继续拥抱顺周期，布局优质赛道龙头

—2021 年基础化工行业年度投资策略

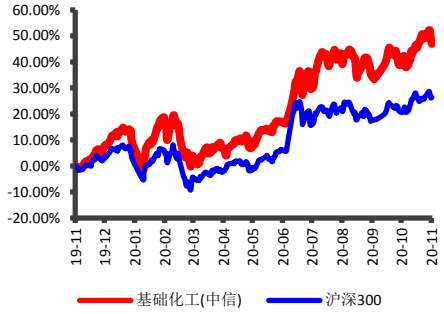
中性 ——维持

日期：2020 年 11 月 26 日

行业：基础化工

分析师： 洪麟翔
Tel： 021-53686178
E-mail： honglinxiang@shzq.com
SAC 证书编号：S0870518070001

近 12 个月行业指数与沪深 300 比较（截止至 2020 年 11 月 25 日）



报告编号： HLX20-HG-07

相关报告：

■ 主要观点

我们的投资主线分为顺周期核心资产及优质赛道两条主线。顺周期核心资产重点关注 α 属性强的龙头企业、β 改善的化纤、炭黑等领域及油价中枢提升受益的烯烃龙头；优质赛道主要聚焦近消费端及国产替代空间较大领域。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

疫情影响消退，行业库存去化良好

行业业绩方面，基础化工行业营收及利润总额受 COVID-19 影响，在 2020Q1 季度有大幅下滑，随着国内疫情得到较好控制，累计业绩同比降幅大幅缩窄，呈现深 V 反转。**从行业存货情况来看**，从行业存货情况来看，化学原料制造业库存去化较好，尽管产品价格环比有所回升，但库存仍持续下降，其中化学原料制造业行业库存为近三年来低位，有望在未来 1-2 年进入新一轮补库存周期。**化工品价格方面，**2020 年初受 COVID-19 全球爆发影响，国际原油与大宗化工品价格再度暴跌。进入 5 月，国内疫情影响基本消退，原油价格底部回升，国内大宗品价格先后出现恢复，中国化工产品价格指数（CCPI）逐步提升，但截至 9 月初仍为 2016 年以来底部。Q4 季度以来，受全球化工品库存持续下滑，海外需求逐步回暖及疫苗研发进程良好等因素刺激，化工品价格逐步回暖，且部分海外订单回流国内造成了一些行业短暂的供需失衡，进一步加速了化工品价格回暖，CCPI 指数开始大幅提升。

顺周期核心资产：β 改善趋势不改，龙头 α 属性凸显

基于通胀预期强、行业 β 趋势向好、龙头 α 属性优异及行业及化工材料行业的发展大周期，我们建议关注顺周期中 α 属性强的龙头企业（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利、三友化工等），β 改善的化纤板块（桐昆股份、新凤鸣、华峰氨纶等）、炭黑行业（黑猫股份等），油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源、卫星石化等）。**重点关注万华化学、华鲁恒升、龙蟒佰利。**

优质赛道龙头：顺应趋势改变，关注国产替代空间

我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在近消费端及新型材料等领域。从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长，β 比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，标的：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，标的：珀莱雅、科思股份等）、化工品物流（危化品运输专业化趋势及政策趋严，标的：密尔克卫等）、胶粘剂（国产替代提速，标的：回天新材、硅宝科技等）、特种表面活性剂（国产替代提速，国内消费市场增量空间大，

标的：皇马科技）、碳纤维（国产突破型号增多，民用提速，标的：光威复材、中简科技等）、半导体材料（化学耗材到物理耗材逐步突破，晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等）、尾气处理材料等（国六标准实施，标的：万润股份、奥福环保等）。**重点关注金禾实业、皇马科技、光威复材。**

■ 风险提示

原油价格出现大幅波动；下游需求不振；化工企业重大安全事故及环保事故；政策出现变动；系统性风险。

重点推荐股票业绩预测（截止 2020 年 11 月 25 日）：

代码	股票	股价	EPS			PE			PB	投资评级
			2019A	2020E	2021E	2019A	2020E	2021E		
600309	万华化学	84.18	3.23	2.42	3.52	26.1	34.8	23.9	6.0	谨慎增持
600426	华鲁恒升	36.1	1.51	1.27	1.52	23.9	28.4	23.8	3.9	增持
002601	龙蟒佰利	32.65	1.29	1.48	1.81	25.3	22.1	18.0	4.7	增持
002597	金禾实业	34.91	1.43	1.45	1.82	24.4	24.1	19.2	4.2	增持
603181	皇马科技	20.33	0.63	0.78	1	32.3	26.1	20.3	4.7	未评级
300699	光威复材	68.19	1.01	1.31	1.58	67.5	52.1	43.2	10.1	谨慎增持

数据来源：wind 上海证券研究所

注：皇马科技 2020E、2021E 数据为 wind 一致预期

目 录

一、化工行业概况 6
1.1 疫情影响消退，行业库存去化良好 6
1.2 原油：油价中枢中短期上移确定性高 7
1.3 化工品：价格陆续回暖 8
1.4 基础化工行业市场走势强劲 10
二、投资策略：继续拥抱顺周期，布局优质赛道龙头 12
2.1 顺周期核心资产：β 改善趋势不改，龙头 α 属性凸显 12
2.1.1 顺周期核心逻辑 12
2.1.2 部分顺周期行业梳理 16
2.2 精选优质赛道：顺应趋势改变，关注国产替代空间 20
2.2.1 代糖（高倍甜味剂） 20
2.2.2 日化（化妆品） 21
2.2.3 化工品物流 23
2.2.4 胶粘剂 23
2.2.5 特种表面活性剂 25
2.2.6 碳纤维 25
2.2.7 半导体材料 27
2.2.8 尾气处理材料 27
三、重点关注公司 28
3.1 万华化学 28
3.2 华鲁恒升 29
3.3 龙蟒佰利 29
3.4 金禾实业 30
3.5 皇马科技 31
3.6 光威复材 31
四、总结 32
五、风险提示 32

图 表

图 1 历年基础化工行业营收同比增速示意图 6
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图 6
图 3 历年基础化工行业库存示意图 7
图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图 8
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图 9
图 6 价格较 2020 年初涨幅居前产品示意图 9
图 7 价格较 19 年同期涨幅居前产品示意图 10
图 8 2020 年初至今 A 股基础化工板块表现 11
图 9 A 股行业估值情况 11
图 10 历年 PPI 同比（当月）示意图 13
图 11 近年 LME 铜期货走势 13
图 12 部分顺周期龙头企业 ROE 及 PB 情况 14
图 13 我国历年地产、基建投资额增速示意图 15
图 14 我国历年汽车月销量示意图 15
图 15 我国历年纺织服装出口同比增速示意图 15
图 16 历年我国 PMI 及摩根大通全球 PMI 示意图 15
图 17 历年国内钛白粉产能示意图 16
图 18 历年国内钛白粉行业开工率示意图 16
图 19 历年钛白粉价格示意图 17
图 20 国内企业 MDI 产能占比示意图 17
图 21 历年国内 MDI 行业开工率示意图 17
图 22 国内 MDI 下游市场拆分示意图 18
图 23 历年国内 MDI 价格走势示意图 18
图 24 历年国内炭黑产量及增速示意图 18
图 25 历年国内炭黑行业开工率示意图 18
图 26 国内炭黑行业库存示意图 19
图 27 历年炭黑 N220 河北地区价格示意图 19
图 28 历年国内氨纶产量及增速示意图 19
图 29 国内主要氨纶生产企业产能占比示意图 19
图 30 国内氨纶行业库存示意图 20
图 31 历年氨纶 20D 产品价格示意图 20
图 32 安赛蜜市场格局示意图 21
图 33 三氯蔗糖市场格局示意图 21
图 34 历年全球化妆品市场规模示意图 22
图 35 全球化妆品消费结构示意图（2019 年） 22
图 36 历年我国化妆品零售总额及增速示意图 22
图 37 全球多国人均化妆品消费额示意图（2019 年） 22
图 38 历年我国化工物流行业市场规模示意图 23
图 39 我国化工物流模式拆分示意图（2019 年） 23
图 40 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图 24
图 41 胶粘剂下游细分市场示意图 24
图 42 历年我国表面活性剂销量示意图 25
图 43 历年我国表面活性剂进出口量示意图 25

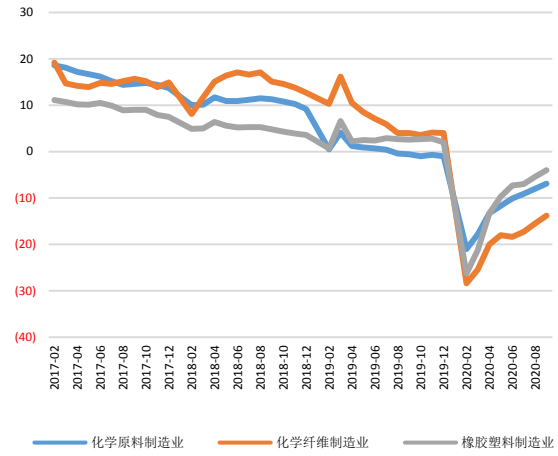
图 44 碳纤维产业链示意图 26
图 45 全球小丝束碳纤维产能占比示意图 26
图 46 全球大丝束碳纤维产能占比示意图 26
图 47 历年全球半导体产业市场规模示意图 27
图 48 历年我国集成电路制造业销售额示意图 27

一、化工行业概况

1.1 疫情影响消退，行业库存去化良好

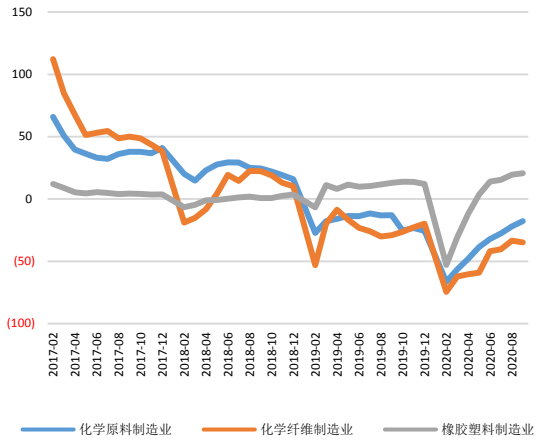
化学原料制造业、化学纤维制造业、橡胶塑料制造业营收及利润总额受 COVID-19 影响，在 2020Q1 季度有大幅下滑，随着国内疫情得到较好控制，累计业绩同比降幅大幅缩窄，呈现深 V 反转。据 wind 数据统计，截止 2020 年 9 月，橡胶塑料制造业累计利润总额同比增长 20.60%，已经自 5 月起连续实现正增长，化学原料制造业、化学纤维制造业利润总额降幅缩窄至 6.90%和 13.80%，逐月好转。

图 1 历年基础化工行业营收同比增速示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

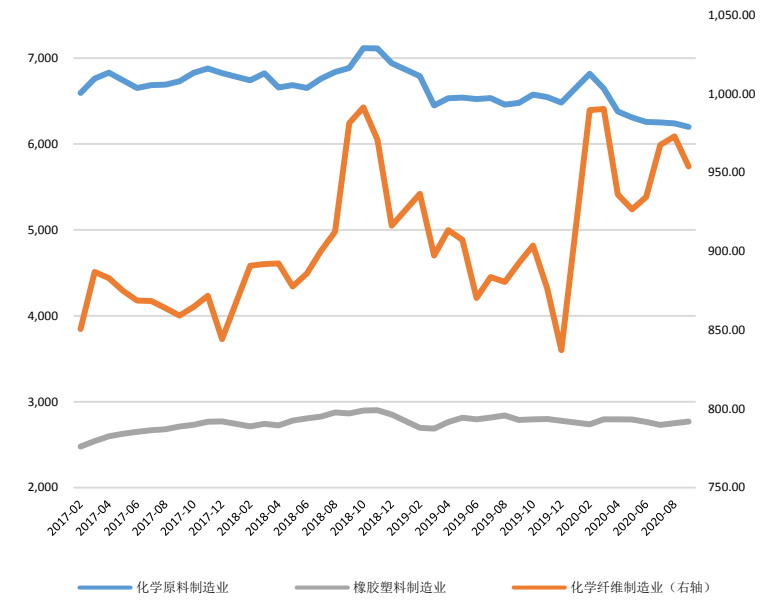
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图



