

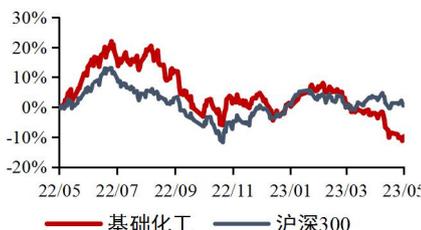
基础化工

行业景气回落，静待需求复苏

2023 年 5 月 11 日

行业研究/行业分析

基础化工板块近一年市场表现



资料来源：最闻

首选股票		评级
600309.SH	万华化学	买入-B
600486.SH	扬农化工	买入-B
000792.SZ	盐湖股份	买入-B

分析师：

程俊杰

执业登记编码：S0760519110005

邮箱：chengjunjie@sxzq.com

投资要点：

➢ 2022 年化工业绩基本向好，23 年一季度业绩环比改善明显。受宏观经济放缓、能源价格高位、疫情等因素影响，下游需求总体疲软，供需矛盾加剧，多数化工品价格下跌。2022 年化工行业实现营业收入 105907.17 亿元，同比增长 26.87%，实现归母净利润为 5848.07 亿元，同比增长 38.23%。23Q1 化工行业实现营业收入 24598.69 亿元，同比增长 3.34%，环比下降 7.69%；实现归母净利润为 1344.2 亿元，同比下降 2.2%，环比增长 53.83%。其中，基础化工实现营业收入 4991.78 亿元，同比下降 3.28%，环比减少 8.55%；实现归母净利润 337.55 亿元，同比减少 45.51%，环比增长 33.71%；石油石化实现营业收入 19606.91 亿元，同比增长 5.17%，环比减少 7.46%；实现归母净利润 1006.65 亿元，同比增长 33.33%，环比增长 62%。

➢ 基金持股比例有所下降，北向资金积极增持石化行业央企。2023Q1 基础化工持股比例为 2.68%，同比-0.83pct，环比-1.3pct；石油石化持股占比为 0.61%，同比-0.07pct，环比-0.61pct。基金对氮肥、膜材料等子行业持仓市值占比有所提升，23Q1 基金对氮肥、膜材料持股比例分别为 11.42%、6.78%，相较于 2022 年分别提高 5.53pct、4.75pct，同比 22Q1 提升 11.42pct、3.66pct。年初至今北向资金积极增持石化行业央企，同时对传统炭黑、染料、纯碱龙头加大持仓力度。基础化工板块沪深股通持股数量前五的分别为卫星化学、万华化学、华峰化学、君正集团、华鲁恒升。石化板块沪深股通持股数量前五的分别为中国石化、中国石油、海油工程、海油发展、广汇能源。

➢ 子行业盈利分化明显，需求有望迎来边际改善。22 年农药、钾肥、氟化工等行业业绩同比增幅较大，粘胶、氨纶同比下滑较多。23Q1 钛白粉、复合肥等行业环比增幅较大，胶黏剂、锦纶等环比下滑较多。钛白粉板块受宏观经济增长速度放缓、房地产等主要终端消费行业低迷的影响，高成本与弱需求博弈。2022 年钛白粉板块实现收入 412.71 亿元，同比+28.13%，实现归母净利润 41.1 亿元，同比-35.6%。23Q1 钛白粉板块实现收入 109.17 亿元，同比+2.83%，实现归母净利润 6.55 亿元，同比-57.79%。一季度业绩环比有所改善，随着各项积极政策持续发力，叠加需求端的逐渐修复，预计钛白粉表观消费量将保持稳定增长，盈利有望边际改善。氟化工板块盈利向好，高景气持续，作为新能源材料的氟化工产品，受下游高景气的拉动，主要产品价格维持高位，2022 年氟化工板块实现收入 471.37 亿元，同比+33.49%，实现归母净利润 62.96 亿元，同比+74.8%。23Q1 氟化工板块实现收入 122.89 亿元，同比-7.2%，实现归母净利润 6.27 亿元，同比-67.33%。随着二季度旺



季来临，终端需求稳步回升，加之成本面支撑，行业高景气持续。**钾肥板块** 2022 年业绩超预期增长，实现收入 424.08 亿元，同比+120.49%，实现归母净利润 232.48 亿元，同比+241.84%。23Q1 氯化钾市场价格整体呈现下滑局势，钾肥板块实现收入 77.22 亿元，同比-22.46%，实现归母净利润 36.51 亿元，同比-23%，未来需关注国际市场及中国印度大合同进展，氯化钾市场仍存潜在需求待释放。

➤ **投资建议：**2023 年预计成本端对化工品价格的影响将减弱，需求有望逐步回暖，由于供应端仍处产能投放周期，供需矛盾压力依然较大，需求复苏不足以支撑价格持续上涨，伴随着成本压力的缓解，化工行业盈利能力有望边际改善。

我们建议关注：（1）**全球种植面积继续扩大背景下，农药化肥景气有望保持。**2022 年的农化行业处在 21 年双控双限的周期修复中，17 年以来的农化产能建设周期结束，产能逐步释放，原药产品价格高位回调。2022 年 12 月份召开的中央经济工作会议中提出了全面推动乡村振兴，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动，绿色农药将成为 2023 年农药行业发展方向，同时粮食安全危机下全球肥料需求增速加大，带动对于钾肥、氮肥等需求，农化有望持续高景气。重点关注**扬农化工、盐湖股份**。（2）近年来国内的光伏 EVA 需求较大，市场供需处于紧平衡的状态；POE 目前全部依靠进口，技术壁垒很高，政策有望加速国产替代步伐。EVA、POE 等与新能源相关的化工原料需求有望保持较快增长，中长期来看，随着新能源产业的快速发展，市场对于新材料需求量不断增加，看好受益国产替代的龙头公司，关注**万华化学**。

风险提示：宏观经济波动的风险；新建产能项目不达预期的风险；原材料价格波动风险。

目录

1. 化工整体情况.....	6
1.1 行业景气高位回落，估值存上行空间.....	6
1.2 供需矛盾加剧，多数化工品价格下跌.....	7
2. 2022 年及 2023Q1 化工行业盈利情况.....	9
2.1 2022 年化工业绩基本向好.....	9
2.1.1 石化板块业绩大幅增长.....	9
2.1.2 盈利能力分化明显，部分行业资本开支持续扩大.....	12
2.2 2023Q1 化工行业业绩有所下滑.....	13
2.2.1 基础化工行业承压下行，盈利能力环比改善.....	13
2.2.2 子行业盈利能力同比普遍下滑.....	15
3. Q1 基金持仓分析.....	17
3.1 基础化工持仓市值居前，氮肥、膜材料持仓市值占比提升.....	17
3.2 北向资金分析.....	19
4. 重点关注子行业.....	20
4.1 钛白粉：业绩承压显著，期待边际改善.....	20
4.1.1 Q1 盈利未明显改善，行业处于周期底部.....	20
4.1.2 高成本弱需求博弈，钛白粉出口量呈增长趋势.....	21
4.2 氟化工：盈利向好，行业高景气持续.....	22
4.2.1 受下游新能源材料拉动，氟化工迎来景气周期.....	22
4.2.2 行业旺季来临，价格有望持续高位.....	23
4.3 钾肥：22 年业绩超预期高增长.....	24
4.3.1 钾肥高景气下，ROE、毛利率趋势持续向好.....	24
4.3.2 22 年价格突破历年新高，市场仍存潜在需求待释放.....	25
5. 投资建议.....	25

6. 风险提示..... 26

图表目录

图 1: 化工行业利润总额累计同比 (%) 6

图 2: 化工产品价格指数 (CCPI) 6

图 1: 国际原油价格 (单位: 美元/桶) 6

图 2: 化工子板块年初至今 (5 月 9 日) 涨跌幅 (%) 7

图 3: 基础化工、石化 PE 估值..... 7

图 4: 2022 年申万一级行业营收及归母净利润 (单位: 亿元) 10

图 5: 基础化工、石油石化营业收入 (亿元) 及增速 (%) 10

图 6: 基础化工、石油石化归母净利润 (亿元) 及增速 (%) 10

图 1: 2023Q1 申万一级行业营收及归母净利润 (单位: 亿元) 13

图 2: 基础化工、石油石化单季度营业收入 (亿元) 14

图 3: 基础化工、石油石化单季度归母净利润 (亿元) 14

图 4: 2022 一级行业持仓市值 (万元) 17

图 5: 基础化工机构持仓市值 (万元)..... 18

图 6: 石油石化机构持仓市值 (万元)..... 18

图 7: 基础化工北向基金 (截至 5 月 9 日) 19

图 8: 石化北向基金 (截至 5 月 9 日) 19

图 9: 钛白粉收入利润 (亿元) 及增速 (%) 20

图 10: 钛白粉 ROE 和毛利率 (%) 20

图 11: 上市公司营收、归母同比 (%) 21

图 12: 钛白粉价格走势 (元/吨)..... 21

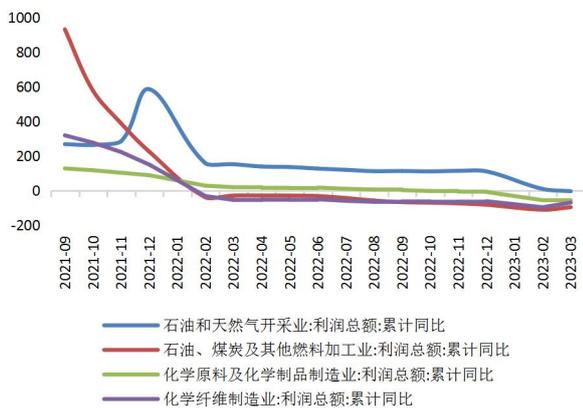
图 13: 钛白粉产量表观消费量 (吨)	21
图 14: 氟化工收入利润 (亿元) 及增速 (%)	22
图 15: 氟化工毛利率及 ROE (%)	22
图 16: 上市公司营收、归母同比 (%)	23
图 17: R22 价格走势 (元/吨)	23
图 18: R22 产能表观消费量 (万吨)	23
图 19: 钾肥收入利润 (亿元) 及增速 (%)	24
图 20: 钾肥 ROE、毛利率 (%)	24
图 21: 上市公司营收、归母同比 (%)	24
图 22: 近三年氯化钾价格走势 (元/吨)	25
图 23: 氯化钾产量、表观消费量 (吨)	25
表 1: 重要化工品价格变化情况 (价格数据截止到 2023 年 5 月 8 日)	8
表 2: 2022 年化工子行业营业收入及归母净利润 (亿元)	11
表 3: 22 年化工子行业财务数据.....	12
表 4: 2023Q1 化工子行业营业收入、归母净利润 (亿元) 及同比增速 (%)	14
表 5: 23Q1 化工子行业财务数据.....	16
表 6: 2023Q1 化工子行业基金持股比例 (%)	18

1. 化工整体情况

1.1 行业景气高位回落，估值存上行空间

2022年，受宏观经济放缓、能源高价格、疫情超预期及房地产持续下滑等因素影响，石油和化工下游需求总体疲软，化工品价格依然维持高位运行，但下游需求疲软，上涨动力不足，涨幅较大程度低于上游原料。根据国家统计局数据显示，2023年1-3月全国规模以上工业企业实现利润总额15167.4亿元，同比下降21.4%。其中，石油和天然气开采业实现利润总额985.1亿元，同比下降4.8%；化学原料和化学制品制造业实现利润总额891.2亿元，同比下降54.9%，石油、煤炭及其他燃料加工业实现利润总额17.7亿元，同比下降97.1%。从化工产品价格指数（CCPI）看，行业景气总体呈高位回落态势。

图 1：化工行业利润总额累计同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 2：化工产品价格指数（CCPI）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 1：国际原油价格（单位：美元/桶）

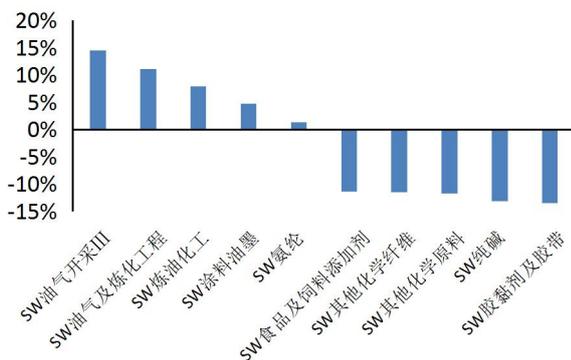


资料来源：Wind，山西证券研究所

2022 年国际原油价格较 2021 年整体呈现倒“V”型走势。2022 年 WTI 原油均价为 94.27 美元/桶，较去年均价上涨 38.78%。布伦特原油均价为 98.92 美元/桶，较去年均价上涨 39.75%。上半年在俄乌背景下，俄罗斯原油产量下降令市场供应趋紧，加之原油市场库存持续下降，国际油价呈现大幅上涨走势。下半年受美联储不断加息打压以美元计价的原油，原油价格震荡下跌。2023 年第一季度国际原油均价较 2022 年第四季度呈现震荡下跌走势，根据百川盈孚数据统计，第一季度 WTI 原油均价为 76.02 美元/桶，环比下降 8.01%，同比下降 19.38%；布伦特原油均价为 82.19 美元/桶，环比下降 7.27%，同比下降 15.60%。

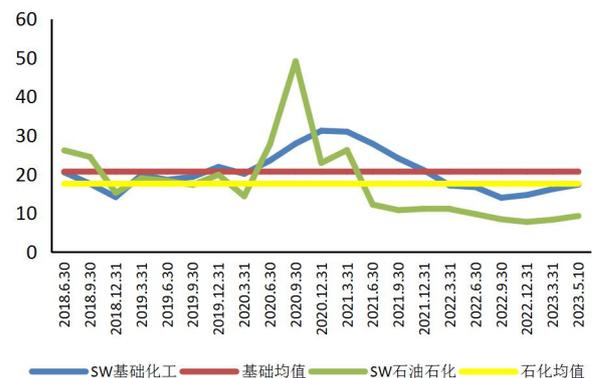
年初至今（5 月 9 日），“中特估”为主线下石化板块持续强势，油气开采涨幅 14.56%。其中，中国石油涨幅 56.34%，PE 为 9 倍，仍低于三年均值 19.39 倍，PB 修复至 1.11 倍，创近三年历史新高。基础化工行业的市盈率为 17.3 倍，分位点为 32.16%，低于近五年均值 20.66 倍；石化行业市盈率为 9.25 倍，分位点提升至 67.32%，低于近五年均值 17.56 倍，估值存较大的抬升空间。

图 2：化工子板块年初至今（5 月 9 日）涨跌幅（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 3：基础化工、石化 PE 估值



资料来源：Wind，山西证券研究所

1.2 供需矛盾加剧，多数化工品价格下跌

我们统计包括芳烃烯烃、化纤涤纶、钛白粉、氟化工、磷化工、纯碱氯碱、聚氨酯、有机硅、化肥农药、塑料制品、新能源新材料等 11 大类化工品价格，其中 8 个品种的价格实现同比上涨，其中，磷矿石涨幅高达 155.26%，多达 45 个品种同比下跌，在市场需求低增长、复苏低迷的背景下，化工市场整体下跌幅度较为明显。2023 年年初至今，20 个品种实现上涨，其中丁二烯、磷矿石市场价格涨幅分别为 72.5%、53.97%，23 个品种下跌，国内化工市场下游需求恢复速度不及预期，叠加海外需求收缩加大，供大于求矛盾加剧。

表 1：重要化工品价格变化情况（价格数据截止到 2023 年 5 月 8 日）

品种	单位	2023.5.8 价格	2023 年初	较年初涨跌幅	2022.5.8 价格	同比
芳烃烯烃						
二甲苯	元/吨	7660	6750	13.48%	7560	1.32%
乙烯	元/吨	6600	6900	-4.35%	7300	-9.59%
丙烯	元/吨	6875	7010	-1.93%	8200	-16.16%
丁二烯	元/吨	6900	4000	72.50%	8200	-15.85%
异丁烯	元/吨	8100	7250	11.72%	9350	-13.37%
化纤涤纶						
PX	美元/吨	1022	966	5.80%	1212.17	-15.69%
PTA	元/吨	6010	5540	8.48%	6460	-6.97%
乙二醇	元/吨	4150	4000	3.75%	4900	-15.31%
DTY	元/吨	8900	8600	3.49%	10000	-11.00%
FDY	元/吨	8900	8700	2.30%	9800	-9.18%
POY	元/吨	8600	8300	3.61%	9100	-5.49%
聚酯切片	元/吨	7325	7100	3.17%	8475	-13.57%
钛白粉						
金红石型钛白粉	元/吨	16500	15200	8.55%	20000	-17.50%
锐钛型钛白粉	元/吨	14000	13800	1.45%	17900	-21.79%
氟化工						
萤石粉	元/吨	3225	3200	0.78%	2650	21.70%
氢氟酸	元/吨	9600	10550	-9.00%	11000	-12.73%
R22	元/吨	20500	18500	10.81%	17500	17.14%
PTFE	元/吨	50000	52000	-3.85%	59000	-15.25%
PVDF	万元/吨	10.5	25	-58.00%	49	-78.57%
磷化工						
磷矿石	元/吨	970	630	53.97%	380	155.26%
黄磷	元/吨	31000	37000	-16.22%	31000	0.00%
磷酸（热法）	元/吨	9600	12500	-23.20%	8600	11.63%
磷酸（湿法）	元/吨	9450	10300	-8.25%	12500	-24.40%
纯碱氯碱						
轻质纯碱	元/吨	2423	2673	-9.35%	2817	-13.99%
重质纯碱	元/吨	2752	2789	-1.33%	2965	-7.18%
电石法 PVC	元/吨	5875	6150	-4.47%	8750	-32.86%
乙烯法 PVC	元/吨	6150	6350	-3.15%	9250	-33.51%
聚氨酯						
纯 MDI	元/吨	18600	17200	8.14%	21500	-13.49%
TDI	元/吨	19750	18700	5.61%	17000	16.18%
聚合 MDI	元/吨	15000	15000	0.00%	17900	-16.20%
有机硅						
DMC	元/吨	15500	16800	-7.74%	26500	-41.51%

品种	单位	2023.5.8 价格	2023 年初	较年初涨跌幅	2022.5.8 价格	同比
甲基硅油	元/吨	18000	19500	-7.69%	32000	-43.75%
硅橡胶	元/吨	16000	17750	-9.86%	27500	-41.82%
化肥农药						
硝酸铵	元/吨	2800	3000	-6.67%	3300	-15.15%
氯化铵	元/吨	700	1140	-38.60%	1450	-51.72%
磷酸一铵	元/吨	2850	3450	-17.39%	3950	-27.85%
氯化钾	元/吨	3050	3550	-14.08%	4600	-33.70%
草甘膦	元/吨	28000	48500	-42.27%	64500	-56.59%
氯氟菊酯	元/吨	70000	85000	-17.65%	88000	-20.45%
麦草畏	元/吨	70000	75000	-6.67%	75000	-6.67%
塑料制品						
聚乙烯	元/吨	10150	11300	-10.18%	17500	-42.00%
聚丙烯	元/吨	8250	8450	-2.37%	10200	-19.12%
ABS	元/吨	10875	11450	-5.02%	13850	-21.48%
EVA	元/吨	15300	14500	5.52%	229000	-93.32%
PC	元/吨	13900	14950	-7.02%	20900	-33.49%
PA66	元/吨	21150	22250	-4.94%	28500	-25.79%
新能源材料						
磷酸铁锂	元/吨	73000	166000	-56.02%	160000	-54.38%
六氟磷酸锂	元/吨	86000	242000	-64.46%	340000	-74.71%
电解液	元/吨	31000	56000	-44.64%	82500	-62.42%
负极材料	元/吨	47444	53167	-10.76%	53778	-11.78%
碳纤维	元/千克	128.5	157	-18.15%	186.25	-31.01%
多晶硅	元/吨	180000	225000	-20.00%	251000	-28.29%
单晶硅片	元/片	6.1	5.6	8.93%	5.65	7.96%

资料来源：百川盈孚、山西证券研究所

2. 2022 年及 2023Q1 化工行业盈利情况

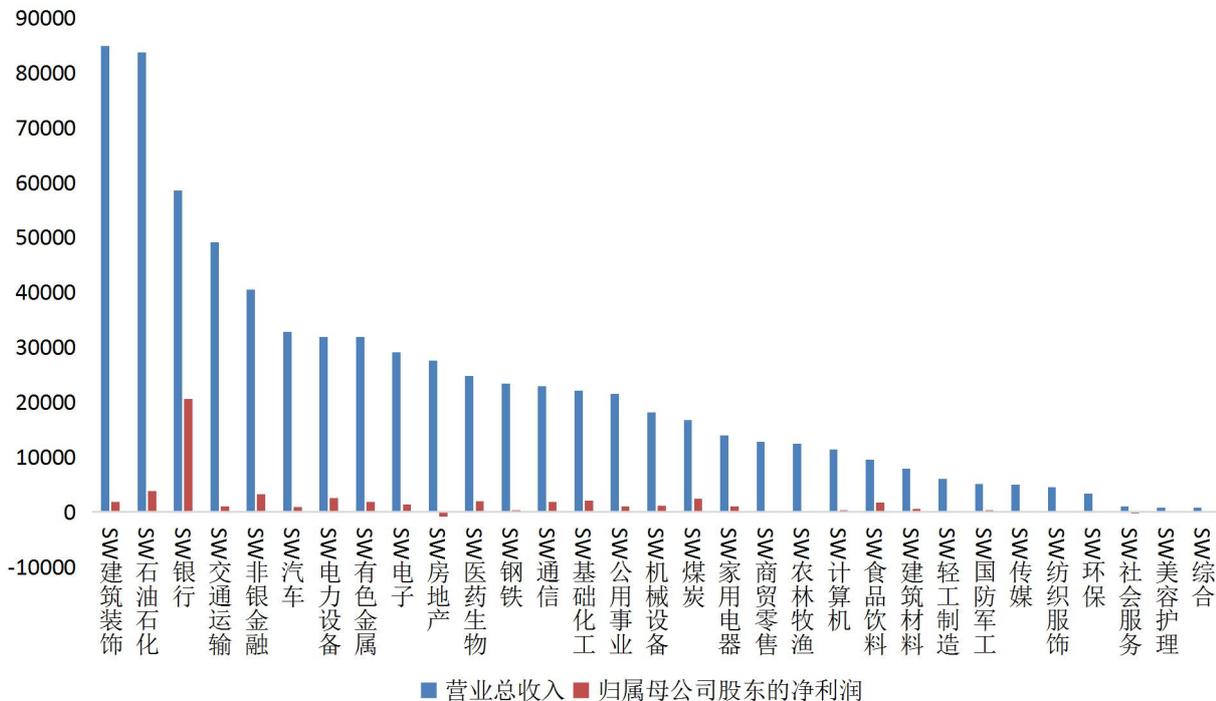
2.1 2022 年化工业绩基本向好

2.1.1 石化板块业绩大幅增长

2022 年化工行业（申万一级分类）实现营业收入 105907.17 亿元，同比增长 26.87%，实现归母净利润为 5848.07 亿元，同比增长 38.23%。其中，基础化工行业（以下简称基础）实现营业收入 22153.84 亿元，同比增长 19.47%，实现归母净利润 2028.15 亿元，同比下降 2.7%；石油石化行业（以下简称石化）实现营业收入 83753.33 亿元，同比增长 28.99%，实现归母净利润 3819.92 亿元，同比增长 77.99%，业绩在申万一级行业中位居前列。基础、石化净资产收益率分别为 8.51%、1.62%，同比分别-2.09pct、+0.49pct；毛利率

分别为 20.14%、18.79%，同比分别-3.48pct、-0.36pct。

图 4：2022 年申万一级行业营收及归母净利润（单位：亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

受行业景气持续、产品价格走高，33 个子行业营业收入增速为正，其中食品及饲料添加剂(+155.24%)、钾肥(+120.92%)等行业增幅较大。19 个子行业归母净利润增速为正，其中钾肥(+237.32%)、油田服务(+193.81%)等行业归母净利润增幅较大。其中，受益于行业高景气，供不应求推动氯化钾价格上涨，钾肥业绩实现大幅增长。

图 5：基础化工、石油石化营业收入（亿元）及增速（%）

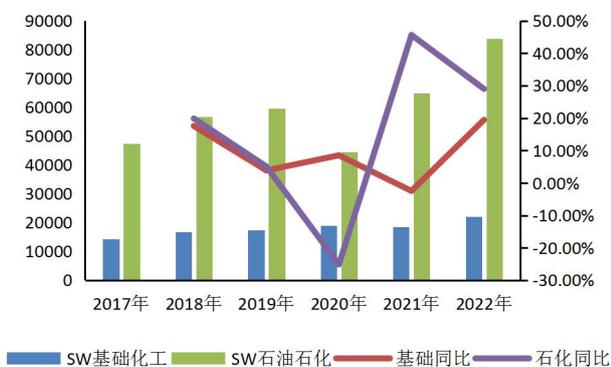


图 6：基础化工、石油石化归母净利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 2：2022 年化工子行业营业收入及归母净利润（亿元）

	营业收入	增速	归母净利润	增速
SW 炼油化工	74,242.07	22.74%	2,166.04	6.87%
SW 油气开采 III	4,369.25	4225.91%	1,446.53	扭亏
SW 其他化学制品	2,319.22	7.29%	124.43	-32.15%
SW 聚氨酯	1,794.67	5.23%	169.80	-34.30%
SW 氯碱	1,751.46	-12.89%	122.46	-40.81%
SW 农药	1,740.06	24.80%	158.81	159.98%
SW 油田服务	1,613.16	14.66%	54.22	193.81%
SW 其他石化	1,520.22	5.59%	12.12	-89.49%
SW 磷肥及磷化工	1,496.81	39.91%	186.23	59.12%
SW 煤化工	1,272.52	-11.04%	119.26	-52.71%
SW 油气及炼化工程	1,198.66	12.15%	23.57	468.88%
食品及饲料添加剂	927.11	155.24%	118.14	134.17%
SW 改性塑料	917.14	13.12%	39.39	34.95%
SW 涤纶	884.47	51.30%	17.39	-11.72%
SW 氮肥	830.95	178.18%	91.62	516.72%
SW 油品石化贸易	809.97	90.05%	117.45	122.66%
SW 复合肥	785.65	9.08%	30.72	-33.24%
SW 有机硅	646.80	86.24%	102.36	106.28%
SW 其他化学原料	637.98	142.74%	56.09	36.01%
SW 其他塑料制品	627.78	43.05%	26.71	-12.34%
SW 氟化工	604.78	28.12%	72.41	51.69%
SW 纯碱	487.43	57.59%	56.29	-37.46%
SW 钾肥	460.24	120.92%	240.73	237.32%
SW 民爆制品	452.81	9.07%	16.94	-40.62%
SW 无机盐	431.09	-2.41%	47.69	9.33%
SW 钛白粉	412.71	12.33%	41.11	-40.21%
SW 纺织化学制品	390.51	16.80%	31.20	-38.48%
SW 氨纶	369.09	-11.09%	28.45	-72.29%
SW 膜材料	311.83	18.94%	15.15	-24.89%
SW 非金属材料 III	264.27	-28.07%	30.66	-70.07%
SW 炭黑	229.06	26.71%	6.97	-49.63%
SW 锦纶	225.10	1.67%	6.14	-74.84%
SW 合成树脂	217.58	14.68%	17.62	30.02%
SW 其他化学纤维	150.31	49.71%	28.25	99.13%
SW 涂料油墨	138.95	1.48%	3.55	-65.42%
SW 其他橡胶制品	134.73	11.66%	11.20	18.92%
SW 胶黏剂及胶带	128.76	71.54%	4.43	58.85%
SW 橡胶助剂	60.17	20.02%	8.14	33.25%

	营业收入	增速	归母净利润	增速
SW 粘胶	51.80	-83.46%	-2.19	-152.56%

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.1.2 盈利能力分化明显，部分行业资本开支持续扩大

子行业盈利能力分化明显，钾肥净资产收益率、毛利率在行业高景气持续下有明显的提升，氨纶行业22年景气下行，疫情反复下需求疲软，盈利能力有所下滑；化纤、纯碱等行业研发费用同比增幅较大，粘胶、塑料制品等研发费用有所减少；经营性现金流量净额方面，钾肥、食品添加剂、化纤等行业明显改善；资本支出方面，钾肥、复合肥、橡胶、化纤、有机硅、氟化工等行业资本开支大幅增长。

表3：22年化工子行业财务数据

	ROE (%)	同比	毛利率 (%)	同比	研发费用 (亿元)	同比	经营性现金流量净额(亿元)	同比	资本支出 (亿元)	同比
纯碱	18.08	-13.37	25.10	-10.67	7.61	199.69%	77.26	-5.89%	40.46	60.96%
氯碱	8.37	-7.21	16.48	-5.04	26.94	-17.77%	189.75	-36.90%	113.35	34.27%
无机盐	15.01	-0.08	29.18	4.03	10.83	37.48%	62.19	-7.08%	41.08	43.53%
化学原料	12.51	-10.06	16.35	-7.84	16.64	513.46%	87.25	85.99%	67.92	224.91%
煤化工	11.56	-11.79	18.17	-11.48	32.29	-13.89%	226.62	-26.77%	201.59	12.37%
钛白粉	12.13	-10.09	23.85	-11.00	15.11	5.89%	47.96	-25.09%	68.05	69.81%
涂料油墨	2.49	-5.55	18.55	-4.28	6.30	11.44%	8.19	107.05%	11.66	15.41%
民爆制品	6.70	-1.24	24.60	-2.63	12.04	8.06%	46.35	31.61%	33.35	52.11%
纺织化学	5.23	-3.75	24.44	-4.62	14.38	2.98%	23.42	-60.41%	21.74	-26.53%
化学制品	8.98	-7.43	15.29	-3.50	59.87	5.59%	121.01	-5.78%	273.19	9.36%
氟化工	16.88	4.13	23.57	0.06	23.05	34.91%	77.42	32.05%	109.90	99.68%
聚氨酯	20.00	-13.64	16.46	-7.54	38.70	6.74%	376.08	25.37%	337.25	11.98%
食品添加	16.48	5.03	26.07	-3.02	21.50	70.67%	143.76	144.51%	76.64	50.01%
有机硅	21.03	-1.82	27.16	-0.12	23.42	85.35%	36.43	-16.51%	146.31	433.34%
胶黏剂	5.83	0.45	12.95	-1.55	4.68	57.06%	-0.95	-127.44%	14.11	29.12%
SW 涤纶	5.09	-2.93	5.19	-6.27	15.55	14.48%	48.31	37.96%	72.84	-1.07%
SW 粘胶	-2.98	-6.23	10.20	-9.01	0.34	-86.20%	3.48	-79.61%	5.55	570.39%
化学纤维	21.43	4.36	30.68	3.69	8.05	90.15%	36.74	104.17%	31.84	113.26%
SW 氨纶	9.18	-33.29	15.80	-21.56	14.26	5.89%	29.39	-67.25%	51.13	32.25%
SW 锦纶	5.01	-19.88	11.21	-10.12	5.03	-17.48%	8.39	-47.19%	27.09	10.31%
塑料制品	7.01	-1.53	12.44	-10.28	11.01	-31.58%	36.02	-10.13%	47.69	-2.85%
改性塑料	9.56	1.12	14.15	-0.59	32.51	11.61%	57.43	131.36%	103.84	17.80%
合成树脂	8.56	-0.05	20.03	-0.33	9.41	27.49%	8.28	706.99%	8.57	-48.68%
膜材料	3.80	-2.09	20.10	-6.07	14.71	20.94%	8.78	-74.69%	49.56	24.15%
橡胶制品	7.33	0.29	23.76	-1.77	4.24	10.18%	6.59	-6.85%	23.91	86.69%
炭黑	6.03	-7.91	7.92	-7.43	2.29	19.82%	3.94	-26.75%	7.09	15.33%

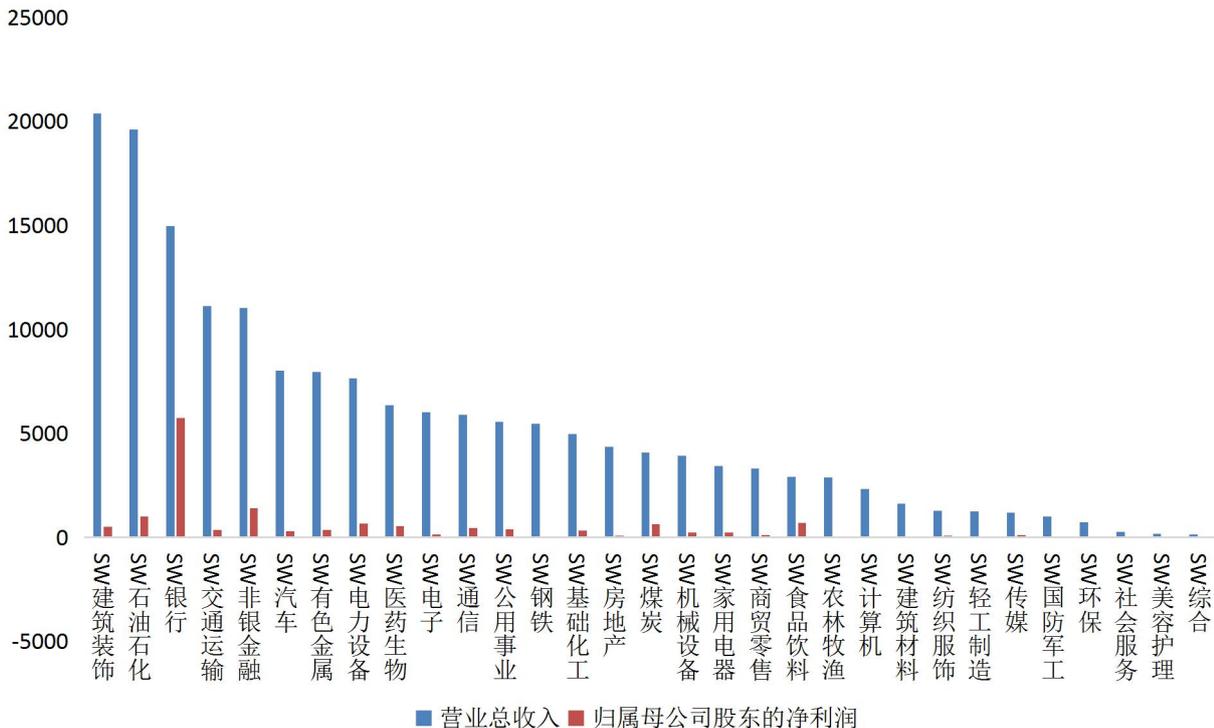
	ROE (%)	同比	毛利率 (%)	同比	研发费用 (亿元)	同比	经营性现金流量净额(亿元)	同比	资本支出 (亿元)	同比
橡胶助剂	14.89	1.76	26.14	2.35	2.37	5.55%	4.38	-11.43%	5.07	-35.82%
氮肥	19.19	8.90	20.34	4.08	17.48	522.64%	147.01	511.28%	101.84	1543.00%
磷肥	29.94	-5.83	23.31	4.12	20.98	59.35%	233.32	60.79%	103.78	64.76%
农药	15.44	8.94	25.61	1.91	58.53	24.18%	218.41	34.36%	158.02	14.38%
钾肥	59.54	25.24	75.75	18.04	3.48	26.33%	250.48	232.04%	37.03	94.05%
复合肥	9.35	-4.48	12.90	-5.01	10.25	24.73%	67.11	37.73%	60.43	89.66%
非金属材料	16.91	-18.30	21.80	-19.79	5.09	-45.38%	8.56	-78.30%	27.45	-44.37%
油气开采	25.64	扭亏	53.33	5.41	16.14	1814.31%	2,151.12	4359.98%	993.46	1605.33%
油田服务	7.89	5.05	10.85	-0.29	43.00	13.83%	151.45	-9.67%	110.98	24.44%
炼化工程	4.07	3.31	8.84	0.29	27.59	25.53%	36.47	-47.97%	13.65	-32.18%
炼油化工	9.16	-0.77	17.32	-2.31	400.15	15.35%	5,543.07	-13.44%	5,075.51	-3.90%
油品贸易	31.52	14.45	22.76	-2.31	4.05	12.09%	102.20	63.46%	27.72	-20.59%
其他石化	1.62	-16.14	5.62	-5.48	30.02	17.51%	37.61	-46.72%	260.40	27.91%

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.2 2023Q1 化工行业业绩有所下滑

2.2.1 基础化工行业承压下行，盈利能力环比改善

图 1：2023Q1 申万一级行业营收及归母净利润（单位：亿元）



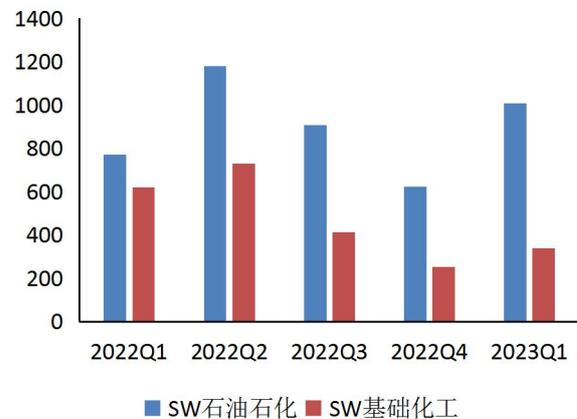
资料来源：Wind，山西证券研究所

2023Q1 化工行业实现营业收入 24598.69 亿元，同比增长 3.34%，环比下降 7.69%；实现归母净利润为 1344.2 亿元，同比下降 2.2%，环比增长 53.83%。其中，基础实现营业收入 4991.78 亿元，同比下降 3.28%，环比减少 8.55%；实现归母净利润 337.55 亿元，同比减少 45.51%，环比增长 33.71%；石化实现营业收入 19606.91 亿元，同比增长 5.17%，环比减少 7.46%；实现归母净利润 1006.65 亿元，同比增长 33.33%，环比增长 62%。基础、石化净资产收益率分别为 2.06%、3.03%，同比分别-2.32pct、+0.03pct，环比分别+0.46pct、+1.11pct；毛利率分别为 17.32%、18.47%，同比分别-5.97pct、-0.3pct，环比分别+0.69pct、0.47pct。

图 2：基础化工、石油石化单季度营业收入（亿元）



图 3：基础化工、石油石化单季度归母净利润（亿元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

23Q1 化工行业业绩承压下行，19 个子行业营收同比增速为正，9 个子行业环比为正，其中，复合肥（+25%）、聚氨酯（+16%）等行业环比增幅居前。8 个子行业归母净利润同比增速为正，21 个子行业环比为正，其中钛白粉（+2506.09%）、复合肥（+1141.7%）等行业归母净利润环比增幅较大。

表 4：2023Q1 化工子行业营业收入、归母净利润（亿元）及同比增速（%）

	营业收入	同比	环比	归母净利润	同比	环比
SW 炼油化工	17,413.7571	-0.94%	-5.88%	632.6995	-10.64%	133.74%
SW 油气开采 III	1,008.2514	3108.49%	-12.39%	329.5913	3845.59%	0.74%
SW 其他化学制品	455.0291	-19.23%	-17.96%	17.8867	-63.60%	60.86%
SW 聚氨酯	449.9124	-15.51%	16.33%	41.9236	-30.62%	46.25%
SW 农药	384.5244	-11.39%	2.65%	32.4148	-40.71%	179.40%
SW 油田服务	370.2416	18.99%	-28.38%	11.4436	107.08%	9.01%
SW 氯碱	360.7523	-26.69%	-16.31%	8.3900	-81.32%	-39.47%
SW 其他石化	350.2746	0.59%	-5.24%	-4.4899	亏损	-79.86%
SW 磷肥及磷化工	315.2536	6.60%	-7.96%	27.7435	-29.52%	17.56%
SW 煤化工	301.5398	-19.89%	4.24%	15.2596	-77.29%	89.34%
SW 油品石化贸易	237.2590	78.92%	-11.75%	31.0753	36.04%	3.67%

	营业收入	同比	环比	归母净利润	同比	环比
SW 油气及炼化工程	227.1292	-0.92%	-40.11%	6.3268	139.45%	18.56%
SW 改性塑料	219.6869	7.11%	-11.56%	7.0084	-18.72%	-33.59%
SW 复合肥	216.8189	-11.15%	25.11%	11.3044	-21.68%	1141.70%
SW 食品及饲料添加剂	215.5669	108.81%	-39.52%	18.3370	11.25%	-29.49%
SW 涤纶	211.8153	49.53%	-7.17%	4.1754	49.96%	-47.51%
SW 氮肥	185.8733	138.10%	-3.61%	13.2602	220.88%	107.33%
SW 其他化学原料	149.1848	139.56%	-4.13%	7.8072	-16.12%	145.77%
SW 其他塑料制品	145.0656	27.18%	-3.15%	6.1258	-48.04%	-185.44%
SW 有机硅	142.9210	28.99%	6.99%	14.7726	-22.24%	58.62%
SW 氟化工	122.8877	-7.66%	-19.22%	6.2659	-67.35%	-59.31%
SW 纯碱	114.5163	31.54%	-3.07%	10.1913	-53.89%	89.84%
SW 钛白粉	109.1710	1.80%	9.02%	6.5465	-57.44%	2506.09%
SW 民爆制品	107.4145	3.51%	-28.57%	6.0909	-55.36%	-204.15%
SW 无机盐	106.2812	-22.42%	-3.78%	12.8802	-28.34%	100.95%
SW 氨纶	90.4376	-13.92%	7.10%	7.8445	-49.36%	87.65%
SW 钾肥	77.2199	-22.46%	-33.47%	36.5118	-23.00%	-34.70%
SW 纺织化学制品	76.2488	-14.96%	-37.90%	3.9432	-51.77%	-32.44%
SW 膜材料	69.7402	-0.18%	-5.82%	1.7072	-77.40%	-122.12%
SW 非金属材料III	65.4490	-41.38%	-15.34%	7.4054	-71.40%	10.10%
SW 炭黑	54.2435	20.51%	-10.36%	0.1403	-88.21%	-83.33%
SW 锦纶	46.4865	-28.73%	-2.84%	0.1359	-96.98%	-112.51%
SW 合成树脂	46.2315	-8.43%	-19.57%	3.7064	11.40%	-18.55%
SW 其他化学纤维	38.1083	15.81%	-5.37%	4.9745	-20.70%	10.88%
SW 胶黏剂及胶带	31.9484	28.84%	-8.85%	-0.4183	亏损	-157.80%
SW 涂料油墨	29.0110	-8.64%	-11.65%	0.1371	-93.61%	-116.02%
SW 其他橡胶制品	26.8302	-10.92%	-27.11%	1.5897	-41.21%	-41.25%
SW 橡胶助剂	14.7614	3.42%	0.19%	1.7134	-7.70%	27.37%
SW 粘胶	10.8474	-86.14%	4.94%	-0.2298	亏损	-72.59%

