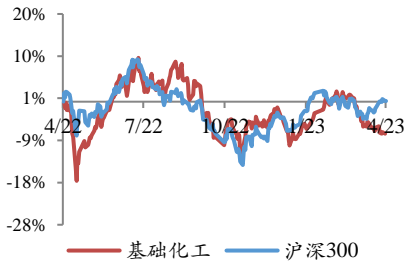


# 化工行业 4 月投资策略：看多化工复苏，开启季报行情

行业评级：增持

报告日期：2023-04-11

## 行业指数与沪深 300 走势比较



分析师：王强峰

执业证书号：S0010522110002

电话：13621792701

邮箱：wangqf@hazq.com

## 相关报告

1. 卫星化学及烯烃行业周度动态跟踪 2023-04-09

2. 万华化学基本面周度动态跟踪：万华收购巨力通过反垄断审查，预计未来 TDI、MDI 竞争格局向好 2023-04-09

## 主要观点：

### ● 2023 年化工行业 4 月投资策略：看多化工复苏，开启季报行情

成本端，2023 年 3 月，原油、天然气价格呈现分化，预计 4 月原油上扬，天然气维持弱势。

**原油：**3 月国际原油价格整体下跌，布伦特原油均价 73.37 美元/桶，较上月环比下跌 4.54%。我们对 3 月原油价格进行复盘，利好面来看，市场对中国经济及需求预期乐观，且俄罗斯本月生效减产计划，OPEC 坚持稳产。但利空面来看，因美国银行暴雷，银行危机蔓延欧洲，投资者对经济衰退担忧升温，同时加息带来的经济疲软预期使得原油供应过剩预期强烈，从而导致原油价格的下跌。从 4 月来看，我们预计原油价格将有明显反弹，主要推动因素为 OPEC+ 的联合减产，以平衡可能的供过于求态势。4 月 2 日，OPEC+ 多国发布声明自愿实施石油减产，从 5 月起直到 2023 年底，相关国家总计减产 164.9 万桶/日，减产规模相当于全球日均石油需求的 1.6%。

**天然气：**3 月天然气价格单边下行，亨利港天然气交易月均价格 2.31 美元/百万英热，环比下跌 2.94%，天气偏暖背景下，天然气需求转淡导致价格下跌。4 月，天然气价格预计仍维持弱势。

**需求层面来看，出行快速修复，地产、消费等呈现弱复苏。**出行需求修复情况良好，汽柴油月度消费量已基本恢复至疫情前，煤油需求仍在向上修复通道中；地产链和纺服链呈现弱复苏，节后企业挺价意愿较强，下游备货积极性提升，但持续性有限，市场博弈加大，产品价格普遍处于震荡态势。我们看好全年需求复苏主线，实际需求预计呈现螺旋上升。

**展望 4 月后市，我们认为需求修复仍有空间，同时随着一季报进入密集披露期，季报行情将开启。**

**建议关注需求复苏方向投资机会：**建议关注纺服、地产、农化、食品、出行等赛道的需求复苏。推荐【万华化学】、【卫星化学】、【华鲁恒升】、【宝丰能源】、【龙佰集团】、【新和成】、【云天化】、【华峰化学】、【巨化股份】、【扬农化工】。

**建议关注成长板块投资机会：**经济复苏背景下，带动新材料的需求向上，如消费电子、半导体等国产替代领域，以及新能源材料都将出现需求增长，看好供需格局逐步优化、具备高壁垒的行业。推荐【凯赛生物】、【华恒生物】、【中触媒】、【美瑞新材】、【兴发集团】、【昊华科技】、【川恒股份】、【晨光新材】、【凯盛新材】、【巨子生物】。

### ● 关注需求修复投资机会

**【万华化学】**公司是全球聚氨酯行业龙头，目前处于业绩低位区间，短期看好MDI、TDI在国内地产修复以及海外能源成本高企背景下的价格反弹，目前MDI下游业者库存有限，MDI价格有支撑，而随着地产及出行链的修复，我们预计未来MDI价格具有反弹空间。长期看好公司在MDI、新材料投产方面对公司业绩估值双提升。目前公司乙烯二期审批通过，预计2024年10月陆续投产。万华福建40万吨MDI项目以及尼龙12项目也已经投产，2023年HDI、顺酐、NMP等新材料预计会陆续投产，新材料产能释放为公司打开持续成长空间。

**【卫星化学】**卫星化学是具有稀缺性的轻烃化工龙头。轻烃化工在碳中和背景下较其他路线有显著成本、能耗、环保优势。短期看，原料乙烷价格显著下行，乙烷裂解价差已经触底反弹。疫后纺服、地产需求回暖带动乙二醇、环氧乙烷需求已有所复苏，同时聚乙烯、聚丙烯等与宏观经济相关，随着疫情管控放开经济回暖，这些产品的需求将有所恢复。中长期看，公司后续项目规划明确，未来3年成长性确定。

**【华鲁恒升】**公司是国内优质的煤化工龙头，全方位布局化肥、有机胺、醋酸及衍生物、己二酸及多元醇行业，煤气化平台采用气流床工艺对置式多喷嘴水煤浆气化炉，在煤炭种类及碳转化率指标上成本更具有优势，产品毛利率优于同行。短期随着煤价下跌，公司主营产品价差有所修复，未来随着需求逐步回暖，产品价差仍有进一步修复空间。中长期看，公司德州基地尼龙系列产品、高端溶剂产品以及荆州基地项目的陆续投产，为公司业绩打开成长空间。

**【宝丰能源】**公司的规模优势和成本控制领先全行业，盈利情况远超市场平均水平，同时不断压缩成本，成为行业内标杆企业。内蒙古项目一期落地将显著增加公司竞争力，未来成长空间广阔。短期看，煤炭价格下跌，焦炭价格稳定，焦化利润增加，同时经济复苏带动聚烯烃需求回暖，业绩回暖趋势明确。

**【龙佰集团】**龙佰集团是钛白粉行业领头羊。当前钛白粉行业景气度低迷，但随房地产扶持政策出台带来的房地产景气度回升、新基建发展叠加国内疫情防控优化，我国钛白粉行业有望迎来复苏。公司在产能扩张带来的显著规模优势、废副产品利用率提高以及原材料钛精矿自给率提高的共同作用下，公司成本处于行业最低水平。在钛白粉行业需求复苏的趋势下，公司凭借自身独有的优势将迎来业绩增长。同时，公司积极布局海绵钛和锂电新材料业务带来新的业绩增长点。公司现有海绵钛产能5万吨/年，位居世界第一。同时，公司还研发出转子级海绵钛，进军高端海绵钛领域。公司首创“钛锂耦合”的生产模式，利用钛白粉生产中产生的废副产品硫酸亚铁，以及富余的烧碱、硫酸、蒸汽、氢气产能等用于锂电池正负极材料的生产。在降低锂电池材料的生产成本的同时，充分利用了公司的剩余产能。

**【新和成】**新和成是国内维生素头部企业。目前国内维生素价格处于

低位，短期看，部分企业 2022 年末停产将改善维生素市场供需格局，叠加下游需求逐步回暖，维生素市场有望得到修复。公司积极在营养品、新材料、香精香料等多领域布局，目前多个项目已形成销售收入，公司不断优化纵深产品矩阵，有利于提高公司综合竞争力，稳固自身行业地位。

**【云天化】**云天化是磷肥龙头企业，丰厚磷矿储量提供优质稳定磷精矿，产业链一体化优势显著，短期看，春节后农资市场开始步入传统旺季，春耕备耕需求加速释放，叠加化肥出口政策利好，新增湖北、云南与四川法检磷肥出口额度近 40 万吨，公司有望集中受益；同时依托自身磷矿优势，搭建氟化工增值产业链，带来持续业绩增量。此外积极布局电池新材料领域，2×20 万吨/年磷酸铁项目将于 2023 年底建成投产，将有效优化公司产品结构，加速公司产业转型升级。

**【华峰化学】**华峰化学是聚氨酯产业链龙头，氨纶、己二酸、聚氨酯原液等产品产能位于领先地位。公司产业链一体化优势显著，成本优势领先。随着疫后需求复苏，公司主要产品氨纶和己二酸景气度有望边际好转。

**【巨化股份】**巨化股份是制冷剂行业龙头公司，布局“氟化工+氯碱化工”产业链一体化。三代制冷剂配额即将冻结，未来供需缺口将持续扩大。目前三代制冷剂价格处于底部区间，看好配额落地后价格回暖带来的业绩增量。同时巨化布局高附加值含氟产品，打开远期成长空间。氟化工产品附加值和利润率随加工深度递增，未来随着公司含氟新材料领域产能释放，叠加下游需求旺盛，有望为公司长期发展提供成长性。

**【扬农化工】**扬农化工是从菊酯供应商到三大农药全覆盖的综合农药龙头。短期来看，一季度是农药旺季，公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，成本优势明显，且公司优嘉四期项目已全部安装完毕，将充分受益景气度上行。长期来看，公司优创项目有序推进，已完成选址、公司注册和第一次环评公示等工作，远期成长空间广阔。

#### ● 布局左侧成长，看好供需格局优异的新材料品种

**【凯赛生物】**凯赛生物是合成生物学龙头企业，开创性布局生物基长链二元酸以及聚酰胺 56 等产品。短期看，疫情新政策下纺服、工程塑料行业开工率恢复，需求回暖业绩有望修复，目前公司 PA56 正向下游积极送样，同时山西生产基地也有望在年中投产，我们看好公司今年生物基 PA 打开大场景应用，业务有望修复，我们认为“碳中和”下生物制造赛道长坡厚雪，拥有长期配置价值。

**【华恒生物】**华恒生物是全球丙氨酸龙头企业，可广泛应用于日化、医药及食品添加剂等众多领域。短期来看，疫情新政策下国内对下游消费需求有望修复。公司突破厌氧发酵技术瓶颈，是国际首家微生物厌氧发酵规模化生产 L-丙氨酸的企业，有望集中受益。同时横向不断扩展产品

矩阵，目前募投项目丙氨酸、缬氨酸已按计划部分投产，开始布局建设生物法 PDO 等项目，稳固自身合成生物学地位。

**【中触媒】**中触媒是国内分子筛催化剂行业领先企业，与巴斯夫建立了长期合作关系。短期看，国内全新疫情政策下货物运输不再受阻，将带动出行链显著改善；国四柴油车大规模淘汰预期强，脱硝分子筛需求有望持续提升，同时由于公司自身的产品质量及成本优势，巴斯夫不断扩大中触媒的销售区域至全球，业绩有望持续高增；HPPO 法制环氧丙烷今年进入放量周期，公司钛硅分子筛也有望实现快速增长；此外公司基于其强大的技术研发储备不断横向扩展产品矩阵，更多催化剂及精细化工品也在稳步推进中，成为公司新的增长引擎。

**【美瑞新材】**公司是国内高端 TPU 产品头部企业，TPU 业务未来有望量价齐升。短期看 TPU 价格已经处于历史低位，下跌空间有限，未来随着地产链及出行链的修复，TPU 在鞋材、管道等领域的应用预计有所修复，价格后续有望反弹。公司膨胀型 TPU、隐形车衣等高端 TPU 处于国内领先水平，未来产销量持续扩增。公司目前具有 8.5 万吨 TPU 产能，一期 10 万吨预计 2023 年陆续投产，为未来业绩提供增量。12 万吨聚氨酯一体化项目已经开工建设，预计 2024 年逐步投产，HDI 作为具有高技术壁垒、高利润回报的特种新材料，随着未来公司 HDI 项目建设与投产，公司业绩将继续实现高速增长。

**【兴发集团】**兴发集团是国内磷化工优质龙头，后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程预计于 2023 年建成投产，短期看，国内春耕迎来消费旺季，农化产品需求上涨从而推升化肥、草甘膦等主营产品价格高企，带动公司业绩提升；公司依托丰厚的磷矿储量，构建磷硅盐一体化产业链，成本优势显著。同时新材料板块项目陆续投产，进一步巩固一体化优势增厚利润；携手华友钴业建设新能源项目加速产业转型升级；持续布局湿电子化学品，加速产业升级转型。

**【昊华科技】**昊华科技是由 12 家国家级科研院所以及昊华气体公司集合而成的研产销一体、产品矩阵丰富的研发创新平台型材料企业。其产品涵盖高端氟材料、电子化学品、航空化工材料及碳减排四大业务板块，选择赛道持续高增长，同时聚焦高端化、差异化，各项业务亮点十足。我们认为公司研发底蕴深厚，已成为研发创新驱动的平台型材料公司。近几年公司资本开支加快，公司进入高速成长期。

**【川恒股份】**川恒股份是饲料级磷酸二氢钙龙头企业。短期看，春耕氛围浓厚，农化需求增长带动主营产品价格提升。公司磷矿保有储量合计 5.4 亿吨，远期产能达 1030 万吨/年，在磷矿石供需紧张平衡的情况下借助上游资源优势打开利润空间。长期看，公司凭借综合优势切入新能源赛道，远期可建成 160 万吨/年电池用磷酸铁和 20 万吨/年电池级磷酸铁、2 万吨/年六氟磷酸锂和 10 万吨磷酸铁锂生产线，打开成长空间。

**【晨光新材】**晨光新材是国内功能性硅烷行业中产业链最为完整的企

业之一，毛利率领先同行业。公司上市后积极推进项目建设，在强化功能性硅烷领先地位的基础上切入气凝胶赛道，拓宽产品矩阵，以江西九江为主要生产基地，近两年开始布局安徽铜陵和宁夏中卫生产基地。江西九江和安徽铜陵基地主要生产功能性硅烷和气凝胶，宁夏中卫基地布局气凝胶产业链。公司拥有正硅酸乙酯产能，将在气凝胶未来竞争中占据领先地位。