数据来源：Wind 上海证券研究所

从行业存货情况来看，化学原料制造业及橡胶塑料制造业行业库存近几个月来有所下滑，尤其是原料制造业行业库存去化较好，尽管近期产品价格有所回升，但库存仍持续下降，其中化学原料制造业行业库存为近三年来低位，有望在未来 1-2 年进入新一轮补库存周期。化学纤维制造业行业库存受行业内产能集中扩张及需求受阻等因素影响有所反弹，但 9 月份开始也出现下降。

图 3 历年基础化工行业库存示意图



数据来源：wind 上海证券研究所

1.2 原油：油价中枢中短期上移确定性高

近期国际油价中枢维持在 40-45 美元之间波动。尽管供给端收缩持续进行，钻井开工及美油库存情况同比好转，伊朗等受制裁区域出口持续受影响，但近期钻井开工环比有所增加，且受 COVID-19 全球二次高峰影响，需求端恢复受阻，道路、航空等运输燃料需求疲软，制约油价进一步上行。近期，辉瑞疫苗传来好消息，我们认为多项疫苗项目均在加速推进，疫情全球领域内得到有效控制的时间越来越近，对于原油需求端预期会有所好转，至暗时刻即将过去。尽管新能源的崛起将对原油需求端造成一定影响，但明年维度来看，油价中枢上移仍然是大概率事件。我们预计油价上行空间有限，油价中枢或在 40-50 美元区间波动。

相关数据：

美国信息能源署(EIA)公布的数据显示，截至 11 月 13 日当周，原油库存增加 76.8 万桶，市场预期增加 160 万桶，前值增加 427.7 万桶。汽油库存增加 261.1 万桶，预期增加 80 万桶，前值为减少 230.9 万桶。精炼油库存实际公布减少 521.7 万桶，预期减少 150 万桶，前值减少 535.5 万桶。

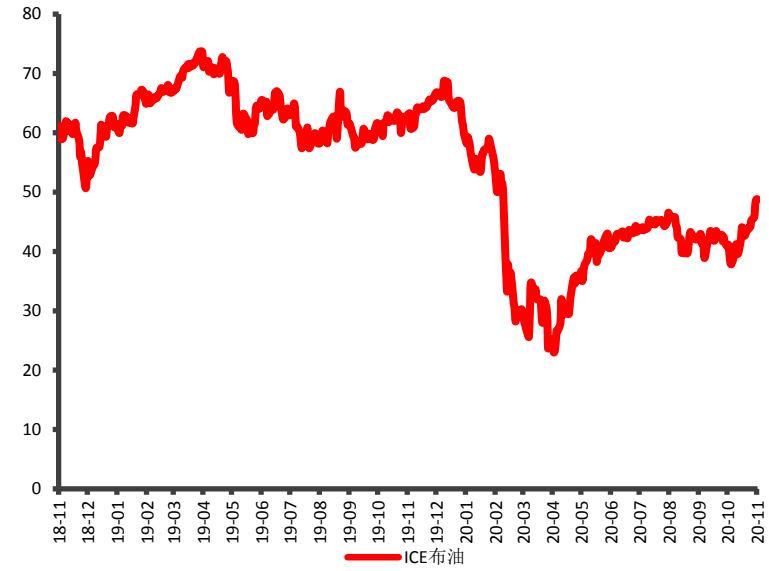
美国石油协会(API)公布的数据显示，截至 11 月 13 日当周 API 原油库存增加 417.4 万桶，预期增加 195 万桶，前值减少 514.7 万桶；汽油库存增加 25.6 万桶，预期增加 45 万桶，前值减少 329.7 万桶；精炼油库存减少 502.4 万桶，预期减少 135 万桶，前值减少 561.9 万桶，API 精炼油库存变化值连续 10 周录得减少。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)公布的数据显示，截至

11 月 13 日当周，石油钻井总数增加 10 座至 236 座；天然气钻井总数增加 2 座，至 73 座；总钻井数保持增加 12 座，为 312 座。总数连续八周录得增长，创下 5 月以来最高水平。

OPEC 组织 10 月月报显示，OPEC 将 2020 年全球原油需求预期下调 96 万桶/日，预计 2020 年全球原油需求增速为-975 万桶/日，前值为-947 万桶/日。同时还下调了 2021 年全球原油需求预测，运输燃料需求将疲弱至明年第一季度，预计 2021 年全球原油需求增速为 625 万桶/日，前值为 654 万桶/日。欧佩克预计 2020 年全球经济将萎缩 4.3%，此前预期为萎缩 4.1%；预计 2021 年全球经济增长预期为 4.4%，此前为 4.5%。

图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图

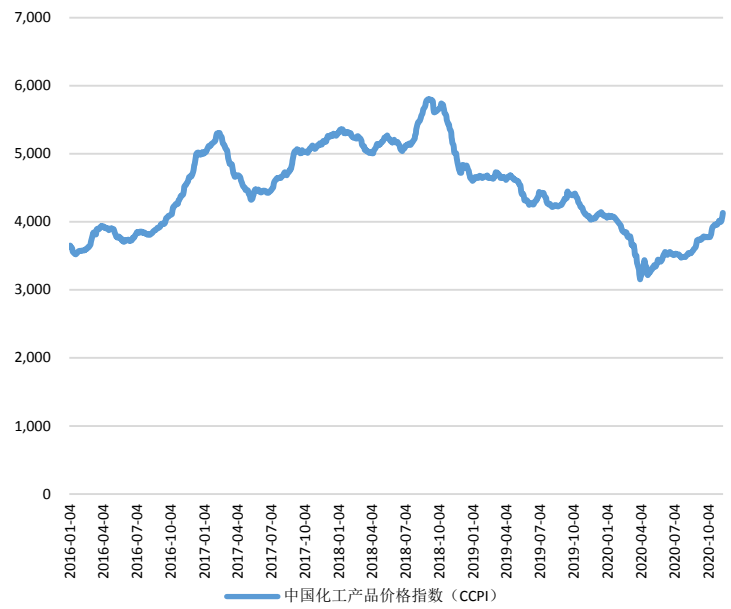


数据来源：wind 上海证券研究所

1.3 化工品：价格陆续回暖

受全球宏观经济增速下行及新一轮产能扩张周期影响，大宗化工品价格自 19 年起持续下行，并在 2020 年初受 COVID-19 全球爆发影响，国际原油与大宗化工品价格再度暴跌。进入 5 月，国内疫情影响基本消退，原油价格底部回升，国内大宗品价格先后出现恢复，中国化工产品价格指数（CCPI）逐步提升，但截至 9 月初仍为 2016 年以来底部。Q4 季度以来，受全球化工品库存持续下滑，海外需求逐步回暖及疫苗研发进程良好等因素刺激，化工品价格逐步回暖，且部分海外订单回流国内造成了一些行业短暂的供需失衡，进一步加速了化工品价格回暖，CCPI 指数开始大幅提升。

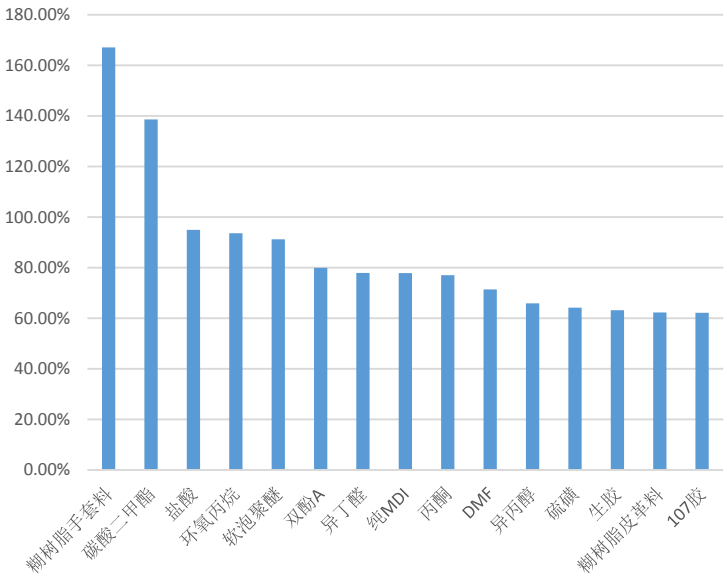
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

据百川盈孚统计，171 种化工品中较年初上涨的品种有 98 个，涨价品种数量环比大幅增加，其中涨幅超过 20%的有 56 个，PVC 糊树脂、碳酸二甲酯、盐酸、环丙-聚醚产业链、双酚 A 等品种涨幅居前；同比跌幅超过 10%的品种达到 43 个，跌幅超过 20%的有 24 个，泛酸钙、2%生物素、甲苯、二甲苯、PX-PTA-聚酯切片等产品跌幅居前。

图 6 价格较 2020 年初涨幅居前产品示意图

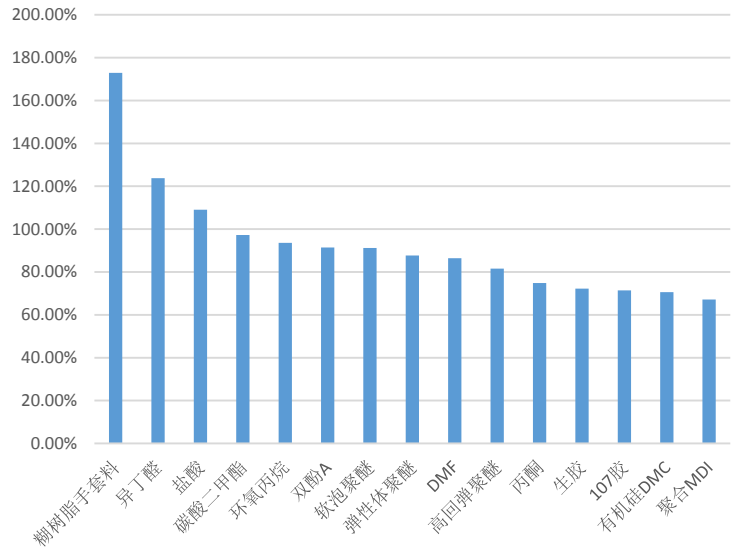


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

与 2019 年同期相比，价格上涨的品种有 94 个，环比大幅提升，PVC 糊树脂、异丁醛、盐酸、碳酸二甲酯、环丙-聚醚产业链、双

酚 A 等涨幅居前，涨幅超过 20%的有 57 个品种；跌幅超过 20%的有 22 个品种，其中泛酸钙、二甲苯、甲苯、叶酸、PX-PTA-聚酯切片、烧碱等产品跌幅居前。

图 7 价格较 19 年同期涨幅居前产品示意图



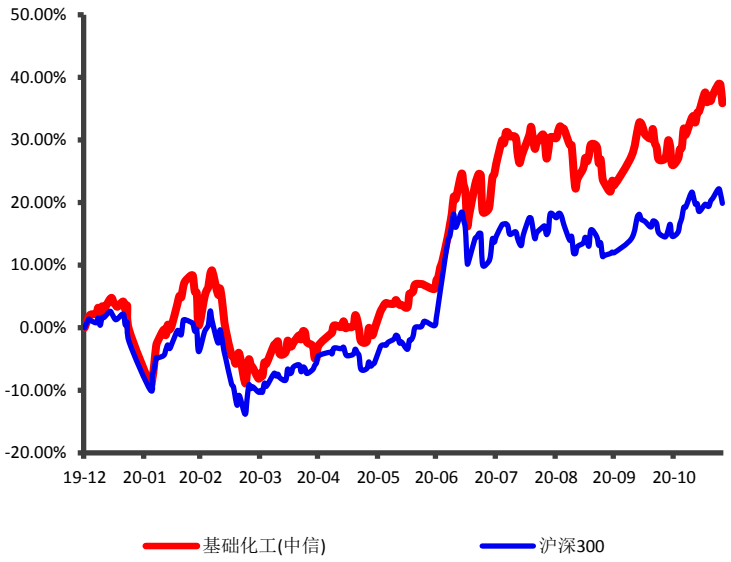
数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

我们之前预期的油价底部回升及大宗品价格中枢上移已经逐步兑现，周期复苏正在进行，尤其是进入 7,8 月以来，MDI、TDI、钛白粉、石化产品、基础大宗品等多个产品价格相继回暖，行业库存去化较好，并且海外疫情仍然严重，导致部分行业容易出现不可抗力，中短期内对国内产能有利，能够有效缓解供给端开工程度好于需求端的情况。我们预计明年油价中枢大概率上移将进一步促进化工品价格中枢上移，尽管部分产品受供需短暂失衡影响，上涨幅度较大，但即使供需格局恢复，也不会再回到前两年的历史低位价格，整体行业盈利能力将有所提升。

