

穿越通胀迷雾

海通证券2021年中期投资策略报告会

2021 INTERIM INVESTMENT STRATEGY, HAITONG SECURITIES CO.,LTD.



证券研究报告

(优于大市, 维持)

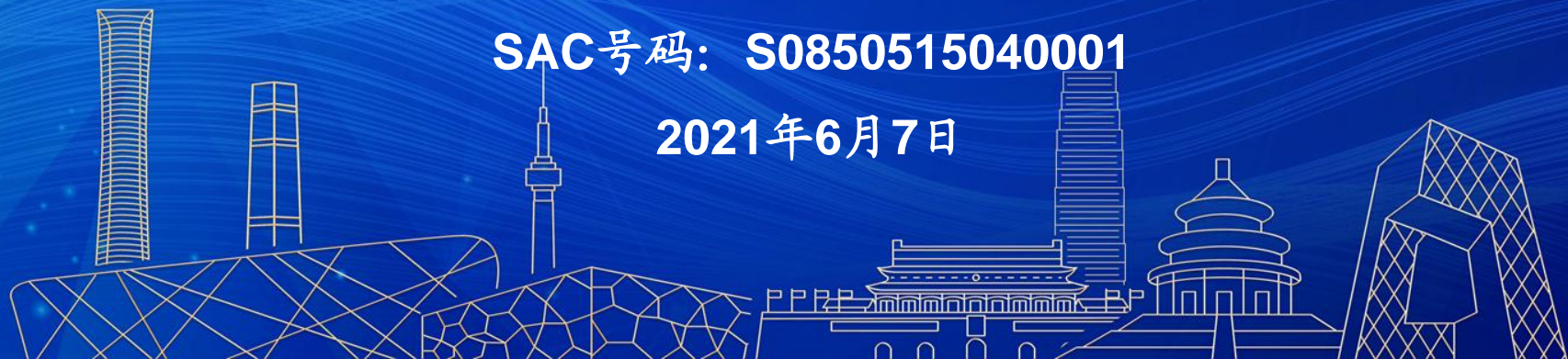
《战略看好化工行情, 碳中和延长行业景气度》

——2021年中期化工投资策略

刘威 (基础化工行业首席分析师)

SAC号码: S0850515040001

2021年6月7日

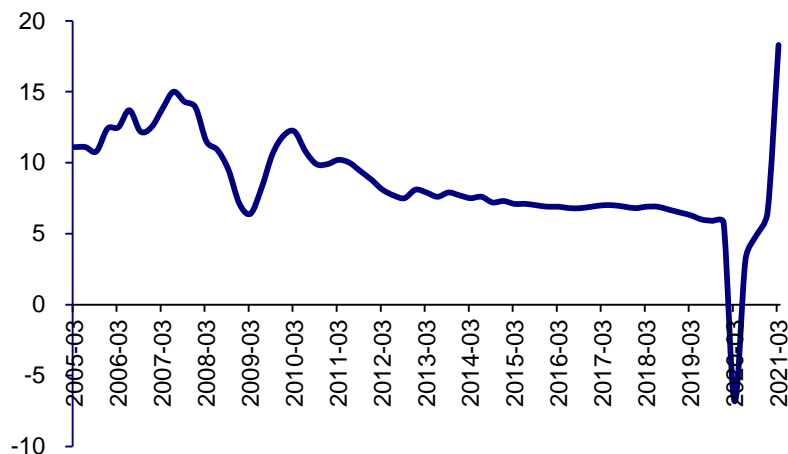


1. 回顾：中美经济率先复苏，化工品景气上行
2. 周期：持续看好纯碱板块，优选高壁垒行业龙头
3. 新材料：国产替代趋势下的优质成长股
4. 重点公司推荐
5. 风险提示

国内GDP增势强劲，制造业景气度回升

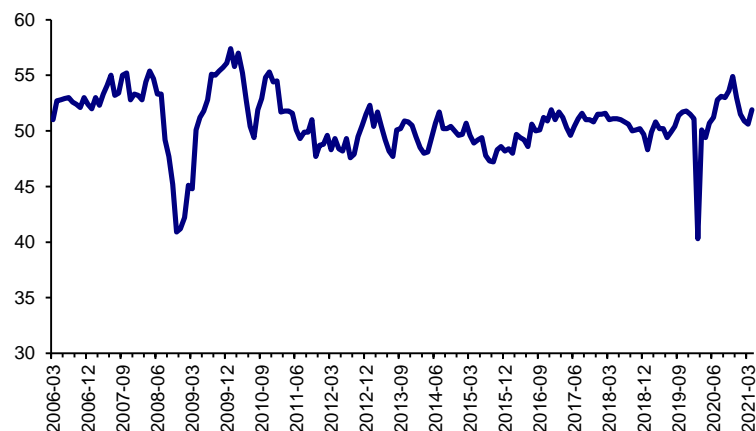
- 受2020年低基数影响，21Q1国内GDP增速为18.3%，环比改善明显。
- 制造业景气度向好。财新公布的4月国内制造业采购经理人指数（PMI）为51.9，较3月上升1.3个百分点。

