西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

化工行业2021年投资策略

优选行业景气度向上的化工细分龙头

西南证券研究发展中心
化工行业研究团队
2020年11月

核 心 观 点

2020年回顾：在新冠疫情和国际油价大幅波动的影响下，国内化工产品价格也经历了较大的波动，但在三季度国内经济复苏的强劲推动下，MDI、PO、DMC、炭黑等产品价格出现了明显的大幅反弹，国内化工供需进入新的再平衡阶段。

2021年展望：我们认为2021年在全球经济复苏的大背景下，终端汽车、房地产、消费品、纺织品等需求有望明显改善，看好国内化工景气度整体上行，我们重点推荐化工细分行业龙头，在宏观经济弱周期及行业低谷时期，这些细分行业龙头通过成本优势、规模化优势、研发优势可以进一步扩大在行业中的领先优势，通过并购重组提升行业集中度，通过穿越经济和行业周期，实现自身超越同行的成长。

2021年化工行业选股思路：

□下游需求复苏强劲，全球行业集中度继续提升，看好MDI价格周期性上涨，重点推荐标的：万华化学(600309)。

□全球农药景气度有望底部复苏，持续推荐国内细分品种龙头，重点推荐标的：扬农化工(600486)和利尔化学(002258)。

□柴油车国六标准实施，沸石环保材料需求高速增长，OLED手机渗透率提高，OLED有机发光材料销售有望实现放量。重点推荐标的：万润股份(002643)。

□我们仍然看好未来新能源汽车的发展前景，将带动上游锂电材料需求。重点推荐标的：新宙邦(300037)。

□看好芳纶行业国产化替代、产业结构调整带来的投资机会。重点推荐标的：泰和新材(002254)。

□欧洲市场政策强势推动，看好国内生物柴油行业发展进入黄金阶段，重点推荐标的：卓越新能(688196)。

风险提示：相应化工产品价格或下跌的风险；下游需求或不及预期的风险。

目　录

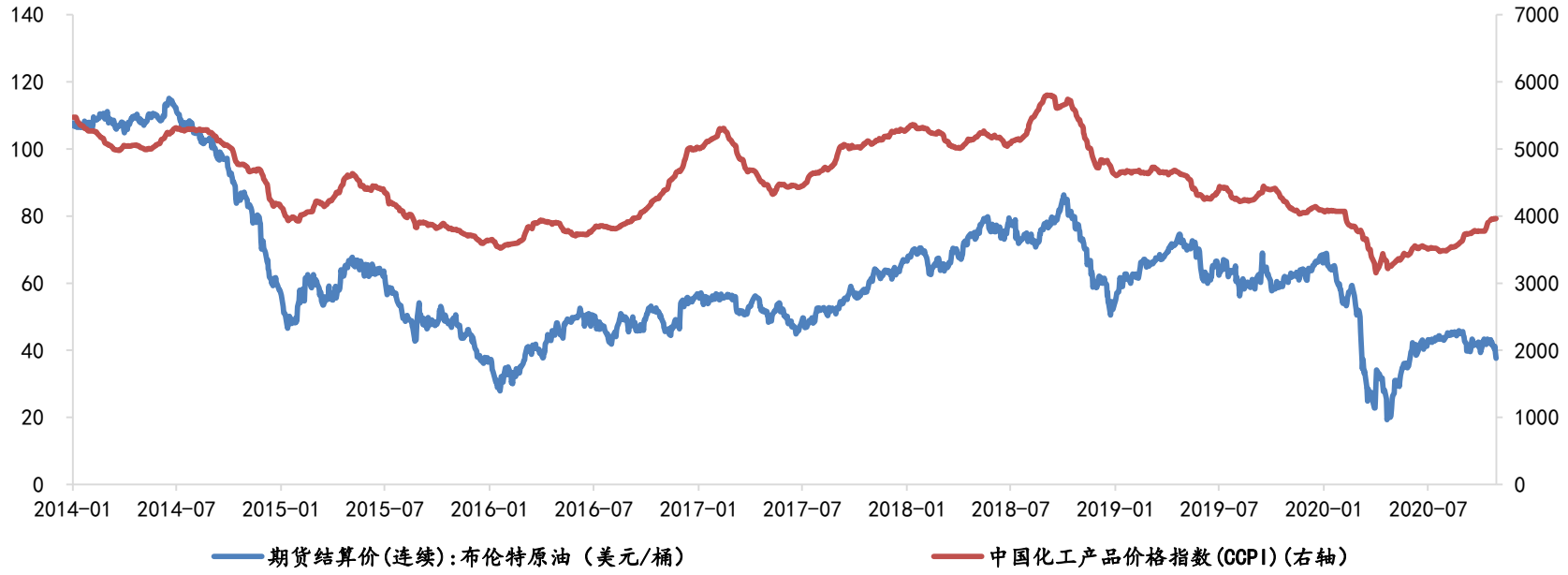
2020年行业回顾

2021年行业投资策略

2021年重点推荐投资标的

2020年行业回顾：原油价格巨幅波动，化工行业供需进入再平衡阶段

化工产品价格指数与原油期货价格

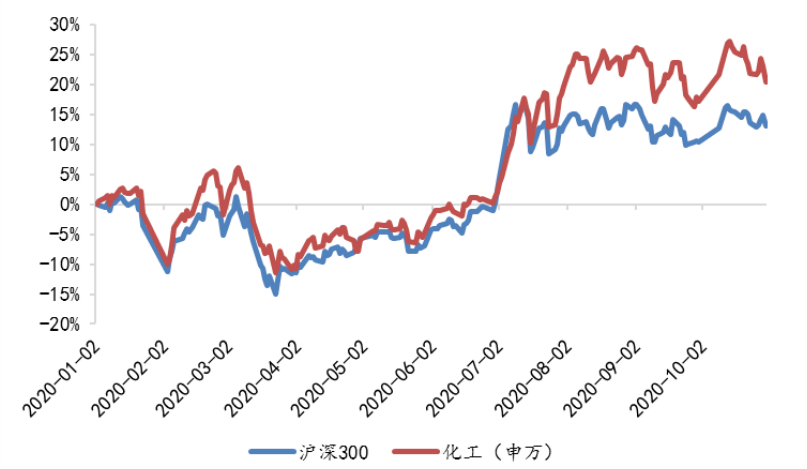


数据来源：Wind，西南证券整理

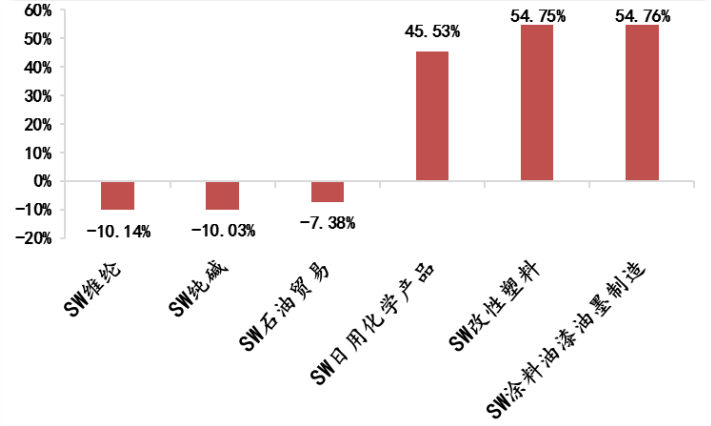
- 截至10月30日，中国化工产品价格指数为3964点，较年初4076点下降2.75%。受新冠疫情影响，一季度国内经济疲软，二季度开始回暖，价格指数回升至正常水平。
- 截至10月30日，布伦特原油期货结算价为37.65美元/桶，较年初66.25美元/桶下降43.17%，一季度新冠疫情叠加OPEC减产协议的谈判失败使得油价暴跌，二季度经历短暂拉升后行情持续走低，OPEC减产落地后为国际油价提供一定支撑，2021年基于全球经济复苏的影响，预计国际原油市场将迎来复苏行情。

2020年行业回顾：原油价格巨幅波动，化工行业供需进入再平衡阶段

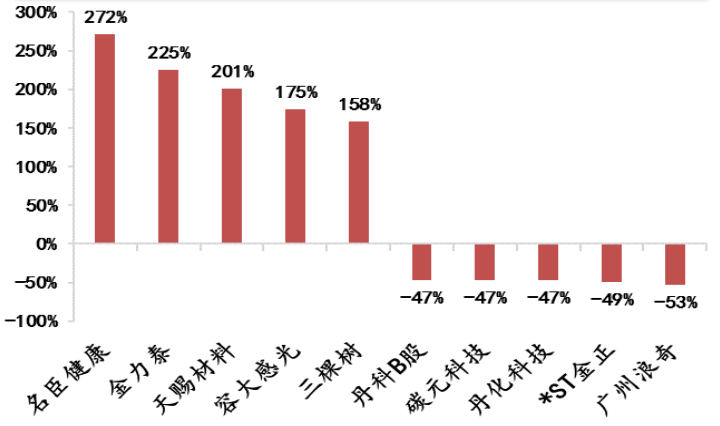
化工指数相对沪深300走势



化工子行业二级市场涨跌幅



化工行业涨跌幅前五个股

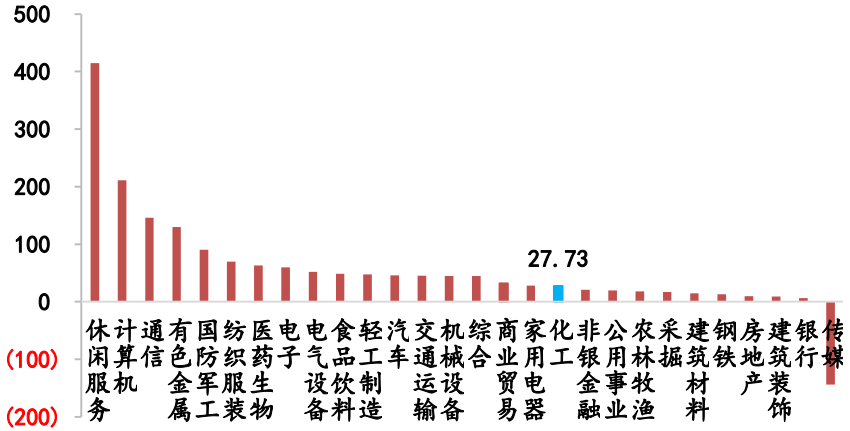


数据来源：Wind，西南证券整理

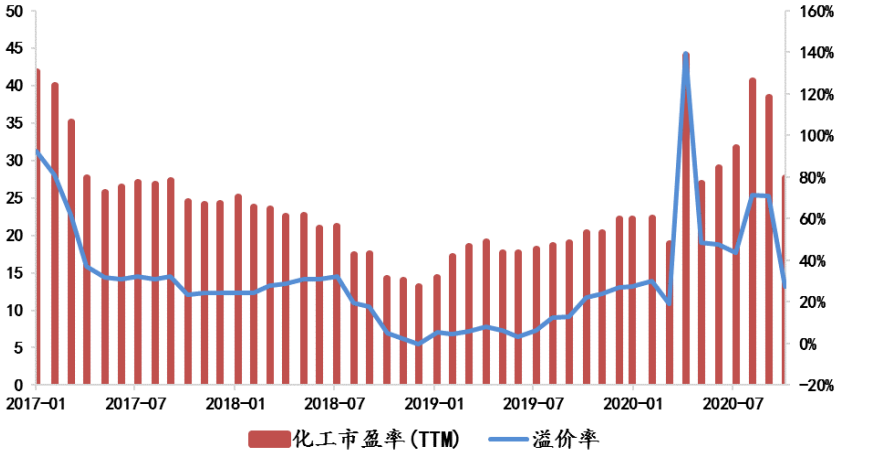
- 2020年初截至10月30日申万化工指数上涨20.4%，跑赢沪深300指数约7.3个百分点。
- 2020年初截至10月30日涂料油漆油墨制造、改性塑料、日用化学产品等多个子行业表现为上涨，涨幅分别为55%、55%、46%，跌幅前三的子行业为维纶、纯碱、石油贸易
- 不考虑2020年上市次新股，期间板块内涨幅最大的为名臣健康（+272%）、金力泰（+225%）、天赐材料（+201%）；跌幅最大的为ST金正（-49%）、广州浪奇（-53%）。

2020年行业回顾：原油价格巨幅波动，化工行业供需进入再平衡阶段

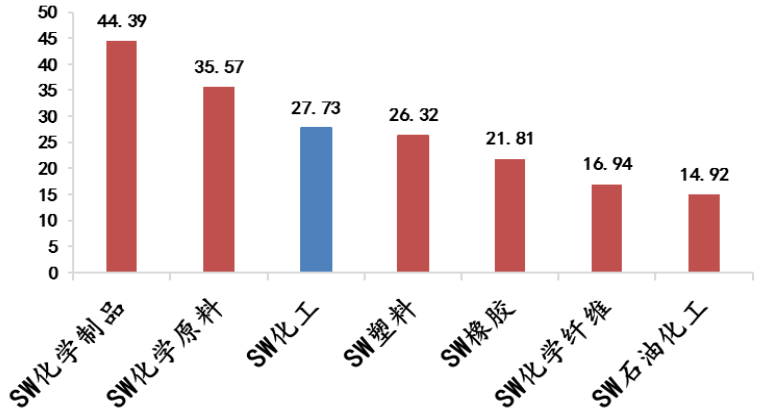
申万一级行业市盈率（TTM整体法）



化工行业市盈率及与A股溢价率



申万化工子行业市盈率（TTM整体法）



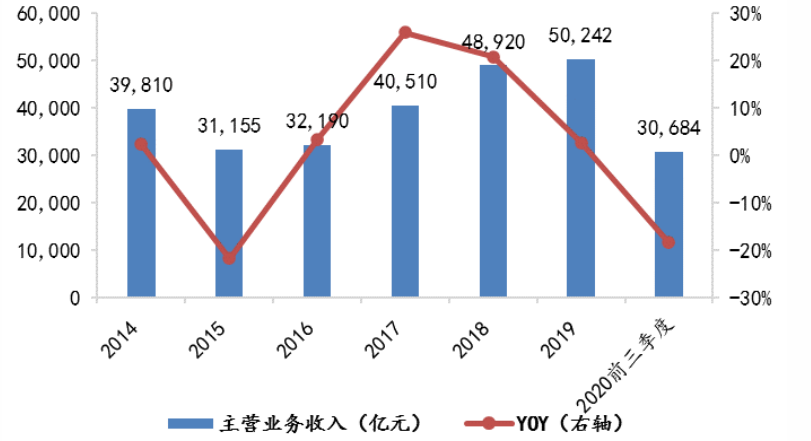
数据来源：Wind，西南证券整理

- 横向看：化工行业PE(TTM)为28倍，在申万行业中处于中位数水平。
- 纵向看：2020年化工行业PE同比有明显提升，8、9月估值处于过去3年的高点；化工行业相对于A股估值溢价率波动上升，年内平均溢价率达到53%
- 从子行业来看，化学制品（44倍）市盈率最高，石油化工（15倍）市盈率最低，塑料行业与化工行业市盈率水平相当。

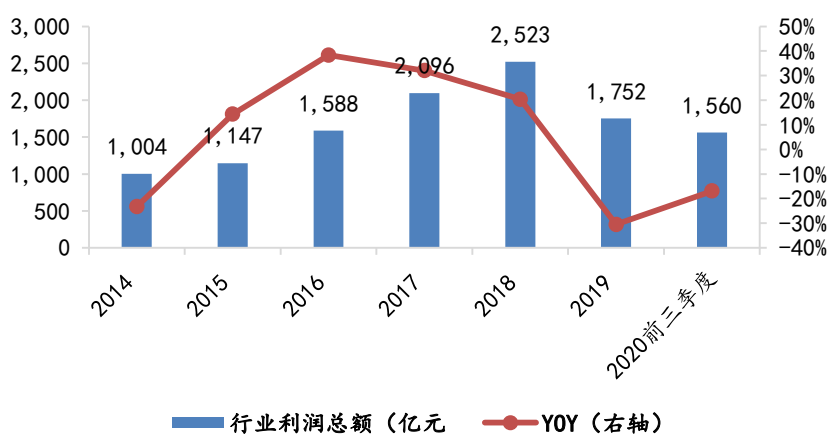
2020年行业回顾：原油价格巨幅波动，化工行业供需进入再平衡阶段

- 前三季度化工行业上市公司收入及盈利回落，：2020年前三季度，申万化工行业分类上市公司合计实现营业收入30684亿元，同比下降18%；实现利润总额1560亿元，同比下降17%；实现归母净利润1135亿元，同比下降16%。其中，第三季度行业上市公司实现营业收入10394亿元，同比下降16%；实现利润总额1117亿元，同比增长94%；实现归母净利润850亿元，同比增长105%。