1.4 基础化工行业市场走势强劲

从 2020 年年初至今，基础化工板块跑赢沪深 300 指数，尤其是 6 月中旬之后，受市场风格转换、周期复苏等影响，行业指数大幅领先沪深 300 指数。个股方面，金力泰、天赐材料、德方纳米、龙蟠科技、容大感光、上海天洋、润禾材料、道恩股份、三棵树、东材科技涨幅居前，涨幅分别为 300.10%、299.58%、175.81%、169.71%、161.67%、157.00%、148.36%、147.73%、146.59%、145.10%。民爆、锂电材料、顺周期板块涨幅较大。

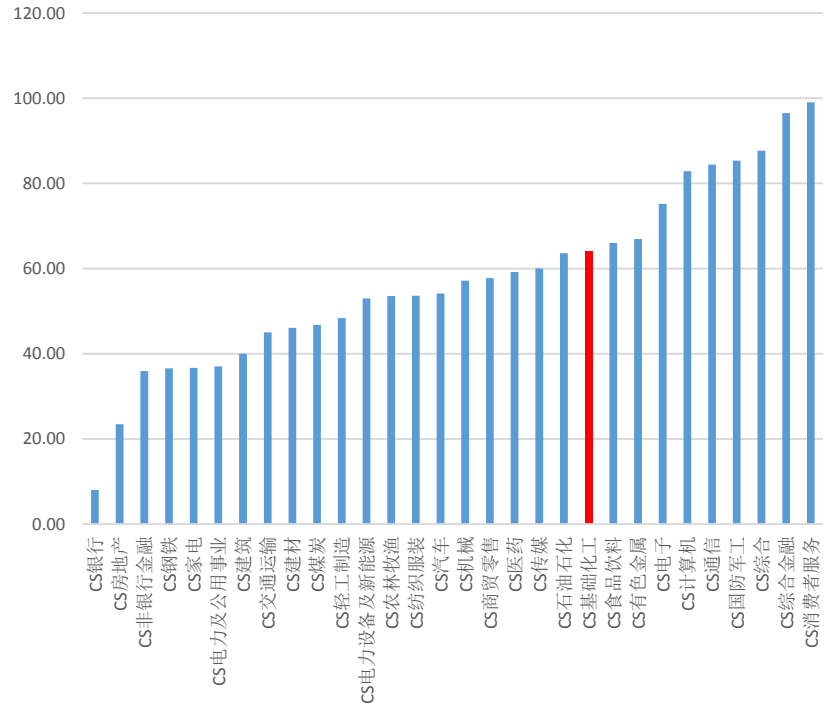
图 8 2020 年初至今 A 股基础化工板块表现



数据来源：wind，上海证券研究所

从估值上看，基础化工 PE（TTM）为 69.4 倍（剔除负值后为 64.0 倍），PB 值为 4.1 倍，均处于历史较高位置。从行业比较来看，基础化工行业属于估值属于中上位置（30 个行业从低到高排 21）。

图 9 A 股行业估值情况



数据来源：wind，上海证券研究所

二、投资策略：继续拥抱顺周期，布局优质赛道龙头

顺周期核心资产：基于通胀预期强、行业β趋势向好、龙头α属性优异及行业及化工材料行业的发展大周期，我们建议关注顺周期中α属性强的龙头企业（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利、三友化工等），β改善的化纤板块（桐昆股份、新凤鸣、华峰氨纶等）、炭黑行业（黑猫股份等），油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源、卫星石化等）。

优质赛道龙头：从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长，β比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，龙头：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，龙头：珀莱雅、科思股份等）、化工品物流（危化品运输专业化趋势及政策趋严，龙头：密尔克卫等）、胶粘剂（国产替代提速，龙头：回天新材、硅宝科技等）、特种表面活性剂（国产替代提速，国内消费市场增量空间大，龙头：皇马科技）、碳纤维（国产突破型号增多，民用提速，龙头：光威复材、中简科技等）、半导体材料（化学耗材到物理耗材逐步突破，龙头：晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等）、尾气处理材料等（国六标准实施，龙头：万润股份、奥福环保等）。

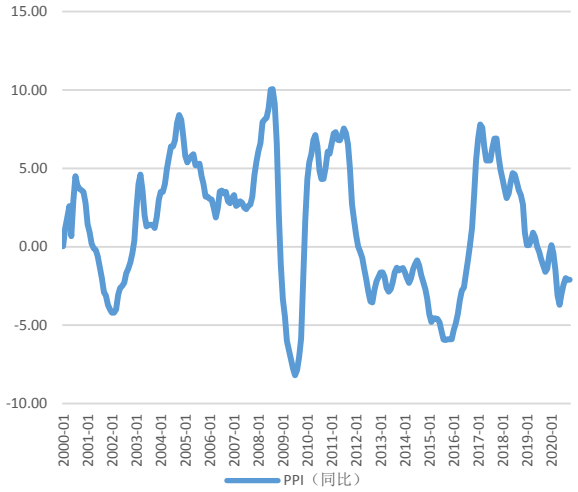
2.1 顺周期核心资产：β改善趋势不改，龙头α属性凸显

目前化工品多数处于景气回升期，化工股受到的市场关注度也逐步提升，也符合我们秋季策略中顺周期迎来春天的观点。尽管近期顺周期标的的涨幅较大，但我们依然看好顺周期龙头的后期走势。

2.1.1 顺周期核心逻辑

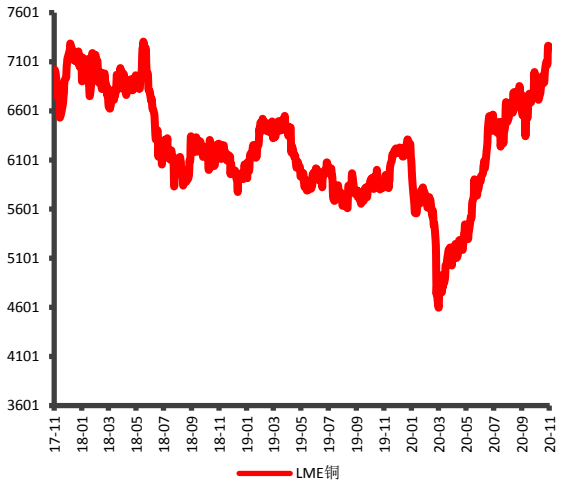
（1）**通胀预期强：**原材料Q2之后开始出现反弹，尤其是Q3季度铜、铝、锌等有色期货再度上行，原油价格近期再度上涨，明年油价中枢大概率上移。市场对于通胀的预期日趋强烈，PPI 有望出现快速提升。

图 10 历年 PPI 同比（当月）示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

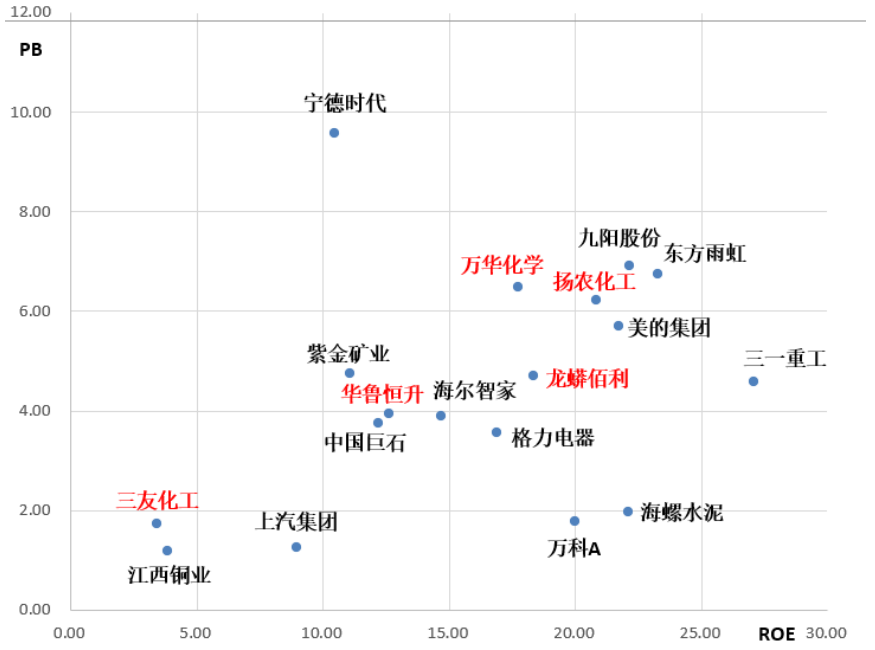
图 11 近年 LME 铜期货走势



数据来源：wind，上海证券研究所

（2）国内化工龙头 α 属性强：国内化工行业已经从无序发展进入到规范化发展阶段，在环保及安全生产要求提升、园区整改升级、退城入园等政策刺激下，基础化工行业近几年来频频出现业内洗牌，技术落后及规模较小企业陆续退出，龙头企业主动提升资本开支，扩张产能填补空缺产能，行业集中度持续提升，白马龙头成长性较好。并且我们认为成本及费用控制、产品核心竞争力、稳定生产能力等都将会在持续进行的行业洗牌中决定企业的发展状态，因此，具备产业链一体化优势、工艺优化及低成本新路线、高质量产品的龙头企业将进一步提升市场份额，强者恒强格局将进一步显现。从估值来看，化工龙头企业尽管经过今年的估值提升，但目前 ROE 受产品价格提升尚未体现等影响，ROE 仅为历年中等偏低水平，仍有提升空间，因此当下估值情况仍然有提升空间。

图 12 部分顺周期龙头企业 ROE 及 PB 情况

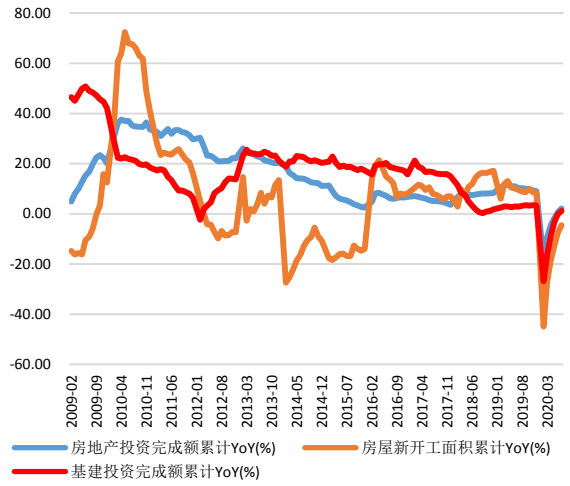


数据来源：wind，上海证券研究所

注：ROE 为 wind 一致预期 2020 年平均值

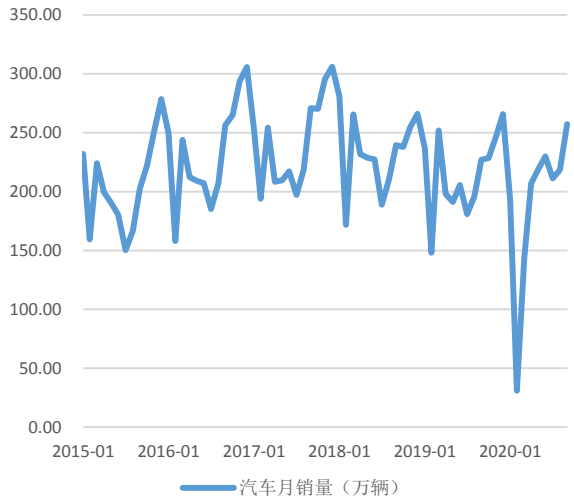
（3）β 改善，多数产品价格仍有提升空间：从产品价格来看，目前包括 MDI、有机硅、双酚 A 等产品价格已经走出了和油价明显背离的拉涨走势，海外供给的收缩、国内库存持续降低、供需短暂失衡等是主要原因。而油价相关性较强的产品多数仍处于底部回暖初期，随着油价中枢的上移，仍有较大提升空间，尤其是煤化工相关领域等。此外，国内需求自国内疫情控制之后已经逐步复苏，供需磨合较好，而海外供给端收缩较为严重，导致部分产品进口受到影响，从而出现了行业整体库存连续下滑的情况。近期，部分海外订单回流使得国内需求端再度迎来增量，对纺服、小家电等行业上游原材料氨纶、涤纶、粘胶、染料、印染、硅油等产业链有阶段性的价格支撑动力。

