顺周期龙头迎来春天，持续关注优质赛道头部企业

—2020 年基础化工行业秋季投资策略

中性 ——维持

日期：2020 年 09 月 07 日

行业：基础化工

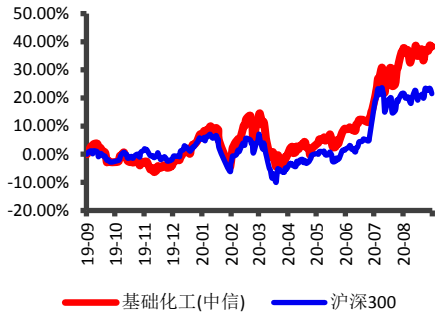
分析师： 洪麟翔

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 09 月 04 日）



报告编号： HLX20-HG-05

相关报告：

■ 主要观点

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统主线中我们建议关注低估值优质龙头（产业链一体化）及近消费端细分领域（钛白粉、高倍甜味剂），新材料主线中建议关注国产替代的优质子行业（胶粘剂行业、碳纤维、半导体材料、尾气处理材料等）。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

国内疫情影响逐步消退，库存下降有望延长价格回暖期

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，随着国内疫情逐步控制，累计业绩同比降幅大幅缩窄，呈现 V 型反转。**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，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，**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，提升空间充裕。

产业链一体化龙头价值显现，持续关注顺周期及优质赛道

COVID-19 疫情对国内的影响消退较快，而海外的二次爆发对供需两端的冲击仍未消退。因此，出口型行业相较于存在进口缺口的行业受到的负面影响更大。此外，国内供给端恢复快于需求端复苏，尽管库存去化持续进行，成本较高的企业仍将承压。我们认为接踵而来的行业景气下行、环保成本增加、资金链压力增加、退城入园、新冠疫情等因素使得基础化工行业近几年来竞争压力激增，行业洗牌频频出现，细分领域龙头企业的竞争力和市场占有率有提升趋势。因此，我们依然看好化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利等）的长期配置价值。此外，我们建议关注供给结构较好的近消费端领域，此类细分领域需求端稳定增长，龙头企业享受市场增量及存量市场市占率提升的双重红利，重点推荐赛道优异、成长空间较大的代糖（金禾实业）领域及龙头集中度高、下游终端复苏的钛白粉（龙蟒佰利）领域。**重点推荐万华化学、金禾实业、龙蟒佰利。**

新材料国产替代加速，优选确定性强细分领域

随着国内产品技术持续提升，进口替代品种逐步增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大的优势使得包括面板、晶圆制造、PCB 在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。

并且随着西方对华科技领域限制加强，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、碳纤维（光威复材、中简科技）、半导体材料（鼎龙股份、安集科技、晶瑞股份、福斯特）、尾气处理材料（万润股份、奥福环保）、吸附分子筛（建龙微纳）等。**重点推荐回天新材、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 9 月 4 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	77.5	3.23	2.42	3.52	24.0	32.0	22.0	5.9	谨慎增持
002601	龙蟒佰利	23.35	1.29	1.48	1.81	18.1	15.8	12.9	3.5	增持
002597	金禾实业	36.06	1.43	1.45	1.82	25.2	24.9	19.8	4.6	增持
300041	回天新材	14.62	0.37	0.61	0.76	39.5	24.0	19.2	3.6	增持
300699	光威复材	79	1.01	1.31	1.58	78.2	60.3	50.0	12.2	谨慎增持

数据来源：wind 上海证券研究所

目 录

一、化工行业概况 5
1.1 疫情影响逐步消退，行业库存持续去化 5
1.2 原油：供需改善空间不足，油价上行失速 6
1.3 化工品：价格回暖趋势已现 7
1.4 基础化工行业市场逐步走强 9
二、投资策略：关注产业链一体化龙头，布局近消费端及新材料领域 11
2.1 产业链一体化优质企业具长期配置价值 11
2.2 近消费端龙头成长无忧 12
2.3 聚焦实现国产替代突破新材料领域 14
三、重点推荐公司 17
3.1 万华化学 17
3.2 龙蟒佰利 18
3.3 金禾实业 19
3.4 回天新材 19
3.5 光威复材 20
四、总结 20
五、风险提示 21

图 表

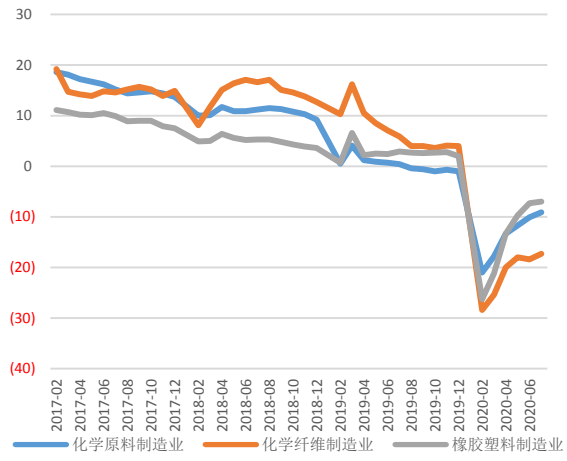
图 1 历年基础化工行业营收同比增速示意图 5
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图 5
图 3 历年基础化工行业库存示意图 6
图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图 7
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图 8
图 6 价格较 2020 年初涨幅居前产品示意图 8
图 7 价格较 19 年同期涨幅居前产品示意图 9
图 8 2020 年初至今 A 股基础化工板块表现 10
图 9 A 股行业估值情况 10
图 10 各行业龙头 PB-ROE 示意图 12
图 11 历年国内钛白粉产能示意图 13
图 12 历年国内钛白粉行业开工率示意图 13
图 13 我国历年地产投资额、房屋新开工面积增速示意图 ... 13
图 14 我国历年汽车销量及增速示意图 13
图 15 安赛蜜市场格局示意图 14
图 16 三氯蔗糖市场格局示意图 14
图 17 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图 15
图 18 胶粘剂下游细分市场示意图 15
图 19 碳纤维产业链示意图 16
图 20 全球小丝束碳纤维产能占比示意图 17
图 21 全球大丝束碳纤维产能占比示意图 17

