

库存周期尾声，分化复苏

——基础化工行业2023年中期策略

行业评级：中性

2023年6月9日

分析师

邮箱

证书编号

李辉

lihui01@stocke.com.cn

S1230521120003

目录

CONTENTS

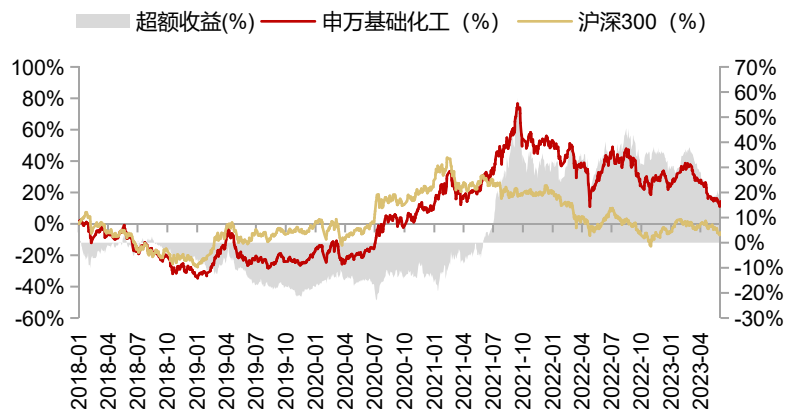
- 01 行业回顾：需求转弱叠加产能释放，行业景气快速回落
- 02 行业展望：库存周期有望见底，看好结构性机会
- 03 投资策略：看好地产竣工链、粘胶和轮胎，看好新材料进口替代
- 04 重点公司推荐
- 05 风险提示

01

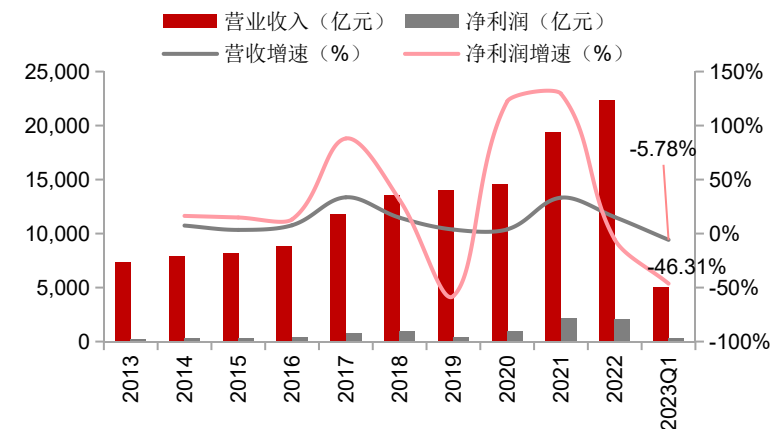
行业回顾：需求转弱叠加产能释放，行业景气快速回落

- 年初至今，申万基础化工指数下跌约8%，显著跑输沪深300。
- 2023Q1，基础化工行业分别实现营收和利润5021和340亿元，同比下降5.78%和46.31%。销售毛利率及净利率分别为17.34%和7.14%，较22年继续下行。
- 化工行业PPI和CCPI继续高位回落，其中CCPI6月跌至4289点，较年初跌10.85%，同比跌28.34%