图：中国GDP季增速（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图：财新制造业PMI指数（%）



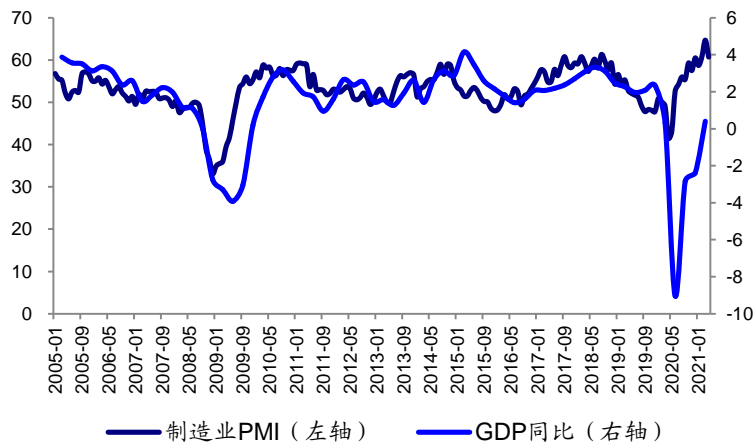
资料来源：WIND，海通证券研究所

美国GDP增速回正，欧洲经济复苏反复



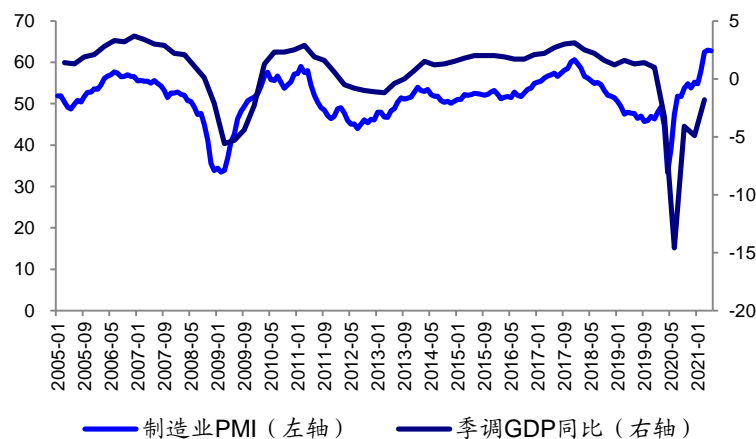
- 美国GDP重回起跑线，PMI指数持续向好。21Q1美国GDP增速回正，为0.40%，制造业PMI为64.70%，环比提升3.9个百分点，同比提升15.6个百分点。
- 欧元区经济复苏反复，一季度GDP增速仍为负。21Q1欧元区GDP增速为-1.80%，显示经济复苏有待观察。

图：美国GDP增速与制造业PMI（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图：欧元区GDP增速与制造业PMI（%）



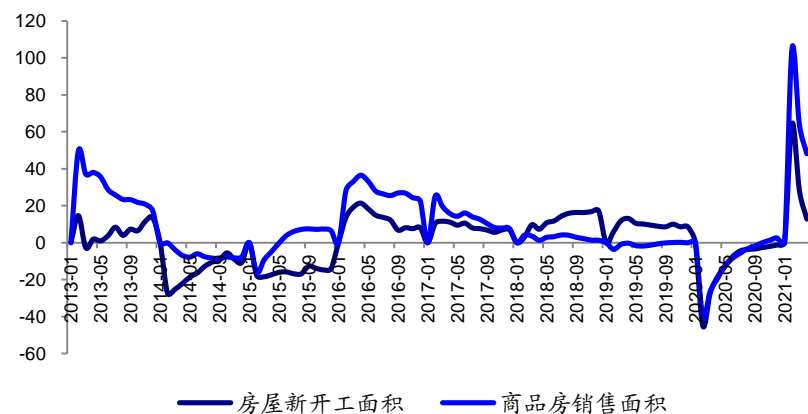
资料来源：WIND，海通证券研究所

地产新开工增速趋缓，汽车产销增幅回落



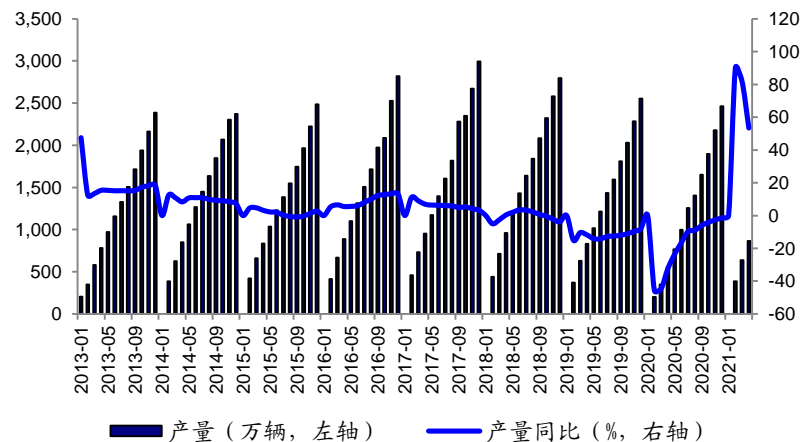
- 从化工下游主要领域来看，地产新开工增速趋缓，销售修复加速。2021年4月，国内房地产新开工面积单月同比增速为-9.32%。商品房销售面积4月同比增长19.21%。
- 汽车产销增幅回落。2021年1-4月，国内汽车产量同比增长53.40%、销量同比增长51.80%，增幅比1-3月有所回落。

图：房地产新开工面积及商品房销售面积累计同比（%）



资料来源：WIND，海通证券研究所

图：汽车累计产量及累计同比增速

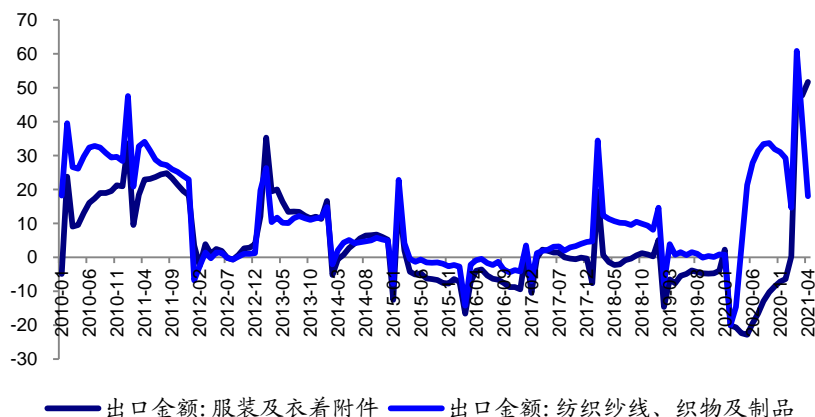


资料来源：WIND，海通证券研究所

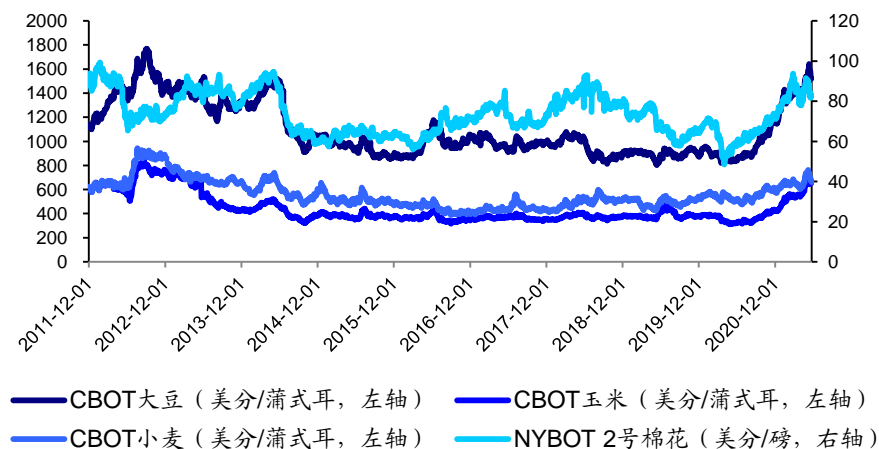
纺织业出口剧增，农产品价格整体回升

- 2021年初国外疫情反复，中国纺织品服装出口仍保持高速增长。截至2021年4月，纺织纱线、织物及制品出口额同比增长18.00%，服装及衣着附件出口额同比增长51.70%。
- 2021年一季度以来，国际农产品价格整体上升。自2021年1月4日至5月21日，大豆和玉米期货价格分别上涨15.97%、35.87%。

