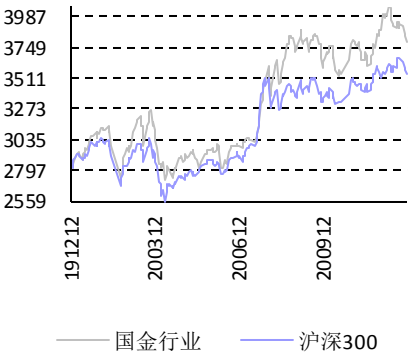
资源与环境研究中心

基础化工行业研究 买入（维持评级）

行业年度报告

市场数据(人民币)

市场优化平均市盈率	18.90
国金基础化工指数	3795
沪深 300 指数	4890
上证指数	3347
深证成指	13555
中小板综指	12232



相关报告

1.《钛白粉价格年内新高，有机硅、氨纶价格高位-基础化工行业周报》，2020.12.6

2.《钛白粉、有机硅价格坚挺，周期产品高位震荡-基础化工行业周报》，2020.11.29

3.《钛白粉、有机硅等产品供给不足，价格上行-【国金化工】行业研究...》，2020.11.22

4.《多数化工产品涨价持续，行业景气度上行-【国金基化】行业研究周...》，2020.11.16

5.《钛白粉、有机硅、氨纶、维生素 E 价格上行-化工行业周报》，2020.11.7

陈屹 联系人
chenyi3@gjzq.com.cn

杨翼荣 分析师 SAC 执业编号：S1130520090002
yangyiying@gjzq.com.cn

wangmh@gjzq.com.cn

全球景气复苏，聚焦龙头及有α属性成长标的

行业观点

- **疫情对海内外经济冲击的边际影响减弱，化工行业整体恢复情况较好。**国内疫情获得了有效管控，生产经营恢复速度较快，除第三产业外，我国第一产业及第二产业疫情冲击后快速恢复，经过下半年的调整，国内的化工生产企业的亏损情况已经开始逐步好转。经过疫情的冲击我国包括化工行业在内的制造业抗风险能力凸显，叠加我国成本、产业链及市场优势，我国有承接高端制造领域产业转移及供应链的国产化的良好基础。
- **海外需求逐步恢复，我国短期有望承接更多的海外需求订单。**海外疫情存在一定程度的反复，但疫情对于经济恢复的边际冲击持续减弱，在各国的财政及货币政策刺激下，海外需求持续回升，但生产活动在疫情压制下恢复速度有所放缓，相比之下，中国疫情控制相对较好，生产经营恢复水平更高，在细分领域有望承接更多的全球订单，预期明年出口需求相对较好。
- **疫情冲击下龙头企业价值进一步彰显，广阔的发展空间提升龙头“溢价”。**我国正经历“化工大国”向“化工强国”转型阶段，多年的研发和资本投入持续提升化工行业竞争力。疫情冲击下，龙头企业核心价值获得进一步认可：①历史再次验证企业核心竞争力，未来获得持续稳定盈利的概率较大；②公司具有更强的抗风险能力，相比于一般企业具有更长的“寿命”；③公司规模、产业链、技术等方面的基础好，可以支撑公司多领域延伸布局，成长空间更大。公司核心价值进一步凸显，而短期“系统性”的风险带来的业绩波动对公司的影响相对较小。
- **国有企业改革持续推进，焕发活力。**国有企业具有资金和规模优势，但在发展活力和经营效率方面还有较大提升空间，今年国家加紧落实国有企业改革措施，推行数字化改革，对标世界一流管理，完善激励制度，持续推进国有企业改革，提升国有企业发展空间。

投资建议

- **化工行业估值在中位水平，市场流动性进一步宽松可能性不高，收益更多需要依靠业绩提升，建议关注具有抗风险能力和更好发展优势的龙头企业，以及具有高成长属性的细分领域：**

①具有成本、产业链、平台等核心壁垒，抗风险能力强，延伸发展空间大的龙头企业；

②供应链国产化及下游需求提升带来的供应链发展机遇，建议关注胶黏剂、LCP 材料、碳纤维、高分子助剂、显示材料等领域；

③政策推动行业空间大幅提升带来的发展机遇，建议关注尾气催化领域、生物柴油行业、可降解塑料行业；

④产业链重构，行业集中度提升领域，建议关注农药领域优质标的；

⑤消费升级带来发展机遇，看好代糖、人造肉、植物胶囊等细分领域。

风险提示

- 疫情反复对细分领域的行业冲击；原油价格剧烈波动；贸易政策变动影响产业布局。

内容目录

一、国内经济逐步恢复，产业链抗风险能力提升.....6
1.1、疫情对国内最大的影响已经过去，国内经济持续恢复.....6
1.2、领先企业竞争优势将进一步加强，中国整体竞争力获得进一步体现.....8
二、海外需求恢复短期仍将支撑产品出口，我国经济预期将平稳运行.....10
2.1、海外需求逐步恢复，短期支撑我国部分领域产品出口.....10
2.2、国内投资、消费稳步回升，支撑经济稳步发展.....14
2.3、货币及信用政策宽松空间有限，收益更多依靠业绩提升.....18
三、疫情短期形成周期波动，龙头企业内在价值获得进一步认可.....22
3.1、疫情短期冲击周期运行，建议关注格局相对较好的细分行业.....22
3.2、龙头企业价值进一步显现，广阔的发展空间提升龙头“溢价”.....26
3.3、国有企业潜力巨大，改革焕发新活力.....29
四、重点关注成长确定性高，市场发展空间大的细分领域.....31
4.1、供应链安全引起重视，上游材料供应商获得产业发展机遇.....31
4.2、政策推动行业空间大幅提升，关注成长空间大的细分领域.....37
4.3、产业链重构，行业集中度提升，相关农化标的将持续受益.....43
4.4、消费升级带来投资机遇，看好代糖、人造肉、植物胶囊等行业发展...48
五、风险提示.....51

图表目录

图表 1：GDP 同比及累计同比变化 6
图表 2：中国 PMI 变化 6
图表 3：中国整体及制造业工业增加值同比变化 6
图表 4：中国化工行业工业增加值同比变化 6
图表 5：化工行业的亏损企业数量及占比 7
图表 6：化工企业的产能利用率情况 7
图表 7：中国工业出口交货值变化（亿元） 7
图表 8：纺服领域出口需求一定程度上恢复 7
图表 9：家具领域出口短期冲击较大，下半年获得恢复 7
图表 10：电器领域出口短期冲击较大，恢复较为迅速 7
图表 11：大中小型 PMI 生产指数 8
图表 12：大中小型 PMI 新订单指数 8
图表 13：大中型工业企业亏损数量同比变化 8
图表 14：大中型工业企业营业利润率变化 8
图表 15：中国、美国、欧洲、印度工业制造业恢复情况 9
图表 16：中国化工相关领域产品出口指数变化 9
图表 17：江苏省化工生产企业的抗风险能力明显提升 9
图表 18：浙江、山东化工大省的疫情恢复情况良好 9
图表 19：全球主要发展高端制造国家人均收入（万元） 10
图表 20：中国供应链企业在持续进行产业链升级 10
图表 21：中国发展高端产品领域不断提升竞争优势 10
图表 22：亚洲主要国家新增新冠确诊人数 11
图表 23：欧洲主要国家新增新冠确诊人数 11
图表 24：美国新增新冠确诊人数 11
图表 25：全球新增新冠确诊人数及累计确诊人数 11
图表 26：美国制造业及非制造业 PMI 12
图表 27：欧元区制造业及服务业 PMI 12
图表 28：美国零售销售同比及个人消费支出同比 12
图表 29：欧洲零售销售指数及同比变化 12
图表 30：美国、欧元区债券收益率变化 13
图表 31：美国及欧盟的制造业开工率 13
图表 32：日韩两国的制造业开工率 13
图表 33：印度、越南制造业 PMI 指数 14
图表 34：印度纺织、服装工业生产指数 14
图表 35：我国进出口变化（亿美元） 14
图表 36：中国固定资产投资完成额变化 15
图表 37：我国政府部门杠杆率及财政赤字率 15

图表 38：中国社会消费品零售总额变化（亿元）.....15
图表 39：我国房地产新开工、竣工及销售面积累计同比变化.....16
图表 40：纺服领域工业增加值累计同比.....16
图表 41：纺服领域出口交货值累计同比.....16
图表 42：中国汽车销量及工业增加值变化.....17
图表 43：国内家电销售迅速回升.....17
图表 44：我国原粮收购价格指数.....17
图表 45：终端需求领域及上游相关度较高的大类化工产品.....18
图表 46：化工行业单季度营业收入变化.....18
图表 47：化工行业整体盈利情况（亿元）.....18
图表 48：中国 1 年期和 10 年期国债收益率变化.....19
图表 49：中国社融同比增速变化.....19
图表 50：中国 M2 同比增速和 GDP 同比增速变化.....19
图表 51：A 股各个行业历年估值水平及现在估值水平的分位值.....20
图表 52：A 股各行业估值及分位水平.....21
图表 53：化工细分子板块估值分布情况（按各子板块估值分位数降序排列）22
图表 54：化学原料及制品营收、库存及产品价格变化.....23
图表 55：化工行业指数及化工产品价格指数.....23
图表 56：粘胶行业指数及粘胶产品价格指数.....23
图表 57：塑料行业指数及塑料产品价格指数.....24
图表 58：聚氨酯行业指数及 MDI 产品价格（元/吨）.....24
图表 59：2020 前三季度化工企业营收增速情况.....24
图表 60：化工行业历年营业收入正增长企业数量.....24
图表 61：化学原料及制品行业营收及利润率变化.....25
图表 62：化工行业企业数量变化.....25
图表 63：美国青年人口变化及居民杠杆率变化.....25
图表 64：美国抵押贷款利率及房地产销售情况.....25
图表 65：2020 年我国各地区环保政策情况.....26
图表 66：中国是全球第一大化工销售国家.....26
图表 67：全球化工销售市场份额变迁.....26
图表 68：龙头企业经过历史发展不断强化自身的核心优势.....27
图表 69：基础化工行业龙头企业盈利情况.....27
图表 70：全球化工行业研发投入份额变化.....28
图表 71：全球化工行业资本支出份额变化（十亿欧元）.....28
图表 72：龙头企业固定资产增速大幅领先行业.....28
图表 73：细分领域部分龙头企业在建工程情况.....28
图表 74：国有企业每百元资产实现的营业收入（元）.....29
图表 75：国有企业产成品周转天数（天）.....29
图表 76：我国持续推进国有企业改革，政策有望加速落地.....29

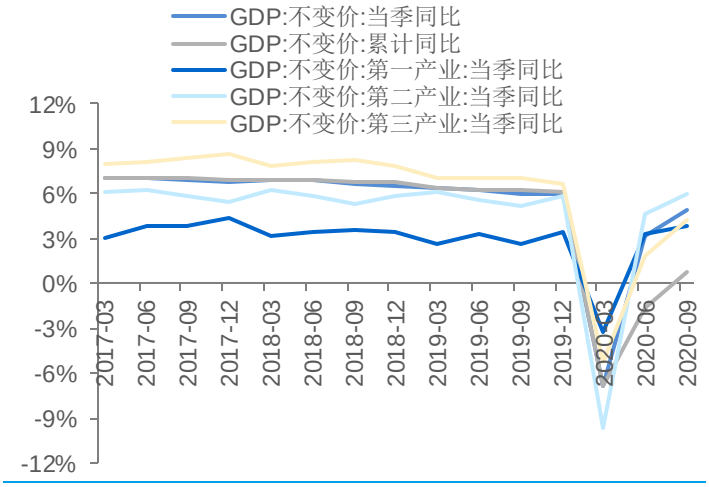
图表 77：化工行业国有企业近 3 年进行激励情况 30
图表 78：国有企业对标世界一流管理提升行动 31
图表 79：胶黏剂行业竞争格局趋势 32
图表 80：全球智能手机出货量（百万部） 33
图表 81：薄膜级 LCP 在手机天线中的空间预测 33
图表 82：全球碳纤维下游应用领域 34
图表 83：中国碳纤维下游应用领域 34
图表 84：抗氧化剂行业工业结构和产品流向 35
图表 85：抗氧化剂和光稳定剂主要应用领域及对应的品种 35
图表 86：液晶显示（LCD）产业链 36
图表 87：国产替代，需求提升相关推荐标的汇总 37
图表 88：我国尾气排放标准持续提升 38
图表 89：机动车污染物排放标准 38
图表 90：国六标准的要求尾气净化设施全面升级 38
图表 91：国六标准下柴油车尾气处理蜂窝陶瓷载体配置 39
图表 92：尾气催化行业空间测算 39
图表 93：我国今年出台“禁塑令” 41
图表 94：欧洲出台多项政策推动生物能源应用 42
图表 95：欧洲生物柴油消费量（亿升） 42
图表 96：欧洲生物柴油需求缺口逐年提升 42
图表 97：我国生物柴油废弃油脂消耗量及产能利用率 43
图表 98：欧洲废弃油脂进口来源国占比 43
图表 99：农化巨头整合形成新格局 44
图表 100：农化巨头整合带动其原药、中间体供应商集中度提升 44
图表 101：十家原药企业销售收入及增速（亿元） 45
图表 102：十家原药企业归母净利润及增速（亿元） 45
图表 103：十家农药企业的毛利率与净利率 45
图表 104：十家农药企业库存（亿元） 46
图表 105：十家农药企业在建工程（亿元） 46
图表 106：扬农化工麦草畏工艺路线与传统工艺比较 46
图表 107：扬农化工可通过主要中间体设计菊酯品种 47
图表 108：公司医药中间体合作数量不断增加 48
图表 109：公司淮北基地未来成长确定性强 48
图表 110：金禾实业产业链 49
图表 111：全球胶囊市场保持高速增长（百万美元） 50
图表 112：胶囊主要用于医药和保健品 50
图表 113：植物胶囊销量及增速（亿粒） 51
图表 114：子公司赫尔希胶囊收入及净利润（百万元） 51
图表 115：建议关注重点公司 51

一、国内经济逐步恢复，产业链抗风险能力提升

1.1、疫情对国内最大的影响已经过去，国内经济持续恢复

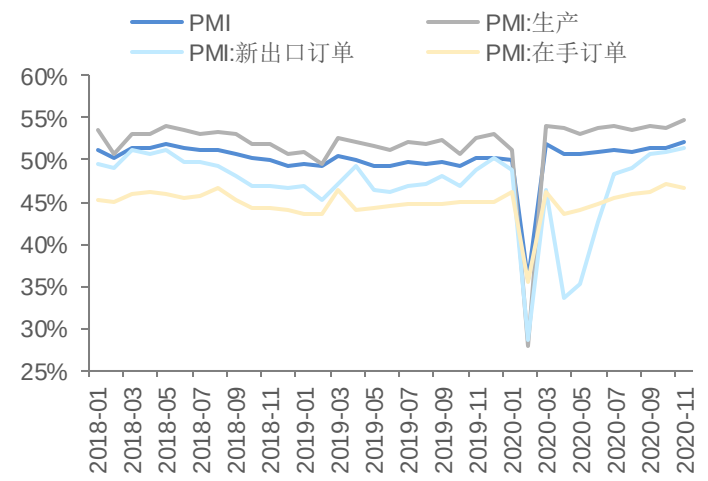
- **除第三产业外，我国第一产业及第二产业疫情冲击后，快速恢复。**整体来看，我国整体经济恢复速度较快，且恢复程度良好，除第三产业疫情影响仍有一定持续外，国内第一、第二产业基本恢复至疫情前水平。
- **国内疫情获得了有效管控，生产经营恢复速度较快。**国内制造业的 PMI 连续 9 个月位于 50 以上，在海外疫情持续的状态下，部分海外生产环节受到影响，而伴随着海外需求的逐步回升，中国新出口订单恢复良好，并实现了较为良好的提升。

图表 1：GDP 同比及累计同比变化



来源：Wind，国金证券研究所

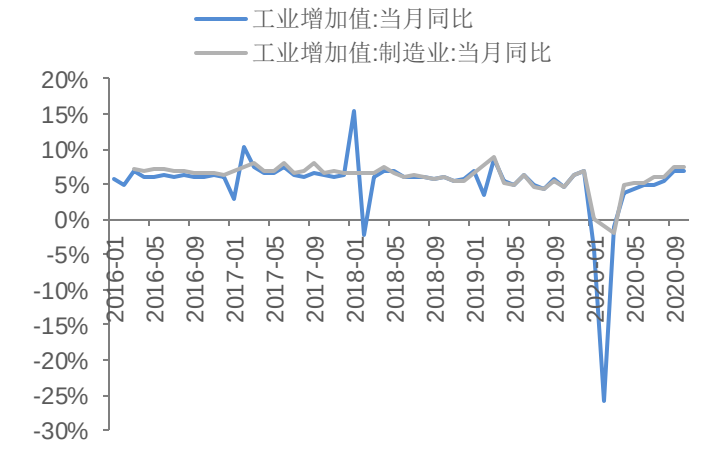
图表 2：中国 PMI 变化



来源：Wind，国金证券研究所

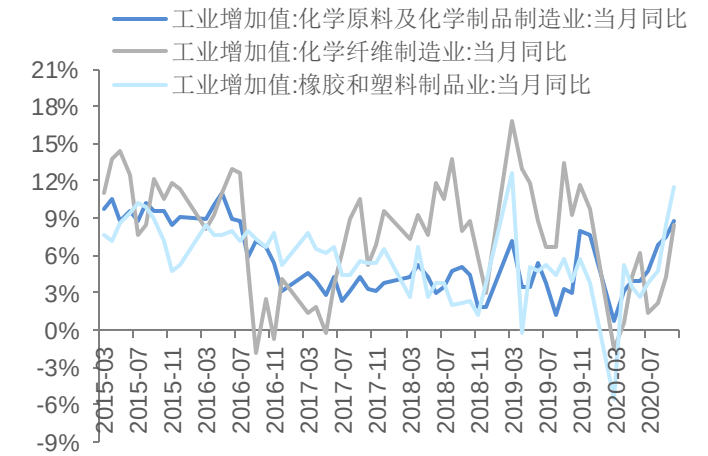
- 国内制造业的生产经营受到疫情的冲击相对较小，整体行业恢复情况良好，基本回归疫情前水平。其中化工整体增速获得快速回升，化学原料及制品、橡胶和塑料制品等细分行业在供给国内产业链需求的同时，部分承接了海外供给不足的需求，疫情后的工业增加值已经超越了疫情前。

图表 3：中国整体及制造业工业增加值同比变化



来源：Wind，国金证券研究所

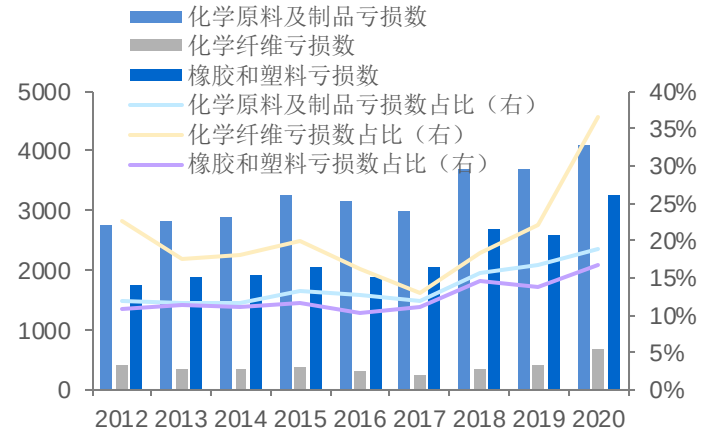
图表 4：中国化工行业工业增加值同比变化



来源：Wind，国金证券研究所

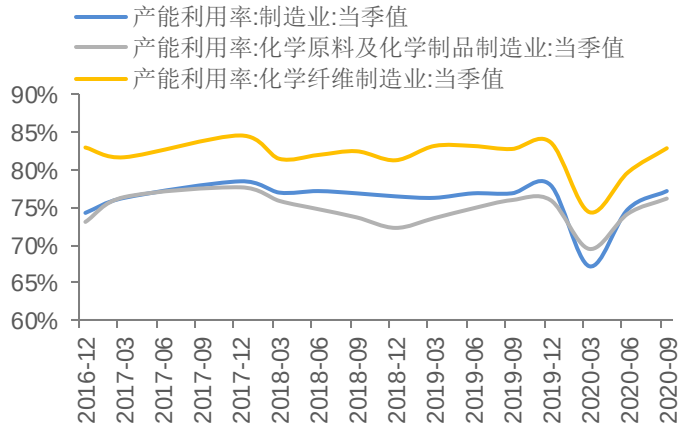
- 疫情对于国内生产企业的短期冲击最大影响已经逐步过去，经过下半年的调整，国内的化工生产企业的亏损情况已经开始逐步好转。
- 国内制造业经历了疫情后，开工逐步恢复，国内化工企业开工也超过往常年的水平，国内企业在满足国内需求恢复的同时，由于稳定的供货能力，国内也在承接海外由于开工不畅短缺的产品供应订单。

图表 5：化工行业的亏损企业数量及占比



来源：Wind，国金证券研究所

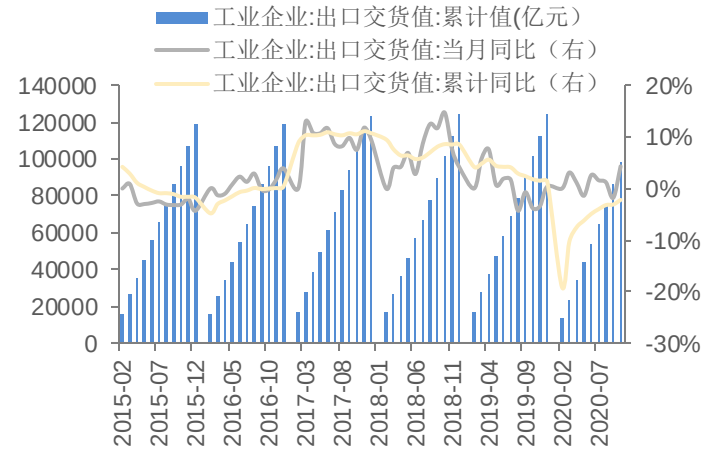
图表 6：化工企业的产能利用率情况



来源：Wind，国金证券研究所

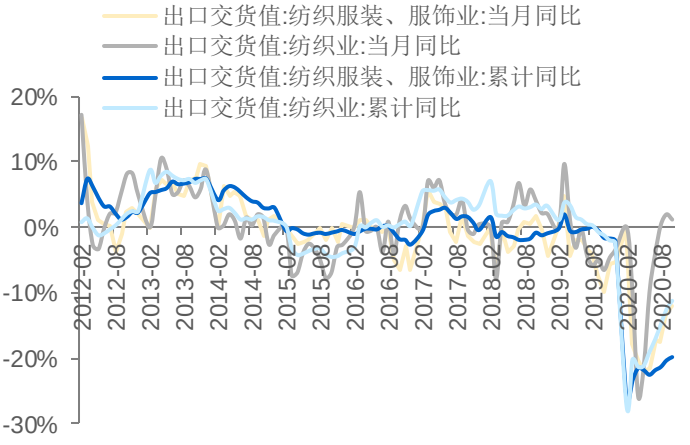
■ 由于海外疫情影响，国内出口二季度受到较大冲击，而随着国内供应稳定，以及海外复工复产逐步恢复，我国工业出口交货值在逐步提升，其中纺织业受到海外订单转移的影响，出口订单迅速提升；而电气机械及器材领域受到疫情的冲击相对较小，恢复良好，而相比之下家具行业的冲击更大，仍需一定时间的恢复。

图表 7：中国工业出口交货值变化（亿元）



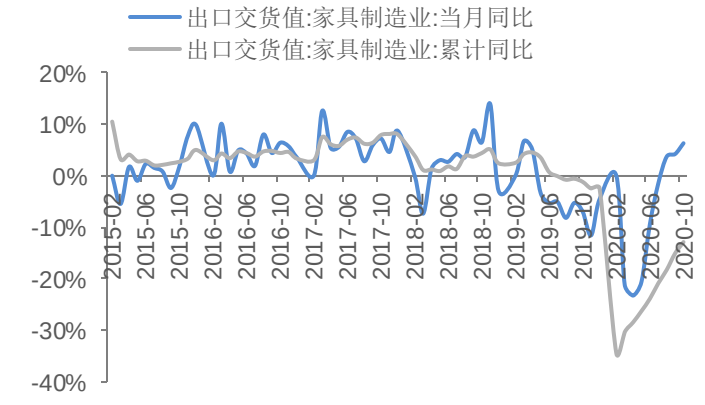
来源：Wind，国金证券研究所

图表 8：纺服领域出口需求一定程度上恢复



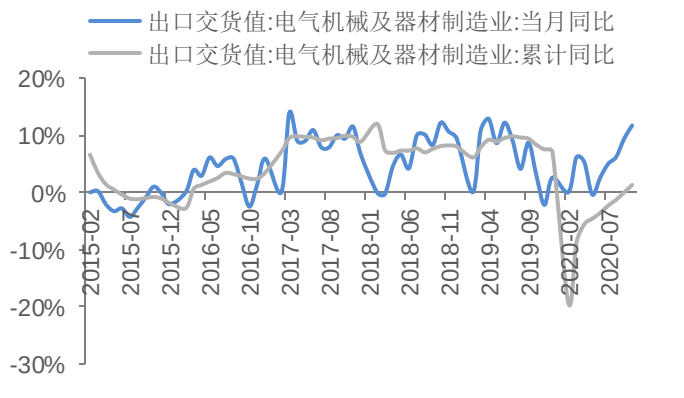
来源：Wind，国金证券研究所

图表 9：家具领域出口短期冲击较大，下半年获得恢复



来源：Wind，国金证券研究所

图表 10：电器领域出口短期冲击较大，恢复较为迅速

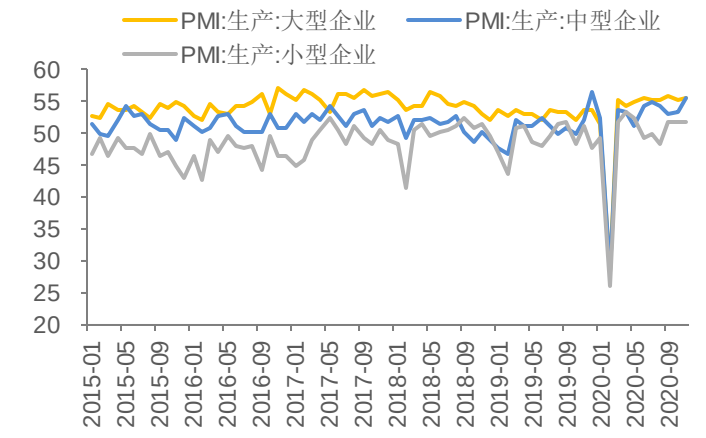


来源：Wind，国金证券研究所

1.2、领先企业竞争优势将进一步加强，中国整体竞争力获得进一步体现

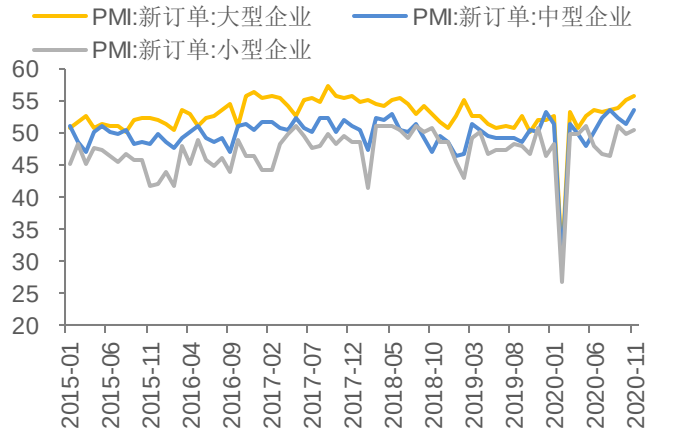
- 整体来看，我国大中小型工业企业的 PMI 指数本就有一定程度的分化，相比而言，大型企业资金实力更强，规模优势更为突出，具有较强的延伸和扩展能力，大型企业基本处于高水平的扩张发展中。而我国大中型工业企业中亏损企业数量增长也低于工业企业行业的平均水平，整体对于风险的抗冲击能力较强。而同时规模及成本优势也不断强化领先企业的竞争优势，使其保持更高的产品盈利水平，形成盈利缓冲垫。