一、化工行业概况

1.1 疫情影响逐步消退，行业库存持续去化

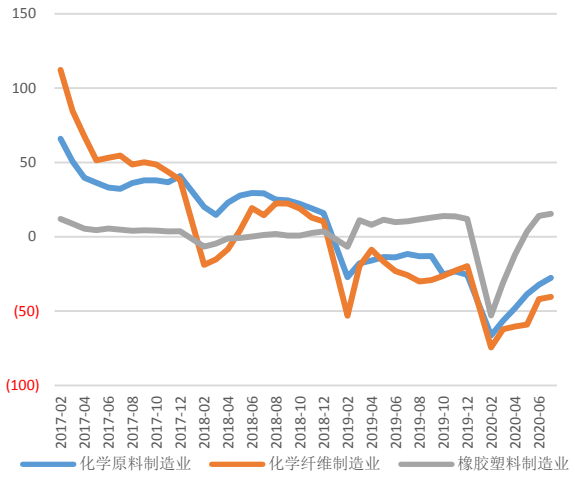
化学原料制造业、化学纤维制造业、橡胶塑料制造业营收及利润总额受 COVID-19 影响，在 2020Q1 季度有大幅下滑，随着国内疫情逐步控制，累计业绩同比降幅大幅缩窄，呈现 V 型反转。据 wind 数据统计，截止 2020 年 7 月，橡胶塑料制造业累计利润总额同比增长 15.40%，已经连续三个月实现正增长，化学原料制造业、化学纤维制造业利润总额降幅恢复至 27.60%和 40.40%。

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

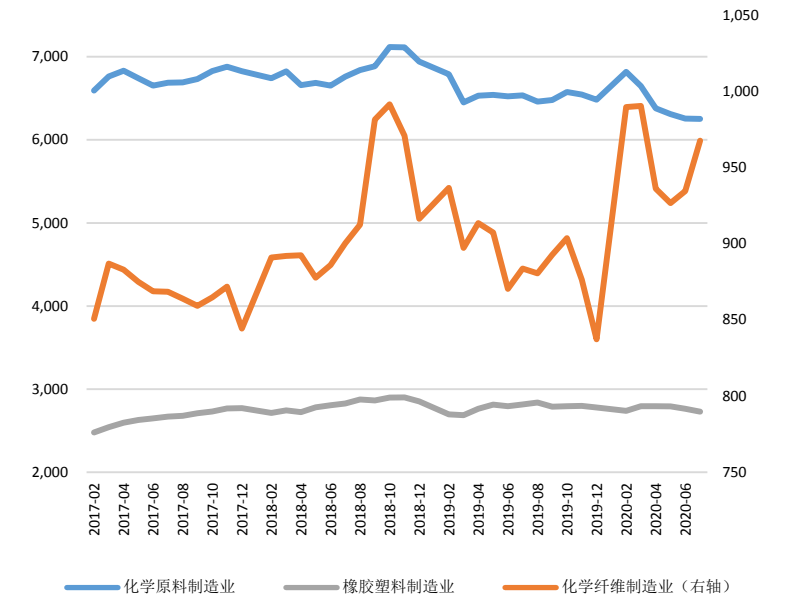
图 2 历年基础化工行业利润总额同比增速示意图



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，行业库存去化较好，且近期产品价格有所回升，基本可以排除库存产品降价的影响，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有所反弹，主要原因系行业内产能集中扩张，需静待新产能消化。

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：供需改善空间不足，油价上行失速

近期国际油价维持在 40-45 美元之间，美元指数下跌主导了窄幅上行走势，供给端、需求端相对稳定。美油库存连续 6 周下滑，汽油库存连续 4 周下滑，API 库存数据及贝克休斯钻井平台数据均继续减少，且近期 OPEC 减产执行率维持在 90-100%之间，供给端数据持续向好。但受 COVID-19 全球二次高峰影响，需求端恢复受阻，OPEC 近期月报再度下调年度需求预期，道路、航空等运输燃料需求疲软，制约油价上行。我们认为二次疫情趋缓拐点不明，前期减产力度较强的沙特、阿联酋等国产量有所提升，短期内油价上行空间小于下行空间。预计 Q4 季度布油价格将在 35-45 美元波动，下行风险提升。

相关数据：

美国信息能源署(EIA)公布的数据显示，截至 8 月 28 日当周，原油库存减少 936.2 万桶，市场预期减少 200 万桶，前值减少 468.9 万桶。汽油库存减少 432 万桶，预期减少 303.6 万桶，前值为减少 458.4 万桶。精炼油库存实际公布减少 167.50 万桶，预期减少 100 万桶，前值增加 138.8 万桶。原油出口减少 36.1 万桶/日至 300.2 万桶/日。

美国石油协会(API)公布的数据显示，截至 8 月 28 日当周，API 原油库存减少 636 万桶，预期减少 200 万桶；汽油库存减少 576.1 万桶；精炼油库存减少 142.4 万桶。原油进口减少 80.3 万桶/日，美国上周原油库存减少 640 万桶至 5.012 亿桶。