化工行业主营收入及增长率



化工行业利润总额及增长率



数据来源：Wind，西南证券整理

目　录

2020年行业回顾

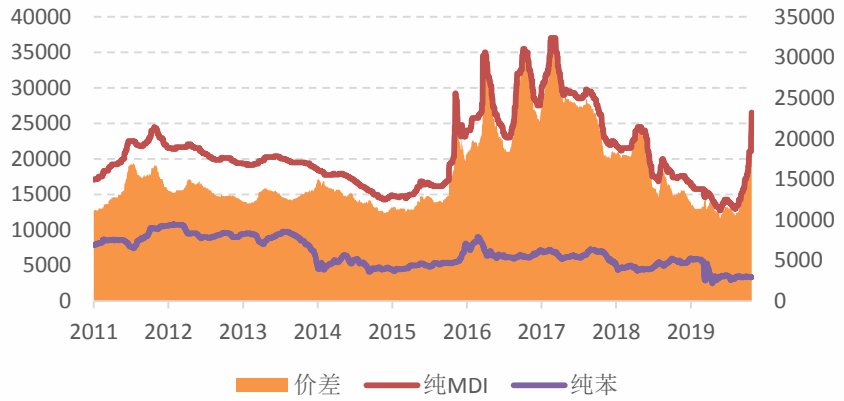
2021年行业投资策略

2021年重点推荐投资标的

投资主线一：全球经济有望复苏，MDI价格进入上涨周期

2020年下半年以来，MDI供需全面向好，前期受疫情压制的需求释放，需求端海外冰箱、冷链回暖，国内金九银十开工率提升，供给端全球MDI厂家不可抗力频发叠加四季度集中检修，行业库存加速消化。

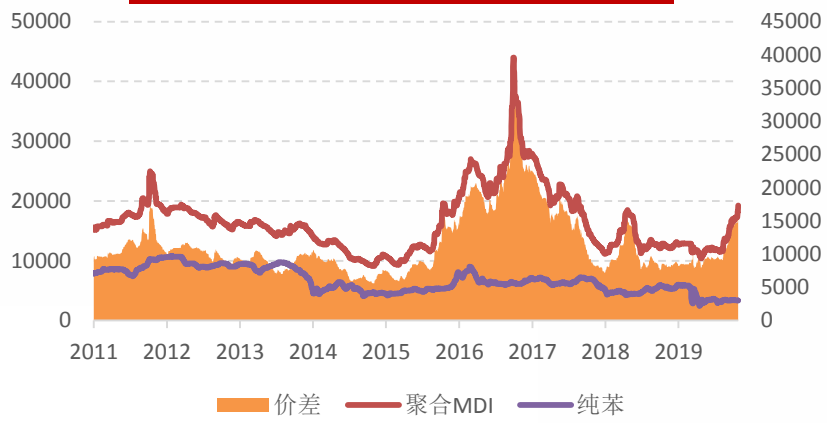
纯MDI价差向上修复(单位：元/吨)



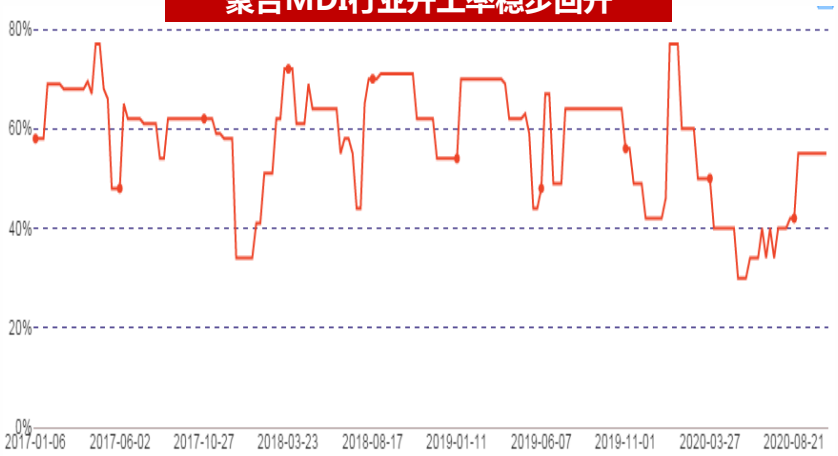
聚合MDI库存快速下降(单位：千吨)



聚合MDI价差向上修复(单位：元/吨)



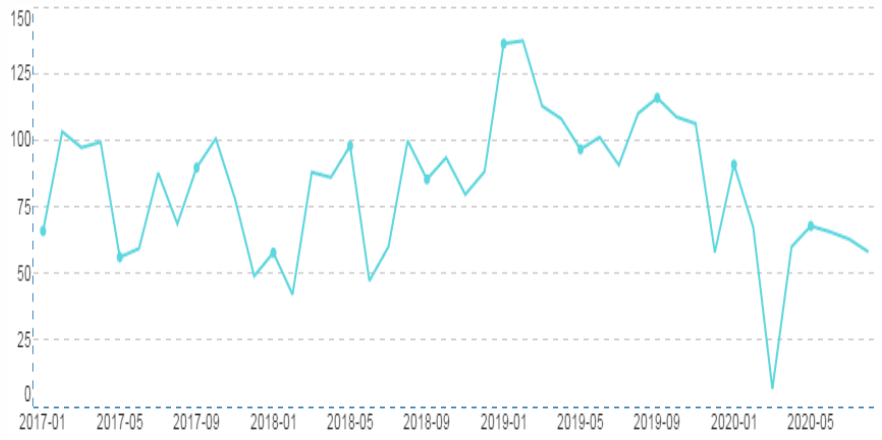
聚合MDI行业开工率稳步回升



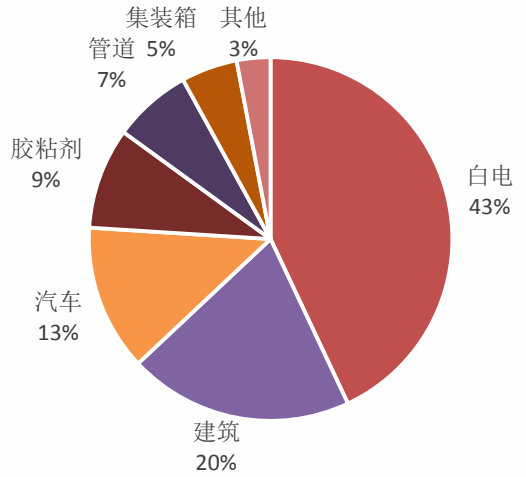
数据来源：公司公告，wind，卓创资讯，西南证券整理

投资主线一：全球经济有望复苏，MDI价格进入上涨周期

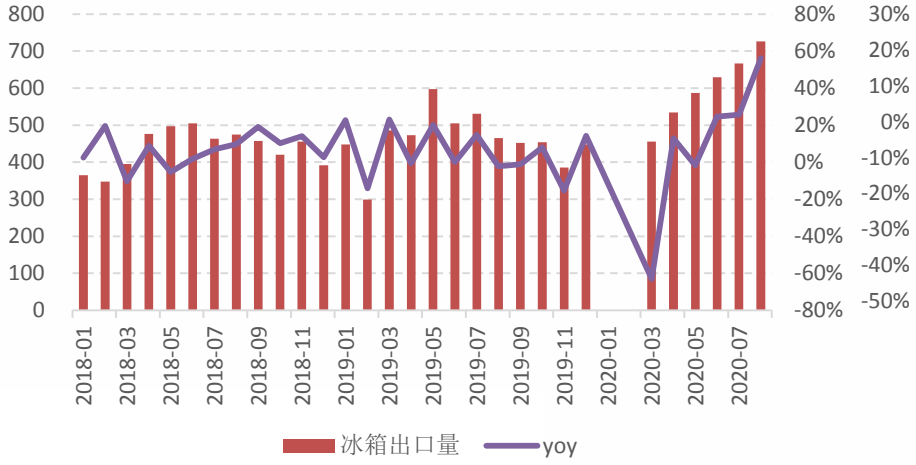
聚合MDI月表观消费回升(单位：千吨)



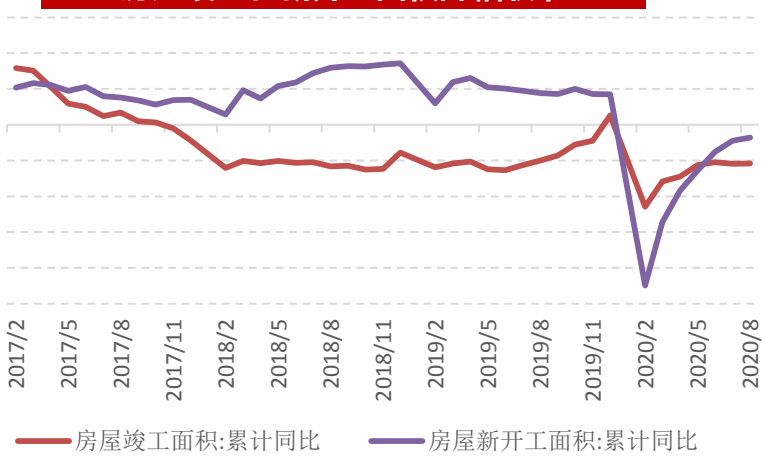
白电在国内聚合MDI下游需求占比最大



中国冰箱出口大幅增长(单位：万台)



房屋竣工和新开工面积降幅收窄

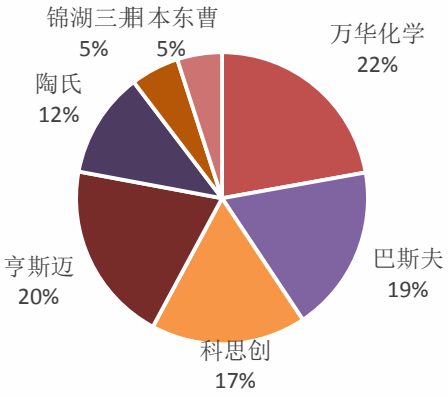


数据来源：卓创资讯，wind，西南证券整理

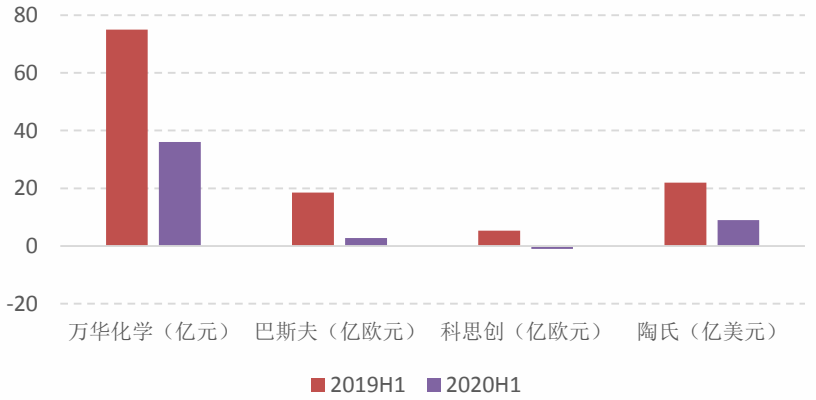
MDI行业进入高壁垒，万华化学继续提升市场份额

MDI行业呈寡头垄断竞争格局，厂家通常竞争有序来保证合理利润，疫情背景下海外MDI公司普遍面临较大的业绩压力。2020年四季度MDI厂家集中检修，供给进入加速减少状态，2021年随着全球经济有望持续复苏，MDI行业景气度有望周期性回升。

全球MDI呈寡头竞争格局



全球主要MDI公司20H1业绩下滑



全球MDI厂家密集检修

公司	装置动态
上海亨斯迈	10月下旬检修
上海科思创	10月底检修
重庆巴斯夫	11月检修
韩国巴斯夫	11月检修
日本东曹	13万吨装置因故停车
韩国锦湖	41万吨装置检修至11月中旬
美国陶氏	34万吨装置因故停车检修
美国亨斯迈	装置故障
美国科思创	因原料供应停车检修

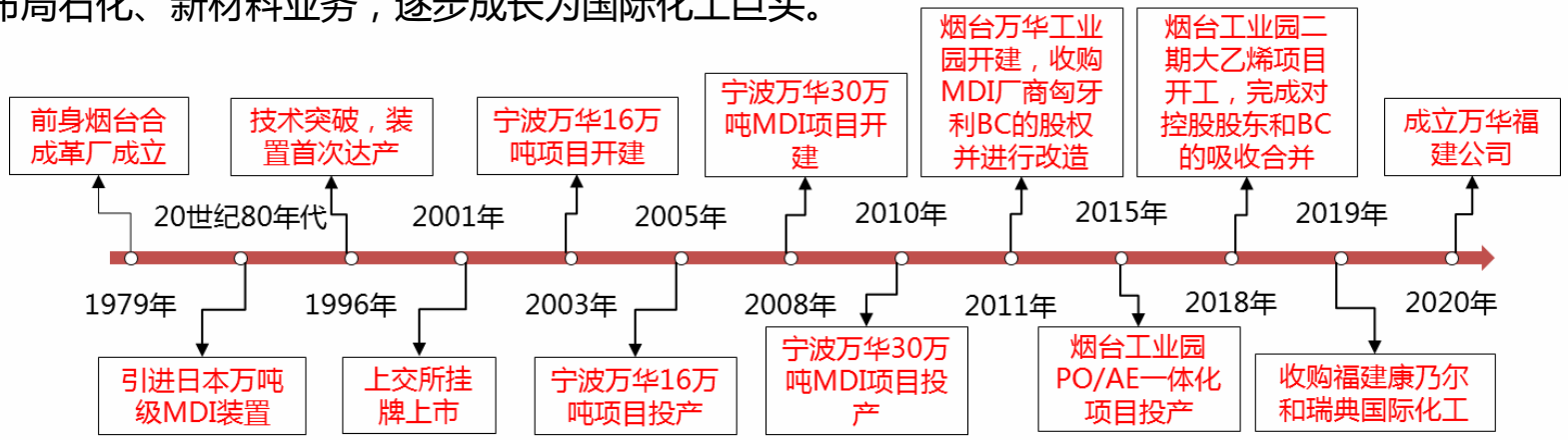
万华化学全球MDI龙头地位继续巩固

公司	地区	产能（万吨）	时间
万华化学	烟台	50	2020-2022年
	宁波	30	2020-2022年
	福建	40	2023年
	北美	40	未定
科思创	欧洲	22	2020年
	美国	50	未定
巴斯夫	美国	30	未定
新疆巨力	新疆	40	未定
合计		302	142万吨确定

