | wangyuf@swsc.com |
| | 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 |
| 广深 | 郑龔 | 广深销售负责人 | 18825189744 | zhengyan@swsc.com.cn | 杨举 | 销售经理 | 13668255142 | yangju@swsc.com.cn |
| | 杨新意 | 广深销售联席负责人 | 17628609919 | yxy@swsc.com.cn | 陈韵然 | 销售经理 | 18208801355 | cyryf@swsc.com.cn |
| | 龚之涵 | 高级销售经理 | 15808001926 | gongzh@swsc.com.cn | 林哲睿 | 销售经理 | 15602268757 | lzh@swsc.com.cn |
| | 丁凡 | 销售经理 | 15559989681 | dingfyf@swsc.com.cn | | | | |