图表 11：大中小型 PMI 生产指数



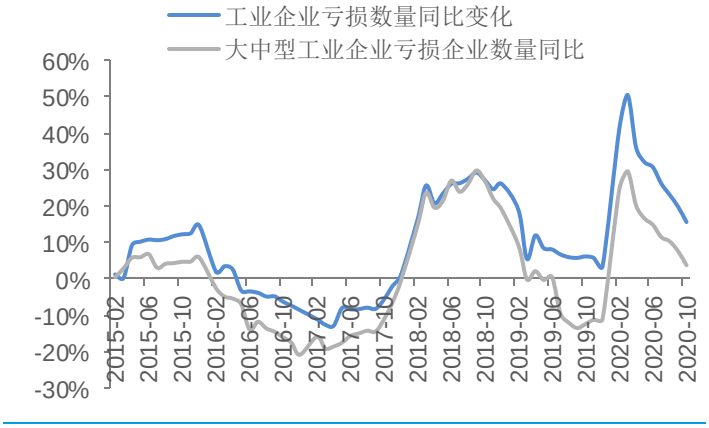
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 12：大中小型 PMI 新订单指数



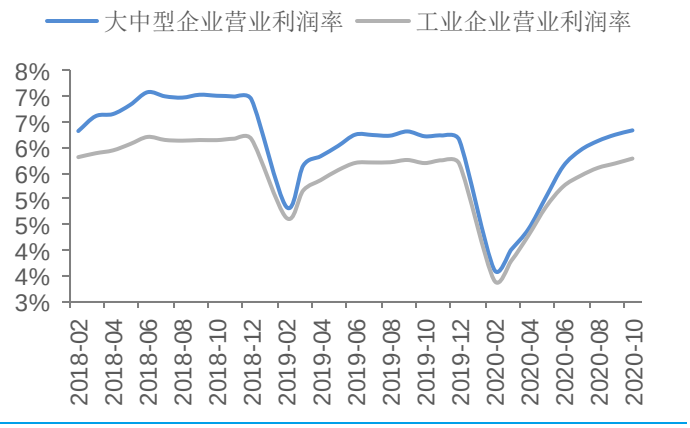
来源：国家统计局，国金证券研究所

图表 13：大中型工业企业亏损数量同比变化



来源：Wind，国金证券研究所

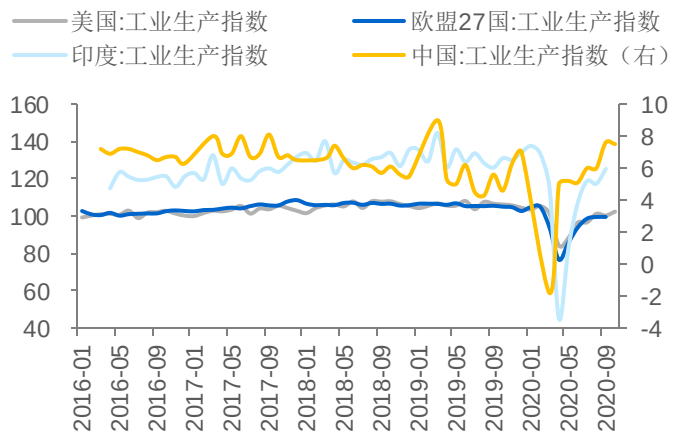
图表 14：大中型工业企业营业利润率变化



来源：Wind，国金证券研究所

- **继成本因素后，产业链供应稳定将是全球产业布局的另一重要因素。**受到疫情的影响，不同国家恢复速度有明显的差异，疫情的程度不同，各个多家抗风险的能力不同，对于其本国制造业的恢复也有明显差异。相比之下国内对于疫情的控制能力相对较强，经历了非典疫情后，中国在疫情前期的管控明显严格，对于疫情的早期控制还是具有明显的效果，后期在海外疫情爆发后，众多细分领域受到海外冲击较为严重，而国内整体市场空间较大，基础产业链完整，整体的经济生产调节能力明显较强，在后期海外细分领域供给不足的状态下，我国的橡胶制品、纺织服装等领域的原料及制品出口迅速提升，一定程度上承接了海外的产品供应。

图表 15：中国、美国、欧洲、印度工业制造业恢复情况



来源：Wind，国金证券研究所

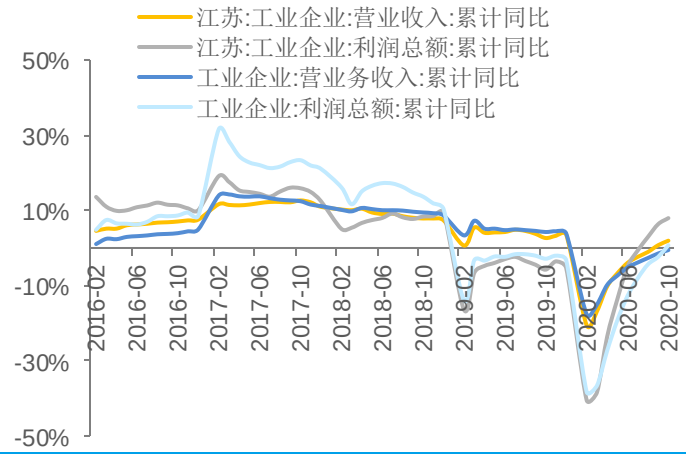
图表 16：中国化工相关领域产品出口指数变化



来源：Wind，国金证券研究所

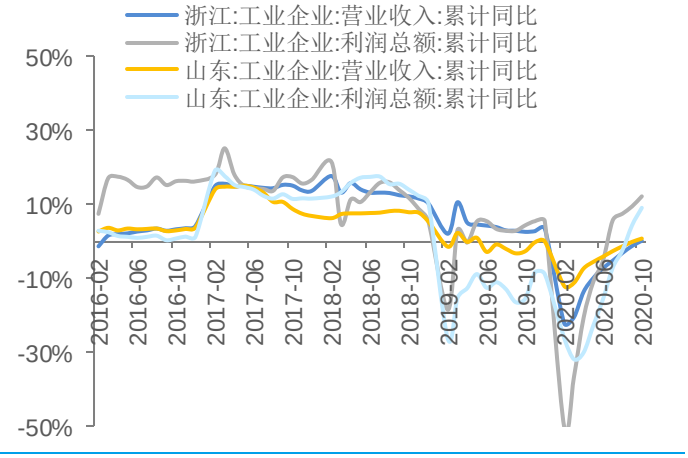
- **中国在经历了环保安全监管之后，整体市场稳定供应能力提升，抗风险能力增强。**在 2019 年 3.21 事故后，我国主要的化工大省皆进行了环保、安全监管的整治，退城入园工作持续推进，其中江苏省内较多化工企业经历了环保安监检查，部分企业进行长时间的停产检修，对于部分细分领域的产业供给产生了较大的影响。在重新定位化工园区，工业企业严格监管检修后，今年疫情冲击下，江苏省整体化工行业的运行能力有明显提升，淘汰落后小规模企业，提升园区内企业的良好经营能力，江苏省的工业复苏水平明显提升，抗冲击能力也较强。
- 而此前浙江省的化工园区管控相对较为严格，伴随着江苏省、山东省等主要的工业大省对于省内的环保、安监的治理逐步优化，环保、安监对于稳定供应的冲击将逐步减弱，随之而来的是更为稳定的产业链供应能力和抗风险能力，其后环保、安监带来的边际影响将有明显的下降。

图表 17：江苏省化工生产企业的抗风险能力明显提升



来源：Wind，国金证券研究所

图表 18：浙江、山东化工大省的疫情恢复情况良好



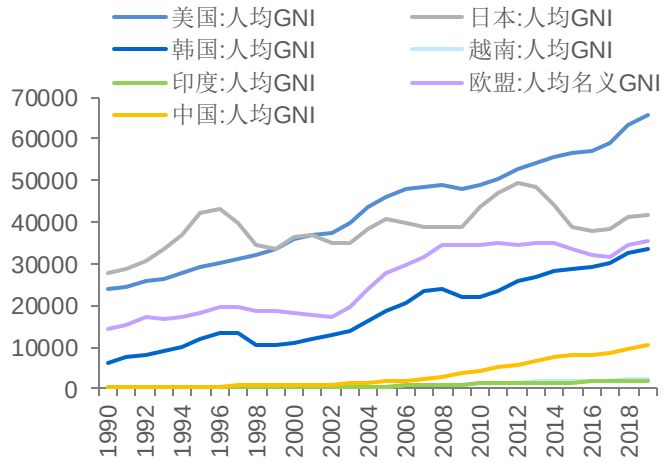
来源：Wind，国金证券研究所

- 我国化工产业实力进一步彰显，在未来承接高要求生产制造环节转移的过程，我国将同时兼具成本、产业链优势和稳定供应能力：
  - **生产成本优势：**相比于发达国家，中国、印度的人工成本优势较为突出，差距持续拉大，虽然整体比较上，印度的用工成本相对较低，但中国的劳动生产率较印度高出 5 成左右，生产效率更高且具有更强的生产灵活性。
  - **市场调节能力：**中国人口众多，终端需求广泛，巨大的市场空间使得中国具有更强的容纳能力和调节能力，终端需求的提升带动上游及中

游材料领域需求不断提升，中国在发展化工领域兼具市场调节能力和发展区位优势。

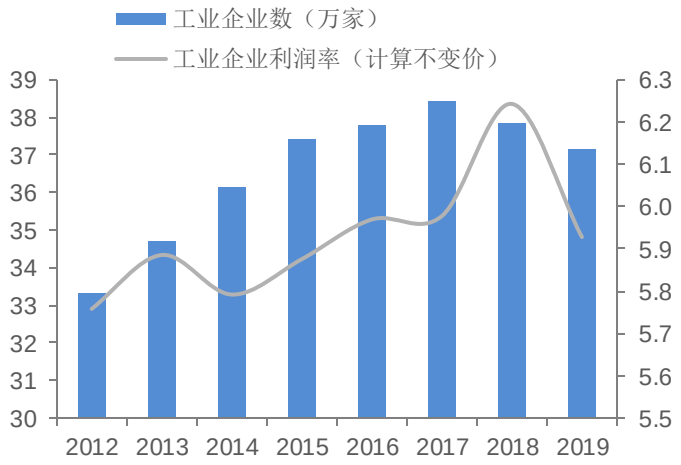
- **稳定供应能力：**经历过环保、安监管理，我国化工行业格局获得进一步改善，整体的抗风险能力有效提升，具有更强的产品稳定供应能力。

图表 19：全球主要发展高端制造国家人均收入（万元）



来源：彭博，国金证券研究所

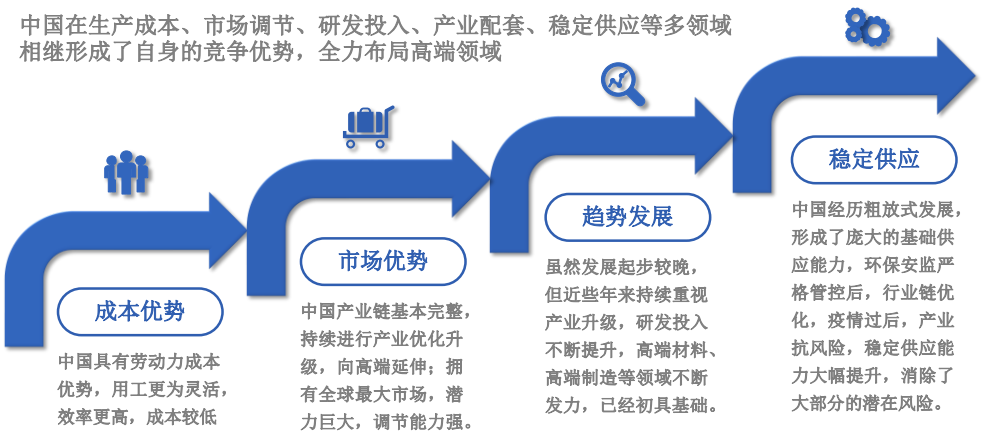
图表 20：中国供应链企业在持续进行产业链升级



来源：Wind，国金证券研究所

- 凭借成本优势、市场优势、持续的研发资本投入以及稳定的供应能力，我国有实力持续承接海外高端制造生产环节，同时不断实现多领域材料端的国产替代。

图表 21：中国发展高端产品领域不断提升竞争优势



来源：国金证券研究所

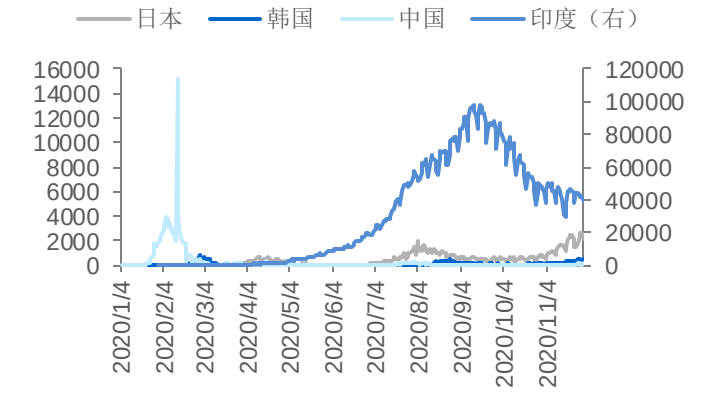
- **而在基础制造业领域，短期疫情的冲击影响或将难以长期持续。**相较于高端制造及高端材料领域，基础制造领域例如纺织服装，低端橡胶塑料制品等对于技术、员工要求相对较低，产品差异度较小，市场和成本是驱动基础制造领域进行产业转移的重要因素。而此次由于疫情的影响，部分国家及地区短期基础制造生产难以持续，短期造成的订单转移在疫情恢复后的长期竞争中难以长期持续。

二、海外需求恢复短期仍将支撑产品出口，我国经济预期将平稳运行

2.1、海外需求逐步恢复，短期支撑我国部分领域产品出口

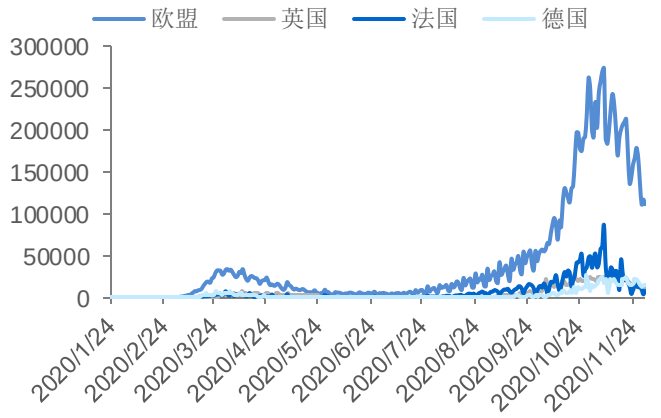
■ **海外疫情一定程度的反复或将成常态。**从二季度以来，海外疫情爆发，多数国家及地区的生产经营受到较大冲击，全球整体需求大幅下落。而进入四季度，部分国家出现了“二次疫情”，虽然部分国家开始着手推进疫苗接种，但实质性的控制效果预期难以迅速反应，预期海外疫情在未来一段时间内呈现一定程度的反复，而目前美国、印度的疫情相对较为严重。

图表 22：亚洲主要国家新增新冠确诊人数



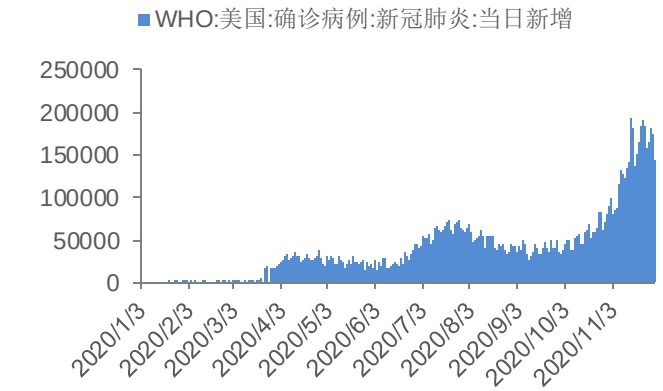
来源：Wind，国金证券研究所

图表 23：欧洲主要国家新增新冠确诊人数



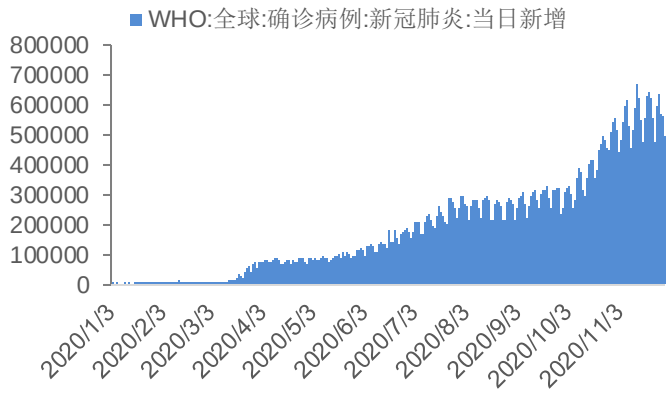
来源：Wind，国金证券研究所

图表 24：美国新增新冠确诊人数



来源：Wind，国金证券研究所

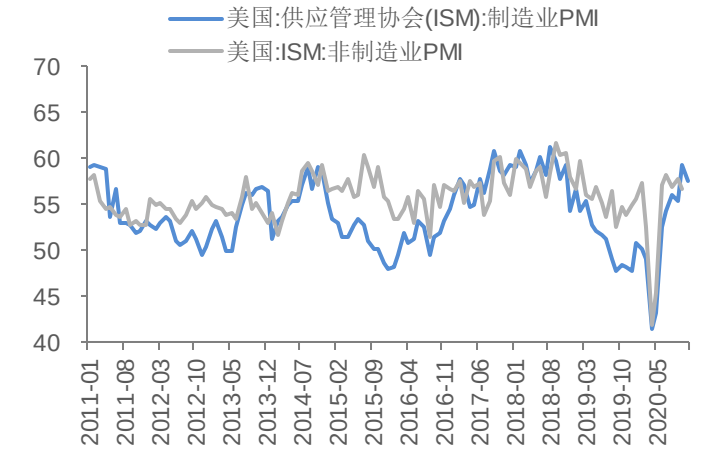
图表 25：全球新增新冠确诊人数及累计确诊人数



来源：Wind，国金证券研究所

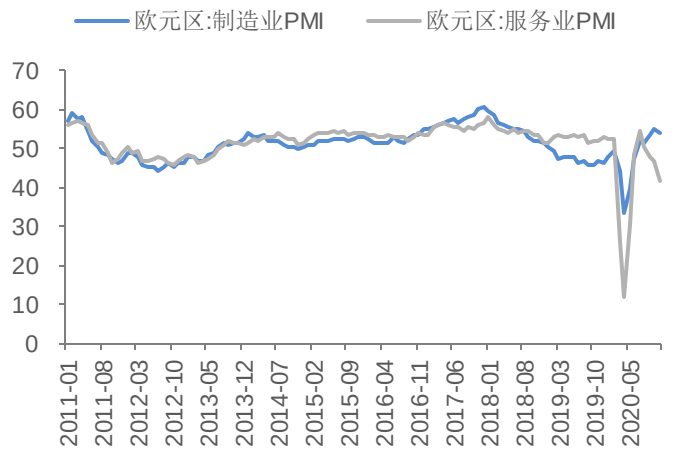
■ **海外经济运行逐步恢复，疫情虽短期影响海外恢复速度，但整体趋势并不改变。**二季度海外疫情最为严重，多个国家的制造业生产经营受到严重冲击，全球供需影响严重，经济生产活动大幅削减，作为多数生产经营活动的原料或者能源供应的源头，原油价格大幅暴跌。而整体经过 3 季度的调整和修复，海外主要国家的生产经营情况获得了一定程度恢复。

图表 26：美国制造业及非制造业PMI



来源：Wind，国金证券研究所

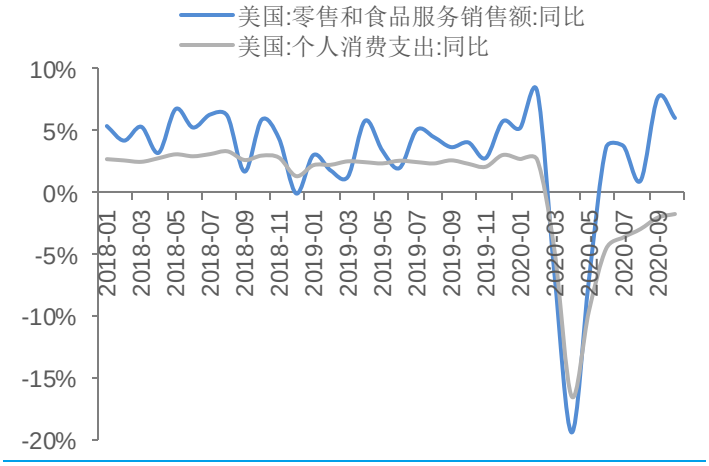
图表 27：欧元区制造业及服务业PMI



来源：Wind，国金证券研究所

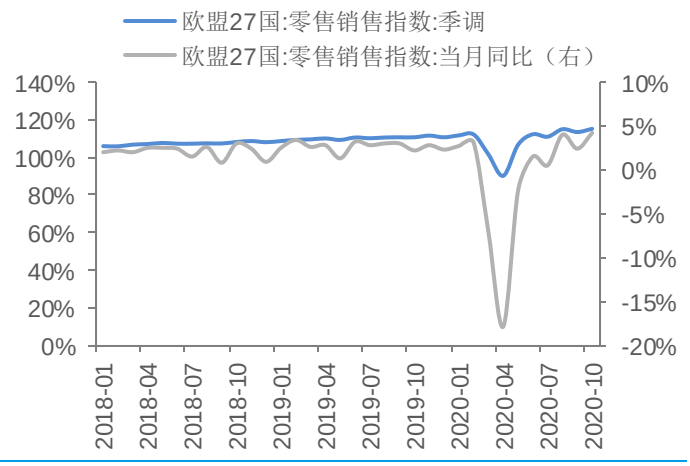
- **疫情对于经济恢复的边际冲击持续减弱。**三季度，全球各国基本都处于控制疫情的状态下进行复工复产，疫情在短期确实将有一定程度的反复，但是经济生产的“抵抗力”将有提升。以美国为例，美国疫情在四季度开始呈现回升迹象，但整体对于美国经济的影响相对有限，而疫苗的成功研制也将一定程度是减弱疫情后续反复对于海外供给及需求的冲击。美国、欧盟等零售销售水平基本大幅度恢复，需求持续回升，疫情对于经济恢复的边际影响在持续减弱。

图表 28：美国零售销售同比及个人消费支出同比



来源：Wind，国金证券研究所

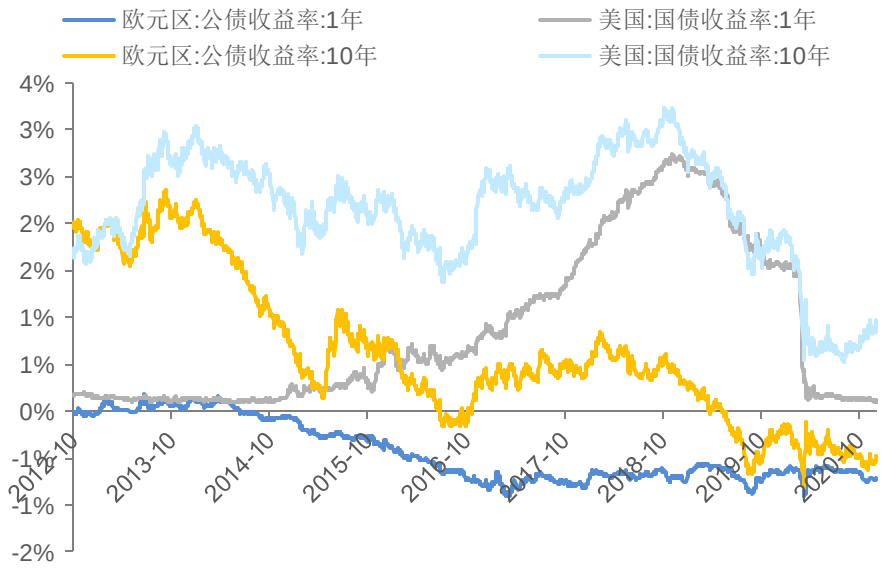
图表 29：欧洲零售销售指数及同比变化



来源：Wind，国金证券研究所

- **美国、欧洲实行宽松货币政策，刺激经济复苏，有望整体拉动需求持续提升。**美国抵押贷款利率持续走低，以房地产为主的需求提升有望持续待定经济复苏；同时欧元区的将保持宽松货币政策，不断带动经济复苏，整体海外需求有望持续回升。

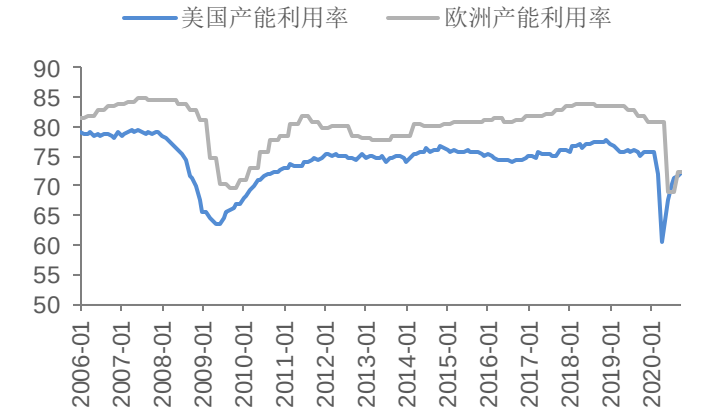
图表 30：美国、欧元区债券收益率变化



来源：Wind，国金证券研究所

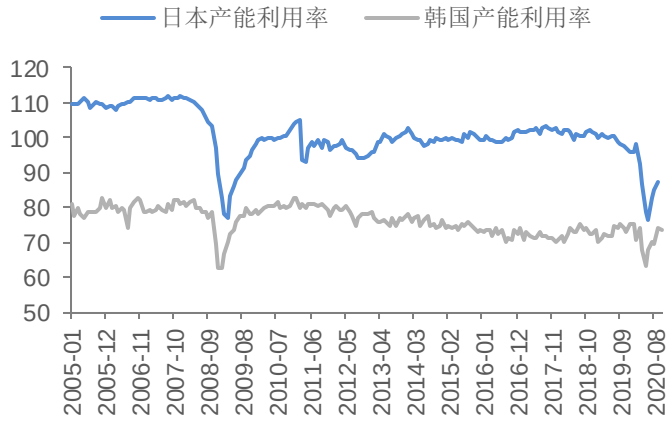
■ **海外“二次疫情”冲击边际影响下降，但在疫情影响下，生产经营活动恢复速度略有放缓。**整体来看海外各个国家都不同程度上经历了“二次疫情”，多数国家当日新增的确诊病例超过第一次的峰值。各个国家都已经对疫情有了基本的了解，经历过疫情的冲击后，“二次疫情”的边际影响有下降，但整体恢复速度有所放缓。其中日韩等国家对于疫情的控制相对较好，而欧洲新增确诊人数虽然大幅提升，但是至 11 月下旬也已获得了有效的控制，美国疫情人数虽然增多，但整体疫情对于美国的冲击相对有限，美国的生产经营活动在缓慢恢复。