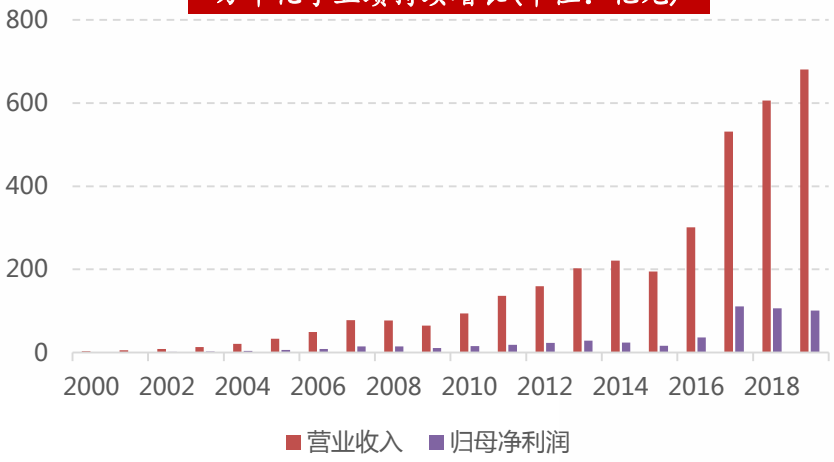
数据来源：百川资讯，wind，各公司官网，西南证券整理

万华化学40年逐步发展成为全球化工行业巨头

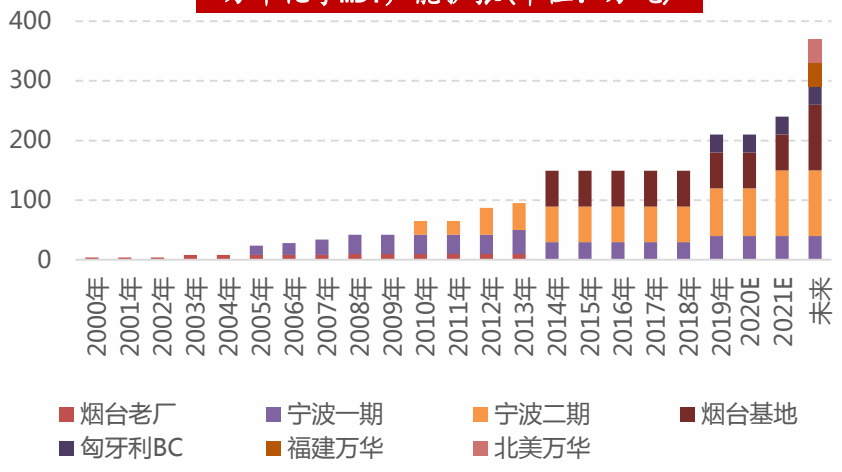
万华化学是优秀的国内化工企业代表，通过自主研发突破MDI技术封锁，稳步扩张成长为全球MDI龙头，收入规模从几亿到近700亿，MDI产能从无到全球最大的210万吨。公司依托MDI稳定现金流陆续布局石化、新材料业务，逐步成长为国际化工巨头。



万华化学业绩持续增长(单位：亿元)



万华化学MDI产能扩张(单位：万吨)



数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

❑相关标的：万华化学(600309)

未来万华化学继续实现全品类产品的扩张

业务板块	产品	基地	产能	计划新增	时间
聚氨酯	MDI	宁波	120	30	2020-2022年
		烟台	60	50	2020-2022年
		BC	30		
		北美		40	未定
		福建		40	2023年
	TDI	烟台	30		
		BC	25		
		福建		25	2023年
	聚醚多元醇	烟台	30	20	2021年
石化（C2/C3/C4）	环氧丙烷	烟台	24	30	2020年
	MTBE	烟台	76		
	丁醇	烟台	25		
	新戊二醇	烟台	4		
	丙烯酸	烟台	30		
	丙烯酸酯	烟台	42		
	聚丙烯	烟台		30	2020年
	乙烯	烟台		100	2020年
	PVC	烟台		40	2020年
	PVC	福建		40	2020年
	环氧乙烷	烟台		15	2020年
	HEMA	烟台		2	2020年
	HDPE	烟台		35	2020年
	LLDPE	烟台		45	2020年
	苯乙烯	烟台		65	2020年
	丁二烯	烟台		5	2020年
	改性MDI	珠海	4		

公司发展分为三阶段，前期依靠MDI完成资金积累，中期公司布局重资产、低盈利石化业务，完成产业链一体化，同时不断投入研发开辟新赛道，未来公司依托MDI稳定现金流贡献+持续的研发投入+大化工产品线平台发展汽车材料、涂料、可降解塑料、香料、新材料等下游延伸领域，成长前景可观。

❑**相关标的：万华化学(600309)**

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

未来万华化学继续实现全品类产品的扩张

业务板块	产品	基地	产能	计划新增	时间
精细&新材料	PC	烟台	7	13	2020年
	异丙苯	烟台		53	2021-2022年
	MMA	烟台	5		
	PMMA	烟台	8		
	TPU	烟台	12		
	TPU	BC		3	2020-2023年
	苯酚/丙酮	烟台	65		2021-2022年
	双酚A	烟台		48	2021-2022年
	水性涂料	珠海	10	10	2020-2022年
	HDI	珠海	5	3	2020-2022年
	HDI	烟台	1.5		
	HMDI	烟台	1	1	2020-2022年
	HMDA	烟台	1		
	IPDI	烟台	1.5	1.5	2020-2022年
	IPDA	烟台	2.5		
	SAP	烟台		6	2020-2022年
	尼龙12	烟台		4	2022年
	柠檬醛及衍生物	烟台		4	2024年
	POE	烟台		20	2025年
	大硅片	烟台		-	规划
	可降解塑料	烟台		-	规划

重点研发项目

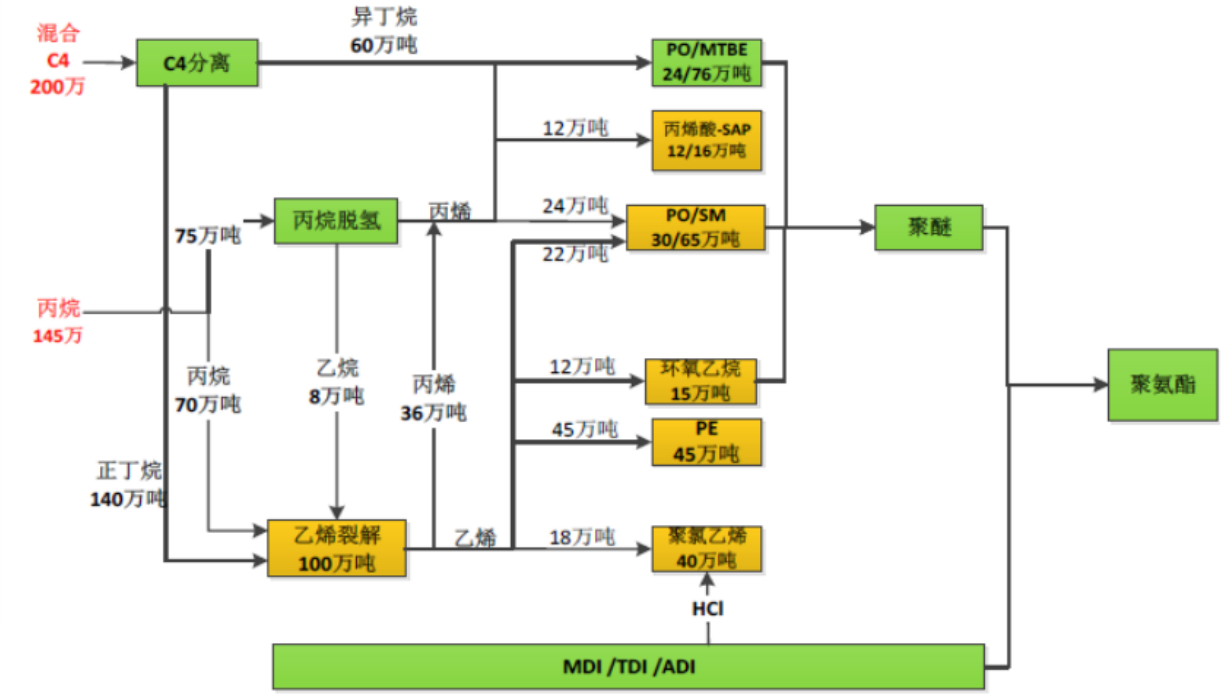
MDI	研发储备第七代技术
三元正极材料	拟投资11.6亿元，建设年产锂电池三元正极材料1万吨项目
可降解塑料	项目中试
大尺寸单晶硅	技术研发储备
POE	项目中试
水性涂料	25万吨高性能改性树脂项目（一期）主要建设年产10万吨改性聚丙烯树脂装置、年产10万吨水性树脂装置等；西南基地项目（二期）项目总投资400亿元，主要建设高性能树脂和水性涂料。
柠檬醛	预计2024年投产
尼龙12	预计2022年投产

❑相关标的：万华化学(600309)

数据来源：公司公告，wind，西南证券整理

大乙烯项目是石化板块重要的产品、产能扩张

一期投资168亿的100万吨乙烯项目预计2020年四季度投产，2020年9月乙烯装置中交，项目投产后预计贡献业绩增量20-30亿。二期120万吨乙烯项目，计划投资200亿，以石脑油、混合丁烷为原料，包括乙烯裂解、裂解汽油加氢、芳烃抽提、丁二烯、高密度聚乙烯、低密度聚乙烯、聚烯烃塑性体/弹性体、聚丙烯等装置及配套公用工程。乙烯项目的建设有利于完善万华烟台工业园聚氨酯产业链一体化，有利于解决工业园聚醚多元醇生产过程中需要的原料环氧乙烷、环氧丙烷，并可以消耗异氰酸酯产业链的副产品盐酸，推动产业的平衡发展。此外，该项目还采用国际最先进工艺和万华自主研发的环保法 PO/SM 环氧丙烷生产技术，将打造国内最高水平的乙烯产业链，填补国内领域的空白，打破国外技术垄断。



数据来源：公司公告，西南证券整理

❑相关标的：

万华化学(600309)

投资主线二：全球农药景气度有望底部复苏，持续推荐农药龙头

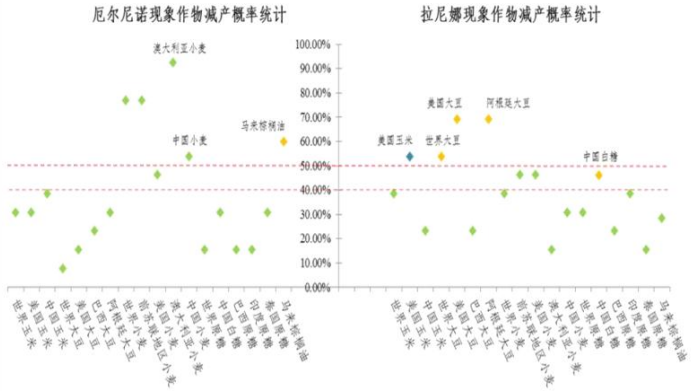
农产品需求恢复，价格回升，带动农药行业景气复苏

- 2020-2021年，农产品供需情况好转：1、中国生猪存栏量逐步恢复，农产品需求逐步增加；2、拉尼娜气候对应着农产品价格的高点区域，未来拉尼娜企业将会加剧农产品价格的波动。
- 农药需求已经触底回升，多种农药价格触底反弹。

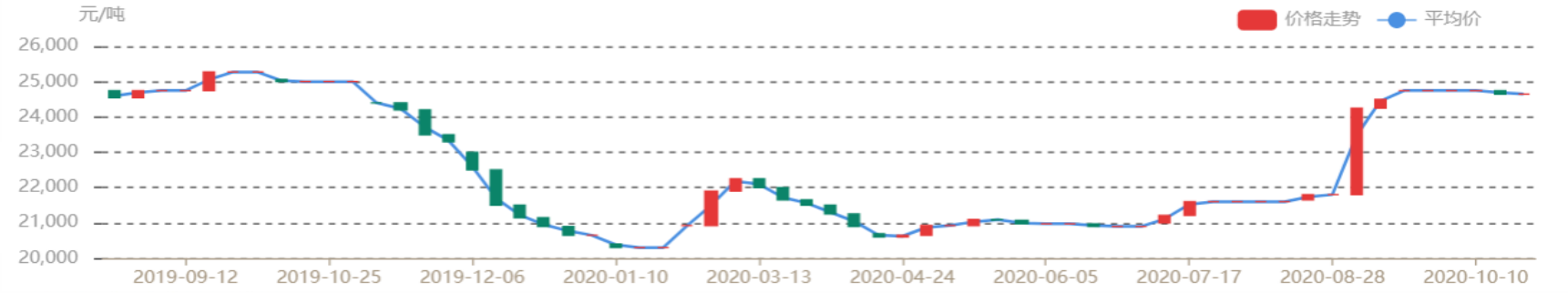
生猪出栏量预估

	出栏量环比	
20年一季度	-6.0%	
20年二季度	-8.9%	
20年三季度	1.2%	20/21年度出栏同比增加27%
20年四季度	18.2%	
21年一季度	11.9%	
21年二季度	0.6%	
19/20	26,323	
20/21	33,490	

天气因素是农产品供给短缺的制造者



农药价格开始触底回升（以草甘膦为例）



数据来源：公司公告，西南证券整理

投资主线二：全球农药景气度有望底部复苏，持续推荐农药龙头

政策指引，农药行业集中度进一步提升，龙头企业市场份额进一步提升

- 《农药工业“十三五”发展规划》提出，到2020年，我国农药原药企业数量减少30%，其中年销售额在50亿元以上的农药生产企业达到5个以上，年销售额在20亿元以上的企业达到30个以上，着力培育2-3个年销售额超过100亿元、具有国际竞争力的大型企业集团。国内排名前20位的农药企业累计销售额达到全国总销售额的70%以上。建成3-5个生产企业集中的农药生产专业园区，到2020年力争进入化工集中区的农药原药企业达到总数的80%以上。
- 2017年以来，在环保等相关政策指引和行业整合的趋势下，中国农药企业也加速突围，在全球前20强中，占据了半壁江山。

2019年全球农化20强，中国企业占据十席

2019 财年排名 (2018 财年)	公司	2019 财年销售额 [1] (报告货币计)	2018 财年销售额 [1]	2017 财年销售额 [1]	变化率% [2] (2019/2018)
1 (2)	拜耳作物科学 [3]	10,374 (€9,263)	9,641	7,622	+ 7.6
2 (1)	先正达 [4,5]	10,118 ($10,118)	9,909	9,244	+ 2.1
3 (3)	巴斯夫 [6]	7,123 (€6,360)	6,916	6,704	+ 3.0
4 (4)	科迪华 [6]	6,256 ($6,256)	6,445	6,184	- 2.9
5 (5)	富美实	4,609.8 ($4,609.8)	4,285.3	2,531	+ 7.6
6 (7)	联合磷化 [7]	4,461 (INR316,260)	2,688	2,296	+ 66.0
7 (6)	安道麦 [4]	3,611 ($3,611)	3,617	3,259	- 0.17
8 (8)	住友化学 [8]	2,575 (-)	2,538	2,487	+ 1.5
9 (9)	纽发姆 [9]	2,517 (Aus$ 3,536)	2,332	2,234	+ 7.9
10 (14)	扬农化工	1,251 (Yuan 8,639)	788	646	+ 58.8
11 (13)	山东潍坊润丰	880 (Yuan 6,074)	809	747	+ 8.8
12 (10)	北京颖泰嘉和	757 (Yuan 5,230)	935	900	- 19.0
13 (11)	南京红太阳	691 (Yuan 4,768)	891	710	- 22.4
14 (16)	浙江新安化工	690 (Yuan 4,763)	665	623	+ 3.8
15 (12)	组合化学 [10]	663 (¥ 72,623)	881	693	- 24.7
16 (18)	日产化学 [8]	655 (¥ 64,038)	571	517	+ 14.7
17 (19)	立本作物科技	617 (Yuan 4,261)	561	538	+ 10.0
18 (17)	利尔化学	586 (Yuan 4,044)	606	465	- 3.3
19 (15)	四川福华	572 (Yuan 3,946)	721	639	- 20.7
20 (-)	湖北兴发化工	523 (Yuan 3,614)	509	-	+2.8