图：纺织服装业出口金额累计同比（%）



图：全球农产品期货价格



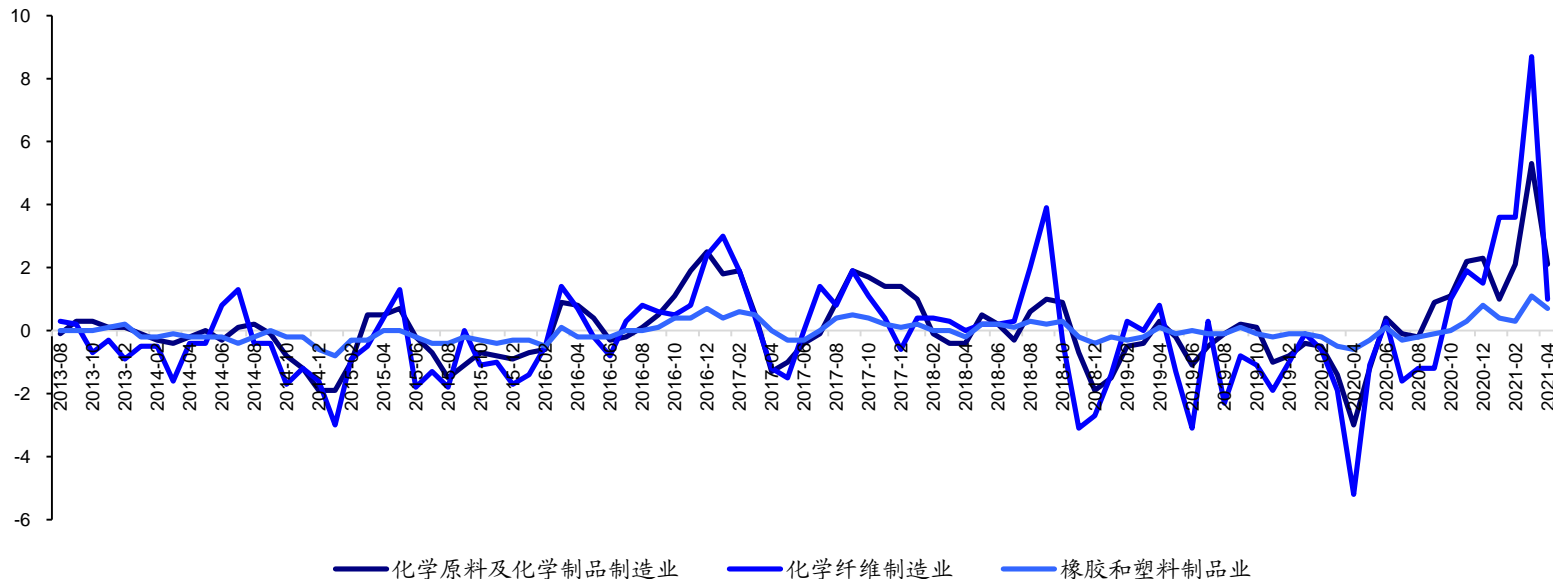
资料来源：WIND，海通证券研究所

资料来源：WIND，海通证券研究所

化学品价格高位略有回落

- 2020年下半年开始，国内经济率先复苏，消费恢复正常，随着疫情的趋缓海外需求也逐步复苏。但受疫情反复的影响，我们推断，印度、巴西等发展中国家供给难以释放，导致一季度化学原料价格大幅上涨。
- 从子行业景气度来看，化学纤维景气度逐步回落，化学原料及制品回落幅度较大，橡胶和塑料制品的景气度相对平缓。

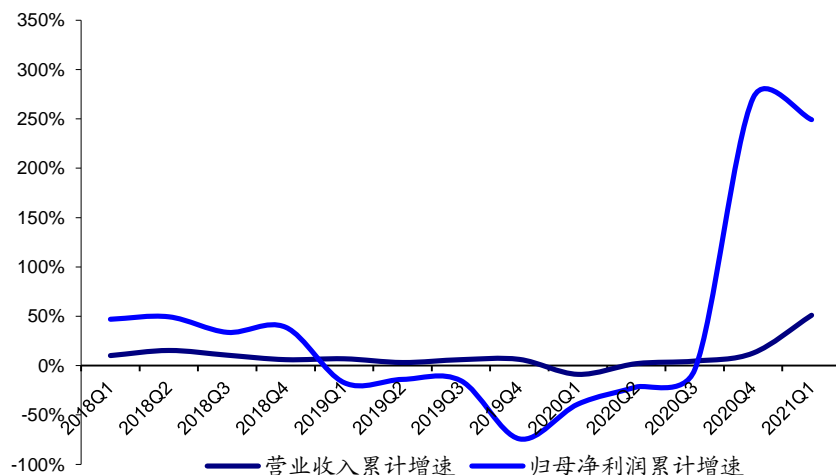
图：PPI指数环比月（%）



化工行业盈利能力快速修复

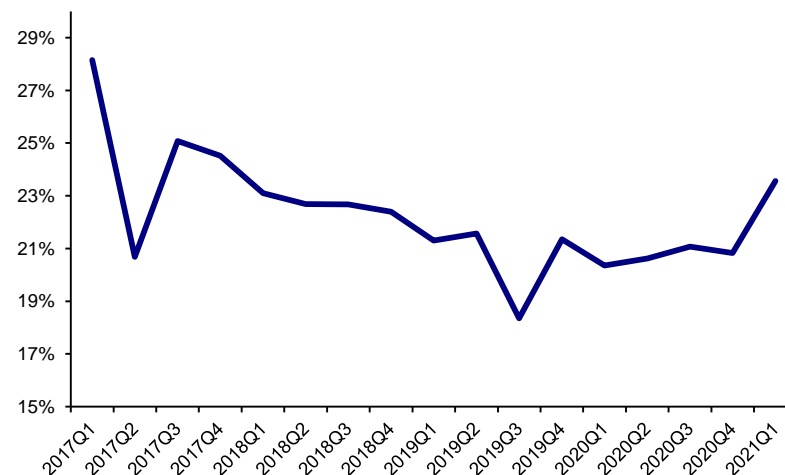
- 2021Q1基础化工板块收入4258亿元，同比增长51.05%，归母净利润453亿元，同比增长249.22%。
- 2021Q1基础化工板块毛利率23.56%，同比上升3.21个百分点，环比上升2.73个百分点。

图：基础化工行业收入、净利润情况
(%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

图：基础化工行业毛利率情况
(%)



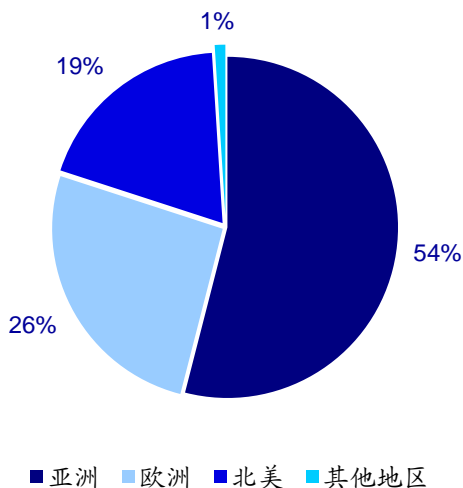
资料来源：WIND，海通证券研究所

1. 回顾：中美经济率先复苏，化工品景气上行
- 2. 周期：持续看好纯碱板块，优选高壁垒行业龙头**
3. 新材料：国产替代趋势下的优质成长股
4. 重点公司推荐
5. 风险提示

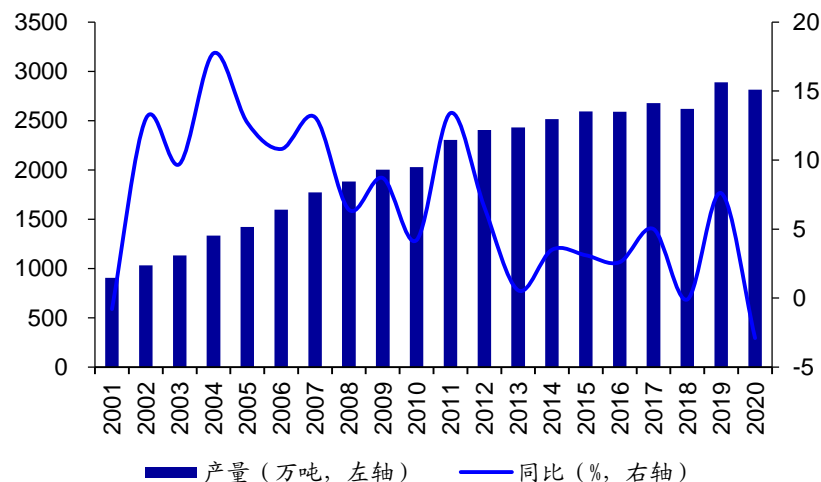
纯碱：受益碳中和和光伏需求增长

- 纯碱属于高耗能行业。在“碳达峰”目标下，我们预计未来新增产能有限，下游需求受益于光伏玻璃增长拉动，整体行业景气有望持续上行。
- 亚洲、欧洲和北美为全球纯碱三大生产地区。截至2019年底，全球纯碱产能约为每年7200万吨，其中一半以上来自亚洲。2020年我国纯碱产量为2812万吨，同比下降2.90%。

图：2019年世界各地纯碱产能占比 图：2001-2020年我国纯碱产量



资料来源：Ciech援引IHS Market，海通证券研究所



资料来源：WIND，海通证券研究所

供给端：新增产能受限，天然碱是鼓励方向



- 根据百川资讯数据，2021-2023年纯碱净新增产能分别为-46/180/140万吨。2021年投产的产能包括江西晶昊、金昌化工和新都化工，连云港碱业搬迁工作有序推进中，预计2021年底退出市场。

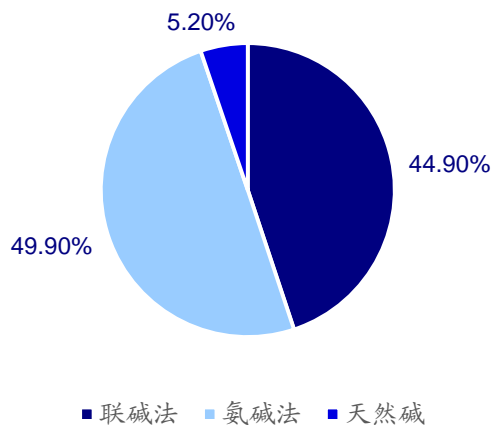
表：中国纯碱行业新增产能（万吨）

企业名称	省份	投产月度	最新产能	预计当年净增产能
江西晶昊盐化有限公司	江西	2021/3	50	14
金昌化工	甘肃	2021/5	0	20
连云港碱业有限公司	江苏	2021/12	130	-130
应城市新都化工有限责任公司	湖北	2021/12	65	50
中盐安徽红四方股份有限公司	安徽	2022/5	30	20
安徽德邦化工有限公司	江苏	2022/6	55	60
内蒙古远兴能源股份有限公司	内蒙	2022/12	0	100
内蒙古远兴能源股份有限公司	内蒙	2023/12	0	200
广东南方碱业股份有限公司	广东	2023/12	60	-60

资料来源：百川盈孚，卓创资讯，海通证券研究所

- 2021年3月10日，内蒙古自治区发展改革委_工信厅_能源局印发《关于确保完成“十四五”能耗双控目标若干保障措施》的通知，控制高耗能行业产能规模。从2021年起，不再审批焦炭（兰炭）、电石、聚氯乙烯（PVC）、合成氨（尿素）、甲醇、乙二醇、烧碱、纯碱（《西部地区鼓励类产业目录（2020年本）》中内蒙古鼓励类项目除外）等新增产能项目，我们预计未来天然碱将是政策鼓励的方向。

图：不同生产工艺纯碱产能占比



资料来源：远兴能源2020年报，海通证券研究所

图：西部地区鼓励类产业目录

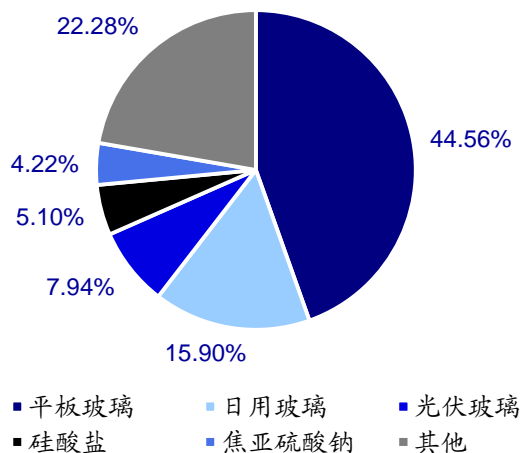
- 31. 农村生活污水治理、生活垃圾治理、畜禽粪便处理及厕所革命等农村人居环境整治相关技术开发及应用
- 32. 传统蒙古包、蒙古族服装服饰的传承创新与开发应用
- 33. 新建 120 万吨/年及以上天然碱综合开发利用项目
- 34. 石油、天然气、电力等能源储备设施和系统建设及运营，电储能技术开发与应用

资料来源：西部地区鼓励类产业目录（2020年本），海通证券研究所

需求端：光伏玻璃需求拉动纯碱行业增长

- 我国纯碱行业下游主要应用于平板玻璃、日用玻璃和光伏玻璃。2020年，平板玻璃、日用玻璃和光伏玻璃对纯碱需求量的占比分别为44.56%、15.90%和7.94%，合计占纯碱需求量为68.4%。
- 2021年为光伏玻璃的扩产大年。2020年，光伏玻璃有效产能1173.11万吨，产量为1021.52万吨，分别同比增加27.84%、24.20%。根据卓创数据，预计2021年光伏玻璃日熔量增加3万吨左右。

图：2020年纯碱行业下游消费结构 表：2019-2020年光伏玻璃产能情况（万吨）



资料来源：百川盈孚，海通证券研究所

	有效产能	产量
2020	1173.11	1021.52
2019	917.61	822.46

资料来源：百川盈孚，海通证券研究所

远兴能源：天然碱行业龙头，成本优势显著



- 公司是国内最大的天然碱法制纯碱和小苏打企业，纯碱产能居于国内第四位，小苏打产能全国第一。截止2020年末，公司拥有3个天然碱矿区，其中河南的安棚碱矿拥有保有储量7370万吨，河南吴城碱矿拥有保有储量2206万吨，内蒙古查干诺尔碱矿拥有保有储量232.15万吨。
- 控股股东投资建设780万吨纯碱产能。2019年3月1日，公司参股子公司银根矿业取得由内蒙古自治区阿拉善盟自然资源局颁发的《矿产资源勘查许可证》，包括六个天然碱普查区块，总面积为353.34平方公里。2020年1月9日，公司控股股东博源集团和中国化学签订了113亿元总包合同，将建设年产780万吨纯碱、80万吨小苏打产能。

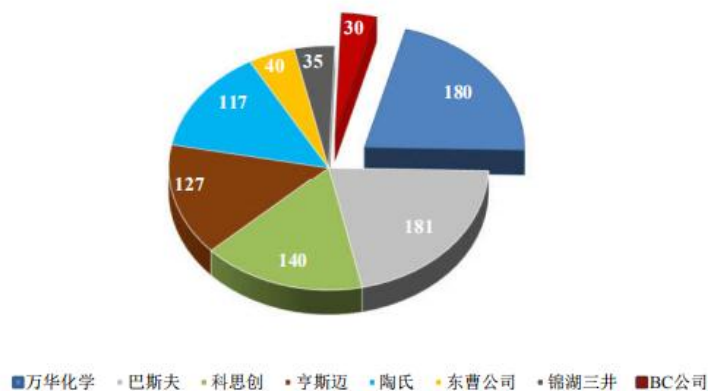
■ 风险提示：新增项目进度不及预期，纯碱价格波动。

表：公司主要产品产能情况

主要产品	设计产能（万吨/年）	产能利用率（%）
纯碱	180	81.43
小苏打	110	90.75
合成氨/尿素	80/154	107.87
煤炭	450	33.33
甲醇	100	51.12

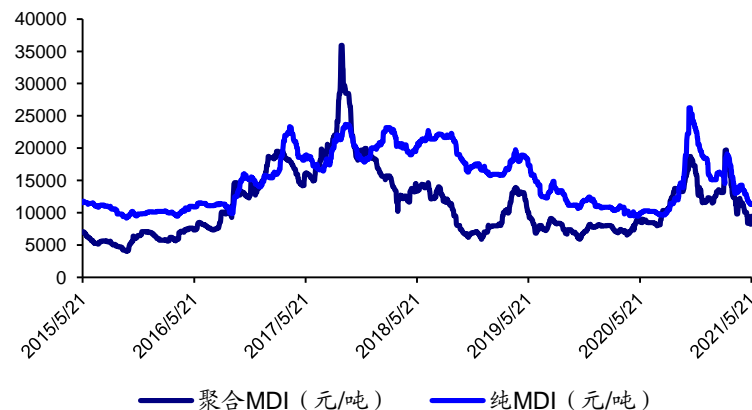
- MDI行业集中度极高。三韬咨询报告显示，2017年万华化学、巴斯夫、科思创、亨斯迈以及陶氏等大厂MDI产能合计占比约88%。
- 2018年重组后，万华化学以210万吨/年的产能跃居全球最大MDI生产商。2020年，公司完成从60万吨/年至110万吨/年的技改扩能，实现260万吨/年的MDI产能。宁波MDI装置60万吨/年技改项目投产后，公司MDI产能将达到320万吨/年，行业龙头地位进一步稳固。

图：2017年末全球 MDI 厂商产能
(万吨/年)



资料来源：万华化学吸收合并烟台万华化工有限公司暨关联交易报告书援引《2017年中国MDI市场研究报告》（三韬咨询），海通证券研究所

图：MDI价格走势



资料来源：WIND，海通证券研究所

- 2020年，万华化学通过收购福建TDI项目新增产能10万吨/年。聚醚项目新增产能19.5万吨/年，聚氨酯产业链一体化-乙烯项目新增产能190万吨/年，PC项目新增产能13万吨/年。
- 在烟台工业园搬迁一体化项目和PO/AE一体化项目两大项目顺利投产后，公司的产业结构得到大幅优化。为进一步拓宽万华的产品类别，公司二期项目利用现有公司产业链和乙烯项目作为关键原料，开发高附加值项目。
- 风险提示：MDI产品价格下跌，新项目进度低于预期。

表：公司2020年产能与开工情况

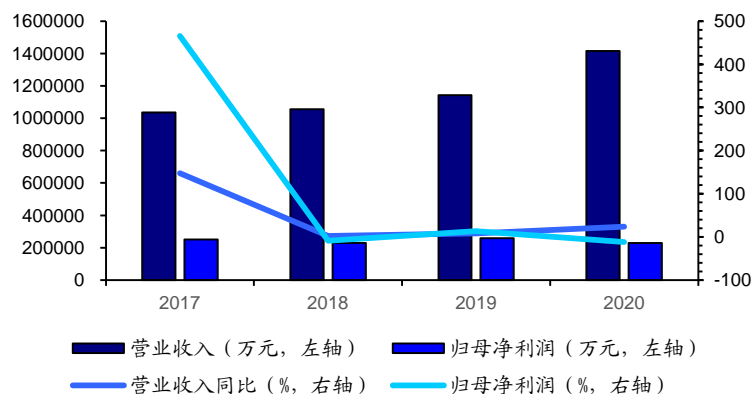
主要厂区或项目	设计产能	产能利用率
聚氨酯项目产能	335.5万吨/年（包括MDI项目210万吨/年、TDI项目65万吨/年、聚醚项目60.5万吨/年）	90%
烟台工业园聚氨酯产业链一体化—乙烯项目	190万吨/年	34%
烟台工业园PO/AE一体化项目	183万吨/年	93%
烟台工业园PC项目	21万吨/年	55%
烟台工业园PMMA项目	8万吨/年	54%
烟台工业园SAP项目	6万吨/年	67%
烟台工业园MMA项目	5万吨/年	97%

龙鳞佰利：营收增长稳定，毛利维持高位



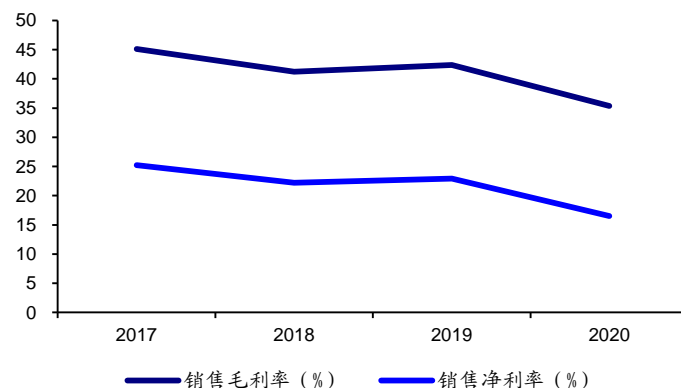
- 公司是全球行业少数同时具备硫酸法钛白粉和氯化法钛白粉生产工艺及全产业链的企业，也是国内唯一掌握大型沸腾氯化钛白生产技术的企业。公司主营产品钛白粉生产规模亚洲第一，世界第三，畅销全国。
- 2017-2020年公司营业收入分别为103.53亿元、105.54亿元、114.20亿元、141.64亿元，同比增长147.45%、1.94%、8.20%、24.03%，归母净利润分别为25.02亿元、22.86亿元、25.94亿元、22.89亿元，同比增长466.02%、-8.66%、13.49%、-11.77%。同期公司毛利率及净利率维持高位，毛利率分别45.12%、41.20%、42.37%、35.35%，净利率分别为25.24%、22.22%、22.93%、16.50%。

图：公司营收、归母净利润情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图：公司销售毛利率及净利率



资料来源：WIND，海通证券研究所

- 随着国内氯化法工艺逐步成熟，氯化法钛白粉产量占比呈上升趋势，2020年全国氯化法钛白粉产量达到近32万吨，取得“双突破”的历史记录。
- 2020年，公司全力保障焦作年产20万吨氯化法钛白粉生产线、新立钛业年产6万吨氯化法钛白粉生产线、年产1万吨海绵钛生产线产能释放，生产氯化法钛白粉21.25万吨，占公司钛白粉总产量26.01%，该比例不断提高；新立钛业2020年生产海绵钛9101.25吨，产能利用率超过90%，实现2019年收购当年复产，次年基本满负荷运行。
- 风险提示：钛白粉价格波动，行业竞争加剧。

表：公司主要产品产能情况

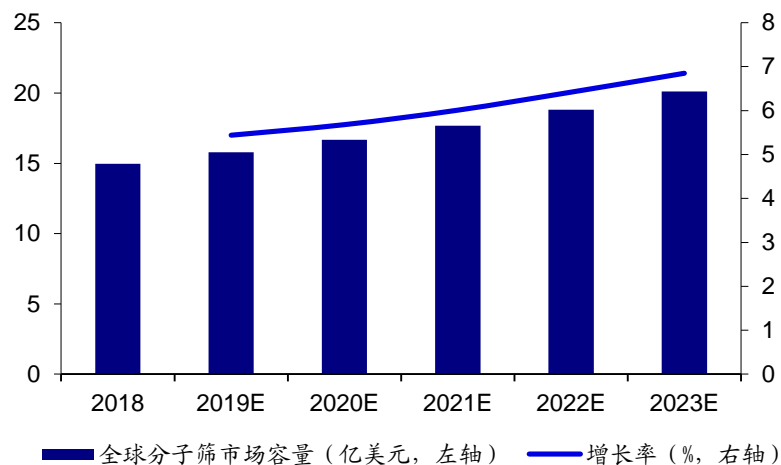
主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
钛白粉	101万吨/年	81.43%	年产20万吨氯化法钛白粉生产线建设项目，新增20万吨产能。	环评、安评等合规手续全部完成，目前正在进行前期土建工作。
海绵钛	1万吨/年	90.19%	年产3万吨转子级海绵钛智能制造技改项目，对原有生产线技改扩建，新增3万吨产能；甘肃国钛1.5万吨生产线复产技改。	年产3万吨转子级海绵钛智能制造技改项目，安评、职评、能评已完成，环评报告通过专家评审，特殊消防设计文件已提交，目前正在厂房建设工作。甘肃国钛1.5万吨生产线复产技改，总体工程完成约80%。

1. 回顾：中美经济率先复苏，化工品景气上行
2. 周期：持续看好纯碱板块，优选高壁垒行业龙头
- 3. 新材料：国产替代趋势下的优质成长股**
4. 重点公司推荐
5. 风险提示

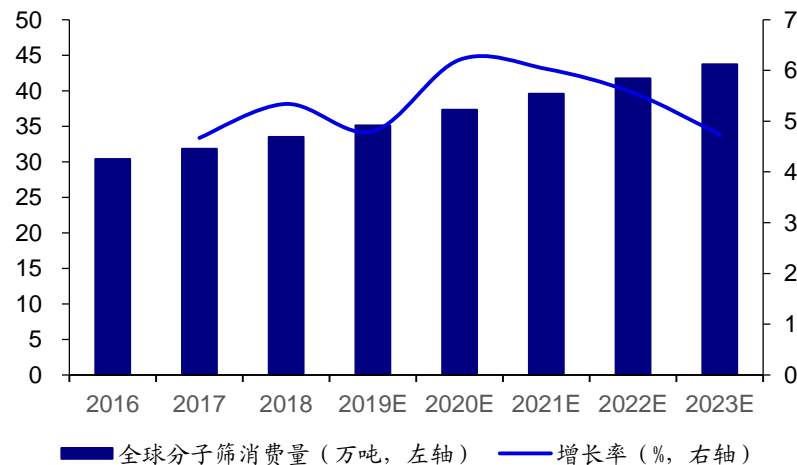
全球分子筛市场近百亿元，增速稳定

- 根据建龙微纳招股说明书援引TechNavio，2018年全球分子筛市场容量为14.97亿美元，到2023年，市场容量将增长到20.10亿美元，复合增长率达到6.08%。
- 随着新兴经济体的石油和天然气行业的不断壮大，全球分子筛的需求量将在未来几年内逐步提高。建龙微纳招股说明书援引Industry ARC报告，预计2025年全球分子筛需求量将达到43.90亿美元，预计2020年-2025年全球分子筛市场规模的复合年增长率为5.65%。

图：全球分子筛吸附剂市场容量发展趋势 图：全球分子筛吸附剂消费量发展趋势



资料来源：建龙微纳招股说明书援引
TechNavio，海通证券研究所



资料来源：《2020年中国分子筛吸附剂市场分析报告-行业运营态势与发展前景预测》，海通证券研究所

- 全球分子筛竞争格局相对集中，2018年万吨以上产能的分子筛产商合计产能占全球产能比例达64.75%。其中3家是国内企业，分别为建龙微纳与上海恒业、大连海鑫。

表：全球万吨以上产能分子筛吸附剂生产商

公司名称	年产能（吨）	产能占全球产能比例
霍尼韦尔UOP	93000	21.24%
CECA	60000	13.70%
Zeochem	29000	6.62%
日本东曹	26000	5.94%
美国格瑞斯	22000	5.03%
建龙微纳	16500	3.77%
上海恒业	15000	3.43%
大连海鑫	12000	2.74%
德国CWK	10000	2.28%
合计	283500	64.75%

资料来源：根据建龙微纳招股书援引《2019全球与中国市场分子筛吸附剂深度研究报告》（中商产业研究院），海通证券研究所

建龙微纳：国内分子筛行业龙头

- 公司是国内少数拥有涵盖分子筛原粉、分子筛活化粉、成型分子筛的研发、生产、营销、技术服务全产业链的企业，能够生产各种类型的分子筛原粉和不同性能、应用于不同领域的成型分子筛。
- 截至2020年末，公司拥有31000吨分子筛原粉、20000吨成型分子筛、3000吨分子筛活化粉及5,000吨活性氧化铝的产能，另有合计年产10000吨的成型分子筛生产线已经进入调试及试生产阶段。

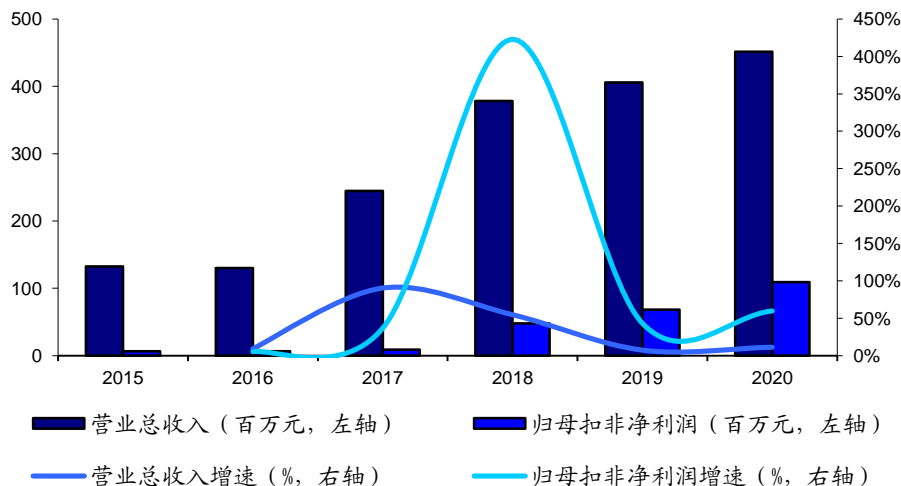
表：公司主要产品介绍及产能

产品类别	产品简介	用途	产能（吨）
分子筛原粉	一种人工合成的无机非金属多孔晶体材料	用作制造分子筛活化粉和成型分子筛的原材料	31000
成型分子筛	由分子筛原粉和粘结剂等组份通过一定比例混合、成型，经过干燥、高温焙烧制成的具有外观形状规则的无机非金属材料	广泛应用于气体吸附分离、催化、离子交换等诸多领域；对于石油炼制与化工、煤化工、精细化工、钢铁与有色金属冶炼、核电等国家重大支柱产业以及氢能源、土壤修复与治理、节能环保、医疗健康等国家新兴产业都有着重要的支撑作用。	20000
分子筛活化粉	一种粉状分子筛，由分子筛原粉经过高温干燥焙烧制成，拥有优异分散性能及对微量水份快速吸附能力	作为一种添加剂在油漆、涂料、中空玻璃胶条、橡胶、聚氨酯等领域广泛应用。	3000
活性氧化铝	一种多孔性、高分散度的固体材料，有很大的比表面积，适宜的孔径分布，其微孔表面具备干燥、吸附、催化作用所要求的特性	广泛用作干燥剂、吸附剂、气体或液体的净化剂，以及催化剂和催化剂载体	5000

建龙微纳：盈利能力逐年攀升

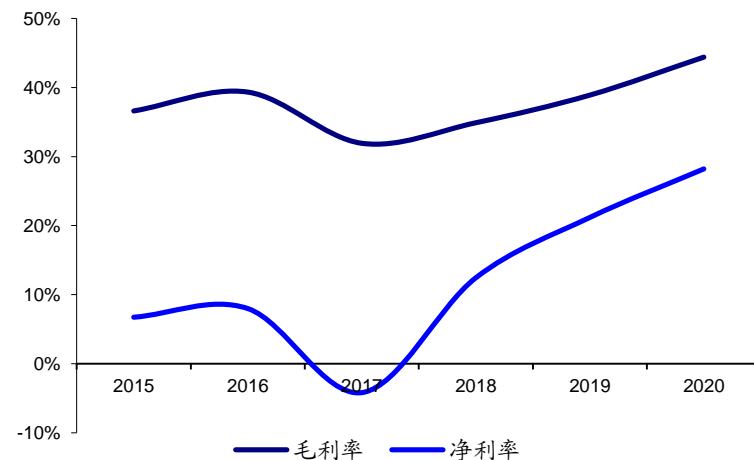
- 2016-2020年公司营业收入分别为1.30亿元、2.44亿元、3.78亿元、4.06亿元、4.52亿元，五年复合增长率为28.11%；归母扣非净利润分别为0.07亿元、0.09亿元、0.48亿元、0.68亿元、1.09亿元，复合增速达73.17%。
- 随着成型分子筛占比提升，公司毛利率和净利率稳步提升。

图：公司营收、归母扣非净利润情况



资料来源：WIND，海通证券研究所

图：公司销售毛利率及净利率 (%)



资料来源：WIND，海通证券研究所

建龙微纳：持续产能扩张，加快催化领域布局



- 公司新增产能项目持续推进。公司募投项目“吸附材料产业园项目（三期）”、“高效制氢、制氧分子筛项目”、“泰国子公司建设项目”建成达产后，预计实现年产43000吨分子筛原粉、41000吨成型分子筛、3000吨分子筛活化粉及5000吨活性氧化铝的产能。
- 公司将积极向分子筛催化剂领域拓展，拟投资10亿元建设“吸附材料产业园改扩建”项目。整个项目共分三期建设，产品主要为环境保护及能源化工领域用分子筛催化剂，建成后预计新增年产10100吨分子筛原粉和14100吨成型分子筛的产能。
- 风险提示：在建项目进度低于预期，宏观经济下滑。

表：建龙微纳预计新增产能（万吨）

募投项目名称	拟投入募集资金（万元）	预计建成投产日期	预计当年净增产能
吸附材料产业园项目（三期）	18300.00	2021/12	12000吨分子筛原粉
高效制氢、制氧分子筛项目	5368.78	2021/6	9000吨成型分子筛
泰国子公司建设项目	9223.72	2022/6	12000吨成型分子筛

资料来源：建龙微纳2020年度募集资金存放与使用情况的专项报告，海通证券研究所

1. 回顾：中美经济率先复苏，化工品景气上行
2. 周期：持续看好纯碱板块，优选高壁垒行业龙头
3. 新材料：国产替代趋势下的优质成长股
- 4. 重点公司推荐**
5. 风险提示

表：化工行业重点公司盈利预测

公司代码	公司名称	收盘价 (元)	EPS (元/股)			PE (倍)		
			2020	2021E	2022E	2020	2021E	2022E
000683.SZ	远兴能源	3.60	0.02	0.40	0.47	118.79	9.04	7.63
600309.SH	万华化学	109.19	3.20	6.09	6.75	28.47	17.93	16.18
002601.SZ	龙蟒佰利	33.72	1.13	1.79	2.14	27.32	18.89	15.74
688357.SH	建龙微纳	84.10	2.20	2.91	4.09	29.07	28.84	20.54

资料来源：WIND，海通证券研究所，股价为2021年5月25日收盘价，每股收益均为WIND一致预期

1. 回顾：中美经济率先复苏，化工品景气上行
2. 周期：持续看好纯碱板块，优选高壁垒行业龙头
3. 新材料：国产替代趋势下的优质成长股
4. 重点公司推荐
5. 风险提示

- 油价大幅波动;
- 下游需求疲弱;
- 经济复苏不及预期。

分析师声明

刘威

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

基础化工研究团队：

首席分析师

刘威

SAC执业证书编号：S0850515040001

电话：0755-82764281

Email: lw10053@htsec.com

分析师

张翠翠

SAC执业证书编号：S0850517110003

电话：021-23154130

Email: zcc11726@htsec.com

分析师

李智

SAC执业证书编号：S0850519110003

电话：021-23219392

Email: lz11785@htsec.com

分析师

刘海荣

SAC执业证书编号：S0850517080010

电话：021-23154130

Email: lhr10342@htsec.com

分析师

孙维容

SAC执业证书编号：S0850518030001

电话：021-23219431

Email: swr12178@htsec.com

投资评级说明

	类 别	评 级	说 明
1. 投资评级的比较和评级标准: 以报告发布后的 6 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 的涨跌幅相对同期市场基准指数的涨跌幅; 2. 市场基准指数的比较标准: A 股市场以海通综指为基准; 香港市场以恒生指数为基准; 美国市场以标普 500 或纳斯达克综合指数为基准。	股票投资评级	优于大市	预期个股相对基准指数涨幅在 10%以上;
		中性	预期个股相对基准指数涨幅介于-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期个股相对基准指数涨幅低于-10%及以下;
		无评级	对于个股未来 6 个月市场表现与基准指数相比无明确观点。
	行业投资评级	优于大市	预期行业整体回报高于基准指数整体水平 10%以上;
		中性	预期行业整体回报介于基准指数整体水平-10%与 10%之间;
		弱于大市	预期行业整体回报低于基准指数整体水平-10%以下。

法律声明

。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司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任何责任。

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、价值及投资收入可能会波动。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。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考, 不构成投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。在法律许可的情况下, 海通证券及其所属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投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品, 或再次分发给任何其他人, 或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容, 务必联络海通证券研究所并获得许可, 并需注明出处为海通证券研究所, 且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。