美国油服公司贝克休斯(Baker Hughes)公布的数据显示，截至 8

月 28 日当周，石油钻井总数减少 3 座至 180 座；天然气钻井总数增加 3 座，至 72 座；总钻井数保持不变，为 254 座。

OPEC 组织 8 月月报显示，OPEC 将 2020 年全球原油需求预期下调 40 万桶/日，2021 年下调 50 万桶/日。并将第四季度欧佩克原油需求预期下调 129 万桶/日，将第四季度全球石油需求预期下调 39 万桶/日。

图 4 近两年 ICE 布油价格走势示意图

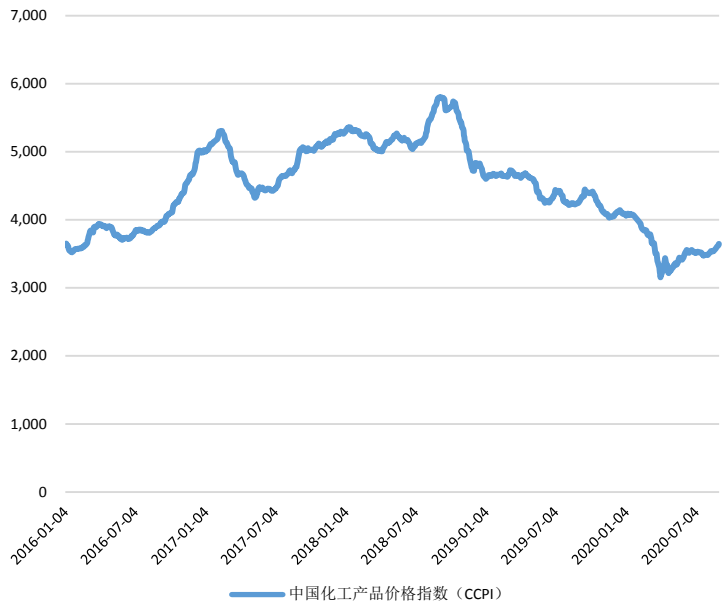


数据来源：wind 上海证券研究所

1.3 化工品：价格回暖趋势已现

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，提升空间充裕。

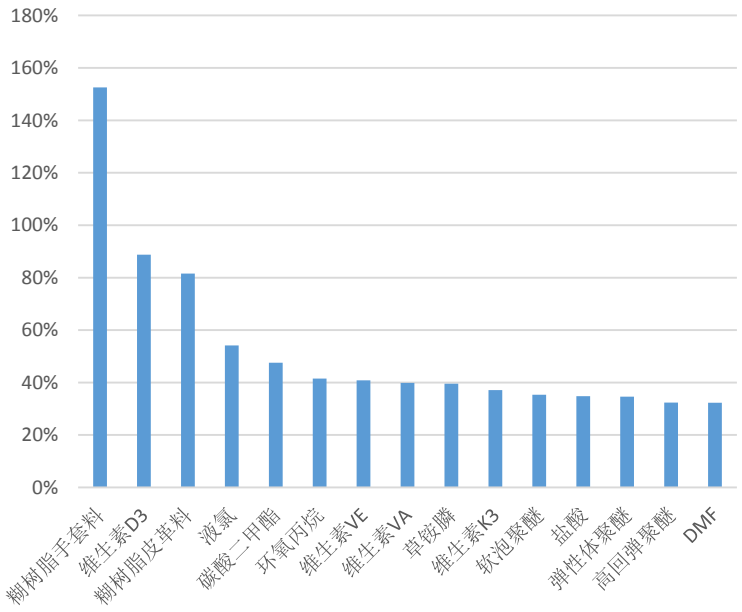
图 5 历年中国化工产品价格指数 CCPI 走势示意图



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 44 个，涨价品种数量环比增加，其中涨幅超过 10%的有 30 个，PVC 糊树脂、维生素系列产品、液氯、碳酸二甲酯、环丙-聚醚产业链、草铵膦等品种涨幅居前；同比跌幅超过 10%的品种达到 72 个，跌幅超过 20%的有 37 个，泛酸钙、纯苯-苯胺、甲苯、PX-PTA、丁二烯-合成橡胶、烧碱等产品跌幅居前。

图 6 价格较 2020 年初涨幅居前产品示意图

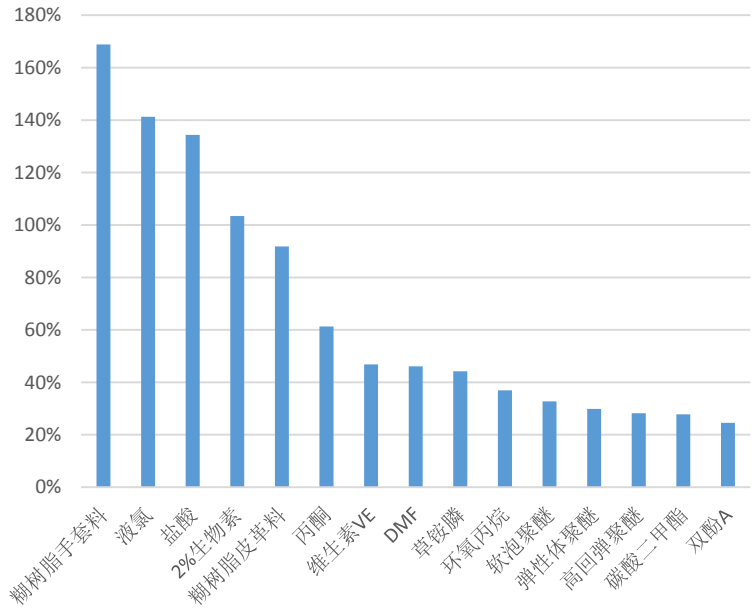


数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

与 2019 年同期相比，价格上涨的品种仅有 32 个，PVC 糊树脂、

液氯、盐酸、2%生物素、草铵膦、环丙-聚醚产业链、维生素（VA、VE、VC）、MDI、TDI 等涨幅超 10%；跌幅超过 10%的有 94 个品种，跌幅超过 20%的有 54 个，其中泛酸钙、丁二烯、叶酸、PX-PTA、甲苯、二甲苯、基础化工品（醋酸、硫酸、双氧水）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