**【凯盛新材】**氯化亚砷龙头，多轮驱动业绩增长可期。氯化亚砷：当前价格约 1700 元/吨，处于历史价格最底部，难以继续下跌。而且随着双氟的放量，将带动氯化亚砷量价齐升，行业有望迎来反转，公司全球唯一具备电池级氯化亚砷生产能力的企业将充分受益。LiFSI：行业难点在于氯化反应的控制和原材料的提纯上，公司率先实现突破，成本低于相同锂盐价格下的六氟磷酸锂，大规模放量在即。PEKK：PEKK 综合性能优于 PEEK 材料，此前受制于高成本难以推广。公司目前已经将 PEKK 的成本降低到 PEEK 的 70%，且有望持续降本，较高的单吨盈利能力带动公司业绩增长。芳纶单体：下游芳纶扩产进度加速，带动上游单体需求。公司作为全球芳纶聚合单体龙头，凭借低成本、大产能叠加优质客户的三重优势，订单快速增长。

**【巨子生物】**巨子生物是重组胶原蛋白龙头企业，公司医用敷料凭借械字号优势高速增长，同时横向扩展消费品，连续多年维持 80% 以上的高毛利。短期看，2023 年消费复苏拉动护肤品类需求增长，公司有望凭借两大核心品牌维持业绩高增；中期看，基于重组胶原蛋白的医美注射市场目前处于进入期，公司管线产品械字号（第三类）注射针剂预计于 2024Q1 放量，打开第二增长曲线；长期看，除重组胶原蛋白和稀有人参皂苷外，公司有望借助合成生物学平台衍生出更多有价值的产品并在不同的应用场景中开枝散叶，不断拓展业务边界。

#### ● 风险提示

原油天然气价格大幅波动；  
宏观经济下行；  
各公司在建规划项目投产不及预期；  
极端天气带来的不可抗力。

#### ● 推荐公司盈利预测与评级：

公司	EPS (元)			PE			评级
	2021A	2022E	2023E	2021A	2022E	2023E	
万华化学	7.85	5.17	6.38	12.10	18.37	14.88	买入
卫星化学	3.49	1.43	2.29	4.60	11.24	7.02	买入
华鲁恒升	3.43	3.25	3.52	10.24	10.81	9.98	买入
宝丰能源	0.96	0.86	1.06	15.08	16.84	13.66	买入
龙佰集团	1.96	1.76	2.20	10.13	11.28	9.02	买入
新和成	1.68	1.40	1.72	10.79	12.94	10.53	买入
云天化	1.98	3.28	3.54	10.43	6.30	5.84	买入

华峰化学	1.71	0.56	0.75	4.29	13.09	9.77	买入
巨化股份	0.41	0.81	1.14	41.98	21.25	15.10	买入
扬农化工	3.94	5.79	6.35	23.86	16.23	14.80	买入
凯赛生物	1.46	1.23	1.63	41.96	49.80	37.58	买入
华恒生物	1.55	2.94	3.96	109.12	57.53	42.71	买入
中触媒	1.01	1.03	1.61	30.17	29.58	18.93	买入
美瑞新材	0.89	0.52	0.91	41.89	71.69	40.97	买入
兴发集团	3.81	5.31	4.05	7.72	5.54	7.26	买入
昊华科技	0.99	1.27	1.47	43.57	33.96	29.34	买入
川恒股份	0.75	1.67	2.58	32.12	14.43	9.34	买入
晨光新材	2.92	2.66	3.18	11.79	12.94	10.83	买入
凯盛新材	0.51	0.60	0.84	54.80	46.58	33.27	买入
巨子生物		1.03	1.44		40.49	28.96	买入

注：EPS 均为华安证券预测，股价截止 2023 年 4 月 7 日收盘。巨子生物股价已按照即期汇率换算为人民币价格 (0.8752)。

资料来源：wind，华安证券研究所

## 正文目录

1 化工行业 4 月投资策略：看多化工复苏，开启季报行情.....	9
2 看多化工复苏，开启季报行情.....	9
2.1 关注需求修复投资机会.....	9
2.2 建议关注成长板块投资机会.....	16
3 重点指标数据跟踪.....	25
4 风险提示：.....	31

## 图表目录

图表 1 推荐上市公司及估值情况.....	24
图表 2 PMI 指数.....	25
图表 3 PMI 结构.....	25
图表 4 工业增加值.....	25
图表 5 固定资产投资额.....	25
图表 6 PPI.....	26
图表 7 CPI.....	26
图表 8 CCPI 指数.....	26
图表 9 CRB 商品指数.....	26
图表 10 原油、天然气价格（右轴为天然气）.....	27
图表 11 煤炭、螺纹钢价格（右轴为螺纹钢指数）.....	27
图表 12 进出口数量指数.....	27
图表 13 进出口金额累积同比.....	27
图表 14 房屋开工面积及竣工面积增速.....	28
图表 15 房地产开发投资完成额.....	28
图表 16 汽车产销量.....	28
图表 17 小家电零售额.....	28
图表 18 新能源汽车产销量.....	28
图表 19 太阳能电池产量.....	28
图表 20 化肥价格指数.....	29
图表 21 MDI 价格指数.....	29
图表 22 化纤价格指数.....	29
图表 23 化纤库存.....	29
图表 24 钛白粉价格指数.....	29
图表 25 玻璃玻纤价格指数.....	29
图表 26 农药价格指数.....	30
图表 27 纯碱价格指数.....	30
图表 28 CFFI：中国-欧洲.....	30
图表 29 CFFI：中国-北美.....	30
图表 30 规上企业利润总额.....	31
图表 31 全行业平均值：ROE.....	31



# 1 化工行业 4 月投资策略：看多化工复苏，开启季报行情

**成本端，2023 年 3 月，原油、天然气价格呈现分化，预计 4 月原油上扬，天然气维持弱势。**

**原油：**3 月国际原油价格整体下跌，布伦特原油均价 73.37 美元/桶，较上月环比下跌 4.54%。我们对 3 月原油价格进行复盘，利好面来看，市场对中国经济及需求预期乐观，且俄罗斯本月生效减产计划，OPEC 坚持稳产。但利空面来看，因美国银行暴雷，银行危机蔓延欧洲，投资者对经济衰退担忧升温，同时加息带来的经济疲软预期使得原油供应过剩预期强烈，从而导致原油价格的下跌。从 4 月来看，我们预计原油价格将有明显反弹，主要推动因素为 OPEC+ 的联合减产，以平衡可能的供过于求态势。4 月 2 日，OPEC+ 多国发布声明自愿实施石油减产，从 5 月起直到 2023 年底，相关国家总计减产 164.9 万桶/日，减产规模相当于全球日均石油需求的 1.6%。

**天然气：**3 月天然气价格单边下行，亨利港天然气交易月均价格 2.31 美元/百万英热，环比下跌 2.94%，天气偏暖背景下，天然气需求转淡导致价格下跌。4 月，天然气价格预计仍维持弱势。

**需求层面来看，出行快速修复，地产、消费等呈现弱复苏。**出行需求修复情况良好，汽柴油月度消费量已基本恢复至疫情前，煤油需求仍在向上修复通道中；地产链和纺服链呈现弱复苏，节后企业挺价意愿较强，下游备货积极性提升，但持续性有限，市场博弈加大，产品价格普遍处于震荡态势。我们看好全年需求复苏主线，实际需求预计呈现螺旋上升。

**展望 4 月后市，我们认为需求修复仍有空间，同时随着一季报进入密集披露期，季报行情将开启。**

**建议关注需求复苏方向投资机会：**建议关注纺服、地产、农化、食品、出行等赛道的需求复苏。推荐【万华化学】、【卫星化学】、【华鲁恒升】、【宝丰能源】、【龙佰集团】、【新和成】、【云天化】、【华峰化学】、【巨化股份】、【扬农化工】。

**建议关注成长板块投资机会：**经济复苏背景下，带动新材料的需求向上，如消费电子、半导体等国产替代领域，以及新能源材料都将出现需求增长，看好供需格局逐步优化、具备高壁垒的行业。推荐【凯赛生物】、【华恒生物】、【中触媒】、【美瑞新材】、【兴发集团】、【昊华科技】、【川恒股份】、【晨光新材】、【凯盛新材】、【巨子生物】。

## 2 看多化工复苏，开启季报行情

### 2.1 关注需求修复投资机会

**【万华化学】聚氨酯全产业链寡头垄断，新材料多点推进持续发展**

**增加资本开支优化产品结构，巩固石化一体化产业链。**公司依托世界级规模 PO/AE 一体化装置和大乙烯装置，不断拓宽 C2、C3、C4 产业链，实现产业链联动和价值链协同。2022 年 4 月，公司计划投资 231 亿建设蓬莱工业园高性能新材料一体化项目，主要建设 90 万吨/年丙烷脱氢、50 万吨/年聚醚、40 万吨/年 POCHP、30 万吨/年聚丙烯、30 万吨/年 EO、30 万吨/年 EOD 等项目，目前 90 万吨/年 PDH 项目已经开工，预计于 2024 年 6 月开始陆续投产。同时公司乙烯二期项目审批通过，乙烯二期采用乙烷+石脑油作为乙烯裂解原料，工艺成本相比丁烷+石脑油具有

优势，同时芳烃为 MDI 工序纯苯提供原料。项目总投资 176 亿元，预计 2024 年 12 月建成投产。公司持续对自有产业链进行延伸，有望进一步降低产品生产成本，提高产品市场化竞争力。

**公司巩固 MDI、TDI 技术与成本优势，福建 40 万吨 MDI 项目已经投产。**公司目前 MDI 总产能 265 万吨，已经升级迭代到第六代技术，福建 40 万吨 MDI 装置已经于 2022 年底投产，后续有宁波 60 万吨技改项目预计将于 2023 年逐步投产，未来 2 年，全球只有万华有新增产能，继续维持全球 MDI 良好的竞争格局。TDI 方面，2022 年对万华福建 10 万吨 TDI 进行技改，预计 2023 年万华福建 TDI 产能将扩建到 25 万吨，同时综合成本有望进一步降低。

**成立电池科技有限公司，与西藏矿业合作整合锂电上游资源。**公司锂电材料进程顺利，2020 年收购烟台卓能，在原有厂房和技术基础上，开展锂电池材料的研发。2022 年初，1 万吨三元正极材料投产，5 万吨磷酸铁锂也已开工建设。近期公司与西藏矿业合作成立联合实验室进行盐湖高附加值产品研发、生产，未来有望建立盐湖提锂、材料制造、资源回收的全产业链闭环，共同打造盐湖开发更加强有力的利润支柱。2022 年 11 月 23 日，万华化学集团电池科技有限公司成立，注册资本 18 亿元。电池科技公司的成立，对内将进一步整合全公司资源，对外着重抢占市场，弥补没有上游锂资源的劣势。

**新材料陆续落地投产，国产替代，为公司持续发展供需业绩。**2022 年 10 月，公司 4 万吨 PA12 项目顺利投产，成为全球第二家掌握 PA12 全产业链生产技术的企业。2022 年 11 月，48 万吨双酚 A 投产，标志着公司 BPA-PC 全产业链贯通，为未来 PC 的进一步扩产打下基础。5 万吨磷酸铁锂预计 2023 年上半年投产。新材料的顺利投产，将为公司持续性发展贡献业绩。

### **【卫星化学】轻烃化工中长期优势显著，C2 及 C3 价差触底待修复，新材料成本+研发双轮驱动**

**乙烷价格下行，化工品迎来需求修复。**乙烷本身供需宽松，当前时点美国 LNG 出口能力已来到极限，欧洲需求转弱使得美国天然气价格边际驱动因素不再。2023 年 3 月 6 日，美国天然气期货价格暴跌 15%，乙烷价格仍有下跌动力。由于市场预期未来两周的寒冷天气较弱和取暖需求远低于此前预期，美国天然气价格出现 6 月以来最大跌幅，单日下跌 15%。Freeport 重启计划仍未改变天然气下跌态势。美国乙烷在天然气持续走低的带动下跌至 21 美分/加仑左右波动，较高点 60 美分/加仑跌 65%，且仍有下跌空间。乙烷价格下跌将对卫星成本端带来显著改善。卫星主要产品下游需求与地产、消费相关性高。随着房地产政策密集出台后竣工端预期改善以及疫后消费复苏，年后市场信心已有所转暖。根据我们周度跟踪数据，截至 4 月 7 日，环氧乙烷/乙二醇/聚醚大单体年初以来，+11.92%/+3.55%/+8.99%，需求端已有所改善。

**后续项目规划明确，未来 3 年成长性确定。**2022 年 8 月 29 日，公司发布进展公告，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于 2022 年 8 月 27 日全投料试生产后已成功产出合格产品，生产运行稳定，标志着连云港石化二阶段项目一次开车成功，项目已于 22Q4 开始带来较大业绩增量。绿色化学新材料产业园一期项目等于 2023 年初陆续建成投产；平

湖基地新能源新材料一体化项目也将在一季度建成投产，将与丙烯酸配套形成完整的产业链。公司在建项目顺利推进，持续带动业绩增长。

**原料成本优势+研发高投入双轮驱动，卫星加码新材料打开成长空间。**2023年3月31日，公司公告自主研发的 $\alpha$ -烯烃工业试验装置开车成功，包括700吨1-辛烯，年产300吨1-己烯，该项目将为公司筹划推进的POE项目提供原料。目前POE海外高度垄断，国内企业的进展基本还处于起步阶段。卫星化学前瞻性的布局POE及前端原料，率先完成赛道卡位。公司在POE领域的主要优势有：1) 产业链齐全：POE是通过聚乙烯和 $\alpha$ -烯烃共聚而来。对于聚乙烯而言，卫星拥有国内仅有的进口纯乙烷制乙烯装置，原料能够完全自给且其生产的乙烯成本位于行业成本最左侧。同时公司从 $\alpha$ -烯烃开始进行研发生产，确保未来POE生产中所有材料均自有，不受制于人。2) 现金流充沛，研发投入高：卫星化学在PDH和乙烷裂解项目陆续上马后整体现金流较为充裕，有助于持续研发投入。