图表 31：美国及欧盟的制造业开工率



来源：彭博，国金证券研究所

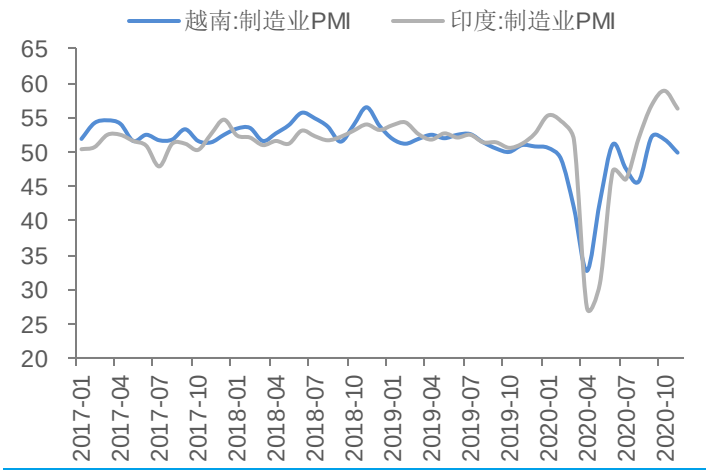
图表 32：日韩两国的制造业开工率



来源：彭博，国金证券研究所

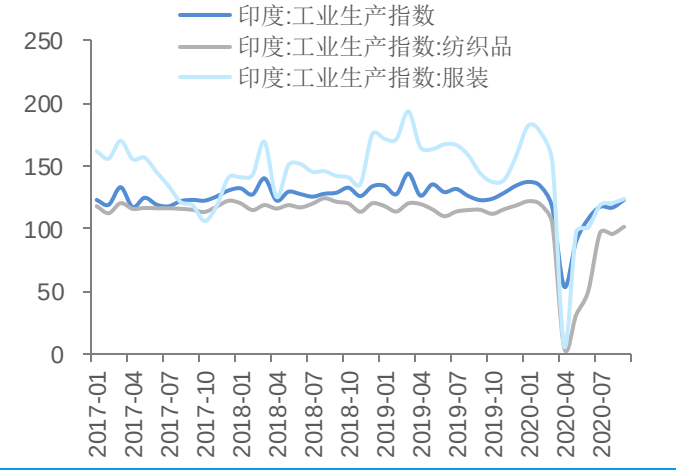
■ 相比之下，印度等发展中国家，国内的生产经营调节能力相对有限，而整体的医疗能力相对有限，疫情早期对于经济的冲击较为严重，部分行业还未获得有效恢复，二次疫情仍然具有较大压力。在全球分工的背景下，印度、越南等国家近 10 年来凭借人口红利等优势快速承接基础制造行业，成为全球的主要供应力量，而疫情对于个别行业的影响仍将在短期形成细分领域的连锁反应，带来供需短期错配，其中印度纺织品、服装等领域，劳动力密集度高，同时受到上下游产业链的联动影响，生产恢复明显较慢，因而对全球相关细分领域形成了短期影响。

图表 33：印度、越南制造业PMI指数



来源：Wind，国金证券研究所

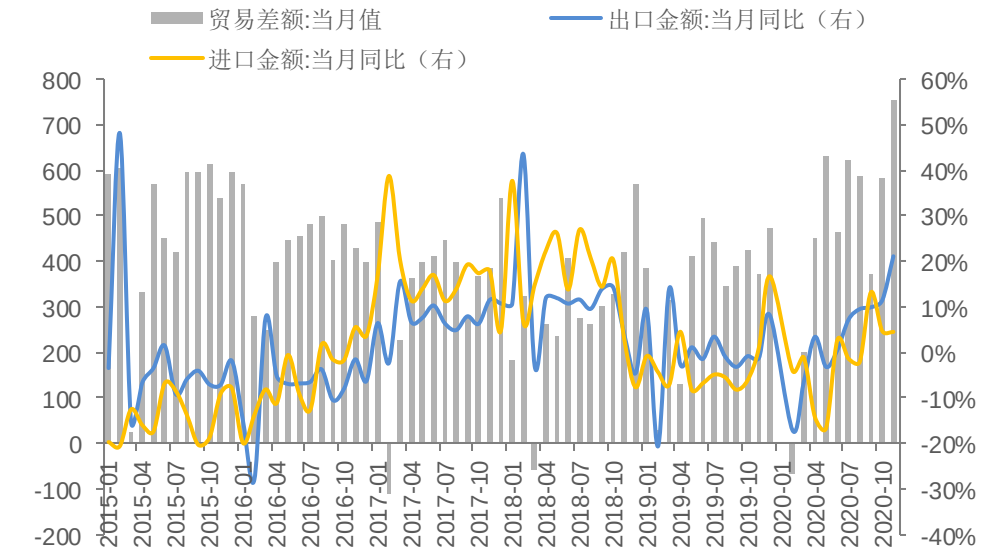
图表 34：印度纺织、服装工业生产指数



来源：Wind，国金证券研究所

■ **中国疫情控制相对较好，生产经营恢复水平更高，在细分领域有望承接更多的全球订单。**相比之下，海外疫情的影响仍然持续，较难在短期有效管控，一定程度的反复或将在未来一段时间内成为常态，而经过第一次疫情的冲击，后续疫情带来的边际影响将有明显减弱，但整体供给恢复在二次疫情压制下仍显相对缓慢。从我国进出口数据来看，下半年由于海外供给仍然受到较大影响，我国承接海外短期“转移”订单提升，带动我国出口增长，贸易差额增大，而未来伴随海外国家相继以宽松货币政策刺激经济回升，海外的需求将逐步恢复，而中国整体供应能力更强，在全球需求逐步复苏的过程中，有望承接更多的供给订单。

图表 35：我国进出口变化（亿美元）

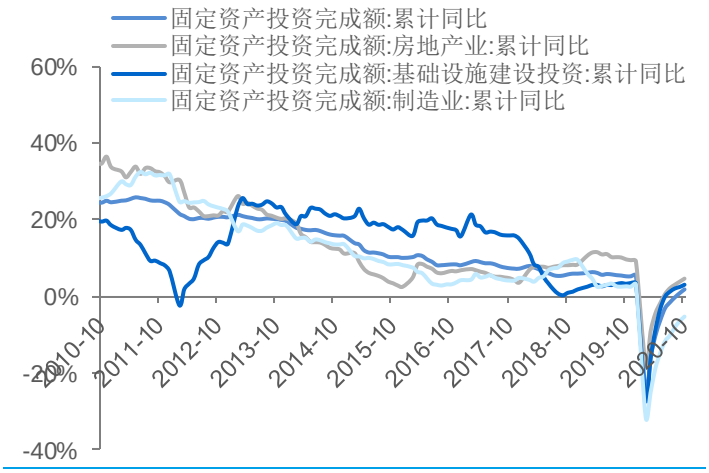


来源：Wind，国金证券研究所

2.2、国内投资、消费稳步回升，支撑经济稳步发展

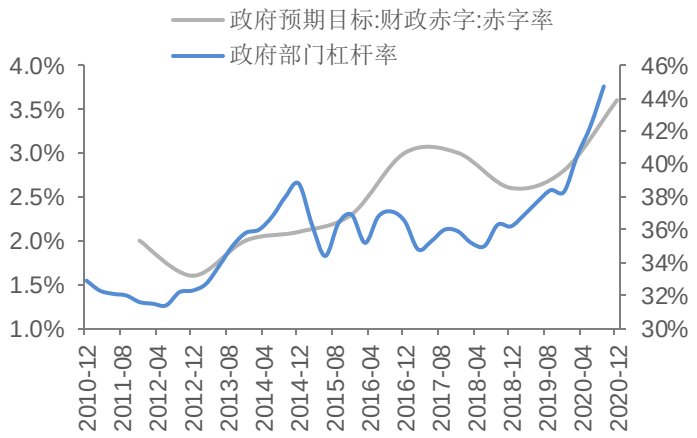
■ 一季度受到疫情影响，我国固定资产投资同比大幅下降，随着国内疫情的逐步控制，房地产及基建的固定资产投资完成额同比迅速回升，其中基建基本回归至疫情前水平，而制造业投资虽然受到一定影响，但仍处于持续回升状态。整体来看，在财政政策支持下，我国整体固定资产投资逐步恢复，预期明年基建的支撑力度有望持续，制造业投资逐步回升，大体支撑国内投资稳步运行。

图表 36：中国固定资产投资完成额变化



来源：Wind，国金证券研究所

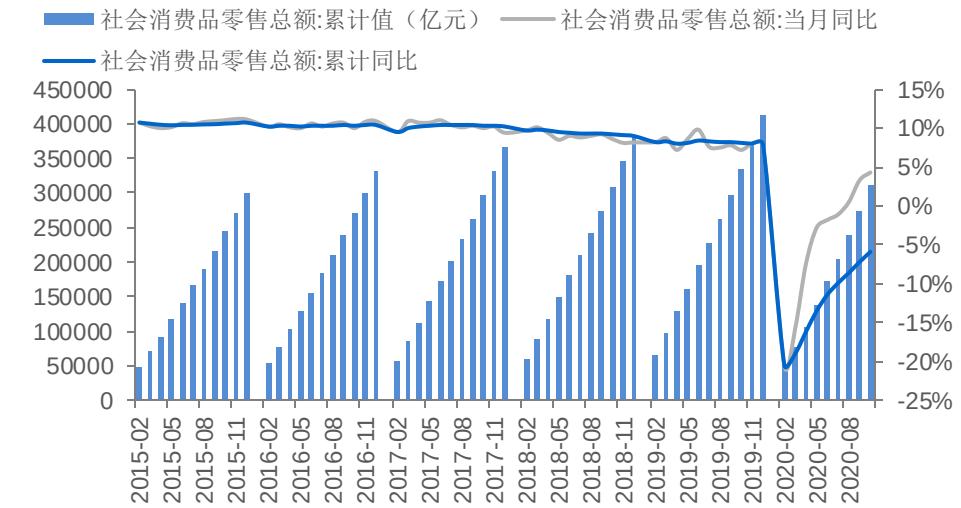
图表 37：我国政府部门杠杆率及财政赤字率



来源：Wind，国金证券研究所

- **国内社零消费持续回升，预期将支撑明年经济平稳发展。**由于疫情的影响，国内社零销售在一季度大幅下行，随后伴随疫情获得控制，国内社零销售同比持续好转，虽然尚未达到疫情前水平，但仍处于持续回升中，预期明年我国社零消费将逐步回归正常，一定程度上支撑经济平稳运行。

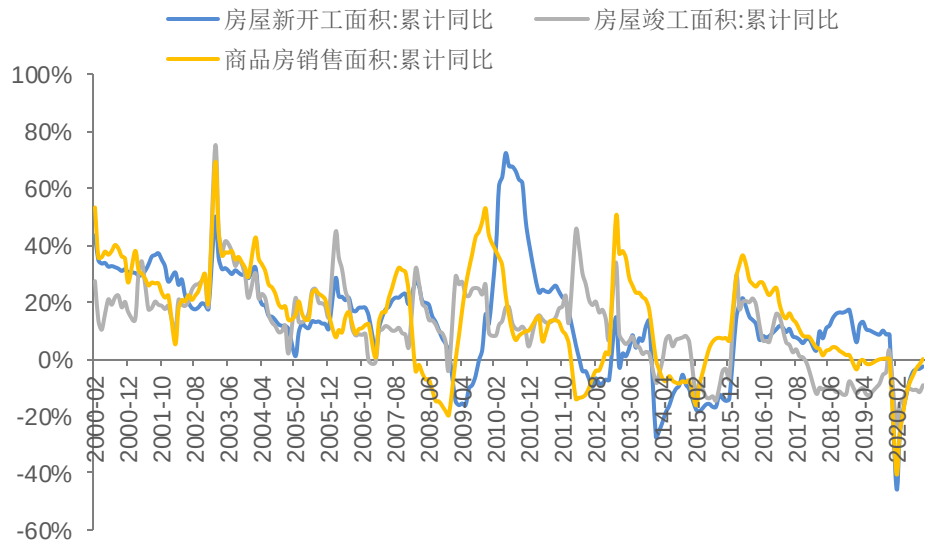
图表 38：中国社会消费品零售总额变化（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- **房地产回升幅度有限，预期将以平稳运行为主。**今年受到疫情的影响，经济整体发展相对承压，在这样的状态下，国家依然坚持对于房地产行业的定位，房地产新开工、竣工和销售面积不同程度受到影响，明年伴随国内经济的回升，房地产政策的变动可能性较小，预期将以平稳运行为主。

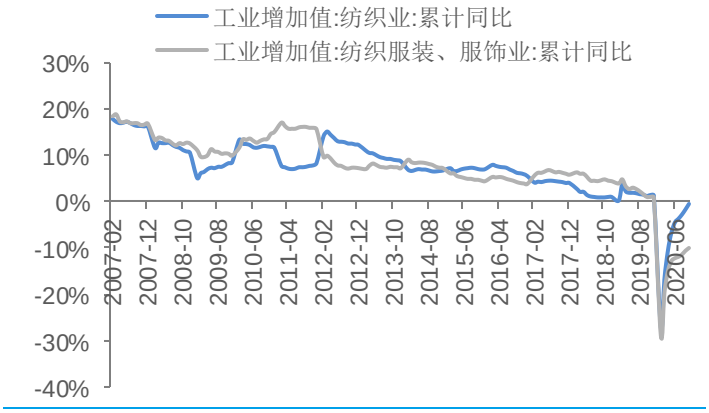
图表 39：我国房地产新开工、竣工及销售面积累计同比变化



来源：Wind，国金证券研究所

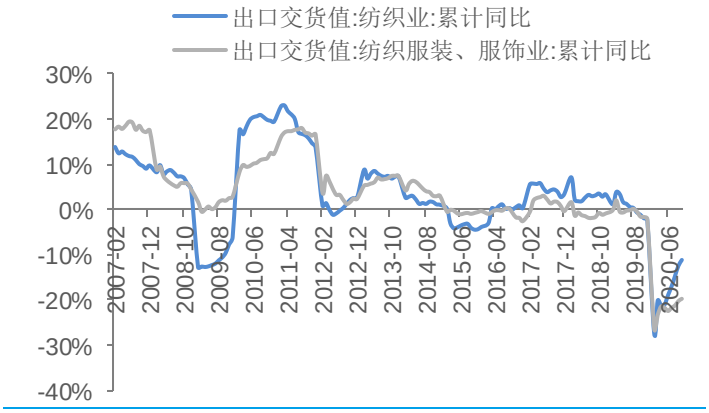
- **疫情早期对纺服领域冲击较大，进入旺季纺织业恢复较为迅速，预期明年有望获得进一步提升。**疫情爆发伊始，国内隔离情况较为严重，国内一季度需求受到压制，二季度海外疫情爆发，多数出口订单受到疫情影响，随着下半年海外经济逐步复苏，叠加三四季度需求旺季，纺织业修复较快，预期明年伴随全球疫情的逐步好转，纺织服装有望获得进一步恢复。

图表 40：纺服领域工业增加值累计同比



来源：Wind，国金证券研究所

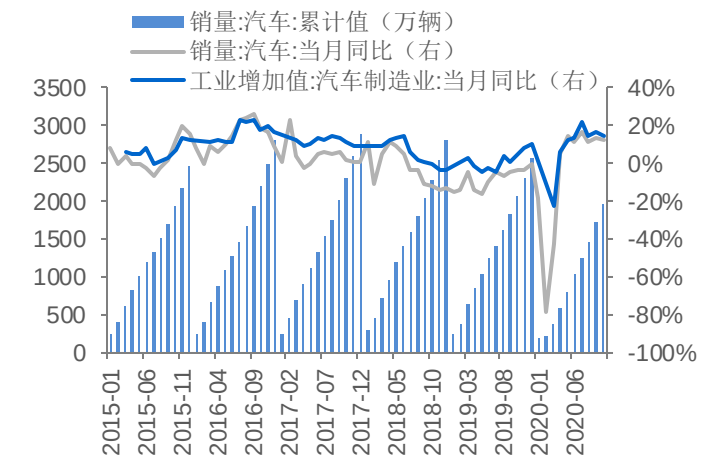
图表 41：纺服领域出口交货值累计同比



来源：Wind，国金证券研究所

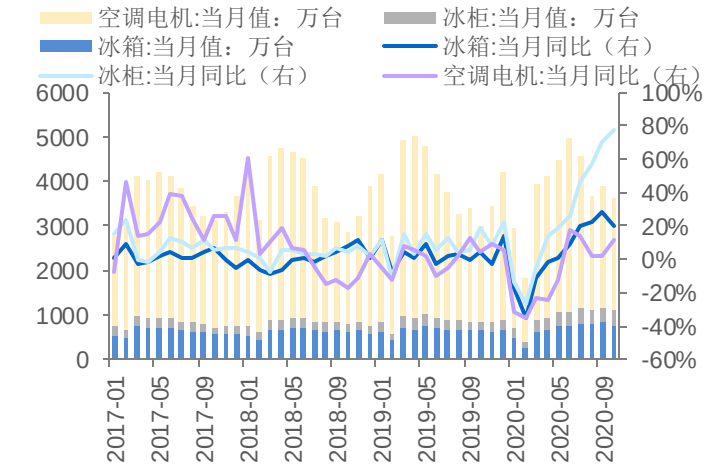
- **疫情短期影响人们的生活方式，汽车、家电销售快速恢复。**一季度国内疫情影响汽车销量大幅下降，二季度国内疫情逐步控制，疫情部分影响了人们的出行方式，短期购车需求大幅提升，汽车销售同比迅速恢复；同样疫情导致居家时间增多，冷储需求提升，家用电器需求提升，叠加海外供给能力不足，需求持续释放，家电行业整体快速恢复，甚至超越疫情前水平。

图表 42：中国汽车销量及工业增加值变化



来源：Wind，国金证券研究所

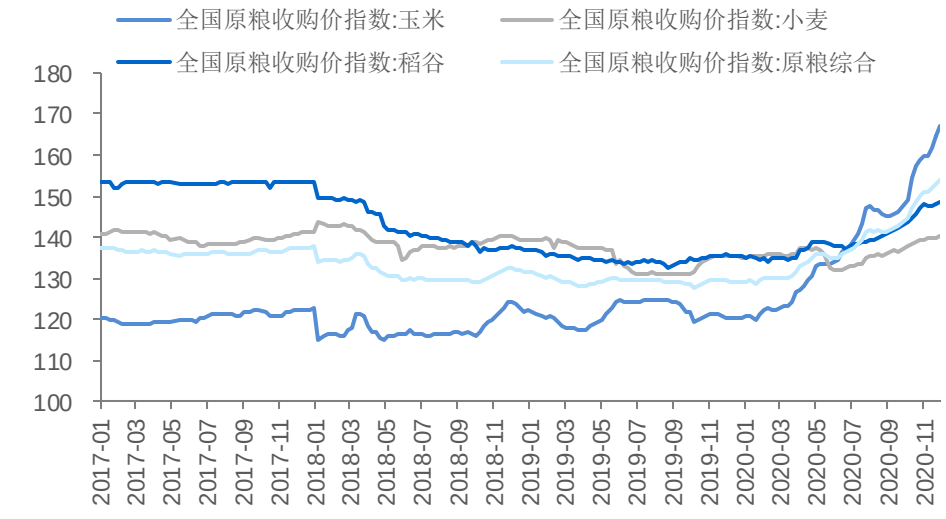
图表 43：国内家电销售迅速回升



来源：Wind，国金证券研究所

■ **农业需求相对刚性，农产品价格提升有望提供农化产品需求支撑。**我国是传统的农业大国，疫情对于农业整体冲击相对有限，农化产品需求相对刚性。而由于农产品价格持续攀升，预期明年农民种植积极性将有望大幅提升，相关农药、化肥需求有望获得良好支撑。

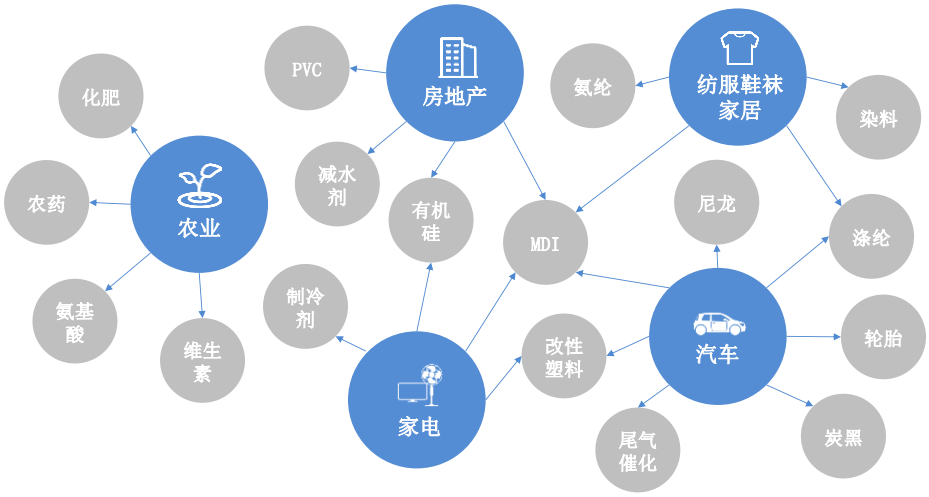
图表 44：我国原粮收购价格指数



来源：Wind，国金证券研究所

■ 整体来看，化工行业下游需求恢复情况相对较好，汽车、家电行业需求基本超过疫情前水平，纺服领域仍在修复，农业领域需求相对刚性，农产品价格提升有望支撑农化需求。

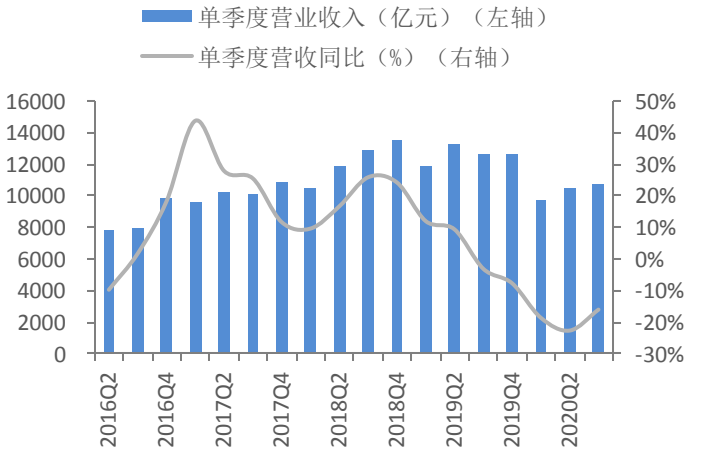
图表 45：终端需求领域及上游相关度较高的大类化工产品



来源：国金证券研究所

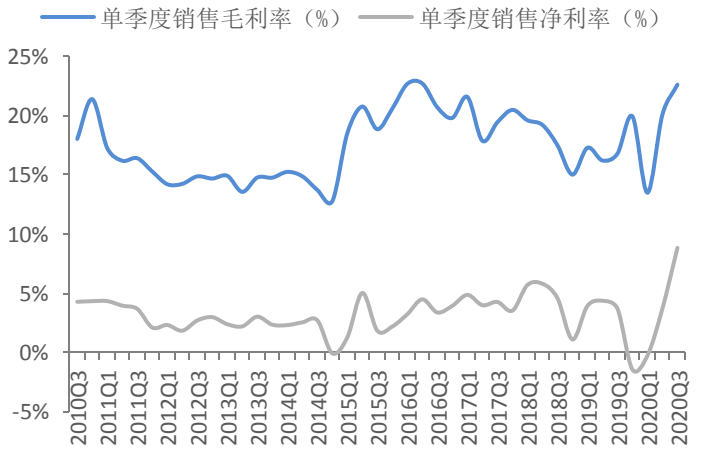
- 而化工虽然短期受到疫情的影响，一、二季度营收及归母净利润同比增速持续下降，但至三季度，化工行业的营收及利润增速已经开始小幅回升，受到行业景气度恢复支撑，整体行业的盈利能力也有较为明显的提升。

图表 46：化工行业单季度营业收入变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 47：化工行业整体盈利情况（亿元）



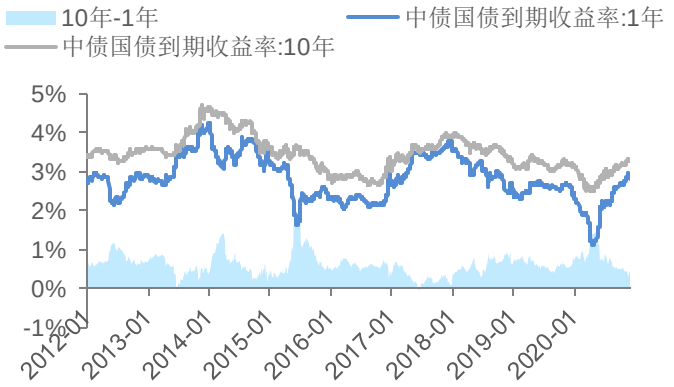
来源：Wind，国金证券研究所

- 整体来看，疫情对于化工行业最大的边际影响已经过去，随着下游需求的逐步恢复，化工行业的整体盈利情况逐步改善，行业格局经过疫情的冲击也有望获得进一步优化。

2.3、货币及信用政策宽松空间有限，收益更多依靠业绩提升

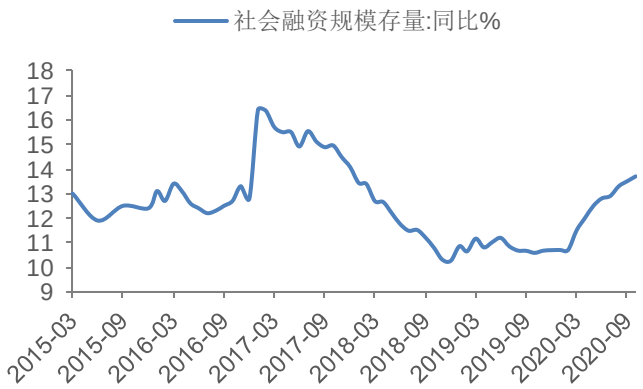
- **疫情后，我国经济恢复速度相对较快，货币和信用政策难以持续宽松。**整体来看，一季度国内疫情集中爆发，但进入 4 月份，我国的生产经营恢复迅速，国债到期收益率大幅下降至历史低位；下半年，我国社融同比增速大幅提升，信用持续宽松。整体来看，我国经济恢复情况相对较好，未来进一步进行宽松的货币和信用政策的可能性降低，市场流动性或将有一定程度影响。

图表 48：中国 1 年期和 10 年期国债收益率变化



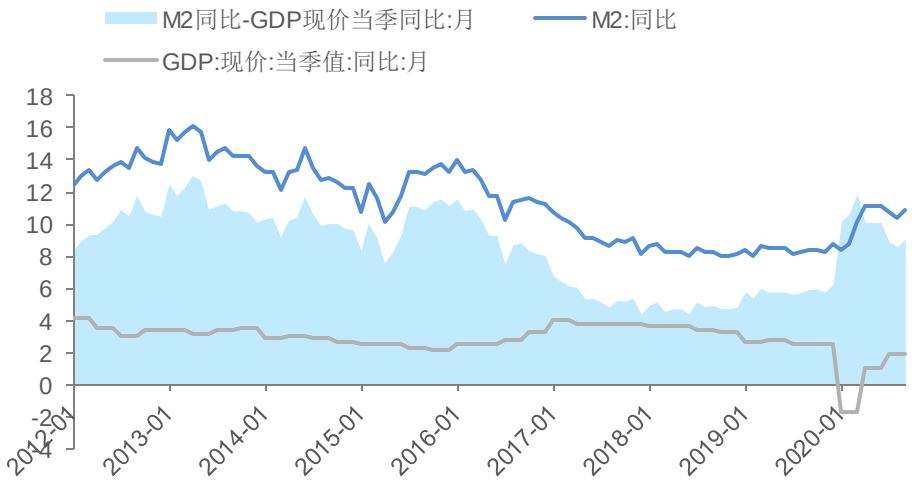
来源：Wind，国金证券研究所

图表 49：中国社融同比增速变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 50：中国 M2 同比增速和 GDP 同比增速变化