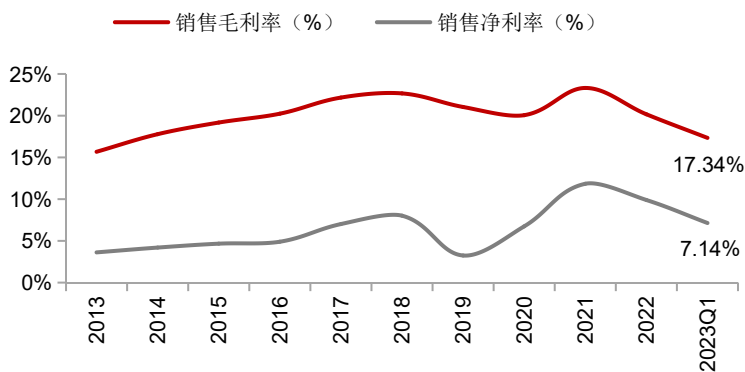
图：基础化工指数年初至今下跌约8%



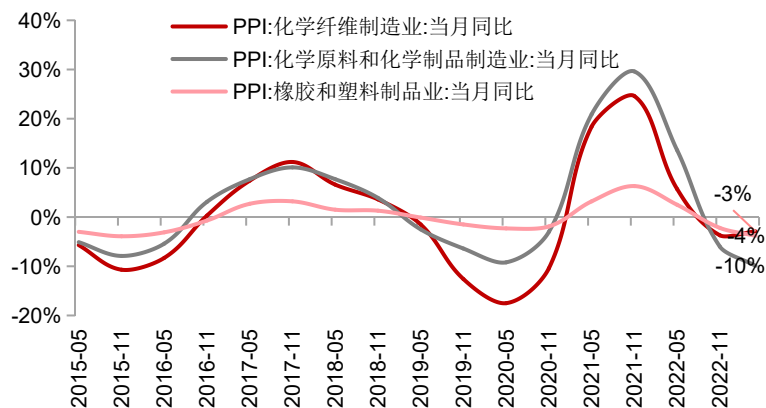
图：化工行业23Q1营收和利润同比下滑



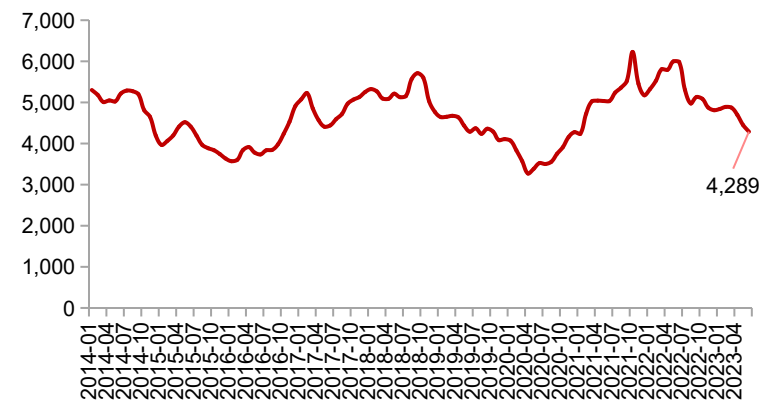
图：化工行业毛利率及净利率下行



图：化工PPI持续回落

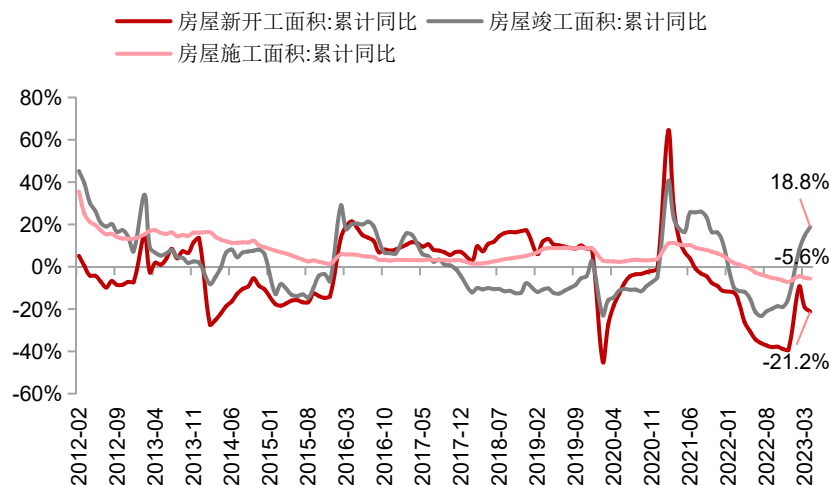


图：化工品价格指数快速下跌

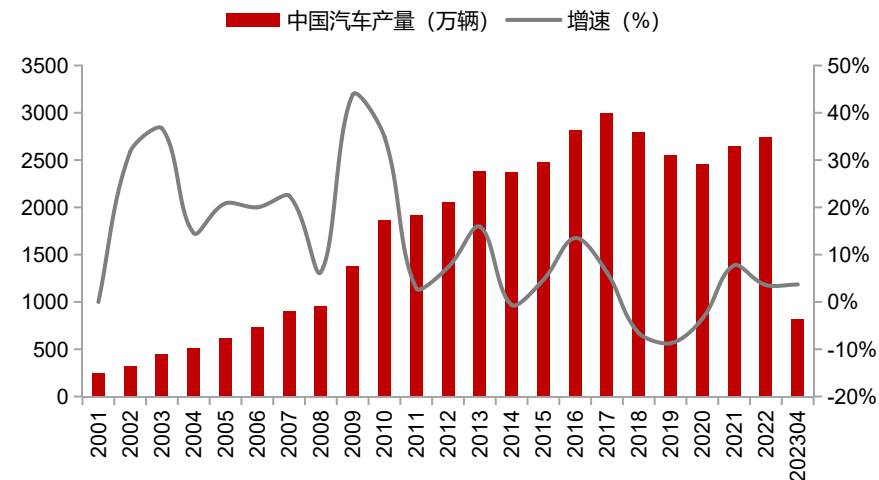


价格见顶回落，内需主要受地产、汽车、纺织服装等增长放缓所致。

图：地产竣工累计同比增速较高



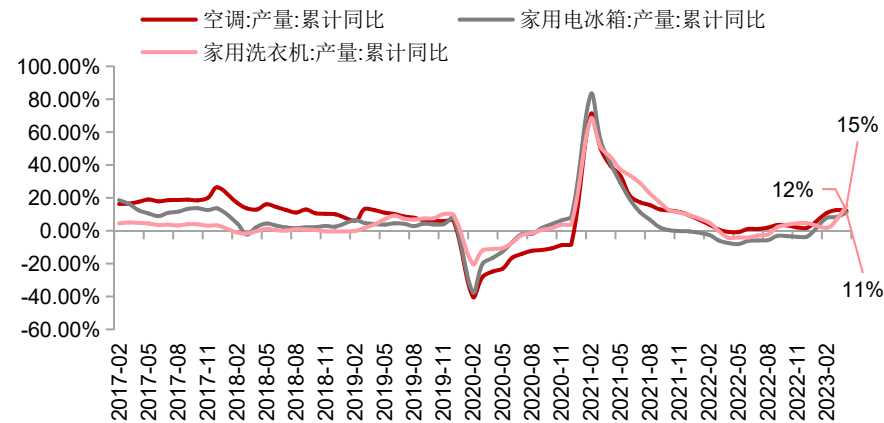
图：汽车产量增长放缓



图：纺织服装行业增速回落



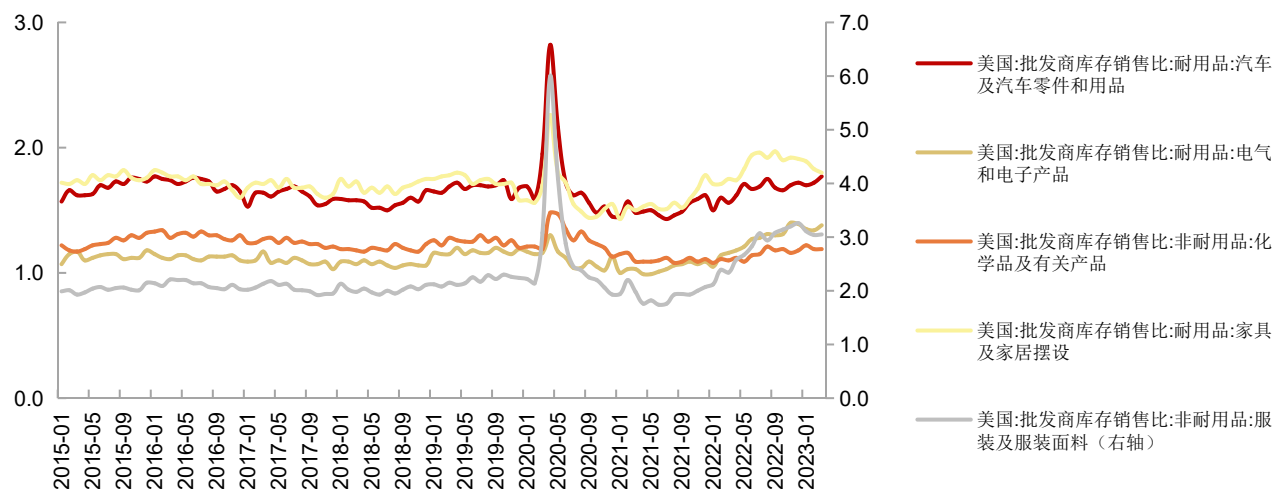
图：低基数下家电产量增速回升



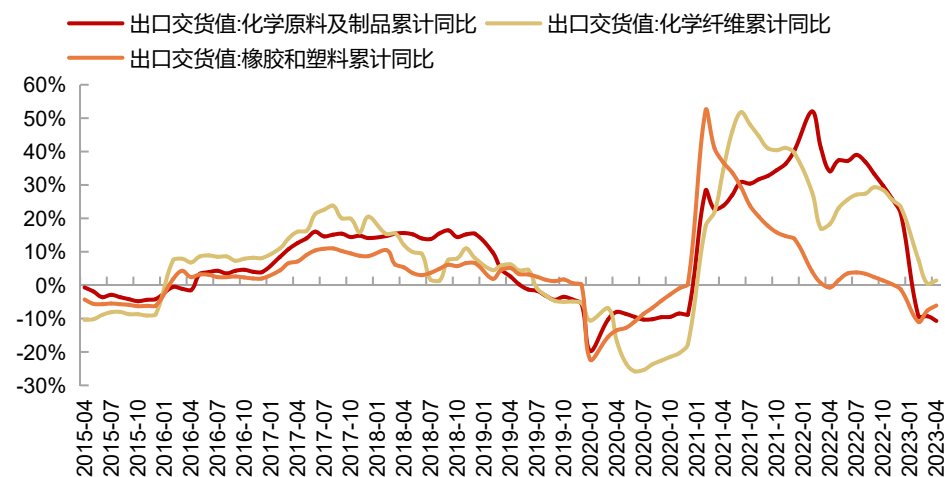
美国批发商库存销售比自2021年下半年开始持续回升，目前仍处相对高位，库存压力较大。

中国化工行业去年以来出口交货值增速持续下滑，其中化学原料及制品、橡胶和塑料在23年前四月均为负增长。

图：美国库存消费比数据显示库存压力上升



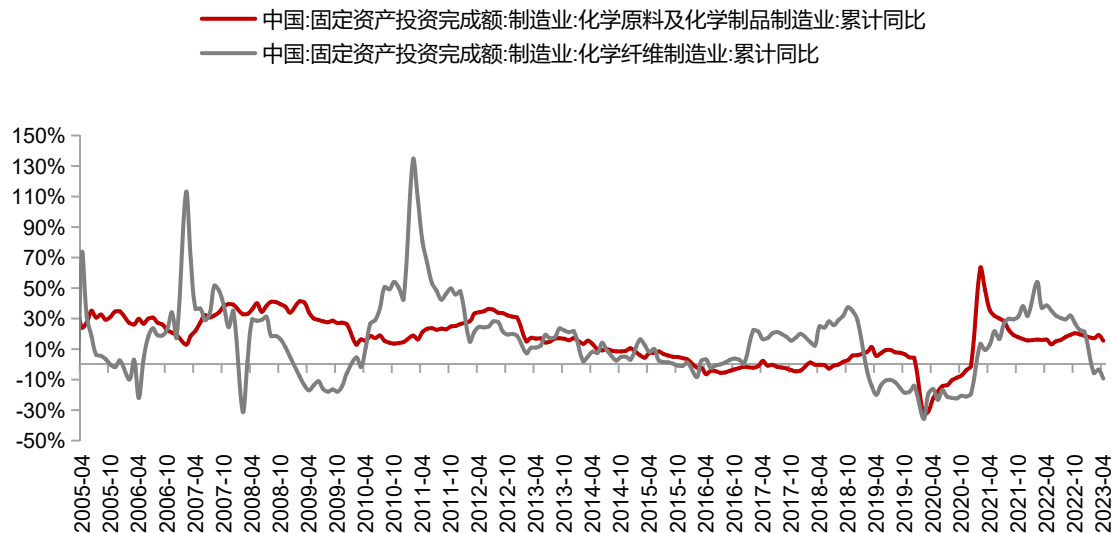
图：中国化工行业出口增速见顶回落



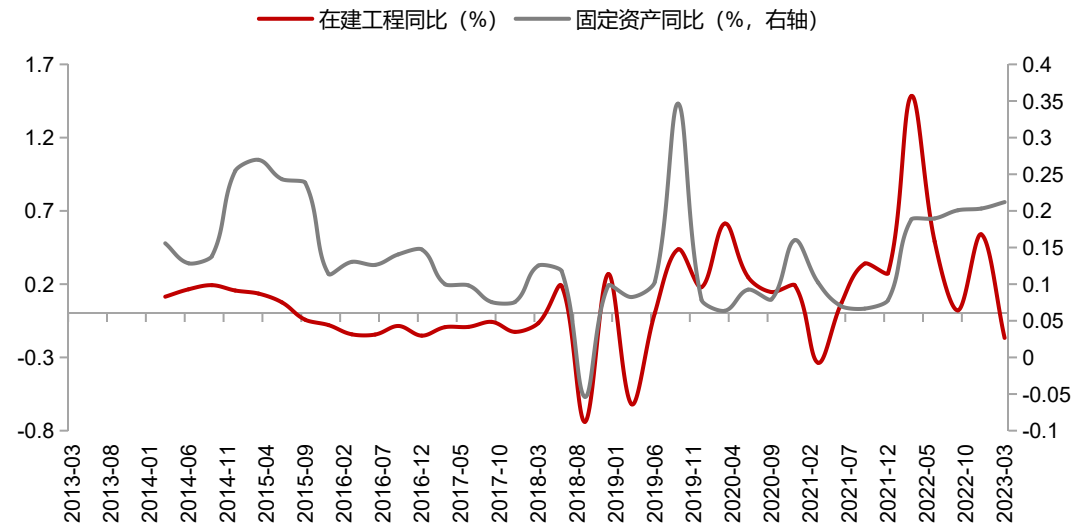
前4月化学原料与制品行业固定资产投资完成额同比增长15.5%，化学纤维同比下滑9.3%