数据来源：公司公告，西南证券整理

扬农化工：打造“研-产-销”一体化的菊酯龙头

扬农化工主要业务

- 江苏扬农化工股份有限公司成立于1999年，为国家重点高新技术企业、中国拟除虫菊酯类农药生产基地、全国化工企业环境保护先进单位。公司积极发展环境友好型农药，现拥有省拟除虫菊酯类农药工程研究中心、省农药清洁生产技术重点实验室、全国农药标准化技术委员会拟除虫菊酯工作组等创新平台。
- 公司主营业务为**农药产品的研制、生产、销售**，产品主要分为杀虫剂、除草剂和杀菌剂。

公司主要产品及产能

业务板块	产品	产能（万吨/年）
杀虫剂	菊酯产品	农用菊酯产能6500吨，卫生菊酯产能3500吨
	其他产品	其他杀虫剂产品产能2400吨
	中间体	贲亭酸甲酯5000吨，醚醛3000吨
除草剂	草甘膦	IDA法产能30000吨
	麦草畏	25000吨
杀菌剂	保护类、内吸式	保护类杀菌剂（氟啶胺、代森锰锌）产能8500吨，内吸式杀菌剂（丙环唑、吡唑醚菌酯）4000吨

数据来源：公司公告，西南证券整理

公司发展历史

- 1949：东北化工研究局成立（沈阳化工研究院前身）
- 2002：江苏扬农化工股份有限公司上市，产品包括农用菊酯、卫生菊酯
- 2008：于2003年成立的江苏仪征优士化学有限公司项目投产；项目包括农用菊酯及中间体产能扩建，以及3万吨IDA法草甘膦的投产
- 2011：携手中化集团，多处新产能形成“一中心四基地”的产业布局，推进二氯苯、除虫菊酯、环氧树脂等新项目建设
- 2013：江苏优嘉植物保护有限公司成立
- 2014：优嘉一期工程建成，成功投产5000吨麦草畏
- 2017：优嘉二期工程建成，新增2万吨麦草畏产能，退出落后产能
- 2019：收购中化作物与农研公司，形成研产销一体化产业链；建设优嘉三期（主推农用菊酯）、优嘉四期（主推联苯菊酯）、制剂与仓储项目

❑相关标的：扬农化工(600486)

扬农化工：打造“研-产-销”一体化的菊酯龙头

公司项目建设

- 2002年，公司产品仅限于菊酯类;后续的仪征优士项目、优嘉一期至五期项目在维持公司菊酯业务主营地位的同时，开拓了除草剂及除菌剂两个新的大类产品，以及其他杀虫剂子品种：2008年全面建成投产的仪征优士项目主要对农用菊酯及菊酯中间体等产品进行扩建;优嘉一期、二期项目新建麦草畏产能共25000吨、草甘膦30000吨，三期项目主要对于优士项目进行搬迁，四期项目延展了原有三大业务线，新建码头及仓储工程项目；2020年4月，公司公告优嘉五期投资8510吨/年杀虫剂、6000吨/年除草剂、6000吨/年杀菌剂和500吨/年增效剂项目。

项目名称	产品分类	主要产品	年产能（单位：吨）
优士化学一期	杀虫剂及中间体	高效氯氟氰菊酯	2000
		贲亭酸甲酯和DV酰氯	2400
		双碳酸二甲酯	2000
		二溴菊酸及溴氰菊酯	100
	除草剂	麦草畏（已关停）	1000
优士化学二期	除草剂	草甘膦	30000
优嘉一期	杀虫剂	拟除虫菊酯（联苯菊酯）	800
	除草剂	麦草畏	5000
	杀菌剂	氟啶胺	1500
	拟除虫菊酯关键中间体	贲亭酸甲酯	1500
优嘉二期	杀虫剂	避蚊胺	50
		卫生菊酯	2600
	除草剂	抗倒酯（生长调节剂）	300
		麦草畏	20000
	杀菌剂	吡唑醚菌酯	1000

数据来源：公司公告，西南证券整理

❑相关标的：扬农化工(600486)

扬农化工：打造“研-产-销”一体化的菊酯龙头

公司项目建设

项目名称	产品分类	主要产品	产能（吨/年）
优嘉三期	杀虫剂	拟除虫菊酯	10825
		噁虫酮	50
		氟啶脲	200
	除草剂	苯磺隆	300
		噻苯隆	200
		高效盖草能	500
	杀菌剂	丙环唑	2000
		苯醚甲环唑	1000
优嘉四期	杀虫剂	拟除虫菊酯（联苯菊酯）	3800
		卫生菊酯	120
		羟哌酯	200
	杀菌剂	氟啶胺	1000
优嘉五期	杀虫剂	联苯菊酯、高效氟氯氰菊酯等	8510
	除草剂		6000
	杀菌剂	氟啶胺、苯醚甲环唑、丙环唑	6000
	增效剂		500

数据来源：公司公告，西南证券整理

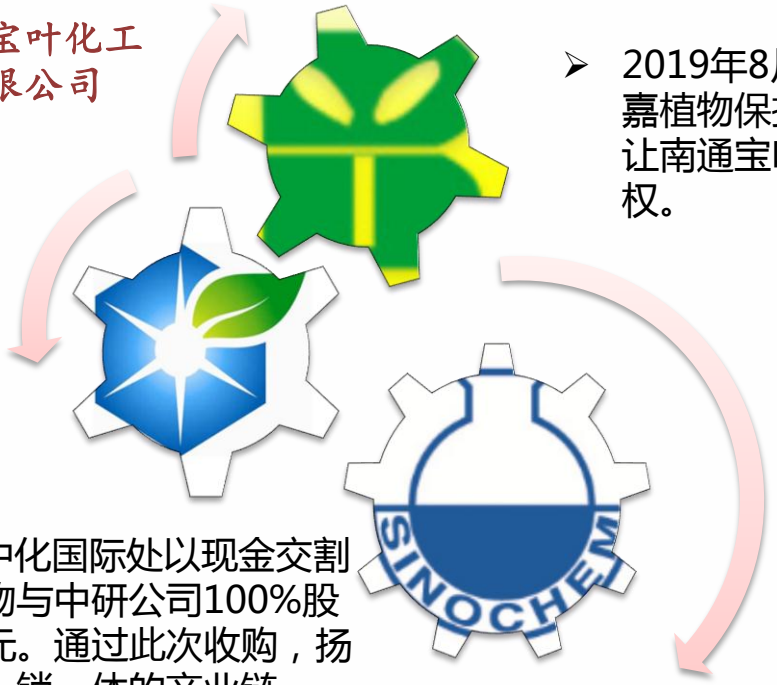
❑相关标的：扬农化工(600486)

扬农化工：打造“研-产-销”一体化的菊酯龙头

公司延产业链的横纵向整合

南通宝叶化工有限公司

中化作物保护品有限公司



沈阳中化农药化工研发有限公司

- 2019年8月，公司全资子公司江苏优嘉植物保护有限公司出资1.32亿元受让南通宝叶化工有限公司100%的股权。

- 2019年6月，公司从中化国际处以现金交割的方式购买了中化作物与中研公司100%股权，交易对价9.13亿元。通过此次收购，扬农化工形成了研、产、销一体的产业链。

中研公司的科研能力 ✚ 中化作物的销售网络

↓

产品、客户的优势互补

南通宝叶的杀菌剂产能

↓

杀菌剂产品线的进一步扩充

数据来源：公司公告，西南证券整理

❑**相关标的：扬农化工(600486)**

利尔化学：草铵膦龙头的内生外延之路

利尔化学主要情况

利尔化学是全球继美国陶氏益农之后最先全面掌握氰基吡啶氯化工业化关键技术的企业，在国内率先开发出了氯代吡啶系列产品中的毕克草、毒莠定、氟草烟等除草剂产品。目前公司绵阳生产基地是国内最大的氯代吡啶类除草剂系列农药产品研发及生产基地，氯代吡啶类产品技术代表国内领先水平，毕克草和毒莠定原药产销量居全国第一、全球第二。同时，公司全面掌握了草铵膦合成关键技术，现已成为国内最大规模的草铵膦原药生产企业，目前草铵膦产能1.5万吨。公司控股子公司江苏快达是国内最早研发、生产、销售取代脲类除草剂、磺酰脲类除草剂、异菌脲杀菌剂的厂家，是国内重要的光气类除草剂生产企业。

公司主要生产基地



数据来源：公司公告，西南证券整理

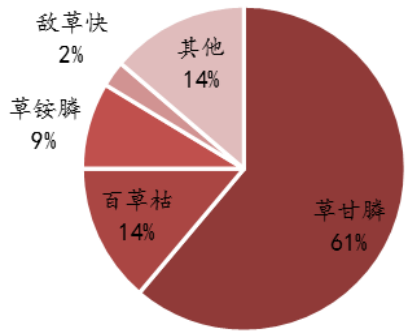
❑相关标的：利尔化学(002258)

利尔化学：草铵膦龙头的内生外延之路

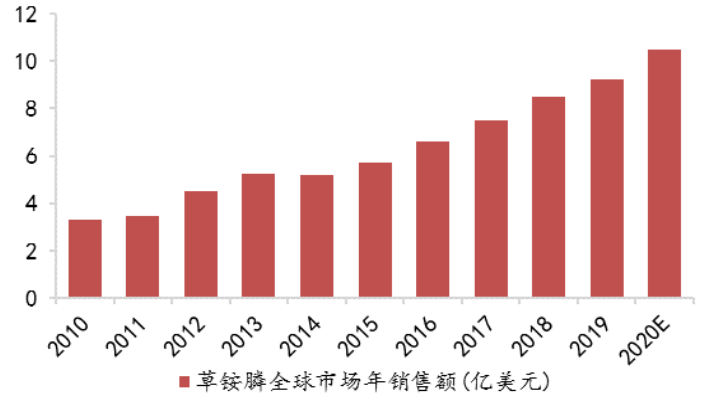
草铵膦市场空间广阔

- 公司核心产品之一草铵膦全球销售额从2007年2.3亿美元提高至2020年10亿美元以上。未来抗草铵膦转基因作物持续推广、替代百草枯等除草剂、复配解决抗性杂草等拉动需求，叠加草铵膦因下降而带来的推广加速，草铵膦市场空间广阔。

全球非选择性除草剂市场结构



全球草铵膦市场发展情况



草铵膦需求驱动力之一：草甘膦复配带来的草铵膦需求

- 目前共47种杂草对草甘膦产生了不同程度的抗药性。通过不同除草剂之间的复配，是目前常用的方法。目前国内常见的草铵·草甘膦复配制剂有效成分含量一般为36%、38%、39%、40%，而草铵膦的含量在6-10%左右。下表假设10%的草甘膦与草铵膦进行复配，混配比例1:4。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
草甘膦需求(万吨)	70.00	72.80	76.44	80.26	84.28	88.49
有混配需求的草铵膦(万吨)	7.00	7.28	7.64	8.03	8.43	8.85
草铵膦需求(吨)	1.75	1.82	1.91	2.01	2.11	2.21

❑相关标的：
利尔化学(002258)

数据来源：公司公告，西南证券整理

利尔化学：草铵膦龙头的内生外延之路

草铵膦需求驱动力之二：抗草铵膦转基因作物持续推广，草铵膦使用量增加

- 全球转基因作物种植面积2019年为2.0亿公顷同比增长5.3%，预计未来仍将以近每年5%左右的速度稳定增长。ISAAA的数据显示，抗草铵膦转基因作物中，受批的玉米种子种类最多，油菜种子其次。从草铵膦销售市场构成来看，油菜是草铵膦施用最多的作物，分别占到全球市场的16.7%与全球用量的20.0%。
- 我们对转基因作物对草铵膦需求的带动进行预测，已知数据与假设条件如下，测算结果如表所示，预计随着抗草铵膦转基因作物的种植面积增长，草铵膦使用量有望每年增长4%左右。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
加拿大抗草铵膦油菜种植面积（万公顷）	430.56	447.78	465.69	484.32	503.69	523.84
全球抗草铵膦油菜种植面积（万公顷）	538.20	559.73	582.12	605.40	629.62	654.80
抗草铵膦油菜草铵膦用量(吨)	6458.40	6716.74	6985.41	7264.82	7555.41	7857.63
抗草铵膦作物草铵膦用量(吨)	10764.00	11194.56	11642.34	12108.04	12592.36	13096.05

草铵膦需求驱动力之三：百草枯禁用，为草铵膦增长释放空间

- 草铵膦需求的增长与政策禁用百草枯有着直接关系。百草枯对人毒性极大，且无特效解毒药，口服中毒死亡率可达90%以上，因而百草枯使用备受争议，各国开始逐步禁用百草枯。2020年，预计全球百草枯产品新增禁用14000吨。预计随着百草枯的逐步禁用，将会为草铵膦的增长释放空间。

	2018	2019	2020	2021	2022	2023
百草枯禁用量(吨)		9000	14000	14000	14000	14000
草铵膦取代用量(吨)		8010	12460	12460	12460	12460

数据来源：公司公告，西南证券整理

❑相关标的：利尔化学(002258)

利尔化学：草铵膦龙头的内生外延之路

草铵膦需求旺盛，供需缺口仍在

- 全球主要的草铵膦厂商包括巴斯夫、利尔化学、UPL，三家的产能占到全世界总产能的70%。考虑到各家的产能建设和投放，经过测算，未来全球草铵膦市场需求旺盛，有可能出现最高1万吨左右的供给缺口，对未来三年草铵膦价格持乐观态度。

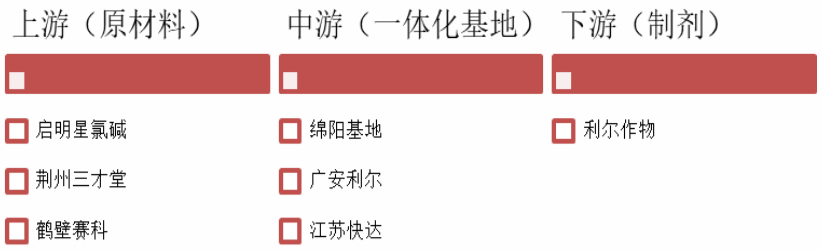
	2018	2019	2020	2021	2022	2023
传统需求(万吨)	0.60	0.62	0.65	0.67	0.70	0.73
百草枯禁用需求(万吨)		0.80	1.25	1.25	1.25	1.25
复配需求(万吨)	1.75	1.82	1.91	2.01	2.11	2.21
转基因作物需求(万吨)	1.12	1.16	1.21	1.26	1.31	1.12
总需求(万吨)	3.47	4.4	5.02	5.19	5.37	5.31
总产量(万吨)	4.05	4.05	4.15	4.25	4.36	4.80
产需缺口(万吨)	0.58	-0.35	-0.87	-0.94	-1.01	-0.51

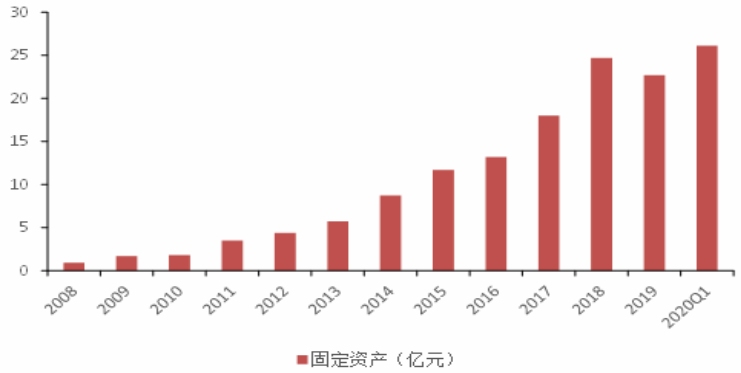
数据来源：公司公告，西南证券整理

❑相关标的：利尔化学(002258)

利尔化学：草铵膦龙头的内生外延之路

内生外延并举，保持高成长性





- 利尔化学绵阳基地通过近20年的发展，逐步形成草铵膦、毕克草、毒莠定等原药生产线；2014年、2018年、2020年投资设立广安利尔、荆州三才堂、Corteva合资公司；在 2010 年、2017年、2018 年、2018 年相继收购江苏快达、湖南比德生化、鹤壁赛科、江油启明星氯碱，实现了全国多点布局。