### 【华鲁恒升】煤化工低成本龙头，新材料项目稳步推进

**煤炭价格下行区间，公司产品成本有所缓解。**公司作为煤化工龙头，以煤炭为原料，通过煤气化平台，煤气化平台得到的H<sub>2</sub>、CO合成甲醇，甲醇羰基化进一步合成DMF、醋酸、尿素全产业链模式愈加完善。根据百川数据，动力煤价格从2022.10开启下行趋势。截至2023.4.7，秦皇岛5500大卡动力煤价格1080元/吨，较2022年底下降10.22%，下游产品的成本压力边际缓解公司煤化工产品价格差有所修复。

**煤气化工艺先进柔性生产成本低，德州基地新材料逐步落地，公司成长进一步加强。**公司采用国产对置式多喷嘴水煤浆气化炉，对置多喷嘴炉在煤种、碳转化率、有效气比煤耗、单炉加煤量等指标具有综合优势，工艺技术竞争力行业领先。德州基地新材料稳步推进，20万吨PA6项目已经于2022年11月投产，30万吨DMC项目目前处于爬坡阶段，30万吨EMC、5万吨DEC以及30万吨草酸项目预计2023年上半年陆续投产，德州基地尼龙新材料以及高端溶剂的逐步投产，将进一步强化德州生产基地的成长性。

**荆州基地加速推进，公司发展确定性强。**荆州基地预计建设100万吨/年尿素、100万吨/年醋酸、15万吨/年混甲胺和15万吨/年DMF等装置，从产品规模来看对应约200万吨氨醇能力和300万吨原料煤消耗，目前荆州基地已经处于建设阶段，气体动力平台原料煤仓顶部钢架、输煤系统走廊、锅炉系统等进入安装高峰期，合成气综合利用平台压缩机吊装完成10台套、相关装置土建施工正在扫尾。一期项目预计2023.06建成投产。荆州基地作为公司资本开支的重要项目，项目的投产将打开公司新篇章。

### 【宝丰能源】民营煤制烯烃龙头，2023年量价齐升

**煤制烯烃盈利韧性强，需求边际回暖。**2022年上半年，原油价格快速上升，煤制烯烃在高油价下具有竞争优势。2022年下半年以来，由于聚烯烃下游需求不振，成本端传导不畅，公司产品价格收窄。在行业大背景不佳的情况下，公司依靠行业左侧的成本优势以及新增的焦炭产能投产带来的利润增量，从同行业来看，公司整体盈利韧性显著。当前时间点来看，价格价差方面，随着疫后经济恢复，公司主要产品聚烯烃及焦炭需求预计均会看到明显修复。量方面，公司三期50万吨煤制烯烃将

在 2023 年上半年投产，同时配套 25 万吨光伏级 EVA 及 30 万吨聚丙烯，进一步丰富产品矩阵。

**强化上游资源控制力，成本优势进一步凸显。**2022 年 12 月 19 日，公司公告收购宁夏红墩子煤业 40% 股权。本次收购后，宝丰能源将持有宁夏红墩子煤业有限公司 40% 股权。宁夏红墩子煤业有限公司拥有红一煤矿和红二煤矿。根据 2021 年国家能源局《关于宁夏红墩子煤业有限公司项目核准的批复》红一煤矿和红二煤矿项目产能分别为 240 万吨/年，合计 480 万吨/年。

从地理位置而言，红一煤矿和红二煤矿与公司现有的红四煤矿毗邻，同属于一个矿区即宁夏红墩子矿区，红墩子矿区距离公司宁东生产基地仅 20 余公里，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。对于宝丰能源而言，公司自产煤炭的供应比例进一步提高，保障公司主要产品所需原料煤的稳定供应。根据公司公告，红一煤矿于 2022 年 9 月投入联合试运转，配套的选煤厂也已投入运行；红二煤矿已进入建设后期，根据昊华能源 2022 年半年度报告披露，该煤矿将于 2023 年投产。红一和红二煤矿产能完全释放后将进一步为公司现有及未来规划项目提供稳定和低价的原料来源。

**内蒙古 300 万吨/年烯烃项目正式落地，未来成长性保证。**2022 年 11 月 23 日，生态环境部正式下达对一期 300 万吨项目环评报告书的批复，预示项目一期顺利落地，随着项目陆续建设及投产，公司成长性将逐步释放。该项目采用绿氢与现代煤化工协同生产工艺，烯烃总产能为 300 万吨/年，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。内蒙项目使公司平均烯烃成本进一步降低。第一是采用三代 DMTO 技术，根据环评二次公示，煤制烯烃单耗低至 2.65 吨/吨烯烃。根据 2022 年中报披露，烯烃一厂甲醇单耗 2.894 吨/吨烯烃；根据 2021 年报披露，烯烃二厂甲醇单耗 2.852 吨/吨烯烃。由此可见，新项目烯烃单耗显著较原有项目降低。其次，内蒙古项目靠近煤炭原料资源丰富的内蒙古地区，将显著降低原料运输成本。项目仅 18 个月建成，预计将于 2024 年下半年建成投产。项目建成后宝丰能源烯烃总产能将大幅提升，达到 520 万吨/年，公司产能翻倍有余，远期成长性确定。同时，新增 40 万吨使用绿氢置换，宝丰集团长期布局绿氢产业，作为行业的先行者正带领行业走出一条绿色减碳的发展之路，我们认为公司后续也有能力能够兼顾减碳及规模扩张。

### 【龙佰集团】钛白粉需求将回暖，主业副业齐发力

**钛白粉行业需求有望回暖，公司举措并进领跑全行业。**当前钛白粉行业景气度低迷，需求端疲软。随 2022 年 11 月国内新一轮房地产刺激政策的推行以及新基建的发展，房地产景气度有望回升，拉动钛白粉需求上涨。同时，由于疫情防控优化、经济全面复苏，市场下游行业开工恢复正常，我国钛白粉行业有望迎来复苏，并带动钛白粉价格上涨。根据百川盈孚数据，预计 2025 年我国的钛白粉消费量有望达到 292.33 万吨。公司所有在建项目建成投产后，钛白粉产能将达到 151 万吨/年，极具规模优势。公司充分利用工艺中产生的废副产品，在硫酸法制备钛白粉工艺中，利用副产品合成用于氯化法生产钛白粉的原料金红石和七水硫酸亚铁。在显著的规模优势、废副产品利用率提高以及原材料钛精矿自给率提高的共同作用下，公司成本不断降低并处于行业最低水平。在钛白粉行业需求复苏的趋势下，公司凭借自身独有的优势将迎来业绩增长。

**公司积极布局海绵钛和锂电新材料业务带来新的业绩增长点。**随着军工及民用飞机国产化进程加速,海绵钛的需求将快速攀升,未来市场空间广阔。据中国有色金属网预测,中国海绵钛在 2022 年表观消费量为 18 万吨左右,2026 年将达 31.38 万吨。公司现有海绵钛产能 5 万吨/年,产能位居世界第一。甘肃金昌和云南禄丰两项目建成投产后,产能将达到 8 万吨/年。公司建有全流程产业链,能够充分发挥成本优势和规模优势。同时,公司还进军高端海绵钛领域,成功研发生产出转子级海绵钛,填补了国内高端海绵钛的空白。

公司依托在钛白粉行业积累的丰富经验积极布局锂电新材料,首创“钛锂耦合”的生产模式,形成了钛产业与锂电产业耦合发展的全产业链。公司利用钛白粉生产工艺中产生的废副产品硫酸亚铁,以及富余的烧碱、硫酸、蒸汽、氢气产能等用于锂电池正负极材料的生产,形成了“原料端-磷酸铁-磷酸铁锂”正极产业链,以及“针状焦-石墨化-石墨负极”负极产业链,在降低锂电池材料的生产成本的同时,也充分利用了公司的剩余产能。

### 【新和成】多领域布局优化纵深产品矩阵,长期看好维生素下游需求恢复

**维生素需求改善,成本压力下供给预期收紧,具有弹性业绩。**欧洲和中国是全球重要的维生素供应基地,其中,欧洲维生素产能占全球产能约 45%。目前国内维生素整体价格处于历史低位,根据百川资讯,截至 2023 年 4 月 9 日,VA 价格为 91 元/公斤,较 2022 年年初下降 44%,VE 价格为 79 元/公斤,较 2022 年年初下降 8.89%,2022 年我国维生素行业整体较为疲软,主要是由于国内维生素产能持续扩张导致国内市场供大于需。就下游需求端来看,维生素最大下游应用是动物饲料,新冠疫情政策调整后导致短期内屠宰企业开工率不及预期,消费偏弱,猪肉价格有所回调,截至 2023 年 4 月 9 日,生猪现货价 14.35 元/公斤,较 2022 年 10 月价格高点 27.48 元/公斤下降约 47.8%,短期内仍有压力,长期来看疫情将逐步好转,预计下游猪肉需求有望回暖,维生素市场有望得到修复,公司利润有望得到改善。

**多项目同步推进,营养品、香精香料及新材料业务持续扩张公司多领域布局。**营养品板块,15 万吨蛋氨酸有序推进,预计 2023 年 6 月投产,此外公司在 2023 年初公告拟与中石化成立合资公司投建 18 万吨/年液体蛋氨酸(折纯)的生产装置;3 万吨/年牛磺酸项目已于 2022 年底建设完成,2023 年一季度试车;5000 吨/年维生素 B6、3000 吨/年 B12 已经于 2022 年 6、7 月份试车完成,目前处于正常生产销售阶段。新材料板块,规划报批产能 3 万吨/年,现有年产能 15000 吨生产线正常生产销售,三期 7000 吨/年 PPS 已于 2023 年 3 月底正式投产;己二腈项目已进入中试阶段,计划首期在山东基地安排 50000 吨/年建设。香精香料板块,5000 吨/年薄荷醇项目已于 2022 年 9 月建设完成并进行工艺段试车,生产负荷逐步提升。公司三大业务均有新项目明确投产时间,有望于 2023、2024 贡献增量业绩。

### 【云天化】磷化工行业头部企业,持续加码电池新材料领域

**春耕备耕需求强劲,磷肥龙头有望实现量价提升。**春节假期结束后,各地工厂陆续开工,下游需求逐渐回升。农资市场开始步入传统旺季,春耕需求加速释放,同时预计未来 2-3 年粮食价格将维持高位震荡态势,全球供需偏紧将影响磷肥价格易涨难跌。公司作为磷肥龙头企业有望受益磷肥涨价弹性实现量价提升。

**依托丰厚磷矿储量提供优质稳定的磷精矿，产业链一体化优势显著。**公司是国内磷化工龙头企业，受益于云南省自然资源丰富的地理区位优势，储量位居国内首位，同时，公司拥有原矿生产能力 1450 万吨，擦洗选矿生产能力 618 万吨，浮选生产能力 750 万吨，是我国最大的磷矿采选企业之一。磷矿的丰厚储量为公司精细磷化工、磷酸铁生产提供了可靠的资源保障。2022 年 9 月 20 日，公司发布公告拟投资设立全资子公司云天矿产，注册资本 10 亿元，并以云天矿产为投资主体建设“电池新材料前驱体配套 450 万吨/年磷矿浮选项目”，预计项目投资总额 18.96 亿元。该项目将有助于公司充分发挥资源、技术和全产业链优势，提升中低品位磷矿利用水平，推进磷资源多元化深度开发利用，提高资源利用效率，保障公司精细磷化工、磷酸铁产业优质磷矿资源供应，进一步发挥自身一体化规模效应。

**依托自身磷矿优势，搭建氟化工增值产业链。**依托公司磷矿中富含的氟硅资源，按照“氟硅酸—氢氟酸—氟精细化学品—氟电子化学品”的增值路径，纵向延伸氟化工产业链。2022 年上半年，公司子公司 1 万吨/年氟硅酸镁项目、1500 吨/年医药中间体含氟硝基苯项目正常生产。参股公司生产销售的产品有食品级磷酸、无水氟化氢、氟化铝等；参股公司六氟磷酸锂项目等生产线按计划推进。同时依托自身一体化产业链优势，公司成本也有望做到行业较低水平，非肥板块有望带来持续的业绩增量，打开利润成长空间。

**积极布局电池新材料领域，加速产业转型升级。**目前公司正在投资建设年产 50 万吨磷酸铁及配套装置项目，初步形成了产业规模。根据公司 2022 年 9 月 7 日公告，新建 10 万吨/年磷酸铁装置 8 月份已进入设备调试、试生产阶段，9 月进入全面投产阶段。配套设施 10 万吨/年精制磷酸一期、二期项目已经相继投产，20 万吨/年双氧水项目正在按计划推进。公司正积极加快 2×20 万吨/年磷酸铁项目的用地、建设报批等工作，计划于 2023 年底建成投产。根据 2022 年 9 月 29 日公告，公司与华友控股签订《关于磷酸铁、磷酸铁锂项目合作意向协议》。双方拟通过磷酸铁、磷酸铁锂产业合作，推动 50 万吨/年磷酸铁、50 万吨/年磷酸铁锂项目的建设和运营。2022 年 11 月 16 日公司募集资金不超过 50 亿元主要用于建设聚能新材 20 万吨/年磷酸铁项目和天安化工 20 万吨/年磷酸铁项目。公司持续布局电池新材料，将有效优化公司产品结构，提升资源配置效率，增强公司产品市场竞争优势和盈利能力，提升公司整体的资产收益水平，加速公司产业转型升级。