23年1季报基础化工板块上市公司固定资产同比增长21.2%，在建工程出现同比下滑16.7%

图：化工行业固定资产投资增速处于相对高位

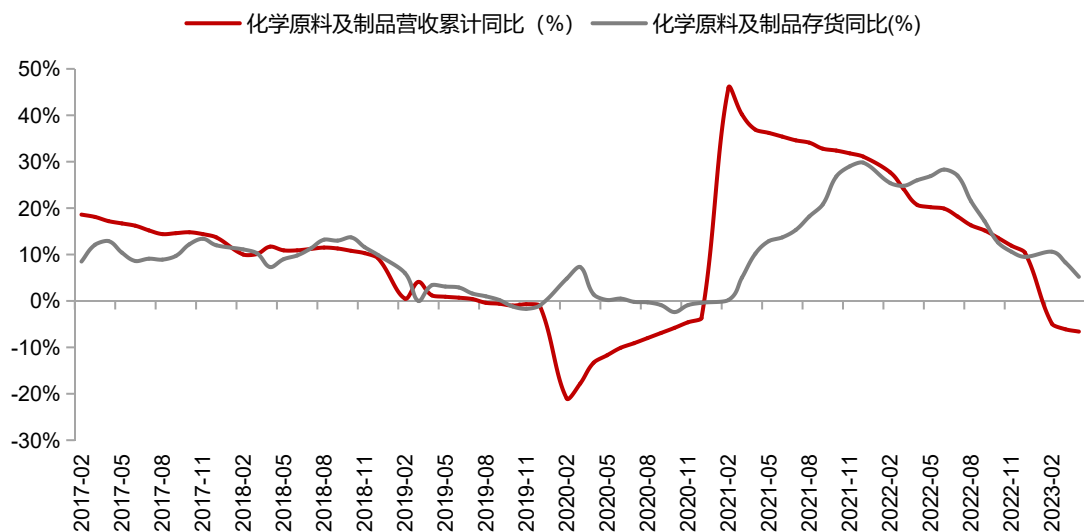


图：上市公司固定资产同比增长21%

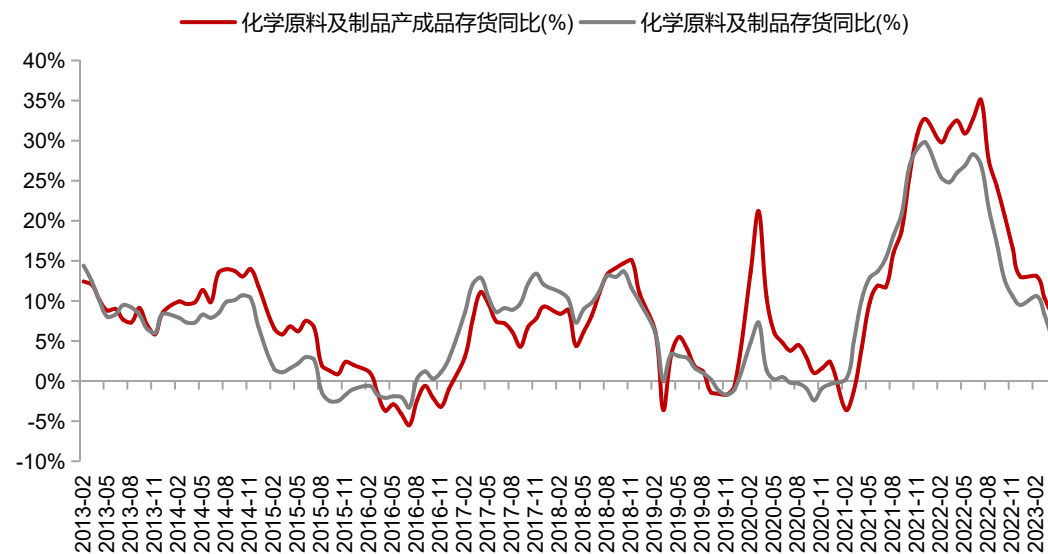


据统计局数据，23年前4月化学原料与制品行业存货0.93万亿较3月下降，累计同比增长5.2%，较3月增速下降3.1PCT。以此推算，预计Q3存货增速进入负增长；22年Q3行业收入快速回落，预计23年Q3行业收入增速企稳回升，下半年有望迎来阶段性补库存

图：收入增长放缓，主动去库存阶段



图：产成品库存压力较大













02

**行业展望：库存周期有望见底，
看好结构性机会**

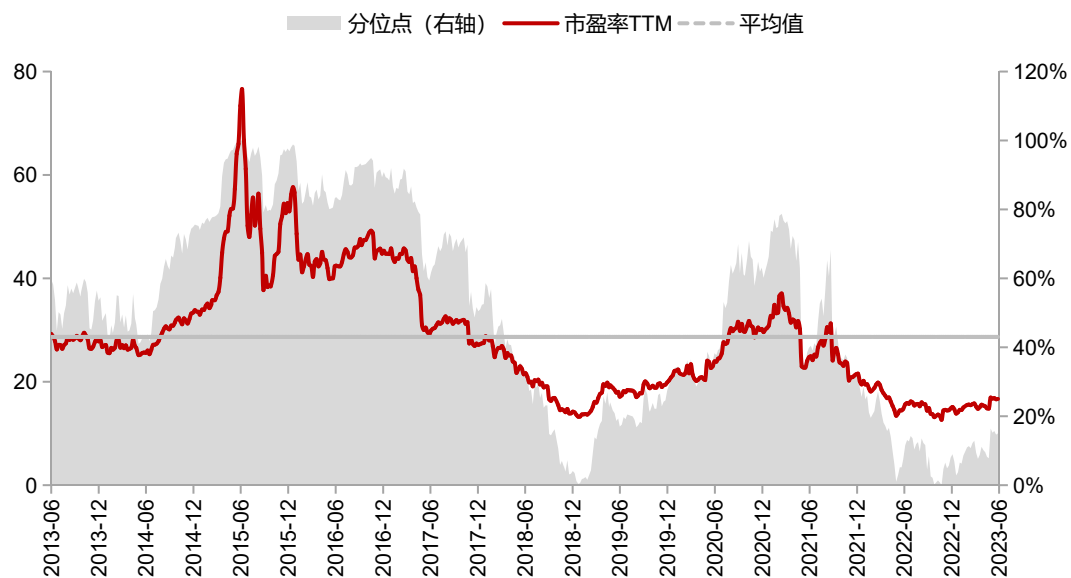
纯碱、短纤、LPG、PTA、苯乙烯、甲醇、尿素等主要化工期货品种期货现货价差处于历史高位，反应当前弱复苏预期。

表：主要化工期货品种期货现货价差处于历史高位

化工产品	现货价格 (元/每吨)				期货价格 (元/每吨)				现货和期货价差 (元/每吨)		
	最新价	历史百分位	最近年度价格	年初以来涨跌幅	最新价	历史百分位	最近年度价格	年初以来涨跌幅	最新价差	历史百分位	历年价差图
纯碱	2,152	61.80%	2,859	2.51%	1,711	33.10%	2,514	-9.20%	441	84.60%	
短纤	7,295	40.30%	7,287	3.20%	7,234	54.90%	7,276	0.69%	61	62.20%	
LPG	4,468	50.50%	5,518	1.31%	3,905	29.30%	4,567	5.69%	563	67.60%	
PVC	5,454	1.90%	5,931	0.41%	5,845	16.10%	6,181	-2.27%	-391	5.10%	
聚丙烯	7,166	3.30%	7,698	-1.38%	6,996	9.10%	7,606	-3.30%	170	31.00%	
PTA	5,650	62.20%	5,817	5.57%	5,562	39.50%	5,655	2.27%	88	67.00%	
乙二醇	3,990	15.00%	4,136	3.53%	4,071	22.90%	4,212	0.12%	-81	25.20%	
苯乙烯	7,974	20.50%	8,420	-0.20%	7,770	38.50%	8,350	-2.13%	204	61.40%	
甲醇	1,942	19.40%	2,254	7.19%	2,089	18.70%	2,474	-7.31%	-147	76.70%	
尿素	2,176	68.40%	2,545	-4.70%	1,754	29.00%	2,284	-11.18%	422	95.70%	

截至23年6月，当前基础化工整体板块PE(TTM)、PB分别为16.68、2.0，处于近十年底部，我们认为市场已经反应基本面的悲观预期。

图：化工行业PE走势



图：化工行业PB走势



表1：主要化工品产能及预计新建产能及开工率统计

		产能 (万吨)												开工率						
		2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024E	2025E	2023扩产率	2024扩产率	2025扩产率	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023Q1
C1	乙二醇	833.7	1045.7	1065.7	1553.9	2090.9	2637.4	2787.4	2917.4	2917.4	6%	5%	0%	78%	65%	65%	53%	56%	50%	57%
	DMF	99	99	99	96	96	107	137	137	137	28%	0%	0%	66%	75%	69%	66%	72%	52%	53%
	辛醇	249	257	249	249	249	272	289	289	289	6%	0%	0%	62%	71%	78%	72%	84%	86%	91%
	醋酸	855	900	935	945	1006	1081	1081	1211	1211	0%	12%	0%	89%	87%	76%	74%	69%	73%	77%
C3	环氧丙烷	329.7	329.7	341.7	345.7	404.7	495.7	587.2	672.2	776.2	18%	14%	15%	69%	78%	77%	77%	79%	78%	70%
	丙烯酸	311.2	273.5	313.5	319.5	353.5	350	350	382	430	0%	9%	13%	58%	62%	66%	69%	58%	57%	72%
	丙烯酸丁	220	225	266	262	288	286	294	366	477.5	3%	24%	30%	0%	0%	0%	22%	50%	54%	50%
C4	MTBE	2036	2158	2240	2260	2260	2270	2316	2316	2316	2%	0%	0%	57%	55%	58%	56%	62%	61%	59%
	芳烃	363	370	401	433	539	569	599	599	659	5%	0%	10%			73%	76%	69%	68%	75%
氯碱	烧碱	3971	4035	4158	4284.5	4581.6	4762.6	4830.6	4880.6	4900.6	1%	1%	0%	85%	85%	83%	85%	85%	82%	83%
	PVC	2473.5	2484.5	2486.5	2602	2614	2771	2801	3156	3196	1%	13%	1%	72%	81%	69%	76%	85%	82%	83%
化肥	纯碱	3119	3140	3290	3327	3416	3485	3505	3625	3625	1%	3%	0%	87%	81%	83%	77%	80%	83%	85%
	尿素	7972	7466	7467	7260	7114	6960	6861	7055	7055	-1%	3%	0%	73%	69%	70%	77%	78%	82%	85%
	磷肥(MAP)	2700	2840	2427	2299	2289	2320	2302	2302	2302	-1%	0%	0%	86%	60%	61%	53%	54%	44%	46%
	磷肥(DAP)	2600	2505	2505	2529	2519	2519	2489	2489	2489	-1%	0%	0%	67%	59%	54%	56%	54%	50%	52%
磷化工	钾肥(氯)	860	860	860	860	860	860	860	860	860	0%	0%	0%	83%	77%	74%	82%	68%	76%	65%
	磷矿石	11948	11224	10705	12439.5	12523.5	6631	6631	6631	6631	0%	0%	0%	124%	95%	89%	72%	82%	47%	40%
农药	草甘膦	158.6	149.95	145.45	141.25	143.75	144.75	144.75	144.75	144.75	0%	0%	0%	56%	54%	44%	55%	48%	54%	45%
	草铵膦	72.5	72.5	72.5	73	76	81	81	83.5	83.5	0%	3%	0%	70%	76%	80%	77%	82%	70%	58%
聚氨酯	草铵膦	1.75	2.25	3	4.1	4.6	8.2	9.3	9.3	9.3	13%	0%	0%	87%	88%	70%	45%	37%	53%	74%
	纯MDI	336	336	336	346	396	436	436	496	536	0%	14%	8%	57%	64%	71%	64%	72%	59%	63%
化纤	TDI	84	84	119	144	142	142	157	157	157	11%	0%	0%	66%	66%	71%	70%	80%	72%	72%
	涤纶长丝	2226	3070	3298	3525	3649	3897	4136	4481	4481	6%	8%	0%	88%	74%	87%	78%	82%	73%	62%
	涤纶短纤	697	740	780	815	835	885.5	923	948	948	4%	3%	0%	74%	75%	79%	81%	80%	74%	75%
	涤纶工业	204	209	225.4	284.4	305.4	310	310	310	310	0%	0%	0%	83%	83%	83%	66%	75%	61%	54%
	氨纶	74.89	82.59	91.79	94.79	103.79	114.39	128.39	128.39	128.39	12%	0%	0%	72%	76%	72%	80%	80%	69%	68%
塑料	粘胶短纤	400.5	469.5	483.5	490.5	513	513	513	538	562	0%	5%	4%	79%	74%	75%	72%	72%	69%	66%
	PC	88	126	166	194	265	296	325	325	325	10%	0%	0%	72%	69%	61%	51%	42%	45%	63%
橡胶	PMMA	27	27	35	30.5	51	51	51	51	51	0%	0%	0%	65%	63%	51%	78%	55%	56%	56%
	炭黑	735.2	776.2	795.2	800.2	854.2	843.2	853.2	888.2	895.2	1%	4%	1%	55%	62%	64%	61%	64%	59%	56%
涂料	钛白粉	358.4	362.9	425.9	434.4	459.1	509.6	508.7	508.7	508.7	0%	0%	0%	80%	81%	77%	79%	80%	71%	69%
	有机硅中	136.5	139	151.5	167.5	187.5	265	265	310	330	0%	17%	6%	72%	85%	76%	76%	76%	64%	67%