- 2017至今，公司产品全面发展，一方面做大草铵膦体量，草铵膦产能大幅提高，同时丰富产品线和上游原料配套，资本开支、固定资产都创下历史最高水平。目前利尔化学资本开支仍处于历史较高水平，在建、储备项目丰富，预计未来投资规模还有20亿左右，目前公司正处于发展高速期。

外延并购，全国多点布局，完善品种和上下游产业链 ＋ 内生增长，公司资本开支持续扩张，快速成长

↓

内生外延并举，保持高成长性

数据来源：公司公告，西南证券整理

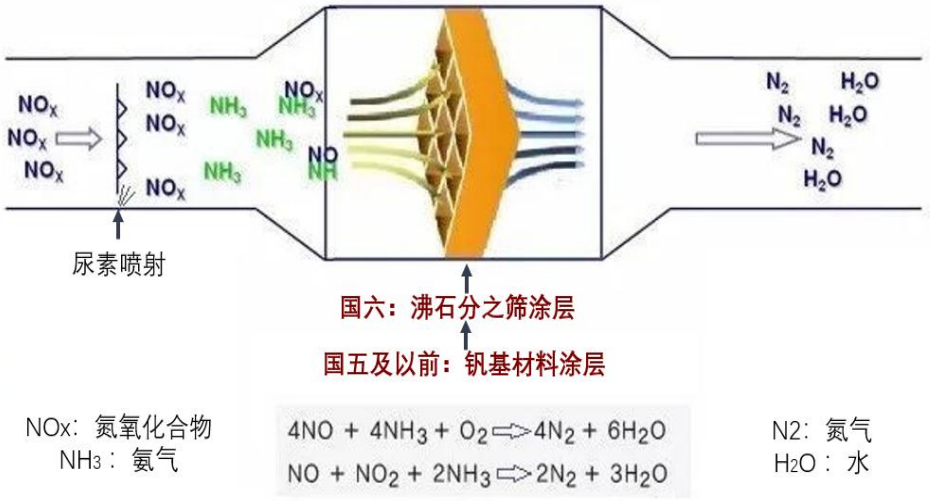
❑相关标的：利尔化学(002258)

投资主线三：需求拉动，沸石及OLED材料迎来爆发性增长

重型柴油车国六排放标准执行计划



沸石分子筛在柴油车SCR催化器中的作用



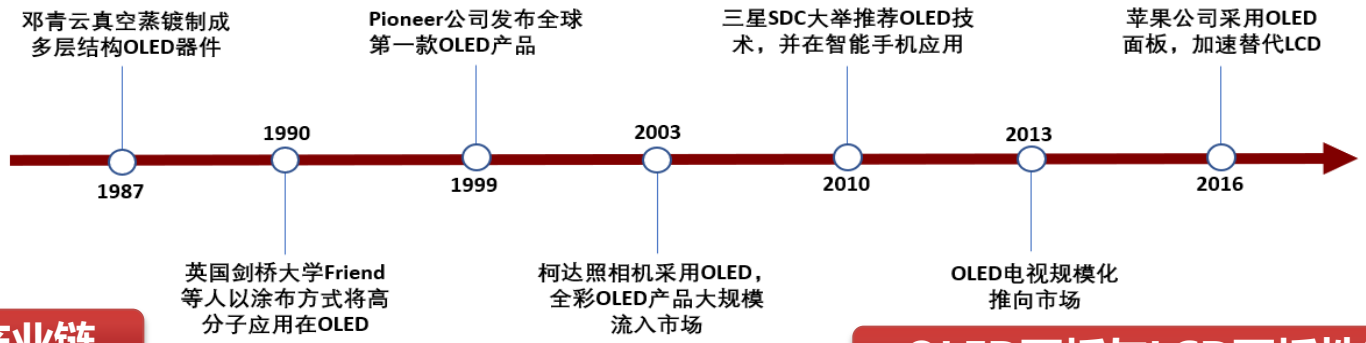
- 因为国六标准下，轻型柴油车和重型柴油车的NOx排放要求分别加严了81%和77%；沸石分子筛是一种无机晶体材料，具有规整的孔道结构、较强的酸性和高的水热稳定性；SCR催化器升级需要将钒基涂层更换为沸石分子筛涂层，沸石分子筛将成为柴油车中的主流涂层。
- 目前，全球所有的柴油车对应的沸石材料需求接近3万吨，主要集中于欧洲和北美；国内市场在国六标准之前，沸石分之筛需求基本为零。
- 我们测算2018年国内沸石分子筛需求量为10485吨，其中轻型柴油车和重型柴油车需求量分别为3960吨和6525吨，存量市场和新增市场分别为4485吨和6000吨。到2020年沸石分子筛需求量将是2018年的1.7倍，累计增长70%，达到17828吨。

❑相关标的：万润股份(002643)

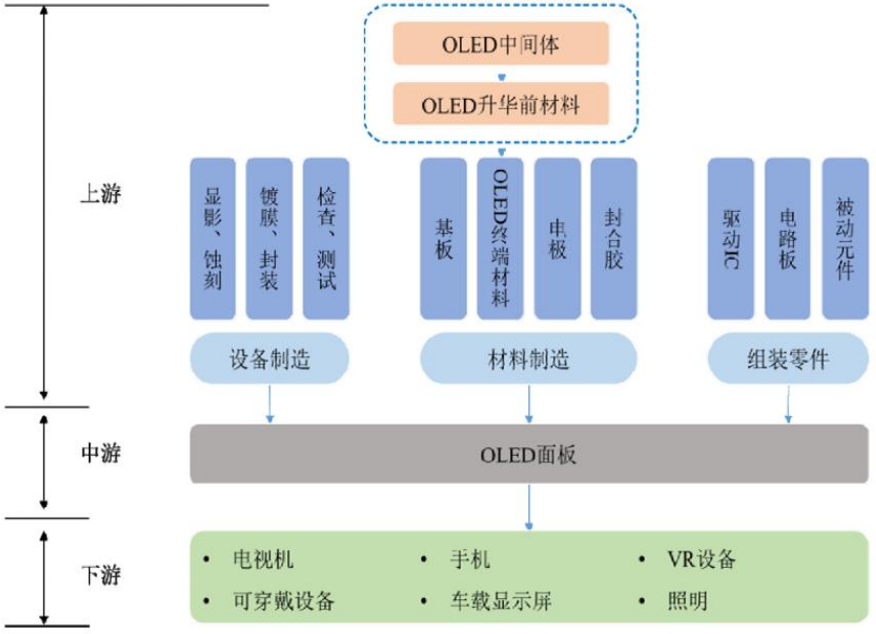
数据来源：国家环保部，新材料在线,西南证券整理

投资主线三：需求拉动，沸石及OLED材料迎来爆发性增长

OLED发展历程



OLED产业链



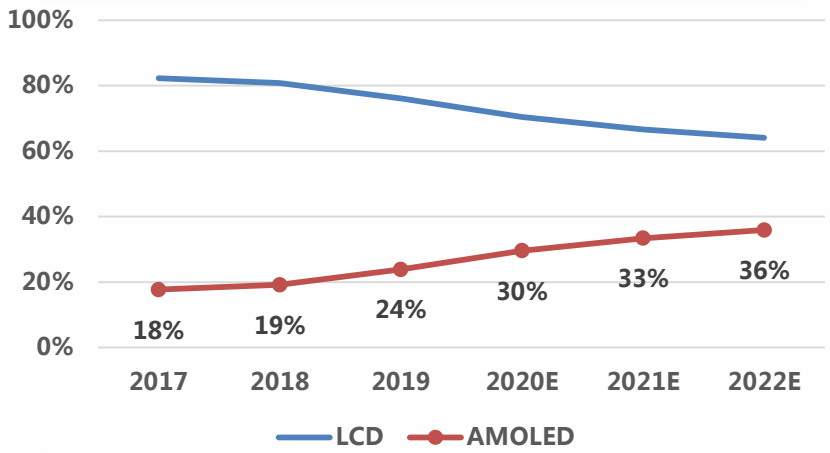
OLED面板与LCD面板性能比较

序号	特性	TFT-LCD	OLED
1	柔性显示	不可能	可能
2	透明显示	可能	可能，更易实现
3	响应速度	1ms	20μs
4	视角	170	180
5	色彩饱和度	60%-90%	110%
6	工作温度	-20℃-70℃	-40℃-85℃
7	对比度	1500:1	200万：1
8	发光方式	被动发光（需背光）	自发光（不需背光）
9	厚薄	2.0mm	<1.5mm
10	制造流程	复杂，超200道工序	简单，86道工序
11	耐撞击	承受能力差	承受能力强

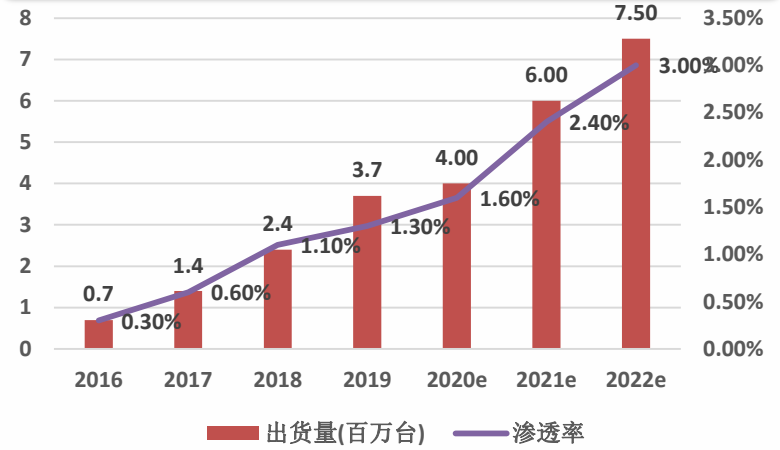
数据来源：前瞻产业研究院，瑞联新材招股说明书，CNKI，西南证券整理

投资主线三：需求拉动，沸石及OLED材料迎来爆发性增长

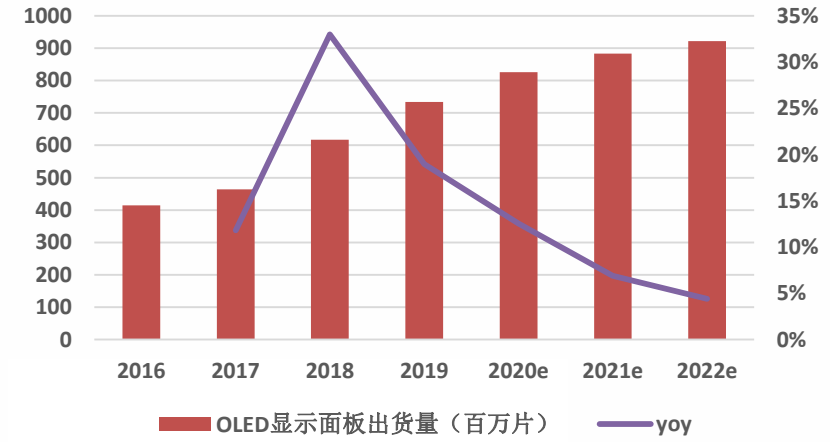
全球AMOLED和LCD智能手机面板渗透率



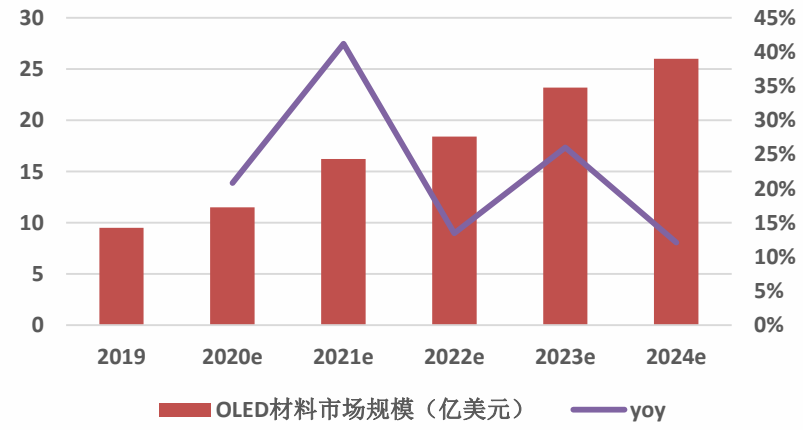
全球OLED电视面板出货量及渗透率



全球OLED面板出货量



OLED材料市场规模预测



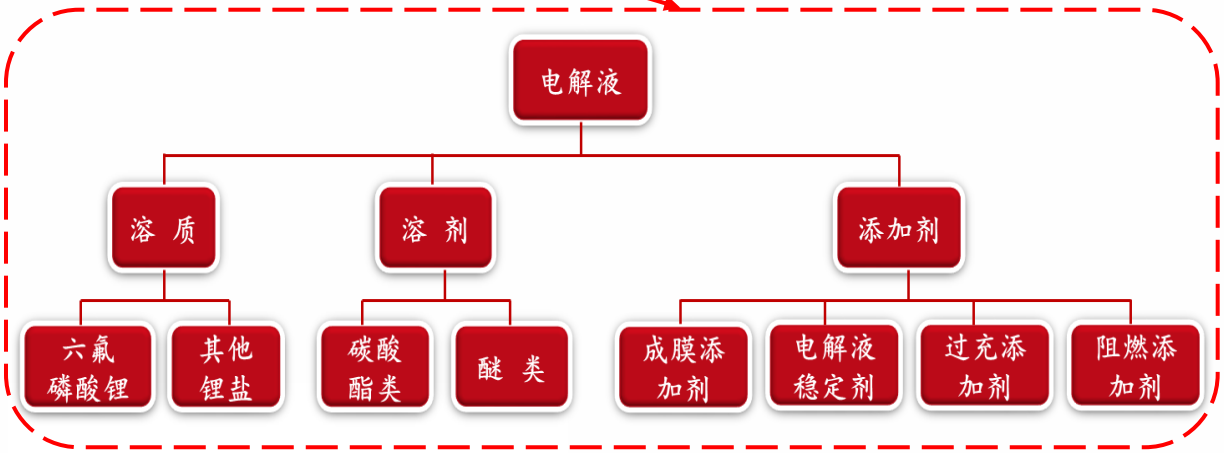
数据来源：IHS，西南证券整理

❑相关标的：万润股份(002643)