图 13 我国历年地产、基建投资额增速示意图



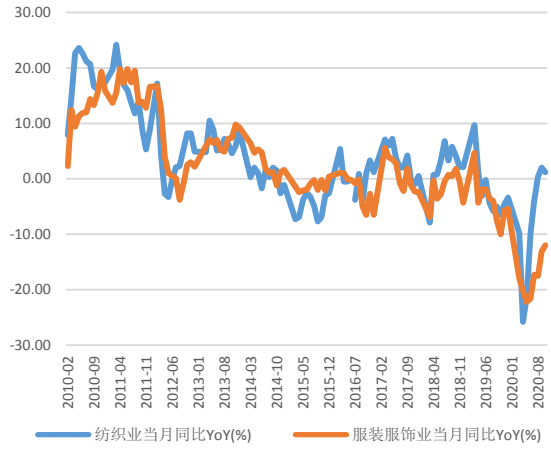
数据来源：wind，国家统计局，上海证券研究所

图 14 我国历年汽车月销量示意图



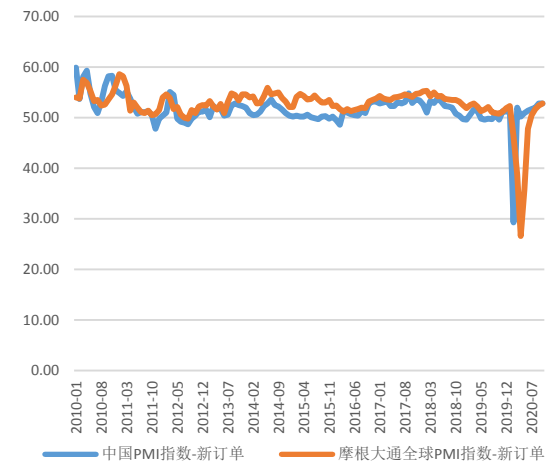
数据来源：wind，中汽协，上海证券研究所

图 15 我国历年纺织服装出口同比增速示意图



数据来源：wind，国家统计局，上海证券研究所

图 16 历年我国 PMI 及摩根大通全球 PMI 示意图



数据来源：wind，上海证券研究所

（4）碳中和大逻辑的长期影响：习主席在 2020 年 9 月 22 日的第七十五届联合国大会上发表重要讲话，宣布二氧化碳排放力争 2030 年前达到峰值，努力争取 2060 年前实现碳中和。要实现这一目标，国内的能源结构将有一轮大调整，目前我国化石能源消费比重占比超过 80%，石油、煤炭等在能源消费中的占比下降将使得降低的部分用途发生改变，转变为石油化工、煤化工的原材料，这也将使得有机材料的全产业链得到长足发展，在这一过程中，持续提供资本开支的产业链一体化龙头将会拥有更高的成长性及市值预期。

顺周期小结：

我们持续推荐顺周期中 α 属性强的龙头企业（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利、三友化工等），β 改善的化纤板块（桐昆股份、新凤鸣、华峰氨纶等）、炭黑行业（黑猫股份等），油价中

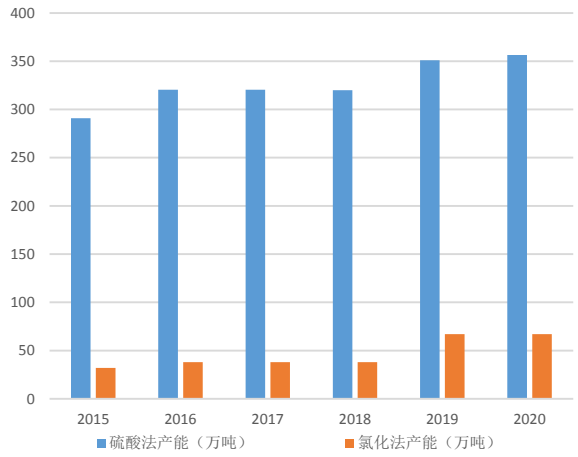
枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源、卫星石化等）。

2.1.2 部分顺周期行业梳理

■ **钛白粉：**

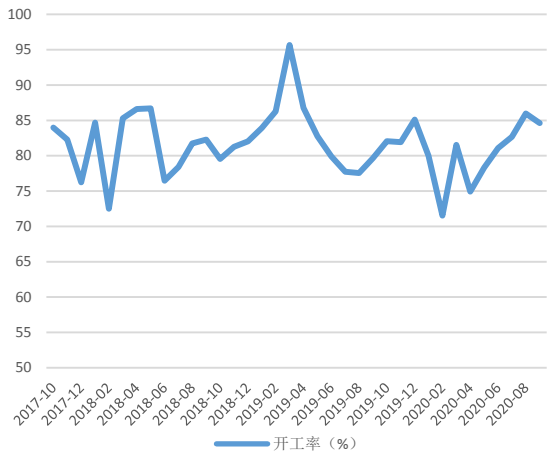
钛白粉（二氧化钛）供给端方面，海外以氯化法为主，国内受核心技术及设备影响，仍以硫酸法为主，但目前龙蟒佰利、宜宾天原等已经开始逐步采用氯化法产线。全球范围来看，钛白粉主要供应商的市占率较高，科慕、科斯特、亨斯迈、龙蟒佰利、康斯诺、特诺占据了全球六成左右产能，供给格局相对较为稳定，随着国内氯化法产能逐步提升，规模效应逐步显现，国产产品核心竞争力有望进一步增强。2019 年国内氯化法钛白粉产能达到 67 万吨，产能占比超过 15%。行业整体开工率维持在 80%附近波动，2020 年初受疫情影响有短期下滑，目前恢复至 84.61%，处于历史中位偏上。

图 17 历年国内钛白粉产能示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

图 18 历年国内钛白粉行业开工率示意图

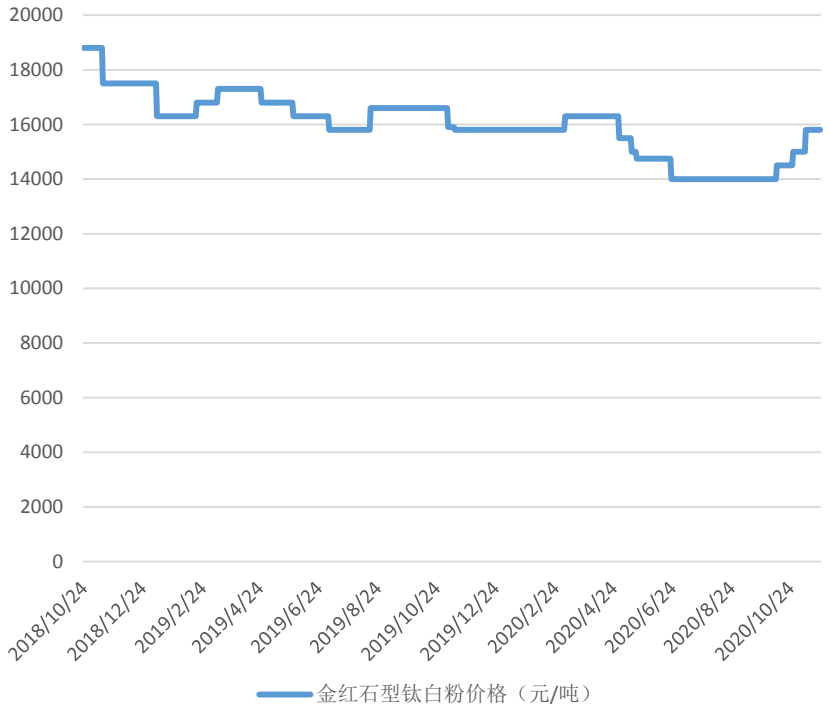


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

钛白粉下游主要应用领域为涂料、塑料、造纸、橡胶等领域，其中涂料约占 60%（地产 40%，汽车 20%）、塑料约占 20%、造纸约占 10%。主要下游应用中，房地产受疫情影响，在 2020 年 Q1 季度有大幅下滑，目前处于复苏期，尽管开工增速难以复制前十年的高速增长，但旧城区改造、旧房翻新等仍将对钛白粉需求形成有力支撑。汽车方面，国内汽车销量 18 年起出现下滑，19 年仅为 2575 万辆，同比下滑 8.15%，但 19 年下半年汽车销量逐步复苏，同比出现好转。受疫情影响，2020 年一季度汽车销量再度下滑，但 4 月起同比连续增长。此外，受地方专项债加速落地及滞后项目赶工影响，基建项目实施有望加速推进，对于钛白粉行业的需求量也将有促进作用。近期钛白粉价格再度开始回暖，金红石型钛白粉售价从 14000 元/吨提升至 15800 元/吨左右，后期若海外疫情得到控制，或将带来新一轮海外基建需求，钛白粉价格仍有提升空间，国内龙头（龙

蟒佰利等）有望持续收益。

图 19 历年钛白粉价格示意图

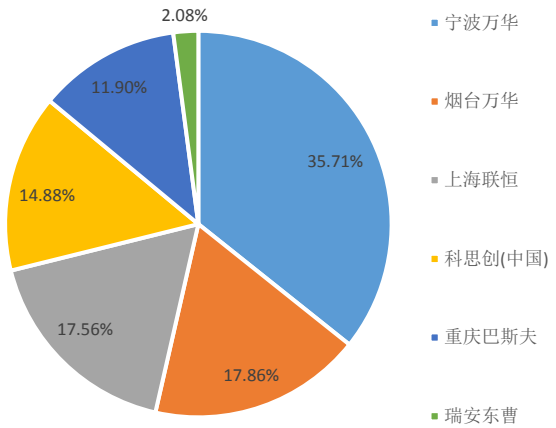


数据来源：百川资讯，上海证券研究所

■ **MDI：**

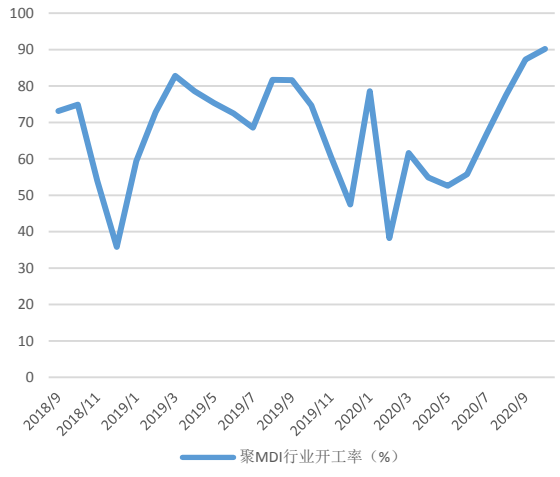
MDI 是大宗化工品中技术壁垒相对较高的一种，经过长期发展最终形成了寡头垄断的市场格局。目前全球主要 MDI 生产商有七家，年产能约在 900 万吨左右，前五大企业（万华化学、BASF、科思创、亨斯迈、陶氏）产能占比超九成。据百川盈孚统计，国内 MDI 产能 336 万吨，万华化学拥有 180 万吨产能（宁波 120 万吨、烟台 60 万吨），占比超过五成。开工率方面来看，今年疫情之后国内 MDI 开工率持续走高，近期已经达到 90%左右，为历史较高水平。

图 20 国内企业 MDI 产能占比示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

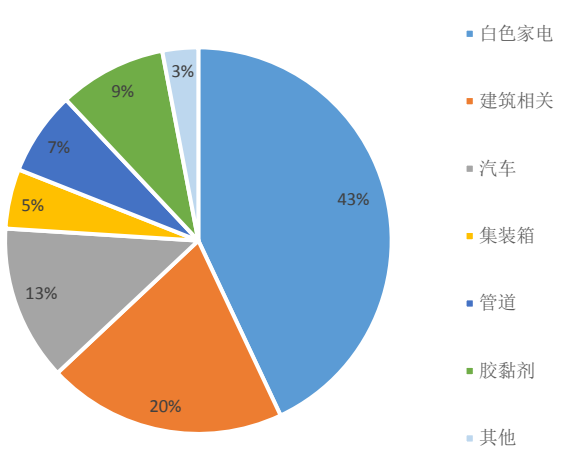
图 21 历年国内 MDI 行业开工率示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