化工子行业产能扩充分化较大：

己内酰胺、纯碱、尿素、涤纶、氨纶、钛白粉、有机硅中间体等行业未来产能新增较大；

丙烯酸、MTBE、磷肥、钾肥、黄磷等行业新增产能较少或几乎没有新增；

今年以来大宗商品价格整体呈回落趋势：

碳酸酯、化纤、农药、维生素板块跌幅较大；

丁二烯、PX等偏上游石化产品、磷矿石、萤石、维生素B6、维生素D3等产品涨幅较大

表：年初至今主要化工品涨跌幅情况

产品分类	细分品种	单位	当日价格	年初价格	年初至今涨幅
基础化工品	乙烯	元/吨	6712	1020	558.0%
	丁二烯	元/吨	7000	4225	65.7%
	甲苯	元/吨	7090	5617	26.2%
	甲醇	元/吨	2195	2063	6.4%
	乙醇	元/吨	6336	6205	2.1%
	异丙醇	元/吨	6650	6850	-2.9%
	原油	美元/桶	73	76	-4.0%
	丙酮	元/吨	5230	5550	-5.8%
	苯乙烯	元/吨	7950	8612	-7.7%
	纯苯	元/吨	6540	7312	-10.6%
	硝酸	元/吨	2023	2307	-12.3%
	甲醛	元/吨	1102	1262	-12.7%
	丙烯	元/吨	6400	7600	-15.8%
	环氧乙烷	元/吨	6000	7360	-18.5%
	重质纯碱	元/吨	2093	2568	-18.5%
	钛白粉	元/吨	15533	19417	-20.0%
	乙二醇	元/吨	3900	4994	-21.9%
	小苏打	元/吨	1763	2570	-31.4%
	苯酚	元/吨	6600	10175	-35.1%
	PVA	元/吨	11500	20000	-42.5%
	双酚A	元/吨	9200	17150	-46.4%
	醋酸	元/吨	3080	6009	-48.7%
	丙烯酸	元/吨	5600	11700	-52.1%
硫酸	元/吨	92	515	-82.1%	

产品分类	细分品种	单位	当日价格	年初价格	年初至今涨幅
碳酸酯	DMC	元/吨	14500	12500	16.0%
	PC	元/吨	15085	15000	0.6%
	EMC	元/吨	10800	28000	-61.4%
	DEC	元/吨	9600	26500	-63.8%
	EC	元/吨	6100	19500	-68.7%
	氯碱	液碱	元/吨	838	966
电石		元/吨	3531	4899	-27.9%
PVC		元/吨	5545	8275	-33.0%
液氯		元/吨	-123	1190	-110.3%
萤石		元/吨	3375	2925	15.4%
氟化工		氢氟酸	元/吨	9250	11100
	PVDF	万元/吨	21	32	-34.4%
	氟橡胶	元/kg	85	215	-60.5%
	PX	元/吨	7779	6125	27.0%
	PTA	元/吨	5480	5000	9.6%
	化纤	粘胶短纤	元/吨	13250	12250
涤纶长丝		元/吨	7375	7150	3.1%
聚酯瓶片		元/吨	6980	7800	-10.5%
PA6		元/吨	13200	15475	-14.7%
丙烯腈		元/吨	8350	12800	-34.8%
氨纶40D		元/吨	31500	60500	-47.9%
氨纶20D	元/吨	36500	80500	-54.7%	

产品分类	细分品种	单位	当日价格	年初价格	年初至今涨幅
磷化工	磷矿石	元/吨	1029	645	59.5%
	黄磷	元/吨	21396	36076	-40.7%
	磷酸	元/吨	6083	11967	-49.2%
	氯化铵	元/吨	1178	1028	14.6%
	磷酸二铵	元/吨	3798	3444	10.3%
	氯化钾	元/吨	3555	3475	2.3%
肥料	硫酸钾	元/吨	3857	4003	-3.6%
	尿素	元/吨	2365	2472	-4.3%
	磷酸一铵	元/吨	2588	2878	-10.1%
	复合肥	元/吨	2595	3213	-19.2%
	合成氨	元/吨	2844	4030	-29.4%
	农药	草甘膦	元/吨	40804	80308
草铵膦		元/吨	13000	32000	-95.9%
TDI		元/吨	19150	15350	24.8%
纯MDI		元/吨	19400	20800	-6.7%
环氧丙烷		元/吨	9500	10400	-8.7%
聚氨酯		己二酸	元/吨	9517	12700
	聚合MDI	元/吨	15525	20833	-25.5%
	BDO	元/吨	10500	30500	-65.6%
	DMF	元/吨	4917	16433	-70.1%

产品分类	细分品种	单位	当日价格	年初价格	年初至今涨幅
维生素	维生素B6	元/公斤	128	110	16.4%
	维生素D3	元/公斤	58	55	5.5%
	维生素B2	元/公斤	89	86	3.5%
	赖氨酸	元/公斤	9	9	-2.7%
	色氨酸	元/千克	66	68	-3.0%
	维生素C	元/公斤	21	22	-4.5%
	维生素B12	元/公斤	100	105	-4.8%
	维生素B1	元/公斤	115	121	-5.0%
	维生素A	元/公斤	88	100	-12.0%
	维生素E	元/公斤	72	82	-12.2%
	安赛蜜	万元/吨	5	7	-28.4%
三氯蔗糖	万元/吨	16	28	-44.6%	
维生素K3	元/公斤	86	172	-50.0%	

表：主要化工品价差情况

基础化工品	本周价差	当前历史分位
汽油价差	4766	79.62%
柴油价差	3538	54.81%
PX价差	368	46.45%
聚乙烯价差	2241	34.94%
PDH价差	1854	30.71%
石脑油价差	37	30.51%
辛醇价差	4895	29.72%
EVA价差	7082	27.06%
丁醇价差	3437	25.71%
乙烯-石脑油价差	258	24.43%
乙二醇价差	505	20.88%
PTA价差	1353	20.63%
聚丙烯价差	850	20.11%
丙烯腈价差	188	17.10%
醋酸乙烯价差	1595	15.89%
丙烯酸价差	1122	7.01%
环氧乙烷价差	1760	3.42%

煤化工	本周价差	当前历史分位
二甲醚价差	375	61.52%
甲醇价差	489	58.54%
尿素价差	1280	41.06%
乙二醇价差(煤)	943	29.85%
炭黑价差	877	20.43%
合成氨价差	1008	19.87%
醋酸价差	1797	16.16%
双氧水价差	563	12.50%
醋酐价差	3558	11.86%
DMF价差	1660	6.27%
氯碱	本周价差	当前历史分位
PVC电石法价差	1013	43.27%
联碱法价差	1170	33.98%
氯碱法价差	1231	31.42%
烧碱价差	2523	30.30%
PVC乙烯法价差	2831	12.73%
BDO价差	4354	12.57%

化肥	本周价差	当前历史分位
复合肥价差	674	72.01%
磷酸二铵价差	747	67.03%
磷酸铁锂价差	2	11.01%
磷酸一铵价差	82	9.90%
黄磷价差	4672	8.14%
磷酸价差	3483	3.01%
磷酸氢钙价差	-122	2.26%
化纤	本周价差	当前历史分位
粘胶长丝价差	36166	81.04%
PET价差	590	58.44%
电石法PVA价差	74	53.35%
腈纶短纤价差	6160	49.51%
涤纶POY价差	1490	49.12%
粘胶短纤价差	3897	45.82%
涤纶FDY价差	2115	43.31%
乙烯法PVA价差	2675	41.40%
PA6价差	1300	38.00%
涤纶DTY价差	2790	37.18%
涤纶短纤价差	1153	30.84%
氨纶价差	11220	17.50%
PA66价差	14988	15.24%

聚氨酯	本周价差	当前历史分位
硬泡聚醚价差	2715	46.38%
PTMEG价差	4884	40.45%
环氧丙烷价差	4323	18.63%
纯MDI价差	10482	14.11%
聚合MDI价差	6782	12.76%
软泡聚醚价差	2488	12.44%
TDI价差	11476	11.64%
TPU价差	5268	6.32%
硅化工	本周价差	当前历史分位
白炭黑价差	3180	26.51%
三氯氢硅价差	5223	22.57%
工业硅价差	12374	5.07%
有机硅价差	7375	1.14%
钛白粉	本周价差	当前历史分位
钛白粉价差	10283	41.44%
氟化工	本周价差	当前历史分位
R22价差	11175	78.82%
R134a价差	8090	53.63%
PVDF价差	39262	43.90%
R32价差	2179	29.42%
R125价差	11583	11.69%
6F价差	56050	8.47%
HF价差	1649	2.20%
PTFE价差	12450	0.95%

汽油、柴油、二甲醚、甲醇、复合肥、磷酸二铵、粘胶长丝、PET、R22等价差分位处于历史较高位置

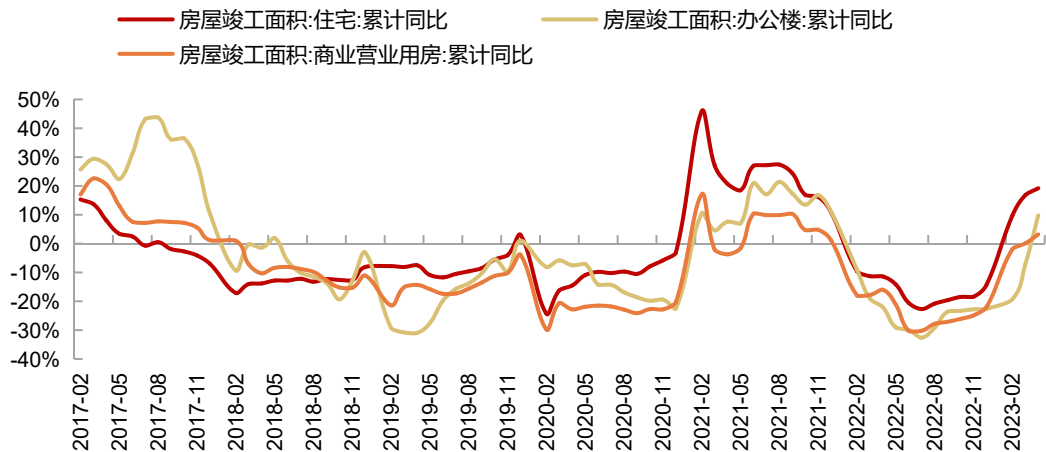
丙烯酸、环氧乙烷、DMF、磷酸一铵、黄磷、磷酸、磷酸氢钙、TPU、工业硅、有机硅、6F、HF以及PTFE等产品价差处于历史低位。