投资主线四：新能源汽车重回增长轨道，带动上游锂电材料需求

锂离子电池产业链



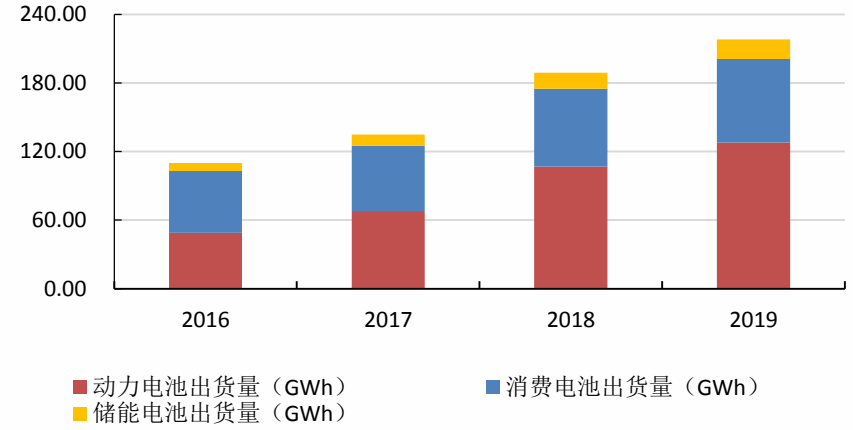




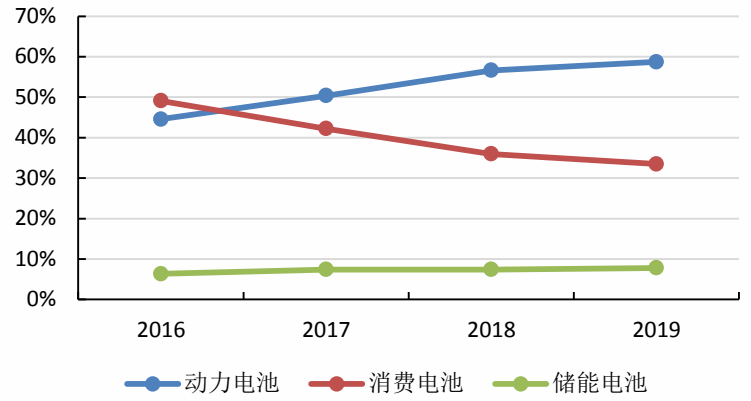
数据来源：公司公告，公开资料，西南证券整理

新能源汽车增势强劲，动力电池需求不断上升

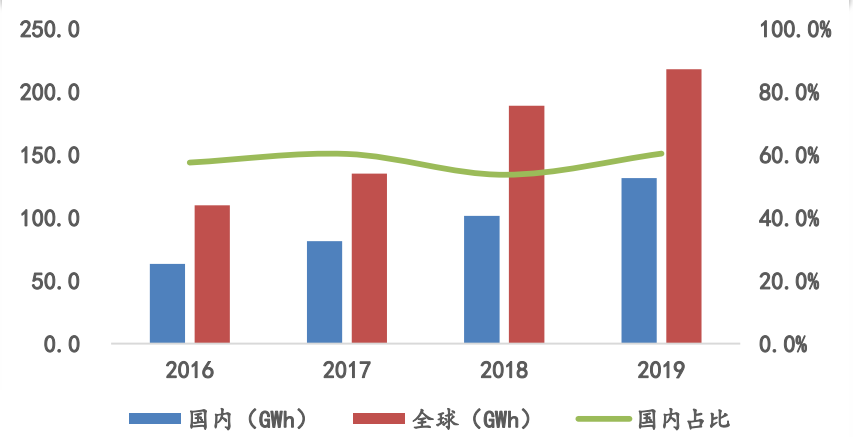
全球三大锂离子电池出货量



全球三大锂离子电池出货量占比



我国锂离子电池出货量及占比



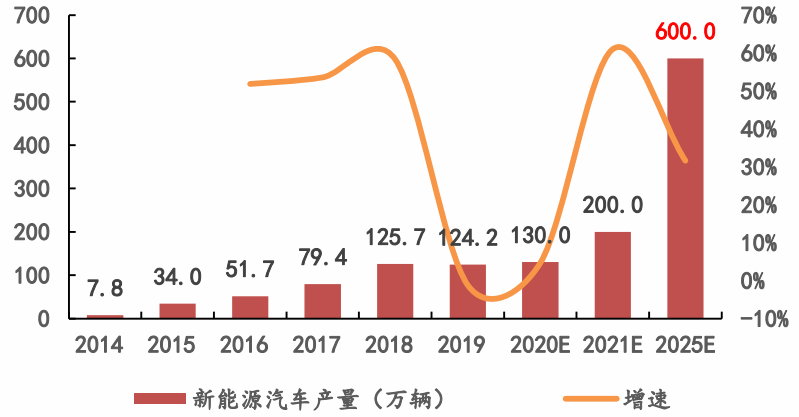
- 2019年全球锂离子电池出货量218GWh，同比增长15.3%，其中动力电池出货量128GWh，同比增长19.6%，消费电池出货量73GWh，同比增长7.4%，储能电池出货量17GWh，同比增长21.4%。
- 2019年全球动力电池出货量占锂电池出货量比例为58.7%。受新能源车产销快速增长，动力电池出货占比自2016年超过消费电池，并持续快速增长。
- 2019年中国锂离子电池出货量为131GWh，同比增长29.8%，占全球锂离子电池出货量的60.4%，同比提高6.7个百分点。

数据来源：高工产业研究院（GGII），wind，公开资料，西南证券整理

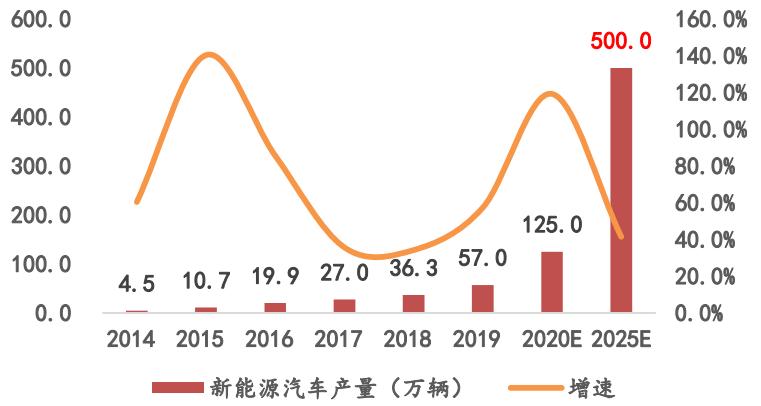
❑相关标的：新宙邦（300037）

新能源汽车增势强劲，动力电池需求不断上升

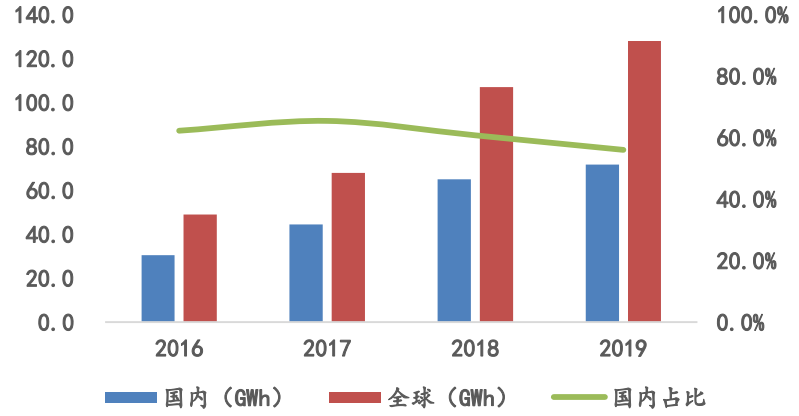
我国新能源汽车产量



欧洲新能源汽车产量



我国动力电池出货量及占比



受新能源车补贴退坡影响，2019年新能源汽车产量124万辆，同比下降1%。2020年预计新能源车产销环比持平。根据工信部规划，2025年国内新能源汽车销量比例目标为25%，销量将达到600万辆以上，国内新能源车未来5年CAGR超过30%。

全球电动化进程加速，Marklines预测欧洲未来7年的新能源汽车销量年化增速将达到40%以上，2030年欧洲市场电动车销量有望达到700万辆规模，年均复合增速30%。

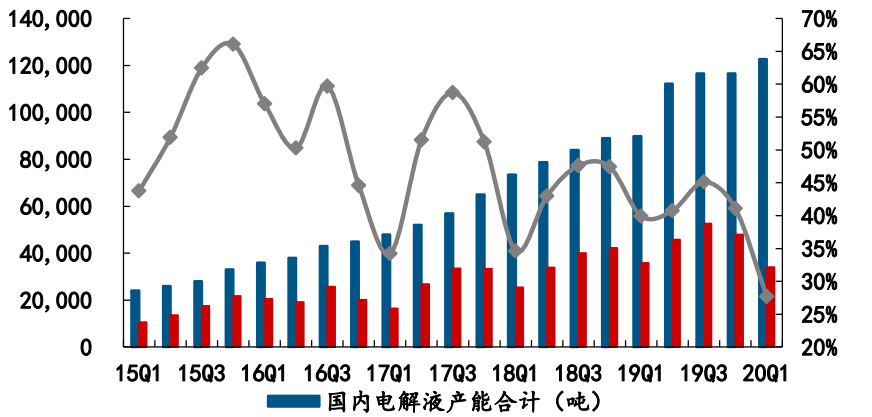
2019年我国动力电池出货量71.7GWh，同比增长10.3%，占全球动力电池出货量56%。随着我国电池企业竞争力增加，特斯拉中国工厂投产，未来国内电池、电池材料国产化比例有望进一步提高。

数据来源：高工产业研究院（GGII），marklines，中汽协，西南证券整理

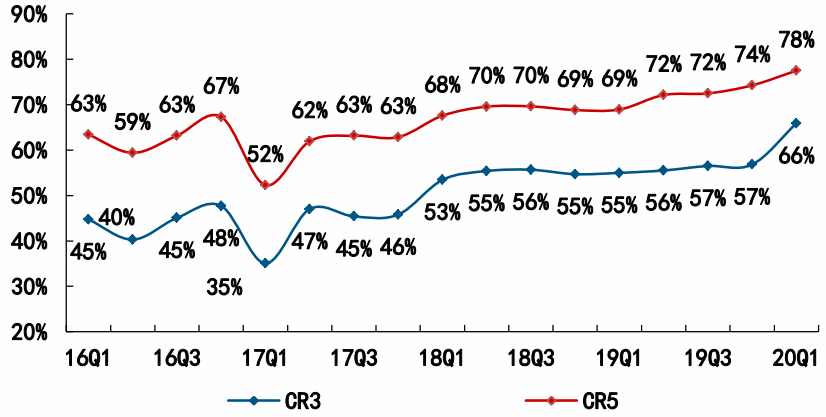
❑相关标的：新宙邦（300037）

电解液行业集中度提高，添加剂和新型锂盐是未来发展方向

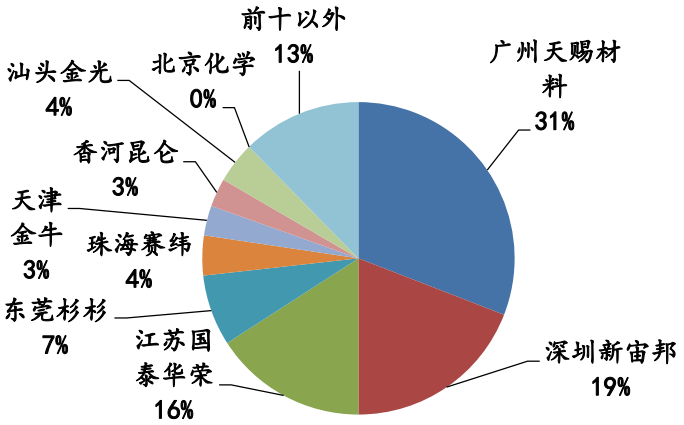
我国锂电池电解液产量增长稳定



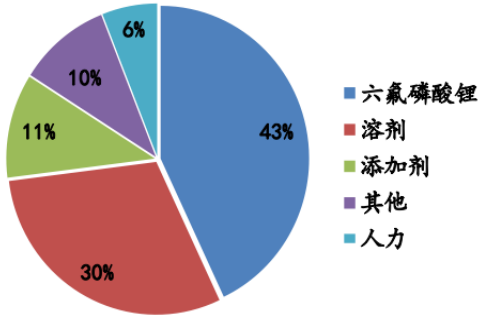
我国电解液市场集中度持续提升



2020年国内电解液市场份额情况



电解液成本分布



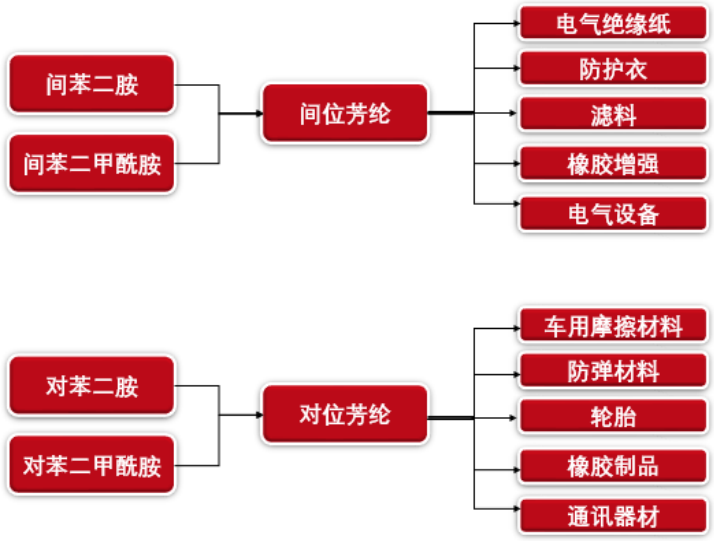
■ 目前，添加剂和新型锂盐的开发，是电解液领域的重点研究方向，能有效改善电池循环和高低温等性能。

数据来源：高工产业研究院（GGII），公司公告，西南证券整理

❑相关标的：新宙邦（300037）

投资主线五：看好芳纶行业国产化替代、产业结构调整带来的投资机会

芳纶纤维分为间位芳纶与对位芳纶，是国家战略新兴产业



- **间位芳纶具有优异的热稳定性、阻燃性、电绝缘性、化学稳定性和耐辐射性。**热稳定性是其最重要的特性，可在200℃高温下长期使用不老化，具有极佳的尺寸稳定性。
- **对位芳纶具有高比强度、高比模量、耐高温和阻燃等优异性能，与碳纤维、高强高模聚乙烯并称为世界三大高性能纤维。**拉伸强度是钢丝的6倍，是玻璃纤维和高强尼龙工业丝的2-3倍；拉伸模量是钢丝和玻璃纤维的2-3倍、高强尼龙工业丝的10倍；其密度只有钢丝的1/5左右。

对位芳纶、碳纤维、高分子聚乙烯是世界三大高性能纤维，性能优异

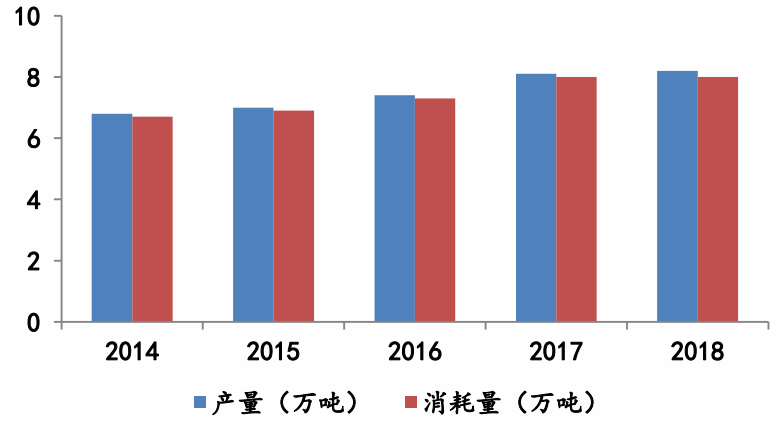
产品	密度（g/cm3）	拉伸强度（GPa）	拉伸模量（Gpa）	断裂伸长率（%）	裂解温度（℃）
对位芳纶	1.44	2.7-3.4	60-132	2.4	550
间位芳纶	1.34	0.68	17	22	400
碳纤维	1.76	3-7	200-300	1.5	高温氧化
高分子聚乙烯	0.98	3.4	100	3.1	140
不锈钢	7.8	2.8	200		

数据来源：CNKI，wind，西南证券整理

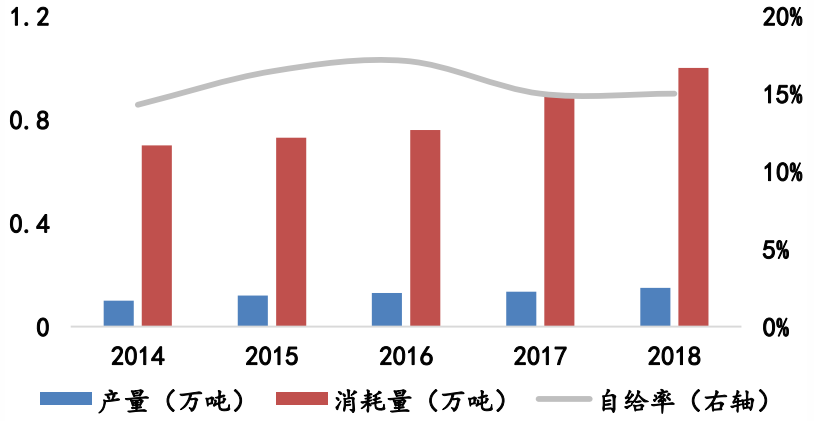
❑相关标的：泰和新材(002254)