### 【华峰化学】产业链一体化优势显著，需求底部复苏

**氨纶盈利承压，景气回暖可期。**氨纶供需偏弱导致价格大幅下跌，叠加成本压力致使氨纶盈利大幅下滑。2022 年氨纶产能同比增长约 17%，供应端对市场消化带来一定压力。同时疫情反复及经济下行带来的需求下滑同样也对价格带来压力，而氨纶生产所需的 PTMG、MDI 等原材料存储难度较大，一般来说氨纶生产企业通常不会因下游需求不振而停工，因此今年企业库存增加明显。

**当前氨纶现货价格下跌幅度已经有所放缓。**我们认为氨纶的供给、成本、需求端均将逐步改善，价格、价差将逐步修复。同时公司逆势积极推进 30 万吨氨纶产能建设，预计将在 2023-2025 年于重庆基地逐步投产。公司的重庆基地在原料成本、能源、折旧方面均较同行业以及瑞安基地有显著成本优势，随着重庆基地新增产能的逐步释放，氨纶的景气度逐渐回暖，公司的盈利能力也将持续改善。

**己二酸供需格局有望迎来改善，公司业绩弹性将显现。**目前已二酸行业格局稳定，产能占比前三位为华峰集团、海力化工、平煤神马。由于常年开工低迷，加之下游需求一般，行业新增产能极少，今年新增产能仅有新疆天利 16 万吨/年产能。2023-2025 新增产能主要来自华峰集团于 2021 年 5 月宣布投建的五期和六期己二酸扩建项目，届时公司总产能将达到 115 万吨/年。尼龙 66 和 PBAT 产能扩张将拉动己二酸需求快速增长，供给方面连续多年低开工率已经使得己二酸行业新增产能明显放缓，未来几年新增产能大多集中于华峰自身。我们认为己二酸景气度将在未来几年边际改善，而华峰化学最为受益，公司将在未来景气反转时拥有较高盈利弹性。

### 【巨化股份】特色氟氟联动一体化公司，受益制冷剂景气触底回升

**公司是制冷剂行业龙头公司，目前总产能 59.91 万吨，处全球首位。**公司具备完善的“氟化工+氯碱化工”产业链，能够有效降低公司成本，实现收益最大化。目前三代制冷剂配额争端基线年已经结束，未来供需缺口将持续拉大，三代制冷剂价格回暖预期明显，制冷剂行业进入持续提升的景气周期。公司三代制冷剂产能 39.74 万吨，处于全球龙头地位，近三年三代制冷剂销量位于行业首位，未来在配额分配上具有绝对优势。

**配额落地供需格局修复，三代制冷剂即将进入景气上行期。**目前三代制冷剂配额争端基线年已经结束，未来供需缺口将持续拉大，三代制冷剂价格回暖预期明显，制冷剂行业景气度将迎来拐点，进入持续提升的景气周期。公司三代制冷剂产能 39.74 万吨，处于全球龙头地位，近三年三代制冷剂销量位于行业首位，未来在配额分配上具有绝对优势。

**二代制冷剂削减节奏加快，看好 R22 后市价格提升。**据生态环境部 2022 年 12 月 22 日印发的《关于核发 2023 年度消耗臭氧层物质生产和使用配额的通知》数据，2023 年 HCFCs 制冷剂生产配额总量为 21.48 万吨，同比减少 26.6%。较原计划至 2025 年进行配额削减来说，削减节奏的加快有望对 R22 价格提振。

**布局“氟化工+氯碱化工”，产业链一体化优势显著。**公司确立氟化工核心主业、氟氟联动战略，形成基础原料规模化、中间产品系列化、下游产品精细化和功能化的产业格局。完善的“氟化工+氯碱化工”产业链，能够有效降低公司成本，实现收益最大化。

**高附加值含氟产品陆续落地，公司远期成长空间广阔。**巨化持续拓展氟化工产品结构，2.35 万吨 PVDF 产能 2023 年开始逐步贡献业绩；5000t/a 浸没式冷却液项目一期 1000t/a 浸没式冷却液装置已建成并投入运行，突破了国内全氟聚醚类新材料的“卡脖子”困境；VDF、FEP 等项目持续推进，远期成长空间广阔。

### 【扬农化工】菊酯农药龙头企业，产能释放加速成长

**扬农化工是综合性农药龙头。**公司深耕菊酯，布局除草剂，延伸杀菌剂，从菊酯供应商到三大农药全覆盖的综合农药龙头，也是目前国内唯一的一家从基础化工原料开始，合成中间体并生产拟除虫菊酯原药的生产企业。公司生产菊酯产品的关键中间体均自成体系、配套完善，资源得到充分利用，与国内同行业公司相比，基于产业链配套完整的成本优势明显。公司上市近 20 年来，实现从千万利润到超过十亿利润的飞跃。

**优嘉、优创项目有序推进，远期成长空间广阔。**目前公司优嘉三期项目已全部投产，优嘉四期一阶段项目于 2022 年上半年投产，新增 3800 吨联苯菊酯产能已全面达产，目前优嘉四期二阶段项目已经完成设备安装，新增 7310 吨拟除虫菊酯产能，并逐步为公司贡献业绩增量。同时公司优创项目有序推进，2021 年 6 月，公

司与葫芦岛市人民政府签订《葫芦岛市人民政府与江苏扬农化工股份有限公司大型精细化工项目投资协议》，该项目总投资 100 亿元，有望将延续优嘉项目的高速成长模式。2022 年 5 月，公司决定在葫芦岛经济开发区设立辽宁优创植物保护有限公司（暂定名），开始逐步推进葫芦岛精细化工项目。2022 年 9 月，公司公告优创项目已完成选址、公司注册等工作，现在一期项目正在报批。2022 年 12 月初，公司对葫芦岛项目进行第一次信息公示，总投资 42.14 亿元，将由辽宁优创植物保护有限公司建设年产 15,650 吨农药原药及 7,000 吨农药中间体项目，产品涉及功夫菊酯、氟唑菌酰胺、啉菌噁唑等。优创项目的推进有助于解决子公司沈阳科创目前面临的瓶颈问题，优化公司的生产布局，形成南北均衡布局，打开远期成长空间，巩固公司龙头地位。

**背靠控股股东先正达，看好集团内部协同发展。**公司依托控股股东先正达，贸易业务得到较大提升，海外营收连续增长。2022 年上半年，公司海外营收 60.61 亿元，同比增长 81.74%。先正达集团植保业务单元由先正达中国植保、安道麦中国、扬农化工组成，是中国植保行业的领军者，建设有 6 大原药生产基地，6 大制剂工厂，5 大研发创新中心，其专利和非专利化合物数量均居全国第一。公司背靠控股股东先正达，有利于公司与先正达集团内其他农化企业的业务协同，实现多元化发展。

## 2.2 建议关注成长板块投资机会

**【凯赛生物】全新疫情政策下纺服产业回暖，“碳中和”下生物制造大有可为。**

**纺服行业需求回暖，上游尼龙等原材料有望受益。**2022 年由于国内疫情、原材料价格高位、海外通货膨胀等多重因素影响国内外纺服行业均需求承压，随着 2023 年我国疫情防控放开以及 2022 年纺服行业库存逐步消解，短期看，一方面纺服行业需求有望回暖，另一方面，纺织厂等开工率有望提高，下游纺服行业的回暖，上游尼龙等原材料企业有望受益。

**生物法长链二元酸产能持续放量，产品有望继续主导市场。**公司是全球生物法长链二元酸的主导供应商，目前拥有生物法长链二元酸 7.5 万吨产能，是全球唯一可以量产 DC10-18 的企业。同时，山西合成生物产业生态园区项目中年产 4 万吨生物法癸二酸项目已于 2022 年三季度建成投产。目前癸二酸传统生产方式为蓖麻油水解裂解制取，全球市场规模约为 11 万吨，公司该项目是全球首创的生物法癸二酸产业化项目，预计投产后将成为癸二酸市场的有力竞争者。随着公司生物法长链二元酸技术水平持续提高和癸二酸产能投产，预计公司将继续主导全球长链二元酸市场。

**生物基聚酰胺产能落地在即，下游应用场景广泛。**凯赛（乌苏）年产 5 万吨生物基戊二胺及年产 10 万吨生物基聚酰胺生产线已于 2021 年中期投产，生物基聚酰胺产品开发了 300 多家客户并开始形成销售，公司产品主要应用于民用丝、工业丝、无纺布、工程塑料、玻纤增强复合材料和碳纤维增强复合材料等领域。此外公司山西合成生物产业生态园区项目中年产 50 万吨生物基戊二胺、90 万吨生物基聚酰胺等项目将与下游产业链配套项目一并规划，预计 2023 年年底投产。公司生物基聚酰胺产品主要包括 PA56、PA510、PA5X 等，重点开发的聚酰胺 PA56 产品性能接近通用型聚酰胺 PA66，而目前生产 PA66 的上游原材料己二腈一直较依赖进口，PA56 作为一种新型生物基材料，其推广也将对改善我国关键材料对外进口依赖有着积极作用，目前其产品性能和应用潜力逐渐为市场所接受和认可。此外，生物基戊二胺



的原材料目前主要为玉米，相较于传统石化工艺有更显著的成本优势并且能够大量减少碳排放，同时公司还在积极探索以秸秆等生物废弃物代替玉米等粮食产物作为原材料的工艺技术，在“碳中和”大背景下，生物基聚酰胺有望迎来大场景应用。

**新建玻纤项目落户山西综改区，“聚酰胺+玻璃纤维”协同效应显著。**山西合成生物产业生态园是由山西综改区引进公司打造的合成生物全产业链集聚园区，目前公司的生物基聚酰胺与连续玻璃纤维或者碳纤维制成的复合材料，正在多个领域进行应用开发和测试，有望进入“以塑代钢、以塑代铝、以塑代塑”用于替代金属、替代热固型材料的大场景应用阶段。2022年6月30日，中材科技全资子公司泰山玻璃纤维有限公司拟斥资36.84亿元，投建年产30万吨高性能玻璃纤维智能制造生产线项目，建设期26个月，建设地点位于山西省太原市山西转型综合改革示范区。公司在山西综改区规划的90万吨聚酰胺产能有望与园区新建的玻纤等项目实现生产、应用协同，加速带动公司玻纤增强复合材料的下游应用，拓展聚酰胺的应用领域，提升装置的经济效益。

### 【华恒生物】持续扩充产品矩阵，加速布局合成生物学赛道

**募投项目顺利投产，缬氨酸、丙氨酸产品持续放量。**2023年2月27日，公司发布2022年年度业绩快报，预计2022年度实现营业收入14.19亿元，同比增长48.69%；实现归母净利润3.19亿元，同比增长89.59%。业绩增长主要是公司募集资金投资项目：巴彦淖尔“发酵法丙氨酸5000吨/年技改扩产项目”和秦皇岛“交替年产2.5万吨丙氨酸、缬氨酸项目”顺利投产（其中丙氨酸5000吨，缬氨酸1万吨），产能逐步释放，产品毛利率亦有所提升，相关产品的经济性逐步呈现，公司盈利能力不断增强。

**持续发力合成生物学赛道，拓宽公司产品矩阵。**作为全球丙氨酸龙头企业，生物法是其核心技术。公司目前新建项目稳步推进中，利用已构建的合成生物平台研发和生物制造能力，不断扩充产品矩阵，当前新建项目主要包括：

- (1) 募投项目：年产7000吨的beta丙氨酸衍生物（预计2023年投产）、年产16000吨的三支链氨基酸及其衍生物的生产线（预计2023年投产）；
- (2) 定增项目：年产5万吨生物基丁二酸及生物基产品原料生产基地建设项目（预计2025年投产）、年产5万吨生物基苹果酸生产建设项目（预计2025年投产）；
- (3) 生物法年5万吨PDO建设项目（预计2024年投产）。

**“产学研”合作模式助力公司研发能力，国际首家微生物厌氧发酵规模化生产L-丙氨酸企业。**公司搭建系统与合成生物中心，完善从菌种构建技术研发-小试中试放大-工厂大规模生产相结合的全产业链技术产业化路径，围绕发酵法和酶法两大技术平台，加速布局在研管线产品，形成合成生物技术相关的核心竞争力。公司突破厌氧发酵技术瓶颈，在国际上首次成功实现了微生物厌氧发酵规模化生产L-丙氨酸产品，是行业内拥有厌氧发酵法生产L-丙氨酸完整知识产权的优势企业之一。“碳中和”大背景下，生物制造以可再生的物质为原材料，生产过程绿色环保，可大幅减少二氧化碳排放：以L-丙氨酸为例，每生产1吨L-丙氨酸理论上二氧化碳排放减少到0.5吨，随着以碳税为代表碳中和政策逐步落地，会进一步拉开生物制造对传统工艺的成本优势，生物制造产业也将迎来更大的发展。目前多个在研项目进入中试小试

阶段。公司未来还将继续加大对研发的高投入，持续发力合成生物学赛道，加速开发更多种生物基新产品，推动我国在生物制造领域的跨越式发展。

### 【中触媒】催化剂龙头蓄势待发，产品矩阵丰富助力多元发展

**中触媒是国内分子筛催化剂行业领先企业。**公司拥有多年分子筛领域研发经验与专业科研团队，主要产品包括移动源脱硝分子筛和钛硅分子筛等催化剂，应用领域包括化工、能源和环保等多个板块。自2009年以来，公司陆续推出烯烃异构、己内酰胺、环氧丙烷等催化剂，2017年推出移动源脱硝分子筛等，近3年来公司业绩复合增速接近220%。其中移动源脱硝分子筛是公司的最主要业务，受益于国六等全球环保政策，公司与全球汽车尾气催化龙头巴斯夫建立了长期合作关系，移动源脱硝分子筛业务快速增长并贡献主要业绩增量。