●资料来源：百川盈孚，万得，浙商证券研究所

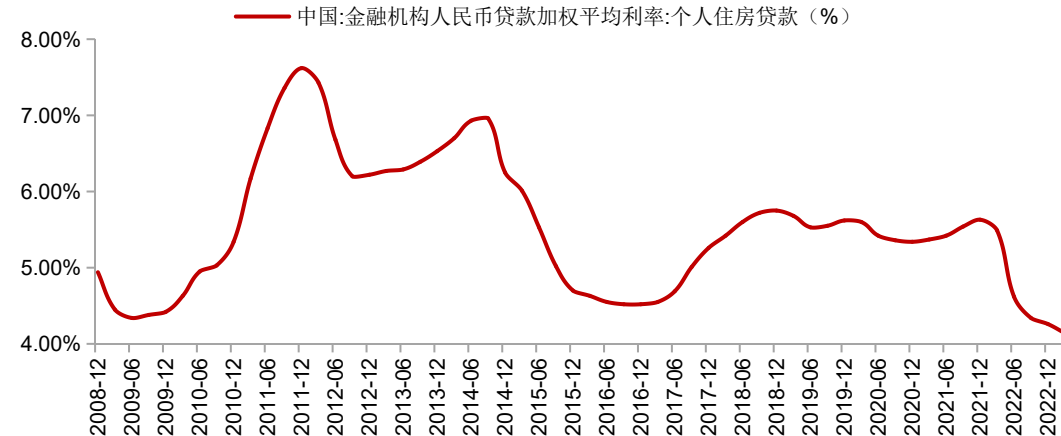
03

投资策略：看好地产竣工链、粘胶和轮胎，看好新材料进口替代

图：住宅房屋竣工面积累计同比增速较高



图：房贷利率持续下降



图：涂料产量和家具销售增速同比恢复增长



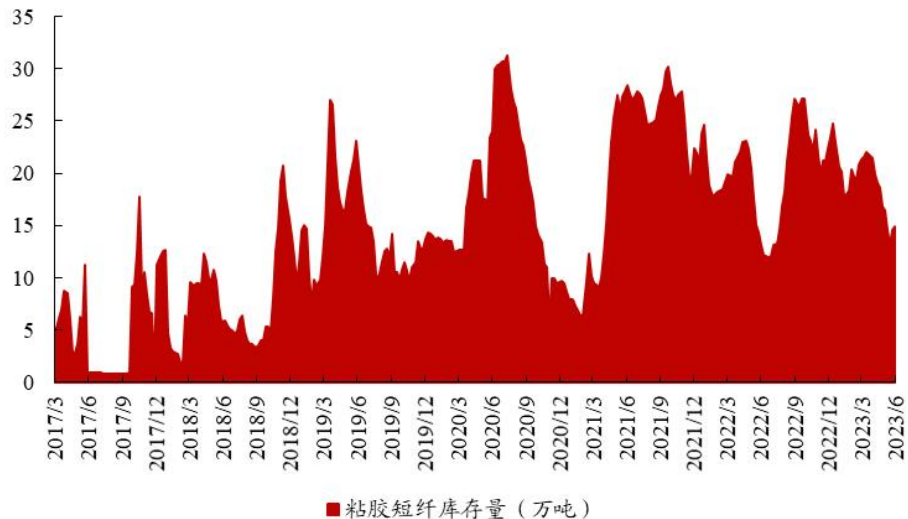
房企资金承压销售尚未明显回暖，地产开工增速企稳仍需时间，竣工端成为地产稳增长的重要抓手。2023年是保交楼的关键节点，随着各地政府加速推进保交楼工作，竣工增速有望延续增长态势。

看好地产竣工受益的钛白粉和有机硅胶，推荐钛白粉龙头龙佰集团和建筑胶龙头硅宝科技

图：棉花-粘胶价差逐步拉大（元/吨）



图：粘胶库存持续下降（万吨）



图：棉花带动粘胶涨价，原料跌价，粘胶盈利逐步修复（元/吨）



粘胶短纤连续4年亏损，行业近年无新增产能，近期国内棉价持续上行4月至今涨约1千元/吨，粘棉价差扩至3200元，我们认为棉花有望带动粘胶涨价。此外原料溶解浆价格高位回落，当前价格较22年同期下跌近2000元/吨，粘胶盈利快速修复。推荐三友化工、关注中泰化学。

海外半钢去库基本完成，叠加国内需求恢复，半钢开工率维持高位，当前70.56%，同比提升5.6PCT；全钢仍处去库阶段，当前开工率63.33%，同比提升7.24 PCT。

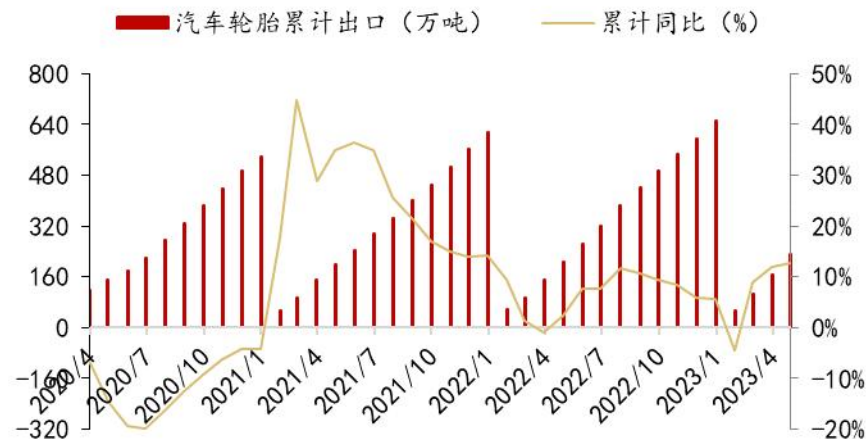
当前海运费回归常态，轮胎海内外需求逐步向好，此外原材料价格持续下行(合成胶、天然胶、钢丝、炭黑、帘子布同比分别下降12.2%/11.2%/24.7%/24.6%/8.7%)，国内轮胎企业盈利能力持续改善。