对位芳纶技术壁垒高，国内产能严重不足，国产化替代进程加速

全球对位芳纶产销量



我国对位芳纶自给率极低



全球对位芳纶生产企业

企业	国家	产能（吨/年）	市占率
杜邦	美国	32000	40.8%
帝人	日本	32000	40.8%
可隆	韩国	5000	6.4%
泰和新材	中国	4500	5.7%
晓星	韩国	1500	1.9%
蓝星新材	中国	1000	1.3%
中芳特纤	中国	1000	1.3%
仪征化纤	中国	1000	1.3%
瑞盛新材	中国	500	0.6%
合计		78500	100%

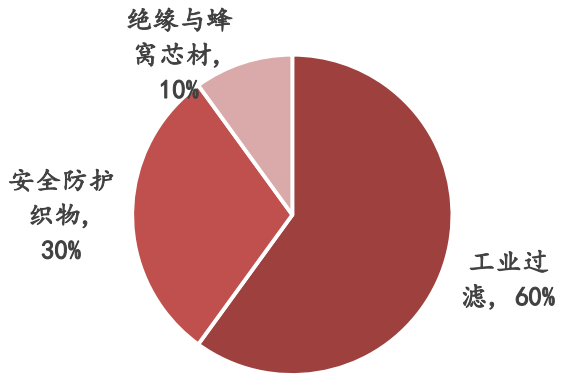
数据来源：CNKI，wind，西南证券整理

- 目前全球对位芳纶年产销量约8万吨，市场规模200亿人民币左右，生产厂家主要为美国杜邦和日本帝人，两者合计市占率在80%以上。
- 国内对位芳纶年需求量约1万吨，2019年国内产量约2000吨，自给率只有20%。目前规模化量产企业只有泰和新材，由于技术壁垒极高，国内蓝星新材、中芳特纤、仪征化纤、瑞盛新材等企业仍处于中试。
- 我国对位芳纶下游约50%应用于光缆防护、30%应用于汽车工业、10%应用于防弹保护、10%应用于其他领域，根据中国化学纤维工业协会预测，到2025年我国对位芳纶的需求量有望达到20000吨，年增长率15%左右。

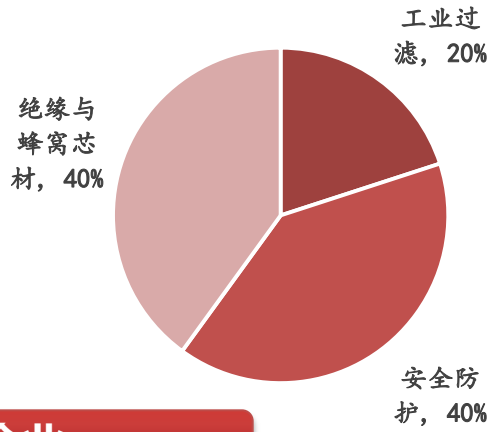
❑相关标的：泰和新材(002254)

间位芳纶国内需求低端化，需求结构转型带来新空间

国内下游以过滤材料为主



国外下游以绝缘、防护为主




安全防护服


高温过滤材料


绝缘纸


蜂窝结构材料

全球间位芳纶生产企业

企业	国家	产能（吨/年）	市占率
杜邦	美国	22000	56.4%
泰和新材	中国	7000	17.9%
帝人	日本	4500	11.5%
超美斯	中国	3000	7.7%
东丽熊津	韩国	1500	3.8%
汇津仕	韩国	1000	2.6%
合计		39000	100%

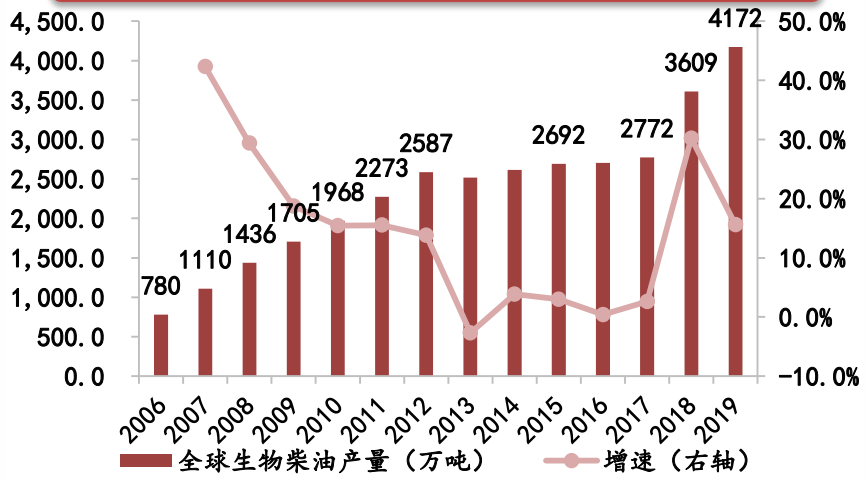
数据来源：CNKI，wind，西南证券整理

- 目前全球间位芳纶年产销量约4万吨，市场规模50亿人民币左右，生产厂家主要为美国杜邦、泰和新材和日本帝人，三者者合计市占率在85%以上。
- 国内间位芳纶年需求量约6000-7000吨，2019年国内产量约9000吨，出口2000吨左右。目前国内间位芳纶生产企业为泰和新材、江苏超美斯两家。
- 我国间位芳纶下游约60%应用于较低端的工业过滤领域，30%应用于安全防护织物，10%应用于高端的绝缘材料与蜂窝芯材。国外对位芳纶下游40%用于绝缘材料与蜂窝芯材，40%用于安全防护，只有20%用于工业过滤领域，预计未来间位芳纶在新能源汽车、蜂窝芯材等领域的用量将显著增长。

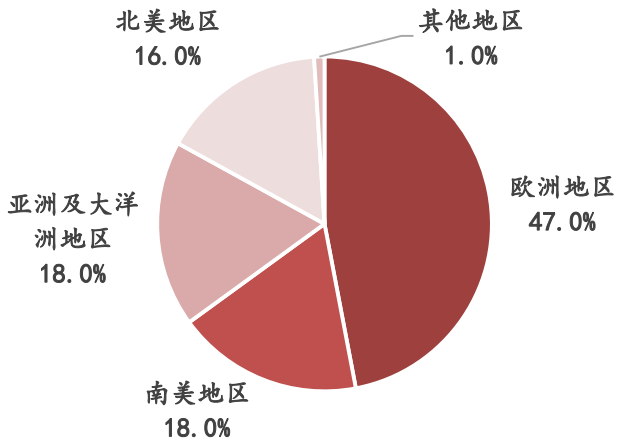
❑相关标的：泰和新材(002254)

投资主线六：欧洲市场政策强势推动，国内生物柴油行业发展进入黄金阶段

全球生物柴油产量持续增长



全球生物柴油市场半数在欧洲



生物柴油分类及欧盟减排属性

生物柴油种类（按原料列示）	温室气体减排参考值
菜籽油	38%
大豆油	31%
向日葵油	51%
棕榈油（未指定工艺）	19%
棕榈油（油厂甲烷捕获工艺）	56%
废动植物油脂生物柴油	83%

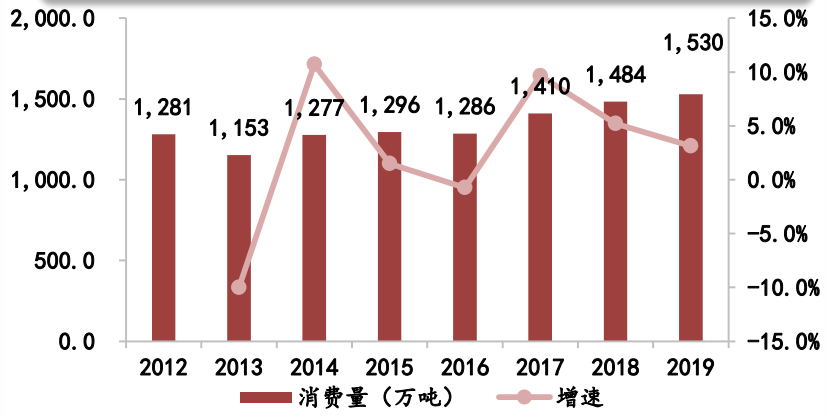
- 生物柴油素有“绿色柴油”之称，是以植物油、动物油、废弃油脂或微生物油脂为原材料，与甲醇/乙醇经酯化反应生成的脂肪酸甲酯/乙酯，其性能与普通柴油非常相似，是优质的石化燃料替代品。
- 2019年全球生物柴油产量4172万吨，同比增长13%，过去10年生物柴油产量的复合增速达到10.3%，其中98.5%用于燃料用途。欧洲是全球生物柴油最大的消费市场和进口市场，年消费量接近2000万吨，年进口需求在300万吨左右。

数据来源：CNKI，wind，西南证券整理

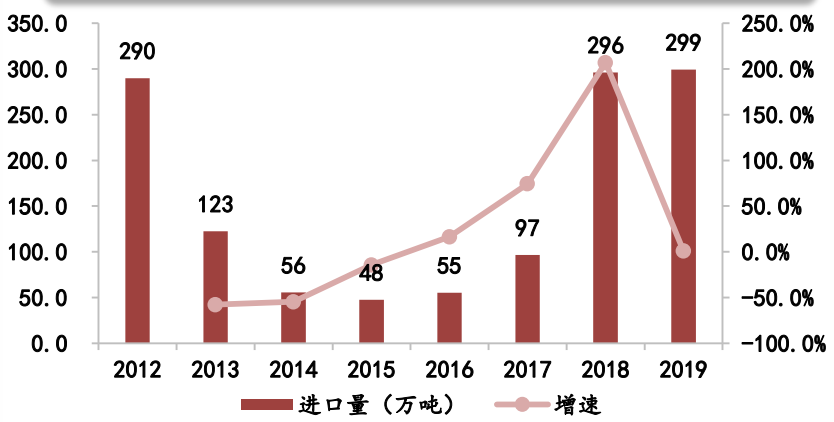
❑相关标的：卓越新能(688196)

投资主线六：欧洲市场政策强势推动，国内生物柴油行业发展进入黄金阶段

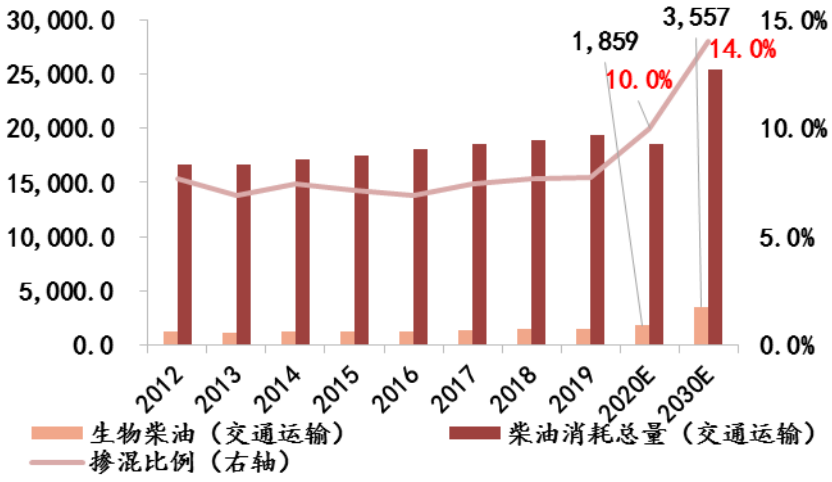
欧洲市场生物柴油消费量及增速



欧洲市场生物柴油进口量及增速



欧洲生物柴油市场规模测算（万吨）



- 2019年欧洲生物柴油消耗量1530万吨，受生物柴油强制掺混政策影响，近三年来欧洲生物柴油消耗量增长较快，2017-2019年增速分别为9.7%、5.2%、3.1%。
- 受欧洲生柴生产商成本偏高及取消东南亚反倾销税的影响，欧洲生物柴油供需缺口被拉大，2018年进口量296万吨，同比增206.8%，2019年进口量299万吨。未来随着欧盟各成员国落实RED Ⅱ生物柴油掺混政策，欧洲市场进口需求有望进一步加大。
- 2020年欧洲市场生物柴油需求量达到1859万吨，2030年达到3557万吨。2020年欧洲市场生柴规模达到1300亿元，2030年达到2500亿元。

❑相关标的：卓越新能(688196)

数据来源：CNKI，智研咨询,西南证券整理

投资主线六：欧洲市场政策强势推动，国内生物柴油行业发展进入黄金阶段

欧洲生物柴油政策一览

时间	政策
1997年	《京都议定书》
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》
2006年	《欧盟生物燃料战略》
2009年	《可再生能源指令》（RED）
2014年	《2030气候与能源框架协议》
2015年	《生物柴油调和燃料的B20/B30标准》
2016年	《间接土地使用变化指令》（ILUC）
2018年	《可再生能源指令2》（RED II）

- 2009年，RED要求2020年欧洲交通部门的生物燃料掺混比例为10%，2018年，RED II要求2030年达到14%。
- RED II规定传统生物柴油（棕榈油、菜籽油、豆油等为原材料）掺混上限将从2021年的7%下降到2030年的3.8%。由于提取棕榈油可能破坏热带雨林、引发气候变化，欧盟逐渐开始停用棕榈油为原料的生物柴油。
- 废油脂制备的生物柴油（UCOME）大多以双倍量计算生物燃料使用量。非食物为原料的先进生物燃料的掺混下限将从2021年的1.5%上升到2030年的6.8%。其中，PART B 生物燃料（UCOME生物柴油）在2030年要求比例为1.7%，增量空间约440万吨，增量市场空间300亿元。

欧盟生物燃料政策及生物燃料掺混现状

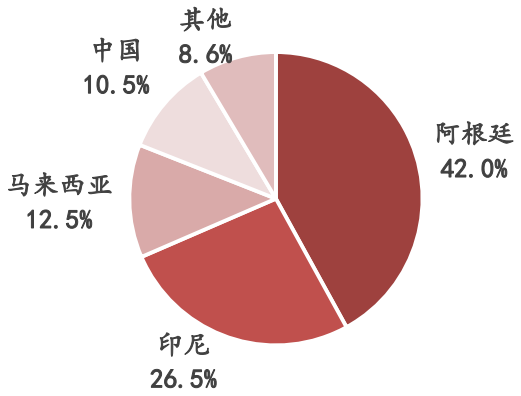
大类	小类	碳排放计数规则	最新政策：RED II（2018签订，2021生效）		原有政策要求：RED I / CCP / ILUC		2019实际比例	
传统生物燃料		单倍计数	2030年达到32% 2030年交通部门达到14%	2021：<7% 2030：<3.8%	CCP要求2020年再生能源总量20% RED I 要求交通部门占10%	<7%	交通部门7.7%（生物柴油）	4.6%
先进生物燃料	part A	双倍计数		下限： 2021：1.5% 2030：6.8%		>0.5%		0.2%
	part B	双倍计数		2030：1.7%		–		–

数据来源：CNKI，智研咨询,西南证券整理

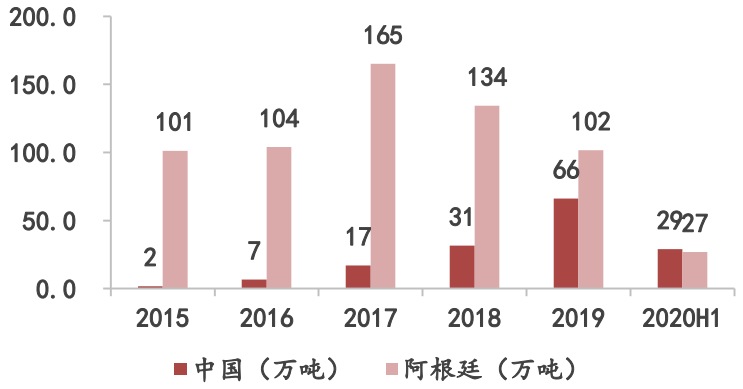
❑相关标的：卓越新能(688196)