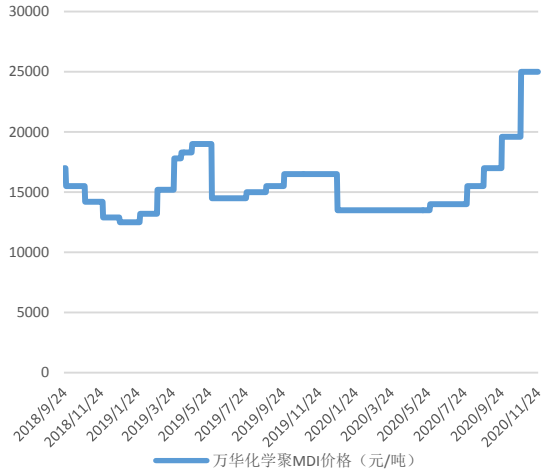
国内 MDI 下游主要应用领域为家电、建筑、汽车、运输、胶粘剂等领域，其中白色家电使用量最大，占比达到 43%，建筑类占比为 20%，汽车约为 13%。受益于白电内销、外销先后回暖，刺激政策持续出台，白电 MDI 需求将出现大幅体征，并且建筑、汽车、集装箱、胶粘剂等行业均有环比不断改善，对 MDI 整体消费量的提升提供了有力保障。在全球疫情及不可抗力带来的海外供给端收缩影响下，国内供给紧张助推 MDI 价格年内出现大幅反转，目前万华聚 MDI 挂牌价已经达到 25000 元/吨，为历史较高位，将给公司业绩带来较大提升。

图 22 国内 MDI 下游市场拆分示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

图 23 历年国内 MDI 价格走势示意图

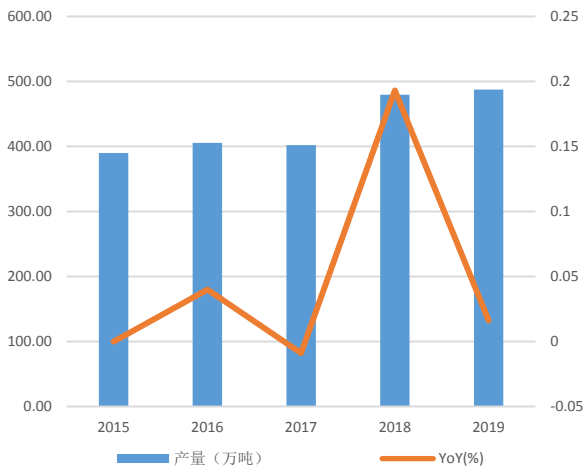


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

■ **炭黑：**

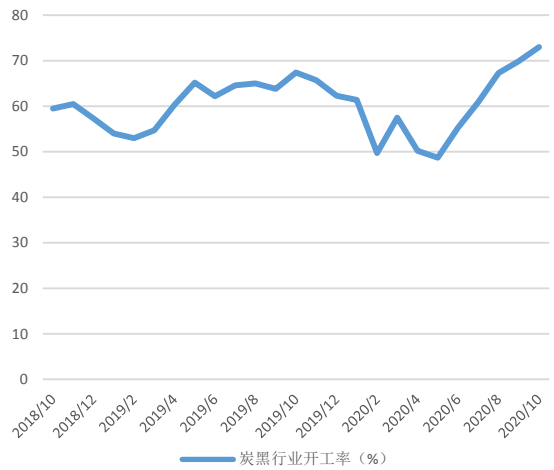
炭黑是橡胶工业的重要原材料之一，因其能够增加橡胶制品的抗张强度、硬度、抗撕裂性、耐磨性等性能，故用作橡胶（轮胎为主）的补强剂。炭黑下游应用领域中，轮胎占比高达 70%左右，为主要应用领域。

图 24 历年国内炭黑产量及增速示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

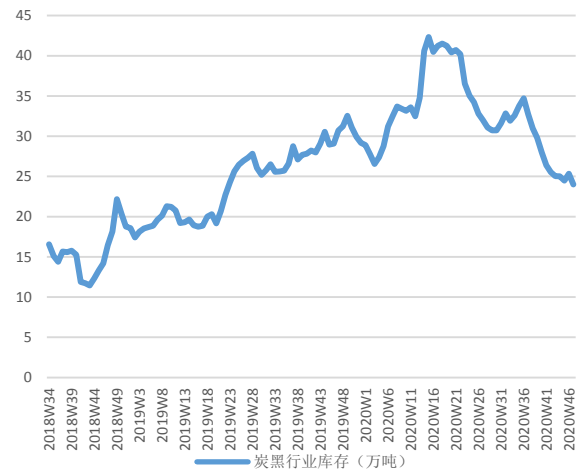
图 25 历年国内炭黑行业开工率示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

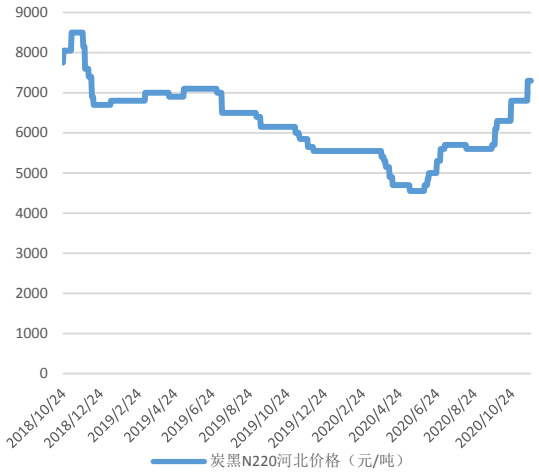
从库存情况来看，炭黑行业库存 18 年下半年开始持续增加，疫情期间达到峰值，随后开始进入去库存周期。同时，受国内轮胎行业持续复苏影响，炭黑需求端得到提振，β 提升叠加库存去化良好推动了炭黑价格的底部反转。目前 N220 河北地区价格已经从 6 月的 4550 元/吨提升至 7300 元/吨，涨幅高达 60%。

图 26 国内炭黑行业库存示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

图 27 历年炭黑 N220 河北地区价格示意图

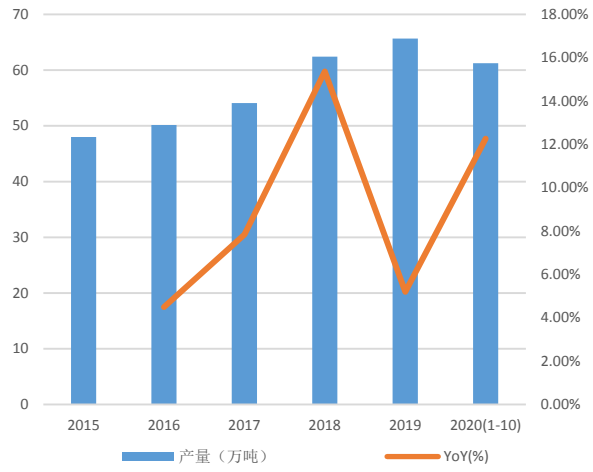


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

■ **氨纶：**

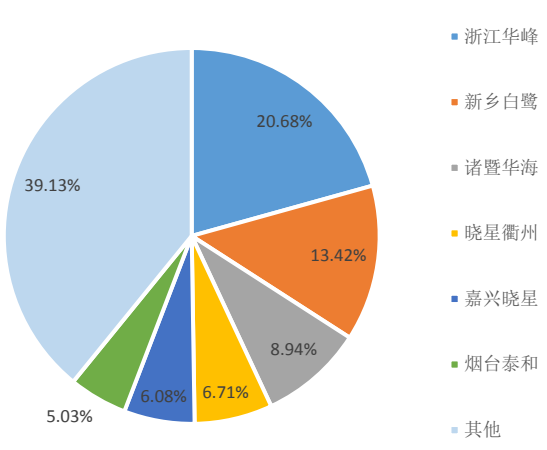
氨纶（聚氨基甲酸酯纤维）是一种弹性纤维，其弹性优异，强度比乳胶丝高 2-3 倍，线密度也更细，更耐化学降解，同时具有较好的耐酸碱性、耐汗、耐海水性、耐干洗性、耐磨性，因此广泛应用于服装、纺织品等。尽管国内氨纶产能及产量增长较快，但市场格局持续优化，华峰氨纶、新乡化纤等产能占比较大，CR5 占比达到 55.84%。

图 28 历年国内氨纶产量及增速示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

图 29 国内主要氨纶生产企业产能占比示意图

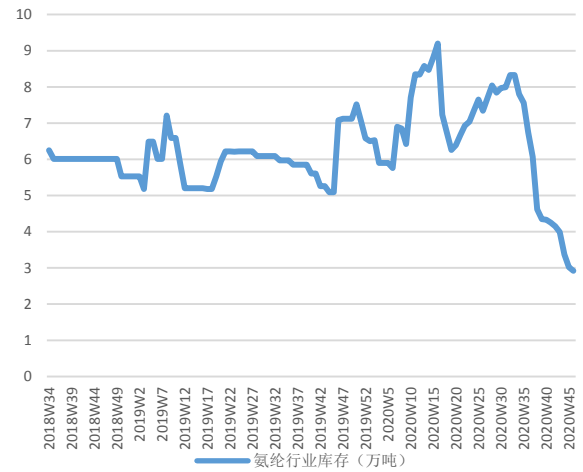


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

从库存情况来看，氨纶行业库存自 Q3 季度开始出现急速下滑，降幅超过 60%。纺服行业受益于海外订单回流持续向好，推动相关

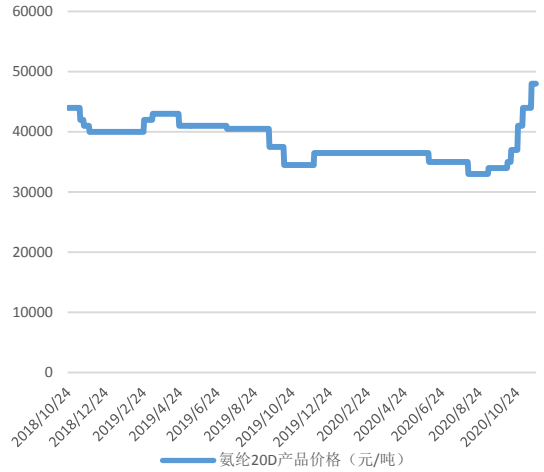
上游原材料需求大增，氨纶行业目前开工率已经达到 90%，为历史高位，库存下滑仍然难以停滞。部分纺服厂商订单已经排至明年年中，将使得氨纶行业排产压力较大，对氨纶的价格支撑将会很强。

图 30 国内氨纶行业库存示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

图 31 历年氨纶 20D 产品价格示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

2.2 精选优质赛道：顺应趋势改变，关注国产替代空间

我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在近消费端及新型材料等领域。从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长，β 比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，标的：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，标的：珀莱雅、科思股份等）、化工品物流（危化品运输专业化趋势及政策趋严，标的：密尔克卫等）、胶粘剂（国产替代提速，标的：回天新材、硅宝科技等）、特种表面活性剂（国产替代提速，国内消费市场增量空间大，标的：皇马科技）、碳纤维（国产突破型号增多，民用提速，标的：光威复材、中简科技等）、半导体材料（化学耗材到物理耗材逐步突破，晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等）、尾气处理材料等（国六标准实施，标的：万润股份、奥福环保等）。

2.2.1 代糖（高倍甜味剂）

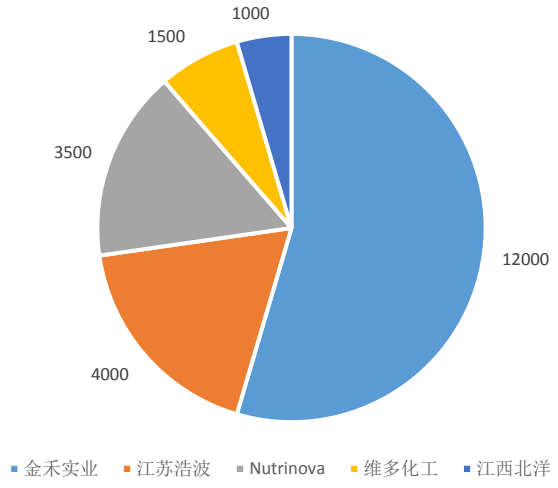
高倍甜味剂是人工合成甜味剂的一个类别，阿斯巴甜、安赛蜜、三氯蔗糖、纽甜等产品逐步被市场接受。目前，安赛蜜及三氯蔗糖正在成为市场主流，对前几代产品进行逐步替代。我们认为随着无糖化大趋势兴起，代糖市场增速将会再上平台，高倍甜味剂作为不可或缺的复配品种将会深度受益。

安赛蜜方面，目前金禾实业是全球最大生产商，拥有 12000 吨

年产能，全球市占率超过 50%。中小厂商生产稳定性较差，龙头企业受益，安赛蜜价格一路上涨至 6-6.5 万/吨。未来预计将会与三氯蔗糖形成甜价比联动，龙头企业成本将决定产品价格。