**移动源脱硝分子筛销售地区拓展至全球，业绩有望持续高增。**受益于国六排放标准趋严，2023年将全面实施国六标准，移动源脱硝分子筛市场需求广阔，2022年11月21日，公司针对2017年签订的采购合同在新基础价格、采购量区间、价格公式等事项作出规定，其中中触媒分子筛销售区域有原亚太地区拓展为全球范围。巴斯夫在全球催化剂市场占比超过25%，巴斯夫挑选供应商条件严、周期长，公司凭借自身优秀的科研实力成为其稳定的供货商，双方合作稳定且深入，此次协议修订使得中触媒获得除亚太地区以外的订单，是巴斯夫对公司移动源脱硝分子筛产品质量及生产能力的认可，有利于提升公司在工业催化剂行业的市场拓展力和综合竞争力。短期看，国内全新疫情政策下，货物运输预计将不再受到影响，同时从2022年Q4以来我国多个省市陆续出台政策加速淘汰国四柴油车，国四大规模淘汰更新预期强，公司有望集中受益；长期看，随着未来国六政策进一步推进，公司将拓宽自身在欧洲市场的发展空间，巩固公司的国内外市场地位，公司移动源脱硝分子筛业务有望放量，业绩有望实现较大增长。

**HPPO法制环氧丙烷进入扩产周期，钛硅分子筛有望带动业绩增长。**公司的钛硅分子筛催化剂主要应用于HAO法制己内酰胺与HPPO法制环氧丙烷。HAO法绿色环保，是目前的主流工艺，公司与海力化工、旭阳集团等知名化工企业均有稳定合作，同时已实现向聚源化学、卫星化学子公司江苏嘉宏新材料等国内环氧丙烷主要生产企业的销售，此外，公司还具有多种工艺包产品的核心技术，包括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，公司的工艺包技术成熟，在市场上具备较强竞争力。能耗双控背景下，HPPO法制环氧丙烷绿色环保，工艺优势显著，2023年HPPO法将进入放量周期，随着HPPO法产能陆续投产，公司钛硅分子筛有望实现快速增长。

**以研发能力为盾，积极布局环保新材料领域，成长曲线打开。**公司加码布局环保新材料领域，调整“环保新材料及中间体项目”募投项目，在原项目内容（固定源脱硝分子筛、VOCs催化剂、乙二醇催化剂等）的基础上增加间甲酚等精细化学品、TRH特种分子筛产品及铁钼催化剂、镍铜催化剂、顺酐催化剂等金属催化剂产品。预计项目将于2024年2月投产，金属催化剂方面，公司研发铁钼催化剂、铜镍催化剂等金属催化剂，已和万华等化工巨头合作；精细化学品方面，公司规划国际首套自主工艺甲酚装置，成本优势显著。公司以研发能力为盾，逐步拓展金属催化剂、精细化工领域，不断优化产品矩阵，未来有望在市场竞争中抢得先机。

### 【美瑞新材】国内高端化 TPU 行业龙头，布局 HDI 打开未来成长空间

**公司产品结构优化，新材料快速发展。**公司是国内高端 TPU 产品头部企业，2017 年至今，产品结构持续优化，特殊聚酯型、聚醚型、发泡型 TPU 占比逐年提升，从 2017 年占比 39.8% 提升到 2019 年的 61.9%，在膨胀型 TPU、隐形车衣等高端 TPU 市场中处于国内领先水平。公司目前具有 8.5 万吨 TPU 产能，共计规划 20 万吨 TPU 新产能，一期 10 万吨预计 2023 年陆续投产，为未来业绩提供增量。此外，公司与鹤壁煤化工合作，积极推进可降解材料 PBS，目前 PBS 已经实现量产供应，丰富了公司的环保产品线，为以后成功步入可降解材料行业以及提升公司竞争力奠定了基础。

**全球 TPU 消费占比以亚太地区为主，亚洲和澳洲市场增速最快。**从全球范围看，TPU 需求差异化较大，2020 年亚太地区 TPU 消费占比为 60.3%，北美地区消费占比 17.7%，欧洲地区消费占比 16.8%，其他地区消费占比 5.2%。同时亚洲和澳洲地区的 TPU 消费增速高于全球平均增速，欧美地区 TPU 消费增速与全球 TPU 消费水平增速相当，非洲以及南美地区对 TPU 消费增速最低。未来全球 TPU 的市场增速仍以亚洲以及欧美等地区为主。

**2016 至 2020 年期间，全球 TPU 行业产量由 86.1 万吨增长至 109.2 万吨，年复合增长率为 6.12%。**2016 年，我国 TPU 消费量 32.1 万吨，2021 年，TPU 消费量已经达到 60.2 万吨，2016-2021 复合增长率达到 13.4%，远远高于全球平均增速水平。目前，我国 TPU 行业正处于快速成长期，已成为材料行业的重要组成部分，在低端市场 TPU 取代 PVC、EVA 等材料，高端市场在隐形车衣、膨胀鞋底等市场快速发展，市场前景广阔。

**聚氨酯一体化项目开展，助力公司打开成长空间。**河南一期规划 HDI 10 万吨，CHDI 1.5 万吨，PPDI 0.5 万吨，1000 亩土地、16 万吨光气生产许可已经拿到，目前土地平整，部分仓储轮廓已经建好，预计 2024 年 3 月能够投产。二期 HDI 远期规划 20 万吨，目前 HDI 最新价格 5 万/吨，单吨净利近 2 万，基于公司光气化基础、己二腈国产化以及与鹤壁煤化工的合作，公司有望锁定产品质量和成本双重优势。CHDI、PPDI 价格远高于 HDI，CHDI 抗黄变、弹性更优；PPDI 回弹性、耐磨性等优越，两产品下游主要应用于军工航天、高档汽车减震器等领域；公司 CHDI、PPDI 产品从硝基苯胺-对苯二胺-CHDA-最终产品的链条化生产，未来有望成为国内第一家具备 CHDI、PPDI 生产能力的厂商，随着聚氨酯一体化项目的投产，公司业绩和估值将实现双击。

### 【兴发集团】持续加码湿电子化学品，成长板块蓄势待发

**农化产品高景气度延续，一体化产业链优势凸显。**需求端，国内春耕迎来消费旺季，农化产品需求上涨从而推升化肥、草甘膦等主营产品价格高企，带动公司业绩提升。受全球“粮食安全”问题影响，转基因作物的持续推广及百草枯的禁用为草甘膦提供了较大的增量空间，随着农化的行情复苏，草甘膦的高景气度有望延续。供给端，草甘膦市场供给偏紧，新增产能有限，除公司 5 万吨/年甘氨酸法草甘膦外暂无新增产能。随农药行业景气度抬升，草甘膦将维持供需偏紧的格局。磷化工受资源和政策影响，行业几乎无新增产能。磷矿石价格高位上涨，截止 2023 年 4 月 7 日现价 1100 元/吨。磷矿资源属性凸显，拥矿为王。成本端，公司上游拥有采矿权的磷

矿储量约 4.29 亿吨，下游布局多个赛道，磷硅盐协同发展构建一体化产业链，成本优势显著。

**磷化工新建产能有序投产，携手华友钴业进军新能源板块。**公司后坪磷矿 200 万吨/年采矿工程预计于 2023 年建成投产；贵州兴发 1 万吨/年二甲基二硫醚(DMDS)项目、内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目配套的 15 万吨/年废盐综合利用制烧碱装置、新疆兴发 5 万吨/年二甲基亚砷二期(2 万吨/年)项目、内蒙兴发有机硅新材料一体化循环项目配套的 5 万吨/年草甘膦装置于 2022 年 7 月底进入试运行。项目的有序投产将进一步巩固公司磷化工产业链一体化优势，并增厚盈利能力。此外，2021 年 11 月，兴发集团与华友钴业签订合作框架协议，计划建设 50 万吨磷酸铁、50 万吨磷酸铁锂及相关配套项目。公司与华友钴业合资子公司兴友科技 10 万吨/年磷酸铁项目稳步推进。兴发集团和华友钴业的合作，将双方优势互补，共同进军新能源产业链，对公司精细磷化工的转型升级和提升盈利水平有积极影响。

**持续布局湿电子化学品，加速新能源材料板块放量。**2022 年 12 月 27 日公司拟以自筹资金投资 8.8 亿元建设上海兴福电子化学品专区项目，包括 4 万吨/年超高纯电子化学品项目 5.7 亿元(3 万吨/年电子级硫酸装置及配套工程，1 万吨/年电子级功能性化学品装置及配套工程，公用工程等)，电子化学品研发中心项目 3.1 亿元，项目建设周期 24 个月。湿电子化学品主要应用于半导体集成电路、平板显示和太阳能电池三大领域，根据公司公告，预计到 2025 年全球三大领域用湿电子化学品市场需求将达到 624 万吨，市场空间广阔。公司控股子公司兴福电子现有 6 万吨/年电子级硫酸生产线，经过多年自主发展，产品品质达到全球最高等级 G5 级别，2022 年 8 月 13 日，公司发布公告拟分拆兴福电子至科创板上市，分拆后兴福电子将成为兴发集团旗下独立的电子化学品业务上市平台，公司湿电子化学品高速发展，兴福电子 4 万吨/年 IC 级硫酸项目相继投运；2 万吨/年电子级双氧水、2 万吨/年电子级蚀刻液、3000 吨/年电子级清洗剂等项目稳步推进。公司依托自身优势，逐步打开主导客户销售渠道，同时持续布局湿电子化学品，新能源材料板块有望加速放量。

### 【昊华科技】研产销一体，受益大飞机

昊华科技是由 12 家国家级科研院所以及各院所特种气体整合而成的昊华气体公司集合而成的研产销一体、产品矩阵丰富的研发创新平台型材料企业。其产品涵盖高端氟材料、电子化学品、航空化工材料及碳减排四大业务板块。

**高端氟材料板块：**公司定位高端 PTFE 牌号，部分牌号产品可用于半导体、高频通信等领域，2.6 万吨高端氟材料项目逐渐释放增厚业绩。另外，公司拥有 6000 吨关键中间体 R142b 产能，下游特种氟橡胶受益 R142b 流通量减少价格价差快速上涨，盈利弹性较大，同时公司及时卡位新建 2500 吨/年锂电级 PVDF，享受高毛利窗口期。

**电子化学品板块：**昊华气体是国内领先的电子特气供应商，产能位列国内第三，电子级 NF<sub>3</sub> 和 SF<sub>6</sub> 均在国内排名前两位，同时也在持续研发生产多种国内稀缺的电子气体品种，已进入一线面板及半导体厂商。4600 吨/年电子特气项目将在今年陆续投产，进一步丰富公司产品线。另外，公司“十四五规划”指出，公司拟适时开展湿电子化学品业务，丰富产品矩阵。

**航空化工材料：**公司依托旗下多个科研院所，成为国内核心特品配套及民用航空化工材料供应商。曙光院的特种轮胎、西北院的高端密封型材、北方院和海化院的特种涂料等产品长期作为海、空军配套；民品领域，各院多款产品围绕国产大飞机进行研发试用，将伴随大飞机放量。

**碳减排业务：**PSA 是工业副产氢气分离提纯的主要技术，也能应用于二氧化碳捕捉，在碳中和背景下应用潜力巨大。昊华科技西南院 80 年代率先开始进行 PSA 技术工业应用的研究，经过近五十年的发展和进步，已成为全球前三大国内第一大的 PSA 技术设计和工程总包提供商，在双碳背景下，订单有望持续高增。

我们认为公司研发底蕴深厚，已成为明显的研发创新驱动的平台型材料公司，选择赛道持续高增长，同时聚焦高端化、差异化，各项业务亮点十足。近几年公司资本开支加快，公司进入高速成长期。

### 【信德新材】锂电负极包覆材料行业领先者，横纵向布局打开成长空间

**负极包覆材料产能领先，募投项目按期推进。**公司是国内负极包覆材料的龙头，拥有负极包覆材料产能 4 万吨，全球市占率第一。公司产品结构齐全，技术领先，持有专利 74 项，掌握多项包覆材料核心技术，开发出软化点与结焦值不同的多类型产品，可满足下游不同锂电池负极材料厂商需求。目前公司正积极开展产学研合作，与中科院大连化物所、大连工业大学等多家科研院所和高校建立长期技术合作关系，着眼于负极包覆材料包覆性及粘结能力进一步提升以及研发更高附加值的产品，以匹配下游快速发展的负极材料。随着公司技术不断提升叠加行业技术壁垒升高，公司行业龙头地位将长期稳固。同时，预计公司负极包覆材料产能在 2023 年二季度末将提升至 5.5 万吨/年，规模优势进一步突出。此外公司通过募投项目将原材料由古马隆树脂向上游延伸至乙烯焦油，可优化原材料供应商结构，增强公司成本管控能力。

**积极开拓碳纤维可纺沥青应用市场，挖掘未来业绩新增长点。**沥青基碳纤维相比目前国内应用较广泛的 PAN 基碳纤维性价比更高，导电性能优良，但由于技术壁垒较高，目前国内应用较少，因此仍处于产业化初期。公司基于现有碳纤维可纺沥青的研发经验和优势，积极向产业链下游延伸，与中科院大连化物所等科研机构联合研发等方式，开展了利用碳纤维可纺沥青生产液流储能电池碳毡电极、超级电容器电极材料、纳米复合碳纤维等应用研发，将产品下游应用与目前储能领域等热门赛道进行接轨。公司目前拥有碳纤维可纺沥青产能 0.5 万吨/年，在建产能 0.67 万吨/年，预计今年将逐步释放 600 吨产能，为公司带来新的业绩增量。