推荐赛轮轮胎、玲珑轮胎，关注森麒麟。

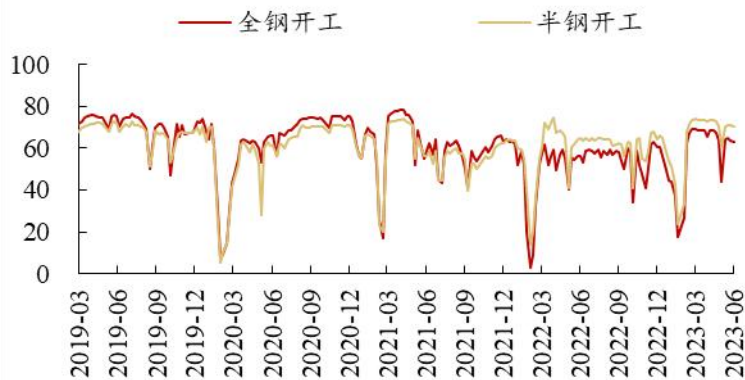
图：轮胎内需逐步复苏（万辆，%）



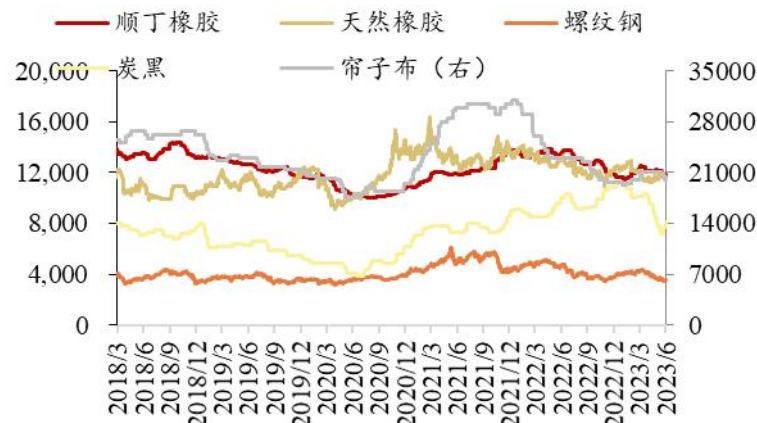
图：1-4月海外轮胎出口累计同比提升12.6%



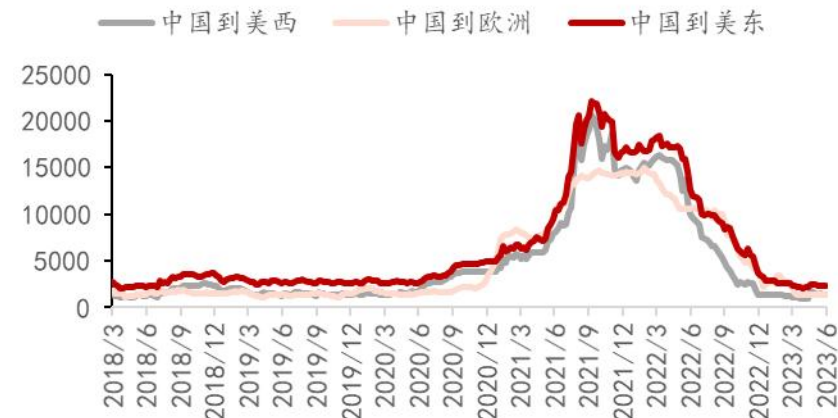
图：内外需向好，轮胎开工率高位企稳（%）



图：原材料价格持续回落（元/吨）



图：海运费回归常态（美元/FEU）

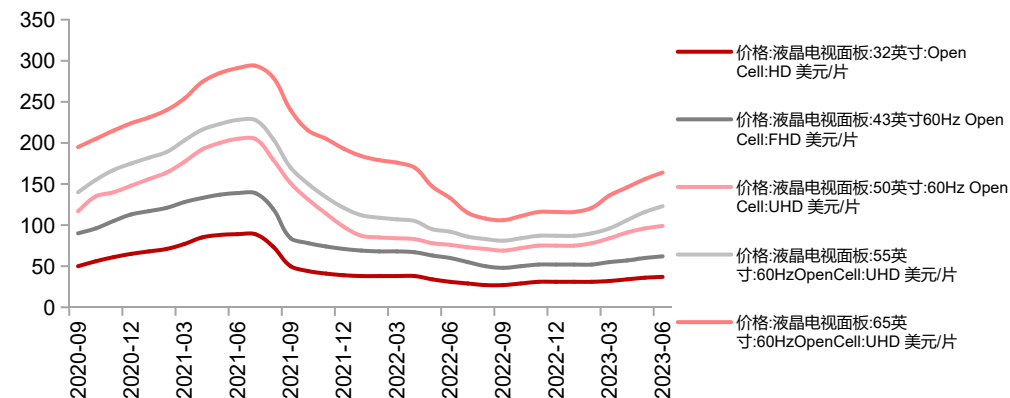


20年消费电子需求爆发，22年库存压力下，厂商减产去库存。液晶面板23年5月/6月价格分别环比+5.26%/3.33%，需求出现复苏

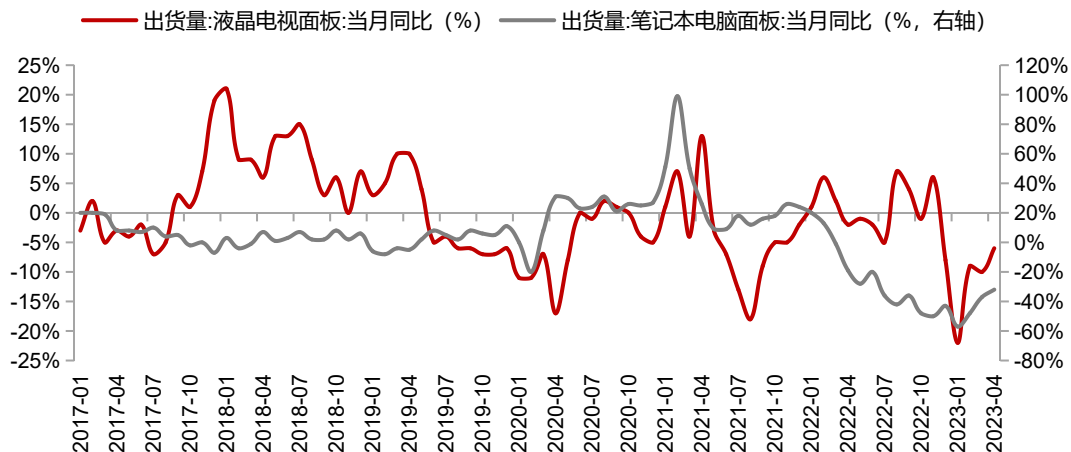
去库存后消费电子景气有望回升，关注相关电子化学品、功能膜需求复苏+进口替代的机遇。

推荐东材科技（光学基膜+电子树脂龙头），关注长阳科技（反射膜全球龙头），关注万润股份等

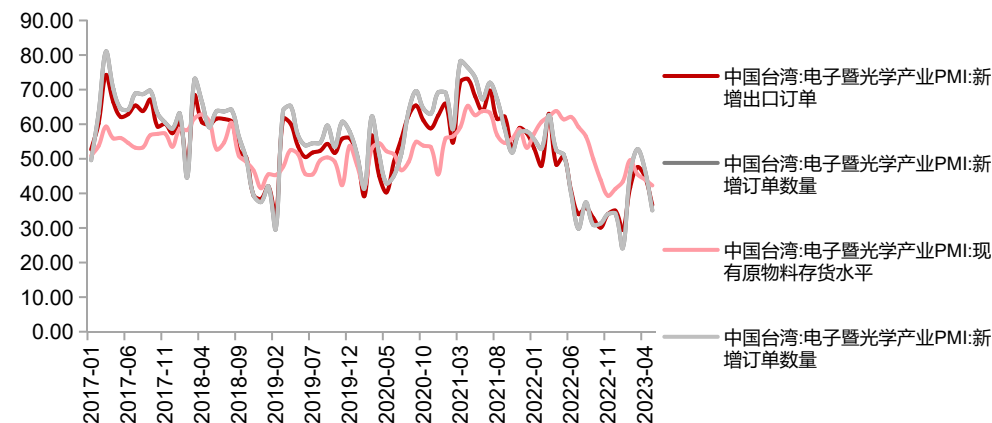
图：面板价格企稳回升



图：中国面板出货量降幅趋缓



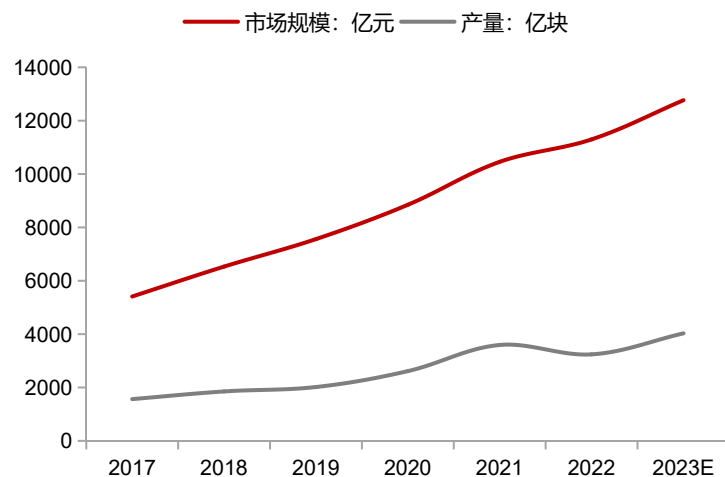
图：台湾电子产业订单降幅收窄库存见顶回落



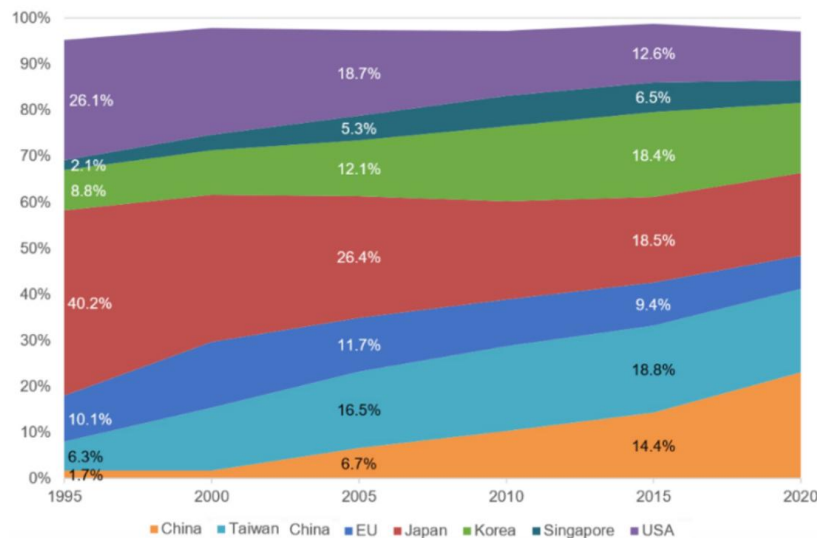
根据WSTS，中国近年来IC产业发展迅速，芯片行业市场规模从2017年的5411亿元增长到2021年的10458亿元，年复合增速为17.9%。此外，根据SEMI，中国大陆的芯片产能全球占比从2015年14.4%，变成了2020年的22.8%，全球份额不断攀升，预计未来国内半导体材料进口替代空间仍然较大。