资料来源：Wind、山西证券研究所

2.2.2 子行业盈利能力同比普遍下滑

子行业净资产收益率、毛利率普遍同比下滑，纯碱、聚氨酯、有机硅、油气炼化工程等行业研发费用同比增幅较大，粘胶、氨纶等研发费用有所减少；经营性现金流量净额方面，炼油化工、油气开采、纺织化学等行业现金流有所改善；资本支出方面，油气开采、钾肥、有机硅等行业资本开支增幅居前。

表 5：23Q1 化工子行业财务数据

	ROE (%)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (%)	研发费用 (亿元)	同比	经营性现金流量 净额 (亿元)	同比	资本支出 (亿元)	同比
纯碱	16.36	-14.07	23.20	-12.29	1.91	175.81%	6.85	-56.45%	8.29	171.18%
氯碱	6.01	-7.53	11.56	-6.88	4.74	-13.97%	-19.47	亏损	30.82	33.47%
无机盐	12.80	-3.32	29.17	3.44	1.64	27.65%	7.75	-70.16%	9.72	22.14%
化学原料	8.11	-9.09	13.09	-8.61	3.62	415.25%	7.35	62.68%	19.35	115.66%
煤化工	8.55	-12.75	12.93	-14.86	6.94	-14.45%	5.80	-90.44%	50.72	-14.91%
钛白粉	8.62	-11.02	17.59	-10.84	4.36	15.07%	2.37	-68.85%	16.13	18.42%
涂料油墨	0.96	-5.68	18.88	-1.20	1.42	13.66%	-0.56	-63.77%	3.09	9.08%
民爆制品	6.73	-2.81	22.28	-9.76	2.52	9.71%	-9.25	亏损	7.55	17.81%
纺织化学	4.42	-3.02	20.63	-5.24	2.79	-19.24%	15.24	165.75%	6.12	-19.99%
化学制品	6.82	-9.18	14.46	-4.95	13.27	-13.98%	-0.03	-99.31%	61.26	-13.03%
氟化工	12.71	-2.24	17.26	-11.88	5.67	-10.74%	2.38	-83.04%	24.27	6.45%
聚氨酯	17.21	-9.36	17.53	-0.95	9.83	5.94%	43.30	36.32%	108.56	75.45%
食品添加	13.11	1.05	20.49	-10.28	4.96	59.30%	7.44	3.83%	21.14	45.66%
有机硅	14.04	-10.46	22.43	-4.86	5.16	56.92%	-18.30	亏损	44.04	384.56%
胶黏剂	3.33	-2.01	8.97	-3.79	1.16	49.99%	-3.67	亏损	3.04	-21.40%
SW 涤纶	4.31	-1.10	5.36	-4.12	2.83	-4.40%	-28.93	亏损	13.01	-36.16%
SW 粘胶	-2.10	-2.48	12.94	-2.54	0.07	-84.61%	0.03	-99.69%	1.76	-126.02%
化学纤维	15.74	-3.67	23.31	-7.76	1.77	33.21%	0.41	-93.30%	11.81	108.89%
SW 氨纶	6.06	-24.71	17.51	-7.90	2.87	-31.62%	1.57	-50.64%	10.78	-3.98%
SW 锦纶	1.56	-19.58	10.53	-4.58	1.14	-3.20%	-2.78	亏损	5.84	24.23%
塑料制品	5.08	-3.01	12.00	-10.46	2.76	-35.06%	-11.39	亏损	12.91	-14.17%
改性塑料	8.16	1.35	13.66	-1.33	7.24	2.62%	4.21	扭亏	27.69	-8.58%
合成树脂	8.20	0.43	22.14	3.23	2.04	-0.03%	0.03	扭亏	2.24	26.00%
膜材料	2.15	-3.50	16.14	-7.76	3.72	31.09%	-8.96	亏损	10.62	-20.18%
橡胶制品	6.18	-0.10	21.89	-2.36	1.04	29.97%	1.15	扭亏	10.47	253.05%
炭黑	4.78	-3.44	5.80	-1.84	0.51	7.77%	-6.06	亏损	1.97	72.41%
橡胶助剂	13.02	1.95	24.93	-2.53	0.59	-10.10%	1.71	50.36%	1.08	22.38%
氮肥	13.53	2.87	14.86	-0.11	3.73	970.33%	18.85	77.74%	21.85	3355.31%
磷肥	22.15	-13.22	17.82	-6.61	4.56	14.75%	3.84	-87.80%	22.20	10.13%
农药	12.14	3.18	24.88	-3.07	12.74	1.96%	-22.30	亏损	33.34	1.54%
钾肥	42.96	2.41	67.33	-6.32	0.56	36.02%	21.18	-62.12%	7.15	139.84%
复合肥	8.41	-5.15	12.61	-2.04	2.36	4.81%	-15.95	亏损	19.49	104.38%
非金属材料	14.21	-16.28	22.43	-13.77	1.19	-69.47%	4.23	2344.54%	7.94	-66.01%
油气开采	22.28	扭亏	49.43	-7.46	3.73	2409.48%	537.88	2962.49%	253.43	3222.77%
油田服务	8.46	5.61	10.61	0.87	6.65	-4.54%	13.67	扭亏	19.36	26.95%
炼化工程	4.53	3.78	10.65	3.23	4.27	70.29%	-93.96	亏损	3.94	0.81%
炼油化工	8.35	-1.77	17.18	-1.96	107.20	17.32%	1,053.33	78.21%	1,043.91	-5.56%
油品贸易	28.44	8.76	21.02	-6.88	0.44	-3.92%	19.16	96.01%	22.34	176.51%

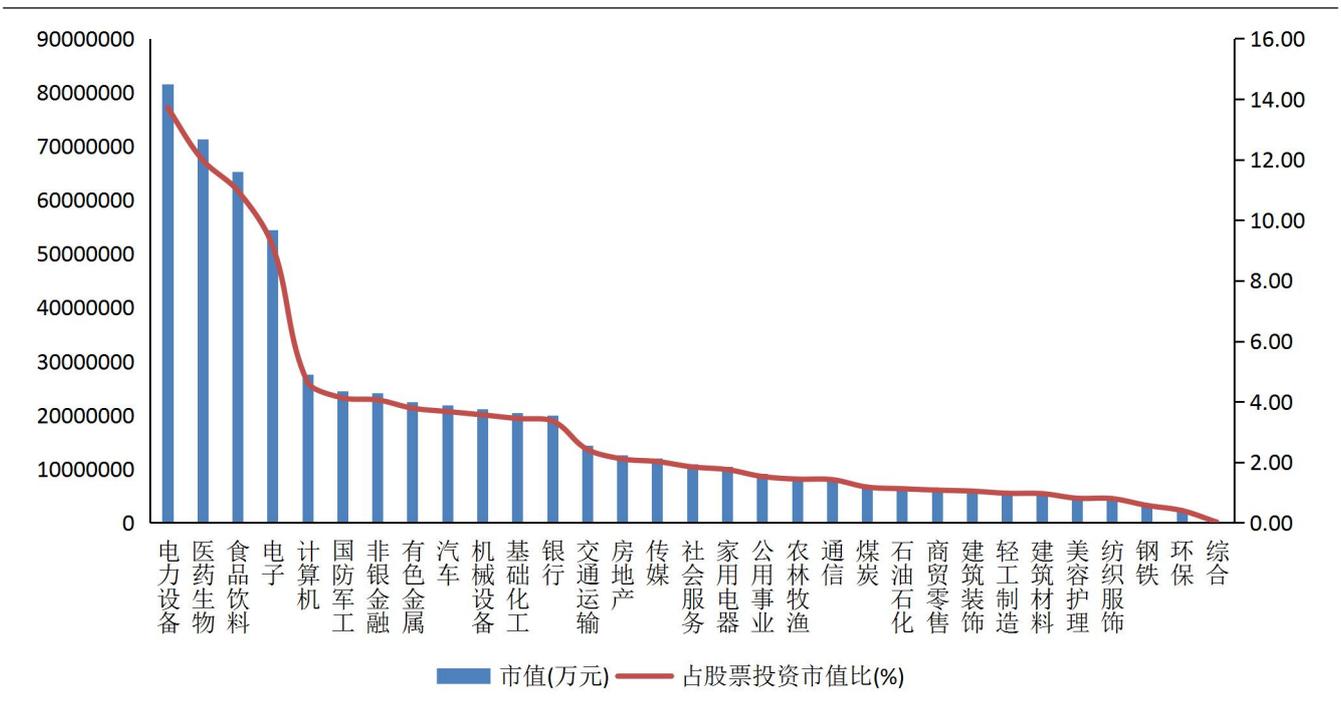
	ROE (%)	同比 (%)	毛利率 (%)	同比 (%)	研发费用 (亿元)	同比	经营性现金流量 净额 (亿元)	同比	资本支出 (亿元)	同比
其他石化	-2.06	-16.68	5.51	-3.41	5.59	-1.75%	-22.62	亏损	49.41	-14.64%

资料来源：Wind、山西证券研究所

3. Q1 基金持仓分析

3.1 基础化工持仓市值居前，氮肥、膜材料持仓市值占比提升

图 4：2022 一级行业持仓市值（万元）



资料来源：Wind、山西证券研究所

2022 年基础化工行业的基金持仓占比股票投资市值为 3.45%，石化行业占比为 1.12%，排名前三的分别为电力设备、医药生物、食品饮料，其持仓市值占比分别为 13.72%、11.99%、10.98%，排名靠后的分别为综合、环保、钢铁，其占比分别为 0.02%、0.4%、0.57%。

化工行业基金持股占比有所下降。2023Q1 基础化工持股比例为 2.68%，同比-0.83pct，环比-1.3pct；石油石化持股占比为 0.61%，同比-0.07pct，环比-0.61pct。

基金对氮肥、膜材料等子行业持仓市值占比提升。2023Q1 基金对氮肥、涂料油墨、膜材料持股比例分别为 11.42%、5.78%、6.78%，相较于 2022 年分别提高 5.53pct、4.98pct、4.75pct。2023Q1 基金对氮肥、纯碱、膜材料持股比例分别为 11.42%、9.12%、6.78%，同比 2022Q1 提升 11.42pct、5.33pct、3.66pct。

图 5：基础化工机构持仓市值（万元）



图 6：石油石化机构持仓市值（万元）



资料来源：Wind，山西证券研究所

资料来源：Wind，山西证券研究所

表 6：2023Q1 化工子行业基金持股比例 (%)

	22Q1	同比	22 年	环比	23Q 1
SW 纯碱	3.7858	5.3305	12.7107	-3.5944	9.1163
SW 氯碱	0.5828	0.2270	1.4074	-0.5976	0.8098
SW 无机盐	1.7532	-0.3002	2.3396	-0.8866	1.4530
SW 其他化学原料	0.9659	3.0894	3.9982	0.0571	4.0553
SW 煤化工	6.1112	-4.9019	4.0955	-2.8862	1.2093
SW 钛白粉	8.4218	-4.4965	5.8257	-1.9004	3.9253
SW 涂料油墨	9.6977	-3.9156	0.8014	4.9807	5.7821
SW 民爆制品	4.4951	-2.9358	1.5264	0.0329	1.5593
SW 纺织化学制品	1.6828	-0.9209	2.0678	-1.3059	0.7619
SW 其他化学制品	4.3969	-1.6533	4.8458	-2.1022	2.7436
SW 氟化工	2.2028	0.9663	5.5646	-2.3955	3.1691
SW 聚氨酯	3.7823	1.7410	6.5362	-1.0129	5.5233
食品及饲料添加剂	2.0921	0.7795	4.7914	-1.9198	2.8716
SW 有机硅	2.4795	-1.7226	2.5832	-1.8263	0.7569
SW 胶黏剂及胶带	6.0307	-1.1865	8.0699	-3.2257	4.8442
SW 涤纶	7.5636	-4.8980	4.9990	-2.3334	2.6656
SW 粘胶	3.3435	-1.0199	3.4518	-1.1282	2.3236
SW 其他化学纤维	1.2440	0.3273	2.6613	-1.0900	1.5713
SW 氨纶	2.1859	-0.4657	2.6422	-0.9220	1.7202
SW 锦纶	5.0217	-1.4350	5.4413	-1.8546	3.5867
SW 其他塑料制品	8.7878	-5.4930	3.7859	-0.4911	3.2948
SW 改性塑料	8.7469	-5.2623	5.0819	-1.5973	3.4846
SW 合成树脂	3.1038	-0.1324	4.0840	-1.1126	2.9714
SW 膜材料	3.1252	3.6556	2.0340	4.7468	6.7808
SW 其他橡胶制品	8.0953	-5.9277	5.3240	-3.1564	2.1676

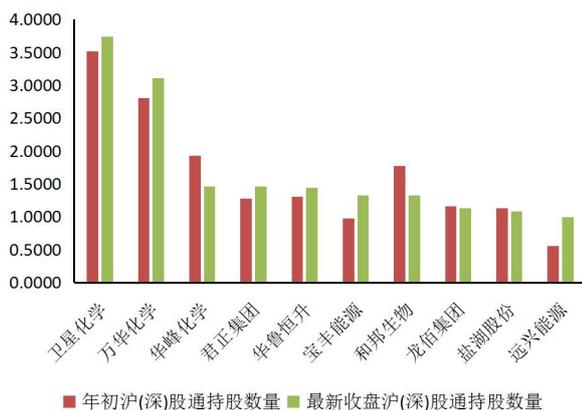
	22Q1	同比	22年	环比	23Q1
SW 炭黑	11.7828	0.3312	9.6482	2.4658	12.1140
SW 橡胶助剂	3.7641	-2.3342	3.5992	-2.1693	1.4299
SW 氮肥		11.4164	5.8825	5.5339	11.4164
SW 磷肥及磷化工	1.4321	-0.8825	1.9475	-1.3979	0.5496
SW 农药	4.2455	1.0647	5.8492	-0.5390	5.3102
SW 钾肥	4.7013	-3.5081	3.4077	-2.2145	1.1932
SW 复合肥	5.1373	-3.5760	4.4271	-2.8658	1.5613
SW 非金属材料III	3.7292	0.0094	9.1164	-5.3778	3.7386
SW 油气开采III	0.7969	-0.3541	0.8778	-0.4350	0.4428
SW 油田服务	0.7435	0.1529	1.5632	-0.6668	0.8964
SW 油气及炼化工程	0.4047	0.7285	1.9662	-0.8330	1.1332
SW 炼油化工	0.4166	-0.0682	0.8781	-0.5297	0.3484
SW 油品石化贸易	12.1860	-0.3964	12.0967	-0.3071	11.7896
SW 其他石化	2.9407	-1.2003	4.1519	-2.4115	1.7404

资料来源：Wind、山西证券研究所

2023Q1 化工持股市值排名前五的分别为万华化学、华鲁恒升、广汇能源、荣盛石化、石英股份，一季度持仓变动排名前五的分别为广汇能源、中国石化、中国石油、海油发展、远兴能源，持有基金数靠前的分别为万华化学（343 个）、华鲁恒升（212 个）、中国石化（146 个）、中国海油（132 个）。

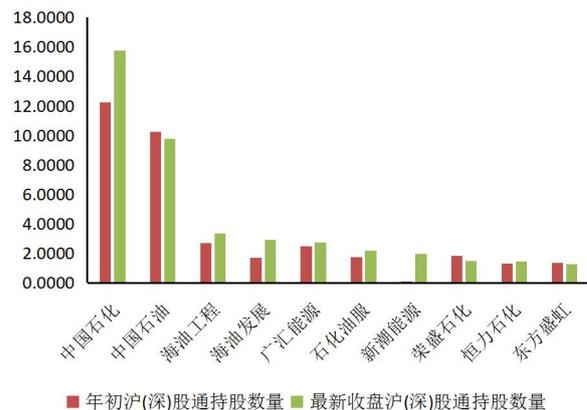
3.2 北向资金分析

图 7：基础化工北向基金（截至 5 月 9 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

图 8：石化北向基金（截至 5 月 9 日）



资料来源：Wind，山西证券研究所

年初至今北向资金积极增持石化行业央企，同时对传统炭黑、染料、纯碱龙头加大持仓力度。从北向资金数据来看，基础化工板块沪深股通持股数量前五的分别为卫星化学、万华化学、华峰化学、君正集团、

华鲁恒升，较年初持股数量明显提升的公司分别为黑猫股份（+319.81%）、浙江龙盛（+43.07%）、远兴能源（+80.1%）。石化板块沪深股通持股数量前五的分别为中国石化、中国石油、海油工程、海油发展、广汇能源，较年初持股数量明显提升的公司分别为新潮能源（+2285.69%）、中国海油（+985.37%）、海油发展（+72.79%）。

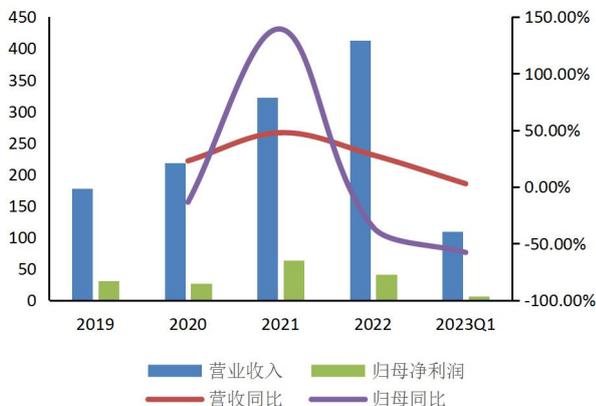
4. 重点关注子行业

4.1 钛白粉：业绩承压显著，期待边际改善

4.1.1 Q1 盈利未明显改善，行业处于周期底部

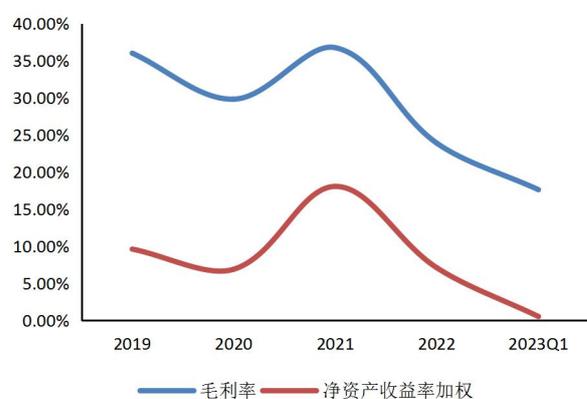
2022 年钛白粉板块实现收入 412.71 亿元，同比+28.13%，实现归母净利润 41.1 亿元，同比-35.6%。23Q1 钛白粉板块实现收入 109.17 亿元，同比+2.83%，实现归母净利润 6.55 亿元，同比-57.79%。2022 年钛白粉板块 ROE、毛利率普遍下滑，原料端产品价格同步上移，钛白粉行业盈利情况仍没有明显改善，增收不增利，行业利润水平仍处于需要修复的状态。

图 9：钛白粉收入利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

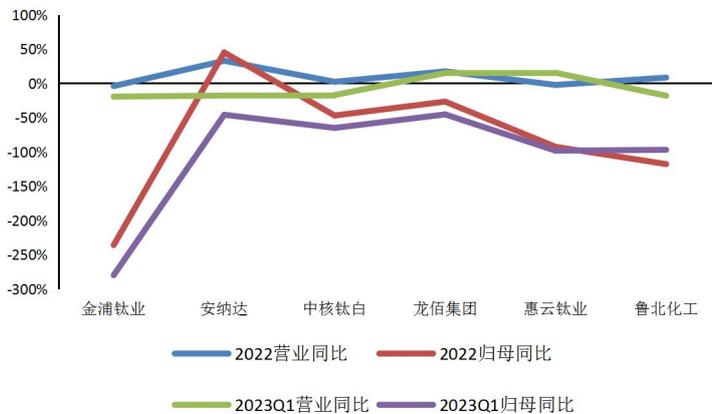
图 10：钛白粉 ROE 和毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2022 年龙佰集团公司实现营业收入 241.13 亿元，同比增长 17.25%；归属于上市公司股东净利润 34.19 亿元，同比减少 26.88%。2022 年上半年硫磺、硫酸等原材料价格大幅上涨，下半年市场需求收缩，相比较原材料价格下跌，钛白粉、铁精矿跌价速度更快，导致公司经营效益收窄。Q1 公司实现营业收入 69.77 亿元，同比增长 14.78%；归母净利润 5.79 亿元，同比下降 45.55%，公司利润低于同期主要原因是主营产品钛白销售价格大幅低于去年同期，原辅材料成本处于高位。一季度行业景气下行，钛白粉板块上市公司归母净利润普跌，其中金浦钛业同比由盈转亏。

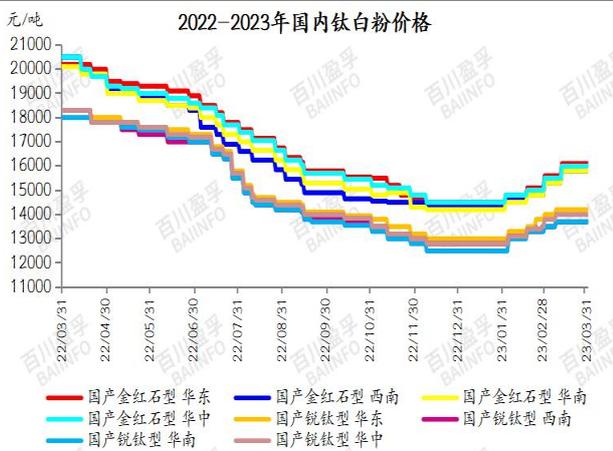
图 11：上市公司营收、归母同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

4.1.2 高成本弱需求博弈，钛白粉出口量呈增长趋势

图 12：钛白粉价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

图 13：钛白粉产量表观消费量（吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

受宏观经济增长速度放缓、房地产等主要终端消费行业难转景气的影响，国内下游需求继续表现为自 2021 年下半年开始的疲弱状态，钛白粉市场供需错配，高成本与弱需求博弈。从 2023 年 2 月开始钛白粉逐渐步入上行通道，价格触底反弹，而整体需求端托市不足，市场涨势受到限制，根据百川盈孚数据显示，截至 3 月底硫酸法金红石型钛白粉市场主流报价为 15700-16700 元/吨，锐钛型钛白粉市场主流报价为 13700-14500 元/吨，氯化法钛白粉市场主流报价为 17500-18500 元/吨。钛白粉行业规模不断扩大，据百川盈孚统计，2022 年中国钛白粉产量约 359 万吨，与去年同期产量有所下降。从钛白粉细分产品产量占比来看，金红石型钛白粉占比约为 83.91%；锐钛型钛白粉占比约为 15.3%。近年来钛白粉出口呈现增长趋势，消

费量有所下降。

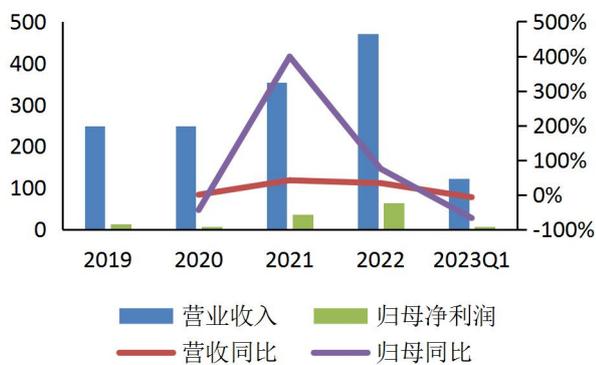
展望 23 年二季度及以后，二季度国内部分企业存新增投产计划，整体国内供应或维持相对高位。需求面来看，二季度逐步进入传统淡季，市场也多关注政策落地的进一步带动作用，随着各项积极政策持续发力，叠加需求端的逐渐修复，预计钛白粉表观消费量将保持稳定增长，盈利有望边际改善。

4.2 氟化工：盈利向好，行业高景气持续

4.2.1 受下游新能源材料拉动，氟化工迎来景气周期

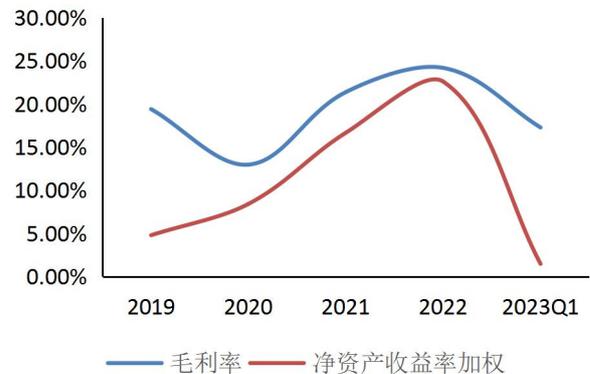
2022 年氟化工板块实现收入 471.37 亿元，同比+33.49%，实现归母净利润 62.96 亿元，同比+74.8%。23Q1 氟化工板块实现收入 122.89 亿元，同比-7.2%，实现归母净利润 6.27 亿元，同比-67.33%。2020-2022 年氟化工板块 ROE、毛利率持续向好，行业景气持续，作为新能源材料的氟化工产品，受下游高景气的拉动，产品价格高位波动运行，二代氟制冷剂 HCFCs 产量因受配额控制，产品盈利较强；三代氟制冷剂 HFCs 受《蒙特利尔议定书》基加利修正案、上游氯化物原料价格上涨等不利因素影响，行业总体开工水平低位运行，行业竞争格局继续趋向集中。

图 14：氟化工收入利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

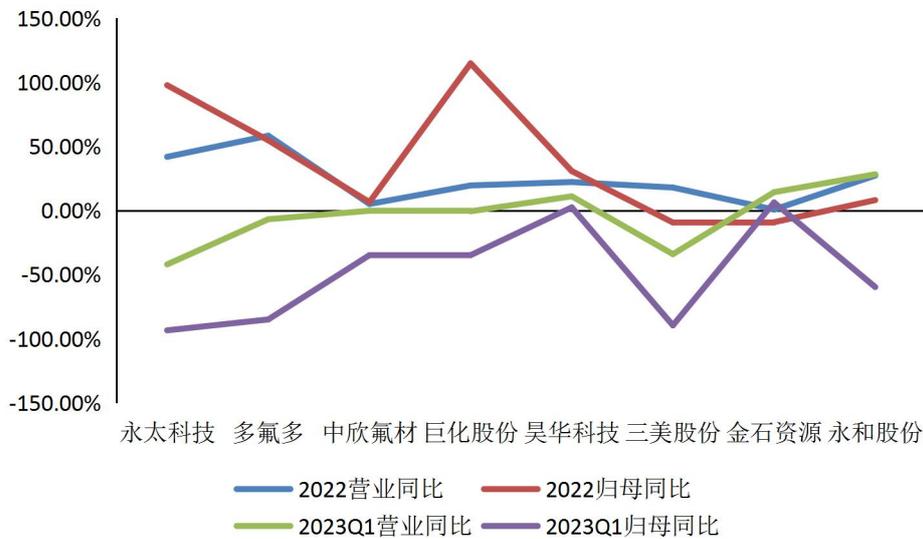
图 15：氟化工毛利率及 ROE（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2022 年巨化股份实现营收 214.89 亿元，同比+19.48%，实现归母净利润 23.81 亿元，同比+114.66%。Q1 实现营收 45.76 亿元，同比-0.68%；实现归母净利 1.53 亿元，同比-34.89%。一季度氟化工板块上市公司除昊华科技和金石资源外，营收、归母净利润增速普遍下滑。

图 16: 上市公司营收、归母同比 (%)

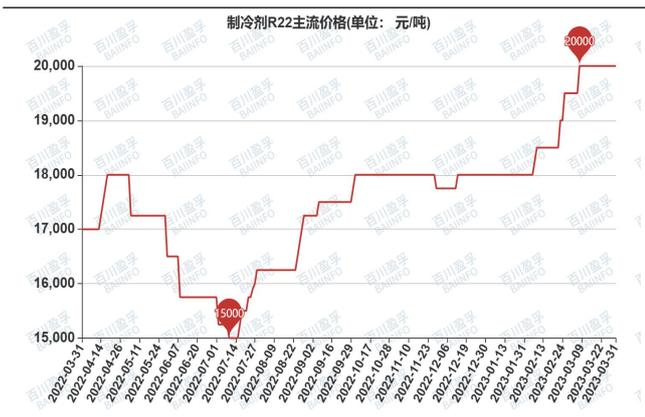


资料来源: Wind, 山西证券研究所

4.2.2 行业旺季来临, 价格有望持续高位

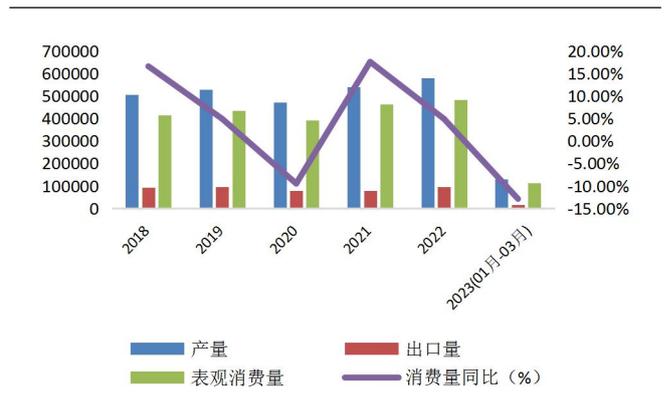
2023 年第一季度, 制冷剂市场行情向好, 目前制冷剂市场处于淡季到旺季切换期间。随着气温升高, 制冷剂将迎来需求旺季, 供需格局继续转好, 制冷剂 R22 市场稳中上行, 较上季度末价格涨幅约为 8.3%, 成交价格基本维稳在 19500-20500 元/吨。制冷剂 R32 市场行情向好, 较上季度末涨幅约为 15.4%。

图 17: R22 价格走势 (元/吨)



资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

图 18: R22 产能表现消费量 (万吨)



资料来源: 百川盈孚, 山西证券研究所

短期看, 市场旺季来临, 终端需求稳步回升, 供需格局逐渐转好, 加之成本面强势支撑, 价格有望稳中上涨。长期看, 至 2024 年将执行配额制, 三代制冷剂机会来临, 盈利将更多的关注企业的成本管控和行业整合能力。

4.3 钾肥：22 年业绩超预期高增长

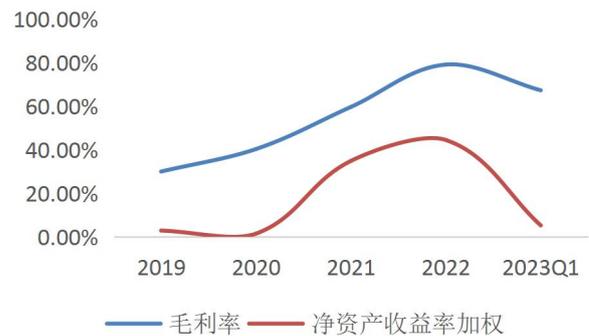
4.3.1 钾肥高景气下，ROE、毛利率趋势持续向好

图 19：钾肥收入利润（亿元）及增速（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

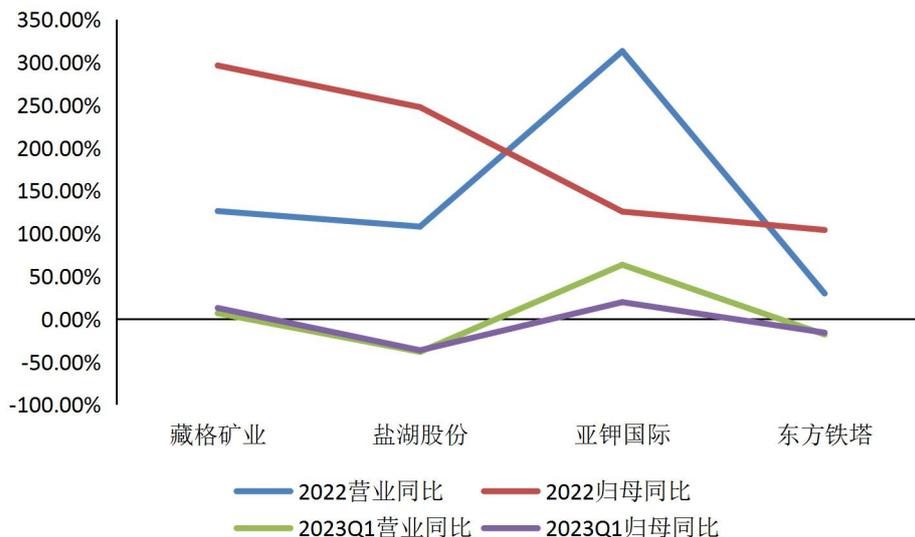
图 20：钾肥 ROE、毛利率（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

2022 年钾肥板块实现收入 424.08 亿元，同比+120.49%，实现归母净利润 232.48 亿元，同比+241.84%。23Q1 钾肥板块实现收入 77.22 亿元，同比-22.46%，实现归母净利润 36.51 亿元，同比-23%。在钾肥高景气下，ROE、毛利率趋势持续向好。

图 21：上市公司营收、归母同比（%）



资料来源：Wind，山西证券研究所

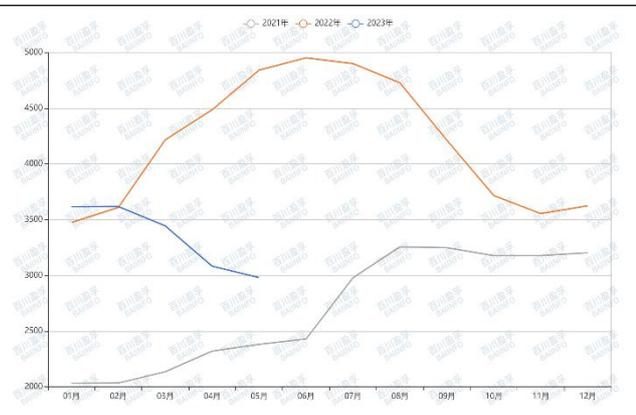
氯化钾量价齐升，钾肥板块上市公司业绩大幅增长。2022 年盐湖股份实现营业收入 307.48 亿元，同比+108.06%，归属母公司股东的净利润 155.65 亿元，同比+247.55%。2022 年亚钾国际实现营业收入 34.66 亿

元，同比+313%；实现归母净利润 20.28 亿元，同比+125.58%。2023Q1 盐湖股份实现营业收入 47.07 亿元，同比-38.21%；归母净利润 22.25 亿元，同比-36.37%；亚钾国际实现营业收入 8.54 亿元，同比+63.49%；归母净利润 3.36 亿元，同比+19.82%。

4.3.2 22 年价格突破历年新高，市场仍存潜在需求待释放

2022 年氯化钾市场价格呈倒“V”字走势，2021 年至 2022 年上半年价格在国内供应紧俏，国际局势变化的双重作用下价格持续上行，价格突破近几年新高。下半年农需进入淡季，高价下游接受度有限，国际市场价格出现回落带动国内价格走低，但从近几年价格走势来看，氯化钾价格依然处于高位。2023Q1 氯化钾市场价格整体呈现下滑局势。

图 22：近三年氯化钾价格走势（元/吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

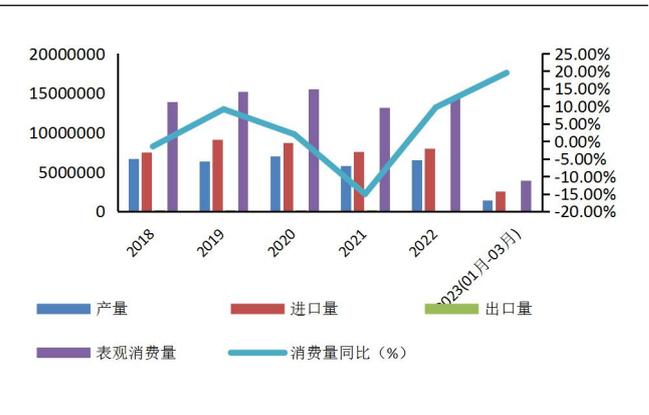
展望 23 年全年，氯化钾市场下游需求支撑有限，整体供应量较为充足，尽管价格不能维持去年高位，未来需关注国际市场及中国印度大合同进展，氯化钾市场仍存潜在需求待释放。

5. 投资建议

2023 年预计成本端对化工品价格的影响将减弱，需求有望逐步回暖，由于供应端仍处产能投放周期，供需矛盾压力依然较大，需求复苏不足以支撑价格持续上涨，伴随着成本压力的缓解，化工行业盈利能力有望边际改善。

我们建议关注：（1）全球种植面积继续扩大背景下，农药化肥景气有望保持。2022 年的农化行业处在 21 年双控双限的周期修复中，17 年以来的农化产能建设周期结束，产能逐步释放，原药产品价格高位回调。2022 年 12 月份召开的中央经济工作会议中提出了全面推动乡村振兴，实施新一轮千亿斤粮食产能提升行动，绿色农药将成为 2023 年农药行业发展方向，同时粮食安全危机下全球肥料需求增速加大，带动对于钾肥、

图 23：氯化钾产量、表观消费量（吨）



资料来源：百川盈孚，山西证券研究所

氮肥等需求，农化有望持续高景气。重点关注扬农化工、盐湖股份。(2) 近年来国内的光伏 EVA 需求较大，市场供需处于紧平衡的状态；POE 目前全部依靠进口，技术壁垒很高，政策有望加速国产替代步伐。EVA、POE 等与新能源相关的化工原料需求有望保持较快增长，中长期来看，随着新能源产业的快速发展，市场对于新材料需求量不断增加，看好受益国产替代的龙头公司，关注万华化学。

6. 风险提示

宏观经济波动的风险。宏观经济波动导致需求低于预期，影响企业的盈利。

新建产能项目不达预期的风险。若新建产能不能按时投产、产能释放不及预期，造成业绩不达预期。

原材料价格波动风险。原材料价格波动带来的风险和压力对企业生产经营有一定影响。

分析师承诺：

本人已在中国证券业协会登记为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本人对证券研究报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规，研究方法专业审慎，分析结论具有合理依据。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位或执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

投资评级的说明：

以报告发布日后的 6--12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的涨跌幅为基准。其中：A 股以沪深 300 指数为基准；新三板以三板成指或三板做市指数为基准；港股以恒生指数为基准；美股以纳斯达克综合指数或标普 500 指数为基准。

无评级：因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见的结果的重大不确定事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。（新股覆盖、新三板覆盖报告及转债报告默认无评级）

评级体系：

——公司评级

- 买入： 预计涨幅领先相对基准指数 15%以上；
- 增持： 预计涨幅领先相对基准指数介于 5%-15%之间；
- 中性： 预计涨幅领先相对基准指数介于-5%-5%之间；
- 减持： 预计涨幅落后相对基准指数介于-5%- -15%之间；
- 卖出： 预计涨幅落后相对基准指数-15%以上。

——行业评级

- 领先大市： 预计涨幅超越相对基准指数 10%以上；
- 同步大市： 预计涨幅相对基准指数介于-10%-10%之间；
- 落后大市： 预计涨幅落后相对基准指数-10%以上。

——风险评级

- A： 预计波动率小于等于相对基准指数；
- B： 预计波动率大于相对基准指数。

免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于公司认为可靠的已公开信息，但公司不保证该等信息的准确性和完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，公司不对任何人因使用本报告中的任何内容引致的损失负任何责任。本报告所载的资料、意见及推测仅反映发布当日的判断。在不同时期，公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。公司在知晓范围内履行披露义务。本报告版权归公司所有。公司对本报告保留一切权利。未经公司事先书面授权，本报告的任一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，或以任何侵犯公司版权的其他方式使用。否则，公司将保留随时追究其法律责任的权利。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此声明，禁止公司员工将公司证券研究报告私自提供给未经公司授权的任何媒体或机构；禁止任何媒体或机构未经授权私自刊载或转发公司证券研究报告。刊载或转发公司证券研究报告的授权必须通过签署协议约定，且明确由被授权机构承担相关刊载或者转发责任。

依据《发布证券研究报告执业规范》规定特此提示公司证券研究业务客户不得将公司证券研究报告转发给他人，提示公司证券研究业务客户及公众投资者慎重使用公众媒体刊载的证券研究报告。

依据《证券期货经营机构及其工作人员廉洁从业规定》和《证券经营机构及其工作人员廉洁从业实施细则》规定特此告知公司证券研究业务客户遵守廉洁从业规定。

山西证券研究所：

上海

上海市浦东新区滨江大道 5159 号陆家嘴滨江中心 N5 座 6 楼

太原

太原市府西街 69 号国贸中心 A 座 28 层
电话：0351-8686981
<http://www.i618.com.cn>

深圳

广东省深圳市福田区林创路新一代产业园 5 栋 17 层

北京

北京市西城区平安里西大街 28 号中海国际中心七层
电话：010-83496336