### 【川恒股份】磷资源优势凸显，矿化一体加速布局

**春耕拉动化肥需求，主营产品景气度延续。**化肥领域，一季度春耕推进有望刺激化肥需求加速释放，推动产品价格提升；同时，全球粮食价格维持高位的背景下，肥料价格易涨难跌。饲料领域，公司磷酸二氢钙年后出口订单不断攀升，海外客户需求持续增加。工业领域，磷酸铁锂、六氟磷酸锂等新能源材料的逐步放量提供磷矿石增量需求。公司主要化工产品及其磷矿石高景气维系。

**磷矿石紧平衡状况加剧，矿化一体优势凸显。**公司加速开发上游磷矿资源，推进矿化一体发展模式。2022 年全年，公司完成福泉磷矿收购；为鸡公岭磷矿新建 250 万吨/年采矿工程项目融资；福磷矿业持有的小坝磷矿山采矿权开采深度增加 300 米，磷矿储量增加，生产规模从 50 万吨/年提升至 80 万吨/年。目前公司已拥有小坝和新桥磷矿的 280 万吨/年产能，远期将形成 1030 万吨/年产能，资源优势凸显。整个行业来看，磷矿石整体受资源和政策影响，行业几乎无新增产能，随着湿法净化酸及新能源材料产能逐步落地，磷矿紧张局势将进一步加剧。公司磷矿产能的扩张有利于提升上游资源的控制和保障能力，为公司下游磷化工产品的生产带来更大的优势。

**新能源材料加速落地，打开第二增长曲线。**公司积极布局磷系、氟系新能源材料，战略转型将为公司带来新的利润增长点。公司拟非公开发行股票募集资金建设“中低品位磷矿综合利用生产 12 万吨/年食品级净化磷酸项目”、“10 万吨/年食品级净化磷酸项目”、“鸡公岭磷矿新建 250 万吨/年采矿工程项目”，进一步扩充公司磷矿开采能力，扩充公司净化磷酸产能，丰富磷化工板块产品结构，完善公司在新能源产业链的布局。同时，公司持续布局磷酸铁、六氟磷酸锂、磷酸铁锂等新能源材料，已与福安、瓮安人民政府签订合作协议，共投资 170 亿元，远期可建成 160 万吨/年电池用磷酸铁和 20 万吨/年电池级磷酸铁、2 万吨/年六氟磷酸锂和 10 万吨磷酸铁锂生产线。此外，公司的 100kt/a 电池用磷酸铁项目于 2022 年 9 月 16 日投料试车成功。公司基于自身磷源优势，积极把握新能源材料行业的发展机会，未来有望将新能源材料打造为公司的第二增长曲线，为公司带来新的利润增量。

### 【晨光新材】功能性硅烷一体化布局，打造气凝胶第二增长曲线

**深耕功能性硅烷材料二十余年，产品结构优化，毛利率领先同行。**功能性硅烷是百亿级市场，下游随着轮胎绿色化、竣工端回暖及光伏胶膜用需求增长而放量，预计每年市场需求复合增速约 10%。晨光新材是国内硅烷一体化龙头企业，深耕功能性硅烷赛道二十余年，产品品类完善，与同行业比较，公司含硫硅烷占比较低，氨基和环氧基硅烷占比较高。近年来由于优异的产品结构，毛利率领先同行。

**功能性硅烷产能快速扩张，三氯氢硅扩产保障原材料。**晨光新材 2021 年功能性硅烷产能规模约 6.6 万吨/年，公司后续在江西九江、宁夏中卫、安徽铜陵规划共 36.5 万吨功能性硅烷产能(含中间体)，完全达产后产能是现有的 6.5 倍，快速追赶行业领先企业，实现后来居上。三氯氢硅是功能性硅烷的核心原材料。近年来，三氯硅烷价格波动较大，公司后续在安徽新规划 6 万吨产能，宁夏中卫新规划 20 万吨产能，为以后功能性硅烷扩产以及气凝胶布局提供充足的三氯氢硅原料，同时部分光伏级外售。

**打造气凝胶第二曲线，有机硅源正硅酸乙酯主要供应商成本优势显著。**气凝胶是目前已知导热系数最低、密度最低的固体材料，具有重量轻、隔热能力强、使用寿命长等多种优势，在石油化工、航天军工、建筑建造、工业隔热、交通等领域有广泛应用。我们对气凝胶的市场空间进行测算，预计 2025 年气凝胶市场需求将达到 137 亿元，到 2030 年达到接近 300 亿元，市场空间广阔。其中，随着我国新能源产业链的崛起，气凝胶在新能源领域的应用快速增长。我们认为长期来看，生产与加工一体化的企业将具有竞争优势。目前行业正硅酸乙酯产能有限，或成为行业瓶颈，晨光新材正硅酸乙酯产能市占率超 20%。公司目前 1 万方气凝胶中试线预计于 2023 年二季度全面达产，此后在江西九江、宁夏中卫、安徽铜陵均有较大规模的扩产计划。公司依托硅粉-三氯氢硅-四氯化硅-正硅酸乙酯上游产业链将在后续的竞争中占据领先地位。

### 【凯盛新材】全球氯化亚砷龙头，打造新材料一体化平台

**立足氯化亚砷产业链，逐步打造新材料平台。**公司是全球氯化亚砷龙头，积极拓展产业链下游产品，已逐步形成以氯化亚砷业务为基础，进一步延伸到高性能芳纶纤维的聚合单体间/对苯二甲酰氯、对硝基苯甲酰氯等，再到高性能高分子材料聚醚酮(PEKK)及新能源材料的立体产业结构。氯化亚砷方面，公司现有产能 15 万吨，计划新增产能 5 万吨，行业龙头地位进一步巩固。新能源材料方面，公司成功开拓以氯化亚砷为原材料制备 LiFSI 的路线研究工作，中试结果行业领先，1 万吨产线将于 2024 年投产。羧酸衍

生品方面，公司现有芳纶单体产能 3.5 万吨/年，在建产能 2 万吨/年。PEKK 方面，公司现有产能 100 吨/年，1000 吨/年新产能将于 2023 年逐步投产运行。

**LiFSI 放量有望带动氯化亚砷量价齐升，公司作为龙头将率先受益。**相比六氟磷酸锂，LiFSI 具备更优异的离子导电性、热稳定性和电化学稳定性，是未来发展确定性最高的新型锂盐。随着 LiFSI 产业化进程加速，上游原材料氯化亚砷需求有望超预期。根据测算，假设 LiFSI 替代 50% 的六氟磷酸锂，到 2025 年 LiFSI 需求量有望达到 15.0 万吨，将带动 22.0 万吨氯化亚砷的需求增量，增速 5 年 10 倍以上。公司深耕氯化亚砷行业多年，积累了丰厚的技术和成本优势，有望率先受益于 LiFSI 放量带来的氯化亚砷增量。

**一体化布局 LiFSI，原材料+工艺优势打造核心竞争力。**公司凭借化学合成工艺的技术沉淀和一体化的原料布局，实现了较低成本的 LiFSI 制备，具备显著的竞争优势。技术方面，公司凭借在氯化亚砷行业的多年技术累积，对于氯化亚砷和氟化反应有着深刻的认知，产品良率显著高于行业平均水平。原材料方面，在 LiFSI 成本构成中，氯化亚砷是仅次于锂盐的第二大成本构成。而且，高纯氯化亚砷是 LiFSI 制备的又一道门槛。公司作为全球唯一能生产电池级氯化亚砷的企业，竞争优势显著。成本方面，得益在原材料和制备工艺优势，在目前 LiFSI 行业成本居高难下的情况下，公司的 LiFSI 成本在相同锂盐价格下有望直接与六氟磷酸锂竞争，成本优势显著。

**芳纶聚合单体龙头，低成本优质产品打进顶级客户供应链。**芳纶由于综合性能优异，被广泛用于航空航天、工业防护、个人防护等高端领域。间位芳纶领域，我国增长空间广阔，其中，工业环保用间位芳纶需求每年增速超 10%；防护服装用间位芳纶纤维每年增速超 50%。对位芳纶领域，受益于 5G 的飞速发展，我国光缆线路铺设长度迅速增加，2014-2020 年年均复合增速达 16.56%，带动对位芳纶需求大涨。对位芳纶和间位芳纶的需求增长，进一步拉动了芳纶聚合单体需求。公司作为全球芳纶聚合单体龙头，凭借低成本、大产能叠加优质客户的三重优势，芳纶单体龙头地位进一步稳固。

**PEKK 率先打破国外技术垄断，有望充分受益于国产替代。**PEKK 材料性能优异，附加值高，处于材料金字塔的塔尖，对国家战略发展及产业升级具有重大意义。但由于 PEKK 技术壁垒极高，目前全球仅有索尔维、阿科玛等少数国外企业实现量产，考虑到其战略意义，PEKK 材料亟需实现国产化。公司于 2013 年开始进行 PEKK 独立研究，十年磨一剑，打破国外技术封锁，成功实现 PEKK 连续化及规模化生产，并取得 PEKK 相关发明专利 35 项，形成了一套自有的完整生产技术体系，填补了国内 PEKK 生产技术的空白。公司自主技术支持的 1000 吨/年 PEKK 将于 2023 年正式投产运行，届时公司将成为国内首家实现 PEKK 量产的企业，开启 PEKK 国产替代新时代。

### 【巨子生物】重组胶原蛋白龙头，两大产品“双轮驱动”助力业绩高增

**经济复苏拉动专业护肤需求，公司业绩有望持续高增。**公司以专业皮肤护理为重点业务，其医用敷料凭借械字号优势高速增长，同时横向扩展消费品，公司核心品牌为可丽金和可复美，两大品牌“双轮驱动”连续多年维持 80% 以上的高毛利，预计今年消费复苏拉动美妆护肤类需求增加，公司凭借品牌及渠道优势业绩有望再攀新高。

**公司加快布局械字号（第三类）注射针剂产品，打开新的业务增长极。**目前市场获批的胶原蛋白注射针剂及稀有人参皂苷产品数量极少，而公司注射类产品和稀有人参皂苷管线储备丰富，预计 2024Q1 两款注射类产品完成产品注册投放市场，为公司业绩提供增量。由于技术壁垒存在叠加申请医疗器械时间成本较高，大多数企业规模化生产能力有限，因此重组胶原蛋白存在一定时间的技术红利窗口期。我们预计新切入企业即便

在具备技术储备的条件下至少需要 4-5 年时间进入重组胶原蛋白市场。公司有望凭借技术优势和产能优势持续扩张市场份额，打开新的业务增长极。

**合成生物学技术平台壁垒高筑，原料端产能储备充足。**公司重组胶原蛋白现有产能为每年 10.88 吨，是全球范围内拥有最大重组胶原蛋白产能的公司之一；稀有人参皂苷现有产能为每年 630 千克，是中国首家实现五种高纯度稀有人参皂苷（即 Rk3、Rh4、Rk1、Rg5 及 CK）均能以百公斤级规模量产的公司。目前，公司拥有 212.5 吨重组胶原蛋白在建产能及 267.8 吨稀有人参皂苷在建产能，分别于今年上半年和 2024 年下半年竣工投产。原料端产能大幅领先行业水平，有望为公司产品带来更大的利润空间。同时，公司专有的合成生物学技术平台已研发出目前最先进的重组人胶原蛋白技术，未来有望借助合成生物学平台衍生出更多有价值的产品并在不同的应用场景中开枝散叶，不断拓展业务边界。

图表 1 推荐上市公司及估值情况

公司	股价	EPS				市盈率			
	(亿元)	2021A	2022E	2023E	2024E	2021A	2022E	2023E	2024E
万华化学	94.96	7.85	5.17	6.38	8.29	12.10	18.37	14.88	11.45
卫星化学	16.07	3.49	1.43	2.29	2.94	4.60	11.24	7.02	5.47
华鲁恒升	35.12	3.43	3.25	3.52	4.31	10.24	10.81	9.98	8.15
宝丰能源	14.48	0.96	0.86	1.06	1.27	15.08	16.84	13.66	11.40
龙佰集团	19.85	1.96	1.76	2.20	2.65	10.13	11.28	9.02	7.49
新和成	18.12	1.68	1.40	1.72	2.02	10.79	12.94	10.53	8.97
云天化	20.66	1.98	3.28	3.54	3.97	10.43	6.30	5.84	5.20
华峰化学	7.33	1.71	0.56	0.75	0.85	4.29	13.09	9.77	8.62
巨化股份	17.21	0.41	0.81	1.14	1.33	41.98	21.25	15.10	12.94
扬农化工	94.00	3.94	5.79	6.35	7.12	23.86	16.23	14.80	13.20
凯赛生物	61.26	1.46	1.23	1.63	2.13	41.96	49.80	37.58	28.76
华恒生物	169.13	1.55	2.94	3.96	4.96	109.12	57.53	42.71	34.10
中触媒	30.47	1.01	1.03	1.61	2.33	30.17	29.58	18.93	13.08
美瑞新材	37.28	0.89	0.52	0.91	2.39	41.89	71.69	40.97	15.60
兴发集团	29.42	3.81	5.31	4.05	5.01	7.72	5.54	7.26	5.87
昊华科技	43.13	0.99	1.27	1.47	1.71	43.57	33.96	29.34	25.22
川恒股份	24.09	0.75	1.67	2.58	3.84	32.12	14.43	9.34	6.27
晨光新材	34.43	2.92	2.66	3.18	3.99	11.79	12.94	10.83	8.63
凯盛新材	27.95	0.51	0.60	0.84	1.44	54.80	46.58	33.27	19.41
巨子生物	41.70		1.03	1.44	1.71		40.49	28.96	24.39