推荐新宙邦（芯片用氟化液国内唯一供应商，半导体化学品细分龙头）、金宏气体（电子特气+电子大宗气体国内龙头）

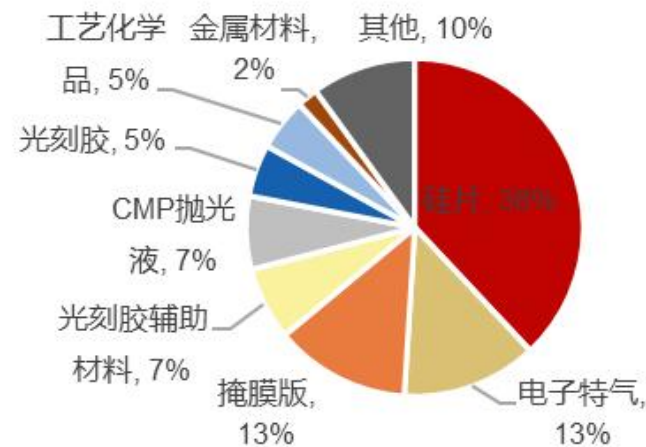
图：中国大陆芯片市场及产量快速增长



图：中国大陆芯片产能占比逐步提升



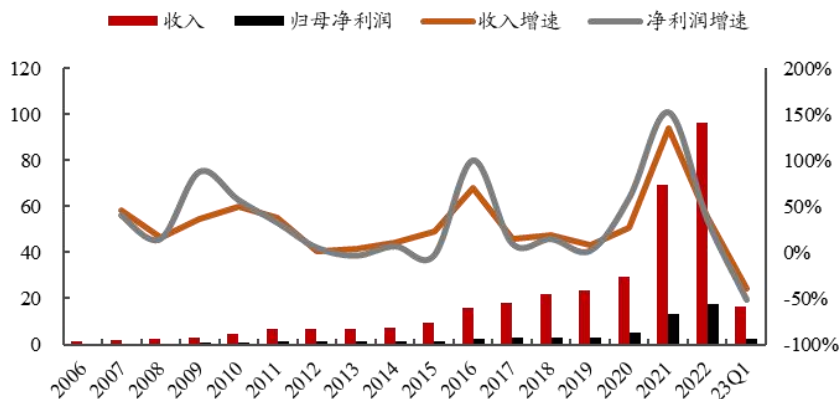
图：2021年全球晶圆制造材料细分市场占比情况



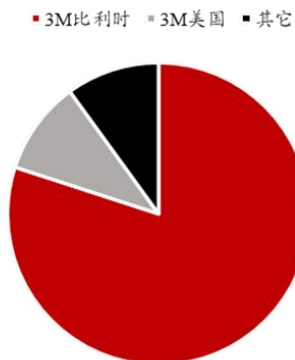
04

重点公司推荐

图：公司产品线不断拓宽



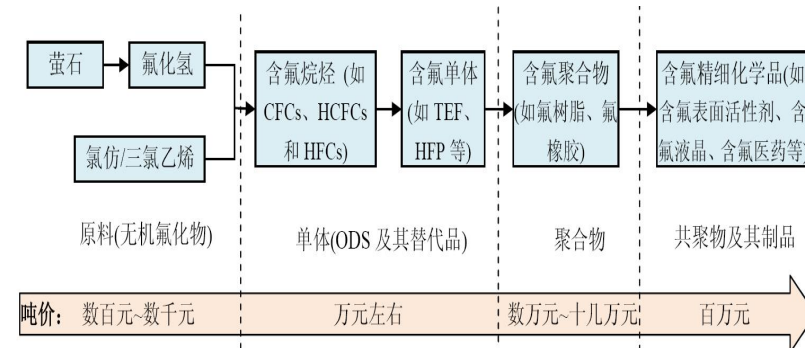
图：全球半导体冷却液3M市场份额高达80%



图：公司氟化工业务保持较高盈利能力



图：氟化工产业链

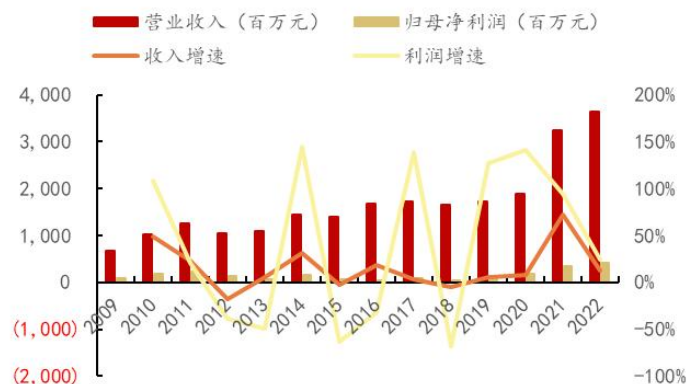


表：近几年氟化工投资项目汇总

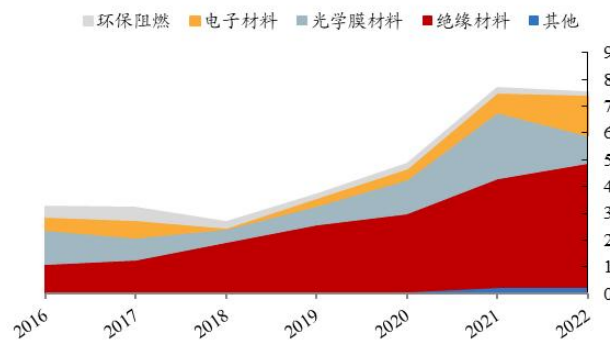
项目	投资额	达产收入	主要产品
海斯福一期	2 亿	8.98 亿	全氟聚醚/三氯丙酮酸乙酯/乙基四氢糠基醚/乙氧基五氟环三磷腈各 100 吨、二氟磷酸锂 200 吨、乙酸二氟乙酯 20 吨、五氟丙酸 2 吨
海斯福二期	5.25 亿	21.18 亿	高端氟精细化学品 1.59 万吨（其中全氟聚醚 500 吨）
海德福	10 亿	18 亿	聚四氟乙烯 2800 吨、PFA 500 吨、全氟磺酸树脂 100 吨、四氟磺内酯 100 吨、氢氟醚 1000 吨

公司聚焦功能化学品，是国内锂电电解液和电子化学品领域龙头，进入国际巨头供应链，研发实力强行业龙头地位稳固。上市以来收入利润持续快速增长。今年起多个项目陆续进入投产期，有望进入新一轮快速增长期。

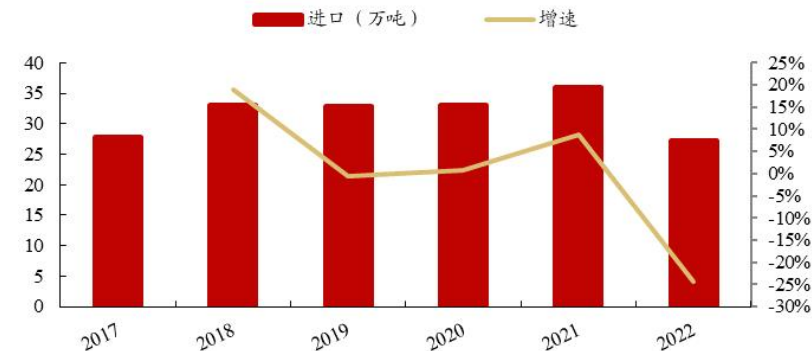
图：产能扩张收入持续增长



图：公司毛利主要由绝缘材料和光学膜贡献



图：22年中国进口聚酯功能膜约27万吨



图：22年中国进口环氧树脂20多万吨



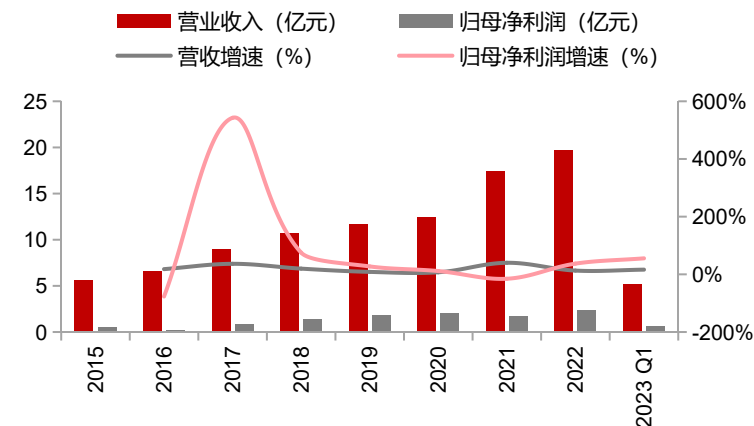
表. 东材科技公司现有及在建项目

主要厂区 或项目	设计产能	产能利用率 (%)	在建产能	在建产能预计完工时间
绵阳小视厂区	45,400吨	102.01		
绵阳塘汛厂区	88,090吨	81	年产1亿平方米功能膜材料产业化项目	2023年10月
			年产5200吨高频高速印制电路板用特种树脂材料产业化项目	2023年4月
			年产50万平方米质子交换膜项目①	
绵阳东林厂区	40,000吨	0	年产2万吨光学级聚酯基膜项目	2023年10月
			年产2万吨功能PET薄膜项目	2023年8月
四川成都厂区	28,000吨	0	东材科技成都创新中心及生产基地项目（一期）	2024年4月
			东材科技成都创新中心及生产基地项目（二期）	2025年3月
			年产2万吨MLCC及PCB用高性能聚酯基膜项目	2023年6月
江苏海安厂区	83,000吨	87.36	2万吨特种功能聚酯薄膜生产线(功能膜)	2023年5月
			年产25000吨偏光片用光学级聚酯基膜项目	2024年6月
江苏连云港厂区	8,000吨	100.67		
河南郑州厂区	1,900吨	82.56		
山东东营厂区	100,000吨	59.96	年产6万吨特种环氧树脂及中间体项目（部分转固）	2023年4月
			年产16万吨高性能树脂及甲醛项目	2023年4月
			年产20000吨超薄MLCC用光学级聚酯基膜技术改造项目	2024年2月

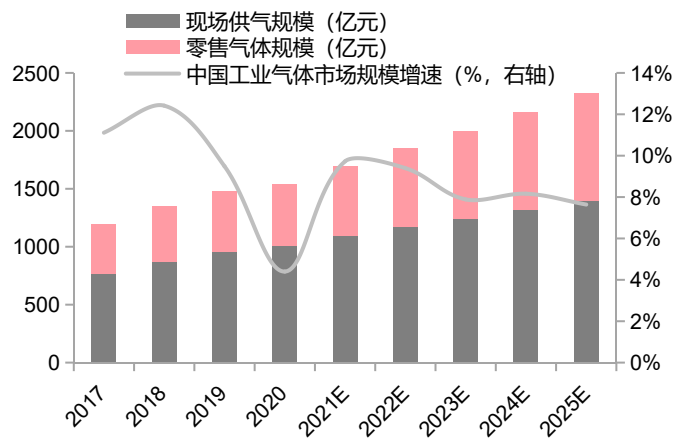
公司是国内功能膜及电子树脂细分领域龙头，研发能力强，有望成为新材料平台型公司。预计公司2023-2025年净利润分别为5.50/7.85/9.23亿。公司把握时机迅速扩产，今年多个项目将陆续投产，下游需求快速增长且进口替代空间大。

- 公司为工业气体专精特新“小巨人”，公司业绩持续稳步增长。公司营业收入从2017年的8.93亿元增长至2022年的19.67亿元，CAGR为17.10%；归母净利润从2017年的0.79亿元增长至2022年的2.29亿元，CAGR为37.14%。
- 工业气体：气体赛道长坡厚雪，国内企业有望快速成长。根据亿渡数据，2015年中国工业气体行业市场规模约996亿元，2020年增长至1542亿元，CAGR2015-2021达到9.14%。2021年我国工业气体行业中，CR4达到63%，前四厂商分别为林德集团、液化空气、气体动力、空气化工，国内厂商市占率较低。
- 未来展望：公司聚焦零售打造差异化竞争，纵横发展战略夯实成长根基。公司通过新建和收购整合的方式有计划地向全国扩张及开拓，2020-2022年，华东区域营收占比分别为71.50%、74.94%、65.38%，呈现逐年缓慢下降趋势。此外，公司持续发力半导体等新兴产业，加速推进特气产品国产替代