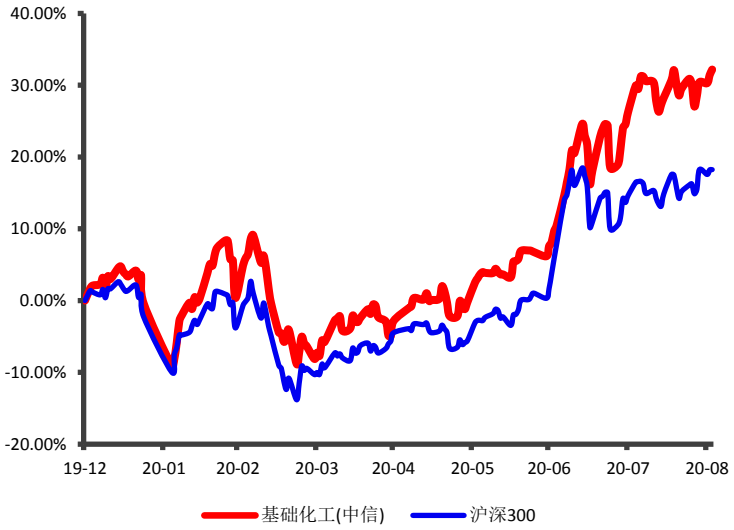
数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

我们仍然维持之前的判断，2020 年 Q2 以来产品价格多数出现下滑主要原因为疫情及原油降价影响，随着国内疫情影响消退，需求端将会复苏。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、基础大宗品等多个产品价格继续回暖，行业库存去化较好，并且海外疫情仍然严重，导致部分海外产能占比较高的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。

1.4 基础化工行业市场逐步走强

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，亚士创能、君正集团、道恩股份、震安科技、宏大爆破、三棵树、容大感光、世名科技、龙蟠科技、上海天洋涨幅居前，涨幅分别为 285.16%、229.97%、195.94%、190.85%、185.16%、184.09%、176.56%、176.25%、174.98%、160.90%，疫情概念股、新材料、日化板块涨幅居前。

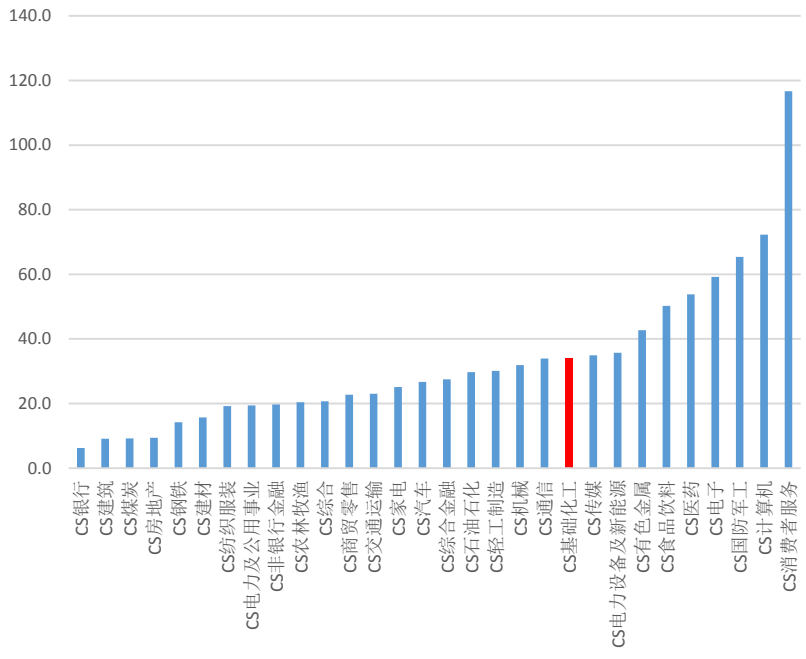
图 8 2020 年初至今 A 股基础化工板块表现



数据来源：wind，上海证券研究所

从估值上看，基础化工 PE（TTM）为 46.3 倍（剔除负值后为 34.1 倍），PB 值为 3.0 倍，仍然处于近五年来中低位置。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：持续关注顺周期一体化龙头，看好优质赛道头部企业

传统领域：COVID-19 疫情对国内的影响消退较快，而海外的二次爆发对供需两端的冲击仍未消退。因此，出口型行业相较于存在进口缺口的行业受到的负面影响更大。此外，国内供给端恢复快于需求端复苏，尽管库存去化持续进行，成本较高的企业仍将承压。我们认为接踵而来的行业景气下行、环保成本增加、资金链压力增加、退城入园、新冠疫情等因素使得基础化工行业近几年来竞争压力激增，行业洗牌频频出现，细分领域龙头企业的竞争力和市场占有率有提升趋势。因此，我们依然看好化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利等）的长期配置价值。此外，我们建议关注供给结构较好的近消费端领域，此类细分领域需求端稳定增长，龙头企业享受市场增量及存量市场市占率提升的双重红利，重点推荐赛道优异、成长空间较大的代糖（金禾实业）领域及龙头集中度高、下游终端复苏的钛白粉（龙蟒佰利）领域。

新材料领域：随着国内产品技术持续提升，进口替代品种逐步增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大的优势使得包括面板、晶圆制造、PCB 在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着西方对华科技领域限制加强，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、碳纤维（光威复材、中简科技）、半导体材料（鼎龙股份、安集科技、晶瑞股份、福斯特）、尾气处理材料（万润股份、奥福环保）、吸附分子筛（建龙微纳）等。

2.1 产业链一体化优质企业具长期配置价值

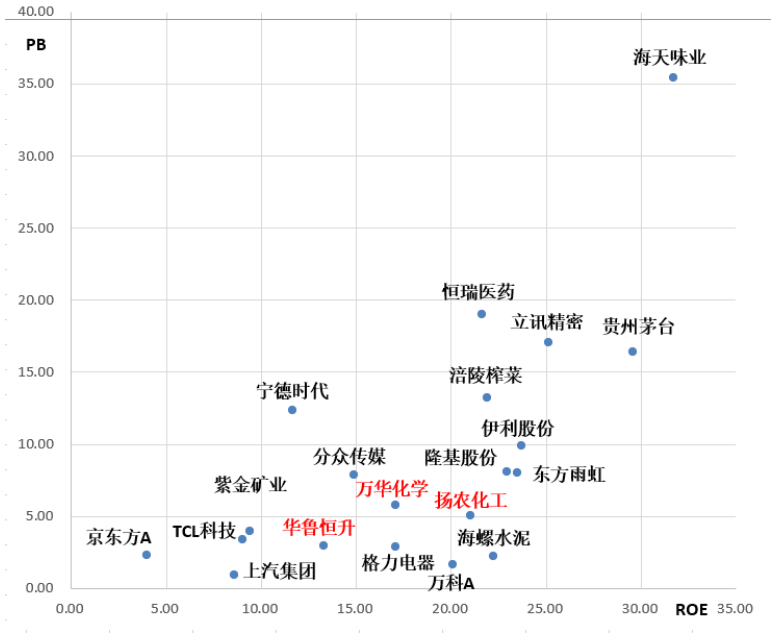
目前化工品多数处于底部回暖期，产品价格自 2018 年起陆续经历了下行调整，企业盈利能力受到影响。行业景气下行、环保成本增加、资金链压力增加、退城入园、新冠疫情等因素使得基础化工行业近几年来竞争压力激增，行业洗牌频频出现，细分领域龙头企业的竞争力和市场占有率有提升趋势。

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新一轮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 PB-ROE 来看，**万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利**

等化工产业链一体化龙头在周期行业中 ROE 处于较好水平，且目前产品价格处于底部位置，盈利能力有望进一步提升，PB 相对不高，具有较好的长期配置价值。

图 10 各行业龙头 PB-ROE 示意图



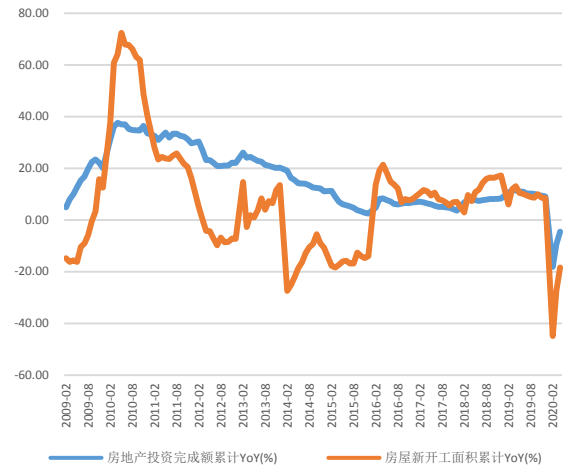
数据来源：wind 上海证券研究所

2.2 近消费端龙头成长无忧

■ **钛白粉：**

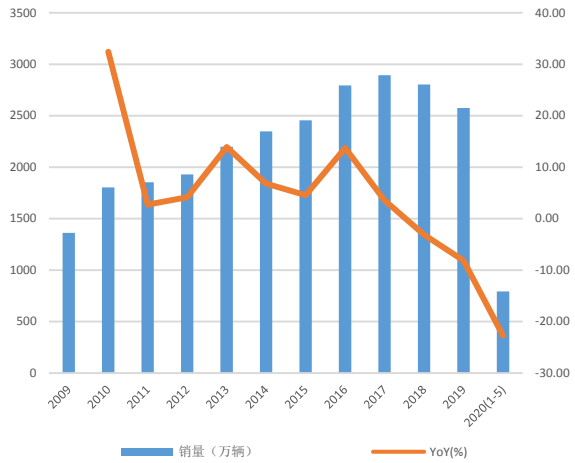
钛白粉（二氧化钛）供给端方面，海外以氯化法为主，国内受核心技术及设备影响，仍以硫酸法为主，但目前龙蟒佰利、宜宾天原等已经开始逐步采用氯化法产线。全球范围来看，钛白粉主要供应商的市占率较高，科慕、科斯特、亨斯迈、龙蟒佰利、康斯诺、特诺占据了全球六成左右产能，供给格局相对较为稳定，随着国内氯化法产能逐步提升，规模效应逐步显现，国产产品核心竞争力有望进一步增强。2019 年国内氯化法钛白粉产能达到 67 万吨，产能占比超过 15%，行业整体开工率常年在 80%左右波动，2020 年初受疫情影响有短期下滑，目前恢复至 82.67%。

图 11 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

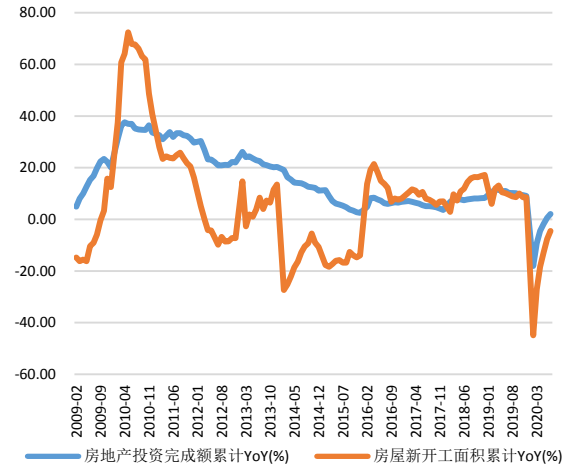
图 12 历年国内钛白粉行业开工率示意图



数据来源：百川盈孚，上海证券研究所

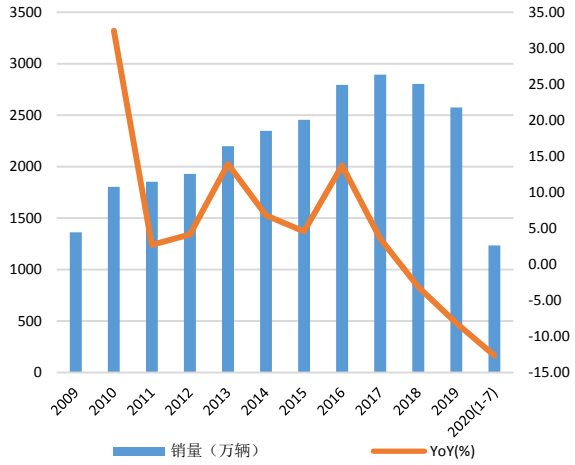
钛白粉下游主要应用领域为涂料、塑料、造纸、橡胶等领域，其中涂料约占 60%（地产 40%，汽车 20%）、塑料约占 20%、造纸约占 10%。主要下游应用中，房地产受疫情影响，在 2020 年 Q1 季度有大幅下滑，目前已经进入恢复状态，尽管开工增速难以复制前十年的高速增长，但旧城区改造、旧房翻新等仍将对钛白粉需求形成有力支撑，截止 2020 年 7 月，房地产固定资产投资完成额累计同比增长 2.10%，房屋新开工面积累计增速为-4.50%，较 2 月的-18.10%和-44.90%有大幅好转。汽车方面，国内汽车销量 18 年起出现下滑，19 年仅为 2575 万辆，同比下滑 8.15%，但 19 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 月起同比连续四个月出现增长，2020 年 1-7 月销售 1234 万辆，同比减少 12.63%，较 1-5 月的-22.72%提升明显。此外，受地方专项债加速落地及雨季结束影响，基建项目有望加速推进，对于钛白粉行业的需求量也将有促进作用。

图 13 我国历年地产投资额、房屋新开工面积增速示意图



数据来源：wind，国家统计局，上海证券研究所

图 14 我国历年汽车销量及增速示意图



数据来源：wind，中汽协，上海证券研究所

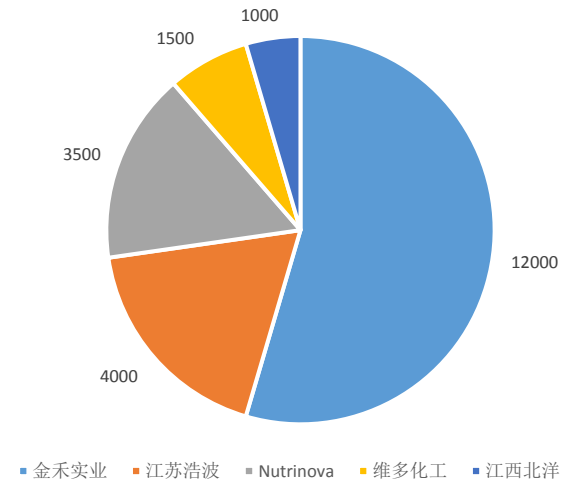
■ **高倍甜味剂行业：**

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%。浩波科技 4000 吨产能面临搬迁问题，中小厂商生产难以稳定，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。

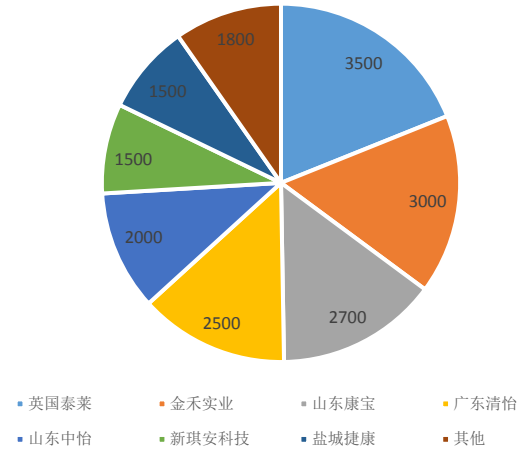
三氯蔗糖方面，英国泰莱是最早进行三氯蔗糖研发和批量生产的企业，目前拥有 3500 吨产能；国内企业中，金禾实业拥有 3000 吨产能（计划新建 5000 吨产能），山东康宝 2700 吨产能，广东清怡 2500 吨产能，山东中怡 2000 吨产能，但存在部分产能因环保等各种问题无法顺利释放的问题。目前三氯蔗糖价格在 18-23 万/吨，低于多数中小厂商成本。**未来随着成本线压制和环保趋严，行业龙头市占率有望持续提升（行业龙头：金禾实业）。**

图 15 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 16 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

2.3 聚焦实现国产替代突破新材料领域

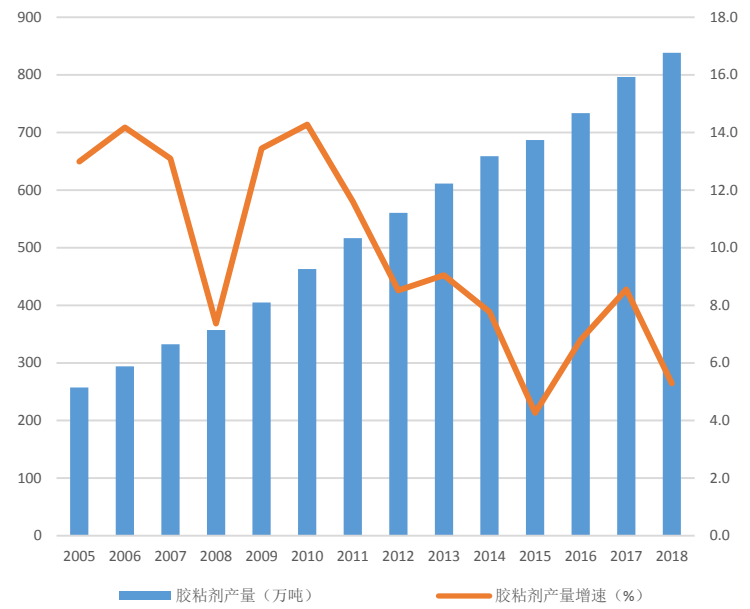
■ **胶粘剂：**

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%。

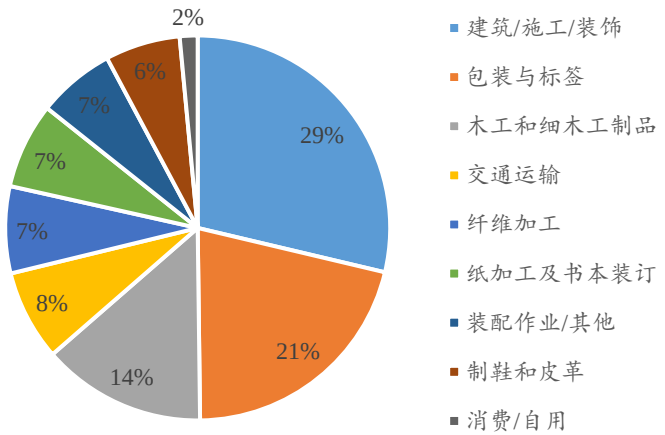
图 17 胶粘剂产量、产量增速及全国 GDP 增速示意图



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 18 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。

19 年胶粘剂企业业绩普遍较好，主要原因系原材料有机硅及聚氨酯系列产品价格同比下滑，压制利润的最大因素得到缓解。2020 年原材料预计将维持现状，难有大幅回升，因此，利润释放情况将会正常，尽管疫情短期将会对企业运营造成一定影响，但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（回天新材等）将高度受益。**

■ **碳纤维材料：**

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 19 碳纤维产业链示意图



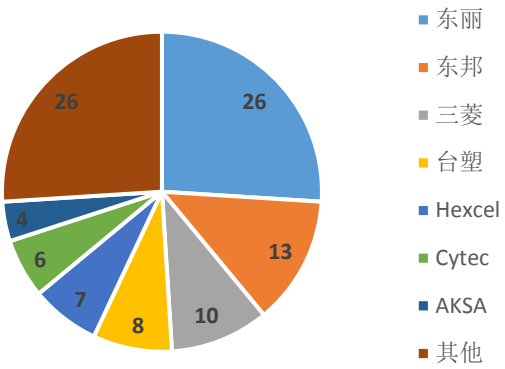
数据来源：中简科技招股书，上海证券研究所

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

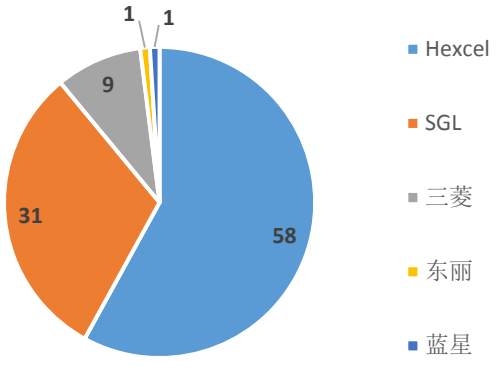
三菱三家占据全球小丝束碳纤维市场份额的 49%，美国赫氏占据全球大丝束碳纤维市场份额的 58%。

图 20 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 21 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。**

三、重点推荐公司

3.1 万华化学

产品价格下滑拖累毛利率，MDI、TDI 近期底部回暖

公司 2020 年上半年聚氨酯系列产品销售 124.23 万吨，同比减少 5.87%，实现营业收入 134.19 亿元，同比减少 18.59%，毛利率仅为 34.94%，为 16 年以来新低。宝思德 2020 年上半年净利润仅为 3.06 亿元，同比减少近 60%。Q2 季度纯 MDI 挂牌价有所下滑，5 月仅为 15800 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，8 月挂牌价达到 15500 元/吨，

较年初有 1500-2000 元涨幅。TDI 价格均价同比也有较大下跌，据百川盈孚统计，Q1、Q2 季度仅为 11552 元/吨和 10808 元/吨，同比下滑 18%和 28%，但 Q3 季度起价格逐步回暖，目前已经涨至 14000 元/吨左右；石化产品、精细化学品/新材料分别销售 280.75 万吨和 22.46 万吨，同比增长 91.65%和 27.89%，但受产品价格下滑影响（丙烯下滑 12.69%、环丙下滑 11.99%、MTBE 下滑 24.43%、丁醇下滑 18.77%、丙烯酸下滑 15.41%、NPG 进口加氢下滑 15.56%等），营收增速仅有 38.61%和-1.28%。

技术先行打造协同创新平台，持续布局精细化学品及新材料

公司在技术创新方面一直处于国内大化工行业的领先地位，2020 年上半年研发费用 8.85 亿元，同比增长 6.30%。公司开发了无醛胶合板自动施胶技术解决方案并中试成功，并且推出了多款改性 PP、改性 PC、水性树脂、TPU 等功能型材料产品，逐步建立在汽车、消费电子等领域多种材料协同创新的综合技术解决方案。同时，四川眉山高新技术产业园管委会 6 月公布两项万华项目环评信息，分别为年产 6 万吨生物降解聚酯项目及年产 1 万吨锂电池三元正极材料项目，公司在下游精细化学品及新材料相关领域持续布局。

3.2 龙蟒佰利

出口受阻影响 Q2 业绩，业绩低点已过

公司上半年钛白粉销售 35.55 万吨（氯化法 9.51 万吨），同比增长 15.62%，出口钛白粉 19.72 万吨，同比增长 23.13%。采选铁精矿 190.74 万吨，同比增长 7.56%，钛精矿 43.73 万吨，同比减少 0.71%。Q2 季度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，导致 Q2 季度综合毛利率从 42.66%降至 37.93%，但从目前情况来看，海外出口逐步恢复，钛白粉价格企稳（硫酸法产品已经进行了提价），预计下半年业绩将会回暖。

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。

3.3 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，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 年上半年三聚氰胺、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。此外，公司功能性化工品及中间体业务、医药中间体业务及贸易业务受 COVID-19 影响，同比下滑 32.89%、60.82%和 62.54%。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。

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。

3.4 回天新材

胶粘剂结构持续优化，光伏背膜营收翻倍推动非胶快速增长

公司上半年在 COVID-19 疫情影响下，业绩仍然有稳定增长。其中胶粘剂产品营收增长 10.58%，非胶类产品增长 45.67%。上半年胶粘剂板块营收增长较快的领域主要是通信电子、新能源、轨交、家电、软包、建筑等，非胶类业务主要是太阳能电池背膜产品同比增长 111.26%。此外，公司外贸业务保持快速发展，海外市场布局从东南亚、南亚、中东等地区向日韩拓展，产品海外销售收入同比增长 40%以上。

研发能力国内领先，引入战投有望优势互补

公司上半年研发投入 3428.22 万元，在研项目 52 项，其中汽车车身结构胶、玻璃胶、过线孔密封胶，集装箱 MS 胶，电子电器用三防漆、低模量结构胶、散热器粘接胶、灌封胶，光伏叠瓦导电胶，

软包装胶等产品取得较大进展。新增产能方面，子公司宜城回天项目建设进行收尾，目前已经取得安全生产许可证等相关批复，并办理完成经营范围变更手续，预计 9 月正式投产，将进一步提升软包用胶市占率。

此外，公司拟非公开发行募集资金不超过2.75亿元，用于补充公司流动资金，本次非公开发行将引入战略投资者恒信华业，恒信华业深耕ICT相关产业，与公司积极开拓5G通信、消费电子等新兴胶粘剂应用领域的发展规划契合度较高，有望实现优势互补。

3.5 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 Q2 季度业绩基本符合预期，公司军品业务收入同比增长 36%左右，继续保持高增长；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，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。公司整体营收增速同比增长 20%左右。19 年同期公司其他收益 6932 万元，今年上半年仅有 2242 万元，除去其他收益影响，公司上半年归母净利润同比增速下限超过 30%，高于营收增速。

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

我们的投资主线可以分为传统和新材料两条主线，传统主线中我们建议关注低估值优质龙头（产业链一体化）及近消费端细分领域（钛白粉、高倍甜味剂），新材料主线中建议关注国产替代的优质子行业（胶粘剂行业、碳纤维、半导体材料、尾气处理材料等）。基于行业整体现状，我们维持基础化工行业“中性”评级。

传统领域：COVID-19 疫情对国内的影响消退较快，而海外的二次爆发对供需两端的冲击仍未消退。因此，出口型行业相较于存

在进口缺口的行业受到的负面影响更大。此外，国内供给端恢复快于需求端复苏，尽管库存去化持续进行，成本较高的企业仍将承压。我们认为接踵而来的行业景气下行、环保成本增加、资金链压力增加、退城入园、新冠疫情等因素使得基础化工行业近几年来竞争压力激增，行业洗牌频频出现，细分领域龙头企业的竞争力和市场占有率有提升趋势。因此，我们依然看好化工行业优质白马龙头（万华化学、华鲁恒升、扬农化工、龙蟒佰利等）的长期配置价值。此外，我们建议关注供给结构较好的近消费端领域，此类细分领域需求端稳定增长，龙头企业享受市场增量及存量市场市占率提升的双重红利，重点推荐赛道优异、成长空间较大的代糖（金禾实业）领域及龙头集中度高、下游终端复苏的钛白粉（龙蟒佰利）领域。**重点推荐万华化学、金禾实业、龙蟒佰利。**

新材料领域：随着国内产品技术持续提升，进口替代品种逐步增加，替代领域也从中低端向中高端进行扩散。我国生产成本低、下游市场容量大的优势使得包括面板、晶圆制造、PCB 在内的多个高端领域出现了产能向国内转移的趋势，国内配套能力持续提升，优质龙头企业不断涌现。并且随着西方对华科技领域限制加强，关键材料国产替代将更为重要，国家在政策、资金方面的支持将加速替代龙头的业务发展。我们建议关注国产替代的优质子行业胶粘剂行业（回天新材等）、碳纤维（光威复材、中简科技）、半导体材料（鼎龙股份、安集科技、晶瑞股份、福斯特）、尾气处理材料（万润股份、奥福环保）、吸附分子筛（建龙微纳）等。**重点推荐回天新材、光威复材。**

五、风险提示

1. 原油价格出现大幅波动：尽管近期油价较今年低点有大幅回升，但上涨空间有限，下行风险加大。未来还存在美元指数与地缘政治两个影响较大的因素，将对整个石油化工行业带来较大不确定性。
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。