资料来源：iFinD、华安证券研究所

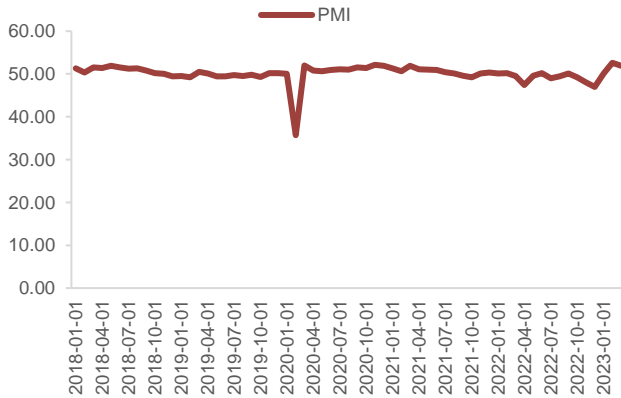
注：上市公司 EPS 均为华安证券预测，股价截止 2023 年 4 月 7 日收盘。巨子生物股价已按照即期汇率换算为人民币价格(0.8752)。



### 3 重点指标数据跟踪

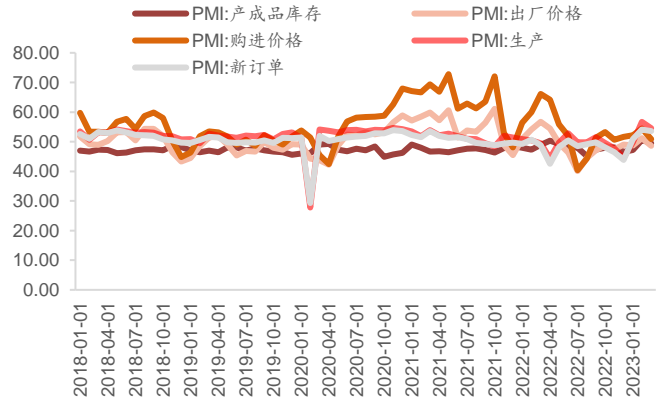
#### 宏观总量指标

图表 2 PMI 指数



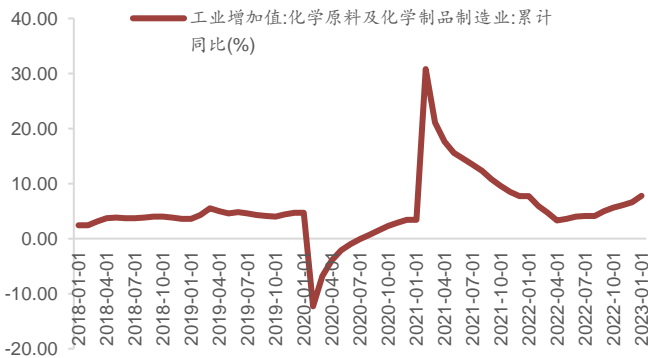
注：数据截止至 2023 年 3 月 31 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 3 PMI 结构



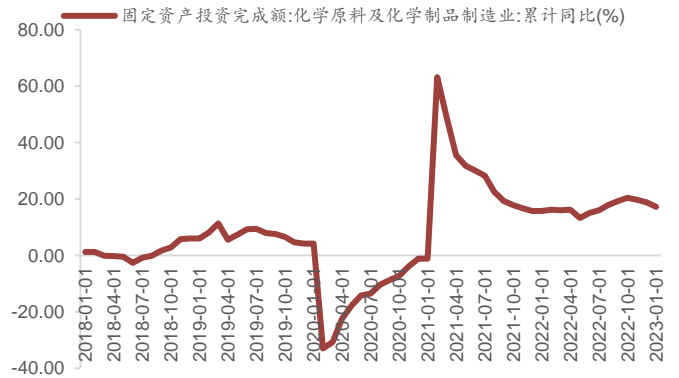
注：数据截止至 2023 年 3 月 31 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 4 工业增加值



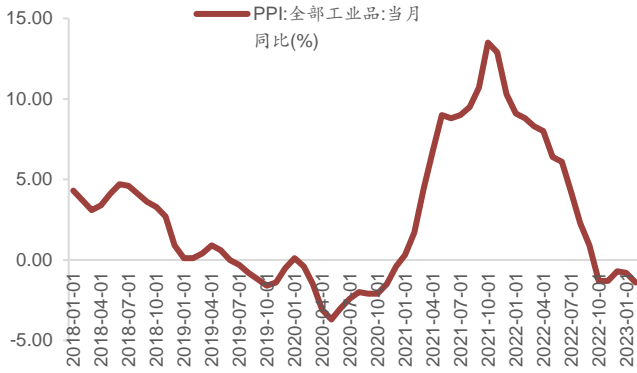
注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 5 固定资产投资额



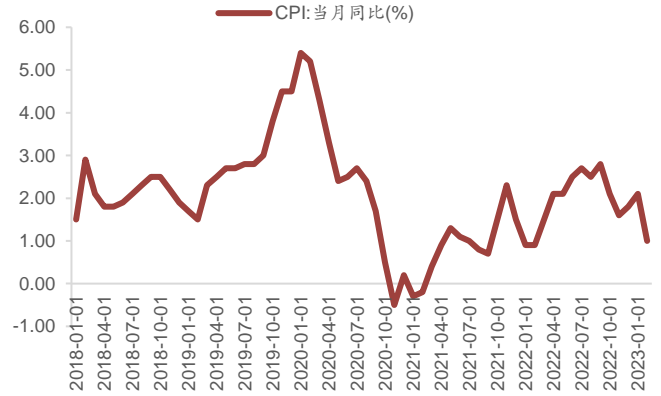
注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 6 PPI



注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

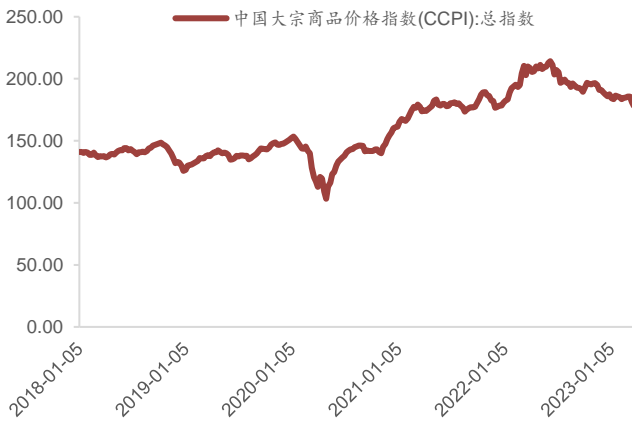
图表 7 CPI



注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

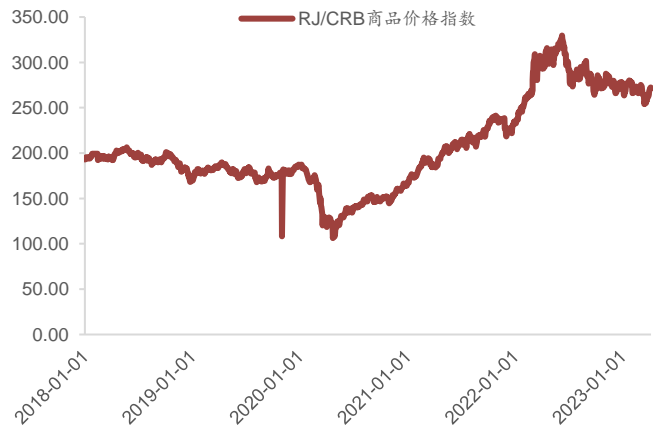
化工行业景气度观测指标

图表 8 CCPI 指数



注：数据截止至 2023 年 3 月 31 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

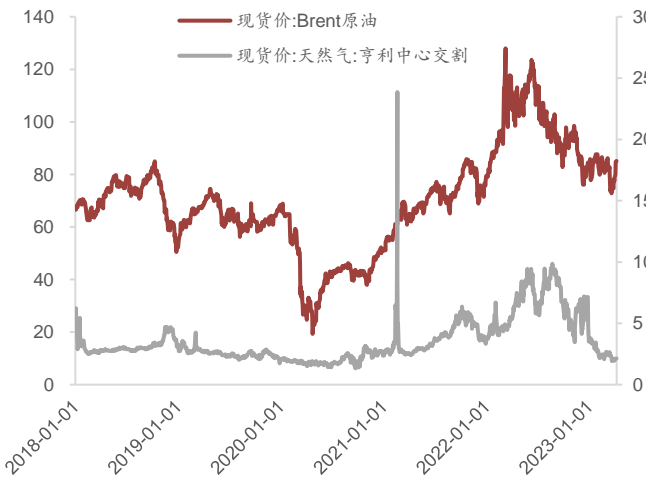
图表 9 CRB 商品指数



注：数据截止至 2023 年 4 月 6 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

原材料价格观测指标

图表 10 原油、天然气价格 (右轴为天然气)



注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

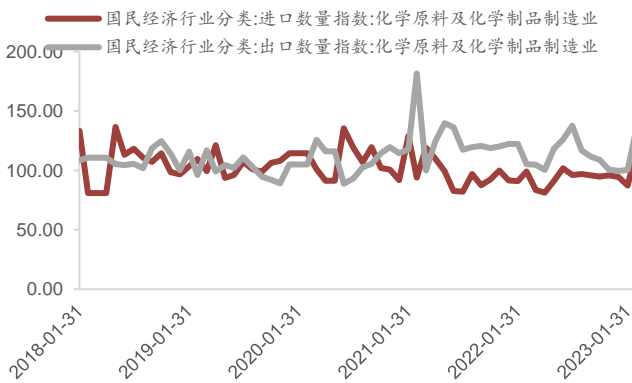
图表 11 煤炭、螺纹钢价格 (右轴为螺纹钢指数)



注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

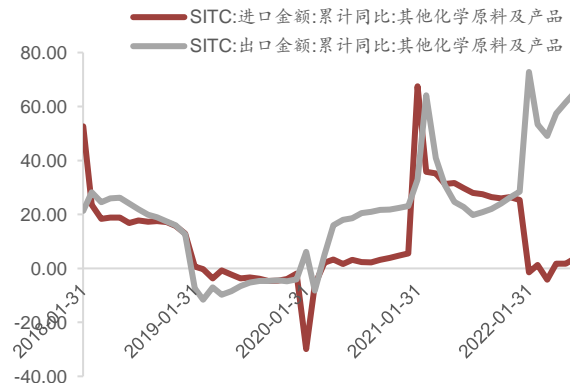
进出口观测指标

图表 12 进出口数量指数



注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

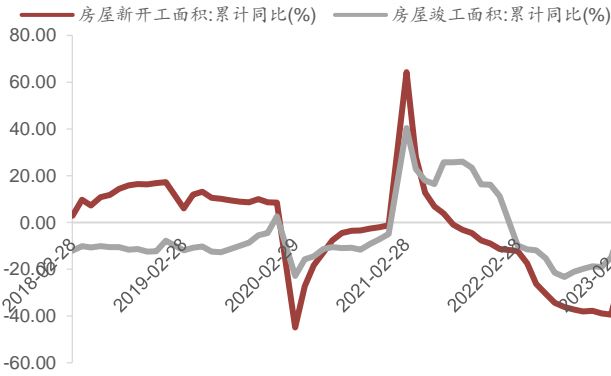
图表 13 进出口金额累计同比 (%)



注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

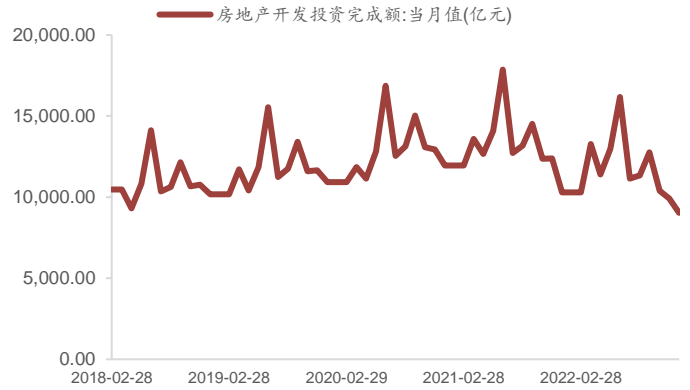
下游需求观测指标

图表 14 房屋开工面积及竣工面积增速



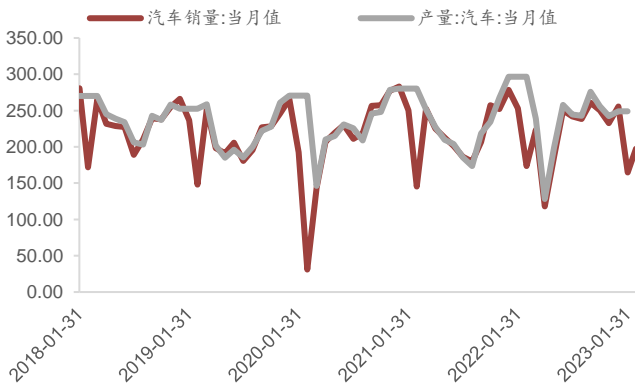
注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 15 房地产开发投资完成额