来源：Wind，国金证券研究所

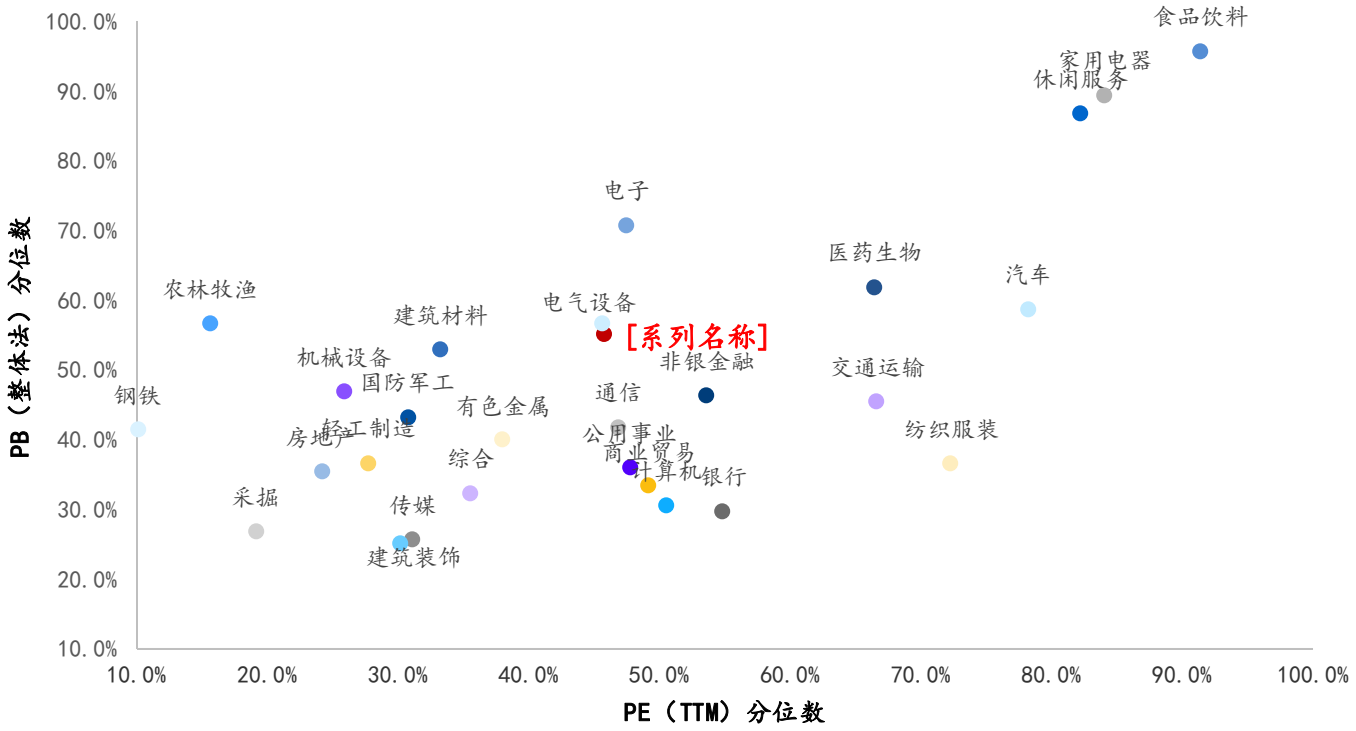
- **全行业整体估值上移，化工行业的估值位于中分位水平。**今年受到疫情影响，宽松的货币和财政政策下，市场流动性良好。公司由于上半年受到国内外疫情冲击，生产经营，产品销售受到影响，业绩受到一定程度的冲击，同时叠加市场流动性充足，行业整体估值有明显上移。其中化工行业的估值较年初有明显的提升，行业整体估值位于历史中分位水平。
- 若后期信用和货币政策不再继续宽松，整体市场的流动性将有一定的减弱，而今年估值较前期已经有较为明显的提升，预期明年整体估值进一步大幅提升的空间相对有限，收益率则更多的来自于公司业绩的持续提升，因而建议关注确定性高，具有持续增长性的细分领域。

图表 51：A 股各个行业历年估值水平及现在估值水平的分位值

	市盈率(TTM,整体法)							
	2015/12	2016/12	2017/12	2018/12	2019/12	2020/02	最新	分位数
休闲服务	72.5	56.2	44.9	35.6	32.0	30.8	132.6	82.3%
计算机	96.1	61.4	52.8	50.0	52.4	65.9	72.6	50.6%
国防军工	167.7	142.4	105.3	66.1	60.8	60.3	68.7	30.8%
电子	71.9	67.1	51.1	31.8	33.9	49.1	51.3	47.6%
食品饮料	29.3	27.9	32.7	29.9	31.0	30.3	47.8	91.5%
有色金属	83.2	99.2	67.3	31.2	32.9	37.9	46.7	38.1%
医药生物	49.7	41.4	39.7	32.6	33.0	38.5	43.7	66.5%
通信	60.0	48.1	60.1	41.4	40.1	40.9	40.0	46.9%
电气设备	59.7	45.0	42.2	28.2	30.6	34.5	39.9	45.6%
传媒	82.2	53.2	39.7	27.8	31.7	42.9	39.2	31.2%
纺织服装	41.5	36.4	32.3	23.5	22.5	25.4	38.2	39.2%
综合	79.5	76.4	57.7	34.3	28.5	33.8	36.3	35.6%
汽车	24.9	23.2	21.5	16.3	16.7	20.1	30.9	78.3%
化工	48.6	44.0	34.2	20.3	18.1	21.6	30.2	45.8%
机械设备	79.5	66.9	60.7	33.3	27.5	26.6	29.9	25.9%
商业贸易	43.4	43.7	38.1	22.3	16.9	14.0	29.6	49.3%
轻工制造	72.2	54.0	38.6	20.6	20.6	23.9	27.1	27.8%
家用电器	18.1	17.2	19.5	15.4	15.4	16.4	26.8	84.2%
交通运输	29.2	22.2	23.6	17.5	18.3	16.5	25.1	66.7%
非银金融	23.3	14.4	20.0	16.7	18.1	15.1	19.4	53.7%
公用事业	26.1	21.4	26.7	22.6	20.3	18.2	18.8	47.8%
采掘	39.0	64.2	38.7	16.1	13.5	11.9	16.4	19.2%
农林牧渔	76.6	52.6	29.2	27.8	41.3	30.3	16.0	15.7%
建筑材料	33.1	38.4	33.5	17.8	11.8	12.8	14.8	33.3%
钢铁	78.4	115.1	35.3	10.3	7.4	9.1	14.5	10.1%
建筑装饰	22.4	16.7	18.7	12.4	10.2	9.2	9.7	30.2%
房地产	22.9	22.2	17.5	11.8	9.9	9.2	9.2	24.2%
银行	7.0	6.5	7.2	6.9	6.9	6.5	7.5	55.0%
全A股	**21.9**	**20.4**	**20.5**	**16.2**	**16.7**	**20.2**	**23.1**	**71.9%**

来源：Wind，国金证券研究所

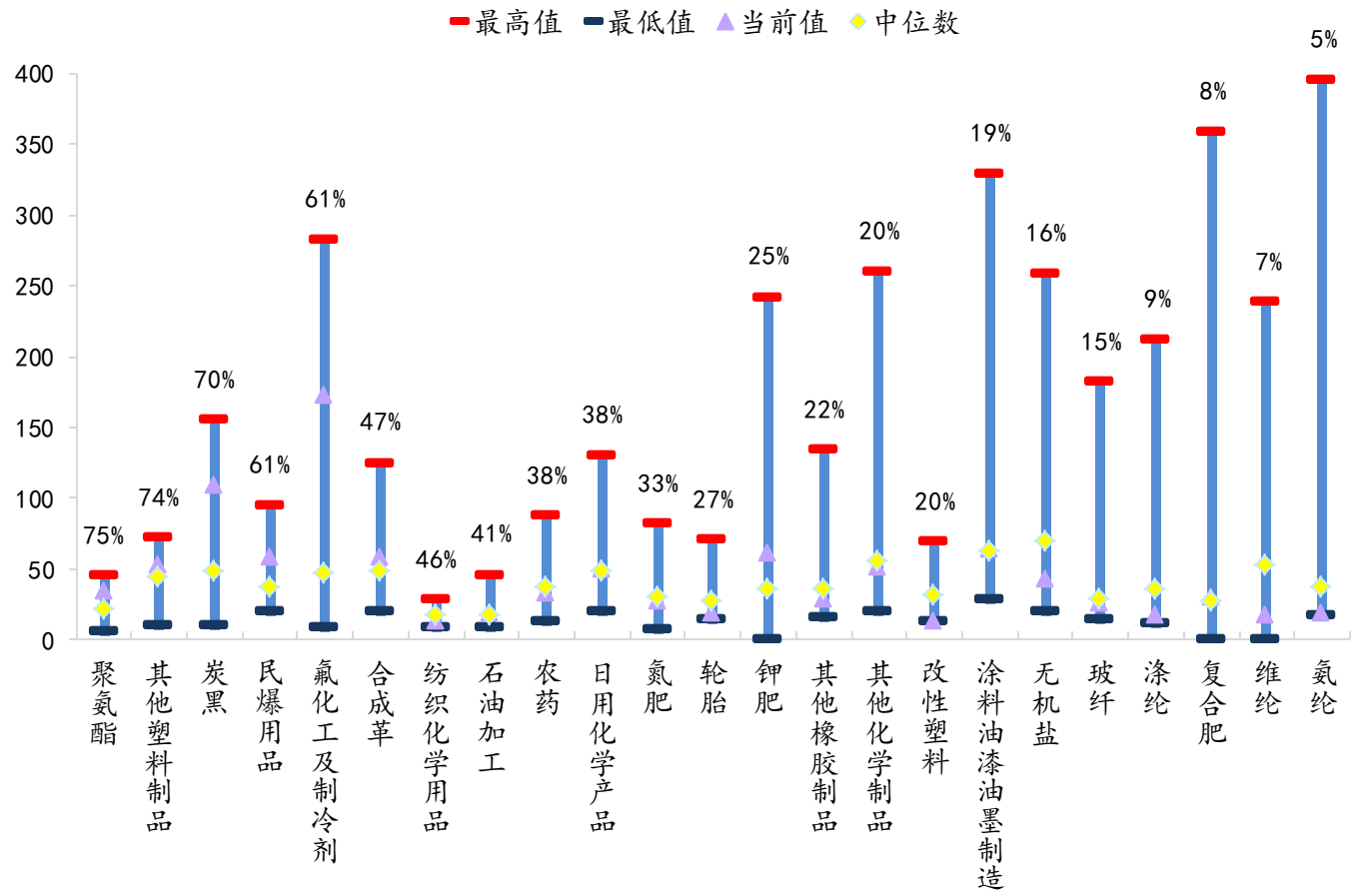
图表 52：A 股各行业估值及分位水平



来源：Wind，国金证券研究所

- **化工细分子板块中聚氨酯、其他塑料制品、炭黑等估值水平处于高位，氯碱、氨纶、石油贸易等估值水平处于低位。**从当前值来看，各细分子板块估值分位数排名前 5 的分别是聚氨酯（34x，75%）、其他塑料制品（53x，74%）、炭黑（109x，70%）、民爆用品（58x，61%）和氟化工及制冷剂（172x，61%），排名后五的分别是氯碱（30x，6%）、氨纶（19x，5%）、石油贸易（43x，4%）、磷化工及磷酸盐（43x，3%）和其他纤维（77x，2%）。

图表 53：化工细分子板块估值分布情况（按各子板块估值分位数降序排列）



（粘胶（300x，21%）、纯碱（179x，21%）、磷肥（55x，10%）、其他化学原料（43x，9%）、氯碱（30x，6%）、石油贸易（43x，4%）、磷化工及磷酸盐（43x，3%）和其他纤维（77x，2%）的历史最高估值超过 450 倍，未显示在图中）

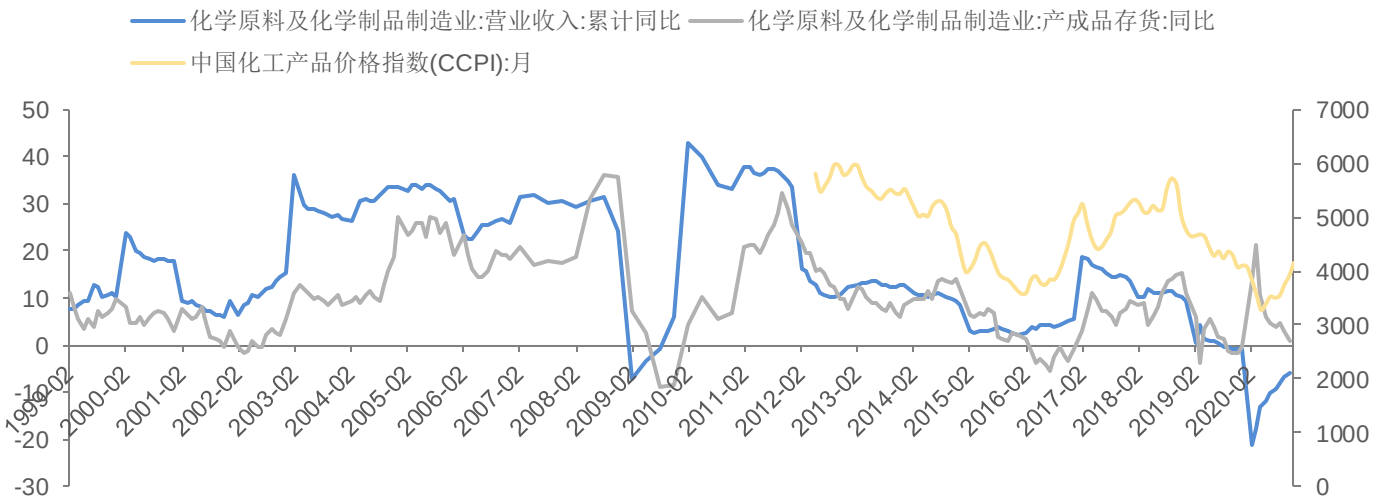
来源：Wind，国金证券研究所

三、疫情短期形成周期波动，龙头企业内在价值获得进一步认可

3.1、疫情短期冲击周期运行，建议关注格局相对较好的细分行业

- **受到疫情的短期冲击，化工行业经历了被动累库、去库的短期波动。**今年上半年短期受到疫情的影响，下游需求受到较大冲击，叠加前期运输不畅，行业库存被动大幅提升，工业品价格大幅下落，作为化工产品的核心原料，石油期货价格更是首次跌入负值；而后伴随国内经济的逐步恢复，交通运输顺畅，国内需求逐步恢复，海外在控制疫情的状态下，需求也有明显回升，国内化工产品开始进入短期的被动去库存阶段，产品价格大幅上行。

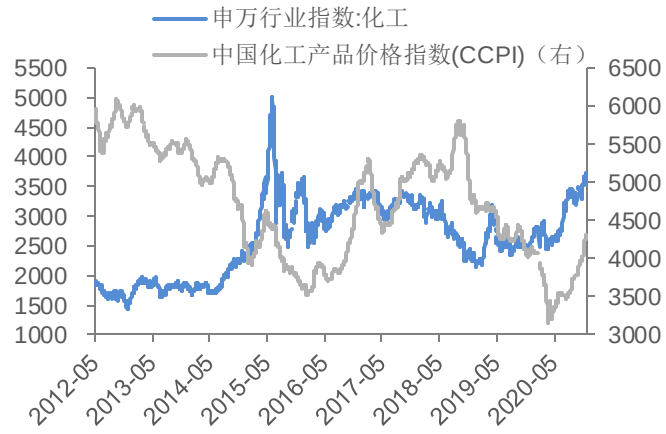
图表 54：化学原料及制品营收、库存及产品价格变化



来源：Wind，国金证券研究所

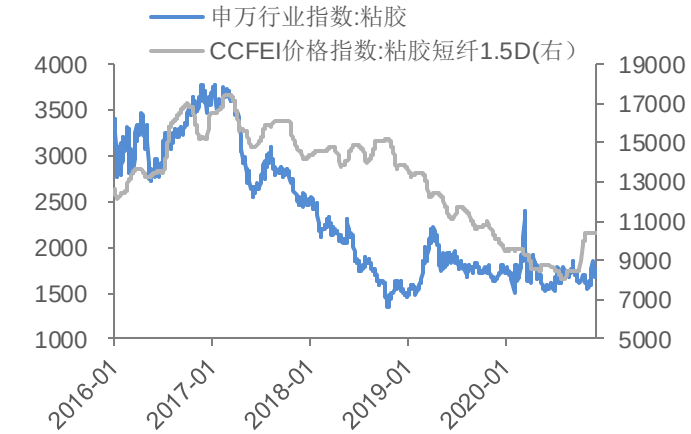
■ **短期的周期扰动需要良好的市场基础“加持”。**今年由于疫情的影响，较多产品由于短期的供需错配，经历了产品价格短期的大幅波动，但整体市场对于产品价格上行呈现分化。具有较好行业基础，没有库存压力，市场格局相对较好，具有持续的需求支撑的产品，具有相对较长的持续性，而对于需求短期回升带来的脉冲式的产品价格变化，难以有效提升周期标的估值。疫情冲击下，对于价格的周期波动，估值相对理性，对于产品价格上行的确定性、持续性的要求相对较高。

图表 55：化工行业指数及化工产品价格指数



来源：Wind，国金证券研究所

图表 56：粘胶行业指数及粘胶产品价格指数



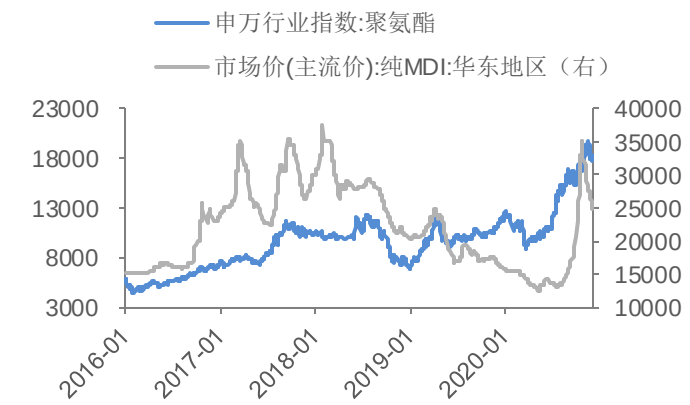
来源：Wind，国金证券研究所

图表 57：塑料行业指数及塑料产品价格指数



来源：Wind，国金证券研究所

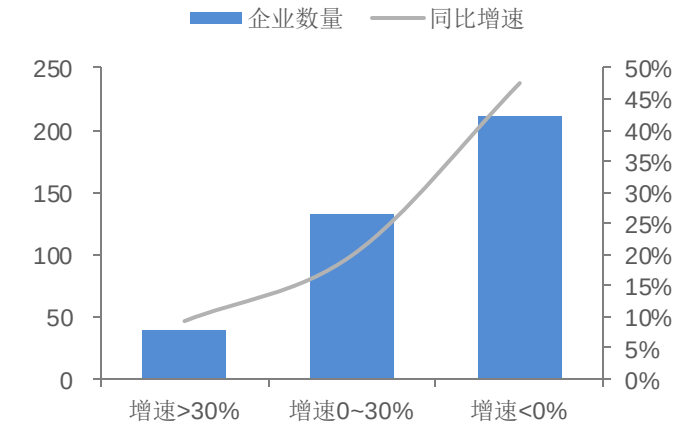
图表 58：聚氨酯行业指数及 MDI 产品价格（元/吨）



来源：Wind，国金证券研究所

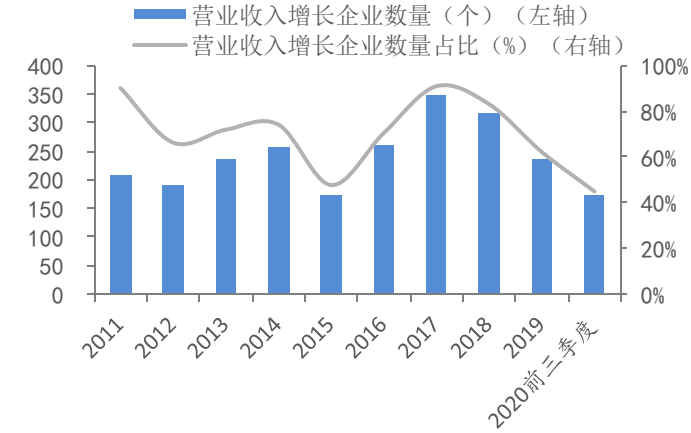
■ **行业的集中度有进一步提升，企业协同性有所改善。**自 2018 年以来，化学原料及制品行业整体盈利水平略有下行，营业收入同比下降，行业内亏损企业数量不断提升，叠加环保、安监审核严格，行业内小规模企业不断退出行业，行业内企业数量大幅下降。至今年行业历经了连续两年盈利能力和增速下行阶段，多数小规模企业难以支撑，逐步退出行业竞争，行业内价格竞争格局略有好转；同时由于疫情爆发，终端需求或多或少受到一定程度的冲击，行业整体盈利空间有限，多数行业都有不同程度的减产，以控量方式维持基础盈利空间，企业之间的协同性有一定程度的提升。

图表 59：2020 前三季度化工企业营收增速情况



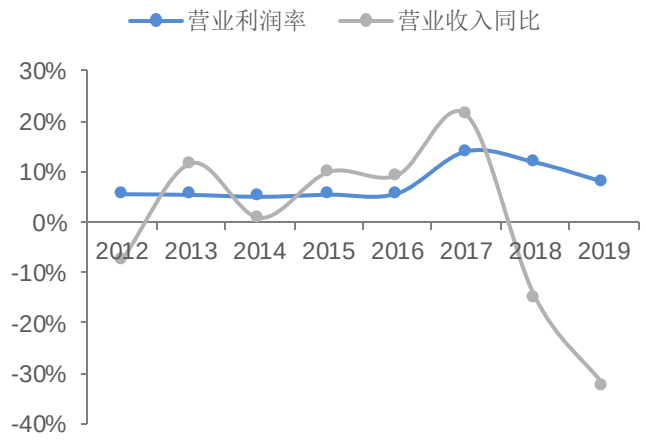
来源：Wind，国金证券研究所

图表 60：化工行业历年营业收入正增长企业数量



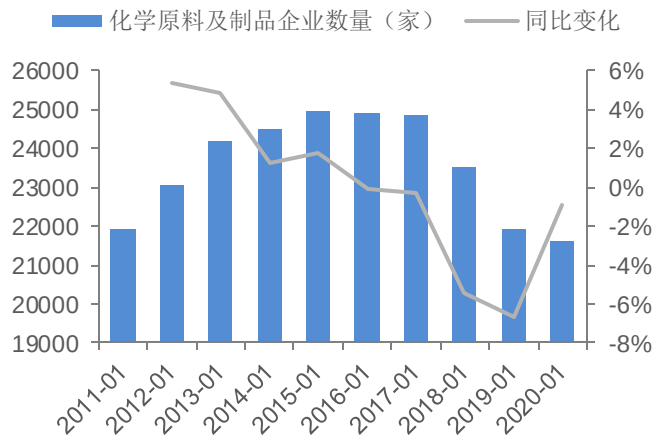
来源：Wind，国金证券研究所

图表 61：化学原料及制品行业营收及利润率变化



来源：Wind，国金证券研究所

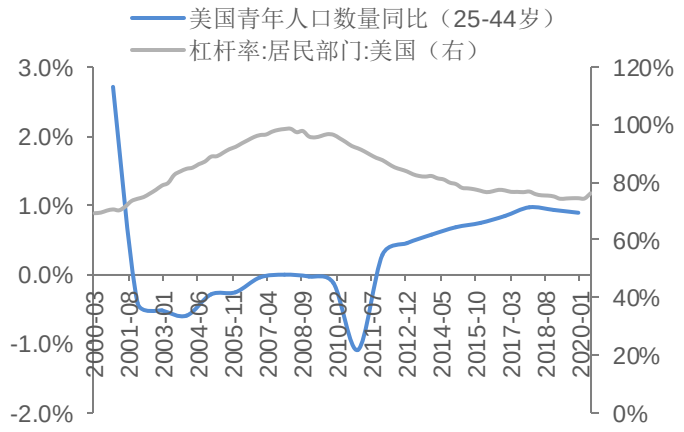
图表 62：化工行业企业数量变化



来源：Wind，国金证券研究所

■ **美国房地产进入景气周期，有望持续拉动相关产业链产品需求。**美国青年（25-44 岁）人口占比持续提升，这是美国具有购房需求的主力人群，自 2011 年开始，美国青年人口增速不断提升，实际的购房需求不断增长；经过 2008 年泡沫破灭后，美国居民杠杆率持续性下降，至目前已经进入相对低位，美国居民具有相对较好的购房能力和基础；2020 年 2 季度开始，随着美国一系列刺激计划的出台，美国 30 年期抵押住房贷款利率不断下降，美国购房利率成本下行。美国具有相对刚性的购房需求，对房地产投资具有持续的拉动左右，美国的房地产进入景气周期，预期明年的支撑力度仍然较强，建议关注房地产需求拉动，格局相对较好的细分产品：MDI 和钛白粉。

图表 63：美国青年人口变化及居民杠杆率变化



来源：Wind，国金证券研究所

图表 64：美国抵押贷款利率及房地产销售情况



来源：Wind，国金证券研究所

■ **环保带来的行业“系统性”冲击有望降低，逐步树立相对“公平”的竞争环境。**经过 3.21 事件后，我国多数化工重点省份都进行了较为严格的行业环保、安监治理审查，多数省份整顿化工园区，部署落实“退城入园”规划。众多环保、安全监管不合格企业难以获得化工园区的审批，或逐步退出市场，或配套环保设备。行业内整体的环保落实程度提升，形成行业企业相对公平的竞争环境。同时经历过接近 2 年的行业整改，化工园区化式发展基本形成雏形，环保基础获得一定的提升，后期的环保政策预期较少采用“一刀切”的方式，一企一策的执行方式将有望大幅降低环保监察带来的行业“系统性”冲击，行业有望获得稳步发展。

图表 65：2020 年我国各地区环保政策情况

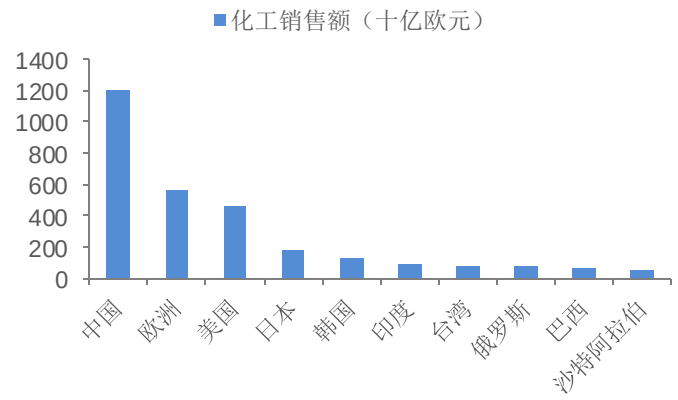
时间	区域	政策	内容
2020-11	国家	《中华人民共和国安全生产法（修正草案）》	强化和落实生产经营单位主体责任，明确地方政府、应急管理部门和行业管理部门相关职责，加大对安全生产违法行为处罚力度，提高违法成本。
2020-11	国家	《化工园区安全风险排查治理导则（试行）》	对安全风险等级为 A 级或 B 级的化工园区要限期整改提升，2020 年底前仍为 A 级的化工园区要依法予以关闭退出，2022 年底前所有的化工园区全部达到 C 级(一般风险)及以上。江苏、河南、广西等省份相继公告了化工园区和化工集中区的认定结果，保留的化工园区数量被大大缩减。
2020-09	国家	《中华人民共和国固体废物污染环境防治法》	三废减量化、无害化、资源化已成为行业绿色发展目标和环保监管整体要求，对环境违法行为的“严惩重罚”方面达到了新高度，多项违法行为的罚款数额是原有固废法的 10 倍。
2020-11	江苏省	《江苏省化工园区化工集中区封闭化建设指南（试行）》	确定江苏省化工园区和化工集中区封闭化的建设内容和建设要求，以及规划、设计、建设、施工以及运行管理
2020-10	江苏省	《省政府关于加强全省化工园区化工集中区规范化管理的通知》	提出化工园区及化工集中区规范发展管理条款，发布江苏省 14 家化工园区和 15 家化工集中区名单
2020-05	江苏省	江苏省“小化工”专项整治行动	组织“全覆盖、零容忍、严执法、重实效”的“小化工”违法违规行为大排查、大整治，对于不符合要求“小化工”企业严肃追责问责。
2020-05	江苏省	《江苏省化工产业结构调整限制、淘汰和禁止目录》（2020 年本）	限制类项目共 13 大类，要求仅限于技术改造，不得新增产能；淘汰类项目共有 18 大类，需立即淘汰或限期淘汰；禁止类项目共有 5 大类，在重点地区、特定类别不得建设。
2020-03	山东省	《关于进一步规范产能过剩和高耗能行业工业投资项目办理加强事中事后监管工作的通知》	山东省对于产能过剩和高耗能行业，从项目办理、事中事后监管、保障落实三个方面提出了 7 条要求，对于顶风作案，违规审批炼油、乙烯、PX、焦化等项目责令停产，严肃查处。

来源：政府网站，国金证券研究所

3.2、龙头企业价值进一步显现，广阔的发展空间提升龙头“溢价”

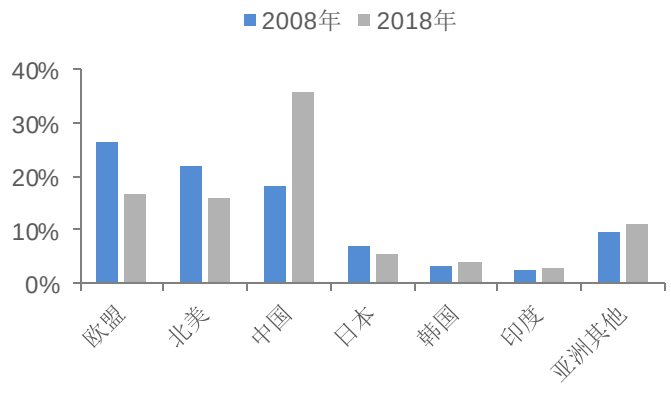
- **我国正经历由“化工大国”向“化工强国”转型阶段，多年的研发和资本投入正在持续提升中国化工行业竞争实力。**经过过去多年的发展，我国化工产业持续发展，基础产业链不断完善，产能持续扩充，已经超越北美和欧盟两大经济体，成为全球第一大化工销售国家，凭借庞大的产业链基础和市场调节能力，我国化工行业的全球影响力不断增强。

图表 66：中国是全球第一大化工销售国家



来源：Wind，国金证券研究所

图表 67：全球化工销售市场份额变迁



来源：Wind，国金证券研究所

- **龙头企业经历多轮周期，在发展淘汰中不断强化自身的竞争壁垒。**我国化工行业经历了从无至有，行业历经了粗放式发展时期和供给侧改革的产能出清阶段，在众多细分领域，行业多次经历了投资扩产——供给过剩——

产能出清的多个周期，而现阶段的龙头企业经历了多轮淘汰，不断发展壮大，构建了产业链、成本、平台等多重发展优势，龙头企业可以不断优化原有业务的竞争力，通过产业链延伸抵御风险或者进行技术优化降低成本，形成基础的业绩支撑。

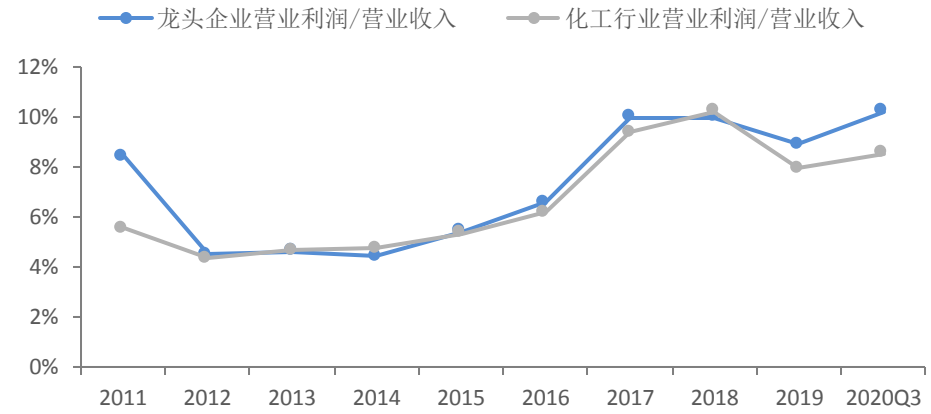
图表 68：龙头企业经过历史发展不断强化自身的核心优势



来源：Wind，国金证券研究所

■ **疫情冲击下，龙头企业的竞争力获得进一步认可，更多聚焦公司长期成长。**经历过历史多轮经济周期的历练，龙头企业的抗风险能力大大增强，在规模，成本，产业链基础，产品调节，行业影响等多个方面具有领先优势，国内龙头企业在疫情发生过程中，普遍保持了稳定的生产经营活动：在下游需求受到冲击后，仍能保证相对良好的公司业绩；在疫情获得逐步控制后，能够快速的实现业绩修复。

图表 69：基础化工行业龙头企业盈利情况



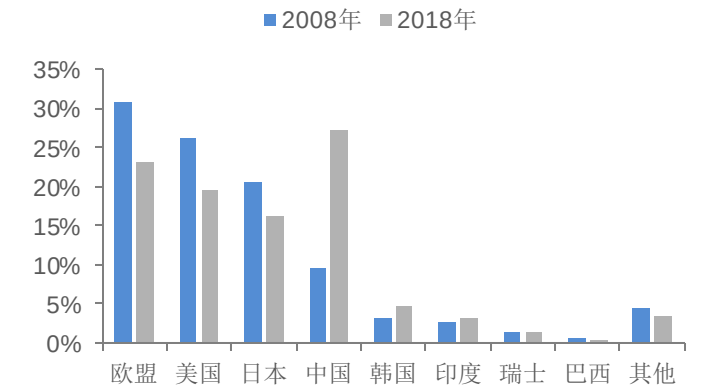
注：根据各细分领域筛选的行业龙头共计 34 家

来源：Wind，国金证券研究所

■ **龙头企业具有技术和资金实力，已在原有业务领域构建了良好的竞争优势，具有更好基础向高附加值领域延伸发展。**经过过去的几十年“大手笔”的产线布局和产能扩充，我国已经在上游原料、中游加工品、下游产品等方面具有了良好的产业链布局，在各个环节都获得了有效地突破，实现了从无至有，由少至多的持续发展。而正是受益于这样完整的产业链布局，我国化工行业具备了向优质化方向升级发展的基础。而多年来我国化工行业持续进行大规模的技术研发和资本投入，正逐步由“规模化”向“精细化”“高端化”方向延伸，实现产业的结构升级。而相比之下，龙头企业经过历史的积累，在原有布局业务领域具有良好的产业基础和发展优势，未来

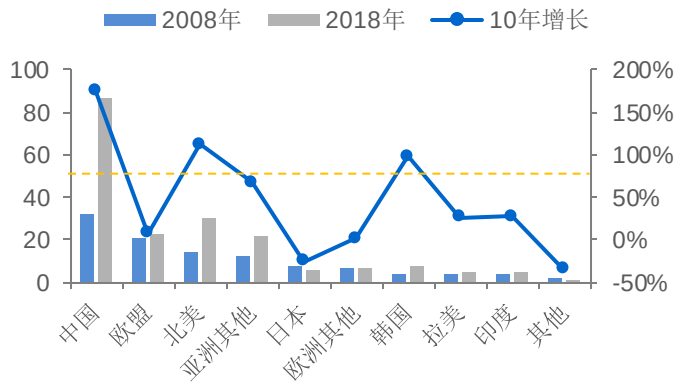
也更有基础和实力进行高附加值的产品延伸，延伸产业链布局，依托产品形成技术附加值输出。

图表 70：全球化工行业研发投入份额变化



来源：Wind，国金证券研究所

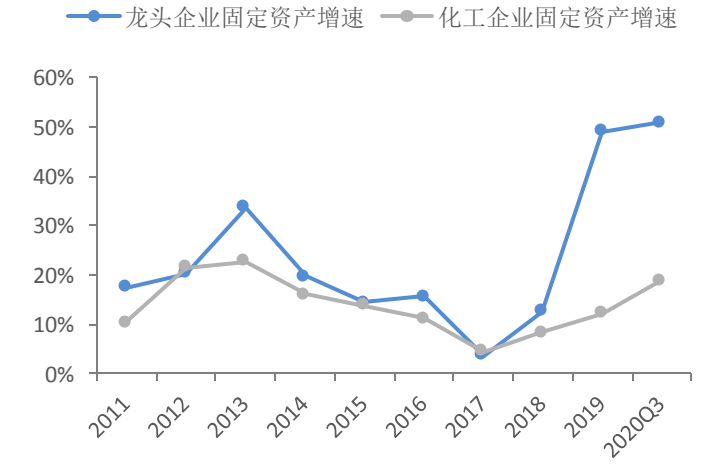
图表 71：全球化工行业资本支出份额变化（十亿欧元）



来源：Wind，国金证券研究所

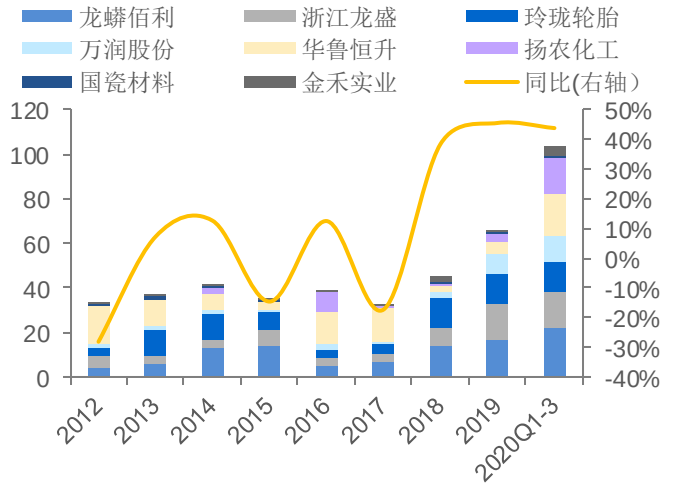
- **小规模落后企业发展多方受阻，龙头企业仍将持续扩展，进入“强者恒强”的正向循环。**经历了我国前期的粗放式发展，国内多数细分领域存在众多小规模企业，环保监管不到位，节省环保成本构建企业盈利空间，而伴随环保安监逐步趋严，小规模企业想要生存就需要较大规模环保处理设备投入，进行安全监督改造；想要发展，就需要搬迁至化工园区，通过合理规划投建优质项目，因而缺少资金实力的小企业未来发展多方受阻。
- 相反，伴随环保要求逐步趋严，行业逐步进行产能出清，规范化的行业竞争将有望进一步提升龙头企业的盈利空间，借助多方资源整合，龙头企业将持续扩充产能，通过资本和研发支出进行产业升级，进一步强化企业的竞争优势，形成“强者恒强”的正向循环。

图表 72：龙头企业固定资产增速大幅领先行业



来源：Wind，国金证券研究所

图表 73：细分领域部分龙头企业在建工程情况



来源：Wind，国金证券研究所

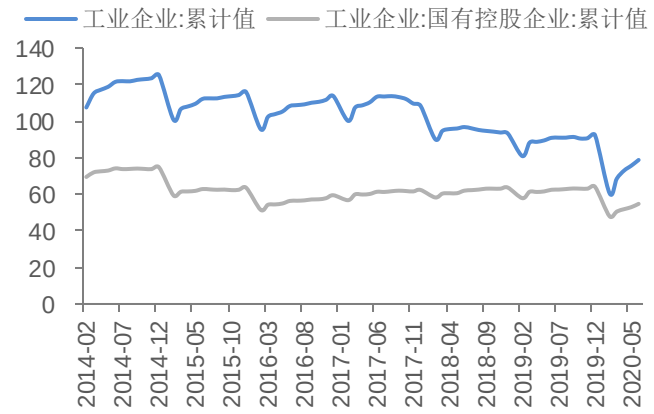
- 可以说在疫情的冲击下，龙头企业的竞争优势再次获得了市场的认可，企业经过不断的发展，具有更高的抗风险能力，盈利缓冲垫相对较高。再此基础上，市场将更多的关注企业的长期成长空间：①历史再次验证企业核心竞争力，在未来获得持续稳定盈利的概率较大；②公司具有更强的抗风险能力，相比于一般企业具有更长的“寿命”；③公司已经具有良好的规模、产业链、技术等方面的基础，可以支撑公司进行多领域，上下游延伸，进一步带动公司获得持续发展，因而相比于一般企业，公司的业绩成长空间更大。综合来看，简单考虑贴现模型，公司价值进一步凸显，折现值进一

步提升，而短期“系统性”的风险带来的业绩波动影响对公司核心价值的影响相对较小。

3.3、国有企业潜力巨大，改革焕发新活力

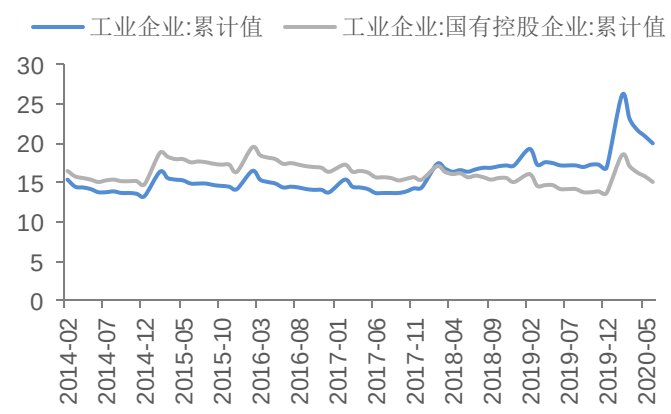
- **国有企业经营活力仍有进一步提升空间。**国有企业相比我国整体工业企业而言，在资金和规模上更具有优势，但在整体经营活力方面仍有很大差距。相比于整体工业企业，国有企业每百元资产实现的营业收入较行业水平低30%，产成品周转天数高 30%。企业的整体经营效率和经营活力仍然低于行业平均水平，具有较大的提升空间。
- 而近几年来，我国持续推进国有企业改革，换发国有资产活力，虽然仍有较大的差距，但国有资产创收能力较行业平均水平的差距有所收窄，国有企业改革取得了一定的成效。

图表 74：国有企业每百元资产实现的营业收入（元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 75：国有企业产成品周转天数（天）



来源：Wind，国金证券研究所

2020 年，国有企业改制加紧落实，多维度政策相继推动落实。相比于前期国有企业改革政策，今年的国改政策实际指导效果更为突出：

- 以双百行动为代表，推动任期制和契约化管理。
- 数字化转型提升企业经营管理效率。
- 对标世界一流管理，全方位改善国有企业的管理框架。
- 持续完善国有企业股权激励政策，提升国有企业的激励效果。

- 7 月 1 日，中央深改委已经审议通过了《通过国企改革三年行动方案（2020-2022 年）》，2020 年将成为国有企业改革的重要一年，通过激励方式，管理方式，聘任方式等多点发力，逐步落实国有企业改革要求，依托国有企业内优质资产，借助资金、规模等优势，进一步提升国有企业的综合竞争实力。

图表 76：我国持续推进国有企业改革，政策有望加速落地

时间	政策	详细内容
2020/10/27	国企改革“双百行动”正在全面升级、纵深推进。	2020 年底前要率先实现经理层任期制和契约化管理，比国企企业提前两年完成，用好股权、分红权、员工持股等激励政策，探索超额利润分享、骨干员工跟投等激励方式。
2020/09/21	关于加快推进国有企业数字化转型工作的通知	①建设基础数字技术平台；②建立系统化管理体系；③构建数据治理体系；④提升安全防护水平；把握方向，加快推进产业数字化创新，技术赋能，全面推进数字产业化发展。
2020/08/07	关于开展对标世界一流管理提升行动的通知	国有企业不断夯实管理基础，强化管理创新，企业管理工作取得积极成效，但与世界一流企业相比仍存在管理制度不完备、体系不健全、机制不完善、不到位等问题。①加强战略管理，提升战略引领能力；②加强组织管理，提升科学管控能力；③加强运营管理，提升精益运营能力；④加强财务管理，提升价值创造能力；⑤加强科技管理，提升自主创新能力；⑥加强风险管理，提升合规经营能力；⑦加强人力资源管理，提升科学选人用人能力；⑧加强信息化管理，提升系统集成能力。

2020/07/01	通过国企改革三年行动方案(2020—2022 年)	国务院国资委秘书长、新闻发言人彭华岗在此前召开的国新办新闻发布会上表示，《国企改革三年行动方案》是把党的十九大对国资国企改革的要求进一步具体化，近年来实施的“1+N”改革政策也将进一步明确时间表与路线图，在三年行动中加快落实，除此以外，“十项改革试点”、“双百行动”等改革试点示范工程的有效经验也将在下一步的国企改革中得到推广。
2020/4/23	中央企业控股上市公司实施股权激励工作指引	国有控股上市公司股权激励方式分别是限制性股票和股票期权。上市公司连续两个完整年度内累计授予的权益数量一般在公司股本总额的 3%以内，公司重大战略转型等特殊需要的可以适当放宽至股本总额的 5%以内。从强化公司业绩考核、健全激励对象绩效考核评价、科创板上市公司实施股权激励的考核等方面明确出资人的导向和要求，引导企业注重价值提升，实现高质量发展。
2019/11/11	《关于进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作有关事项的通知》	明确积极推动国有控股上市公司开展股权激励的基本原则。“积极支持中央企业控股上市公司建立健全长效激励约束机制，充分调动核心骨干人才的积极性，推动中央企业实现高质量发展，根据有关法律法规规定，进一步做好中央企业控股上市公司股权激励工作”。
2019/03/07	中央企业负责人经营业绩考核办法	①坚持质量第一效益优先；②坚持市场化方向。③坚持依法依规。④坚持短期目标与长远发展有机统一。⑤坚持国际对标行业对标。⑥坚持业绩考核与激励约束紧密结合。坚持权责利相统一，建立与企业负责人选任方式相匹配、与企业功能性质相适应、与经营业绩相挂钩的差异化激励约束机制。
2018/05/25	国务院关于改革国有企业工资决定机制的意见	①改革工资总额决定机制，完善工资与效益联动机制；②是改革工资总额管理方式；③是完善企业内部工资分配管理；④健全工资分配监管体制机制。

来源：政府网站，国金证券研究所

- 党的十九大以来，目前已有 53 家中央企业控股的 119 家上市公司有效实施了股权激励，接近中央企业控股境内外上市公司的 30%，近三年来，伴随国有企业激励政策的不断完善，化工行业内的国有企业逐步通过股权激励方式，提升企业的激励效果，2020 年，化工行业约有 6 家企业（其中 1 家出草案））进行股权激励，激励涵盖人数广，激励比例较往年有明显增加。

图表 77：化工行业国有企业近 3 年进行激励情况

国有企业	激励时间	激励比例	股权激励业绩	激励人数
青岛双星	2020-12-03	5.00%	以 2017-2018 年净利润均值为基数，2021 年度净利润增长率不低于 60%，净资产收益率增长率不低于 25%；2022 年度净利润增长率不低于 80%，净资产收益率增长率不低于 35%；2023 年度净利润增长率不低于 100%，净资产收益率增长率不低于 45%。	272
华谊集团	2020-11-25	1.33%	草案：以 2019 年为基数，2022 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.36%；2023 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.53%；2024 年归母净利润复合增长率不低于 5%，净资产收益率不低于 3.7%；华谊旗下蜂花、回力老字号品牌销售收入复合增长率不低于 3%，安全环保投入占制造业收入比例不低于 1.8%，研发费用占制造业收入比例不低于 2.2%。	284
黑猫股份	2020-09-11	2.92%	以 2017-2019 年净利润均值为基数，2021 年净利润增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 6.2%；2022 年净利润增长率不低于 50%，净资产收益率不低于 7%；2023 年净利润增长率不低于 125%，净资产收益率不低于 9%。	126
昊华科技	2020-05-19	2.52%	以 2018 年营业收入为基数，2020 年营业收入复合增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 9.1%，研发投入占比不低于 7.0%；2021 年营业收入复合增长率不低于 12.3%，净资产收益率不低于 9.2%，研发投入占比不低于 7.0%；2022 年营业收入复合增长率不低于 13.4%，资产收益率不低于 9.4%，研发投入占比不低于 7.0%。	768
中化国际	2020-01-23	2.18%	以 2016-2018 平均利润总额为基数，2020 年利润总额增长率不低于 89%，净资产现金回报率（EOE）不低于 26.5%；2021 年利润总额增长率不低于 110%，净资产现金回报率（EOE）不低于 26.7%；2022 年利润总额增长率不低于 133%，净资产现金回报率（EOE）不低于 27%，较 2018 年利润总额的复合增长率不低于 11%，公司 EVA 达到集团下达的考核要求。	257
贵州轮胎	2020-01-17	2.89%	以 2018 年净利润为基数，2020 年公司净利润增长率不低于 50%，净资产收益率增长率不低于 38%；2021 年公司净利润增长率不低于 60%，净资产收益率增长率不低于 42%；2022 年公司净利润增长率不低于 70%，净资产收益率增长率不低于 46%。	444
兴发集团	2019-09-17	2.07%	以 2016-2018 年业绩均值为基数，2019 年净利润增长率不低于 10%，EOE 不低于 27.5%；2020 年净利润增长率不低于 25%，EOE 不低于 28%；2021 年净利润增长率不低于 40%，EOE 不低于 28.5%。	131

云天化	2018-12-15	8.42%	以 2017 年净利润为基数，2019 年净利润增长率不低于 10%，净资产收益率不低于 5%；2020 年净利润增长率不低于 50%，净资产收益率不低于 6.5%；2021 年净利润增长率不低于 150%，净资产收益率不低于 8%。	930
华鲁恒升	2018-12-14	0.39%	以 2016 年营业收入为基数，2019 年营业收入增长率不低于 70%，税前每股分红高于 0.15 元；2020 年营业收入增长率不低于 80%，税前每股分红高于 0.15 元；2021 年营业收入增长率不低于 90%，，税前每股分红高于 0.15 元。	160
宏大爆破	2018-12-05	0.80%	以 2016 年业绩为基准，2019 年净利润较 2016 年增长不低于 185%，基本每股收益不低于 0.23；2020 年净利润较 2016 年增长不低于 225%，基本每股收益不低于 0.25；2021 年净利润较 2016 年增长不低于 275%，基本每股收益不低于 0.30；2022 年净利润较 2016 年增长不低于 330%，基本每股收益不低于 0.35。	57
红星发展	2018-06-14	2.65%	以 2015 年-2017 年净利润平均值为基数，2019 年净利润增长率不低于 380%，净资产收益率不低于 6.5%，2020 年净利润增长率不低于 390%，净资产收益率不低于 6.5%；2021 年净利润增长率不低于 400%，净资产收益率不低于 6.5%。	118
国有企业	**激励时间**	**激励对象**	**激励内容**	
泰和新材	2020-08-31	职业经理人	职业经理人薪酬管理按照岗位职责、业绩目标、工作难度、责任风险等因素，参考同行业人才市场价位，按照“业绩升、薪酬升，业绩降、薪酬降”的原则进行管理，职业经理人薪酬由基本年薪、绩效年薪、聘期激励收入和长期激励四部分组成： 绩效年薪=基本年薪×年度考核评价系数×绩效年薪调节系数； 聘期激励收入=聘期内年薪总水平÷3×聘期考核评价系数； 长期激励：公司实现的利润总额超过目标任务的部分作为提成基数，按照激励方案确定的提成比例和奖励范围，对有关人员进行提成奖励，40%奖励职业经理人，60%奖励其他骨干。	

来源：公司公告，国金证券研究所

- **对标世界一流管理体系，结合数字化转型，数化业务链，优化产业链，提升大局观。**国有企业相比于一般企业，规模大，人员多，涉及的领域产业较为复杂，在综合管理过程中，层级多而繁杂，发展活力一定程度上被压制。通过数字化转型，借助网络平台建设，提高信息传输及时性，提升产业链资源配置效率，在将顺业务管理链条的基础，优化产业链配置，进一步提升企业的运营效率，扩展发展空间。以化工企业为例，借助数字化平台的构建，实时监控生产环节高效进行，及时反馈市场最新变化，综合搭配企业的订单，采购，生产，销售等多个环节，有效监管成本节约，提高运营生产效率。而对标世界一流管理，将传统的企业管理综合落实到企业长久发展的更多维度，助力国有企业长久持续发展。

图表 78：国有企业对标世界一流管理提升行动



来源：政府网站，国金证券研究所

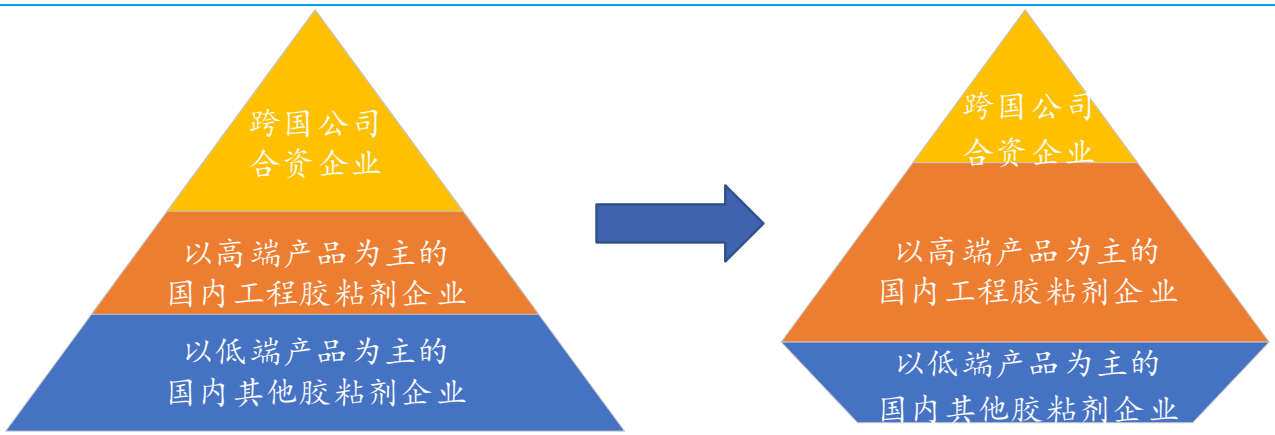
四、重点关注成长确定性高，市场发展空间大的细分领域

4.1、供应链安全引起重视，上游材料供应商获得产业发展机遇

4.1.1、胶黏剂——千亿市场空间，高端领域国产替代

- **伴随全球经济趋缓以及贸易摩擦的抬头，我国胶粘剂行业迎来极佳的发展机遇。**我们认为，随着行业集中度的提升以及下游与材料企业研发合作的加强，胶粘剂龙头企业将迎来切入中高端领域的契机，调整产品结构、提升盈利能力将是龙头企业做大做强的必经之路。
- 胶黏剂被广泛应用于包装、建筑材料、汽车与交通运输、电子电器、新能源等领域。全球胶黏剂市场规模达到千亿级别，中国在全球胶黏剂行业中具有举足轻重的低位，市场规模约占三分之一。胶黏剂高端市场目前被国外化工巨头占据，我国新兴产业正在经历着高速发展，一方面给胶黏剂行业带来井喷式需求，另一方面也对胶黏剂产品提出了更高的要求。高附加值、高技术含量胶黏剂的研发已迫在眉睫，这将驱动我国胶黏剂企业的研发创新和产品升级。
- **行业集中度不断提升，资源向龙头企业倾斜。**我国胶黏剂低端市场的生产企业为中小型企业，整体产能过剩、利润率低；少数拥有自主知识产权的国内企业，具有一定的技术积累，可以生产较高技术含量和较高利润率的产品，逐步占据了中高端市场；而高端市场主要是国际化工巨头占据，他们拥有强大的研发能力和品牌优势，通过在国内建立合资企业或生产基地，占据着高端市场。预计未来，随着环保风暴及安全检查的要求，大量的不在化工园区，不能达到安全标准的胶黏剂企业会持续退出市场。在安全、环保的政策推动下，我国胶粘剂行业将会逐步向集中格局转变，小而多的中小型企业将很难在利润率低的低档产品市场中生存，规模化将是未来发展的趋势。

图表 79：胶黏剂行业竞争格局趋势



来源：国金证券研究所

- **我们建议重点关注国内胶黏剂龙头企业回天新材：**1.胶黏剂市场空间超1000 亿，胶黏剂市场重心往中国转移；2.公司整体通过华为认证，消费电子领域逐步放量；3.目前主业光伏胶黏剂及太阳能背板业务受益于下游行业增长。我们预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.56 元和 0.7 元，当前市值所对应 PE 分别为 25.5 和 20.3。

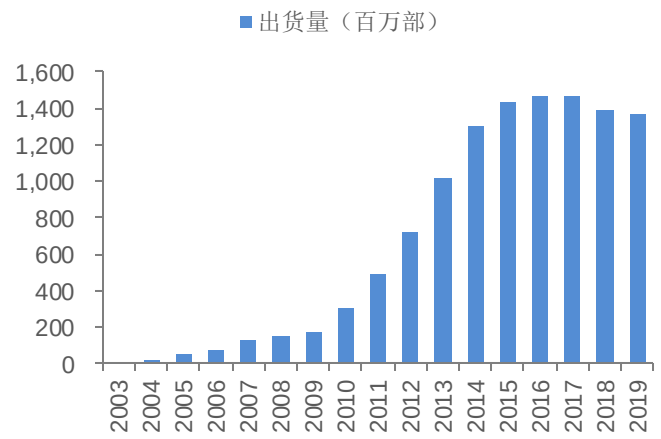
4.1.2、LCP——5G 高频场景持续渗透，市场空间不断提升

- **随着对 5G 材料的研究热度不断升温，LCP 材料在 5G 天线中的渗透率不断提升。**5G 时代对于天线材料的要求极高，一方面需要满足毫米波对于天线材料的特殊要求，同时还需要极大程度上缩减天线所占空间。与传统 PI 材料相比，LCP 材料的使用能够降低高频信号在天线传输中的损耗，并且可以减少天线占用空间。预计 LCP 材料在 5G 天线中的渗透率不断提升。
- 液晶高分子（LCP）是指在一定条件下能以液晶相存在的高分子，其特点为分子具有较高的分子量又具有取向有序。LCP 材料性能优异，低介电损耗的优质特性带动 LCP 在 5G 高频信号传输的应用场景中加速应用；良好

的挠性材料方便组合设计，满足电子产品小型化的趋势要求；良好的机械性能将有望拓展 LCP 在工程领域的应用空间。LCP 主要以 LCP 树脂材料作为主要的下游应用产品，由于应用领域和要求不同，目前 LCP 树脂主要分为注塑加工产品、薄膜加工产品和纤维产品。

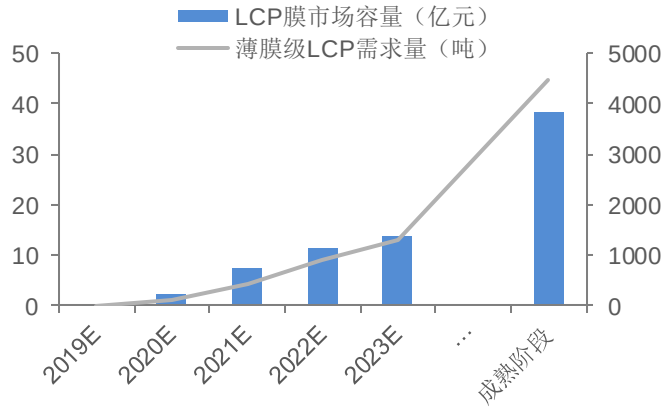
- 5G 时代对天线材料的高要求加速 LCP 的推广。5G 天线一方面需要满足毫米波对于天线材料的特殊要求，同时还需要极大程度上缩减天线所占空间。传统 PI 基材的介电常数和损耗因子较大、吸潮性较大、可靠性较差，因此导致了高频传输损耗严重、结构特性较差，已经无法适应当前的高频高速趋势，LCP 材料介电常数和介电损耗极低，降低高频信号在天线传输中的损耗，此外，LCP 作为挠性材料，能够有效地将射频前端的同轴连接器进行整合，减少天线占用空间。2019 年我国进入 5G 手机元年，随着 5G 手机技术的不断成熟，5G 手机的出货速度有望进入高速增长期，LCP 天线需求有望进入爆发阶段，带动前端薄膜级 LCP 树脂需求持续增长。

图表 80：全球智能手机出货量（百万部）



来源：IDC，国金证券研究所

图表 81：薄膜级 LCP 在手机天线中的空间预测



注：成熟阶段：5G 手机渗透率至 80%，LCP 渗透率至 80%

来源：IDC，国金证券研究所测算

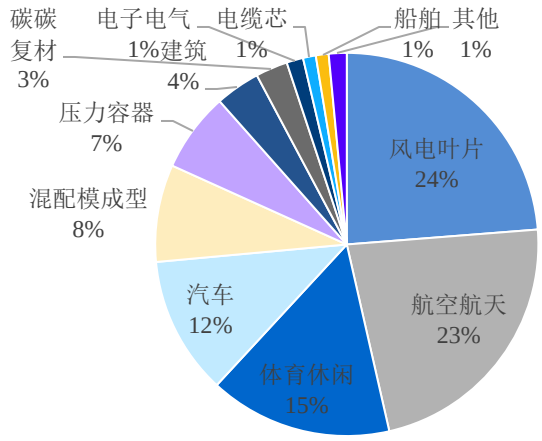
- **我们建议重点关注最早进入 LCP 研发领域的普利特：**1、公司 2007 年布局 LCP 材料研发，具备 LCP 产能 2500 吨，已建立了从树脂聚合到复合改性的一系列完整的研发与批量化生产体系；2、公司传统主业车用改性塑料业绩拐点显现。我们预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.58 元和 0.59 元，当前市值所对应 PE 分别为 25.9 和 25.4。

4.1.3、碳纤维——自主可控叠加进口替代，产业化进程不断加速

- **技术革新推动成本下降，产业化进程不断加速。**随着碳纤维技术的进步发展，一方面，现有产品的成本将逐步降低，下游需求领域有望提高对碳纤维及其复合材料的使用率，另一方面，碳纤维及其复合材料的性能进一步提高，也将被广泛应用于更多的新兴产业领域，新材料行业将趁着新兴产业的发展东风起飞。我国政策大力扶持相关产业，对于碳纤维行业的扶持将加速企业的一体化和规模化发展，推动整个行业的整合。

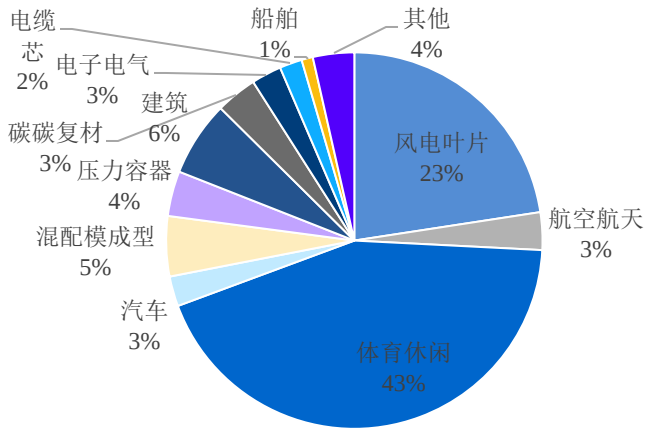
- **国内下游应用结构有望持续优化。**碳纤维下游主要应用于风电叶片、航天航空和汽车领域，风电叶片逐步从内陆转向海上，大功率风电机组开始推广使用，推动叶片轻量化发展；商用客机订单巨大，军用飞机更新迭代，无人机井喷普及；新能源汽车的发展都促进了碳纤维复合材料的需求，随着技术工艺的发展，产品成本的降低将推动更大规模应用。

图表 82：全球碳纤维下游应用领域



来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

图表 83：中国碳纤维下游应用领域

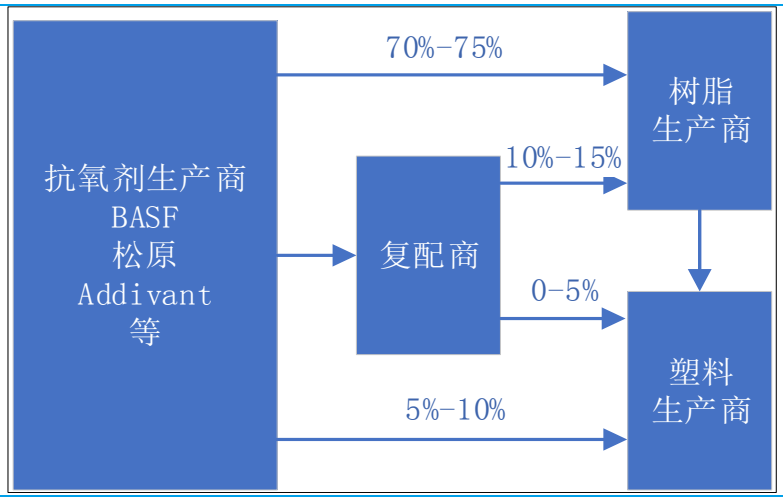


来源：立鼎产业研究，国金证券研究所

4.1.4、高分子助剂——烯烃投产带来需求持续增长，行业朝多元化方向发展

- 伴随着下游高分子材料的迅速发展以及国内烯烃产能的大量投放，我国高分子助剂行业需求将逐步增长，企业迎来极佳的发展机遇；随着环保的趋严，行业资源将向有技术和资金优势的头部企业倾斜；**随着企业产品种类的不断丰富，高分子助剂企业有望由单一产品向综合服务供应商转变，产品多元化扩张，下游客户多元化导入是企业做大做强的必经之路。**
- 高分子助剂在高分子材料中扮演着重要的角色，几乎每一种高分子材料各方面性能的实现依赖于相对应的化学助剂，伴随着下游塑料、橡胶、涂料、纤维、胶黏剂的发展，高分子助剂发展迅速。我国炼化一体化项目快速发展，乙烷裂解制乙烯和丙烷脱氢制取丙烯项目纷纷上马，煤制烯烃装置建设如火如荼。根据中国石化联合会统计，预计 2021 年之前，我国将新增聚乙烯产能 1167 万吨，聚丙烯产能 1535 万吨，这将大大带动高分子助剂行业的需求增长。
- 近年来，随着环保趋严，多数中小企业开工不畅，面临生产经营困难，部分企业逐步被并购，行业集中度不断提升；预计未来，伴随着国内需求的增加，我国助剂行业有望迎来快速发展的契机。生产经营规范、技术先进的头部企业纷纷通过内生增长或外延并购的方式不断扩张，行业资源将逐步向头部企业集中。
- 目前国内助剂企业产品线单一，而国外巨头企业采用的经营策略是与大型树脂生产商和塑料加工企业紧密合作，共同解决终端用户的生产、经营、研发等各方面的问题。随着国内企业的不断发展，产品种类不断丰富，国内企业将逐步向综合服务供应商转型。

图表 84：抗氧化剂行业工业结构和产品流向



来源：中国化工信息中心，国金证券研究所

图表 85：抗氧化剂和光稳定剂主要应用领域及对应的品种

应用领域	抗氧化剂	光稳定剂
聚氨酯	通常使用受阻酚类抗氧剂 245，1790 或 GA-80	通常使用苯并三唑类紫外线吸收剂 234
塑料	在聚烯烃中，1010 和 1076 是用途最广泛的主抗氧剂，辅抗氧剂 168 是目前使用量最大的固体亚磷酸酯类抗氧剂。	光稳定剂 508、788、292、3808、783
涂料	抗氧剂 1010	光稳定剂 508、788、292、3808、783
橡胶	抗氧剂 168、1010、1098	紫外线吸收剂 329、UV-328、327、234、326

来源：CKNI，国金证券研究所

我们建议重点关注高分子助剂龙头企业利安隆：1、产能扩产带来收入和业绩增长；2、下游客户多元化导入，未来有望在多个领域持续放量；3、公司外延润滑油添加剂行业。我们预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 1.63 元和 2.17 元，当前市值所对应 PE 分别为 26.8 和 20。

4.1.5、平板显示材料——产业链加速国产化，平板显示材料掀开新篇章

- **LCD 产业链正在向国内转移，面板产能高速扩张。**过去十年，我国面板显示产业实现了跨越式发展，国内面板产能超过韩国位列全球第一。根据 IHS 预计，未来五年，全球平板显示市场中大尺寸超高清面板年复合增长率将超过 25%。

- **下游需求和国内政策双重驱动，LCD 上游材料国产化进程加速。**

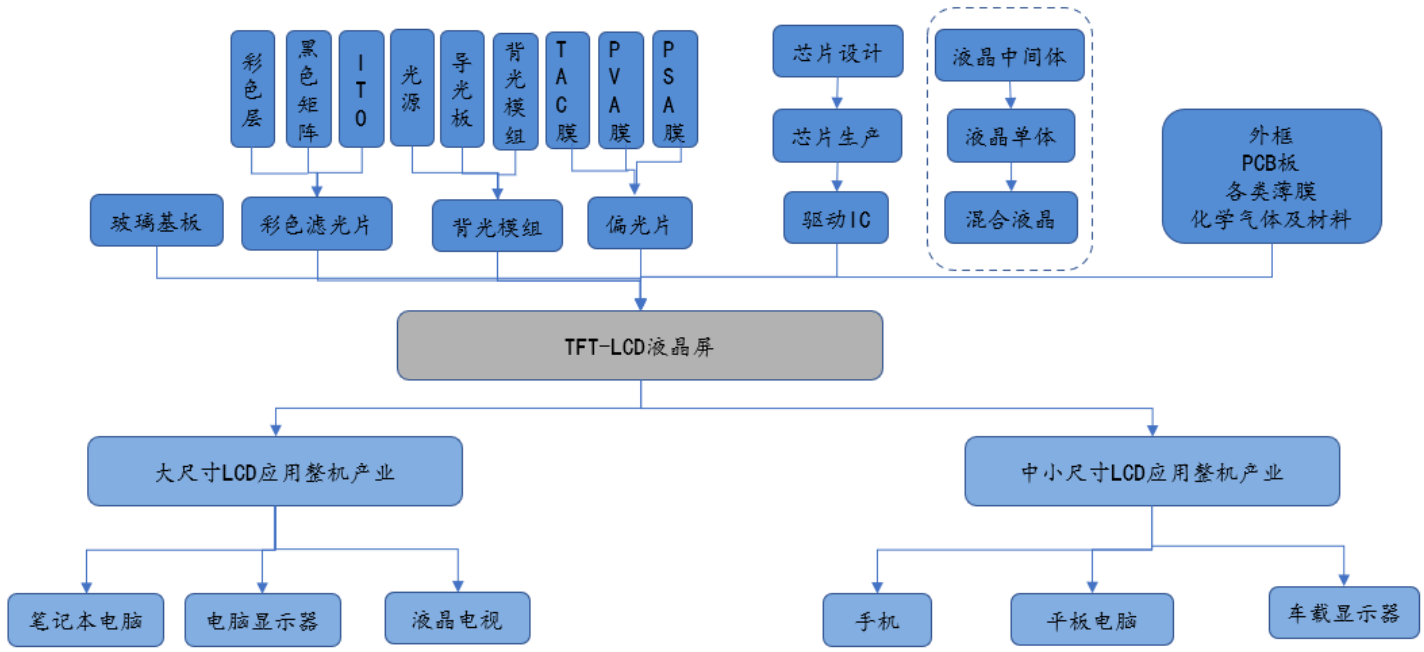
  （1）国内混晶材料行业将率先受益。从产业链利润瓶颈看，液晶产业链中，国内已经突破上游单晶及中间体技术，产业链下游液晶面板已经向国内转移，而混晶环节仍受限于国外企业垄断，因此混晶国产化是产业链发展的必然趋势；**从面板厂商成本角度看，**混晶国产化提升有较强推动力；**从国内混晶技术来看，**国内和成显示、八亿时空、诚志永华对混晶经过多年研发，在专利、生产、质量控制方面已经追上国外厂商的水平。2018 年全球混合液晶市场需求量为 757 吨，德国 MERCK、日本 JNC 和日本 DIC 合计达到了 80%以上，其中德国 MERCK 占比约 55%，日本 JNC 占比约 20%，DIC 占比约 8%，国内混晶产能仍具有较大的提升空间。

  （2）全球偏光片市场超过百亿美元，核心原材料 TAC、PVA 进口替代空间广阔。TAC、PVA 膜是偏光片核心原材料，TAC 膜占偏光片成本 54%，

PVA 膜占偏光片成本 16%。目前中国大陆偏光片全球产能占比仅为 21%，而韩国、日本、中国台湾分别为 35%、27%、17%，国内偏光片进口替代空间广阔。

（3）新代线加速布局，湿电子化学品需求极速扩张。湿电子化学品存在较高的行业壁垒，欧美以及、日本市场份额分别为 34%、30%，我国大陆市占率为 11%，湿电子化学品长期被国外垄断。2018 年平板显示、半导体用湿电子化学品国产化率为 35%、23%，我国湿电子化学品行业增长空间巨大。

图表 86：液晶显示（LCD）产业链



来源：八亿时空招股说明书，国金证券研究所

■ **全球 OLED 产业进入高速扩张期，国内加速布局。**

OLED 显示面板的产能有限且集中、供应链相对封闭，OLED 面板几乎被三星和 LG 垄断。我国正在加速布局 OLED 产线，目前主要有和辉、京东方、天马、维信诺、信利、华星光电等厂商。2019 年 OLED 成品材料占 OLED 材料的 83%，目前我国主要提供 OLED 有机材料的中间体和单体粗品，在 OLED 有机发光材料成品领域进口依赖严重。目前我国 OLED 中间体企业已经率先切入全球产业链，将显著受益于 OLED 面板市场的爆发，进口替代空间较大。

图表 87：国产替代，需求提升相关推荐标的汇总

推荐领域	推荐逻辑	相关标的	相关标的分析
胶黏剂	1、胶黏剂市场空间千亿级别；2、整体重心向亚太转移；3、高端领域国产替代	回天新材	1.胶黏剂市场空间超 1000 亿，胶黏剂市场重心往中国转移；2.公司整体通过华为认证，消费电子领域逐步放量；3.目前主业光伏胶黏剂及太阳能背板业务受益于下游行业增长
碳纤维	1、技术革新推动成本下降，产业化进程不断加速。2、军工碳纤维自主可控进程加速	光威复材	1、碳纤维行业龙头企业，全产业链布局，技术优势和客户资源显著；2、军用碳纤维自主可控引领行业成长
高分子助剂	1、下游烯烃投产带来需求增长；2、多个下游应用领域同时放量，行业朝多元化方向发展；	利安隆	1、产能扩产带来收入和业绩增长；2、下游客户多元化导入，未来有望在多个领域持续放量；3、公司外延润滑油添加剂行业
LCP	1、在 5G 高频场景的应用持续渗透，市场空间不断增长；2、目前产能集中在海外企业，国产替代大势所趋	普利特	1.车用改性塑料业绩拐点显现；2.LCP 有望率先国产突破
显示材料领域	LCD 产业链向国内转移，产能高速扩张提升国内需求空间，国内企业技术突破，推动 LCD 上游供应链国产化；	万润股份	公司为海外默克等大型企业供应液晶中间体及单体、OLED 显示材料中间体：1、随着默克等外采单晶比重将提升，提供公司相对稳定的订单基础；2、为默克供应 OLED 显示材料中间体，未来将有望承接更多的 OLED 显示材料中间体订单；3、通过三月子公司布局研发更多显示材料，扩展发展空间
	OLED 面板应用不断扩展，需求提升，国内 OLED 显示材料技术持续突破，供应链国产化带动国内 OLED 显示材料成长	奥来德	公司布局 OLED 显示材料和蒸发源设备领域：1、OLED 显示材料通过多家下游 OLED 面板企业的认证，公司可以提供 OLED 发光材料中间体及单体，随着 OLED 显示材料国产持续推进，有望获得持续发展；2、未来伴随国内 OLED 面板产线的建设，公司蒸发源设备需求将持续提升。

来源：国金证券研究所

4.2、政策推动行业空间大幅提升，关注成长空间大的细分领域

4.2.1、尾气催化——国六标准带动需求大幅提升，产业链逐步开启国产供应

叠加政策法规驱动，尾气催化产品要求持续升级。近年来，我国在环境治理方面的力度不断加深，汽车尾气严重影响城市空气质量，成为我国环境治理的重要方向。进入 21 世纪，从国一到国五，我国不断提升对汽车尾气排放标准的要求，2016 年、2018 年我国相继制定了轻型汽油车、重型柴油车的国六执行标准，大幅提升了尾气排放污染物处理要求，成为全球最为严格的尾气排放标准。尾气催化产品在原有的发展方向上叠加了政策及法规的驱动力，产品技术要求和使用量都将有明显提升，尾气催化行业将有望迎来快速发展的风口。

图表 88：我国尾气排放标准持续提升

车型	年份	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
轻型汽车	柴油车	国II			国III				国IV					国V			国VI
	汽油车	国II			国III			国IV					国V				国VI
	气体燃料车	国II			国III			国IV					国V				国VI
重型汽车	柴油车	国II				国III					国IV		国V				国VI
	汽油车		国II				国III			国IV							
	气体燃料车	国II			国III			国IV				国V					国VI
摩托车	两轮和轻便		国II				国III								国IV		
	三轮		国II					国III							国IV		
低速度汽车		国I				国II							无此类车				
非道路移动机械	柴油发动机	无控制要求		国I			国II						国III			国IV	
	非手持式小型汽油发动机	无控制要求						国I			国II					国III	
	手持式小型汽油发动机	无控制要求							国I			国II				国III	
船舶	1、2类	无控制要求													国I		
	3类	无控制要求													GD01		

来源：奥福环保，国金证券研究所

- **机后处理是目前最主流也是最行之有效的尾气处理方法。**目前，控制汽车尾气排放的主要措施包括机前措施、机内措施和机后措施三种，其中机前和机内措施技术难度高，减排效果有限，机后措施是目前最主流也是最行之有效的尾气处理方法。而其中催化剂是净化效果的关键：目前，控制汽车尾气排放的主要措施包括机前措施、机内措施和机后措施三种，机后措施是最行之有效的方法，其中催化剂是关键。汽车尾气净化催化剂主要分为 4 部分，分别为贵金属活性组分、载体、助剂及涂层。
- **国六标准出台，尾气污染物治理要求大幅趋严。**不同于前期国四、国五尾气排放标准，国六标准不仅在原有检测污染物标准的基础上大幅提升排放标准，更增加了新的排放检测指标。由于标准的全面提升，原有适用于国四、国五的尾气催化线路亦需要进行全面升级，汽油车在 TWC 载体的基础上需要加装 GPF 装置，而柴油车在常规的 SCR 载体的基础上需要联合 DOC、DPF、SCR 和 ASC 四套载体，形成有效的污染物处理。

图表 89：机动车污染物排放标准

排放污染物	国四	国五	国六 a	国六 b
轻型汽车				
NOx(mg/kWh)	3500	2000	460	
PM(mg/kWh)	30	30	10	
PN(个/kWh)			$6.0*10^{11}$	
重型柴油车				
NOx(mg/km)	80	60	60	35
PM（mg/km）	25	4.5	4.5	3
CO（mg/km）	1000	1000	700	500
HC（mg/km）	100	100	100	50
PN（个/km）			$6.0*10^{11}$	

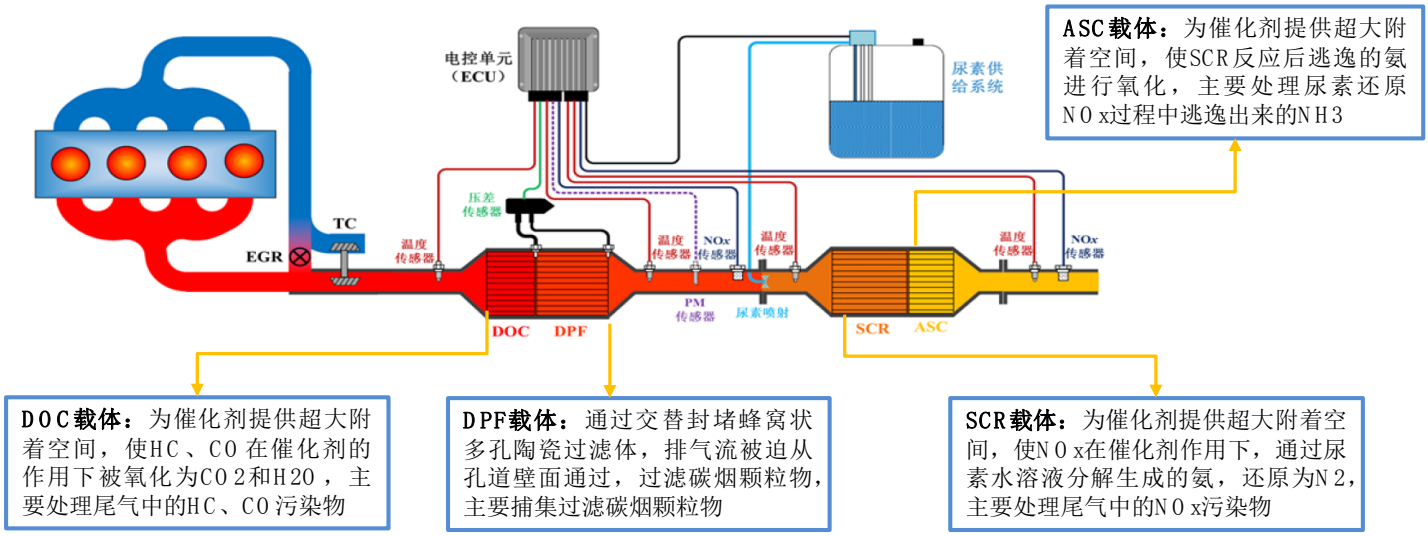
来源：生态环境部，国金证券研究所

图表 90：国六标准的要求尾气净化设施全面升级

类型	排放标准	净化措施	主要技术路线及所用蜂窝陶瓷载体
柴油车	国一至国三	发动机内净化技术	降低发动机燃烧室的面容比、改进点火系统、采用燃油喷射技术、引入废气再循环、改善燃料供给系统等
	国四至国五	通过加装尾气后处理系统的机外净化技术	SCR 或 DOC+DPF
	国六		DOC+DPF+SCR+ASC
汽油车	国一至国五		TWC
	国六		TWC+GPF

来源：奥福环保，国金证券研究所

图表 91：国六标准下柴油车尾气处理蜂窝陶瓷载体配置



来源：奥福环保，国金证券研究所

国六阶段，不同类型汽车均需加装催化器，其中重型柴油车需加装 DOC、DPF、ASC 催化器，汽油车需加装 GPF 催化器。设备加装也带来了尾气催化材料用量的大幅增长，其中蜂窝陶瓷材料作为催化剂载体需求量增加约 1 倍，市场空间达到 95 亿；高纯纳米氧化铝作为基础涂层材料需求量将增加 14776 吨，新增 10 亿左右的市场空间，沸石分子筛由于其在柴油车的应用突破需求量将增加 7225 吨，新增 20 亿左右的市场空间。同时车用尿素作为柴油车 SCR 系统工作的易耗品，市场需求有望提升 5 倍以上，年需求量超过 1200 万吨，市场规模超过 200 亿元。

图表 92：尾气催化行业空间测算

蜂窝陶瓷载体空间测算														
	2017	2018	2019E			2020E			2021E			2022E		
项目			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
汽油车产量/万辆	2484	2327	2121	2121	2121	2312	2312	2312	2312	2312	2312	2312	2312	2312
汽油车载体单耗/升	1.5	1.5	1.5	1.5	1.5	3	3	3	3	3	3	3	3	3
国六执行率	0%	0%	7%	14%	28%	50%	60%	80%	80%	90%	100%	100%	100%	100%
汽油车载体需求量/万升	3731	3491	3404	3627	4072	5202	5549	6242	6589	6936	6936	6936	6936	6936
柴油车产量/万辆	322	301	295	295	295	289	289	289	289	289	289	289	289	289
柴油车载体单耗/升	15	15	15	15	15	25	25	25	25	25	25	25	25	25
国六执行率	0%	0%	1%	3%	5%	5%	10%	15%	30%	50%	65%	80%	95%	100%
柴油车载体需求量/万升	4830	4515	4455	4514	4573	4480	4624	4769	5202	5780	6214	6647	7081	7225
汽车载体总需求量/万升	8561	8006	7859	8140	8645	9682	10173	11011	11444	12369	13150	13583	14017	14161
汽车载体市场空间/亿	30.5	28.5	30.2	33.4	39.3	49.9	55.3	64.9	68.8	78.2	86.3	90.2	94.1	95.4
沸石空间测算														
	2017	2018	2019E			2020E			2021E			2022E		
项目			悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观	悲观	中性	乐观
柴油车产量/万辆	322	301	295	295	295	289	289	289	289	289	289	289	289	289
沸石单耗/Kg	0	0	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5	2.5
国六执行率	0%	0%	1%	3%	5%	5%	10%	15%	30%	50%	65%	80%	95%	100%
沸石需求量/吨	0	0	74	221	369	361	723	1084	2168	3613	4696	5780	6864	7225

沸石市场空间/亿	0	0	0.2	0.7	1.1	1.1	2.2	3.3	6.5	10.8	14.1	17.3	20.6	21.7
车用尿素空间测算														
	2019 年		2020 年		2021 年		2022 年		2023 年		2024 年		2025 年	
新增国六车辆/万辆														
重型柴油车	28		25		25		25		25		25		25	
中型柴油车	13		16		16		16		16		16		16	
微型、轻型柴油车	139		150		150		150		150		150		150	
国六车用尿素用量/万吨														
重型柴油车					25		49		49		49		49	
中型柴油车					12		25		25		25		25	
微型、轻型柴油车					90		180		180		180		180	
国六当年新增需求/万吨					127		253		253		253		253	
国六存量需求/万吨					127		380		634		887		1140	
国六存量市场空间/亿元					22.86		68.4		114.12		159.66		205.2	

来源：中国汽车工业协会，国金证券研究所

建议关注尾气催化个细分领域企业：

车用尿素龙头企业**龙蟠科技**：①赛道好：市场空间足够大，国六新车带来的需求增量有望在 5 年内超越 1200 万吨；②基础好：公司的具有良好的品牌和渠道优势，在产品销售方面结合了经销+直销的模式，从而不断加深对车用消费品的渠道把控能力；③产能持续扩充，把握市场需求放量机遇，公司 18 万吨新建产能预期将年底建成，加速在全国构建多区域生产基地，形成区域及规模优势；

尾气催化器供应企业**艾可蓝**：兼具催化剂配方及涂覆、电控技术、系统配套和集成能力，整体供应尾气催化器或者一体化的尾气催化装置，公司从轻柴行业开始逐步向汽油车、重柴领域延伸，具有更大的发展空间；同时伴随公司在下游客户的认证逐步提升，公司有望受益于供应链国产化的趋势，获得快速发展；

蜂窝陶瓷载体供应企业**奥福环保**：国内蜂窝陶瓷载体领域的龙头企业之一，其产品线丰富，不仅实现了汽油、柴油尾气处理双领域布局，也实现了直通式和壁流式载体的双重技术储备，在瞄准国六标准实施后国内广阔的新增市场以及进口替代空间的同时，也积极布局海外汽车后市场；已经与国内多家主机厂以及全球主要催化剂供应商建立了良好合作关系，这将极大的帮助公司在未来行业快速发展的浪潮中取得先发优势。

- 蜂窝陶瓷载体供应企业**国瓷材料**：公司多年来主要从事粉体材料领域，其子公司王子制陶是国内主要的蜂窝陶瓷供应企业，在汽车后市场领域布局多年，具有良好的后市场基础，而伴随着企业在蜂窝陶瓷领域技术不断突破，公司逐步布局延伸至国六标准产品，目前母公司在积极进行产能扩建，有望充分收益与国六标准推行带来的需求快速提升。
- 沸石分子筛供应企业**万润股份**：公司从事沸石分子筛领域，是全球主要的催化剂生产企业庄信万丰的原料供应商，伴随国六需求提升，庄信万丰作为主要的催化剂供应企业，产品需求大幅提升，公司在生产技术，生产成本等方面具有优势，不仅伴随行业增速提升，同时有望加大在下游客户的份额，从而带动公司沸石分子筛业务快速提升。

4.2.2、可降解塑料——禁塑令逐步推进落实，需求空间有望大幅提升

“限塑令”向“禁塑令”升级，带动可降解塑料需求大幅提升。2020 年 1 月 16 日，国家发改委联合生态环境部于 2020 年 1 月 16 日发布《关于进一步加强塑料污染治理的意见》，在 2025 年完善塑料制品生产、流通、消费和回收处置等环节的管理制度，对不可降解塑料逐渐禁止、限制使用。其后国家及各省市相继出台了相关政策，率先在较为容易监管领域限制不可降解塑料应用，并进一步规划在其他领域推广。

图表 93：我国今年出台“禁塑令”

时间	区域	政策	内容
2020-01	国家	《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	①禁止生产和销售厚度小于 0.025 毫米的超薄塑料购物袋、厚度小于 0.01 毫米的聚乙烯农用地膜、一次性发泡塑料餐具、一次性塑料棉签以及含塑料微珠的日化产品。同时全面禁止废塑料进口。②禁止、限制使用的塑料制品，具体包括：不可降解塑料袋、一次性塑料餐具、宾馆、酒店一次性塑料用品和快递塑料包装。③推广应用可降解塑料袋等替代产品。④培育优化新业态新模式⑤增加绿色产品供给，加强可循环、易回收、可降解替代材料和产品研发。
2020-07	国家	《关于扎实推进塑料污染治理工作的通知》	①加强对禁止生产销售塑料制品的监督检查。②加强对零售餐饮等领域禁限塑的监督管理。③推进农膜治理。对市场销售的农膜加强抽检抽查④规范塑料废弃物收集和处置。⑤开展塑料垃圾专项清理。
2020-11	国家	商务领域一次性塑料制品使用、回收报告办法（试行）》	①商品零售场所开办单位报告不可降解塑料购物袋、连卷袋使用情况和塑料废弃物回收情况。②电子商务平台企业报告其自营业务产生的不可降解塑料包装袋（含编织袋）使用情况和塑料废弃物回收情况，加强对平台内经营者减少、替代使用一次性塑料制品的宣传引导。③外卖企业报告不可降解塑料购物袋、塑料餐盒、塑料餐具（刀、叉、勺）、塑料吸管使用情况和塑料废弃物回收情况。④鼓励商品零售场所开办单位、电子商务平台企业、外卖企业，报告环保替代产品使用情况。⑤为做好环保替代产品供需衔接，鼓励环保替代产品供应商依据本办法规定报告可降解塑料原料、可降解塑料制品以及其他环保替代产品的生产和销售情况。
2020-12	山东，江苏等 30 个省市	关于进一步加强塑料污染治理的实施办法及意见等	截至目前，全国已有 30 个省市区公布了塑料污染治理的省级实施方案或行动计划，相关行业企业也在抓紧行动。

来源：政府网站，国金证券研究所

农膜、购物袋及塑料包装是可降解塑料发展的重点领域，未来政策驱动的市场空间将十分巨大。根据国家的政策要求，一次性塑料用品、包装袋、购物袋、农膜等产品将是国家禁塑令重点监管领域，也是可降解塑料发展的重要领域。根据全球的塑料应用领域统计，约有 4 成以上的塑料用品应用于包装领域，也是产生白色污染的主要来源。根据初步统计，中国目前购物袋消耗量约为 300-400 万吨；农用膜约 200 万吨；外卖包装类约 200 万吨，三大领域的总体需求空间就超过了 800 万吨以上，以单吨可降解塑料价格 2 万元计算，替代率达到 30%，预期可降解塑料的市场规模有望达到近 500 亿元。

PLA 和 PBAT 是目前功能性可降级塑料领域的主要材料，伴随政策的逐步落地，需求有望持续增长。可降解塑料的种类较多，其中 PLA 和 PBAT 是发展较为成熟的主要的功能性材料，多数可降解材料可作为填充料复合使用。PLA 为生物基材料，以乳酸作为原料聚合生产，目前生产链条中仍存在较高的技术壁垒，而 PBAT 是石油基产品，原料来源广泛，技术程度相对较高，进行产能布局规划的企业相对较多。伴随着国内众多企业相继布局可降解塑料产能，规模化生产有望逐步降低产品的生产成本，进一步推动可降解塑在应用领域的替换趋势。建议关注具有相关产品布局的企业金丹科技、金发科技、彤程新材、瑞丰高材等公司。

4.2.3、生物柴油——欧盟 RED II 带动需求提升，废旧再生属性提升产品溢价

碳减排推动生物能源应用，生物柴油获得推广：自《京都议定书》后，欧盟加紧落实碳减排问题，2003 年，欧洲开始批准发展和使用生物燃料，根据欧盟先后出台《可再生能源指令》及修改版，要求 2020 年及 2030 年可再生能源消费比例分别达到 27%和 32%，其中可再生燃料在运输部门的占比需达到 10%和 14%，生物柴油作为可再生能源逐步获得推广使用。

图表 94：欧洲出台多项政策推动生物能源应用

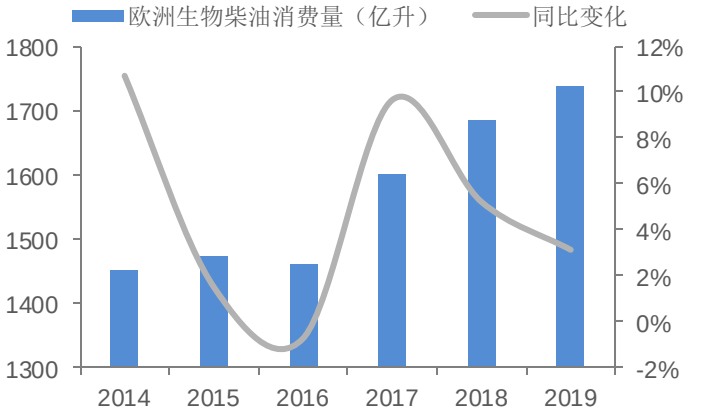
时间	政策	主要内容
1997 年	《京都议定书》	欧盟 2008~2012 年间要减少 CO2 排放量 8%。生物柴油的 CO2 排放量比矿物柴油大约少 50%。
2003 年	《在交通领域促进使用生物燃料油或其他可再生燃料油的条例》	规划生物燃料占比重将从 2005 年的 2%增长到 2010 年的 5.75%
2006 年	《欧盟生物燃料战略》	到 2030 年，生物燃料在交通运输业燃料中占的比重将达到 25%。
2009 年	《可再生能源指令》	2020 年欧盟温室气体排放量比 1990 年减少 20%;可再生能源占能源总比例达到 20%，运输部门中生物燃料占总燃料消费的比例不低于 10%。
2014 年	《2030 年气候与能源框架协议》	提高了可再生能源消费比例：到 2030 年，温室气体排放降低到 20 世纪 90 年代的 60%，可再生能源消费比例 27%，能源效率提高 27%，欧盟内部电力市场互联比例 15%。
2014 年	《可预见的能源和气候目标框架》	强调可替代的可再生燃料将有助于解决 2030 年的交通运输部门碳减排的挑战，重点将放到电动汽车和立足于非粮作物的生物柴油。
2015 年	《生物柴油调合燃料的 B20/B30 标准》	允许在化石柴油中添加 20%或 30%的生物柴油，相比之前欧盟车用柴油标准，生物柴油与化石柴油的掺混比例进一步提高。
2018 年	《可再生能源指令》（修订）	新的指令为欧盟制定了一个新的可再生能源目标，其占比在 2030 年达到至少 32%，其中可再生燃料在运输中所占份额的目标提高 14%，并加强确保生物能源可持续性的标准。

来源：碳排放交易等，国金证券研究所

生物柴油原料呈现显著差异，我国主要以废弃油脂为原料生产生物柴油：生物柴油来源多样，从原料主要分为三大类：①豆油、菜籽油等传统油料；②棕榈树结的棕榈果生产的棕榈油；③废弃油脂。多年来，伴随着生物柴油的推广使用，全球的生物柴油产量持续提升，2019 年，全球共生产生物柴油 474 亿升，10 年间生物柴油产量的复合增速达到了 10.3%。

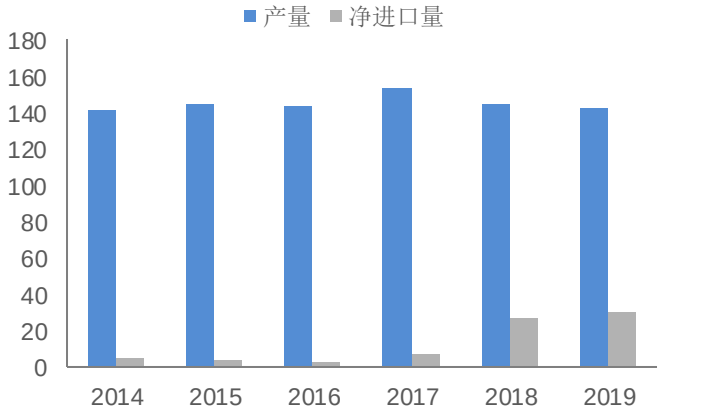
政策推动生物柴油添加比例提升，产品供给缺口放大带来市场机遇。随着时间的逐步推移，众多国家的掺混比例要求也在不断提升，2019 年，欧洲生物柴油消费量约为 174 亿升，过去 5 年的复合增速为 3.69%，伴随着添加比例在新一阶段的进一步升级，欧洲生物柴油产能将难以满足燃料添加需求，生物柴油缺口有望进一步放大，2019 年欧洲净进口生物柴油约 30 亿升，为我国企业出口以废弃油脂生产的生物提供充足的市场空间。

图表 95：欧洲生物柴油消费量（亿升）



来源：Ren21，国金证券研究所

图表 96：欧洲生物柴油需求缺口逐年提升

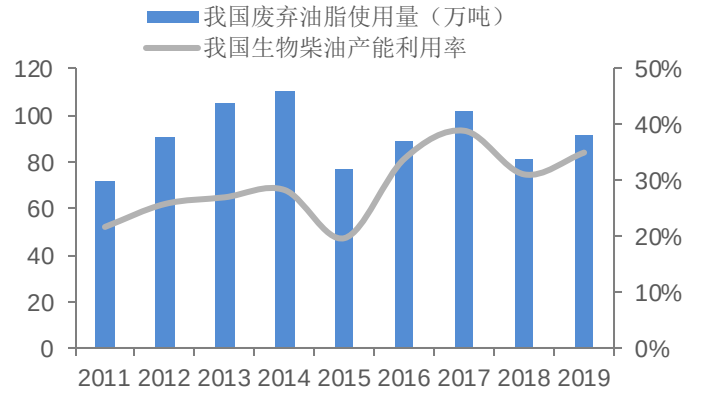


来源：Ren21，国金证券研究所

生物柴油使用结构性升级，碳减排优势构建产品环保溢价，废旧油脂为原料的生物柴油更具发展优势。根据欧盟出台的《可再生能源指令》，以废旧油脂为原料生产的生物柴油享双倍计数原则，可以节约单位成品油中生物柴油使用量，使得废旧油脂生产的生物柴油和其他油料制生物柴油之间形成了天然的价格差距。同时 REDII 在提升生物柴油参混比例的同时，设定了第一代生物柴油的掺混上限和第二代生物燃料的掺混下限，生物柴油添加比例的结构性调整为废弃油脂为原料生产生物柴油产业链提供了良好发展机

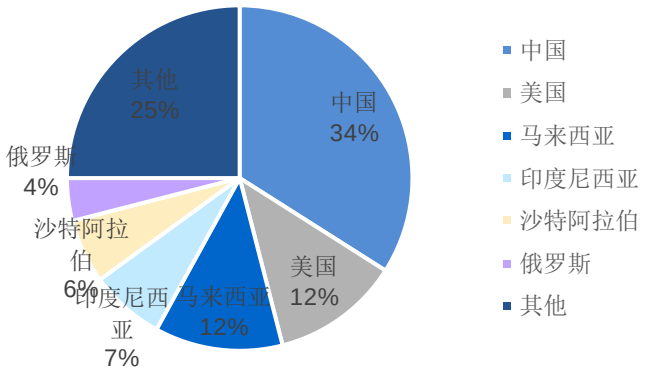
遇，产品需求有望进一步提升，从而带动国内相关产业的快速发展。由于我国食用油尚不能自给，但废弃油脂产量约 1000 万吨以上，因而我国逐步发展以废弃油脂为原料的生物柴油生产链条，伴随着地沟油整治行动以及垃圾分类的推广，我国废弃油脂产业逐步向正规化发展。

图表 97：我国生物柴油废弃油脂消耗量及产能利用率



来源：USDA，国金证券研究所

图表 98：欧洲废弃油脂进口来源国占比



来源：OilWorld，国金证券研究所

技术进步及工艺优化促使国内生物柴油品质提升，产品规模化出口带动行业盈利中枢提升。相比国内，欧美等生物柴油的标准更高，过去受到技术限制，我国生物柴油主要以自用为主，产品出口较少，随着国内生物柴油技术水平的突破，国内生物柴油企业开始出口海外，同时规模化的企业建立自身的成本优势的同时借助规模化供给提升产品的溢价能力，从而形成获得更高的产品盈利水平。

全球多数国家尤其是欧盟国家持续加大生物柴油的推广力度，添加比例持续提升，带动生物柴油需求量不断提升，收益与碳减排双倍积分及生物柴油的结构性升级，废弃油脂为原料生产的生物柴油具有竞争优势和更大的需求市场，建议关注国内生物柴油领先企业**卓越新能**：公司多年以布局生物柴油及相关延伸产品，通过技术突破和工艺优化，公司产品大量出口海外，持续进行产能扩建，带动公司业绩持续提升。

4.3、产业链重构，行业集中度提升，相关农化标的将持续受益

4.3.1、农药行业格局分化，重点关注持续成长的龙头企业

- **海外巨头并购整合接近尾声，原有供应商亦呈现逐步集中态势。**受到创新难度下降以及终端一体化服务要求提升的影响，2015 年之后，各大农化巨头的发展压力逐步加大，相继开始酝酿整合，优势互补。从 2017 年开始，国际农化巨头相继开启了整合之路，通过企业收购合并，各大巨头互补短板，逐渐进行全品类农化服务的业务布局，目前全球农化巨头的整合逐步接近尾声，原来的六大农化巨头整合成为四大集团：科迪华（陶氏杜邦农化资产合并）、拜耳（收购孟都山）、巴斯夫（收购部分拜耳业务）、先正达集团（整合中国化工和中化集团的资产——先正达、扬农化工、安道麦），市场集中度进一步提升。

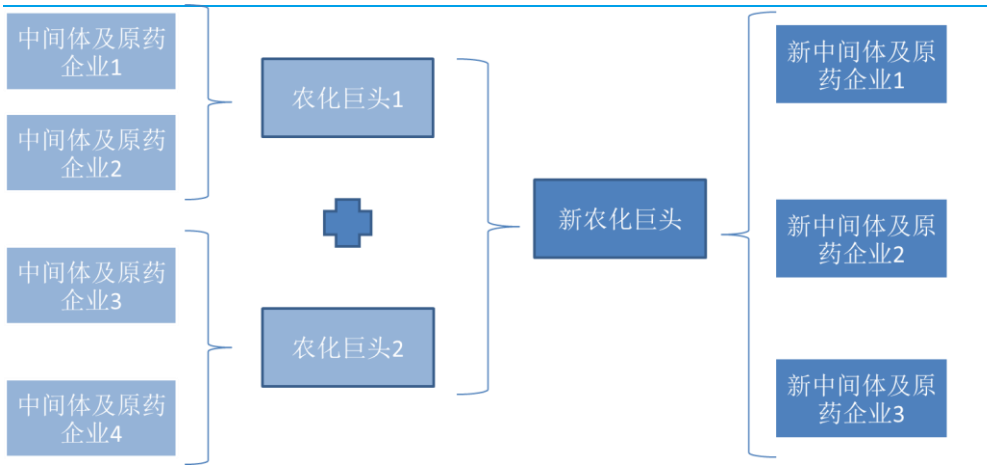
图表 99：农化巨头整合形成新格局



来源：国金证券研究所

- **农化巨头整合带动其原药、中间体供应商逐步集中。**随着农化巨头不断整合，产品的原有供应商亦呈现逐步集中态势，这将带动原药、中间体龙头企业获得更多巨头客户订单，市场份额不断提升。

图表 100：农化巨头整合带动其原药、中间体供应商集中度提升

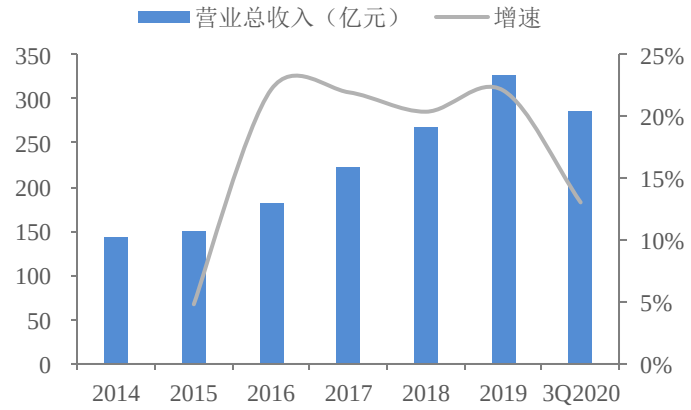


来源：国金证券研究所

- 我们在之前发布的《农药行业研究框架》中指出，我国农药行业处于结构性调整过程中，集中度不断提升，预计随着西部地区新产能的释放，未来的行业整体盈利将回归合理的水平。从结构来看，具有资金优势和规模优势的头部企业通过扩张产能抢占更多市场份额，在资源环境的约束强化下以及相关产业政策的引导下，行业加速向集约化、规模化方向发展。
- 我们选取扬农化工、利尔化学、中旗股份、丰山集团、利民股份、广信股份、苏利股份、先达股份、江山股份、长青股份等十家主要以原药为主的上市公司，通过分析其财务指标变化来拟合头部农化企业的整体运行情况。

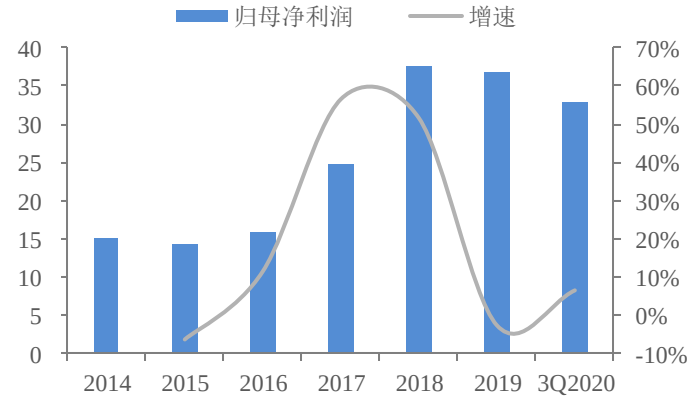
- 从收入端来看，2016 年之后，十家企业的销售收入保持稳步增长；从归母净利润来看，2016-2018 年农化行业利润表现较好，2019 年出现负增长，2020 年三季度之后，头部企业的利润增速由负转正。我们认为 2016-2018 年十家公司业绩的增长更多取决于价格的因素；2019 年-2020 年三季度，在农化周期下行的背景下，考虑到疫情的影响，十家公司收入仍有 13%以上的收入增速，归母净利润保持相对稳定，我们认为头部农化企业以量的增长弥补价的下行，其市场份额持续增长，行业集中度呈现集中趋势。

图表 101：十家原药企业销售收入及增速（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

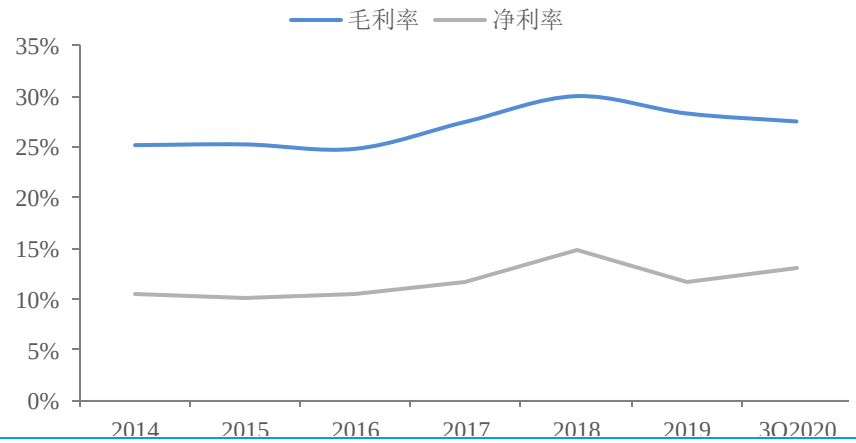
图表 102：十家原药企业归母净利润及增速（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

- 同样的，从毛利率和净利率来看，十家企业的毛利率和净利率在 2016 年之后逐步增长，在 2018 达到顶峰，2019 年受价格因素的影响而逐步回落。我们认为，未来农化企业的毛利率、净利率仍有下行的可能，但是下行空间有限。

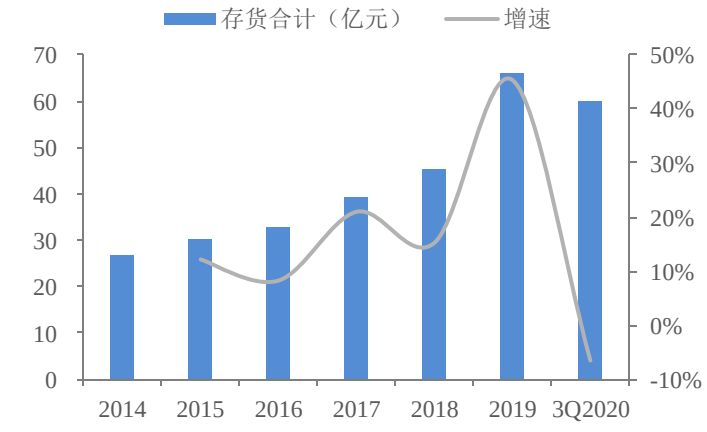
图表 103：十家农药企业的毛利率与净利率



来源：Wind，国金证券研究所

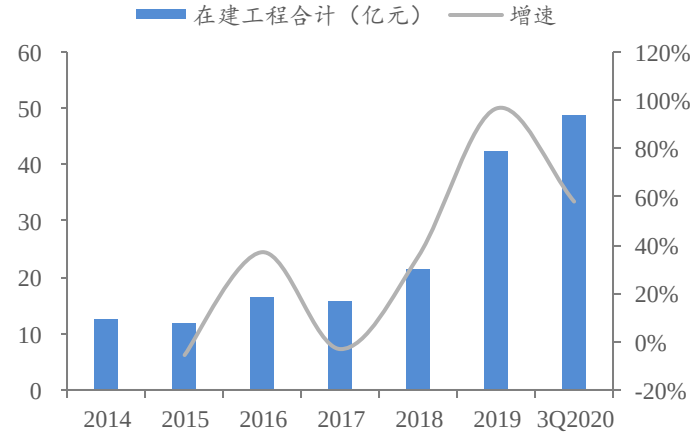
- **头部企业逐步去库，且目前处于产能扩张周期。**从库存端来看，2020 三季度库存较 2019 年下滑 7%。从在建工程来看，2020 年三季度在建工程增速 58%，较 2019 年有所下滑，头部企业投产的产能正在逐步释放，行业处于结构性调整阶段，拥有资金优势和规模优势的头部企业纷纷扩产抢占更多市场份额。

图表 104：十家农药企业库存（亿元）



来源：Wind，国金证券研究所

图表 105：十家农药企业在建工程（亿元）



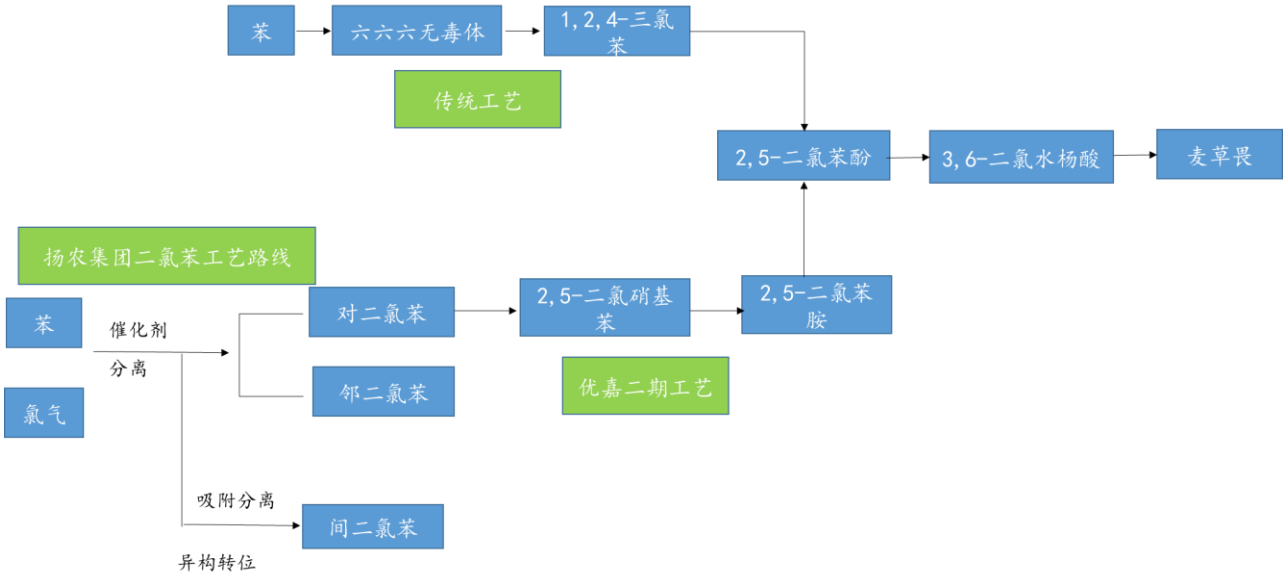
来源：Wind，国金证券研究所

- 我们看好技术领先、具备一体化产业链优势、研产销全面推进的优质农药龙头。此外，伴随着产业链转移及海外巨头的兼并整合，我国农药中间体行业仍然具有较大增长空间，凭借成熟的供应链优势，我们建议关注承接全球农药生产关键环节转移的国内中间体企业。

4.3.2、扬农化工——持续成长的农药龙头

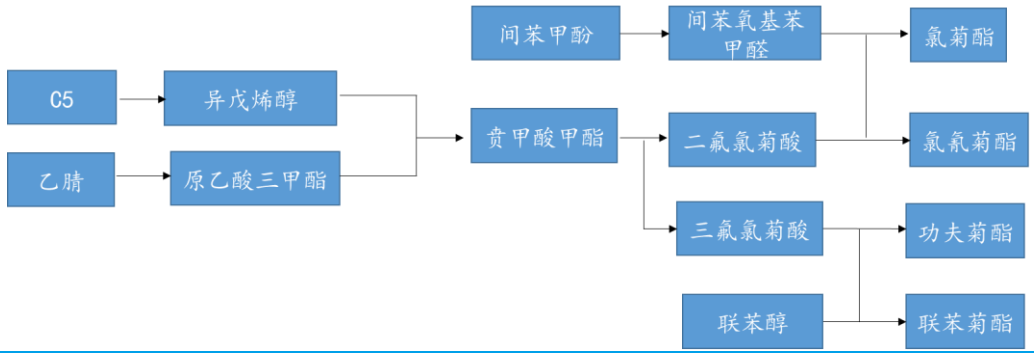
- **扬农化工技术领先、一体化产业链优势显著。**公司在布局产品之时，有效地实现各个产品线之间有机连接。菊酯方面，公司自配关键菊酯中间体贵亭酸甲酯、功夫菊酸、醚醛等，一方面保证了供应链的稳定性，另一方面通过技术延展和移植，设计出新的产品。麦草畏方面，公司采用对二氯苯工艺，与传统工艺相比，改工艺可以实现收率高、成本低，其原材料对二氯苯向集团采购，保证了原材料供应的稳定性。

图表 106：扬农化工麦草畏工艺路线与传统工艺比较



来源：CKNI，国金证券研究所

图表 107：扬农化工可通过主要中间体设计菊酯品种



来源：CKNI，国金证券研究所

- **长期看，扬农化工充分受益于中国化工、中化集团资产整合的协同。**中国化工、中化集团的农化资产注入先正达集团运营，集团体系的公司执行力和效率会进一步提升。先正达将凭借自身优秀的创新药研发能力和种子业务基础将提供创新药和种子业务的主要平台；扬农化工凭借生产制造和工程化能力将提供农药研发和生产的主要平台；安道麦作为全球领先的非专利药龙头，凭借丰富的渠道布局成为渠道和农服的主要平台。
- **优嘉项目投产，助力公司成长。**优嘉三期项目包括 11225 吨拟除虫菊酯类（含中间体）、50 吨噁虫酮、200 吨噻苯隆、2000 吨丙环唑、200 吨氟啶脲、500 吨高盖、1000 吨苯醚甲环唑等项目，优嘉三期完全达产后，公司菊酯龙头地位将进一步巩固。根据 2020 年半年报，优嘉三期项目目前建设进度已到 80%。此外，公司 2020 年 4 月公告优嘉四期投资计划，计划总投资 23.3 亿元建设 8510 吨杀虫剂、6000 吨除草剂、6000 吨杀菌剂和 500 吨增效剂项目。公司预计项目达产后将贡献营业收入 30.45 亿元，总投资收益率 23.8%，财务内部收益率（所得税后）19%。
- **公司产品价格处于相对底部位置，下行风险不大。**从销售均价看，2020 年 1-9 月份，公司杀虫剂销售均价 19.37 万元/吨，同比下滑 6.31%；除草剂销售均价 4.49 万元/吨，同比上升 1.14%。从产销情况看，杀虫剂产量 1.23 万吨，销量 1.23 万吨，产销率 99.9%；除草剂产量 3.72 万吨，销量 3.92 万吨，产销率 105%。杀虫剂主要产品功夫菊酯当前报价 17 万元/吨，联苯菊酯当前报价 19.3 万元/吨，价格处于历史相对底部区间；除草剂主要产品草甘膦当前报价 2.5 万元/吨。我们认为，公司主要杀虫剂和除草剂产品价格处于历史相对底部位置，未来下行空间不大。
- 我们预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 4.07 元和 4.67 元，当前市值对应 PE 为 29.4 和 25.7。

4.3.4、联化科技——医药中间体高速成长，农药进入繁荣发展新阶段

- **全球农药产业链价值重构，公司农药中间体业务进入发展新阶段。**伴随着农化巨头供应商的整合以及农化巨头对到期专利药的推广，代工环节市场空间有望不断增长。我们认为，随着江苏基地的逐步复产，公司农药业务业绩有望修复。从增量来看，当前下游核心客户对于联化的依赖性非常好，农化 CMO 业务市场空间约 500-600 亿，当前联化占比不到 5%，随着行业集中度提升，公司在山东德州基地和英国基地项目的建设投产，公司的农化业务有望实现持续增长。
- **医药业务高速成长。**2020 年上半年公司医药中间体业务实现营业收入 3.4 亿，同比增长 66.4%，医药中间体毛利率 43%，同比增长 15 个百分点。公司与核心客户的合作正在不断深化，并积极与新客户开展商务接洽，因此销售端增长迅速；由于生产及销售的扩大，规模化优势逐步凸显，并且公司的产品结构也有所优化，因此公司医药业务毛利率大幅增长。

图表 108：公司医药中间体合作数量不断增加

数量	2016	2017	2018	2019
其他临床阶段	38	41	45	36
临床 3 期阶段	27	31	31	28
商业化阶段	3	4	7	14

来源：联化科技公司公告，国金证券研究所

我们预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 0.46 元和 0.9 元，当前市值对应 PE 为 53.7 和 27.4。

4.3.3、中旗股份——不断成长的小而美公司

- **公司是细分农药领域的佼佼者。**中旗股份属于仿制类农化企业，主要开发专利到期的农药产品并迅速实现工业化生产抢占市场，目前公司的主要产品为除草剂和杀虫剂产品，除草剂主要产品氟吡氧乙酸、精噁唑禾草灵、异噁唑草酮、炔草酯产能在国内均排名第一，磺草酮产能在国内排名第二；杀虫剂主要产品噻虫胺、虱螨脲产能在国内排名第一。这些产品均有低毒高效的特点，符合行业未来发展趋势。
- **公司受益于跨国公司整合，淮北项目打开成长空间。**公司作为原陶氏益农供应商，随着科迪华对原陶氏杜邦供应商的整合，公司有望在科迪华获得更多订单。根据公司公告，目前公司在手订单饱满，且和国内多所大学展开合作开发项目，涉及新型农药产品及其他新产品。短期看，公司业绩随着南京基地和淮安基地的正常运营而步入正轨，长期看，公司在淮北基地规划 15500 吨新型农药原药及相关产品项目，投资额约 20 亿，淮北新型农药项目落地有利于公司进一步扩大产能，提升盈利能力，打开公司的成长空间。

图表 109：公司淮北基地未来成长确定性强

序号	产品	规模（吨/年）
一期产品		
除草剂	氯氟吡氧乙酸异辛酯	3000
	丙炔氟草胺	1000
杀虫剂	虱螨脲	3000
	螺虫乙酯	1000
二期产品		
除草剂	苯嘧磺草胺	1000
	苯唑草酮	500
	精噁唑甘草胺	1500
	异噁唑草酮	1000
	唑草酮	500
杀虫剂	噻虫胺	3000

来源：中旗股份公司公告，国金证券研究所

我们预测公司 2020-2021 年 EPS 分别为 1.68 元和 2.28 元，当前市值对应 PE 分别为 23.1 和 17。

4.4、消费升级带来投资机遇，看好代糖、人造肉、植物胶囊等行业发展

- 我国进入经济新常态后，投资增速回落，消费成为拉动经济增长的引擎。中国经济的快速发展使得社会财富和居民的整体收入大幅增加，个人及家庭财富的增长极大地提升了人们的消费意愿，居民消费将从生存型消费向享受、发展型消费转变，消费升级成为大趋势，看好代糖、人造肉、植物

胶囊等行业在消费升级背景下具备广阔发展空间。

4.4.1、金禾实业——消费升级叠加持政府推动，代糖行业进入高速发展期

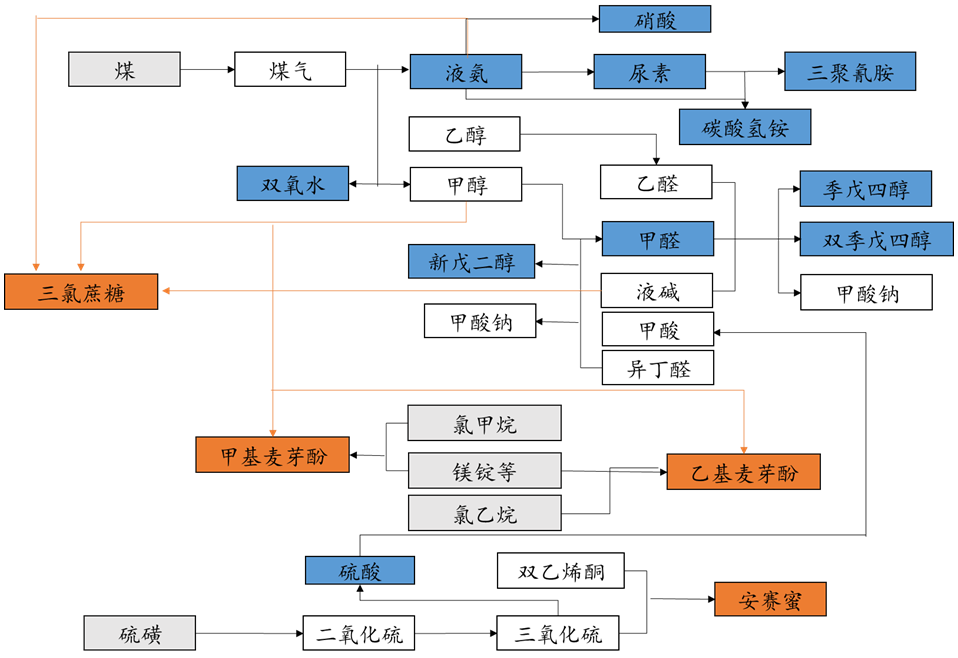
- **公众健康意识不断增强，加速蔗糖替代。**人的基本味感有苦、甜、酸、咸，甜味能给人带来愉悦，是人们最喜好的基本味感，常用来改善产品的可口性和风味。近年来高糖高能量饮食的过度摄入，对人们的健康产生不利影响，糖尿病、超重、肥胖比率及龋齿比率不断上升。根据国际糖尿病联盟（IDF）统计，2017 年全球糖尿病患者约有 4.25 亿人，11 个人中有 1 人患有糖尿病。预测到 2045 年，全球将会有 7 亿人患有糖尿病。随着健康饮食的兴起，并且疫情加速了全民健康消费意识的提升，消费者更倾向于无糖/低糖、低热量等健康食品饮料，我们看好消费市场升级将进一步提升对代糖产品的需求。

- **全球政策引导，推进代糖相关产业迅速发展。**多国目前已将降糖提升到国家强制管控层面，并逐步制定和颁布针对高糖领域食品的征税政策。2017 年 7 月，国务院办公厅发布了国民营养计划（2017-2030 年），其中提出“积极推进全民健康生活方式行动，广泛开展以‘三减三健’（减盐、减油、减糖，健康口腔、健康体重、健康骨骼）为重点的专项行动”，减糖已成为全球大趋势。

- 公司是甜味剂龙头企业，安塞蜜产能 12000 吨/年，全球市场占有率 60%以上；三氯蔗糖产能 3000 吨/年，目前全球排名第二，公司未来 5000 吨/年产能投产后，将成为三氯蔗糖全球龙头企业；麦芽酚产能 4000 吨/年，其中甲基麦芽酚市场占有率 70%，乙基麦芽酚市场占有率 50-60%；同时，公司自配安塞原材料双乙烯酮，三氯蔗糖原材料氯化亚砜，麦芽酚原材料糠醛，不断进行工艺优化，公司成本优势显著。

- 产品线上来看，公司各个产品线之间实现有机地连接，公司的基础化工产品甲醇、液氨、液碱可作为三氯蔗糖的原材料，甲醇可作为麦芽酚的原材料，且公司自配安赛蜜原材料双乙烯酮和三氧化硫。公司自配大宗原材料一方面保证了精细化工供应的稳定性，另一方面公司在各个产品生产线内部和相邻生产线之间进行技术革新实现节能降耗。此外，公司在生产中综合利用蒸汽、电力等辅助生产系统，降低生产成本，实现资源的综合利用。

图表 110：金禾实业产业链

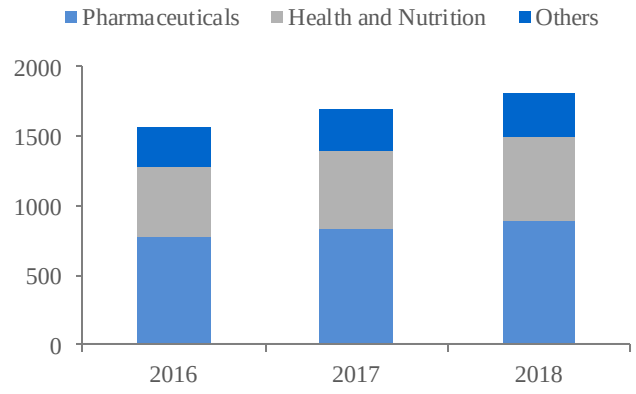


来源：国金证券研究所

4.1.2、山东赫达——纤维素醚应用领域不断拓宽，植物胶囊持续放量

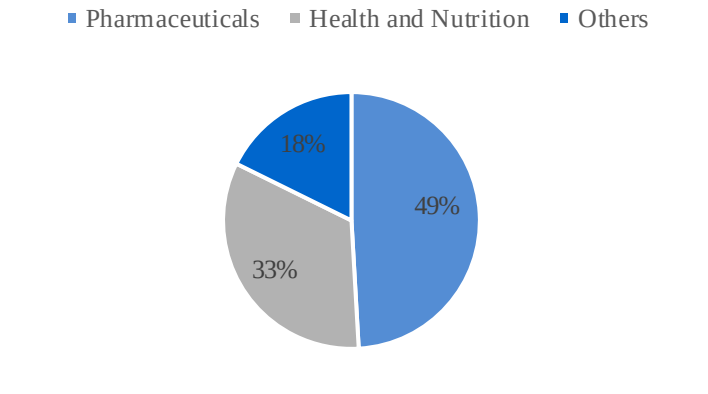
- 据 MarketResearchFuture 统计，2018 年全球胶囊市场空间达 18.13 亿美元，全球每年空心胶囊使用量大约 1 万亿粒，其中中国国内每年消费空心胶囊约 3000 亿粒，随着下游医疗健康、保健品产业的发展，预计 2018-2023 年全球胶囊行业年均复合增速达 7.23%。植物胶囊可以满足素食生活方式和客户的严格餐饮需求，其中 HPMC 胶囊已经被开发用于健康补品和营养食品，HPMC 胶囊 2019 年全球市场规模约 4.91 亿美元，消费量约 1400 亿粒，预计每年将以 20%左右的速度增长。

图表 111：全球胶囊市场保持高速增长（百万美元）



来源：MarketResearchFuture，国金证券研究所

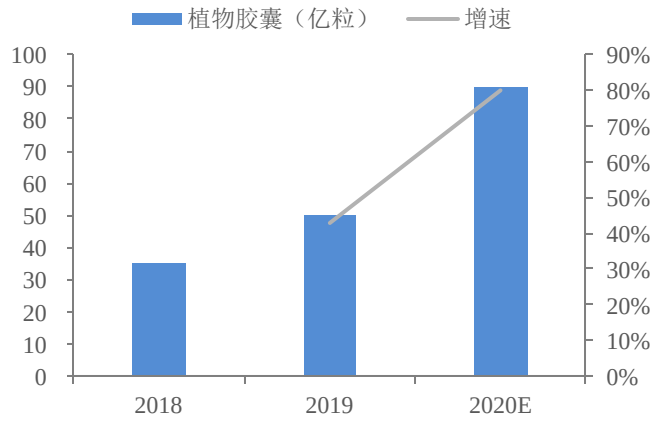
图表 112：胶囊主要用于医药和保健品



来源：MarketResearchFuture，国金证券研究所

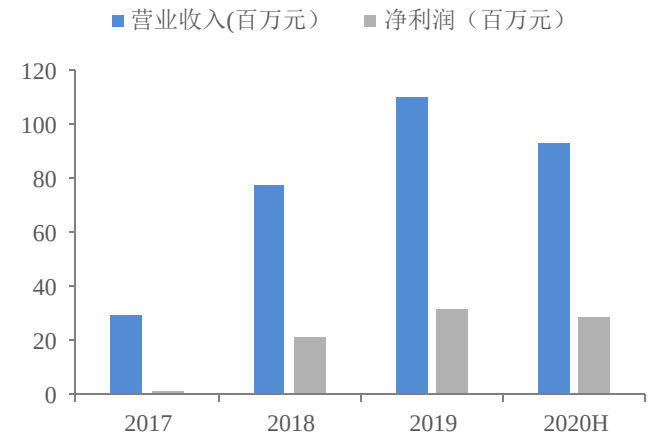
- 从产能情况来看，HPMC 胶囊的生产主要集中在欧洲、美国、印度和中国，目前瑞士 Lonza 公司的 Capsugel 占据了大部分市场份额，2018 年约为 45%，其次是印度 ACGAssociatedCapsules，约占 12.1%，目前植物胶囊的主要消费市场位于发达国家，北美和欧洲的消费占比合计超过 52%。
- **山东赫达是行业中唯一从上游纤维素醚做到植物胶囊产业链一体化的企业，成本、质量优势显著。**公司自 2010 年起对包括 HPMC 植物胶囊的生产技术原理、生产流程、工艺配方等技术进行研究，掌握了植物胶囊专用 HPMC 关键指标的控制点，医药级 HPMC 是生产 HPMC 植物胶囊的主要原料之一，占 HPMC 植物胶囊生产原料的 90%以上，制成的 HPMC 植物胶囊具有安全卫生、适用性广、无交联反应风险、稳定性高等优势。与竞争对手相比，公司自配原材料医药级纤维素醚，具有一定的成本优势。子公司赫尔希胶囊主要负责植物胶囊的销售，其销售额由 2017 年 2943 万增长至 2019 年 1.09 亿元，2020 年上半年公司植物胶囊销售收入达到 9347 万，同比增长 64%。**植物胶囊是公司未来重点发展的产品，目前公司植物胶囊产能 90 亿粒/年，2022 年预计产能将翻倍达到 200 亿粒/年，2025 年左右计划扩建产能至 500 亿粒/年。我们认为，随着公司植物胶囊产能的扩张，公司的植物胶囊业务有望实现快速增长。**

图表 113：植物胶囊销量及增速（亿粒）



来源：山东赫达公司公告，国金证券研究所

图表 114：子公司赫尔希胶囊收入及净利润（百万元）



来源：山东赫达公司公告，国金证券研究所

图表 115：建议关注重点公司

选股逻辑	公司	驱动因素	EPS		PE	
			2020E	2021E	2020E	2021E
龙头企业核心价值凸显	华鲁恒升	新型煤化工企业，具备一体化及成本优势，第二基地建设破除发展瓶颈	1.23	1.6	28.23	21.70
	万华化学	一体化布局相对完整，具有原料优势，聚氨酯行业集中度高，延伸发展石化及精细化工项目	2.72	4.16	30.08	19.67
供应链国产化或需求提升	回天新材	胶黏剂市场空间巨大，行业重心向亚太转移，公司整体通过华为认证，消费电子放量，传统业务跟随下游发展；	0.56	0.7	25.52	20.32
	光威复材	技术革新推动成本下降，产业化进程加速，碳纤维行业龙头企业，全产业链布局，技术优势和客户资源显著	1.25	1.59	63.83	50.32
	普利特	车用改性塑料业绩拐点显现，LCP 市场空间大，有望率先国产突破	0.58	0.59	25.86	25.42
	利安隆	下游烯烃投产带来需求增长，公司具有客户优势，产能扩产带来收入和业绩增长，外延润滑油添加剂行业	1.63	2.17	26.75	20.09
政策推动需求提升	龙蟠科技	车用尿素龙头，市场空间大，具有品牌和渠道优势，积极扩产把握行业发展机遇	0.68	0.96	39.24	27.79
	奥福环保	蜂窝陶瓷载体领先企业，国六技术获得突破，积极扩产把握行业发展机遇，加快客户认证助力产品放量	1.09	1.71	62.16	39.62
农化行业集中度提升	扬农化工	技术领先、一体化产业链优势显著，受益于中国化工、中化集团资产整合，优嘉项目助力公司成长	4.07	4.67	29.43	25.65
	联化科技	全球农药产业链价值重构，公司农药中间体业务进入发展新阶段，医药业务高速成长	0.46	0.9	53.70	27.44
	中旗股份	细分农药领域的佼佼者，受益于跨国公司整合，淮北项目打开成长空间	1.68	2.28	23.11	17.03
消费升级	金禾实业	甜味剂行业空间大，公司龙头收益，消费属性估值提升，一体化产业链及成本优势构筑壁垒，新产能放量业绩增加	2.45	19.73	14.9	13.84
	山东赫达	国内纤维素醚龙头，植物胶囊高速增长，医药、食品级纤维素醚持续渗透，建材级纤维素醚下游客户集中度提升	1.49	1.93	25.02	19.32

来源：Wind，国金证券研究所

五、风险提示

- **疫情反复对细分领域的行业冲击：**目前海外经历“二次疫情”，若疫情变化或反复，将一定程度上影响个别地区的供给及需求，由于全球产业链一体化布局，若终端需求仍然受到较大影响，或将对下游需求产生持续影响，进而形成产业链延伸效应；
- **原油价格剧烈波动：**原油是多数化工产品的源头，原油价格的剧烈波动会对延伸产业链产生较大的联动影响；
- **贸易政策变动影响产业布局：**产业全球化发展持续推进，中国同其他国家的贸易相关政策会极大影响产业链布局和进出口变化，对相关产品的投资和生产、销售产生影响。

公司投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在-5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

行业投资评级的说明：

买入：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 15%以上；
增持：预期未来 3—6 个月内该行业上涨幅度超过大盘在 5%—15%；
中性：预期未来 3—6 个月内该行业变动幅度相对大盘在-5%—5%；
减持：预期未来 3—6 个月内该行业下跌幅度超过大盘在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，任何机构和个人均不得以任何方式对本报告的任何部分制作任何形式的复制、转发、转载、引用、修改、仿制、刊发，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。证券研究报告是用于服务具备专业知识的投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议获取报告人员应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

此报告仅限于中国大陆使用。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳市福田区中心四路 1-1 号嘉里建设广场 T3-2402