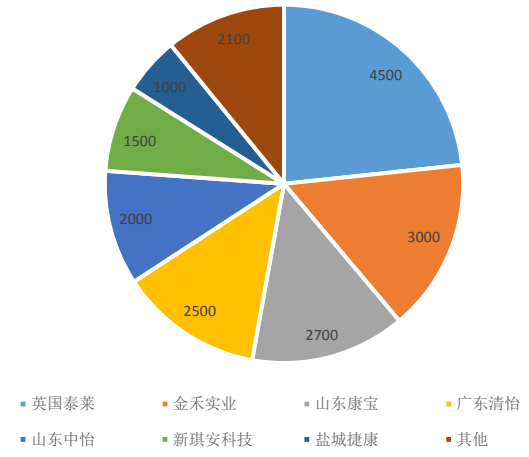
三氯蔗糖方面，英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业，工厂搬迁完毕后拥有 4500 吨产能；国内企业中，金禾实业拥有 3000 吨产能（5000 吨新产线将投产），山东康宝 2700 吨产能，广东清怡（含牛塘、常海）2500 吨产能，山东中怡 2000 吨产能，新琪安 1500 吨产能，但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。目前三氯蔗糖价格在 18-22 万/吨，低于多数中小厂商成本。**未来随着成本线压制和环保趋严，行业龙头市占率有望持续提升（行业龙头：金禾实业）。**

图 32 安赛蜜市场格局示意图



数据来源：公司公告，上海证券研究所

图 33 三氯蔗糖市场格局示意图

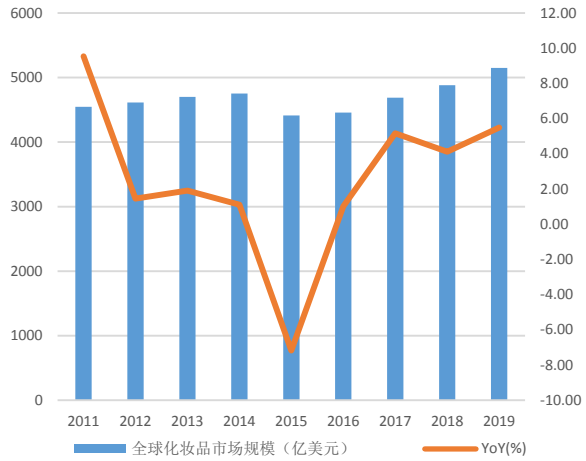


数据来源：新思界产业研究中心，上海证券研究所

2.2.2 日化（化妆品）

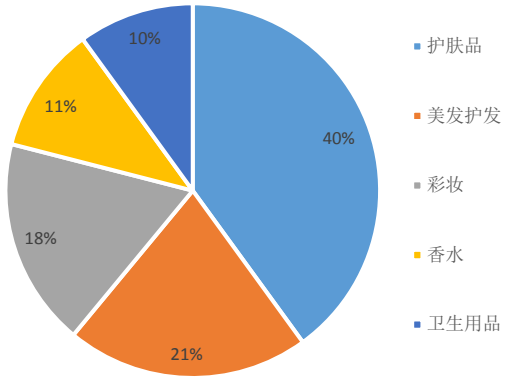
化妆品可分为护肤、美发护发、彩妆、香水、卫生用品等品种，属于日常生活消费品。全球化妆品市场自 2015 年之后重新开始增长，2019 年达到 5148 亿美元，同比增长 5.49%，增速为 2012 年起新高。从全球消费结构来看，2019 年护肤品占比达到 40%，美发护发、彩妆、香水、卫生用品分别为 21%、18%、11%和 10%，与 2011 年相比，护肤品占比提升最快（35.3%提升至 40%），彩妆从 16.6%提升至 18%。

图 34 历年全球化妆品市场规模示意图



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

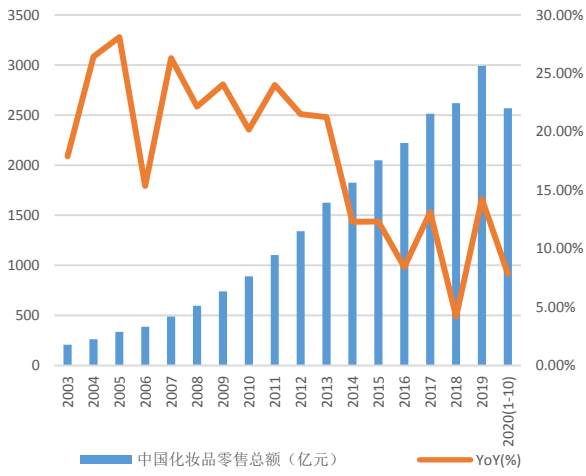
图 35 全球化妆品消费结构示意图（2019 年）



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

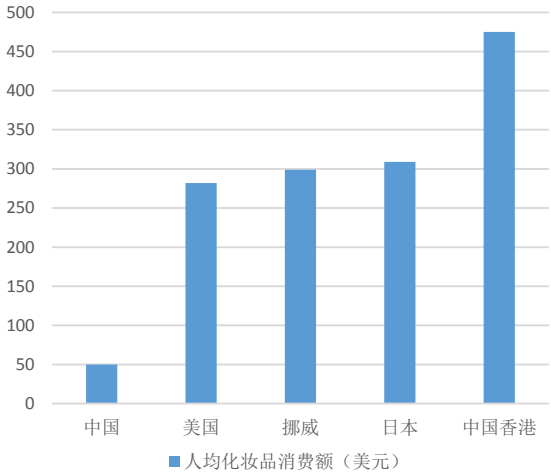
中国化妆品消费市场目前是仅次于美国的全球第二大市场，近年来国内化妆品零售总额维持了较快增长，2019 年达到 2992.2 亿元，同比增长 14.25%，2020 年 1-10 月尽管受到疫情影响，仍然实现 2568.7 亿元，同比增长 7.86%。并且从人均化妆品消费金额来看，我国与欧美发达国家相比仍有较大提升空间，国内消费市场有望继续维持高增长。近年来涌现了一批国内化妆品品牌，如佰草集、启初、自然堂、相宜本草、百雀羚、珀莱雅、完美日记、御泥坊等，逐步向国外品牌份额发起进攻。参照国外化妆品行业内生发展进程，国内品牌正在进行集团化发展的阶段，我们认为国内品牌将利用较好性价比及线上宣传的优势，优先抢占下沉市场的份额，之后再逐步向高端进发，未来有望享受行业增长及存量市场份额增长的双重红利。**（行业龙头：珀莱雅、科思股份）。**

图 36 历年我国化妆品零售总额及增速示意图



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 37 全球多国人均化妆品消费额示意图（2019 年）

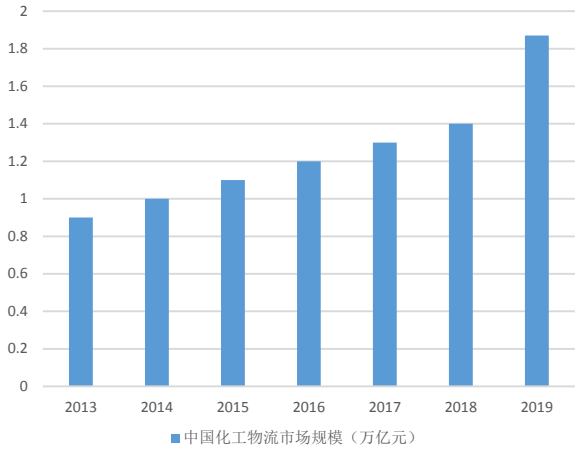


数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

2.2.3 化工品物流

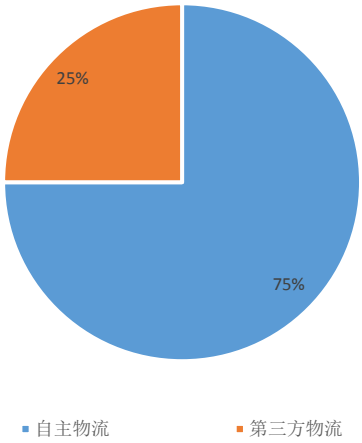
化工品物流属于刚需市场，随着我国化工行业的发展，采购及物流量将处于长期持续提升状态。据中国物流与采购联合会危化品物流分会统计，2019 年化工物流行业市场规模约为 1.87 万亿（第三方物流占 25%左右）。并且随着环保及安全生产要求持续加码，退城入园、园区重新认定等政策推行，化工行业结构持续调整，产业集群逐步建立，化工企业对物流环节的专业化需求日益增加，选择第三方物流服务商的企业数量也在逐步增加。化工品物流（尤其是危化品物流）的技术要求严格、设备专业化程度高、资质牌照稀缺，具有较高的行业壁垒，在日益严格的行业监管下，拥有核心资源的企业将更具有吸引力，并且通过并购能够加速提升市占率。**（行业龙头：密尔克卫等）**

图 38 历年我国化工物流行业市场规模示意图



数据来源：中物联危化品分会，上海证券研究所

图 39 我国化工物流模式拆分示意图（2019 年）



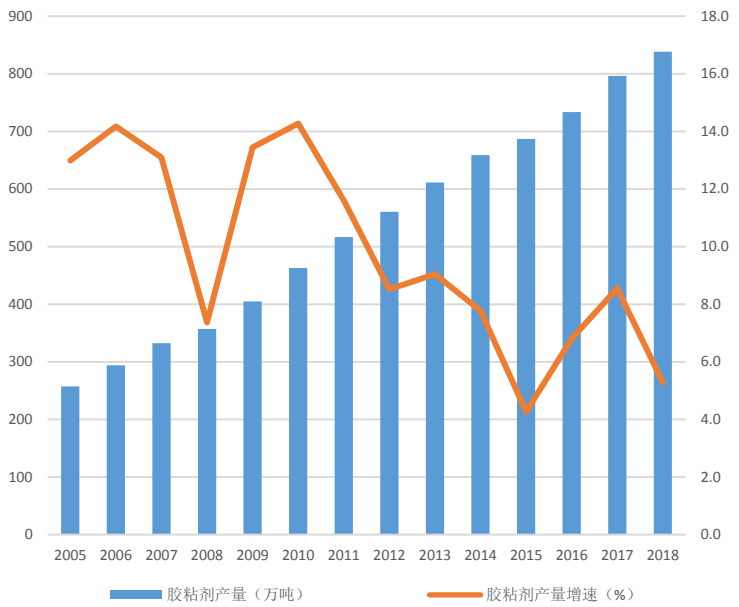
数据来源：中物联危化品分会，上海证券研究所

2.2.4 胶粘剂

胶粘剂行业下游受基础设施建设、房地产、汽车、高铁、新能源等多个行业影响，因此，国家政策和宏观经济形势对行业增速具有一定的影响。

全球领域来看，据 BCC Research 统计，2017 年全球胶粘剂市场规模达到 428 亿美元，预计 2020 年将提升至 600 亿美元，年化增速超 10%。其中亚太区域市场规模全球占比达 43.03%，占比持续增长。我国是亚太地区胶粘剂市场占比最大国家，占比达到 30%，根据中国胶粘剂和胶粘带工业协会统计，2005 年我国胶粘剂产量为 257.5 万吨，2018 年产量上升为 838.3 万吨，年复合增长率为 9.5%。

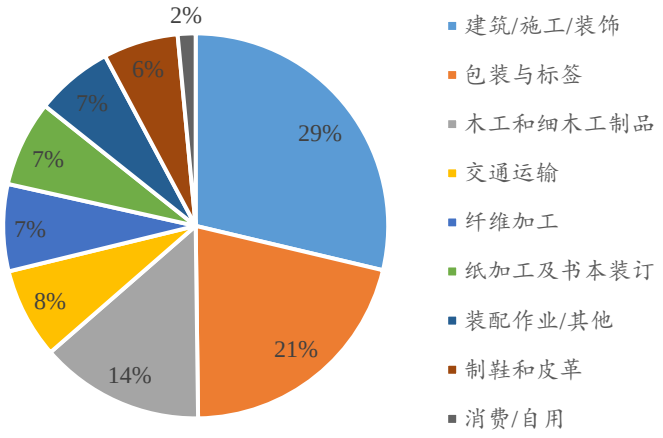
图 40 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

从下游细分市场看，目前国内主要应用领域为建筑、包装/标签、木工制品等。其中建筑/施工/民用工程/装饰工艺用胶占 28.7%，包装与标签用胶占 21.1%，木工和细木工制品用胶占 13.8%，交通运输用胶占 7.6%。因此，受益于房地产后周期、基建、汽车等下游需求回升，胶粘剂需求量也将持续增加。