投资主线六：欧洲市场政策强势推动，国内生物柴油行业发展进入黄金阶段

2018年欧洲生物柴油进口结构



中国与阿根廷生物柴油出口欧盟对比



我国生物柴油主要公司

公司名称	省份	产能规模（万吨/年）
卓越新能	福建	24
浙江东江能源（嘉澳环保）	河北	10
河北金谷集团	河北	10
唐山金利海	河北	6
荆州大地生物	湖北	5
上海中器环保科技	上海	3.6
合计		58.6

- 欧洲进口生物柴油的来源主要有阿根廷、印尼、马来西亚和中国，阿根廷以大豆油制生物柴油（SME）为主，印尼、马来西亚以棕榈油制生物柴油（PME）为主，中国以废油脂为原料生产生物柴油（UCOME），未来有望进一步抢占欧洲市场的生物柴油份额。
- 2020年上半年我国生物柴油出口量29万吨，同比增长13.4%，大幅超预期，在生物柴油主要出口国中增速最高。
- 国内生物柴油产能不足100万吨，卓越新能是国内产能最大、出口量最大的生物柴油生产企业。

❑相关标的：卓越新能(688196)

数据来源：CNKI，海关总署，西南证券整理

目　录

2020年行业回顾

2021年行业投资策略

2021年重点推荐投资标的

万华化学（600309）：进击全球的中国化工龙头

投资逻辑：

1）公司作为全球MDI行业龙头，随着国内新增产能的释放，全球占有率水平将进一步提升，同时业绩将受益MDI景气向上而得到提升；2）公司100万吨大乙烯项目将迎来投产，配套PO、EO、PE和丙烯酸等下游产品，进一步增厚公司业绩水平；3）公司收购瑞典国际化工100%股权，并完成福建康乃尔51%股权变更，进一步巩固了在国内MDI技术的核心护城河，全球范围内维护了市场秩序，同时控制福建康乃尔聚氨酯公司，进一步垄断了国内MDI行业新增产能。

业绩预测与投资建议：

预计公司2020-2022年EPS分别为2.59元、3.38元、3.78元，对应PE分别为30X、23X、21X，“买入”评级。

风险提示：MDI价格大幅下滑的风险；项目建设进度或不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	68050.67	72692.70	82549.15
营业收入增长率	12.26%	6.82%	13.56%
净利润（百万元）	10129.99	8132.46	10620.55
净利润增长率	-4.53%	-19.72%	30.59%
EPS（元）	3.23	2.59	3.38
P/E	24	30	23

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

扬农化工(600486)：多项目兴建充实产品线，收并购重整扬帆新征程

□ 投资逻辑：

1）公司是国内农药行业少数掌握所在领域核心技术的自主创新型企业，农药行业全球前二十名，通过一体化的产业链和强大的技术、工程能力，公司产品成本和品质优势突出；2）通过并购中化作物和农研公司，打通“研产销”全产业链，有望成长为全球综合性农药公司；3）持续资本支出，优嘉项目建设有望推动公司业绩持续增长。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2020-2022年EPS分别为3.66元、5.11元、5.83元，对应PE分别为25X、18X、16X，“买入”评级。

□ 风险提示：

原材料价格波动风险，安全生产风险，税收优惠政策变动的风险，汇率波动风险，贸易摩擦风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	8701.5	9078.3	10419.2
营业收入增长率	64.5%	4.33%	14.77%
净利润（百万元）	1169.8	1134.57	1583.29
净利润增长率	30.7%	-3.01%	39.55%
EPS（元）	3.77	3.66	5.11
P/E	25	25	18

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

利尔化学（002258）：草铵膦行业景气发展，公司迎来发展快车道

□ 投资逻辑：

1）公司是全球草铵膦行业龙头、国内最大氯代吡啶类除草剂供应商；2）未来抗草铵膦转基因作物持续推广、替代百草枯等除草剂、复配解决抗性杂草等拉动需求，叠加草铵膦因下降而带来的推广加速，草铵膦市场空间广阔；3）内生外延并举，公司进入快速发展期，未来有望再造一个利尔。

□ 业绩预测与投资建议：

预计2020-2022年EPS分别为0.96元、1.15元、1.33元，对应PE分别为21X、17X、15X，“买入”评级。

□ 风险提示：

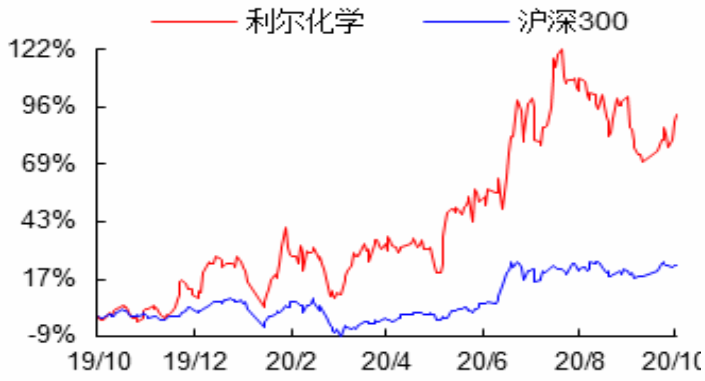
原材料价格波动风险，安全生产风险，税收优惠政策变动的风险，汇率波动风险，贸易摩擦风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	4163.8	4813.5	5722.8
营业收入增长率	3.4%	15.6%	18.9%
净利润（百万元）	311.1	506.0	602.0
净利润增长率	-46.2%	62.6%	19.0%
EPS（元）	0.59	0.96	1.15
P/E	34	21	17

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

万润股份（002643）：看好沸石环保材料和OLED材料需求大幅增长的投资机会

- **投资逻辑：**

1）柴油车国六标准实施，沸石环保材料将迎来爆发式增长，公司深度绑定庄信万丰，有望充分受益；2）随着手机OLED屏幕的大规模推广使用，OLED发光材料有望迎来爆发性增长，公司作为国内OLED升华前材料绝对龙头，市场空间巨大；3）公司在全球LCD液晶单体市场占有率超过15%，行业龙头地位稳固，

随着混晶厂商单体业务的外包服务增长，及新液晶单体化合物合成，公司传统业务收入及毛利率仍将保持稳定增长。

- **业绩预测与投资建议：**预计2020-2022年EPS分别为0.62元、0.77元、0.90元，对应PE分别为28X、23X、19X，“买入”评级。
- **风险提示：**OLED 成品材料量产或不及预期；沸石产能投放或不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2870.13	2957.11	3679.04
营业收入增长率	9.06%	3.03%	24.41%
净利润（百万元）	506.71	560.78	702.50
净利润增长率	14.00%	10.67%	25.27%
EPS（元）	0.56	0.62	0.77
P/E	31	28	23

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

新宙邦（300037）：电解液行业龙头，氟化工业务快速发展未来可期

□ 投资逻辑：

1）随着新能源车渗透率提高，电解液仍然处于成长通道，公司海外客户占比约三分之一，客户结构较好，具有全球布局的能力，随着公司未来的新产能投产，公司在电解液上的业绩弹性较大；2）公司收购海斯福，布局以六氟丙烯为原料的高端氟化学品；参股福建永晶科技，布局上游氢氟酸，通过设立海德福，布局高端氟材料。随着产能建设不断进行，后续公司成长空间较大。为公司贡献业绩增量，打开成长空间。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2020-2022年EPS分别为1.32元、1.63元、2.00元，对应PE分别57X、46X、37X，“买入”评级。

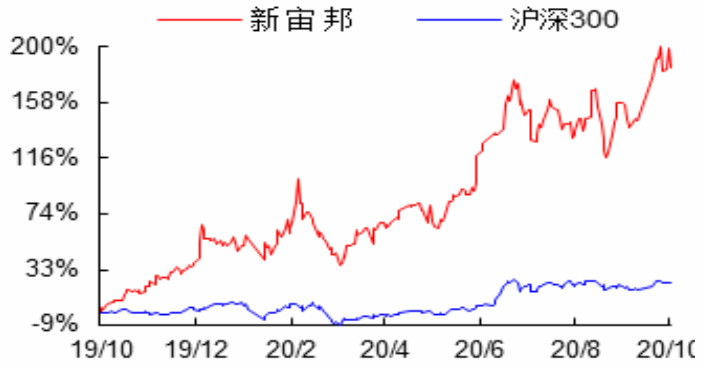
□ 风险提示：原材料价格大幅波动风险、市场竞争加剧的风险、汇率风险、安全环保风险、管理风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2324.83	2885.00	3545.00
营业收入增长率	7.39%	24.10%	22.88%
净利润（百万元）	325.05	542.75	668.69
净利润增长率	1.56%	66.98%	23.20%
EPS（元）	0.79	1.32	1.63
P/E	95	57	46

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

泰和新材（002254）：芳纶进入产能释放期，氨纶周期拐点已至

- **投资逻辑：**1）公司是国内最大的芳纶企业，产品对标美国杜邦、日本帝人，2019年底对位芳纶产能1500吨、间位芳纶产能7000吨，2020年新投产3000吨对位芳纶、4000吨间位芳纶产能，预计到2023年形成12000吨对位芳纶、12000吨间位芳纶规模；2）我国对位芳纶自给率仅有20%，进口替代空间巨大；间位芳纶主要用于低端防护领域，在高端安全防护、绝缘等领域具备发展潜力；3）氨纶行业未来向集中化、低成本化、差异化的趋势发展，公司实施烟台、宁夏双基地布局，现有产能7.5万吨，在建产能4.5万吨，居国内前五，宁夏基地实行低成本战略，烟台基地发展差异化氨纶粗旦。目前氨纶行业处于周期底部，中小产能逐步出清，未来集中度将进一步提高，拐点已至。
- **业绩预测与投资建议：**预计2020-2022年EPS分别为0.50元、0.69元、0.89元，对应PE分别为29X、21X、16X，“买入”评级。
- **风险提示：**氨纶、对位芳纶、间位芳纶价格大幅下跌的风险、原材料价格大幅上涨的风险、新建项目建设进度不及预期的风险。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2541.97	2523.62	3446.12
营业收入增长率	17.01%	-0.72%	36.55%
净利润（百万元）	216.28	304.29	422.78
净利润增长率	38.32%	40.69%	38.94%
EPS（元）	0.35	0.50	0.69
P/E	41	29	21

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

卓越新能（688196）：欧洲市场政策强势推动，生物柴油龙头持续高增

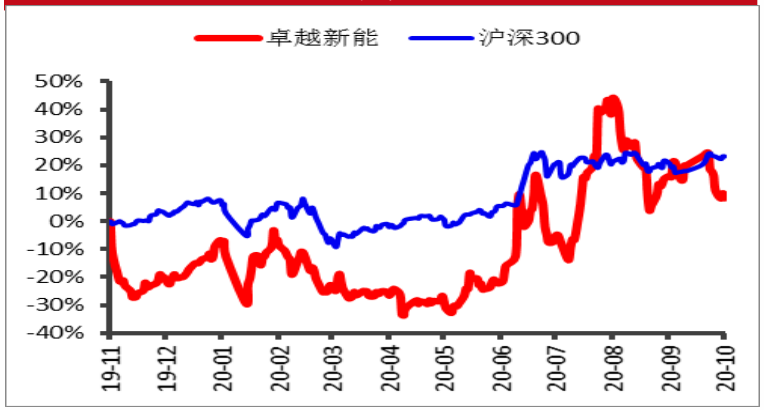
- **投资逻辑**：1）公司是国内最大的生物柴油生产、废油脂处置企业，现有生物柴油产能24万吨/年，未来三年通过项目新建与技改产能有望翻倍增长；2）国内生物柴油以出口为主，公司95%以上生物柴油出口欧洲，出口量居国内第一。欧洲受政策驱动强制混掺生物柴油，掺混比例由2020年10%提高至2030年14%，2030年生物柴油消费量预计达到3600万吨，较2020年翻倍增长。相较传统生物柴油，废油脂制备的生物柴油具有更高减排属性，以及双倍积分政策，其掺混比例下限将从2021年的1.5%上升到2030年的6.8%，未来市场空间广阔，公司有望充分受益。
- **业绩预测与投资建议**：预计2020-2022年EPS分别为2.05元、2.91元、3.89元，对应PE分别为26X、18X、14X，“买入”评级。
- **风险提示**：油价价格大幅下跌、原材料价格大幅上涨、欧洲市场政策转向、国内税收政策变化、新增产能投放进度不及预期。

业绩预测和估值指标

指标	2019A	2020E	2021E
营业收入（百万元）	1294.53	1502.96	2083.48
营业收入增长率	27.22%	16.10%	38.63%
净利润（百万元）	215.56	246.25	349.34
净利润增长率	61.25%	14.23%	41.87%
EPS（元）	1.80	2.05	2.91
P/E	29	26	18

数据来源：Wind，西南证券

股价表现



数据来源：Wind，西南证券整理

部分公司估值表

代码	公司	股价（元）	EPS（元）				PE（倍）				评级
			2019A	2020E	2021E	2022E	2019A	2020E	2021E	2022E	
600309	万华化学	78.49	3.23	2.59	3.38	3.78	24	30	23	21	买入
600486	扬农化工	93.10	3.77	3.66	5.11	5.83	25	25	18	16	买入
002258	利尔化学	19.90	0.59	0.96	1.15	1.33	34	21	17	15	买入
002643	万润股份	17.45	0.56	0.62	0.77	0.90	31	28	23	19	买入
300037	新宙邦	74.92	0.79	1.32	1.63	2.00	95	57	46	37	买入
002254	泰和新材	14.42	0.35	0.50	0.69	0.89	41	29	21	16	买入
688196	卓越新能	53.04	1.80	2.05	2.91	3.89	29	26	18	14	买入

数据来源：Wind，西南证券（截止2020/10/30）

西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：杨林
执业证号：S1250518100002
电话：010-58251919
邮箱：ylin@swsc.com.cn

分析师：黄景文
执业证号： S1250517070002
电话：0755-23614278
邮箱：hjw@swsc.com.cn

分析师：薛聪
执业证号： S1250520070004
电话：010-58251919
邮箱：xuec@swsc.com.cn

分析师：周峰春
执业证号： S1250519080005
电话：021-58351839
邮箱：zfc@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在20%以上
	持有：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于10%与20%之间
	中性：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-10%与10%之间
	回避：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅介于-20%与-10%之间
	卖出：未来6个月内，个股相对沪深300指数涨幅在-20%以下
行业评级	强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于沪深300指数5%以上
	跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于沪深300指数-5%与5%之间
	弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于沪深300指数-5%以下

分析师承诺

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

重要声明

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

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

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

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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

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

西南证券 SOUTHWEST SECURITIES

西南证券研究发展中心

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路166号中国保险大厦20楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路66号建威大厦1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑8号西南证券大厦3楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道6023号创建大厦4楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	付禹	销售经理	021-68415523	13761585788	fuyu@swsc.com.cn
	黄滢	销售经理	18818215593	18818215593	hying@swsc.com.cn
	蒋俊洲	销售经理	18516516105	18516516105	jiangjz@swsc.com.cn
	刘琦	销售经理	18612751192	18612751192	liuqi@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	15642960315	clw@swsc.com.cn
	陈慧琳	销售经理	18523487775	18523487775	chhl@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	彭博	销售经理	13391699339	13391699339	pbyf@swsc.com.cn
	高妍琳	销售经理	15810809511	15810809511	gyl@swsc.com.cn
广深	王湘杰	地区销售副总监	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	林芷豌	高级销售经理	15012585122	15012585122	linzw@swsc.com.cn
	陈慧玲	高级销售经理	18500709330	18500709330	chl@swsc.com.cn
	谭凌岚	销售经理	13642362601	13642362601	tll@swsc.com.cn
	郑龑	销售经理	18825189744	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn