

化工行业2024年投资策略

成本为盾，技术壁垒为矛

西南证券研究发展中心
化工研究团队
2023年12月

投资要点

行业回顾:

- 2023年前三季度，**(1) 从涨跌幅来看**：截至2023年11月30日，申万化工指数下跌14.6%，跑输沪深300指数约4.5个百分点；塑料、化学纤维、化学原料、化学制品、橡胶、农化制品跌幅分别为3%/7%/10%/13%/16%/20%。**(2) 从估值来看**：申万化工二级子板块估值分别为橡胶（43倍）、塑料（38倍）、化学纤维（26倍）、化学制品（24倍）、化学原料（24倍）、农化制品（16倍）。**(3) 从业绩来看**：2023年前三季度，营收端改性塑料、民爆用品、轮胎等板块同比涨幅居前，营收同比分别为+16.4%/+14.9%/+14.0%；净利润端轮胎、日用化学品、涂料油墨颜料等板块同比涨幅居前，归母净利润同比分别+206.0%/+136.6%/27.8%。我们认为**2024年，海外流动性改善或带来内部经济复苏，关注成本领先的行业龙头和技术壁垒较高的新材料行业。**

行业趋势:

- 从2018年开始，化工行业现金流整体充裕，在建工程投资额明显上升，但2022年下半年以来，下游需求走弱，化工品景气回落，化工品景气度持续探底。
- 2023年以来，国内需求底部缓慢复苏，展望2024年，需求端的进一步恢复为化工行业景气提升提供坚实后盾。

行业投资策略:

- 展望2024年，我们认为在基础化工行业中应关注：**(1) 新型煤化工**：旨在以煤炭生产石油基产品，进口替代空间巨大，且能够有效降低对石化原料的进口依赖度，具有重要的战略意义，推荐标的：**宝丰能源（600989.SH）、华鲁恒升（600426.SH）**；**(2) 轻烃一体化**：能源转型背景下，由于轻烃裂解具备工艺流程短、产品收率高、经济性强、污染小等优势，已成为各炼化企业进一步提高竞争力、降低综合能耗的发展方向，推荐标的：**卫星化学（002648.SZ）**；**(3) 轮胎行业**：景气度持续回升，半钢市场回暖，海外需求向好，轮胎出口复苏明显；非公路轮胎方兴未艾，市场空间广阔，推荐标的：**赛轮轮胎（601058.SH）、玲珑轮胎（601966.SH）**；**(4) 大农资板块**：景气度有望底部回升，相关标的：**和邦生物（603077.SH）、国光股份（002749.SZ）**；**(5) 合成生物学**：合成生物技术利用可再生生物资源为原料，可摆脱石油资源依赖，降低能耗，大幅减少二氧化碳、废水等排放，具有高效、绿色、可持续性，推荐标的：**华恒生物（688639.SH）**；**(6) 风电涂料及集装箱涂料**：壁垒高、验证周期长，相关标的：**麦加芯彩（603062.SH）**；**(7) 芳纶行业**：芳纶技术壁垒高，未来将持续受益下游个体防护、光纤光缆等领域需求增长，芳纶涂覆前景值得期待，相关标的：**泰和新材（002254.SZ）**；**(8) 电子化学品**：电子化学品作为战略新兴产业，技术难度高、国内需求旺盛，发展空间巨大，相关标的：**华特气体（002254.SZ）、雅克科技（603722.SH）、国瓷材料（300285.SZ）、阿科力（603722.SH）**；**(9) 汽车级PVB胶膜受制于国外，国内技术已取得突破，具备国产替代实力，推荐标的：皖维高新（600063.SH）。**

风险提示：宏观经济波动风险、下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期、安全生产事故等。

目录

◆ 2023年行业回顾

◆ 2023年行业趋势

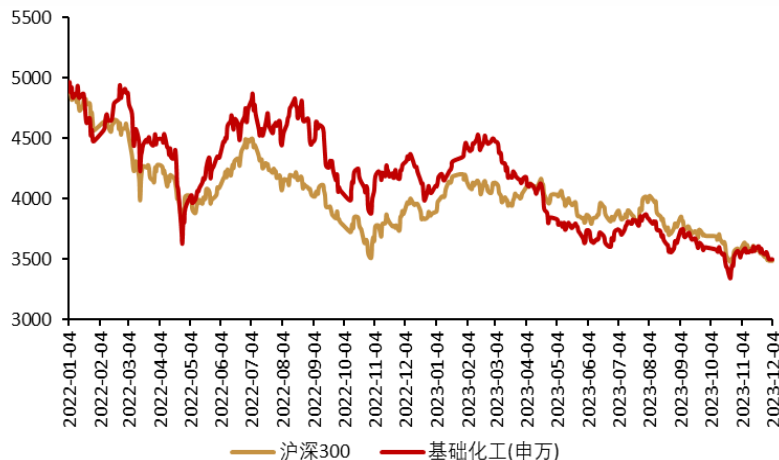
◆ 2024年行业投资策略

- ◆ 新型煤化工
- ◆ 轮胎行业
- ◆ 大农资板块
- ◆ 合成生物学
- ◆ 涂料板块
- ◆ 芳纶行业
- ◆ 电子化学品行业
- ◆ 分子筛行业

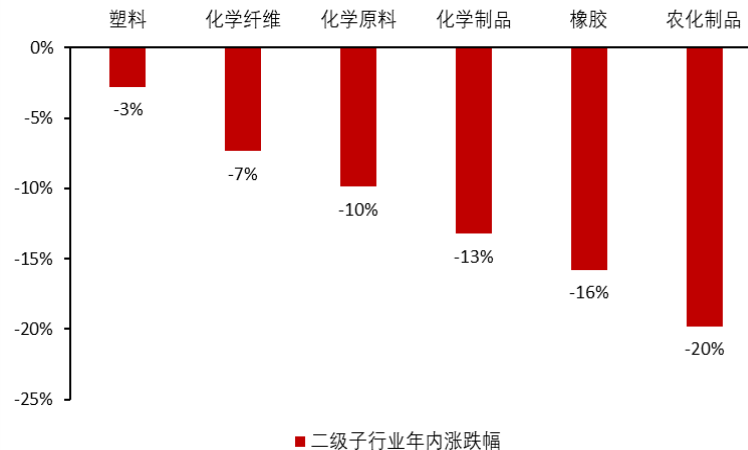
◆ 2024年重点推荐投资标的

2023年化工行业回顾

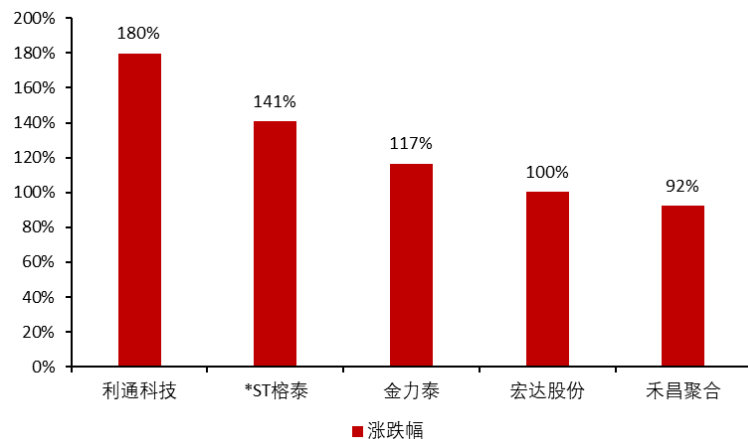
化工指数相对沪深300走势



化工子行业二级市场涨跌幅



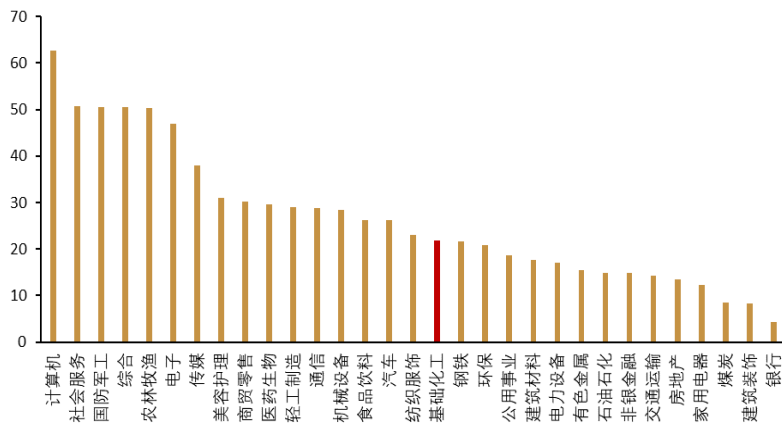
化工行业涨跌幅前五个股 (截至2023年11月30日)



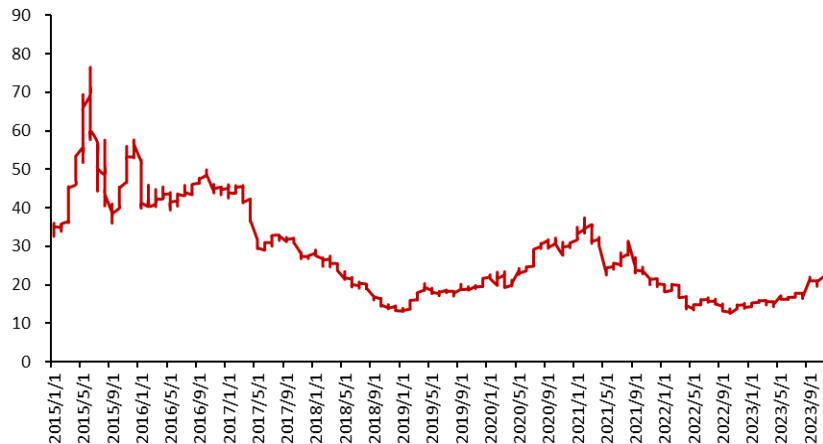
- 截至2023年11月30日，申万化工指数下跌14.6%，跑输沪深300指数约4.5个百分点。
- 截至2023年11月30日，申万化工二级子板块均表现为下跌，塑料、化学纤维、化学原料、化学制品、橡胶、农化制品跌幅分别为3%/7%/10%/13%/16%/20%。
- 截至2023年11月30日，板块内涨幅最大的为利通科技(+180%)、*ST榕泰(+141%)、金力泰(+117%)；跌幅最大的为中毅达B(-64.0%)、镇、震安科技(-60.5%)、ST鸿达(-59.9%)。

2023年化工行业回顾

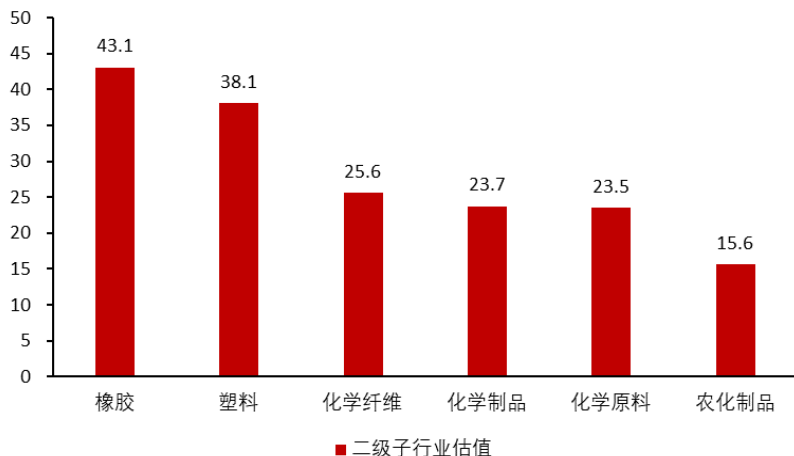
申万一级行业市盈率 (TTM整体法)



申万化工市盈率TTM变化



申万化工子行业市盈率 (TTM整体法)

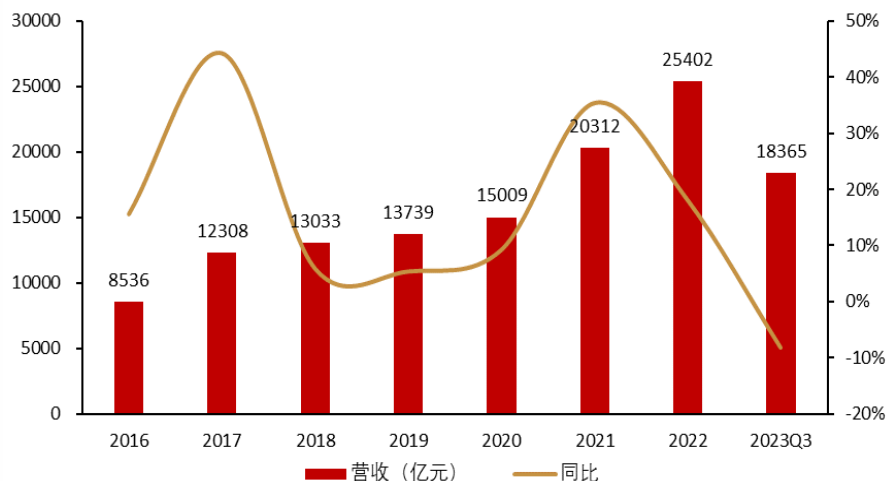


- **横向看：**截止2023/11/30，申万化工行业PE (TTM) 为22倍，在行业中处于中间水平。
- **纵向看：**申万化工二级子板块估值分别为橡胶 (43倍)、塑料 (38倍)、化学纤维 (26倍)、化学制品 (24倍)、化学原料 (24倍)、农化制品 (16倍)。

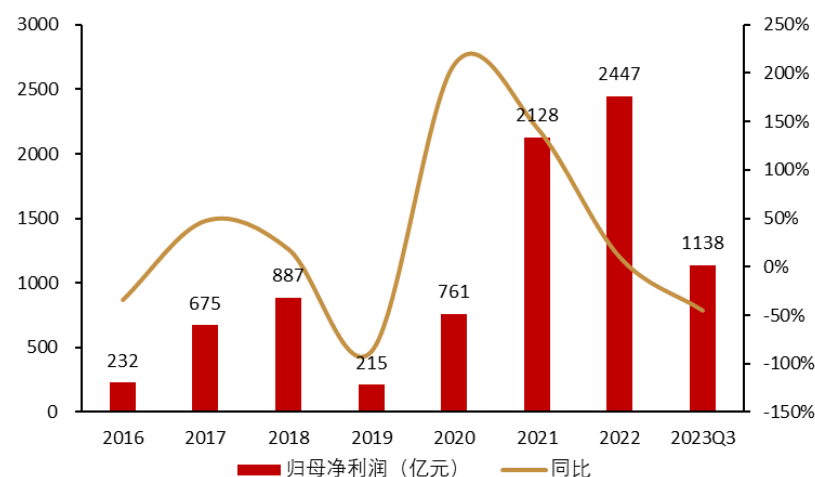
2023年前三季度化工行业回顾

- 2023年前三季度，申万化工二级子板块均表现为下跌，塑料、化学纤维、化学原料、化学制品、农化制品、橡胶跌幅分别为3%/5%/8%/11%/17%/18%。
- 2022年以来，俄乌冲突叠加全球通胀，能源价格上涨推升化工行业成本压力，同时国内疫情反复对需求端产生一定影响，化工行业整体盈利增速放缓；进入2023年，美联储持续加息，全球经济下行压力大，国内需求恢复不及预期，化工品价格持续回落，行业收入、利润进一步下滑。俄乌冲突引发全球粮食危机、全球化肥供需失衡，以及新能源需求相对旺盛，部分子行业盈利呈现高速增长态势，从细分子行业来看，2023年前三季度，营收端改性塑料、民爆用品、轮胎等板块同比涨幅居前，营收同比分别为+16.4%/+14.9%/+14.0%；净利润端轮胎、日用化学品、涂料油墨颜料等板块同比涨幅居前，归母净利润同比分别+206.0%/+136.6%/27.8%。我们认为2024年在供给端压制下，应把握需求回暖大趋势，寻找结构性投资机会。

化工行业主营收入及增长率



化工行业利润总额及增长率



目 录

◆ 2023年行业回顾

◆ 2023年行业趋势

◆ 2024年行业投资策略

◆ 新型煤化工

◆ 轮胎行业

◆ 大农资板块

◆ 合成生物学

◆ 涂料板块

◆ 芳纶行业

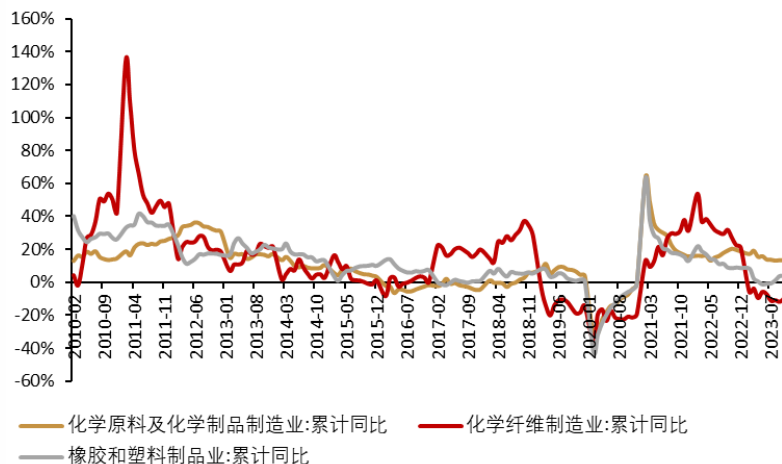
◆ 电子化学品行业

◆ 分子筛行业

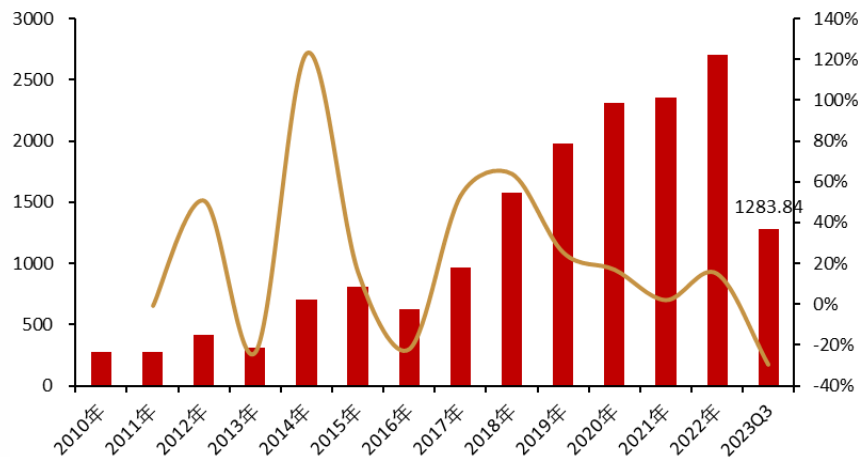
◆ 2024年重点推荐投资标的

政策引导下，供给端扩张向头部靠拢

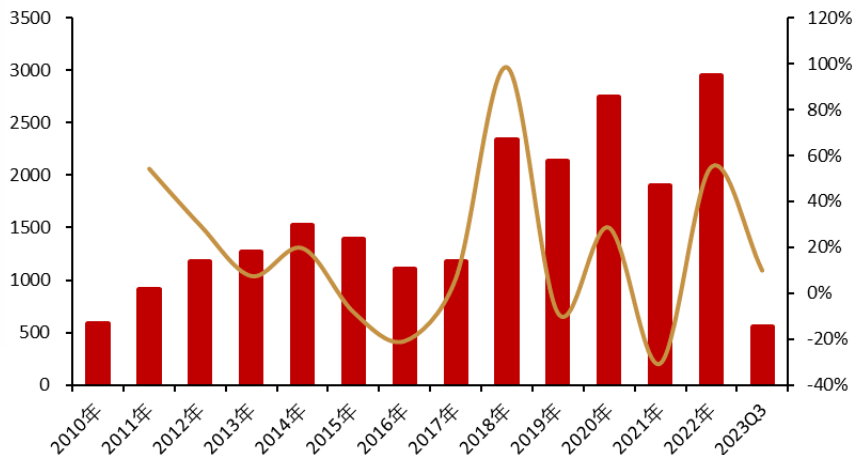
化工行业固定资产投资完成额累计同比



化工行业经营净现金流（亿元）



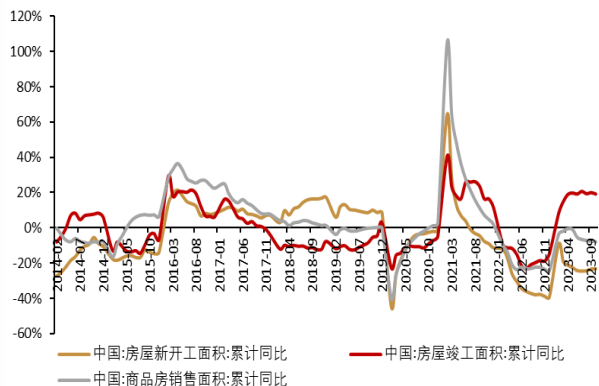
化工行业在建工程（亿元）



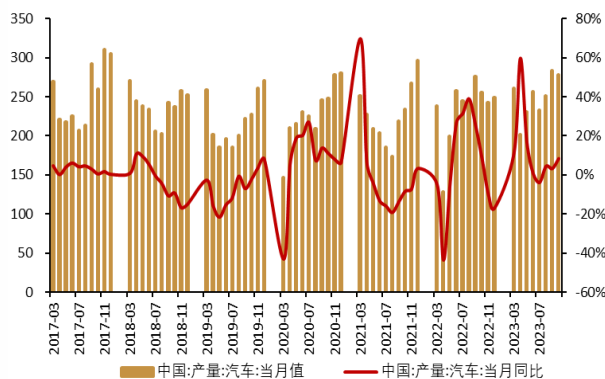
- 根据wind统计的基础化工行业上市公司经营活动产生的现金流量净额和在建工程，从2018年开始，化工行业现金流整体充裕，在建工程投资额明显上升。但2022年下半年以来，下游需求走弱，化工品景气回落，供给侧的压力使化工品景气度持续探底。
- 2016年供给侧改革以及2021年的双碳政策以及能耗双控带来化工行业各细分领域扩张壁垒，资本开支向龙头集中，助力优势企业不断成长，行业竞争格局不断优化。

化工行业需求端将迎来边际改善

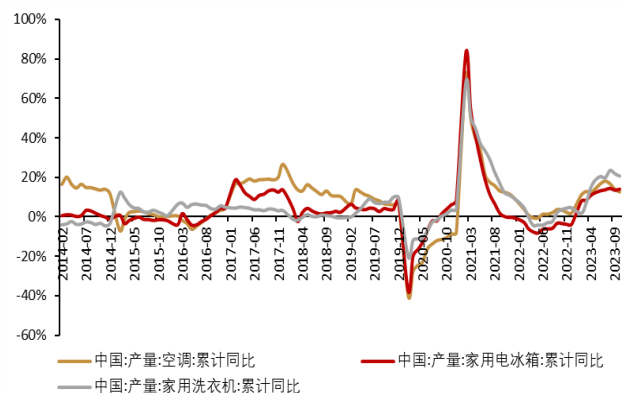
房地产新开工、竣工，商品房销售情况



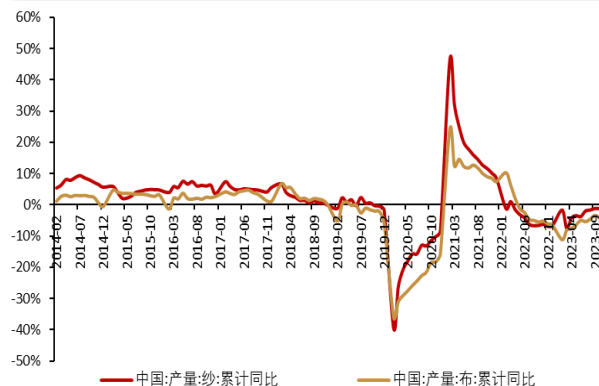
我国汽车产量（万辆）及增速



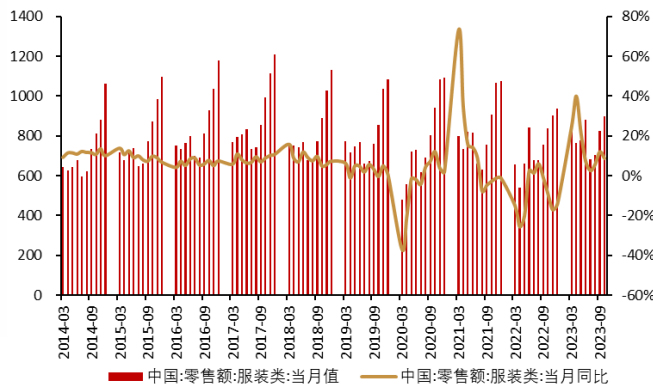
家电产量及累计同比



布料需求情况



服饰零售额（亿元）及同比情况



● 截止2023年10月，房屋新开工/竣工/商品房销售面积累计同比分别为-23.2%/19.0%/-7.8%；汽车/空调/冰箱/洗衣机/服饰零售累计同比分别+8.2%/+12.4%/+14.1%/+20.7%/+12.7%。2023年以来，国内需求底部缓慢复苏，展望2024年需求端的进一步恢复为化工行业景气提升提供坚实后盾。

目录

◆ 2023年行业回顾

◆ 2023年行业趋势

◆ 2024年行业投资策略

◆ 新型煤化工

◆ 轮胎行业

◆ 大农资板块

◆ 合成生物学

◆ 涂料板块

◆ 芳纶行业

◆ 电子化学品行业

◆ 分子筛行业

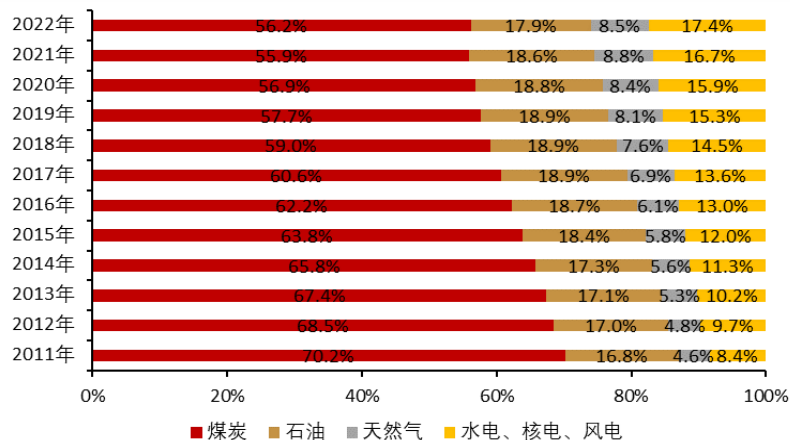
◆ 2024年重点推荐投资标的

新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

● **煤炭仍将在我国能源消费中占据主导地位。**我国自然禀赋具有“富煤、贫油、少气”的特点，尽管近年以水电、风电为代表的非化石能源增速明显，煤炭在未来很长一段时间内仍将在我国能源消费中占据主导地位。

● **油头化工品需求稳步增长，煤化工符合我国资源禀赋：**C2、C3化学品的主要来源是石油，由于国内原油的匮乏，许多C2、C3产品仍高度依赖进口。以聚烯烃为例，国内聚烯烃需求旺盛，2022年我国聚乙烯表观消费量3714万吨（+0.44%），聚丙烯表观消费量3300.2万吨（+1.0%），整体进口依存度为23.3%。因此，发展新型煤化工符合我国资源禀赋，也有利于降低石油对外依存度。

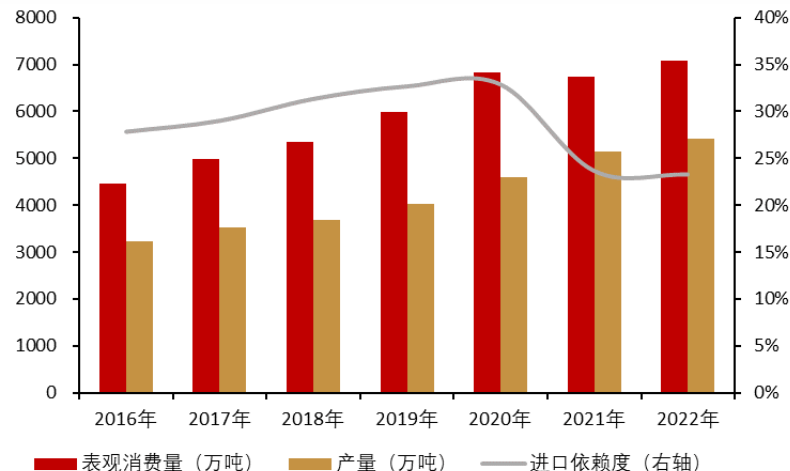
我国一次能源消费结构



年内煤价维持在900-1000元/吨左右



2022年我国聚烯烃进口依存度为23.3%



新型煤化工：比较优势构筑长期竞争力

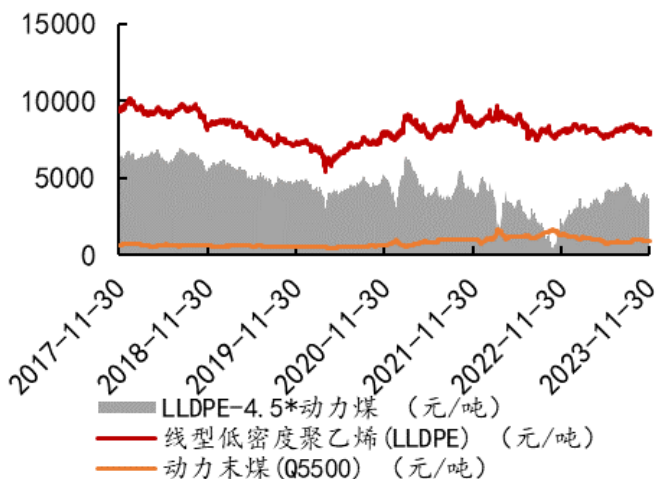
- 煤化工各企业间成本差异巨大，重点关注成本优势企业：发展煤化工需要大量的水及煤炭资源，区位对企业生产成本影响巨大，而且各厂商技术水平、项目投资管控水平差距明显。
- 以宝丰能源为例，国内煤制烯烃部分老装置成本近5000元/吨（以2020年为例，该年气化用煤均价约350元/吨），宝丰能源等优势企业成本不到4000元/吨，相当于油头烯烃在原油35美元/桶下的水平，在油价低位阶段仍保持极强的竞争力。
- 以华鲁恒升为例，公司通过持续技改升级和挖潜降耗使得成本始终保持行业最低水平，平均毛利率领先行业近10个百分点，成本优势助力公司穿越周期牛熊。

优质企业能效大幅领先行业基准水平

产品	国家基准水平	国家标杆水平	优秀上市公司
烯烃	3300	2800	2396
甲醇 (烟煤)	1800	1400	1360
合成氨 (烟煤)	1550	1350	1303

单位：千克标煤/吨产品

宝丰能源产品价格差同比回升



华鲁恒升各产品毛利率均领先可比公司

公司	板块	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
华鲁恒升	肥料	12.9%	28.0%	33.5%	26.7%	28.9%	39.4%
阳煤化工	肥料	9.2%	18.2%	18.9%	16.7%	19.4%	13.1%
鲁西化工	肥料	12.6%	14.2%	9.6%	4.1%	0.5%	6.2%
华昌化工	肥料	5.0%	11.4%	13.0%	11.8%	18.4%	21.2%
华鲁恒升	多元醇	5.8%	4.9%	14.5%	-3.2%	/	/
阳煤化工	乙二醇	26.4%	21.7%	-8.4%	-24.2%	/	/
丹化科技	乙二醇	26.3%	20.2%	-17.1%	-56.5%	-9.2%	-36.4%
华鲁恒升	醋酸	30.3%	54.5%	39.4%	23.3%	53.6%	40.0%
华谊集团	醋酸	19.8%	42.1%	19.4%	13.8%	45.3%	/
江苏索普	醋酸	21.9%	41.3%	15.9%	19.3%	49.9%	20.3%
华鲁恒升	有机胺	30.3%	54.5%	39.4%	42.3%	53.7%	57.0%
兴化股份	有机胺	16.1%	16.0%	11.0%	29.2%	50.9%	43.7%

www.swsc.com.cn

数据来源：各公司公告，石油和化工联合会，西南证券整理

轮胎行业：关注轮胎板块出海机会

天然橡胶价格小幅回落



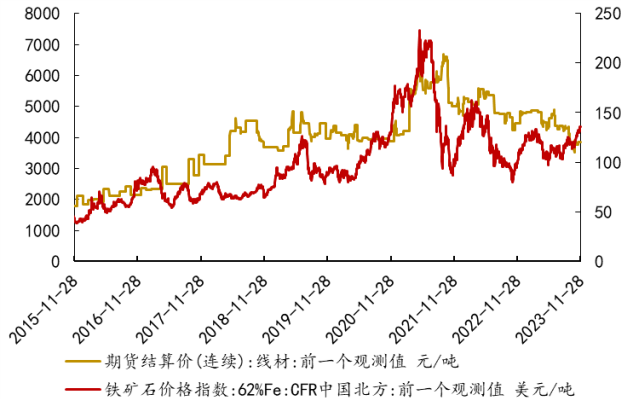
顺丁橡胶价格回落



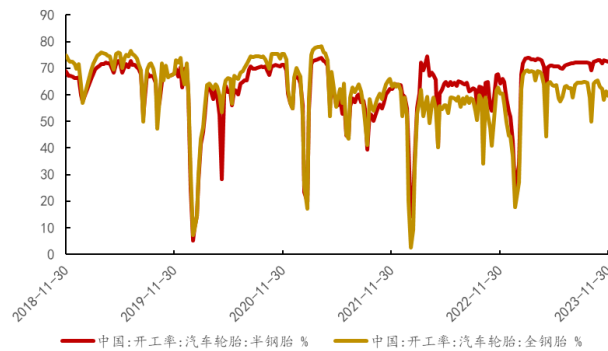
丁苯橡胶价格小幅回落



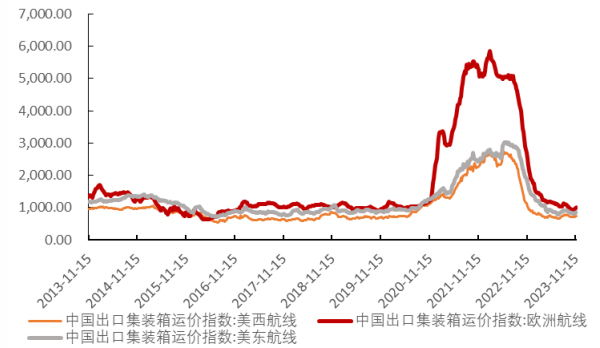
铁矿石及线材价格回落



轮胎开工情况



集装箱运价指数高位回落



轮胎行业：关注轮胎板块出海机会

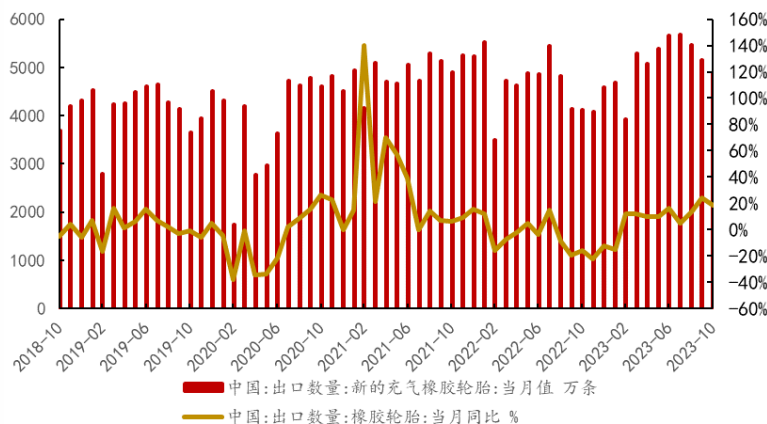
2023中国轮胎海外建厂情况

中国轮胎海外工厂产能统计			
国家	公司	产能	进展
泰国	中策橡胶	2000万条(半钢和全钢)	已投产
	玲珑轮胎	1500万条半钢胎、220万条全钢胎	已投产
	浦林成山	200万条全钢胎、800万条半钢胎	已投产
	通用股份	100万条全钢胎、600万条半钢胎	已投产
	双钱集团	180万条卡客车胎、5万条工程胎	已投产
	森麒麟	200万条全钢胎、1600万条半钢胎	已投产
越南	赛轮集团	1300万条半钢胎、140万条全钢胎、5万条工程胎	2013投产
	贵州轮胎	120万条全钢胎	2021年投产
	金字轮胎	120万条全钢胎	2021年投产
	昊华轮胎	/	拟建
柬埔寨	通用股份	500万条半钢胎、90万条全钢胎	已投产
	赛轮集团	900万条半钢胎、165万条全钢胎	一期项目投产
	双星集团	700万条半钢胎和150万条全钢胎	奠基
	福麦斯	120万条全钢胎、800万条半钢胎	拟建
塞尔维亚	玲珑轮胎	1200万条半钢胎、160万条全钢胎 2万条工程胎及农用于午胎	逐步投产
巴基斯坦	浪马轮胎	240万条全钢胎	一期项目投产
西班牙	森麒麟	1200万条半钢胎	推进中
摩洛哥	森麒麟	600万条半钢胎	推进中
马来西亚	福临轮胎	50万条全钢胎、300万条半钢胎	已投产

海外市场回暖，轮胎海持续增加，截至23年10月，已有13家企业在海外拥有（拟建）工厂，总产能超1.7亿条。

- 2023年1-10月中国橡胶轮胎出口量5.1亿条，同比增长9.9%，出口复苏明显。

中国橡胶轮胎出口情况



轮胎行业：关注轮胎板块非公路轮胎方面

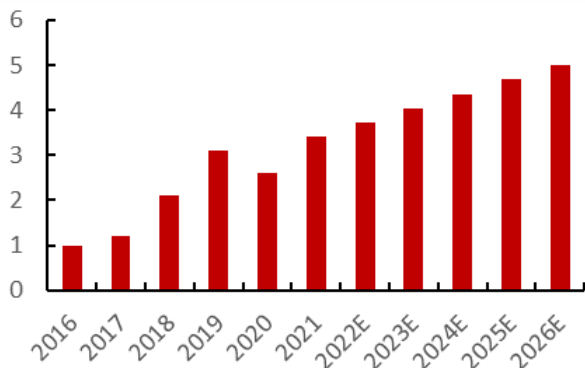
2023年6月现有非公路产能

企业	品类	产能
普利司通	非公路轮胎	超过1953万条/年和95万吨/年
米其林	非公路轮胎	超过371万条/年和67万吨/年
固特异	OTR轮胎及轿车、轻卡、载重/公交轮胎	6183万条/年
德国马牌	OTR轮胎及轿车、轻卡、载重/公交轮胎	5431万条/年
优科豪马	非公路轮胎	约20万吨/年
BKT	非公路轮胎	36万吨/年
特瑞堡	非公路轮胎	超过22万条/年和4.2万吨/年
三角轮胎	工程胎、巨胎	工程胎38万条/年+巨胎2000条/年
赛轮轮胎	非公路轮胎	16万吨/年
风神股份	子午/斜交工程胎	67万条/年
贵州轮胎	工程机械、工业及农业轮胎	315.2万条/年

国内拟建非公路产能

企业	预计投产时间	投放产能	投资金额
中策橡胶	2025年	40万条(约15万吨)	28亿元
玲珑轮胎		14万套	
赛轮集团	2024年	15万吨	
贵州轮胎	2024年	38万条小型工业胎;越南二期规划非公路型轮胎5万条	19.4亿元
双钱集团		增加7700吨14.00R25全钢工程子午线轮胎, 9500吨16.00R25全钢工程子午线轮胎	1.5亿元
风神轮胎		年产30930条大规格宽体自卸车用工程子午胎	9501万元
浪马轮胎		20万套工程胎	4亿元
徐轮轮胎		工程子午胎19万套、农业子午胎32万套、工业轮胎50万套	15亿元
海安橡胶		30万套全钢大型工程子午线轮胎、15000条全钢巨型工程子午线轮胎商胎及矿山机械设备	70亿元
		4690条巨型工程子午胎产能	2.34亿元
诸城涌安橡胶		工程轮胎7.01万吨	
通用股份		120万条高性能全钢子午胎和10万条OTR工程胎	15.11亿元

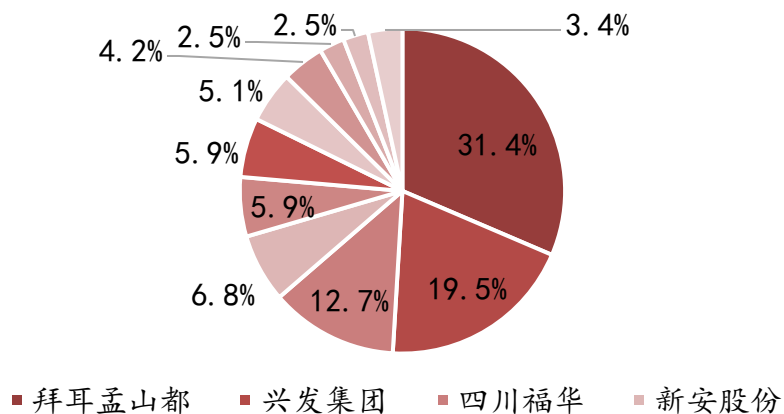
全球工程胎产量



■ 全球工程胎产量 (亿条)

大农资板块：草甘膦

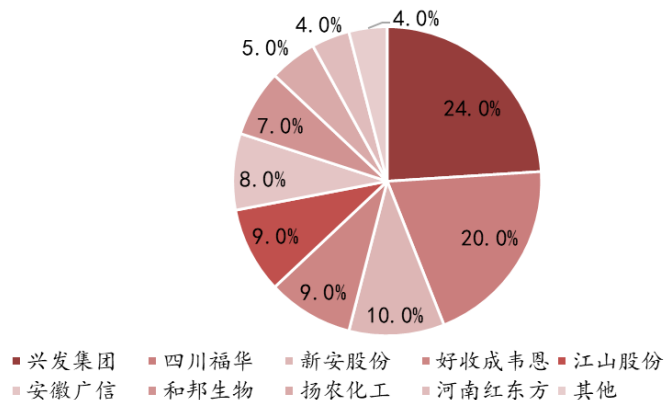
全球草甘膦产能结构（截至2022年底）



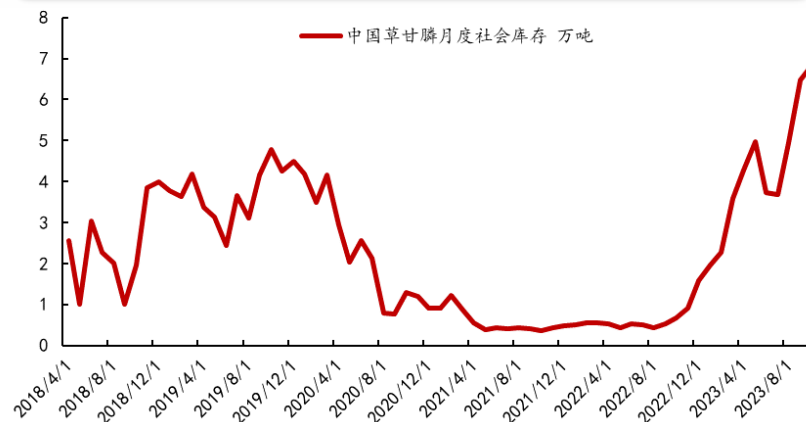
中国草甘膦在产企业及产能工艺（截至2022年底）

企业	工艺路线	产能（万吨/年）	所在省份
乐山福华	甘氨酸法	15	四川省
兴发化工	甘氨酸法	13	湖北省
内蒙古兴发	甘氨酸法	10	内蒙古自治区
新安化工	甘氨酸法	8	浙江省
南通江山农化	甘氨酸法	3	江苏省
安徽广信	甘氨酸法	6	安徽省
许昌东方	甘氨酸法	3	河南省
南通江山农化	IDA	4	江苏省
江苏好收成	IDA	6.2	江苏省
和邦生物	IDA	5	四川省
广安诚信	IDA	4	四川省
扬农化工	IDA	3	江苏省
捷马化工	IDA	2	浙江省
总计		82.2	

中国草甘膦产能结构（截至2022年底）

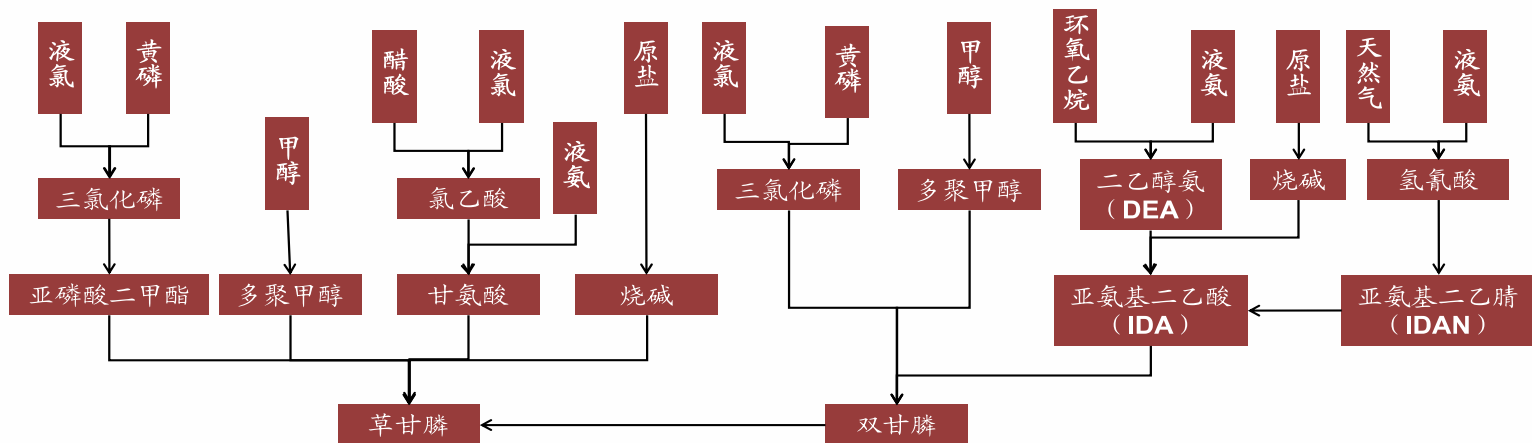


中国草甘膦库存

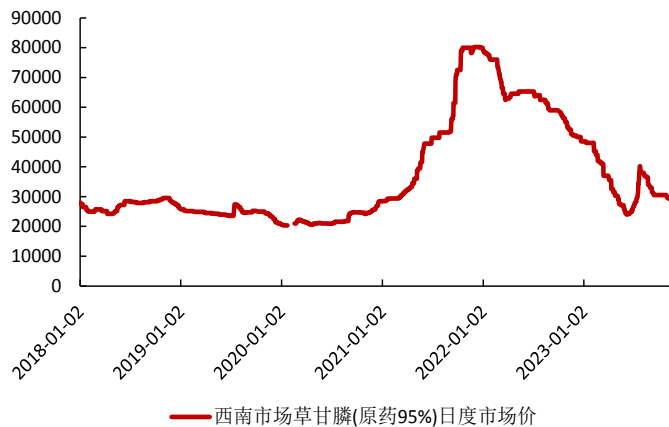


大农资板块：草甘膦

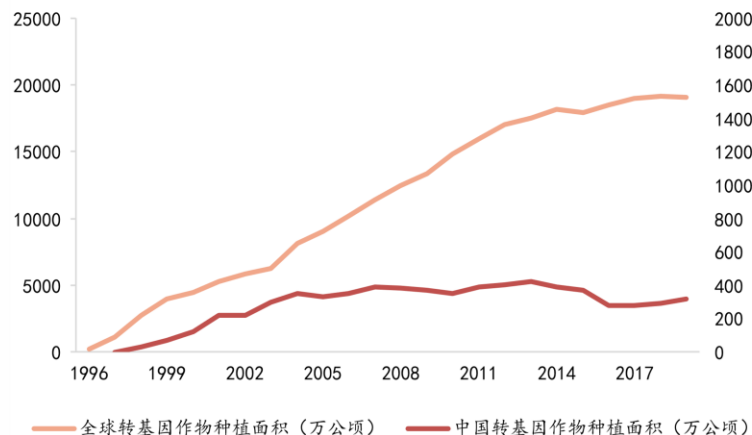
草甘膦工艺路线



草甘膦价格 (元/吨)



中国及全球转基因作物种植面积



大农资板块：植物生长调节剂

● 植物生长调节剂属于农药，是由人工合成或从微生物中提取的，具有的与植物内源激素相同或相似功能的一类物质。其能够对作物的生长发育起到与内源激素相同的调节、控制、指挥、诱导作用。具有使用成本低、见效快、用量低、效果显著、投入产出比高的特点，有助于农业的规模化和集约化生产，是生产优质农产品必不可少的生产资料。

植物生长调节剂应用领域

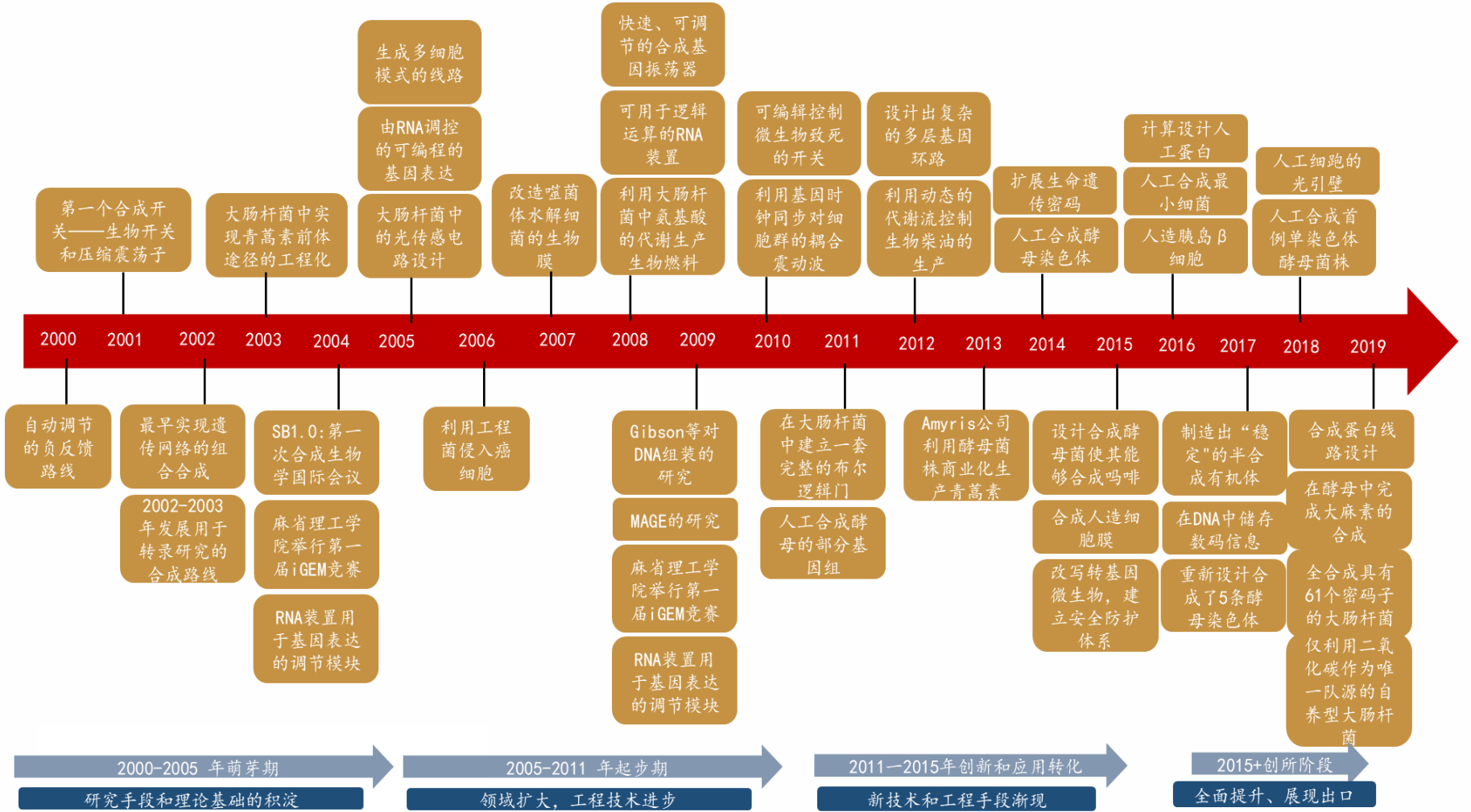


植物生长调节剂具体作用

应用领域	作用	主要植物
粮食作物	打破休眠、促进种子发芽、促进生根、培育壮苗、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、缓解药害、提高抗逆性、增加千粒重、改善品质、提高杂交稻制种产量、抑制储藏期发芽等	水稻、红薯
油料作物	促进种子发芽、促进根系生长、培育壮苗；增加分蘖、防止徒长、预防倒伏、提高结实率、提高抗逆性、促进籽粒发育、增加千粒重等。	油菜、大豆
经济作物	促进生根、培育壮苗、促进萌芽、控旺防倒，塑造株型、疏花疏蕾、保花保果、防止蕾铃脱落、促进果实发育、促进落黄、成熟一致、催熟脱叶、提高抗逆性等。	棉花、烟草
蔬菜	打破休眠、促进种子萌发、根系生长、培育壮苗、控制徒长、提高叶绿素含量、促进营养生长，调节雌雄花比例、促进花芽分化、保花保果、提高坐果（瓜）率、促进果实成熟、缓解药害、提高植物抗逆性，贮藏保鲜，延长贮藏期等	西瓜、黄瓜、甜瓜、丝瓜、茄子、辣椒、番茄
果树	促进扦插生根，控制新梢徒长，促进花芽分化，健壮枝穗，拉长花序，保花保果，防止落果，促进果实无核，促进果实发育，调节果形，改善品质，提高果实商品性，提高抗寒、抗旱、抗盐碱等抗逆能力	苹果、柑橘
花卉、草坪、绿篱等园林植物	促进生根，打破休眠，防止园林树木开花飞絮或结果，减少修剪，矮化植株，紧凑株型，调控花期，促进生根，促进萌芽，延缓衰老，促进返青，增强抗旱抗寒等抗逆性，促进光合作用	景观树木
食用菌	食用菌促进菌丝生长和出菇，提高产量方面	蘑菇、平菇、金针菇、木耳等

合成生物学板块

合成生物学发展历程



合成生物学板块

合成生物学获多项政策支持

政策名称	发布时间	政策要求
《中华人民共和国国民经济和社会发展第十个五年规划2035景目标要》	2021年3月	推动战略性新兴产业融合化、集群化、生态化发展，战略性新兴产业增加值占GDP比重超过17%。聚焦新一代信息技术、生物技术、新能源、新材料、绿色环保技术。推动生物技术和信息技术融合创新。加快发展生物医药、生物育种、生物材料、生物能源等产业，做大做强生物经济。
《“十四五”生物经济发展规划》	2022年5月	重点围绕生物基材料、新型发酵产品、生物质能等方向，构建生物质循环利用技术体系，推动生物资源严格保护、高效开发、永续利用，加快规模化生产与应用，打造具有自主知识产权的工业菌种与蛋白元件库，推动生物工艺在化工行业应用。
《“十四五”工业绿色发展规划》	2021年11月	重点行业 and 重点区域绿色制造体系基本建成，完善工业绿色低碳标准体系，推广万种绿色产品，绿色环保产业产值达到11万亿元。
《“十四五”全国畜牧兽医行业发展规划》	2021年12月	做强现代饲料工业的重点任务。推广饲料精准配制技术、高效低蛋白日粮配置技术、绿色新型饲料添加剂应用技术和非粮饲料资源高效利用技术，引导饲料配方多元化推动精准配料、精准用料，促进玉米、豆粕减量替代等
《关于进一步加强塑料污染治理的意见》	2020年1月	将2020年底、2022年底和2025年设置为三大关键时间节点，对部分不可降解塑料制品有序禁止和限制。
《“十四五”循环经济发展规划》	2021年7月	严厉打击违规生产销售国家明令禁止的塑料制品；因地制宜、积极稳妥推广可降解塑料，严格查处可降解塑料虚标、伪标等行为。

合成生物学板块

- 合成生物技术的创新变革为生物工业注入新动力,合成生物技术利用可再生生物资源为原料,可摆脱石油资源依赖,降低能耗,大幅减少二氧化碳、废水等排放,具有高效、绿色、可持续性。
- 世界经合组织(OECD)预测至2030年,将有35%的化学品和其它工业产品来自生物制造,生物制造在生物经济中的贡献率将达到39%,超过生物农业(36%)和生物医药(25%),且将有25%的有机化学品和20%的化石燃料由生物基化学品取代。

合成生物学工艺优势

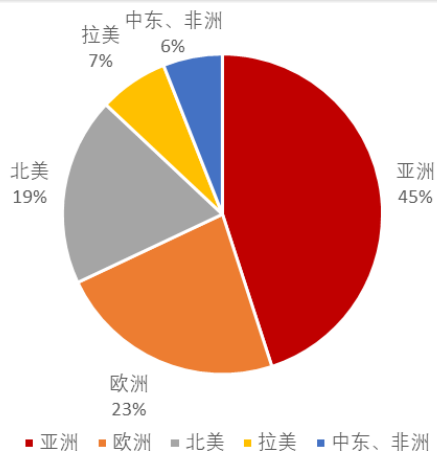
	天然提取法	化学合成法	生物制造方法	生物制造方法
			酶法	法发酵法
产量	低	高	高	高
产品成本	高	高	较高	低
核心步骤	强酸水解	化学催化	生物酶催化	微生物发酵
技术要求	低	低	高	高
工艺路线	长	长	短	短
产品质量	低	高	高	高
原材料来源	可再生	石油基	石油基/可再生	可再生
环境友好度	低	低	较高	高

合成生物学具有碳排放优势

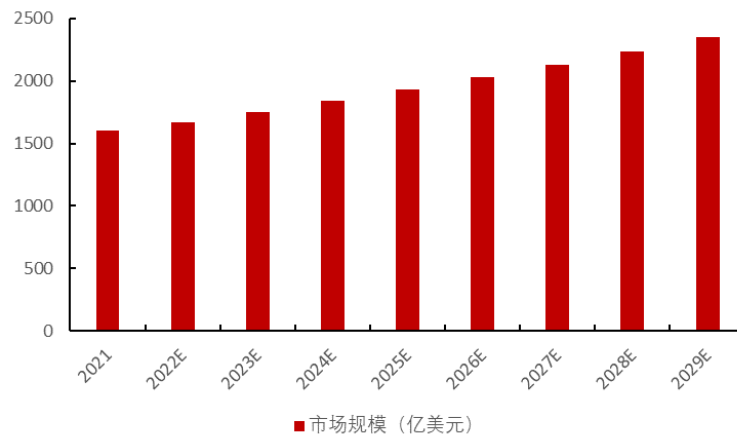
产品	生物制造相比传统化学合成的优势
L-丙氨酸	原材料可再生,成本降低约50%,发酵过程无二氧化碳排放,与传统工艺相比每生产1吨L-丙氨酸可减少0.5吨二氧化碳排放量
聚酰胺56	原材料可再生,与石化路线的尼龙66相比温室气体排放减少50%
癸二酸	碳排放减少22%
丁二酸	原材料可再生,二氧化碳排放减少90%,成本降低20%
1,3-丙二醇	原材料可再生,能耗降低40%,二氧化碳排放减少40%
1,4-丁二醇	原材料可再生,温室气体排放减少56%
肌醇	磷酸污染降低90%,成本降低50%
西格列汀	总废料降低19%,手性纯度更高

涂料板块

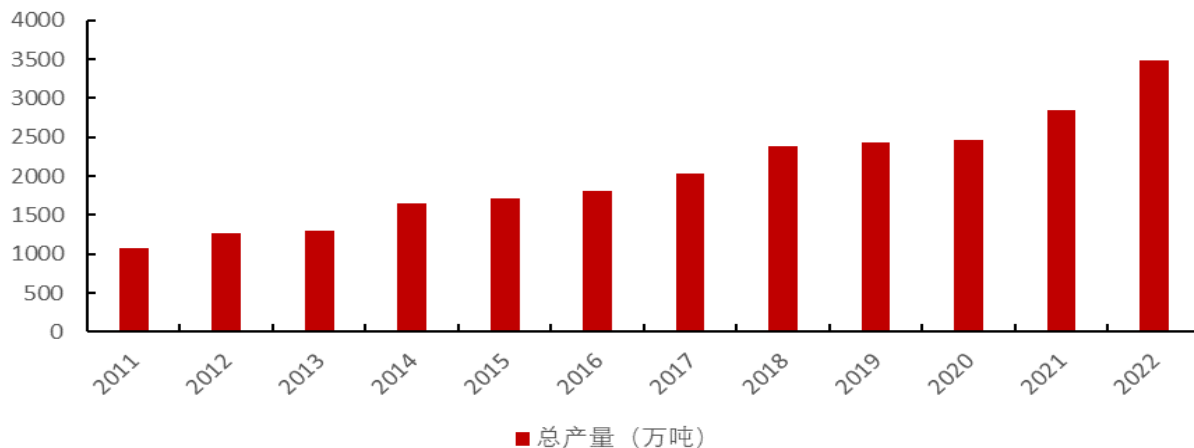
2022年全球涂料市场分布



世界涂料市场规模



2011年至2022年全国涂料总产量情况



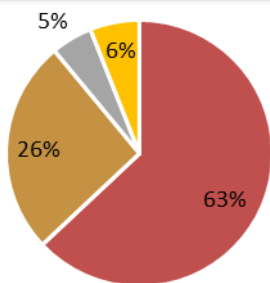
芳纶行业-间位芳纶：个体防护强制措施拉动万吨需求，关注涂覆进展

- 间位芳纶具有优异的阻燃性、热稳定性、耐辐射等性能，被广泛用于个体防护、工业过滤、电气绝缘、汽车工业、轨道交通等领域。
- 目前，国内间位芳纶生产已基本实现自给自足，在低端领域市场饱和，高端领域仍需部分进口。

2022年间位芳纶全球产能梳理

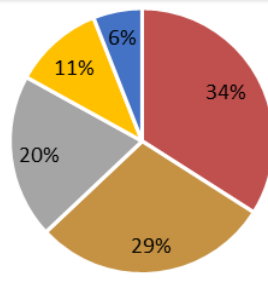
公司名称	地点	间位芳纶		产品名称	规划产能（吨）
		产能（吨）	占比（%）		
美国杜邦	美国特拉华州	22000	44.09%	Nomex®	
泰和新材	中国山东	16000	32.06%	泰美达®	计划2025年扩产至2万吨
日本帝人	日本/荷兰	4900	9.82%	Conex®	
超美斯	中国江苏	4500	9.02%	X-FIPER	
韩国东丽熊泽	韩国	1500	3.01%		
韩国汇维仕	韩国	1000	2.00%		
富瑞新材	中国辽宁				规划间位芳纶0.6万吨
合计		49900	100%		

2021年中国间位芳纶下游需求分布



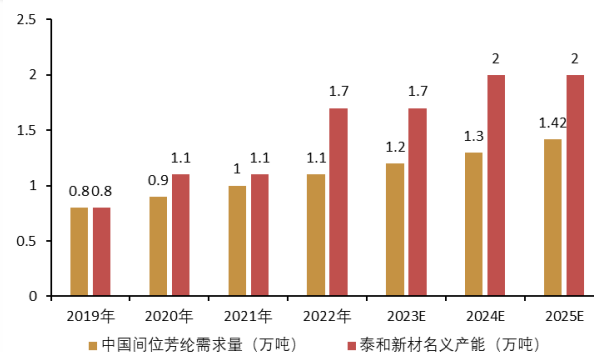
■ 低温高温过滤材料 ■ 安全防护 ■ 绝缘纸 ■ 其他

2021年全球间位芳纶下游需求分布



■ 电气设备 ■ 橡胶增强 ■ 电气绝缘纸
■ 安全防护织物 ■ 高温过滤材料

国内间位芳纶市场供需情况



www.swsc.com.cn

数据来源：QYResearch, wind, 西南证券整理

芳纶行业-间位芳纶：个体防护强制措施拉动万吨需求，关注涂覆进展

- 国家市场监督管理总局、国家标准化管理委员会2020年12月发布第31号中国国家标准公告，泰和新材参与起草了《个体防护装备配备规范第1部分：总则（GB39800.1-2020）》、《个体防护装备配备规范第2部分：石油、化工、天然气（GB39800.2-2020）》、《个体防护装备配备规范第3部分：冶金、有色（GB39800.3-2020）》、《个体防护装备配备规范第4部分：非煤矿山（GB39800.4-2020）》等4项标准，个体防护强制实施将于2022年1月1日起执行。

防护服用间位芳纶用量预测

石油和天然气开采从业人员平均人数（万人）	54.1
石油加工、炼焦及核燃料加工业从业人员平均人数（万人）	78.2
黑色金属矿采选业从业人员年平均人数（万人）	26.6
有色金属矿采选业从业人员年平均人数（万人）	24.8
黑色金属冶炼及压延加工业从业人员年平均人数（万人）	196.7
有色金属冶炼及压延加工业从业人员年平均人数（万人）	154.9
煤炭开采和洗选业从业人员年平均人数（万人）	259.7
化学原料及化学制品制造业从业人员年平均人数（万人）	331.1
人数合计（万人）	1126.1
每人防护服套数（套）	5
单套间位芳纶用量（kg）	0.85
假设2025年渗透率	30%
防护服用间位芳纶需求量（吨）	14357.78

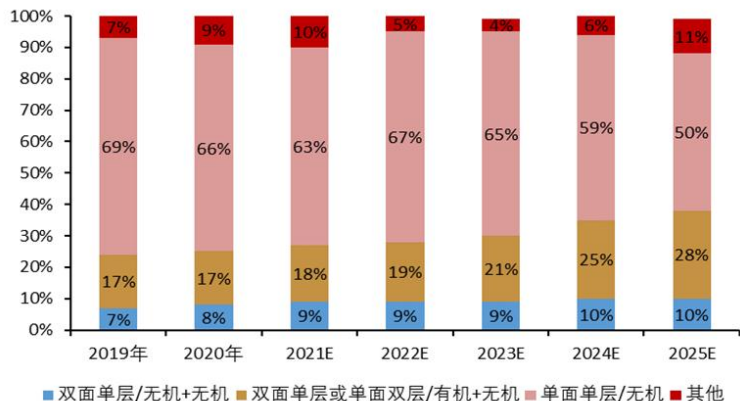


根据泰和新材投资者交流，单套服装芳纶用量在0.7-1.0千克，按0.85千克测算；根据泰和新材投资者交流，假设单人每年配备春夏冬5套防护服；假设到2025年渗透率30%。则到2025年我国防护服间位芳纶用量1.4万吨。

芳纶行业-间位芳纶：个体防护强制措施拉动万吨需求，关注涂覆进展

- 无机涂覆为主流涂覆材料，市场份额占比90%左右，随着下游新能源汽车等对电池能量密度要求的不断提高，芳纶在有机涂覆中占比有望提升。

不同涂覆类型占比



芳纶隔膜涂覆性能优异但成本太高

耐高温性更好	陶瓷隔膜在170-180度回收缩，较耐高温，单粘接力不够，叠加PVDF后粘接力提升但耐高温属性差，而芳纶能抗250度以上高温。
浸润性更好	陶瓷隔膜是无机的，芳纶是有机的，电解液主要也是有机的，有机物之间的浸润性更好，可以加快电池的充电速度。
抗穿刺功能更好	陶瓷+PVDF涂覆抗穿刺的通过率是20%左右，芳纶涂覆的抗穿刺是100%。
抗氧化性更好	芳纶涂覆隔膜比陶瓷涂覆隔膜的循环寿命高30%以上。
成本高	目前芳纶隔膜单平米价格是传统勃母石隔膜的4倍左右。

芳纶涂覆市场空间测算

	2022年	2023E	2024E	2025E
中国锂电隔膜出货量 (亿平米)	138.5	202.3	266.2	330.0
其中：湿法 (亿平米)	104.8	157.8	212.9	270.6
干法 (亿平米)	28.4	44.5	53.2	59.4
湿法涂覆占比	76%	77%	78%	79%
涂覆隔膜面积 (亿平米)	79.6	121.5	166.1	213.8
芳纶涂覆渗透率	1%	3%	6%	10%
芳纶涂覆隔膜面积 (亿平米)	0.80	3.65	9.97	21.38
芳纶需求量 (吨)	159.3	729.1	1993.1	4275.5
芳纶涂覆隔膜单价 (元/平)	11.0	3.4	3.2	3.0
市场空间 (亿元)	8.8	12.4	31.9	64.1
净利率	25%	25%	25%	25%
利润空间 (亿元)	2.2	3.1	8.0	16.0

假设2022-2025年湿法隔膜渗透率75%、78%、80%、82%；假设76%、77%、78%、79%的湿法涂覆占比及1%、3%、6%、10%的芳纶涂覆渗透率；假设单面涂覆2g/平。

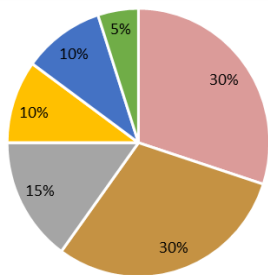
芳纶行业-对位芳纶：光纤增强需求可观，汽车工业领域大有可为

- 对位芳纶全球产能约9.7万吨，杜邦、帝人、韩国科隆占比约77%，国内低端小产能居多，产能5000吨以上仅有泰和新材。

2022年对位芳纶全球产能梳理

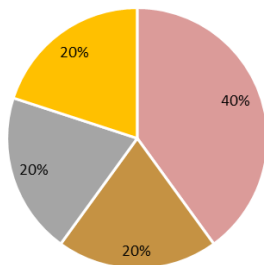
公司名称	地点	对位芳纶		规划产能 (吨)
		产能 (吨)	占比 (%)	
美国杜邦	美国特拉华州	35000	34.72%	
日本帝人	日本/荷兰	32000	31.75%	
泰和新材	中国山东	10000	9.92%	在建对位芳纶12000吨
韩国科隆	韩国	7000	6.94%	
中化高纤	中国	5000	4.96%	规划2023年底对位芳纶总产能达到8000吨/年
韩国晓星	韩国	3700	3.67%	规划2023年底对位芳纶总产能达到5000吨/年
中芳特纤	中国山东	3200	3.17%	2020年规划投资扩产对位芳纶10000吨/年
韩国泰光	韩国	1500	1.49%	
仪征化纤 (中国石化子公司)	中国江苏	1200	1.19%	计划扩产4000吨
蓝星新材 (中国化工子公司)	中国四川	1000	0.99%	
平煤神马	中国河南	500	0.50%	规划1万吨对位芳纶产能，一期2000吨预计2024年投产
京博聚芳	中国山东	700	0.69%	
合计		96600	100%	

2021年海外对位芳纶下游需求分布



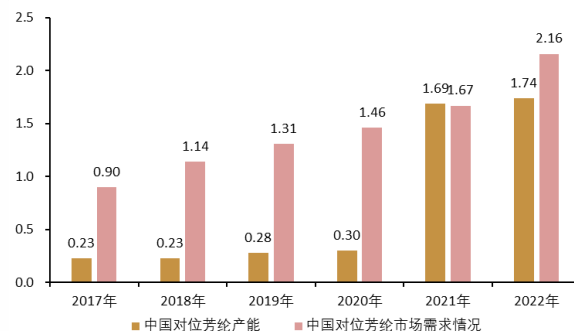
■ 防弹防护 ■ 摩擦密封 ■ 光学纤维增强 ■ 橡胶增强 ■ 轮胎 ■ 其他

2021年中国对位芳纶下游需求分布



■ 光学纤维增强 ■ 汽车工业 ■ 防弹防护 ■ 复合材料

我国对位芳纶市场供需情况

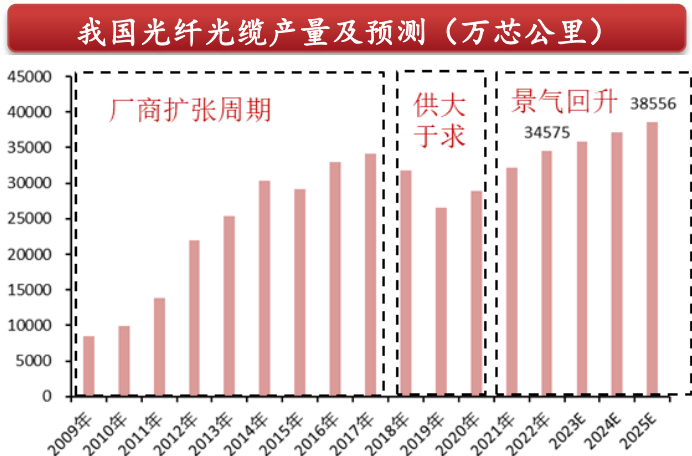


www.swsc.com.cn

数据来源：中国信谷咨询，CNKI，《芳纶的发展现状及其表面改性研究进展》，西南证券整理

芳纶行业-对位芳纶：光纤增强需求可观，汽车工业领域大有可为

- 我国对位芳纶最大需求市场光纤增强进入景气回升周期。
- 未来我国在橡胶增强、摩擦密封等新兴领域还有很大增长空间。



对位芳纶在我国主要应用市场及新兴市场



国内下游主要应用

对位芳纶在我国主要应用于光纤增强以及防弹防护，据咨询机构Tecnon OrbiChem统计，2019年我国光纤增强领域的对位芳纶消费量约为5026吨，需求占比达38.32%；我国防弹及安全防护领域的对位芳纶消费量约为2799吨，应用占比达21.34%。



新兴市场

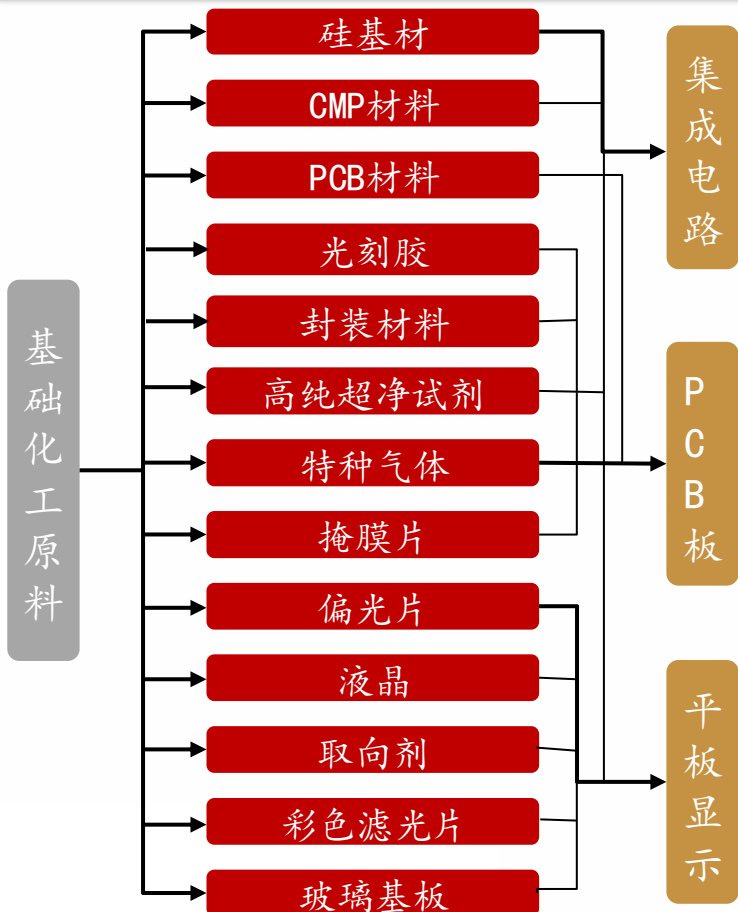
对比国外主要应用领域，未来我国在橡胶增强、摩擦密封等领域还有很大增长空间。据Tecnon OrbiChem统计，2019年对位芳纶在橡胶增强领域的全球应用占比高达29.02%，而国内仅为15.13%；全球摩擦密封材料领域的对位芳纶消费量约1.75万吨，需求占比达21.79%，而国内消费量仅1150吨，需求占比约10%。

据Tecnon OrbiChem预测，2023年我国对位芳纶消费量将达到2.20万吨，近5年需求增速维持在15%左右。

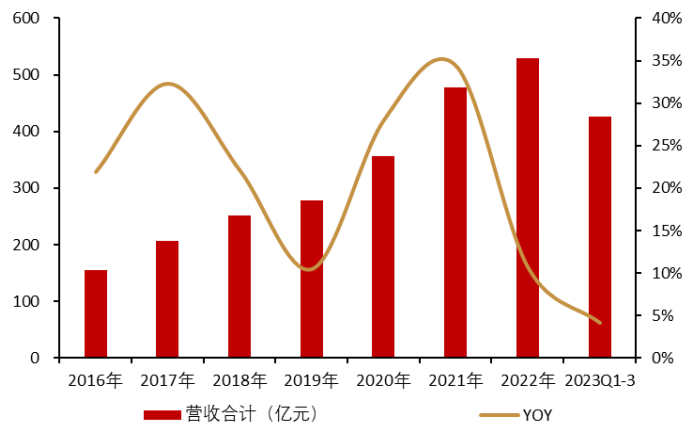
电子化学品行业：下游高速增长、政策大力支持、进口替代空间大

- 全球半导体产业、显示面板产业等快速向中国转移，电子化学品国产率提升空间较大，叠加政策大力支持，电子化学品行业迎发展机遇。

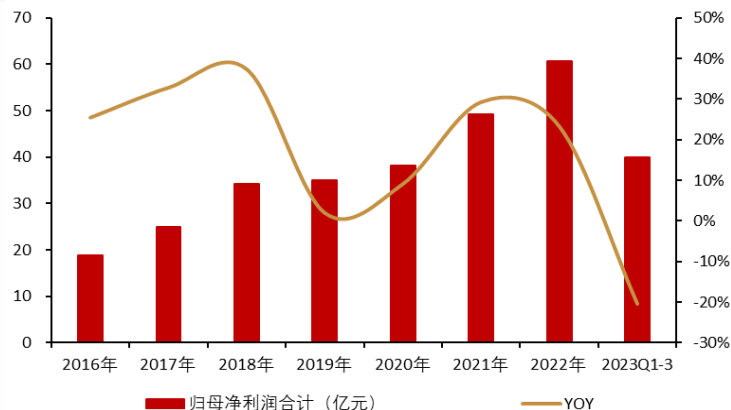
电子化学品产业链结构



电子化学品上市公司营收及增速

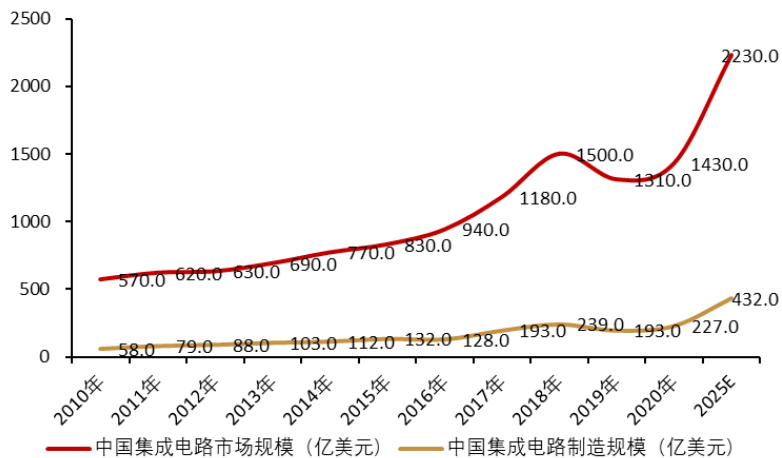


电子化学品上市公司归母净利润及增速

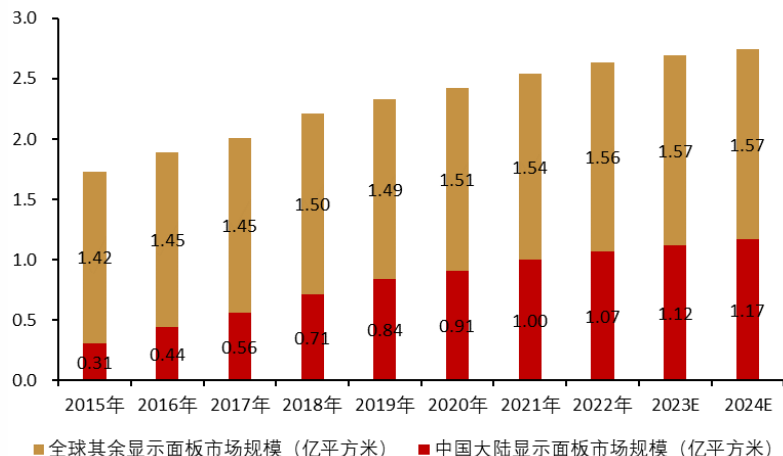


电子化学品行业：下游高速增长、政策大力支持、进口替代空间大

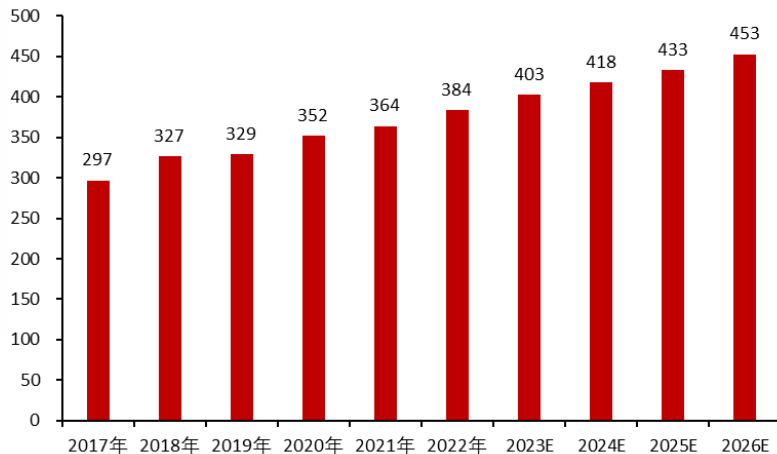
中国集成电路市场和集成电路制造趋势



中国及全球显示面板市场规模



2017-2026年中国PCB产值统计预测 (亿美元)



电子化学品材料国产化率

产品领域	细分领域	国产化率	市场规模
制造材料	硅片	5%	126亿美元
	掩膜片	/	42亿美元
	光刻胶	<5%	45亿美元
	特种气体	<10%	55亿美元
	湿电子化学品	15%	24亿美元
	半导体靶材	<10%	7亿美元
	CMP抛光液	5%	15亿美元
	CMP抛光垫	1%	9亿美元
封装材料	封装基板	5%	100亿美元
	引线框架	14.2%	31亿美元
	陶瓷封装材料	5%	15亿美元
	键合丝	15%	31亿美元
	封装塑料	10%	20亿美元
芯片粘结材料	5%	7亿美元	
第三代半导体材料		<5%	310亿美元

分子筛行业：全球市场规模稳步增长，国内市场空间巨大

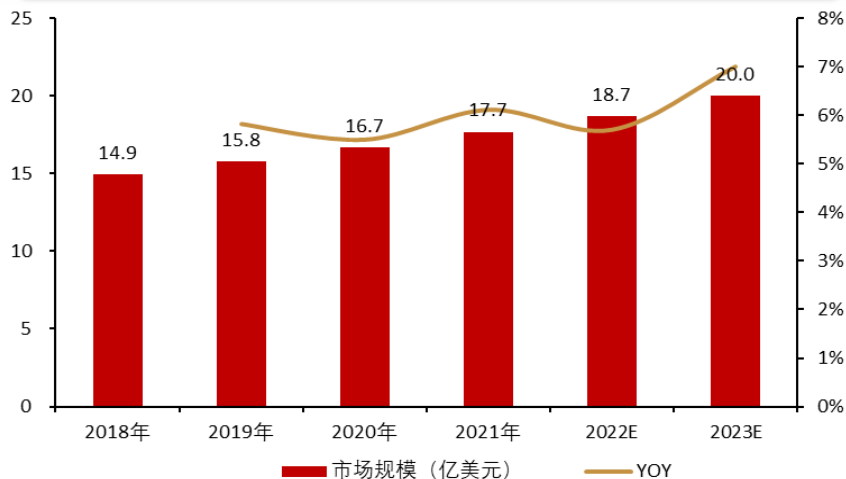
分子筛催化剂可用于环保、能源化工及精细化工多行业

- 分子筛催化剂是指以分子筛作为主要活性组份或主要载体的催化剂，其作为固体催化剂，易于回收处理，且无毒无味、无腐蚀性，是环境友好型的新型催化材料。特种分子筛以特定晶型为基础，通过载体支撑微观分子级别的孔道结构，并对活性组分和助催化剂进行选择性的担载。不同晶型的分子筛载体对不同活性组分及助催化剂有担载选择性，根据不同分子筛的特性，能够进一步加工生产成为不同用途的催化剂；即使同一种晶型的分子筛，也能够进行不同改性处理适用于不同的催化反应过程。

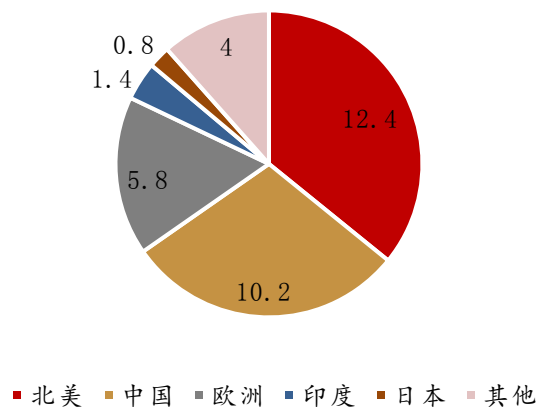
分子筛种类	应用领域	说明
CHA结构分子筛	移动源尾气脱硝	CHA结构分子筛指骨架代码为CHA，具有菱沸石结构的特种分子筛，该类分子筛具有特殊的孔道结构，在担载特定金属组分（如铜）后，能够高效去除汽车尾气中的氮氧化物。CHA结构分子筛主要应用于柴油车等移动源尾气排放的脱硝处理，可以满足国六阶段排放标准。
钛硅分子筛	环氧丙烷催化剂、己内酰胺催化剂	以钛为活性中心的分子筛具有优异的催化氧化性能，在以过氧化氢或烷基过氧化氢为氧化剂时，能够参与烯烃的环氧化、芳烃羟基化、醛酮氨肟化、烷烃氧化等许多重要的反应，被普遍认为是环境友好的绿色催化剂。钛硅分子筛催化剂主要应用于烯烃环氧化与酮氨肟化两个过程，主要作为环氧丙烷与己内酰胺生产过程中的催化剂。
ZSM-35分子筛	烯烃异构化催化剂	ZSM-35分子筛为一种能作为酸性催化剂应用的分子筛，可广泛用于烃类的转化过程，例如异构化、聚合、芳构化和裂化等，此外，也能够应用于重整液和石脑油的改质、催化裂化以及燃料油降低倾点等过程，拥有广泛的应用市场。
ZSM-5分子筛	吡啶合成催化剂	ZSM-5分子筛为石油化工领域的重要分子筛之一，在柴油临氢降凝、加氢裂化、催化裂化、择形催化、低烃烷基化、异构化、芳构化、脱蜡降凝等领域均具备广阔的应用前景。
Y分子筛、β分子筛	石油催化裂化	Y型分子筛是用途广泛的大孔沸石，在能源化工行业的多种催化剂（如催化裂化催化剂、加氢裂化催化剂）中作为重要活性组元，其物化性质和产品性能可在大范围内调变。β分子筛在石油化工与精细化工领域应用广泛，具有很高的加氢裂化、加氢异构化催化活性和对直链烷烃的吸附能力，并有良好的抗硫、氮中毒能力，β分子筛也可以与特定Y型分子筛联合使用，提高汽油辛烷值。

分子筛行业：全球市场规模稳步增长，国内市场空间巨大

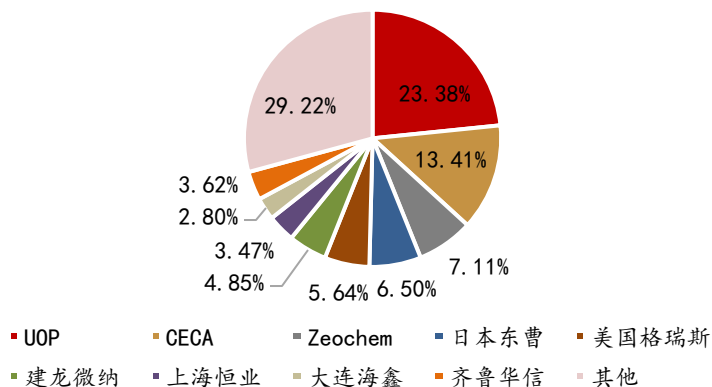
全球分子筛吸附剂市场规模



2021年全球分子筛催化剂消费量 (万吨)



2021年全球分子筛产量格局



- 据Technavio测算，2019年全球分子筛吸附剂市场容量约15.78亿美元，预计到2023年将增长到20.10亿美元，CAGR达6.24%。根据HISMarkit测算，2021年全球分子筛催化剂消费量为34.1万吨，按照3万元/吨计算市场规模约为102亿元，其中北美和中国的消费量分别为12.4万吨和10.2万吨
- 美国霍尼韦尔 (UOP) 分子筛产量占比为23.38%，其次是法国阿科玛 (CECA) 公司 (13.41%) 和美国Zeochem公司 (7.11%)，此外，国内企业建龙微纳、上海恒业、大连海鑫、齐鲁华信四家公司贡献的产量占比为14.74%。

目 录

◆ 2023年行业回顾

◆ 2023年行业趋势

◆ 2024年行业投资策略

◆ 新型煤化工

◆ 轮胎行业

◆ 大农资板块

◆ 合成生物学

◆ 涂料板块

◆ 芳纶行业

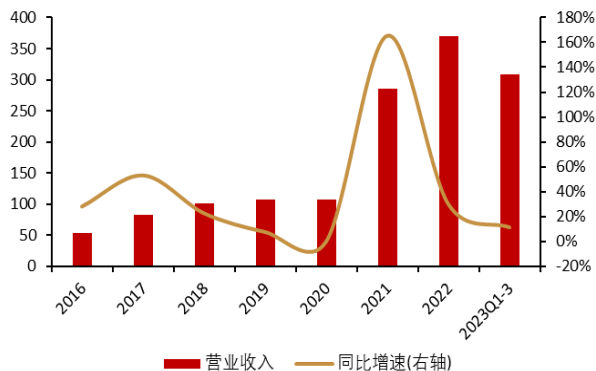
◆ 电子化学品行业

◆ 分子筛行业

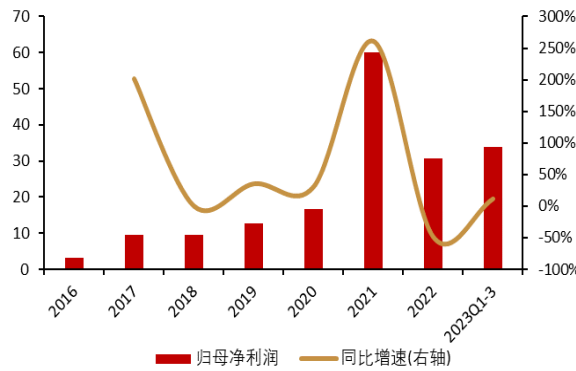
◆ 2024年重点推荐投资标的

卫星化学(002648)：轻烃一体化龙头业绩修复，化学新材料打开成长空间

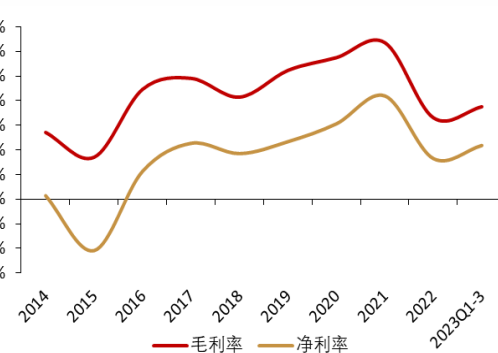
公司营收（亿元）及同比增速



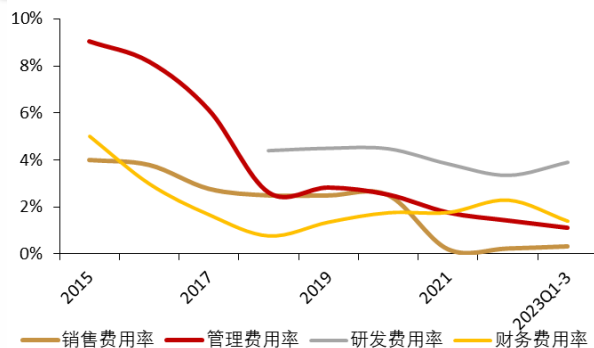
公司归母净利润（亿元）及同比增速



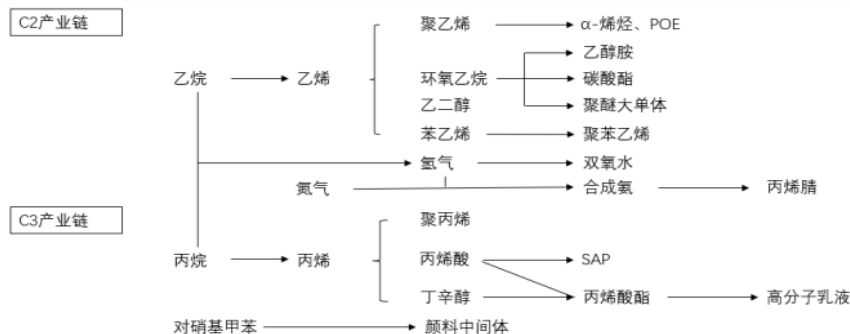
公司历年毛利率及净利率



公司历年期间费用率



公司主要产品产业链简图



- 作为国内轻烃一体化龙头，2022年受新冠疫情、地缘政治冲突与宏观经济波动的影响，公司业绩承压。去年四季度以来，公司主要原材料价格开始大幅下跌，将有效降低公司的主营业务成本。随着需求逐步回暖，轻烃裂解价差有望继续大幅改善，公司业绩将持续修复。
- 连云港石化有限公司年产135万吨PE、219万吨EOE和26万吨ACN联合装置项目二阶段工程全面投产，绿色化学新材料产业园项目陆续建成。未来随着年产20万吨乙醇胺、80万吨聚苯乙烯、10万吨α-烯烃与配套POE、75万吨碳酸酯投产，有望打开公司成长空间。

www.swsc.com.cn

数据来源：卫星化学公告，wind，西南证券整理

卫星化学(002648)：轻烃一体化龙头业绩修复，化学新材料打开成长空间

□ 投资逻辑：

1) 国内领先的轻烃一体化生产企业，C3产业链龙头，积极布局C2产业链，多元化发展不断提升盈利水平。2) 加码高分子材料业务，续力成长曲线。2023年，成功实现连云港石化有限公司年产40万吨聚苯乙烯装置和年产10万吨乙醇胺装置一次开车成功；自主研发的年产1000吨 α -烯烃工业试验装置一次开车成功；POE装置、电极粘合剂PAA等项目均取得阶段性成果。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年EPS分别为1.33元、1.98元、3.49元，对应动态PE分别为12倍、8倍、4倍，维持“买入”评级。

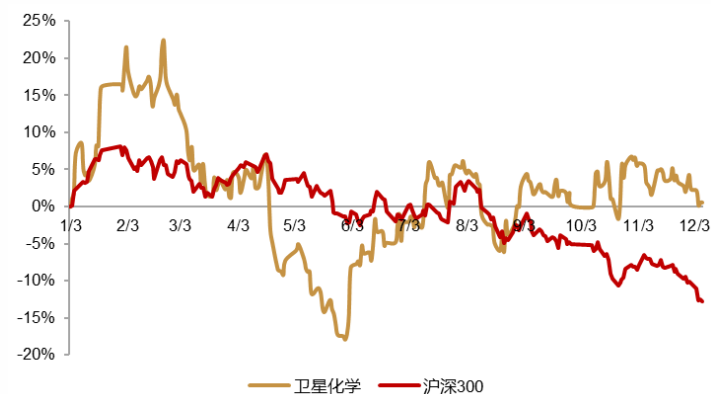
□ 风险提示：

经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，原材料价格波动风险，产品价格大幅下降风险，地缘政治风险。

业绩预测和估值指标

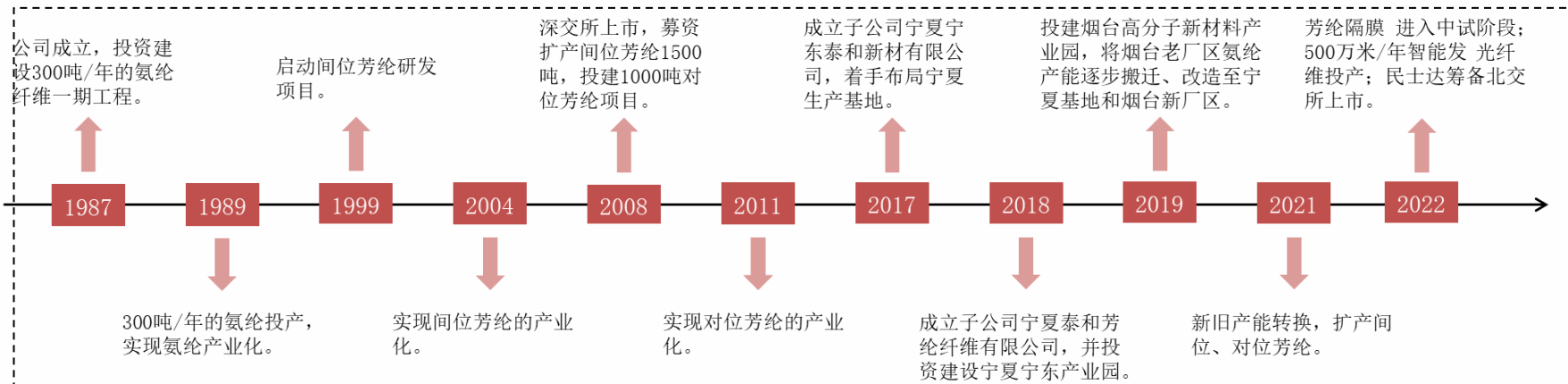
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	370.44	464.14	516.36	568.00
营业收入增长率	29.72%	25.29%	11.25%	10.00%
归母净利润(亿元)	30.62	44.79	66.64	117.71
净利润增长率	-49.02%	46.28%	48.78%	76.64%
EPS(元)	0.91	1.33	1.98	3.49
P/E	17	12	8	4

股价表现



泰和新材(002254)：我国氨纶、芳纶行业的标杆企业

- 泰和新材成立于1987年，专门从事高性能纤维的生产和研发，是我国氨纶、芳纶行业的标杆企业。2004年公司率先实现间位芳纶的产业化生产；2011年公司首条1000吨/年对位芳纶生产线成功投产；2020年收购芳纶纸龙头民士达，产业链延伸至下游深加工领域；2023年上半年芳纶隔膜、纤维绿色处理化技术进入中试阶段。

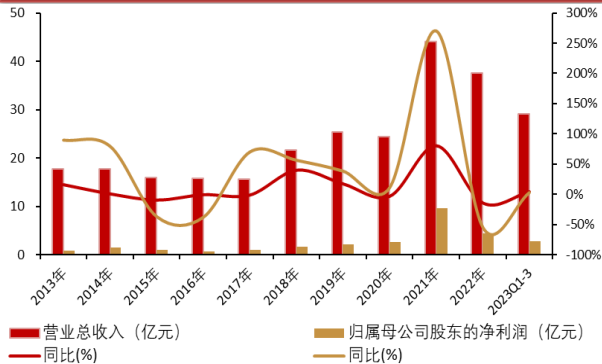


泰和新材现有产能及规划

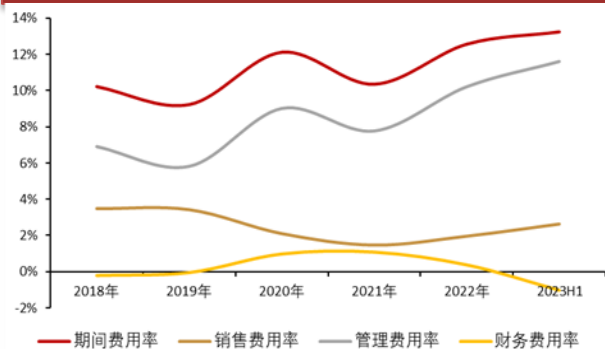
产品	现有产能 (万吨)	现处生产基地	现有产能规划	在建产能 (万吨)	投产基地	预计投产节奏
氨纶	1.5	烟台 (高分子)	维持现状			
	8	宁夏 (宁夏宁东)	维持现状			
间位芳纶	0.7	烟台 (高分子)	搬迁置换			
	0.9	烟台 (高分子)	维持现状	0.4	烟台 (高分子)	2022Q3投产0.5万吨，预计最晚2024.9完全投产
对位芳纶	0.15	烟台 (老厂区)	搬迁置换	0.5	烟台 (高分子)	1500吨实施搬迁，2023年中新投产3500吨，到年底5000吨全部投产
	0.45	宁夏 (宁夏泰和)	维持现状	1.2	宁夏 (宁夏泰和)	2023H2投产0.6万吨，预计最晚2024.12安全投产
芳纶纸	0.3	烟台 (民士达)	维持现状	0.15	烟台 (民士达)	2024年投产
芳纶隔膜	0.3亿平	/	/	/	烟台	中试阶段，预计2023年量产，量产产能0.3-0.5亿平

泰和新材(002254)：芳纶壁垒高，成为公司主要盈利点

公司营收、归母净利润变化情况



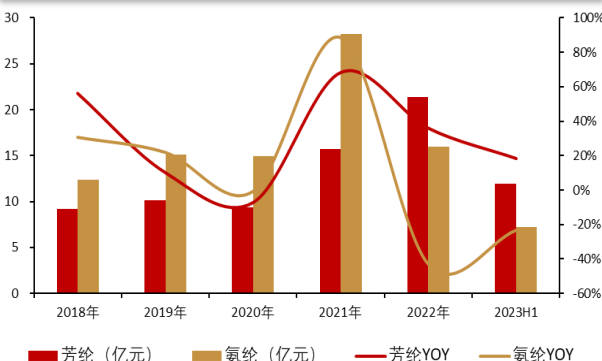
公司期间费用率情况



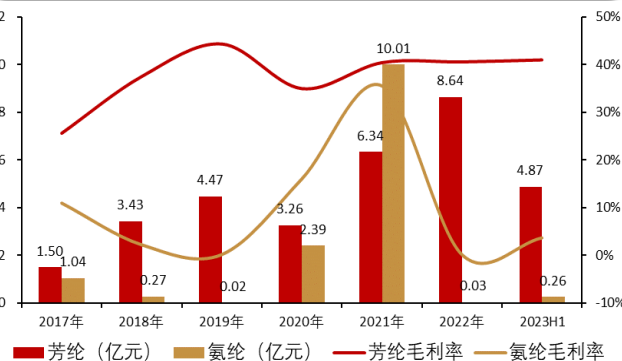
公司研发支出情况



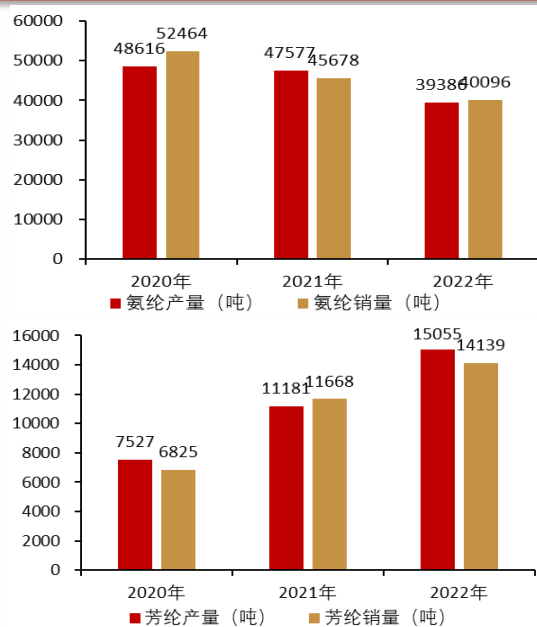
分产品营收情况



分产品毛利及毛利率情况



产销情况



■ **氨纶周期波动大。**2021年防疫物资如口罩、防护服消耗巨大，拉动氨纶需求上升，市场价格高涨，2021年氨纶营收同比+88.5%，毛利率达35.5%。2022年开始，下游需求萎缩，行业产能过剩，价格大幅下跌，2022年营收同比-43.3%。

■ **芳纶产销两旺，毛利率相对稳定，成为公司主要盈利点。**下游行业发展前景向好，叠加公司具备产能和技术上的优势，在市场上极具竞争力，产销持续增长。

中触媒(688267)：国内分子筛龙头，多领域布局实现快速增长

- 公司是国内分子筛催化剂龙头，移动源脱硝分子筛是公司目前盈利主要来源，预计该项业务中期收入将达8亿元，较2020年增加近5.5亿元；
- 公司已内酰胺钛硅分子筛2020年市占率为34%，据预测，2022年环氧丙烷HPPO工艺钛硅分子筛市占率将达30%，下游行业产能新增持续带来放量空间；
- 公司另有固定源脱硝分子筛、光触媒催化剂、乙二醇催化剂等产品储备，未来产品版图有序扩张。

中触媒主要产品情况

类别	应用领域	系列名称	主要产品名称	产品用途
特种分子筛产品	环保行业	CHA结构分子筛系列	移动源脱硝分子筛	尾气处理，移动源尾气脱硝。
	能源化工及精细化工行业	钛硅分子筛系列	环氧丙烷催化剂	丙烯环氧化生产环氧丙烷的催化剂。下游产品包括聚氨酯、丙二醇等，终端产品包括家具、家电、汽车、涂料等。
			己内酰胺催化剂	环己酮肟化生产己内酰胺催化剂。下游产品为树脂、纤维，终端产品主要为塑料及织造行业。
		ZSM-35分子筛系列	烯烃异构化催化剂	C4、C5等低碳烯烃异构化生成异丁烯的催化剂。下游产品包括甲基叔丁基醚（MTBE）、甲基丙烯酸甲酯（MMA）等，终端产品包括汽油、树脂、涂料等。
		ZSM-5分子筛系列	吡啶合成催化剂	用于醛（酮）氨法生产吡啶的催化剂。终端产品包括医药农药、染料、香料、饲料添加剂、食品添加剂、橡胶助剂等。
		Y分子筛与β分子筛系列	石油裂化分子筛	用于石油催化裂化与加氢裂化环节。石油裂化主要用途为从重质油生产汽油，是提高汽油等轻质油的产量和质量主要过程。
		其他分子筛及催化剂系列	吸附剂、烯烃水合催化剂、MTO催化剂等	用于能源化工及精细化工行业多种产品生产制备过程的分子筛及催化剂产品。
非分子筛催化剂系列		金属催化剂及其他催化剂系列	HDC催化剂	制备草甘膦催化剂。终端产品包括多种除草剂。
			乙腈合成催化剂、镍基加氢催化剂等	用于乙腈合成、加氢等化学反应环节的催化剂产品。
催化应用工艺及化工技术服务	为特种分子筛、催化剂产品在下游市场生产过程提供化工专利技术或化学生产技术、工艺路线，例如HPPO法环氧丙烷生产工艺包、丁酮肟生产工艺包、甲氧基丙酮生产工艺包等。			

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，公司招股说明书，西南证券整理

建龙微纳(688357)：广阔市场与产能扩张驱动分子筛龙头成长

- 公司是国内吸附型分子筛龙头企业，现有成型分子筛产能4.7万吨，分子筛原粉产能4.3万吨，其中4000吨高附加值制氧成型分子筛受益于下游制氧机需求高增，原材料锂盐价格下降将带来业绩弹性。
- 公司泰国与洛阳双基地均有新产能在建，泰国二期在建吸附类分子筛1.2万吨，洛阳建设吸附材料产业园改扩建项目一二期共建设1.81万吨分子筛原粉产能、1.81万吨成型分子筛产能，全部投产后公司成型分子筛产能达到7.21万吨。公司布局催化类分子筛横向扩充产品版图，洛阳改扩建一期布局500吨JLDN-1H移动源脱硝分子筛，500吨煤制丙烯、100吨煤制乙醇催化用分子筛等相关产品。
- 风险提示：下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

公司产品扩产历程

产品	产能(吨/年)									
	2013年	2014年	2015年	2016年	2017年	2018年	2019年	2020年	2021年	2022年
分子筛原粉	3000	15000	27000	31000	31000	31000	31000	31000	43000	43000
成型分子筛	3500	3500	3500	7500	10500	15500	15500	20000	42000	47000
分子筛活化粉	1000	1000	1000	1000	1000	1000	3000	3000	3000	3000
活性氧化铝	无自身产能，对外销售产品均为外购						5000	5000	5000	5000

公司成型分子筛及分子筛原粉在建产能

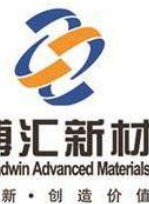
在建项目	产品	在建产能(吨/年)	备注
吸附材料产业园改扩建项目(一期) 2023年6月建设完成	分子筛原粉	2100	JLDN-3产能1000+JLTP产能500+JLDN-1H产能500+JLDM-1产能100
	吸附型成品分子筛	7500	13X产能4000+JLDN-3产能1000+JLCOS产能2500
	催化型成品分子筛	600	JLTP产能500+JLDM-1产能100
吸附材料产业园改扩建项目(二期)	分子筛原粉	16000	JLDN-1L, JLV C-1等分子筛原粉4000+X型分子筛原粉12000
	成品分子筛	10000	JLPS产能4000+X型产能6000
泰国子公司建设项目(二期)	JLOX-500系列	5000	PSA变压吸附制氧专用分子筛
	3A系列分子筛	2000	
	13X系列分子筛	1000	
	中空玻璃分子筛	4000	

阿科力(603722)：聚醚胺龙头，突破高透光材料“卡脖子”技术

公司产品

产品	种类	特性	应用领域
聚醚胺	MA-223	双官能度，平均分子量230	环氧树脂固化剂，胶黏剂
	MA-240	双官能度，平均分子量430	环氧树脂固化剂，聚氨酯，聚脲，胶黏剂
	MA-2200	双官能度，平均分子量2000	环氧树脂固化剂，聚氨酯，聚脲材料
	MA-2203ED	双官能度，平均分子量2000	亲水性聚合物，抗静电剂，环氧改性剂，纺织助剂，水基涂料，水溶性、水可分散性、水可溶胀性聚酰胺，水性聚脲材料。
	MA-340	三官能度，平均分子量440	环氧树脂固化剂，聚氨酯防流挂剂
	MEP-1100	单官能度，平均分子量1000	环氧树脂乳液，矿石浮选剂，缓蚀剂，农药乳化剂
	MEP-1207	单官能度，平均分子量2000	配制乳液，压敏型胶黏剂及缓蚀剂；反应型分散剂
(甲基)丙烯酸单体	新型脂环族丙烯酸酯 (NCA)	具有脂环族结构的单官能(甲基)丙烯酸酯单体	高固低黏丙烯酸树脂、UV光固化涂料、光学材料。
	甲基丙烯酸异冰片酯 (IBOMA)	在丙烯酸树脂配方中，加入甲基丙烯酸环型酯单体（例如IBOMA），可以在保持聚合物玻璃化温度、分子量、官能团量不变的情况下，有效的降低聚合物溶液粘度，在各种环型单体中，IBOMA的粘度降低效果更为明显。	用于粉末涂料中时，其共聚物可改善粉末的结块性，提高粉末涂料的稳定性并降低期熔融粘度，从而提高了涂层的流平性，改善了涂膜的外观和光泽。用于制造诸如PET、PE、PP等软塑料薄膜涂层以及PE、PP、PC等工程塑料件的装饰性保护层。
	丙烯酸异冰片酯 (IBOA)	IBOMA用于粉末涂料中时，其共聚物可改善粉末的结块性，提高粉末涂料的稳定性并降低期熔融粘度，从而提高了涂层的流平性，改善了涂膜的外观和光泽。	IBOA作为辐射固化涂层的活性稀释剂已被广泛应用于金属罩光，玻璃柔性塑膜，工程塑料以及光纤涂料等领域，同时在一些特殊印刷油墨如户外喷墨、聚乙烯薄膜等材料上的印刷用墨中使用。

下游主要客户



www.swsc.com.cn

数据来源：wind，西南证券整理

阿科力(603722)：日企垄断COC\COP供给，国产替代前景广阔

- 2022年全球COC/COP产能约8.6万吨，主要由瑞翁公司、宝理塑料、合成橡胶和三井化学等企业垄断供应，龙头企业已经形成了从环烯烃单体到聚合物合成的完整产业链，其中瑞翁公司的产能最大4.2万吨，全球占比48.8%。

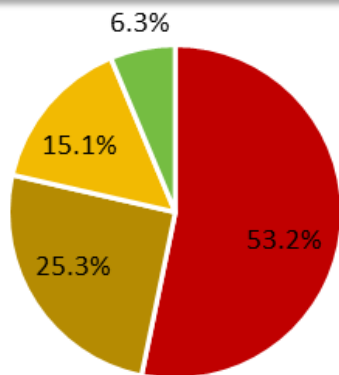
供给端

COC\COP全球产能梳理

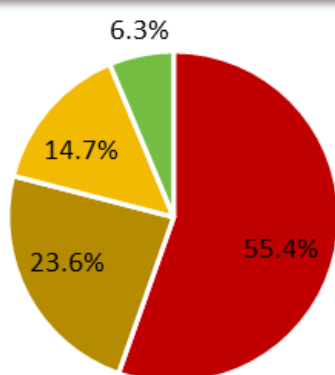
生产企业	商品名称	生产工艺	生产厂址	2022年产能（万吨）	全球产能占比
瑞翁	Zeonex®/Zeonor®COC	ROMP	日本水岛	4.2	48.8%
宝理塑料	Topas®COC	mCOC	德国奥博豪森	3（计划扩产2万吨）	34.9%
合成橡胶	ARTON®COC	ROMP	日本千叶	0.5	5.8%
三井化学	ApeI®COC	mCOC	日本岩国、大阪	0.9	10.5%
合计				8.6	100.0%

需求端

我国2021年消费结构



我国2025年消费结构



我国COC/COP下游各领域消费量

应用领域	2021年（万吨）		2025E（万吨）		CAGR
	消费量	占比	消费量	占比	
光学	1.1	53.1%	1.61	55.3%	10.0%
包装	0.52	25.1%	0.69	23.7%	7.0%
医疗	0.31	15.0%	0.43	14.8%	8.0%
其他	0.13	6.3%	0.18	6.2%	9.0%
合计	2.07	100%	2.91	100%	8.9%

阿科力 (603722)：COC/COP产业化落地在即

COC/COP产能规划

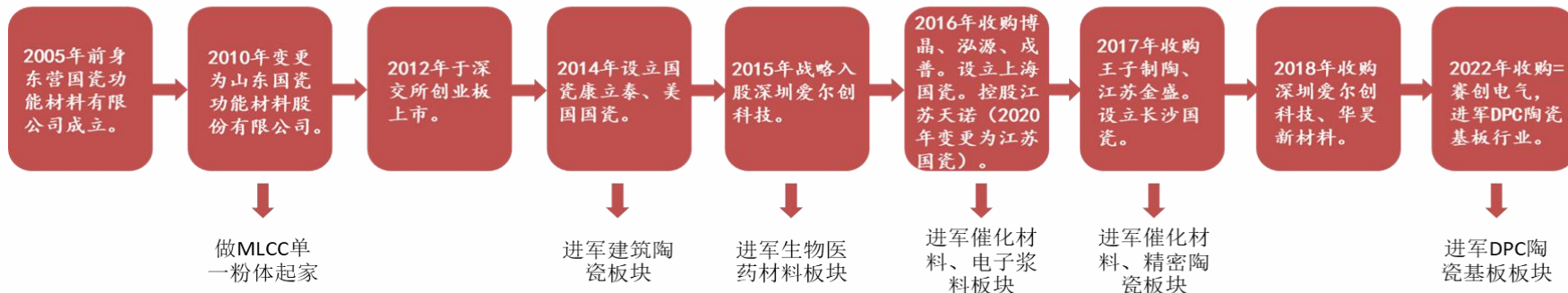
COC/COP	现有产能	2023E	2024E	2025E	远期规划
环烯烃单体（吨）	5000	5000	7000	7000	14000
环烯烃聚合物（吨）	—	—	3000	3000	6000

COC/COP项目收益测算

产品	项目	投产期T+2（达产20%）	投产期T+3（达产60%）	稳定期（达产100%）
环烯烃单体	单价（元/吨）	29438.05	29438.05	29438.05
	销量（吨）	1400	4200	7000
	销售收入（万元）	4121.33	12364.0	20606.64
环烯烃聚合物	单价（元/吨）	53097.35	53097.35	53097.35
	销量（吨）	600	1800	3000
	销售收入（万元）	3185.84	9557.52	15929.21
销售收入合计（万元）		7307.17	13319.7	36535.84

国瓷材料(300285)：立足粉体，通过横向并购布局长远

国瓷材料发展历程



公司产品及产能梳理

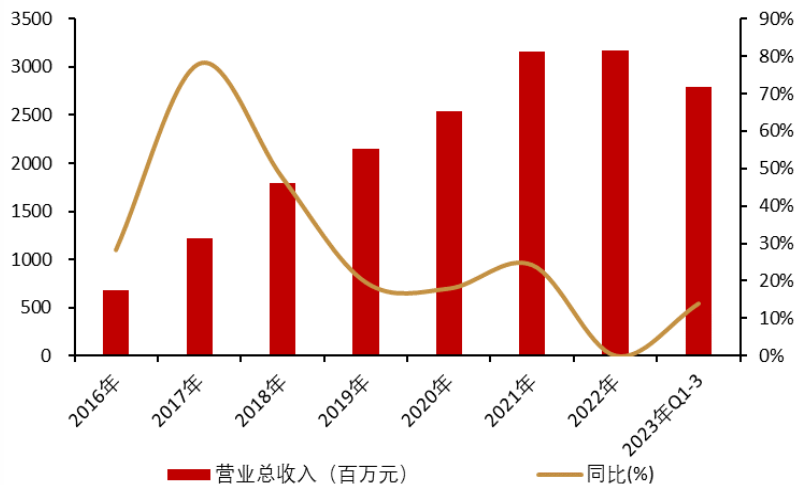
六大业务板块	产品	现有产能	下游	
电子材料	MLCC配方粉（万吨）	1.2	应用于制造多层陶瓷电容器（MLCC）、单板陶瓷电容器、热敏电阻、压电陶瓷、微波陶瓷等电子元器件的主要原料之一	
	纳米级氧化锆（吨）	1000	假牙材料、电子材料板块中的陶瓷材料、微波介质陶瓷器件（陶瓷介质滤波器）	
	电子浆料（吨）	太阳能光伏	200	应用于被动电子元件、微波器件、压电陶瓷和传感器等产品
		MLCC	200	
催化材料行业	蜂窝陶瓷（万升）	4000	应用于汽油机、柴油机、天然气以及新能源混动车的尾气处理，使其排放达标	
	分子筛		应用于汽车等移动源尾气排放的脱硝处理	
	钕锆固溶体氧化物	1000	应用于汽车尾气三元催化剂中，提高催化剂工作效率	
建筑陶瓷	陶瓷墨水、陶瓷色釉料（万吨）	3	应用于陶瓷的数码化打印，可以增加瓷砖美观度，实现建筑陶瓷的个性化和功能性	
精密陶瓷	陶瓷轴承球	3亿粒	应用于混合轴承、陶瓷轴承以及阀门球等设备	
	陶瓷基板及金属化	36万片	应用于LED、IGBT、半导体制冷、激光器、激光雷达等领域	
	陶瓷套筒、陶瓷插芯等结构件		应用于光通信光传输中的活动连接和制造各种精密仪器设备	
生物医药材料	牙科用纳米级复合氧化锆粉体（吨）	2000	用于加工和生产牙科固定修复用各类氧化锆瓷块的基础口腔材料之一	
	氧化锆瓷块		应用于制作牙科固定义齿的冠、桥、嵌体的多晶陶瓷类义齿修复材料	
	玻璃陶瓷瓷块		应用于椅旁CAD/CAM工艺修复的单颗快速美学修复、热压铸工艺修复的美学贴面修复或前牙三连桥美学修复	
	复合树脂陶瓷		应用于通过CAD/CAM工艺制作牙科修复体，包括嵌体、高嵌体、非承力区牙冠和贴面	
新能源	锂电池正极添加剂		添加于锂电池正极，可以提高锂电池能量密度、安全性、稳定性，降低界面电荷转移阻力	
	高纯超细氧化铝（万吨）	1.5	应用于锂电隔膜涂布、锂电池正极材料添加等	
	勃姆石（万吨）	2.5	应用于锂电隔膜和极耳涂布等领域	
	锂电池正负极研磨用氧化锆微珠		应用于正极磷酸铁锂材料和负极硅碳材料的研磨	

www.swsc.com.cn

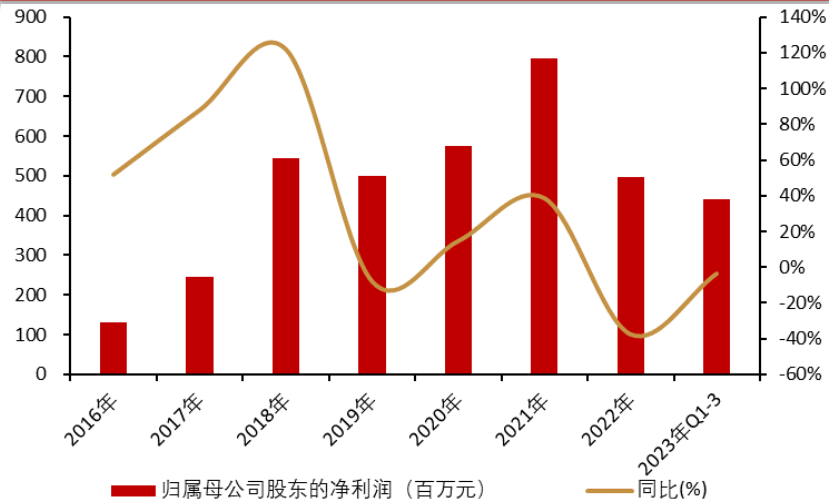
数据来源：公司公告，西南证券整理

国瓷材料(300285)：立足粉体，通过横向并购布局长远

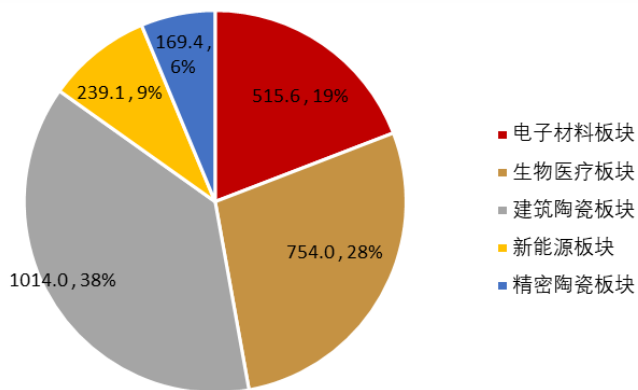
历年营收及增速



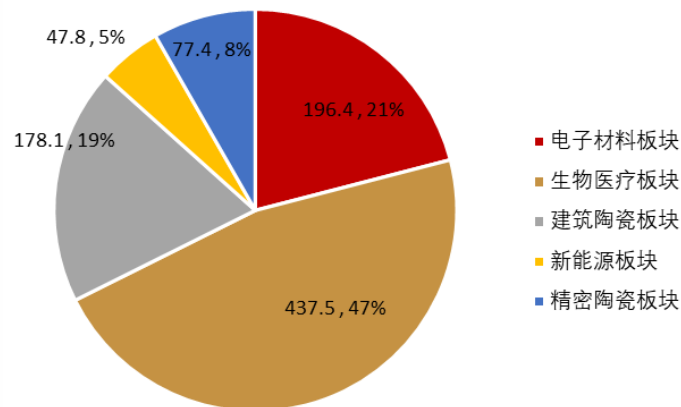
历年归母净利润及增速



2022年各业务营收 (百万元) 及占比

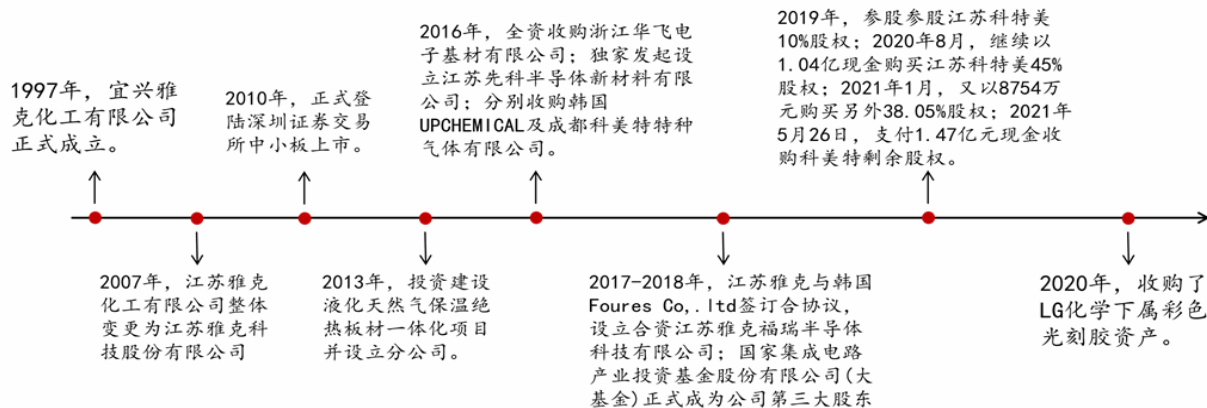


2022年各业务毛利 (百万元) 及占比



雅克科技(002409)：并购重组进军半导体赛道，实现华丽转型

公司发展历程



公司产品及产能情况

主要产品	设计产能	产能利用率	在建产能	投资建设情况
高纯六氟化硫	12000 T/年	80%		
高纯四氟化碳	2000 T/年	100%		
阻燃剂	47100 T/年	60%	年产3000吨辛酸亚锡	年产3000吨辛酸亚锡，于2022年11月通过盐城市化治办化工联合会审，目前进度立项后建设，现在做设计及预评价。
CFPR彩色光刻胶	3000 T/年	86%		
TFTPR正胶	4800 T/年	72%		
中高端EMC球形封装材料	4000T/年		4000吨	新一代大规模集成电路封装专用材料国产化项目已有4条球形硅微粉生产线投产，预计2023年3月陆续完工。
MUF用球形硅微粉	3000T/年		3000吨	
覆铜板用球形硅微粉	2000T/年		2000吨	
LOW- α 球形硅微粉	1000T/年		1000吨	
球形硅微粉	10500T/年	100%		6条球形硅微粉生产线已投产
LNG储运用增强型绝缘板	L03+型：12万件； MarkIII/GST型：6万件	95%	MarkIII/GST型：8万件	总投资4.5亿，已完成投资1.8亿左右
前驱体	450T/年		前驱体部分可达到4-500吨	总投资201500万元，目前基建部分已完成90%，主要生产以及研发设备达到60%-70%
光刻胶	19680T/年		19680吨	

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，公司官网，西南证券整理

雅克科技(002409)：并购重组进军半导体赛道，实现华丽转型

□ 投资逻辑：

1) HBM行业空间大，公司有望依托行业领先优势，实现快速发展。前驱体主要应用于先进制程芯片，公司前驱体产品供应HBM核心厂商SK海力士。根据美光官网指引，2021年全球HBM市场规模为10亿美元，预计到2030年达到130亿美元，CAGR为30%。为了应对激烈的市场竞争，进一步优化成本，调整产品结构，公司进一步布局芯片制造先进制程配套的前驱体材料，推出新 High-K 材料及超高/低温硅类产品，部分产品已经进入客户端测试。公司目前前驱体产能450t/a，在建产能达产后新增400-500吨产能，未来公司前驱体业务有望依托自身行业领先地位、产能优势以及产品种类丰富的优势，在行业空间大、国内渗透率提升的背景下，实现快速发展。2) 卡脖子项目取得突破，产能即将投放，LNG业务值得期待。目前，公司卡脖子项目RSB、FSB 次屏蔽层材料智能生产线建设完成并进行了试生产，产品GTT认证工作推进顺利；2023年上半年，公司领先于国外板材制造商完成 GTT 新技术 N096 super+的智能产线建设，并成功生产出合格产品交付客户使用。2022年，天然气行业进入景气周期，液化天然气贸易量的激增，公司与沪东中华造船有限公司、江南造船有限责任公司、大连造船等船舶制造企业签订 80 多条 LNG 运输船及双燃料集装箱船的销售合同及有条件生效合同，为了满足下游需求，公司的第二工厂建设有续推进，预计在 2023 年底投产，达到 30 条船的生产能力。

□ 业绩预测与投资建议：

预计公司2023-2025年EPS分别为1.58元、2.51元、3.56元，对应动态PE分别为36倍、23倍、16倍，维持“买入”评级。

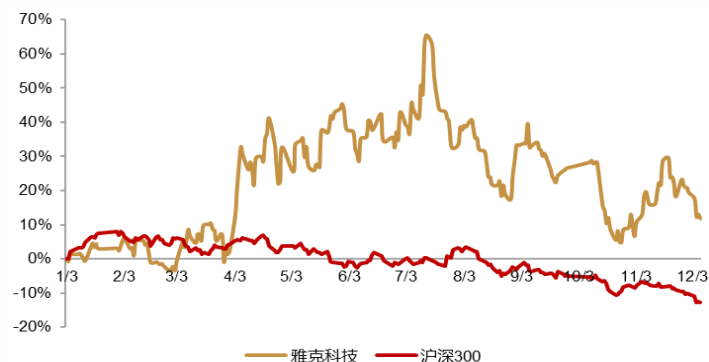
□ 风险提示：

经济大幅下滑风险，项目投产不及预期风险，下游需求不及预期风险，汇率波动风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	42.59	53.67	67.28	80.73
营业收入增长率	12.61%	26.01%	25.37%	19.99%
归母净利润(亿元)	5.24	7.53	11.98	16.95
净利润增长率	56.61%	43.67%	59.02%	41.50%
EPS(元)	1.10	1.58	2.51	3.56
P/E	52	36	23	16

股价表现



华特气体(688268)：致力于特种气体国产化的民族气体厂商

- 华特气体是一家致力于特种气体国产化，打破极大规模集成电路、新型显示面板等高端领域气体材料制约的民族气体厂商。随着公司的持续研发，公司逐步实现了高纯六氟乙烷、高纯三氟甲烷、光刻气、高纯四氟化碳、高纯二氧化碳、高纯一氧化碳、高纯八氟丙烷、高纯一氧化氮等近20多个产品的进口替代。目前，公司产品已批量供应14nm、7nm等产线，并且公司的部分氟碳类产品、氢化物已进入5nm的先进制程工艺中使用并不断扩大覆盖范围。

公司主要产品梳理

类别	主要产品	简介及用途	
特种气体	氟碳类	高纯六氟乙烷	主要用于集成电路生产过程中的等离子蚀刻，在电场加速作用下形成等离子体，与硅基材料反应，在材料表面进行选择性蚀刻，随着集成电路制程逐步进入14nm、7nm乃至5nm，高精度要求决定了其蚀刻过程必须采用高蚀刻率、高精确定性的氟碳类气体。
		高纯四氟化碳	
		高纯三氟甲烷	
		高纯八氟环丁烷	
		高纯八氟丙烷	
		高纯一氟甲烷	
		高纯二氟甲烷	
	光刻及其他混合气体	Ar/F/Ne 混合气	均为光刻气，光刻机是半导体制造的核心设备，光刻气体是光刻机产生深紫外激光的光源。不同的光刻气能产生不同波长的光源，其波长直接影响了光刻机的分辨率，是光刻机的核心之一。
		Kr/Ne 混合气	
		Ar/Ne 混合气	
		Ar/Xe/Ne 混合气	
		Kr/F/Ne 混合气	
	碳氧化合物	高纯二氧化碳	具有弱酸性，高纯二氧化碳溶解于去离子水，可在避免二次污染的情况下清洗残留于硅片表面的颗粒物、油污，并去除静电。
		高纯一氧化碳	集成电路生产过程的干法蚀刻。
	氢化物	硅烷	主要用于生产单晶硅、多晶硅等半导体制造的气相沉积。
乙硅烷		用于半导体制造中的气象沉积薄膜。	
高纯氢气		重要的工业气体和还原剂，在石油化工、电子工业、冶金工业、食品加工、精细有机合成、航空航天等方面有着广泛的应用。	
高纯氮气		可用于生产氮化镓(GaN)、氮化硅(Si3N4)等氮化物，用于LED、光伏太阳能电池领域。	
氮氧化合物	氧化亚氮	高纯氧化亚氮作为电子气体，主要用于半导体光电器件研制生产的介质膜工艺。此外，氧化亚氮还广泛应用在医用麻醉剂、食品悬浮剂、制药、化妆品等领域。	
	一氧化氮	用于半导体生产中的氧化、化学气相沉积工艺。	
普通工业气体	氧	主要用作金属冶炼等行业的助燃剂、化肥等化工工业的氧化剂。	
	氮	主要用作化工、机械制造、家电等行业的保护气、金属冶炼等行业的炉温退火	
	氩	主要用作电弧焊接的保护气、填充光电管等。	
	工业氨	主要用作电厂环保脱硝处理、味精生产、金属加工等，以及进一步纯化得到高纯氨。	

华特气体(688268)：产能扩张夯实发展基础，回购彰显长期信心

- **回购彰显发展信心，完善公司长效激励机制。**公司2023年10月30日召开的第三届董事会第三十三次会议，审议通过了《关于以集中竞价交易方式回购公司股份方案的议案》，同意公司使用自有资金以集中竞价交易方式回购股票，回购的股票将全部用于员工持股计划或股权激励。回购彰显对公司未来发展的信心和对公司价值的认可，建立、完善公司长效激励机制，充分调动公司员工的积极性，有效地将股东利益、公司利益和员工个人利益紧密结合在一起，有利于公司长期发展。
- **特气产能快速扩张，夯实长远发展基础。**2023年3月，公司拟向不特定对象发行可转换公司债券，项目建成后将生产高纯一氧化碳、高纯一氧化氮、高纯六氟丙烷及异构体、电子级溴化氢、电子级三氯化硼、超高纯氢气、超纯氦气、超纯氖气、超纯氩气和超纯氙气共1764吨/年，预计于2025年投产。2023年上半年，公司IPO募集资金投资项目已达到预定可使用状态，公司拟将上述募集资金投资项目予以结项，将增强公司在所属行业的竞争优势，丰富产品链，进一步提高本公司的核心竞争力。2023年10月，公司公告拟与广东省中山市三角镇人民政府签订《华特半导体材料研发总部项目投资协议书》，建设半导体气体研发生产中心，总投资8亿元，目前佛山总部的产能趋于饱和，该项目的实施有助于疏解佛山总部部分产能压力，同时为公司未来在广东的发展夯实基础。

www.swsc.com.cn

数据来源：公司公告，西南证券整理

历年营收及增速

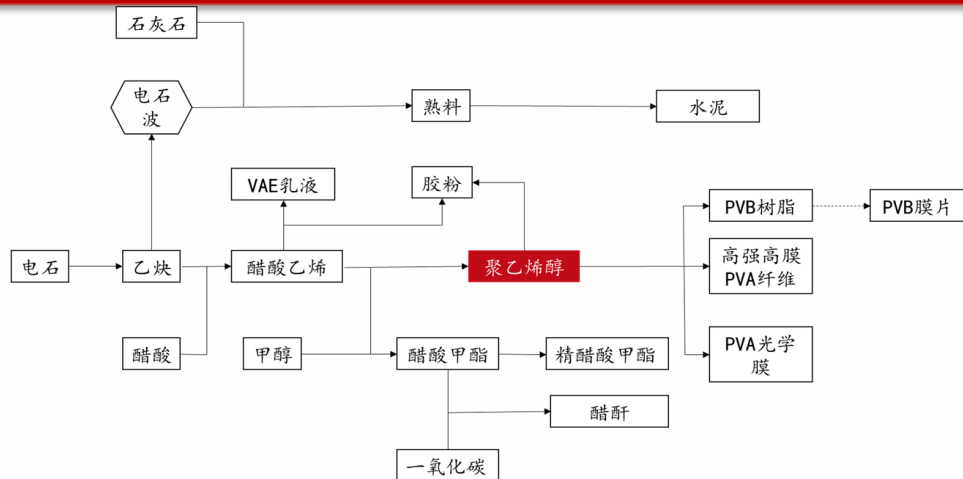


历年归母净利润及增速



皖维高新(600063)：以PVA产品为核心，高端功能膜材料为突破

公司产品产业链简图



- 公司拥有化工、化纤、建材、新材料四大产业板块，形成电石—PVA—PVA纤维、膜用PVA—PVA光学薄膜—偏光片、PVA—PVB树脂—PVB胶片、生物质酒精—乙烯—醋酸乙烯—VAE/PVA、VAC—VAE—可再分散乳胶粉等五大产业链。

公司新材料产品产能情况

产品	主要厂区或项目	设计产能	2022年产能利用率	主要原材料	下游应用领域
PVA光学膜、偏光片、PVB树脂、PVB胶片、胶粉、功能化改性聚酯切片等	安徽本部PVB树脂	2万吨/年	78.34%	PVA、VAE、精对苯二甲酸、乙二醇	显示面板、光电、印刷、陶瓷、航空、汽车、建筑、纺织等行业
	安徽本部胶粉	4万吨/年	83.77%		
	安徽本部VAE乳液	6万吨/年	—		
	安徽本部PVA光学膜	1200万平方米/年	15.03%		
	安徽本部偏光片	700万平方米/年	0.00%		
	安徽本部聚酯切片	7.5万吨/年	86.48%		
	广西皖维VAE乳液	6万吨/年	100.00%		

- 目前公司新材料项目包括功能型PVA及高性能PVA纤维、功能性差别化聚酯、700万平米PVA光学薄膜、700万平米偏光片、6万吨VAE乳液、2万吨可再分散性胶粉、1万吨PVB树脂、2万吨PVB胶片等，2022年新材料项目已全部建成投产并生产出合格产品。其中，“一膜一片”—PVA光学薄膜和PVB胶片两大卡脖子技术，是公司重点突破项目，有望填补国内空白，打破国外垄断。

皖维高新(600063): 以PVA产品为核心, 高端功能膜材料为突破

- 皖维高新作为PVA光学膜唯一国产替代公司, 未来将充分受益偏光片国产化浪潮的推进。随着国内液晶面板产业的迅速扩张, 作为偏光片主要原材料的PVA光学薄膜, 特别是大宽幅的PVA光学薄膜的国内需求量将会逐年增大。截至目前, 公司已完全掌握了符合TN级、STN级偏光片要求的PVA光学薄膜产品生产技术, TFT级PVA光学薄膜生产技术也取得重大技术突破, 产品已进入国内主要偏光片生产企业的供应链体系, 具备批量供货能力。2022年公司生产PVA光学膜180.33万平方米, 实际产能利用率60.11%, 预计2023年产量将达到780万平方米。

PVA光学膜及偏光片国内需求量及市场规模测算

	2020年	2021年	2022年	2023E	2024E	2025E	2026E
LCD大陆总产能 (百万平方米)	159.0	189.7	218.7	237.1	252.3	252.3	252.3
偏光片需求 (百万平方米)	318.0	379.4	437.4	474.2	504.6	504.6	504.6
偏光片市场规模 (亿元)	235.3	280.8	323.7	350.9	373.4	373.4	373.4
PVA光学膜需求 (百万平方米)	159.0	189.7	218.7	237.1	252.3	252.3	252.3
PVA光学膜市场规模 (亿元)	39.8	47.4	54.7	59.3	63.1	63.1	63.1

- PVB中间膜供给端: PVB中间膜市场几乎被海外巨头垄断, 我国只能参与低端竞争。全球PVB胶片生产商主要有四家——美国首诺, 日本积水, 美国杜邦和日本可乐丽, 它们占据了全球90%左右的市场份额, 高端市场也被这四家几乎垄断。目前我国现有PVB产能约10.9万吨, 在建产能约7.5万吨, 进口替代进程正在加快。
- 需求端: 国内供给远不及需求。我国市场需求量从2017年的64.1万吨提升至2021年的80万吨, 复合增速5.6%, 2020年中国PVB中间膜需求量约占到全球总需求量的35%, 现有产能仅11万吨, 远不及国内需求量。

国内主要PVB生产厂商产能情况

企业名称	现有产能	在建产能
皖维高新 (含皖维丽盛)	2万吨PVB树脂+1.7万吨PVB膜	2.7万吨PVB膜
德斯泰	1万吨PVB树脂+2.3万吨PVB膜	4万吨PVB膜
建滔 (佛冈) 特种树脂	2万吨PVB树脂+2000万平米PVB胶片	未来5年实现年产PVB胶片4000万平米
忠信 (清远) 光伏材料	1.8万吨PVB树脂+2.4万吨特种凝胶、光伏材料PVB胶片	—
东材科技	1万吨PVB树脂	8000吨PVB膜
重庆华凯塑胶	9000吨PVB树脂+10000吨PVB胶片	—
湖州鑫富新材料	6000吨PVB树脂+6000吨PVB胶片	—
青岛昊成实业	8000吨PVB树脂	—
江西天辉新材料	6000吨PVB树脂	—
重庆川维鸿锦新材料	2万吨PVB树脂	总规划年产6万吨汽车胶片级PVB树脂项目

2016-2021年我国PVB中间膜市场需求量



皖维高新(600063)：以PVA产品为核心，高端功能膜材料为突破

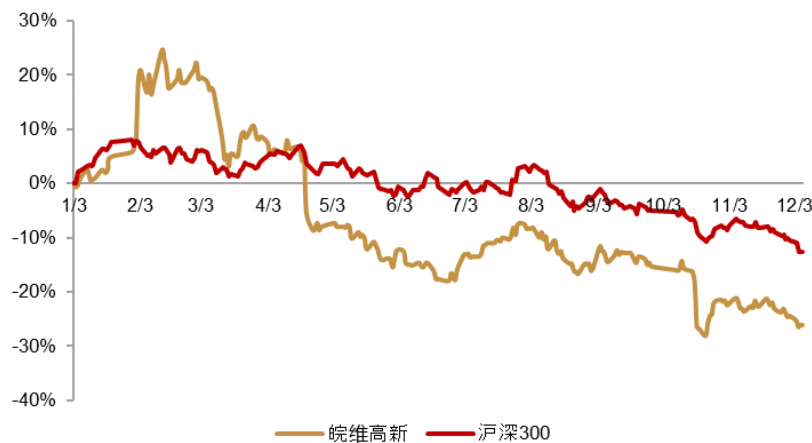
- 投资8.2亿元建设年产2000万平偏光片用宽幅PVA光学薄膜项目，加快偏光片国产化进程。为适应国内宽幅偏光片生产线对PVA光学薄膜的需求，加快偏光片国产化的进程，实现宽幅PVA光学薄膜产品进口替代，公司拟投资新建2000万平方米/年TFT偏光片用宽幅PVA光学薄膜项目，生产线宽幅3400mm，产品厚度20至60 μm，可应用于大尺寸液晶显示器（LCD）的偏光片组。项目选址位于安徽省巢湖市，总投资8.2亿元，建设周期18个月，达产后，预计实现销售收入3亿元，增厚公司利润1.2亿元，投资回收期6.15年。
- 加速实施“腾笼换鸟”战略，强化核心竞争力。公司目前拥有两条聚乙烯醇光学薄膜生产线已实现产业化，其中，年产500万平方米PVA光学薄膜生产线（幅宽1600mm），产品主要应用于小尺寸液晶显示器（LCD）用偏光片、眼镜用偏光片等；年产700万平方米光学薄膜生产线（幅宽3400mm），产品可应用于大尺寸液晶显示器的偏光片组；此外，公司控股子公司合肥德瑞格光电科技有限公司年产700万平方米偏光片项目也于2022年10月建成投产，该项目采用国际领先的生产工艺，产品广泛应用于手机、电脑、电视、车载等智能显示领域，极具发展潜力。
- 预计2023-2025年EPS分别为0.28元、0.58元、0.95元，给予“持有”评级。
- 风险提示：原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	9942.00	9895.62	11909.82	14272.82
营业收入增长率	22.69%	-0.47%	20.35%	19.84%
归母净利润（百万元）	1369.28	602.99	1249.09	2052.68
净利润增长率	39.42%	-55.96%	107.15%	64.33%
EPS（元）	0.63	0.28	0.58	0.95
P/E	7	16	8	5

数据来源：Wind，西南证券；注：数据更新至2023.12.6

股价表现

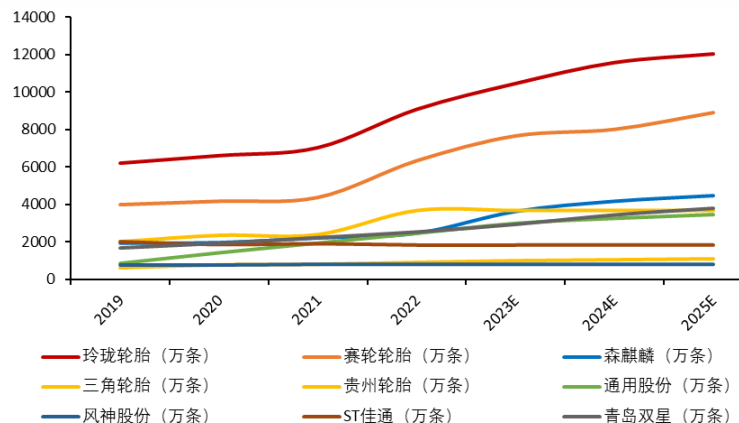


玲珑轮胎(601966)：需求边际向好，轮胎龙头业绩有望持续回暖

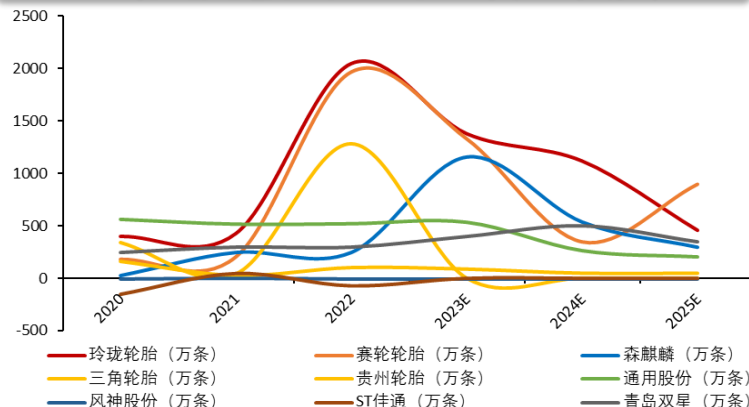
- 公司2022年上半年乘用车及轻卡子午线轮胎产量为全国轮胎企业第一，卡车用全钢胎产量为全国第二。2023-2025年公司轮胎总产能预计将达10058/11268/12668万条/年。随着产能的持续释放，公司的行业地位将持续提升。
- 公司围绕配套中高端产品占比、中高端车型占比、中高端品牌占比三个结构调整改善配套领域的盈利能力，并以此形成品牌突破以及替换拉动。

		公司产能及预期 (万条/年)				
		2021	2022	2023E	2024E	2025E
招远	半钢	3000	3000	3000	3000	3000
	全钢	585	585	585	585	585
	斜交	25	25	25	25	25
德州	半钢	700	700	1000	1000	1000
	全钢	220	220	320	320	320
广西	半钢	1000	1000	1000	1000	1000
	全钢	200	200	200	200	200
	特胎	5	6	6	6	6
湖北	半钢	600	700	1200	1200	1200
	全钢	150	180	240	240	240
	工程胎			6	6	6
吉林	半钢			200	400	800
	全钢		100	100	200	200
铜川	半钢					400
	全钢				200	200
六安	半钢				400	400
	全钢					
泰国	半钢	1500	1500	1500	1500	1500
	全钢	220	220	220	220	220
塞尔维亚	半钢			400	600	1200
	全钢			50	160	160
合计	半钢	6800	6900	8300	9100	10500
	全钢	1375	1505	1715	2125	2125
	斜交	25	25	25	25	25
	工程胎			6	6	6
	特胎	5	6	12	12	12
总计		8205	8436	10058	11268	12668
增速			2.82%	19.23%	12.03%	12.42%

公司产能在轮胎上市公司中处于首位



公司产能增量在轮胎上市公司中位于前列



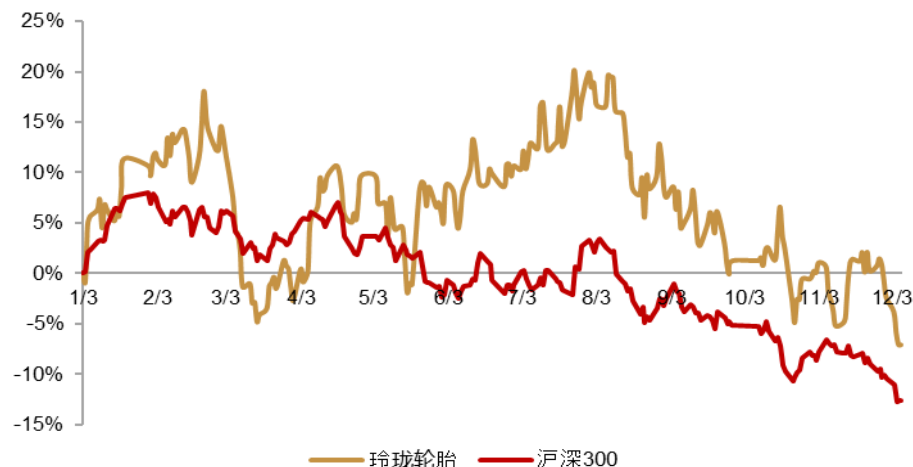
玲珑轮胎(601966)：需求边际向好，轮胎龙头业绩有望持续回暖

- **泰国基地关税好转。**2023年7月，美国商务部发布对泰国乘用车和轻卡轮胎反倾销调查第一次年度行政复审初裁结果公告，公司税率由21.09%降至4.52%，降幅达16.57%，为本案中反倾销税降幅最高的企业，除对北美玲珑退税外还将提升泰国玲珑竞争力，有利于后续订单获取和盈利改善。
- **塞尔维亚基地全钢放量，半钢胎项目即将投产。**2023年5月，塞尔维亚工厂取得一期120万条卡车胎的试用许可，Q2实现量产发货，产能利用率逐步提高，欧洲市场需求稳定，公司实现产销平衡。塞尔维亚基地一期400万条/年半钢胎项目10月初处于调试阶段，有望在较短时间内量产。塞尔维亚基地的建成达产将有助于公司进一步打入欧洲市场，带来新的利润增长点。
- 预计2023-2025年EPS分别为0.92元、1.31元、1.59元，给予“买入”评级。
- 风险提示：原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

业绩预测和估值指标				
指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	170.06	235.03	273.48	306.52
营业收入增长率	8.47%	38.20%	16.36%	12.08%
归母净利润(亿元)	2.92	13.58	19.28	23.42
净利润增长率	63.03%	365.80%	41.96%	41.50%
EPS(元)	0.20	0.92	1.31	1.59
P/E	94	20	14	12

数据来源：Wind，西南证券；注：数据更新至2023.12.6

股价表现



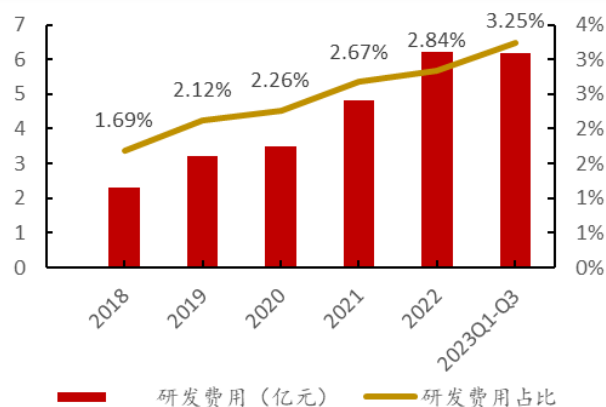
赛轮轮胎(601058)：非公路方兴未艾，液体黄金精彩纷呈

- 公司布局非公路产能早，未来几年产能持续释放，预计未来三年非公路方面营收增速40%左右。
- 公司“液体黄金”产品性能优秀，打破轮胎“魔鬼三角”。公司继2021年首次推出“液体黄金”全钢胎产品后，2022年推出“液体黄金”半钢产品，2023年，公司持续推出乘用车新产品，渗透率提升，发展前景广阔。

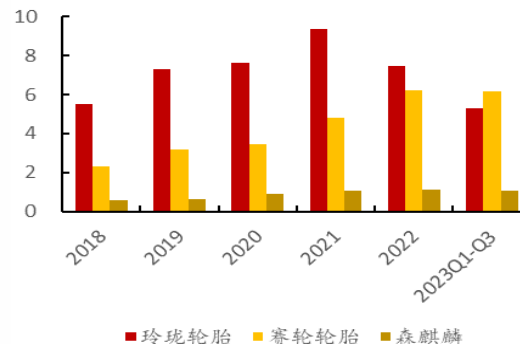
公司产能及预期 (万条/年)

公司产能及预期 (万条/年)					
		2022	2023E	2024E	2025E
青岛	半钢	1000	1000	1200	1800
	全钢	320	350	500	800
	非公路(万吨)	5.6	6	15	15
东营	半钢	2400	2700	2700	2700
沈阳	全钢	450	500	500	500
潍坊	半钢	160	160	160	160
	非公路(万吨)	0.86	1.69	7	7
越南	半钢	1200	1600	1600	1600
	全钢	160	260	260	260
	非公路(万吨)	6	10	10	10
ACTR	全钢	265	265	265	265
柬埔寨	半钢	400	500	900	1500
	全钢	0	165	165	165
合计	半钢	5160	5960	6560	7760
	全钢	1195	1540	1690	1990
	非公路(万吨)	12.46	17.69	32	32
	全钢半钢合计	6355	7500	8250	9750

公司研发费用及研发费用占比逐步提高



公司研发费用在轮胎上市公司中位于前列 (亿元)



赛轮轮胎(601058)：非公路方兴未艾，液体黄金精彩纷呈

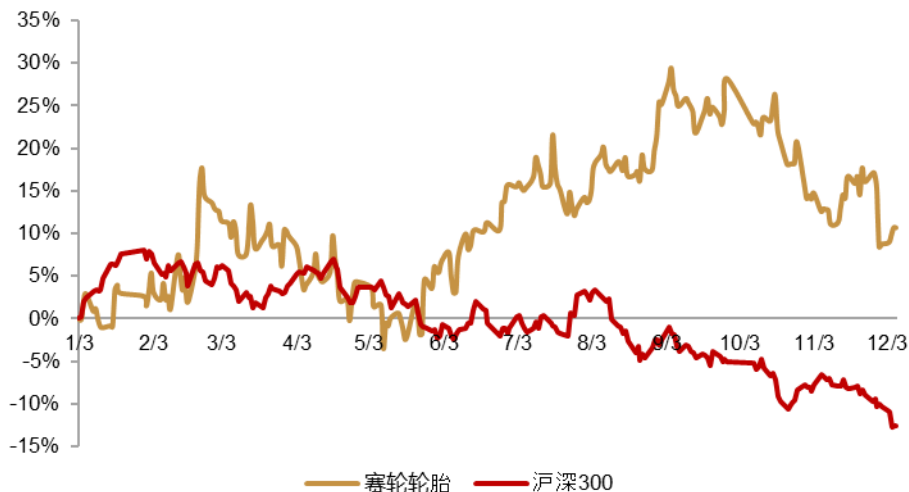
- **非公路胎有望维持高景气。**2028年全球OTR轮胎市场规模将达1956.1亿元，2022至2028期间，年复合增长率CAGR为4.59%；2022年，中国OTR轮胎市场容量达725.97亿元人民币，约占全球OTR轮胎市场总份额的49%，未来市场空间仍然较大。非公路轮胎中的巨胎产品其体积和质量巨大、工作条件苛刻、不间断工作时间长，因此生产技术难度大，目前仅少数轮胎生产企业能够实现大规模量产。公司规划持续扩产非公路产能，共规划39万吨产能。随着公司产能逐渐落地，高毛利、高技术壁垒的非公路轮胎产品将进一步提升公司竞争力。
- **“液体黄金”原材料产能逐步投放，公司产品种类日渐丰富。**继2021年第四季度首次推出液体黄金轮胎卡客车系列产品后，2022年6月在国内首发液体黄金轮胎乘用车系列产品，11月，液体黄金乘用电动汽车轮胎系列产品——“ERANGE|EV”在美国拉斯维加斯全球首发，2023年3月，公司进一步增加液体黄金产品种类，发布新能源EV系列、豪华驾享系列、都市驾驭系列、超高性能系列四大液体黄金轮胎新产品，覆盖全球主流高端车型。
- 预计2023-2025年EPS分别为0.82元、0.95元、1.06元，给予“买入”评级。
- 风险提示：原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	219.02	256.16	298.80	341.15
营业收入增长率	21.69%	16.96%	16.65%	14.17%
归母净利润(亿元)	13.32	25.52	29.58	33.21
净利润增长率	1.43%	91.63%	15.91%	12.26%
EPS(元)	0.43	0.82	0.95	1.06
P/E	26	13	11	10

数据来源：Wind，西南证券；注：数据更新至2023.12.6

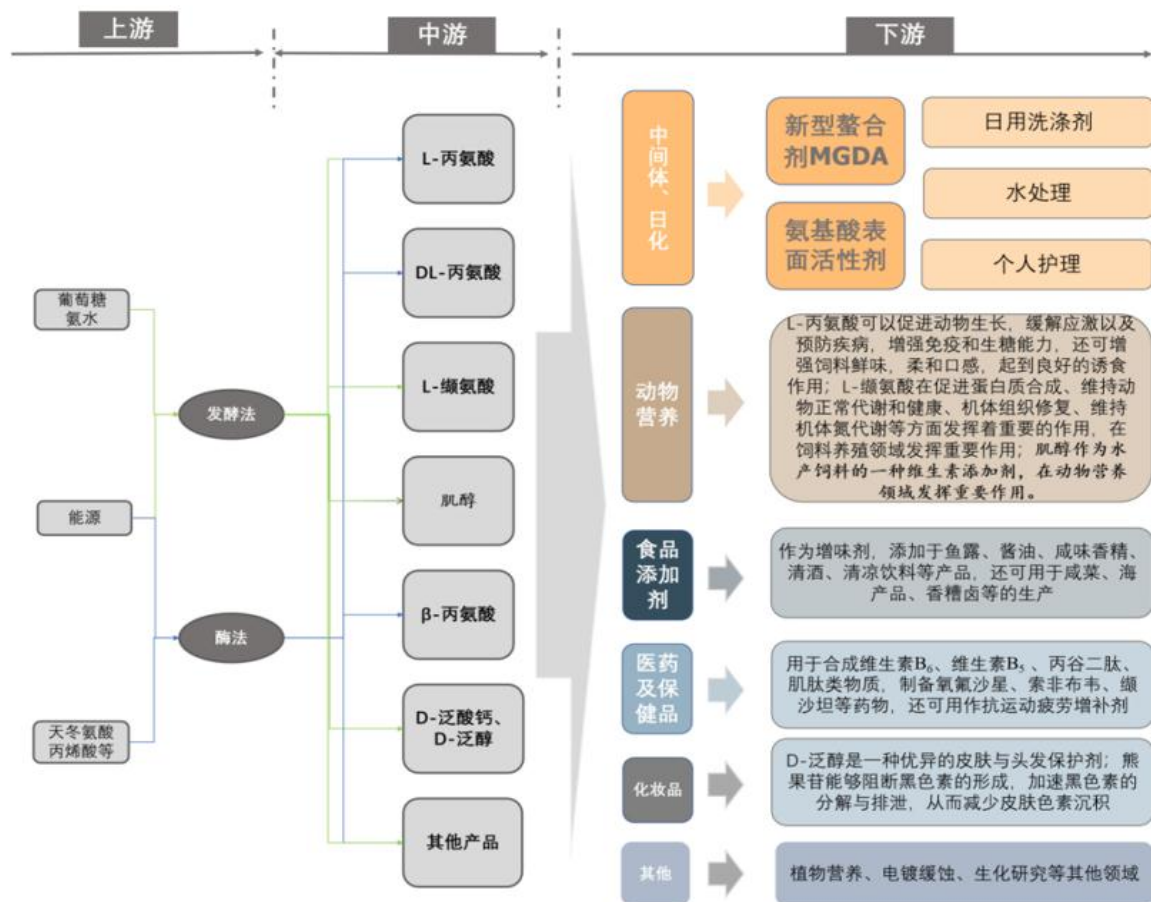
股价表现



华恒生物(688639)：环保低成本，小品种氨基酸持续发力

- 公司已经成为全球领先的通过生物制造方式规模化生产小品种氨基酸产品的企业之一，尤其是公司以可再生葡萄糖为原料厌氧发酵生产L-丙氨酸的关键技术已达到国际领先水平，目前公司L-丙氨酸的市场份额全球第一。

公司产业链

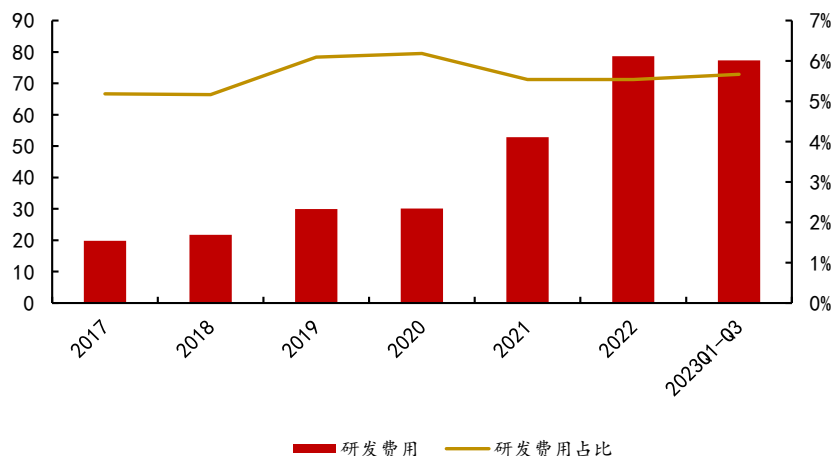


华恒生物(688639)：环保低成本，小品种氨基酸持续发力

公司产能及预期

产品类别	产能阶段	产能 (吨/年)
丙氨酸系列产品	现有产能	32500
L-缬氨酸	现有产能	25000
维生素系列产品	现有产能	500
三支链氨基酸及衍生物	规划产能	16000
1,3-丙二醇	规划产能	50000
beta 丙氨酸衍生物	规划产能	7000
beta 丙氨酸	规划产能	500
生物基丁二酸	规划产能	50000
生物基苹果酸	规划产能	50000

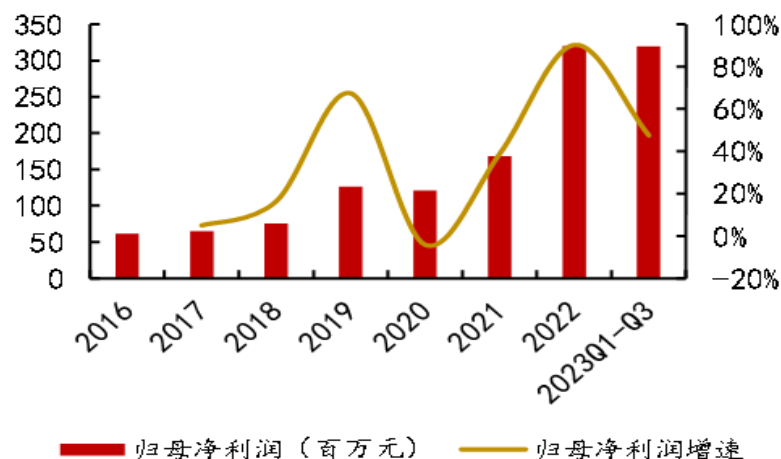
公司研发费用 (百万元)



公司业绩拆分

单位：百万元		2022A	2023E	2024E	2025E
氨基酸产品	收入	1166.4	1478.7	1872.4	1946.8
	增速		26.8%	26.6%	4.0%
	毛利率	42.4%	42.0%	42.0%	42.0%
其他主营业务	收入	53.64	53.64	521.64	1932.60
	增速		0.0%	872.5%	270.5%
	毛利率	39.0%	39.0%	12.7%	17.3%
其他	收入	198.65	198.65	198.65	198.65
	增速		0.0%	0.0%	0.0%
	毛利率	16.8%	16.8%	16.8%	16.8%
合计	收入	1418.7	1731.0	2592.7	4078.1
	增速		22.0%	49.8%	57.3%
	毛利率	38.7%	39.0%	34.2%	29.1%

公司净利润



华恒生物(688639)：环保低成本，小品种氨基酸持续发力

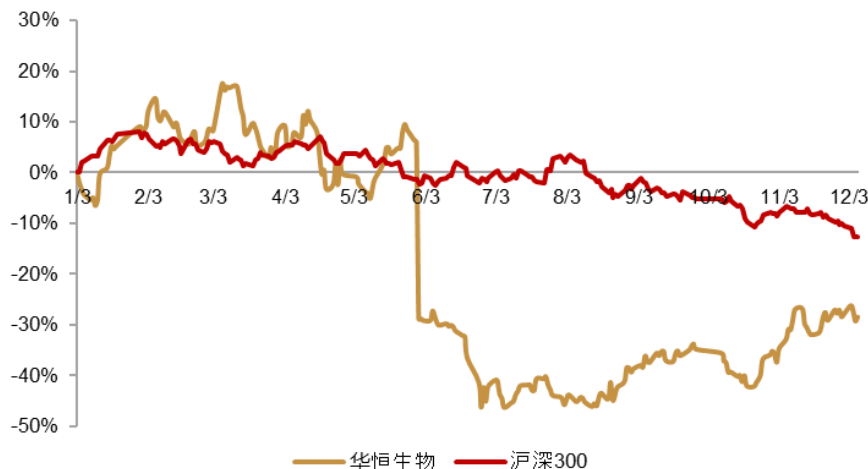
- **在建产能丰富，业绩增长空间大。**公司现有丙氨酸系列产能32500吨/年，缬氨酸产能25000吨/年，维生素系列产品产能500吨/年。在建及规划产能有16000吨/年三支链氨基酸及衍生物，50000吨/年1,3-丙二醇，7000吨/年beta丙氨酸衍生物，50000吨/年生物基丁二酸，50000吨/年生物基苹果酸。公司按计划推进建设赤峰基地年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地项目和年产5万吨的生物基1,3-丙二醇建设项目，秦皇岛基地建设年产5万吨生物基苹果酸建设项目。上述项目建成后，公司产品、技术也将从氨基酸、维生素等扩充到生物基新材料单体，加速扩充公司产品矩阵，进一步打开公司业务增长空间。
- **国内合成生物学龙头，产品多元应用范围广。**公司于2005年成立，经过多年的创新发展，公司已经成为全球领先的通过生物制造方式规模化生产小品种氨基酸产品的企业之一，尤其是公司以可再生葡萄糖为原料厌氧发酵生产L-丙氨酸和L-缬氨酸的关键技术已达到国际领先水平，目前公司L-丙氨酸的市场份额全球第一。
- **预计2023-2025年EPS分别为2.82元、3.71元、5.15元，给予“买入”评级。**
- **风险提示：原材料供应及价格波动风险，产品价格大幅波动风险，项目投产不及预期风险。**

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（百万元）	1418.65	1730.99	2592.69	4078.05
营业收入增长率	48.69%	22.02%	49.78%	57.29%
归母净利润（百万元）	320.03	444.00	585.02	811.08
净利润增长率	90.23%	38.74%	31.76%	38.64%
EPS（元）	2.03	2.82	3.71	5.15
P/E	55	39	30	22

数据来源：Wind，西南证券 注：数据更新至2023.12.6

股价表现



宝丰能源(600989)：成本优势打造安全边际，产能扩张持续成长

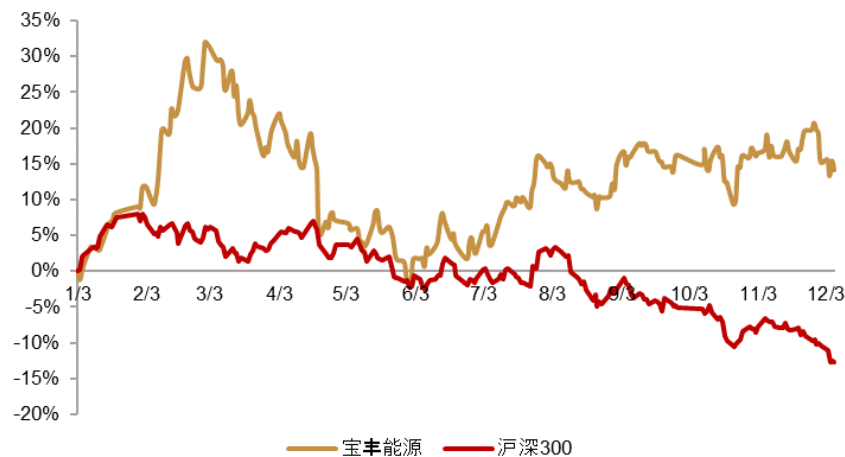
- **产能持续扩张，开辟第二基地：**根据2022年年报显示，公司三期50万吨煤制烯烃与50万吨C2-C5制烯烃项目建设进度为82.79%，内蒙古烯烃项目进度为20.42%。内蒙古项目是目前为止全球单厂规模最大的煤制烯烃，也是全球唯一一个规模化用绿氢替代化石能源生产烯烃的项目。
- **焦精煤自给为公司带来大规模成本优势：**2022年12月，公司斥资约17亿元竞买国家电投集团宁夏能源铝业有限公司持有的宁夏红墩子煤业有限公司40%股权、宁夏枣泉发电有限责任公司49%股权。宁夏红墩子煤业包括2个煤矿和1个选煤厂，煤矿设计生产能力480万吨/年，选煤厂设计原煤入选能力500万吨/年。所生产的煤炭品种主要为焦煤，经洗选加工后的精煤可用作炼焦配煤，副产的中煤、煤泥可作为动力用煤。
- **烯烃工艺持续优化：**2022年公司节能降耗工作取得新进展，烯烃一厂通过对余热锅炉改造，4.0MPa蒸汽产量较改造前增加3.1吨/小时，投运后累计增加蒸汽产量17128吨，节能1665吨标准煤；实施MTO主风机性能改造，电耗下降14.8%。烯烃二厂产品综合能耗同比下降2.6千克标准煤/吨聚烯烃，创历史新低。甲醇二厂煤醇比较上年降低0.015吨/吨，全年减少原料煤消耗4万吨；转化气中技改配入非变换气补碳，焦炉气单耗从2000标准立方米/吨甲醇下降至1890标准立方米/吨甲醇。内蒙项目采用DMTO三代技术，设计醇烯比为2.66吨甲醇/吨烯烃，比公司宁东烯烃二期项目醇烯比2.88吨/吨降低约8%，甲醇价格按2023年税前均价2360元/吨计算，成本降低519元/吨。
- **预计2023-2025年EPS分别为0.96元、1.30元、1.96元，**给予“买入”评级
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入(亿元)	284.30	322.00	381.00	552.60
营业收入增长率	22.02%	13.26%	18.32%	45.04%
归母净利润(亿元)	63.03	70.30	95.23	143.81
净利润增长率	-10.86%	11.54%	35.47%	51.01%
EPS(元)	0.86	0.96	1.30	1.96
P/E	17	15	11	7

数据来源：Wind，西南证券；注：数据更新至2023.12.6

股价表现



华鲁恒升(600426)：“一头多线”高质量发展，新项目投产激发新动力

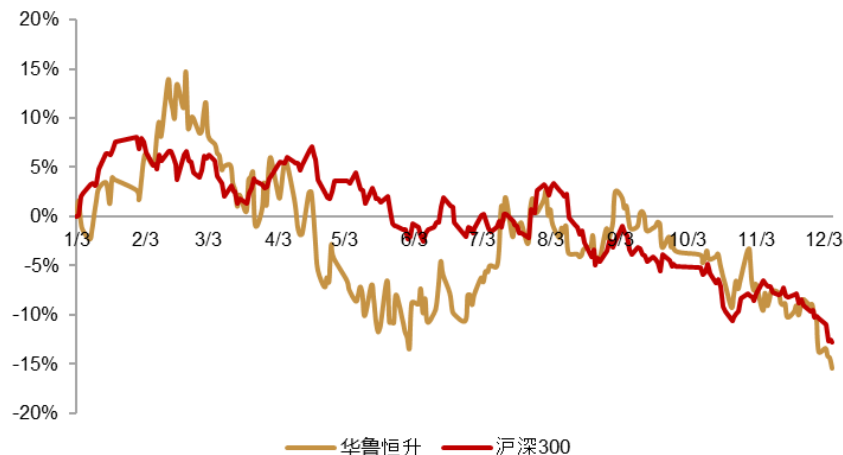
- **产能持续扩张，业绩增长空间大。**公司布局荆州基地，一期项目即将完成投产。一期规划4台煤气化炉及配套装置（3开1备），配套建设2套空分装置、3台高温高压煤粉锅炉，并以合成气为原料，采用先进的高效合成、低能耗尿素工艺技术，建设100万吨/年尿素生产装置；采用先进的甲醇羰基合成技术，建设100万吨/年醋酸生产装置；采用先进的低压法合成有机胺、接触法生产DMF技术，建设15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF生产装置。荆州二期布局年产20万吨BDO、16万吨NMP及3万吨PBAT生物可降解材料一体化项目，10万吨/年醋酐项目，蜜胺树脂单体材料项目，蜜胺树脂单体材料原料及产品优化提升项目。德州建设两套生产规模4万吨/年的尼龙66装置；一套生产规模20万吨/年的己二酸装置；一套生产规模4.2万吨/年的己二胺装置公司新布局产能逐步放量，产能的扩张将为公司业绩增长打开新空间。
- **国内煤化工龙头，“一头多线”高质量发展。**公司成立于1968年，产品涉及化学肥料、基础化学品、化工新材料、新能源材料等4大板块40多个产品依托洁净煤气化技术，构建了可持续发展的产业技术平台，形成“一头多线”循环经济柔性多联产运营模式；公司是高新技术企业，设有技术开发中心和规划研究机构，现拥有190多项国家专利和一批核心技术，20多项成果获得全国、行业和山东省科技进步奖持续进行技术研发和系统优化，不断推进现有产业链延伸拓展和产品迭代升级，为企业高质量发展奠定基础。
- **预计2023-2025年EPS分别为1.87元、2.79元、3.55元，给予“持有”评级。**
- **风险提示：**下游需求不及预期，原材料价格大幅上涨，产能投放不及预期等风险。

业绩预测和估值指标

指标	2022A	2023E	2024E	2025E
营业收入（亿元）	302.45	278.60	365.55	406.39
营业收入增长率	13.55%	-7.89%	31.21%	11.17%
归母净利润（亿元）	62.89	39.66	59.29	75.47
净利润增长率	-13.30%	-36.94%	49.50%	27.28%
EPS（元）	2.96	1.87	2.79	3.55
P/E	10	15	10	8

数据来源：Wind，西南证券；注：数据更新至2023.12.6

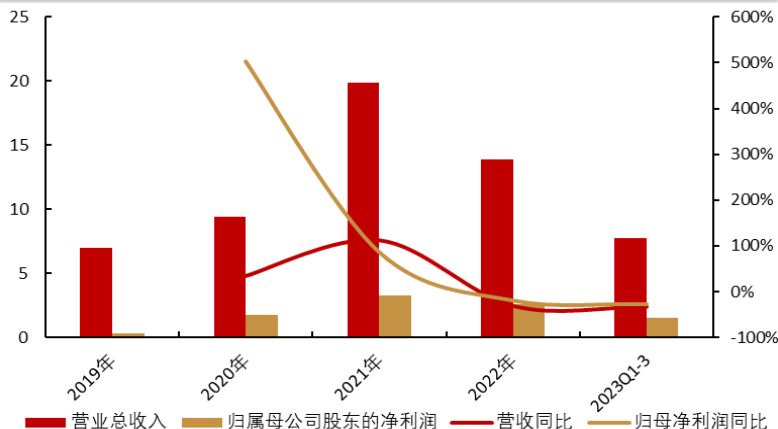
股价表现



麦加芯彩(603062)：主业或迎高速增长，新项目将染指涂料塔尖市场

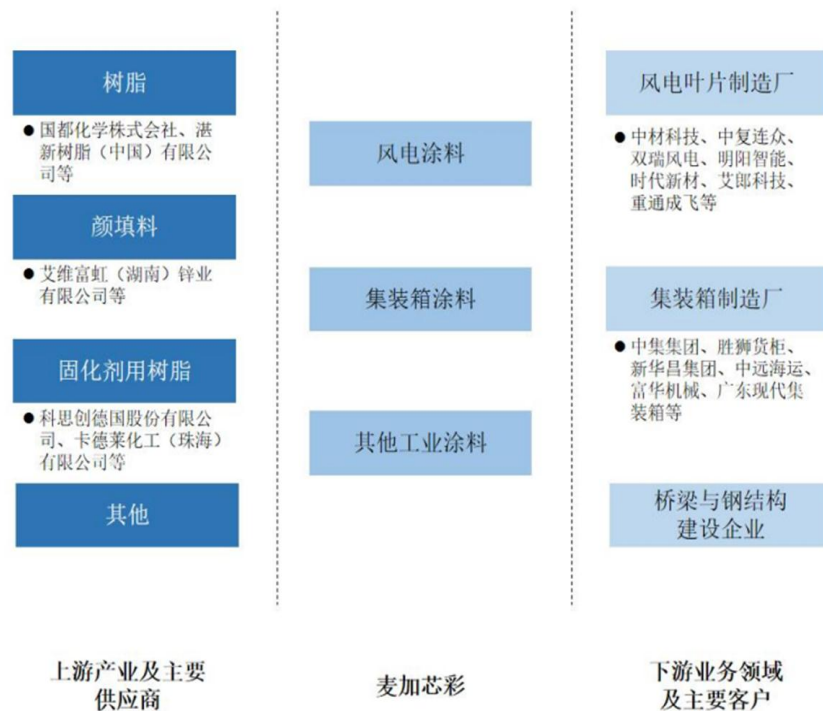
- **风电涂料：**公司目前市占率~50%，十四五框架内24和25年装机落地增长确定性强，风电涂料需求增长确定，另外公司塔筒涂料有望迎来新的突破。
- **集装箱涂料：**公司目前市占率~20%。明年新增大量新船下水，额定集装箱与船支按照2:1配套，集装箱涂料需求明显好于今年，预计迎来高速增长。
- **船舶涂料：**技术壁垒极高，验证周期长，至今未实现国产替代。公司2025年有望落地船舶涂料项目，预计从修配市场进入，直至渗透进入前装市场。
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等

公司营收及归母净利润（亿元）



麦加芯彩产业链

公司上下游产业链及主要供应商、客户情况



和邦生物(600989)：底部逆势扩张，加速拓宽护城河

- **依托资源优势，产业链布局完整。**公司依托于自身拥有的马边烟峰、汉源刘家山磷矿，合计9,091万吨储量的磷矿资源、9,800万吨储量的盐矿资源，截至2023年6月30日，公司拥有产能：110万吨/年碳酸钠、110万吨/年氯化铵；210万吨/年盐矿开发；20万吨/年双甘磷5万吨/年草甘磷；7万吨/年液体蛋氨酸；46.5万吨/年玻璃/智能特种玻璃、830万m²/年Low-E镀膜玻璃；1,000t/d光伏玻璃面板、1GW组件、1.5GW光伏硅片；武骏光伏工程公司光伏EPC；顺城盐品（公司参股49%）60万吨/年的工业盐、食用盐。
- **产业链协同工艺路线优，草甘磷业绩弹性大。**公司在2014年即建成并投产了目前全球单套能力最大的连续一体化IDA制备法双甘磷装置，现有双甘磷产能20万吨/年，配套下游草甘磷产能5万吨/年；公司在建50万吨/年双甘磷产能，通过在境外新建草甘磷生产线、境内对草甘磷存量产能进行置换的方式消化产能。2023年8月28日，公司与印度尼西亚 JIPE（吉配）签订《有条件土地买卖协议》，拟在 JIPE 投资建设年产 60 万吨碳酸钠、60 万吨氯化铵 以及 20 万吨草甘磷等项目。公司IDA路线合成草甘磷相较于国内主流的甘氨酸路线具有成本优势，磷矿自产后成本优势有望进一步扩大，带来较大业绩弹性空间。
- **联碱法成本优势相对明显，新产能投放助力盈利规模增长。**截至2022年底，我国纯碱行业产能中氨碱法工艺路线装置年产能1395万吨，联碱法工艺路线装置年产能1658万吨，天然碱法工艺路线装置年产能150万吨，ADC发泡剂联产法工艺路线装置年产能40万吨。公司采用联碱法，布局有资源端盐矿，成本与天然碱法较为接近，具有成本优势。公司现有110万吨/年纯碱及氯化铵产能，开工率维持高位，未来有望持续为公司带来较好利润。
- **风险提示：**下游需求低于预期、在建项目投产进度不及预期等。

和邦生物产能

	产能	单位
碳酸钠	110	万吨/年
氯化铵	110	万吨/年
盐矿开发	210	万吨/年
双甘磷	20	万吨/年
草甘磷	5	万吨/年
液体蛋氨酸	7	万吨/年
玻璃/智能特种玻璃	46.5	万吨/年
Low-E 镀膜玻璃	830万	m ² /年
光伏玻璃面板、	1000	t/d
光伏组件	1	GW
光伏硅片	1.5	GW
工业盐、食用盐	60	万吨/年

和邦生物在建产能

项目	产能	进度
重庆武骏年产 8GW 光伏封装材料及制品项目	8GW	部分已正式投产并转固，其余按计划实施中
阜兴科技年产 10GW N+型超高效单晶太阳能硅片项目	10GW	起步段 1.5—2GW 已正式投产并转固，其余按计划实施中
马边烟峰磷矿年产 100 万吨磷矿开发项目	100 万吨	工程建设按计划实施中，目前已实现工程矿销售
广安必美达年产 50 万吨双甘磷项目	50万吨	目前已完成、取得可行性研究报告、备案、环评、能评、安评批文、项目用地，并开始详细设计，工程现场准备、地勘等工作

重点公司估值及投资评级

代码	股票名称	投资评级	股价	总市值	净利润 (亿元)				PE (倍)			
			(元)	(亿元)	2022A	2023E	2024E	2025E	2022A	2023E	2024E	2025E
002648.SZ	卫星化学	买入	15.39	518	30.62	44.79	66.64	117.71	17	12	8	4
600063.SH	皖维高新	持有	4.43	96	13.69	6.03	12.49	20.53	7	16	8	5
600426.SH	华鲁恒升	持有	28.48	605	62.89	39.66	59.29	75.47	10	15	10	8
600989.SH	宝丰能源	买入	14.20	1041	63.03	70.30	95.23	143.81	17	15	11	7
002409.SZ	雅克科技	买入	57.62	274	5.24	7.53	11.98	16.95	52	36	23	16
688639.SH	华恒生物	买入	110.85	175	3.20	4.44	5.85	8.11	55	39	30	22
601058.SH	赛轮轮胎	买入	10.89	340	13.32	25.52	29.58	33.21	26	13	11	10
601966.SH	玲珑轮胎	买入	18.65	275	2.92	13.58	19.28	23.42	94	20	14	12



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

分析师：黄寅斌
执业证号：S1250523030001
电话：13316443450
邮箱：hyb@swsc.com.cn

联系人：屈紫荆
电话：13552905741
邮箱：qzjyf@swsc.com.cn

西南证券投资评级说明

报告中投资建议所涉及的评级分为公司评级和行业评级（另有说明的除外）。评级标准为报告发布日后6个月内的相对市场表现，即：以报告发布日后6个月内公司股价（或行业指数）相对同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准。其中：A股市场以沪深300指数为基准，新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以恒生指数为基准；美国市场以纳斯达克综合指数或标普500指数为基准。

公司 评级

买入：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在20%以上
持有：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于10%与20%之间
中性：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-10%与10%之间
回避：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅介于-20%与-10%之间
卖出：未来6个月内，个股相对同期相关证券市场代表性指数涨幅在-20%以下

行业 评级

强于大市：未来6个月内，行业整体回报高于同期相关证券市场代表性指数5%以上
跟随大市：未来6个月内，行业整体回报介于同期相关证券市场代表性指数-5%与5%之间
弱于大市：未来6个月内，行业整体回报低于同期相关证券市场代表性指数-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，本报告仅供本公司签约客户使用，若您并非本公司签约客户，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，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21世纪大厦10楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街35号国际企业大厦A座8楼

邮编：100033

深圳

地址：深圳市福田区益田路6001号太平金融大厦22楼

邮编：518038

重庆

地址：重庆市江北区金沙门路32号西南证券总部大楼21楼

邮编：400025

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	手机	邮箱	姓名	职务	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	总经理助理/销售总监	18621310081	jssf@swsc.com.cn	李煜	销售经理	18801732511	yfliyu@swsc.com.cn
	崔露文	销售经理	15642960315	clw@swsc.com.cn	卞黎昶	销售经理	13262983309	bly@swsc.com.cn
	谭世泽	销售经理	13122900886	tsz@swsc.com.cn	龙思宇	销售经理	18062608256	lsyu@swsc.com.cn
	薛世宇	销售经理	18502146429	xsy@swsc.com.cn	田婧雯	销售经理	18817337408	tjw@swsc.com.cn
	岑宇婷	销售经理	18616243268	cyryf@swsc.com.cn	阚钰	销售经理	17275202601	kyu@swsc.com.cn
	汪艺	销售经理	13127920536	wyyf@swsc.com.cn	魏晓阳	销售经理	15026480118	wxyang@swsc.com.cn
	张玉梅	销售经理	18957157330	zmyf@swsc.com.cn				
北京	李杨	销售总监	18601139362	yfly@swsc.com.cn	胡青璇	销售经理	18800123955	hqx@swsc.com.cn
	张岚	销售副总监	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn	张鑫	销售经理	15981953220	zhxin@swsc.com.cn
	杨薇	高级销售经理	15652285702	yangwei@swsc.com.cn	王宇飞	销售经理	18500981866	wangyuf@swsc.com.cn
	王一菲	销售经理	18040060359	wyf@swsc.com.cn	路漫天	销售经理	18610741553	lmtyf@swsc.com.cn
	姚航	销售经理	15652026677	yhang@swsc.com.cn	马冰竹	销售经理	13126590325	mbz@swsc.com.cn
广深	郑龔	广深销售负责人	18825189744	zhengyan@swsc.com.cn	张文锋	销售经理	13642639789	zwf@swsc.com.cn
	杨新意	销售经理	17628609919	yxy@swsc.com.cn	陈紫琳	销售经理	13266723634	chzlyf@swsc.com.cn
	龚之涵	销售经理	15808001926	gongzh@swsc.com.cn	陈韵然	销售经理	18208801355	cyryf@swsc.com.cn
	丁凡	销售经理	15559989681	dingfyf@swsc.com.cn				