图 41 胶粘剂下游细分市场示意图



数据来源：中国胶粘剂和胶粘带工业协会 上海证券研究所

胶粘剂产品下游应用领域多而杂，直接导致不同型号和用途的产品种类繁多，因此，胶粘剂生产企业往往集中于一类或者几类，龙头企业行业市占率较低。此外，由于外资龙头企业在胶粘剂领域中浸淫已久，在技术、规模、服务能力等多方面具备了一定优势，在整个胶粘剂市场中占有较大份额。

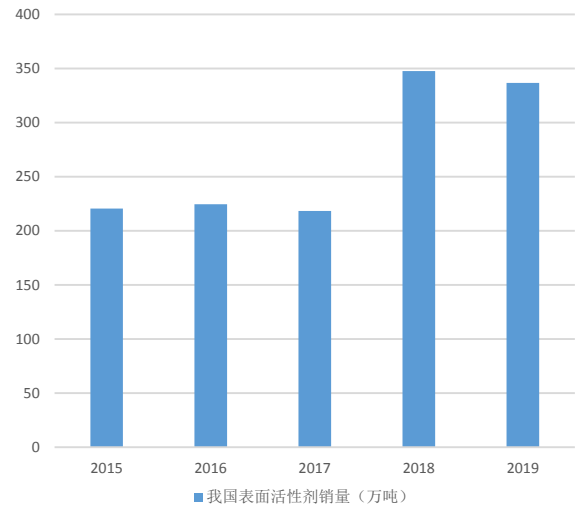
胶粘剂技术壁垒较高，认证过程极为严格，通常从开始合作到进入供应商名单开始供货所需的周期至少需要 1-2 年，大客户的认证周期甚至能突破 5 年。客户对于稳定生产、产品稳定性的要求及技术支持服务方面的需求也非常高。

2020 年尽管疫情短期对企业运营造成一定影响，但三季报来看，龙头企业增速仍然较好，多家企业业绩增长超预期，长期来看胶粘剂在国内属于大行业小公司格局，龙头企业市场占有率将随着技术提升逐步增大，有望出现一家或几家行业巨头。**产品布局广的行业公司龙头（回天新材、硅宝科技等）将高度受益。**

2.2.5 特种表面活性剂

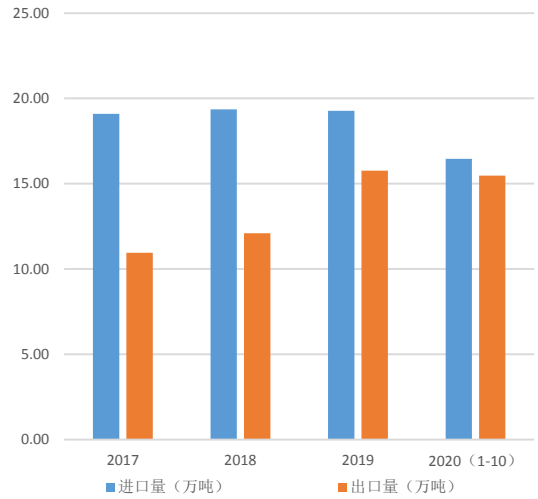
特种表面活性剂属于精细化工行业的细分领域，处于化工产业链的中下游，主要下游应用领域为日化、建筑、化纤、电子、涂料油墨、农药、水处理、聚氨酯发泡剂、复合材料等。下游拆分来看，洗涤剂占比达 51%，化妆品、纺织、食品分列 2-4 位。从行业进出口情况来看，随着国内产能逐步增加，海外订单回流国内已成趋势，我国表面活性剂出口量持续增长，2017 年仅为 10.95 万吨，2019 年达到 15.77 万吨，2020 年 1-10 月已经出口 15.47 万吨，接近 19 年全年水平。而进口量相对稳定，仍然高于出口量。随着国内企业技术水平提升，将有望在加大出口量的同时，蚕食进口的中高端市场。**（行业龙头：皇马科技等）**

图 42 历年我国表面活性剂销量示意图



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 43 历年我国表面活性剂进出口量示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

2.2.6 碳纤维

碳纤维是由碳元素组成的一种特种纤维，具有高比强度、高比刚度、耐高温、抗摩擦、导电、导热及耐腐蚀等特性。碳纤维目前广泛应用于国防工业以及高性能民用领域，涉及航空航天、海洋工

程、新能源装备、工程机械、交通设施等，是一种国家亟需、应用前景广阔的战略性新材料。

图 44 碳纤维产业链示意图

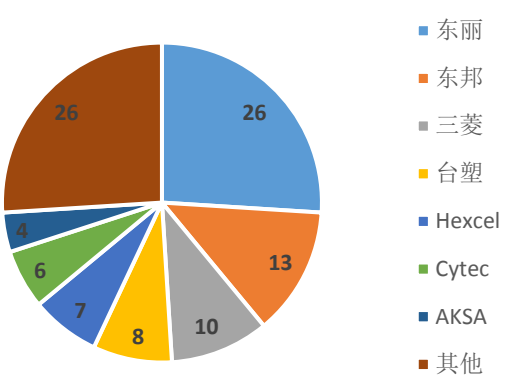


数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

国家对于碳纤维材料的重视程度较高，将其列为关键战略材料之一，在《中国制造 2025》中提出到 2020 年，国产碳纤维复合材料要满足大飞机技术要求，国产碳纤维用量达到 4000 吨以上，到 2025 年基本实现高性能碳纤维的自主保障。

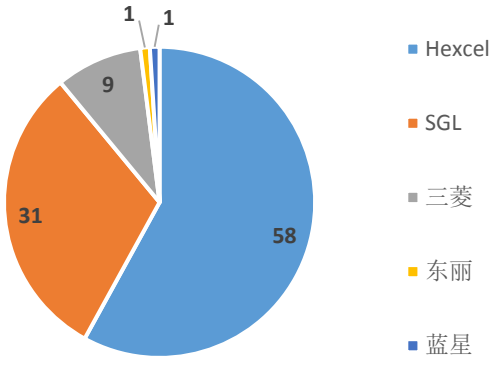
目前，全球碳纤维市场被日、美企业垄断，日本东丽、东邦和三菱三家占据全球小丝束碳纤维市场份额的 49%，美国赫氏占据全球大丝束碳纤维市场份额的 58%。

图 45 全球小丝束碳纤维产能占比示意图



数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

图 46 全球大丝束碳纤维产能占比示意图



数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

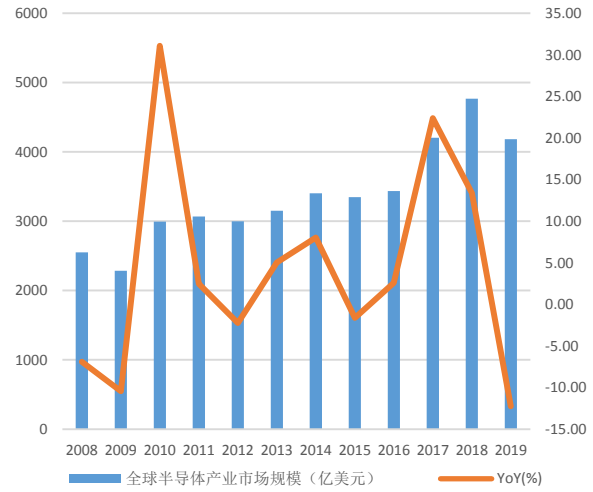
随着碳纤维技术不断发展，在工业及航空航天领域应用不断扩大，据 CFC 统计，2021 年全球碳纤维需求量预计将达到 18.18 万吨，2025 年有望达到 26.23 万吨，年复合增速达到 9.95%。其中，工业领域增速将达到 12.38%。工业领域的爆发增长主要源于风电大功率化及汽车轻量化大趋势，碳纤维材料成本下降使其在相对中低端领域的应用范围逐步加大，例如，风电领域之前采用玻纤材料的区域，

随着大叶片的普及将使得玻纤材料性能难以满足需要，碳纤维将逐步将部分区域进行替代，汽车领域轻量化对材料的需求，让碳纤维有替代钢材料、复合材料、改性塑料的可能性。因此，我们认为碳纤维行业的成长性将是十分可观的，尤其是国内企业技术（光威复材、中简科技、中复神鹰、恒神股份等）逐渐成熟，产业链配套逐步齐全，将呈现做强军品，扩大民品市场的格局。**国内碳纤维龙头企业（光威复材、中简科技）将高度受益。**

2.2.7 半导体材料

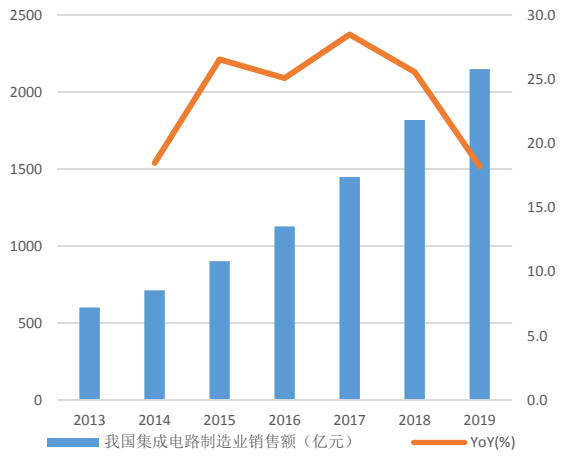
半导体行业长期具备高成长空间，技术壁垒相对较高，而 2019 年全球呈现了冰火两重天的格局。根据前瞻产业研究院统计，2019 年全球半导体市场销售额供给 4183 亿美元，同比下滑 12.25%，多家半导体大厂业绩出现不同程度下滑，而国内则继续维持高增长。在集成电路制造领域，根据中国半导体行业协会统计，国内 2019 年销售额达到 2149 亿元，同比增长 18.21%。半导体产业向国内转移大趋势依旧不变，未来国内晶圆制造仍将维持高增长。受此趋势影响及外部科技封锁日趋加重，关键材料国产化的需求迫在眉睫。目前，国内企业在部分耗材（超净高纯试剂、特种气体、光刻胶、抛光液、抛光垫、靶材等）已经开始逐步出现替代产品，国产化进程加速。未来随着晶圆制造业规模继续扩张，国内企业有望享受行业增量及国产替代双重红利。（**行业龙头：晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等**）

图 47 历年全球半导体产业市场规模示意图



数据来源：前瞻产业研究院，上海证券研究所

图 48 历年我国集成电路制造业销售额示意图



数据来源：中国半导体行业协会，上海证券研究所

2.2.8 尾气处理材料

尾气处理材料是汽车减排的重要材料，其行业发展主要受政策推动影响较大。根据生态环境部要求，国内从 2019 年 7 月 1 日起

分期分批对不同种车辆实施国六标准。考虑到乘用车减排可以使用新能源车等途径更好地解决，重卡领域短期难以出现新能源车替代，因此，重卡尾气处理材料市场增量的确定性更强。国内 2021 年 7 月 1 日前要求所有重型柴油车均实施国六 a 标准，而国六 b 标准实施时间表间隔较近，车厂多数选择直接到达国六 b 标准，以节省重新研发及产线调整的成本。柴油车国六与国五标准的尾气处理主流技术路线差异在于国五标准下仅需要 SCR 即可，而国六标准需要 SCR、DOC、DPF、ASC 等协同作用，因此，在材料用量上会有较大提升。根据奥福环保招股书预测，**2025 年我国商用车蜂窝陶瓷载体市场规模将达到 8610 万升**，其中 SCR、DPF、DOC 分别为 4100 万升、3075 万升、1435 万升，较 2017 年市场容量增长接近翻倍。沸石分子筛通常作为催化剂或催化剂载体，沸石分子筛 SCR 在国六标准阶段已经成功取代了钒催化器 SCR，成为主流选择。假设沸石用量为 150g/L，则 2025 年市场规模将达到 6150 吨。（**行业龙头：万润股份、奥福环保等**）