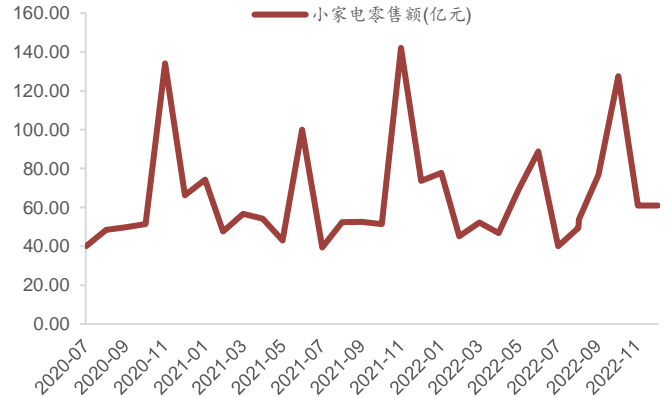
注：数据截止至 2022 年 12 月 31 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 16 汽车产销量



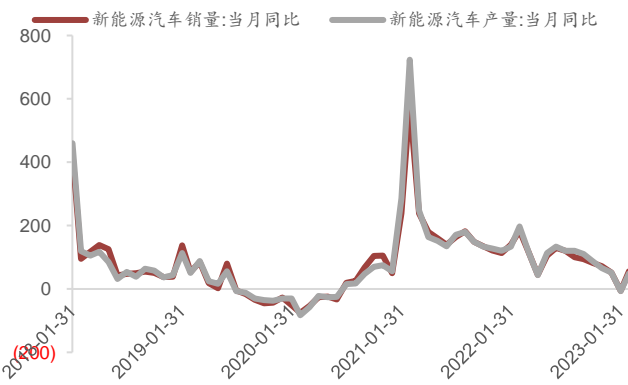
注：数据截止至 2023 年 2 月 28 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 17 小家电零售额



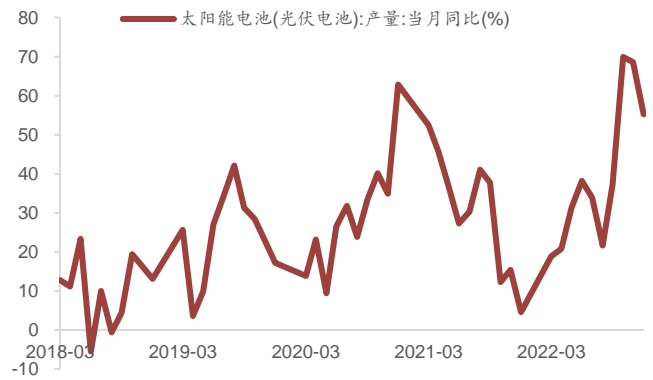
注：数据截止至 2023 年 1 月 31 日  
资料来源：奥维罗盘，华安证券研究所

图表 18 新能源汽车产销量同比 (%)



注：数据截止至 2023 年 1 月 31 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

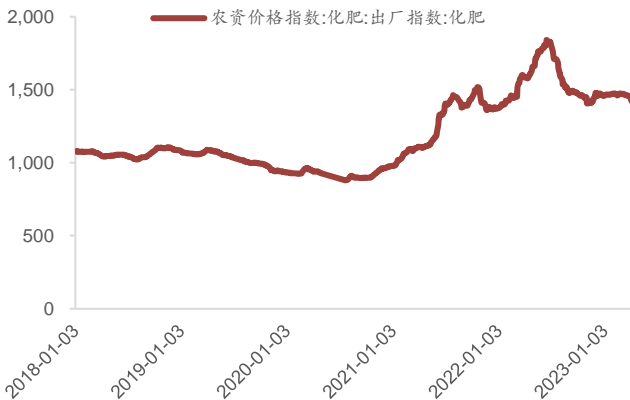
图表 19 太阳能电池产量



注：数据截止至 2022 年 12 月  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

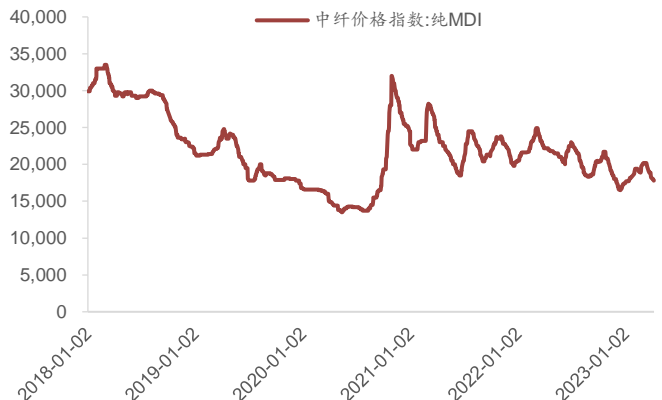
各细分行业景气度观测指标

图表 20 化肥价格指数



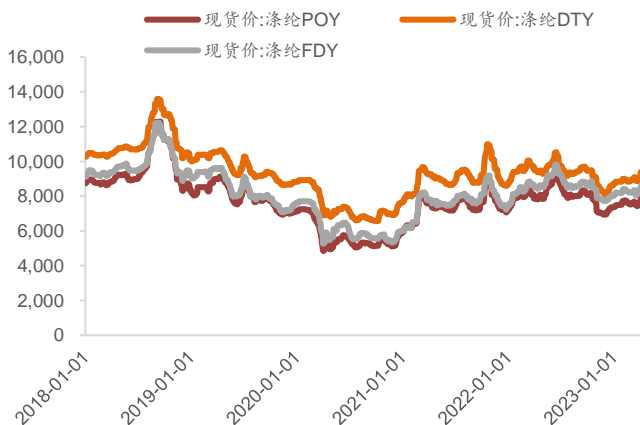
注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 21 MDI 价格指数



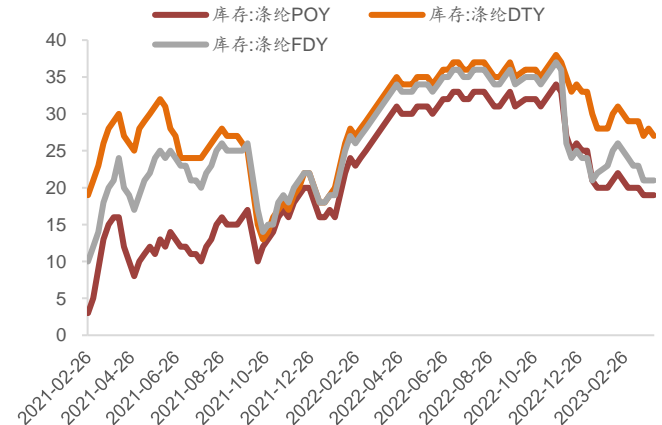
注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

图表 22 化纤价格指数（元/吨）



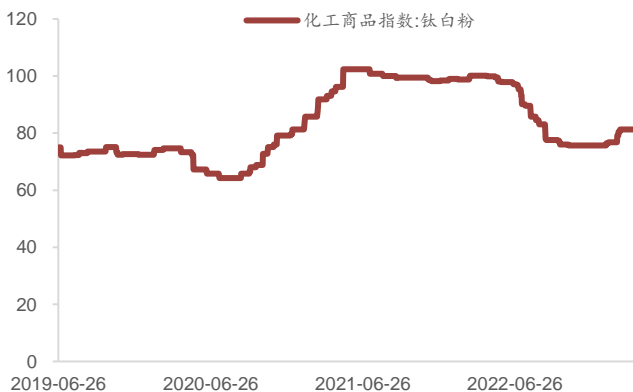
注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 23 化纤库存（天）



注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 24 钛白粉价格指数



注：数据截止至 2023 年 4 月 8 日

图表 25 玻璃玻纤价格指数



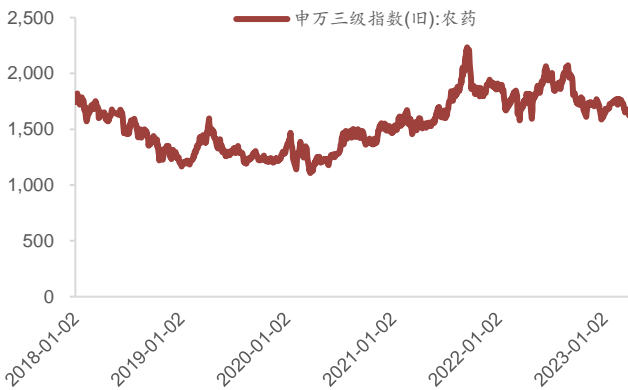
注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日

资料来源：iFinD，华安证券研究所

资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 26 农药价格指数

图表 27 纯碱价格指数



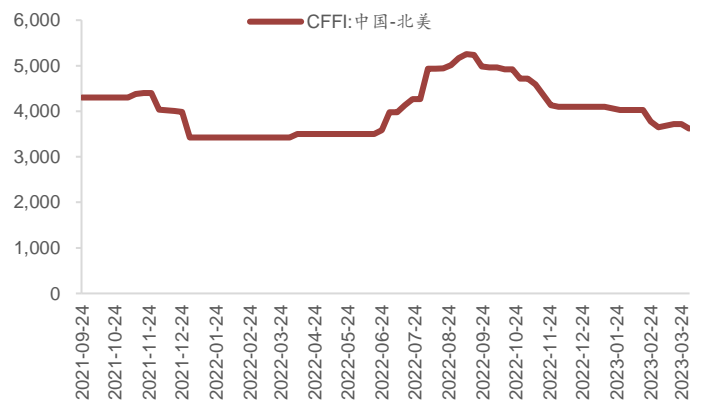
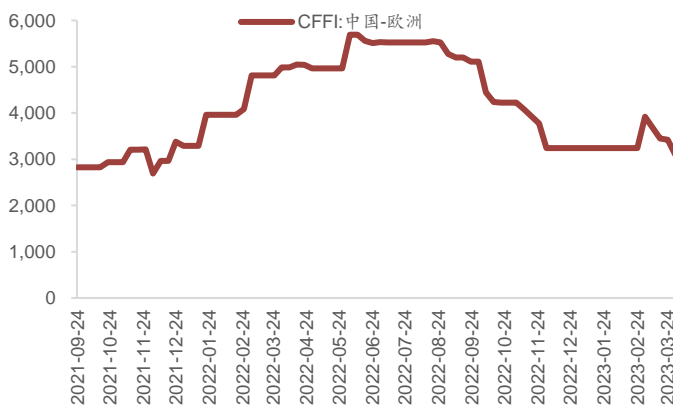
注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：Choice，华安证券研究所

注：数据截止至 2023 年 4 月 7 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

海运费观测指标

图表 28 CFFI：中国-欧洲

图表 29 CFFI：中国-北美

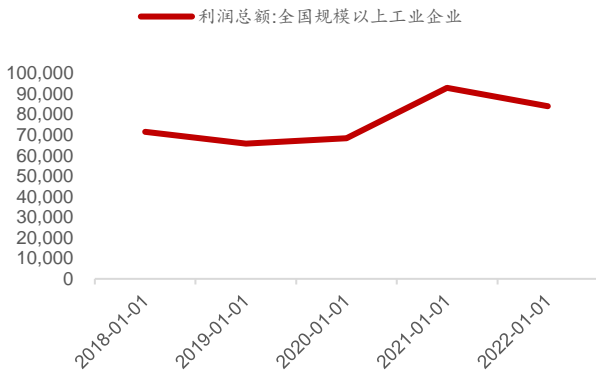


注：数据截止至 2023 年 3 月 31 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

注：数据截止至 2023 年 3 月 31 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

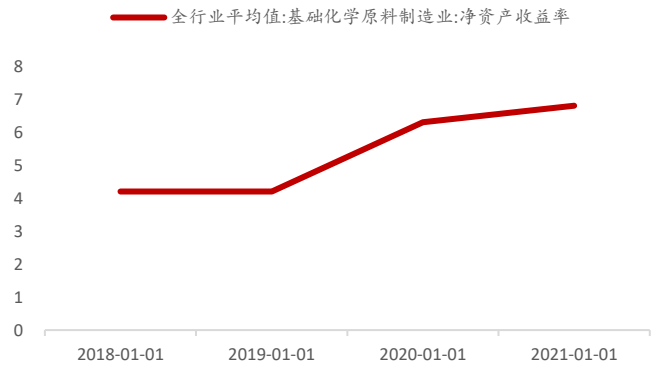
企业利润观测指标

图表 30 规上企业利润总额 (亿元)



注：数据截止至 2022 年  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

图表 31 全行业平均值：ROE (%)



注：数据截止至 2021 年 12 月 31 日  
资料来源：iFinD，华安证券研究所

## 4 风险提示：

- 原油天然气价格大幅波动；
- 宏观经济下行；
- 各公司在建规划项目投产不及预期；
- 极端天气带来的不可抗力。

## 重要声明

### 分析师声明

本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，以勤勉的执业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，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，本人对这些信息的准确性或完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考。本人过去不曾与、现在不与、未来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接收任何形式的补偿，分析结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

华安证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。本报告由华安证券股份有限公司在中华人民共和国（不包括香港、澳门、台湾）提供。本报告中的信息均来源于合规渠道，华安证券研究所力求准确、可靠，但对这些信息的准确性及完整性均不做任何保证。在任何情况下，本报告中的信息或表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者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任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。华安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，未经华安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。如欲引用或转载本文内容，务必联络华安证券研究所并获得许可，并需注明出处为华安证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。

## 投资评级说明

以本报告发布之日起 6 个月内，证券（或行业指数）相对于同期相关证券市场代表性指数的涨跌幅作为基准，A 股以沪深 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指数或标普 500 指数为基准。定义如下：

### 行业评级体系

- 增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 以上；
- 中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 以上；

### 公司评级体系

- 买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
- 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
- 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
- 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至；
- 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
- 无评级—因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。