三、重点关注公司

3.1 万华化学

聚氨酯价格全面回暖，Q3 利润率环比大幅提升

公司 2020 年前三季度聚氨酯系列产品销售 200.33 万吨，同比增长 2%，实现营业收入 218.21 亿元，同比减少 9%。Q3 季度纯 MDI 和聚合 MDI 挂牌价逐步上调，6 月仅为 16500 元/吨和 14500 元/吨，8 月恢复至 17000 元/吨左右。聚合 MDI 挂牌价格维持稳定，6 月份起开始提价，9 月挂牌价达到 19800 元/吨和 19600 元/吨。TDI 价格从 10000 元/吨左右提升至 16000 元/吨，10 月价格略有回落。石化产品、精细化学品/新材料分别销售 439.16 万吨和 38.21 万吨，实现营收 159.18 亿元和 54.21 亿元。丙烯、丙烯酸、丁醇等产品售价同比有小幅下跌，PO 价格同比大涨 50%。原材料方面，纯苯、煤炭、丙烷、丁烷等同比价格均有所下滑。从利润率来看，受主营产品提价影响，Q3 季度毛利率和净利率分别达到 26.83%和 14.15%，环比提升 6.81 和 4.30 个百分点。

资本开支持续增长，完善产业链布局提升资源综合利用率

公司 Q3 季度在建工程及固定资产继续提升，从 326.70 亿元和 368.14 亿元提升至 341.39 亿元和 404.25 亿元，烟台工业园项目继续有序推进，年产 100 万吨乙烯项目有望年底建成投产。同时，公司继续进行生产基地产业链延伸，10 月 10 日，福州江阴港城经济区管委会发布万华（福建）有限公司年产 40 万吨 PVC 项目环评第

一次公示公告，公司拟建年产 40 万吨 PVC 生产装置以消耗年产 40 万吨 MDI 和 25 万吨 TDI 生产中产生的副产物氯化氢，提升资源的综合利用率，项目包括年产 40 万吨 VCM、年产 40 万吨 PVC 及年产 3.76 万吨副产品 25%wt 盐酸，项目投资额 22.99 亿元。我们认为公司资本开支持续提升，各生产基地产业链布局逐步完善，资源综合利用率有序提升，为公司中长期提供坚实的基础。

3.2 华鲁恒升

产品价格环比回暖，毛利率环比小幅提升

公司 2020 年前三季度主营产品肥料、有机胺、己二酸及中间品、醋酸及衍生品、多元醇销售量分别为 187.47 万吨、29.63 万吨、15.05 万吨、42.67 万吨及 47.20 万吨，实现营业收入 24.94 亿、15.33 亿、8.47 亿、9.65 亿和 17.57 亿元，同比增长-9.44%、11.73%、-31.53%、-20.84%和-24.95%。Q3 季度综合毛利率为 19.99%，环比提升 1.79 个百分点，但仍远低于 19 年全年的 27.84%。售价方面，据百川盈孚统计，2020 年 Q3 季度尿素、DMF、醋酸、己二酸、正丁醇、乙二醇产品价格同比增长-9%、26%、-16%、-26%、-10%和-20%，多数产品 Q3 季度环比价格回暖。并且，Q4 季度 DMF、正丁醇价格环比有较大提升，正丁醇、MEG、己二酸环比均有小幅提升，预计 Q4 季度公司业绩将会提升明显。

短期停车检修影响营收增长，新项目提供成长性

尽管公司 Q3 季度多数主营产品价格环比回暖，但受 8 月初公司一套煤气化装置及部分产品装置进行为期 20 天左右的停车检修影响，营收环比增长不明显，此次停车维修影响约在 3 亿元左右。公司 Q3 季度存货降至 2.96 亿元，环比连续下滑，较 Q1 季度的 4.45 亿元下降明显。在建工程环比继续增长，截止 Q3 季度末为 18.72 亿元，精己二酸项目及酰胺/尼龙新材料新产线建设继续有序推进，新建己二酸产线为现有产能扩张，预计满产进程较快，且下游需求旺盛，有望对公司业绩带来提升。

第二基地落户荆州，打开煤化工成长新空间

公司 11 月公告称与湖北省江陵县人民政府、荆州市人民政府签署了《华鲁恒升荆州现代煤化工基地项目投资协议》，基地一期项目总投资不少于 100 亿元，建设功能化尿素、醋酸、有机胺等产品。政府将保障煤指标稳定性及协调解决能耗问题。第二基地落地将进一步打开公司的业绩成长性，进一步夯实煤化工龙头地位。

3.3 龙蟒佰利

业绩低点已过，Q3 环比改善

公司尽管 Q3 季度净利润同比出现下滑，但环比提升 67.5%。

业绩低点已过。Q2 业绩不及预期主要原因是海外需求受影响，并且产品价格也有所下滑，Q3 季度钛白粉市场价格仍在底部，提价对业绩存在一定的滞后性，从目前情况来看，海外出口逐步恢复，钛白粉价格企稳回升（硫酸法产品已经进行了提价），预计 Q4 季度业绩将会再度提升。

氯化法产能持续释放，进一步加固钛白粉护城河

公司上半年氯化法钛白粉产能持续释放，焦作 20 万吨氯化法及新立钛业 6 万吨氯化法产能持续释放，产能占比不断提升，持续抢占氯化法市场，并且进行了高耐候涂料、色母粒专用、绿色涂料专用等多个氯化法钛白粉产品开发，部分产品进入认证或开始量产。在建项目方面，公司投入近 9 亿元用于进行扩产、安全环保、节能降耗、提升品质、提升智能化程度等，并且积极建立对外合作关系，与德国钛康技术咨询有限公司签订了技术合作合同，进一步加强钛白粉技术和管理优势。

3.4 金禾实业

食品添加剂板块稳步增长，基础化工毛利率下滑

从业务板块来看，公司上半年食品添加剂板块实现营收 10.42 亿元，同比增长 7.76%，毛利率为 39.59%，同比下滑 6.85 个百分点；大宗化学品板块上半年实现营收 5.74 亿元，同比下滑 23.44%，毛利率为 22.89%，同比提升 1.15 个百分点，据百川盈孚统计，公司 2020 年前三季度三聚氰胺、硝酸、硫酸等产品同比均有大幅下滑，导致大宗板块营收下滑，但目前来看，多数产品价格已有回暖。整体海外销售方面以价换量，营收同比增长 18.89%，主营占比达到 34.47%，但毛利率为 40.59%，同比下滑 6.78 个百分点。Q3 季度海外需求端受疫情等因素影响不及预期，但长期趋势向好。

资本开支有序加大，进一步加固护城河

公司上半年继续加快重点项目建设，年产 5000 吨三氯蔗糖项目生产车间主体厂房基础部分基本完成，相关设备陆续完成订货；年产 5000 吨甲乙基麦芽酚项目正在推进审批工作；子公司金轩科技投建的年产 4500 吨佳乐麝香溶液、5000 吨 2-甲基呋喃、3000 吨 2-甲基四氢呋喃、1000 吨呋喃铵盐等项目部分主体工程完成封顶，设备陆续完成订货，同时公司取得了年产 9000 吨危废物技改项目环评批复，进一步提升公司危废处理能力。在运营方面，公司针对三氯蔗糖、麦芽酚、佳乐麝香等产品规划及产能建设进行积极调整，并积极推进“爱乐甜”品牌建设，推出了 1 倍和 6 倍甜度的代糖产品，目前爱乐甜已和多个茶饮、商超、烘焙连锁企业开展对接，通过多种销售渠道进行推广，加速拓展公司 2C 业务。

3.5 皇马科技

国内表面活性剂龙头，品种齐全覆盖广

公司具有年产 20 万吨以上特种表面活性剂产能，是目前国内规模最大，品种最全、科技含量较高的生产企业之一。公司产品覆盖新材料树脂、有机硅、润滑油、金属加工液、涂料等十四大板块，开发出 1600 多种产品。公司前三季度实现营收 13.61 亿元，同比下滑 1.51%，归母净利润 2.37 亿元，同比增长 28.97%。前三季度大品种板块实现销量 6.54 万吨，营收 5.08 亿元，小品种板块实现销量 6.56 万吨，营收 8.41 亿元。从售价方面来看，大品种板块均价 7768.04 元/吨，同比降低 9.97%，小品种板块均价 12827.12 元/吨，同比降低 9.25%，原材料方面，环氧乙烷均价同比降低 8.79%，而环氧丙烷同比提升 4.86%，受环丙价格提升影响，Q3 季度综合毛利率降低至 20.71%。

募投产能 19 年年底建成，产能释放享受红利

公司募投项目高端功能性表面活性剂技改项目于 2019 年年底建成投产，包含 3 万吨的大品种、4.7 万吨特种聚醚及合成酯和 0.8 万吨聚醚胺小品种产品，目前处于产能释放期。同时公司子公司皇马新材料厂区建设有序推进，将力争在 2020 年底至 2021 年初建成，为公司增长提供动力。

3.6 光威复材

军品业务维持高增长，疫情短期影响碳梁增速

公司 2020 年 Q3 季度业绩增长提速，军品业务订单履行率 83.1%，推动军品业务高速增长，2020 年 H1 军品业务收入同比增长 36%左右；民品方面，风电碳梁业务受疫情蔓延影响，存在推迟发货情况，半年报收入同比增长 4%左右，中美洲业务占碳梁业务的 40%左右，目前疫情仍然较为严重，存在推迟发货风险。

军民业务齐头并进，包头大丝束项目有序推进

公司军品业务方面继续获取客户 A 订单，2020 年新合同合计金额为 9.98 亿元，占 19 年营收的 58%，19 年年初签订合同金额为 9.27 亿元；碳梁方面，公司目前拥有 50 条生产线，其中 10 条为 19 年下半年陆续投产，单线产能约为 15 万米/年，2020 年暂无扩产计划，下游客户方面，2020 年海外主要是墨西哥市场，国内客户为 TPI 何维斯塔斯天津公司，国内占比过半。新项目方面，包头项目有序推进，目前已经完成内蒙古光威的 1 亿元出资事项，拿地后可开始建设，包头大丝束项目达产后，产品与进口碳纤维相比将具有成本优势，将能够保证公司碳梁原材料供给，缓解大丝束纤维海外采购存在的风险。

四、总结

我们的投资主线分为顺周期核心资产及优质赛道两条主线。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

- **顺周期核心资产：**基于通胀预期强、行业β趋势向好、龙头α属性优异及行业及化工材料行业的发展大周期，我们建议关注顺周期中α属性强的龙头企业（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利、三友化工等），β改善的化纤板块（桐昆股份、新凤鸣、华峰氨纶等）、炭黑行业（黑猫股份等），油价中枢提升受益的烯烃龙头（宝丰能源、卫星石化等）。
- **优质赛道龙头：**我们认为化工及新材料领域的优质赛道较多，主要集中在近消费端及新型材料等领域。从赛道的成长确定性上来看，消费属性较强的领域拥有稳定的下游增长，β比较有保障；国产替代领域主要看中产品的替代空间，进口依存度较高的领域有望受益于存量替代及获取增量份额的双重红利。我们建议关注代糖领域（无糖化大趋势，标的：金禾实业等）、化妆品领域（线上高增长、国产品牌成长，标的：珀莱雅、科思股份等）、化工品物流（危化品运输专业化趋势及政策趋严，标的：密尔克卫等）、胶粘剂（国产替代提速，标的：回天新材、硅宝科技等）、特种表面活性剂（国产替代提速，国内消费市场增量空间大，标的：皇马科技）、碳纤维（国产突破型号增多，民用提速，标的：光威复材、中简科技等）、半导体材料（化学耗材到物理耗材逐步突破，晶瑞股份、鼎龙股份、安集科技等）、尾气处理材料等（国六标准实施，标的：万润股份、奥福环保等）。

五、风险提示

1. 原油价格出现大幅波动：近期地缘政治、美国大选、OPEC 增产退后等事件刺激油价出现上涨，但长期来看供需结构仍然不明朗，因此存在一定风险。

2. 下游需求不振：下游消费端提振不力是制约价格传导的重要因素，对基础化工影响较大。

3. 化工企业重大安全事故及环保督查影响：化工企业多数属于高危高污染企业，安全事故及环保检查带来的影响较大。

4. 新材料领域产品竞争力不及预期：产品升级进程不及预期导致份额被蚕食。

5. 系统性风险。

分析师声明

洪麟翔

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告，并保证报告采用的信息均来自合规渠道，力求清晰、准确地反映作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响。此外，作者薪酬的任何部分不与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级	定　义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告仅供上海证券有限责任公司(以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本报告版权归本公司所有，本公司对本报告保留一切权利。未经书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。如经过本公司同意引用、刊发的，须注明出处为上海证券有限责任公司研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

在法律许可的情况下，本公司或其关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券或期权并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供多种金融服务。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见和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、价值或投资收入可升可跌。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、意见或推测不一致的报告。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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负责，投资者据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或关联机构无关。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为投资决策的唯一参考因素，也不应当认为本报告可以取代自己的判断。