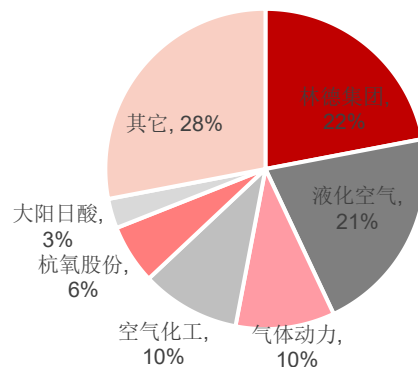
图：2015-2022年公司营业收入波动增长



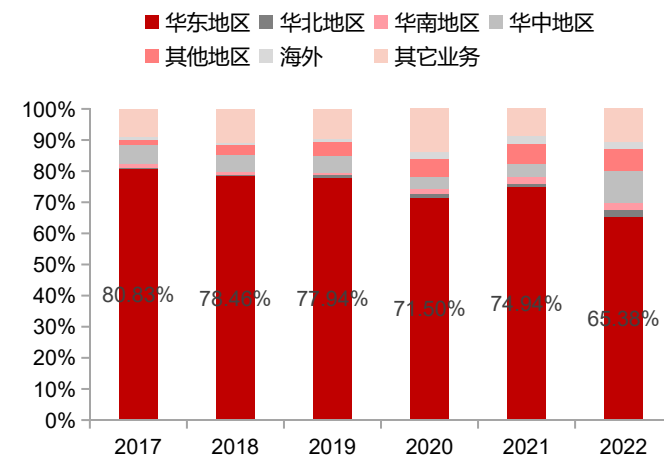
图：中国工业气体市场规模保持高增速



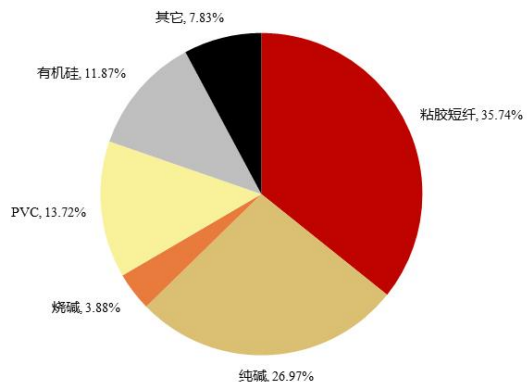
图：2021年中国工业气体市场被林德集团和液化空气垄断



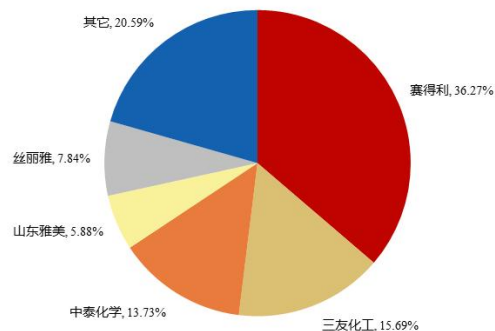
图：近年来公司华东外收入占比持续提升



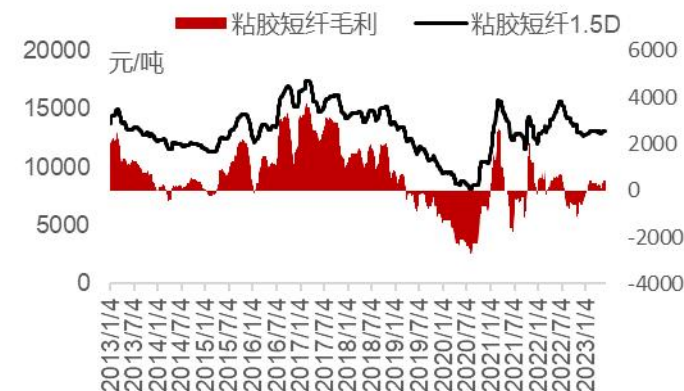
图：粘胶是公司核心收入



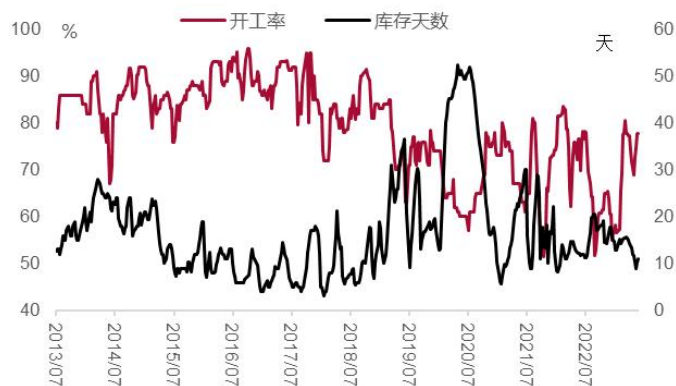
图：洗牌后粘胶短纤行业集中度较高



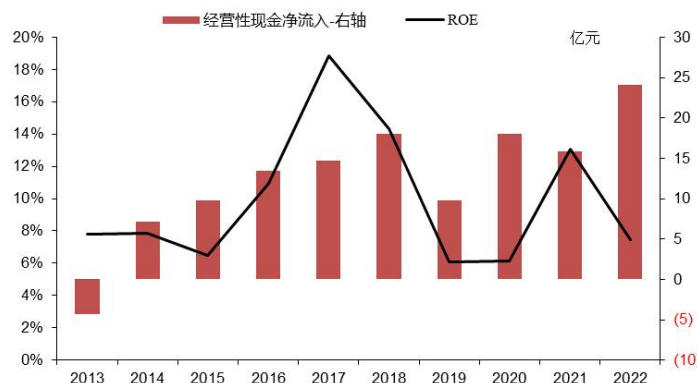
图：亏损多年粘胶短纤盈利底部反转



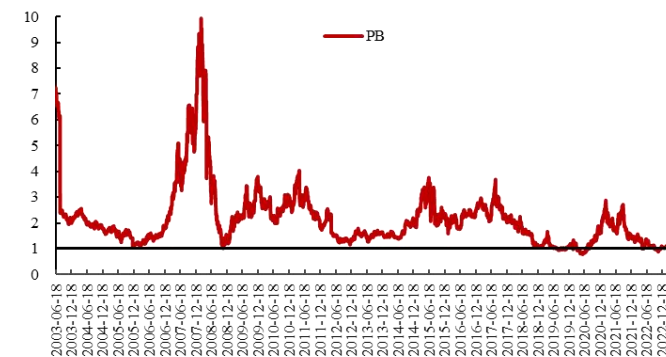
图：开工率持续提升，库存历史低位



图：近十年公司ROE均值约10%经营性净现金约12.6亿



图：公司PB处于20年来最底部

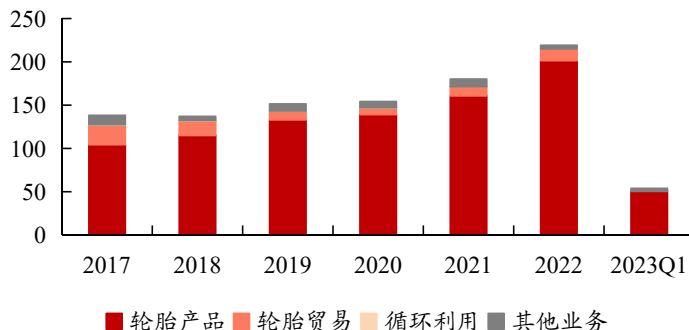


公司是粘胶纯碱双龙头，近十年公司ROE均值约10%经营性净现金约12.6亿，按ROE10%分红率30%测算，当前股息率约3.6%；当前PB0.85倍，上市20年来最底部；股价安全边际高。粘胶短纤亏损多年行业集中度高今年无新增产能，受益于棉价上涨及纸浆价格下跌，行业盈利底部反转，公司业绩弹性大。2023-2025年净利润预计为13/21.1/22.53亿，23年PE8.7倍。

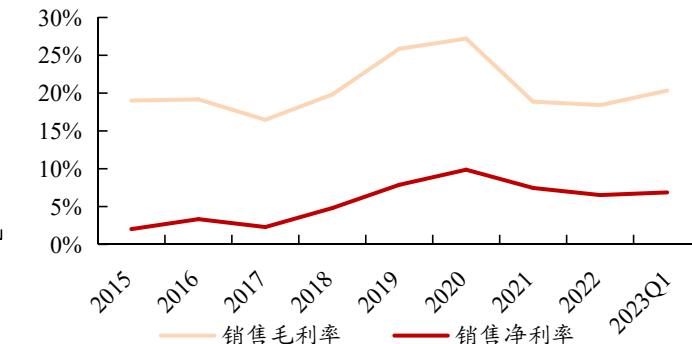
公司是国内优秀的轮胎企业，随着国内轮胎企业竞争力的逐步提升，民族轮胎品牌迎来发展机遇。目前公司的竞争优势正逐步扩大，我们看好公司业绩持续增长的同时，认为公司具备成为国际一流轮胎企业的潜力。

- 新产能助力增长：赛轮柬埔寨项目已全线投产，董家口规划项目有望赋能公司成长。
- 非公路轮胎盈利需求双高：22年产能约16万吨，董家口规划15万吨，预计到2025年扩到31万吨。非公路轮胎需求、盈利双高，有望为公司带来业绩和估值双提升。
- 液体黄金：“液体黄金”轮胎产品的抗湿滑性、滚动阻力和耐磨性均大幅提高，安全、节油和环保性能大幅提升，公司拟在董家口建2000万条半钢、1000万条全钢高性能子午胎和15万吨非公路轮胎项目。有望提升公司品牌效应及盈利能力。

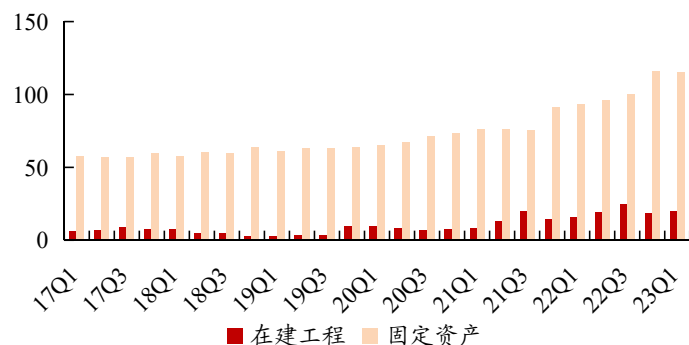
图：营收结构（亿元）



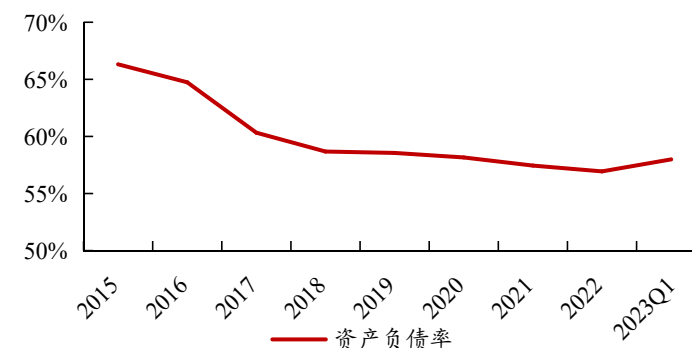
图：销售毛利率和净利率（%）



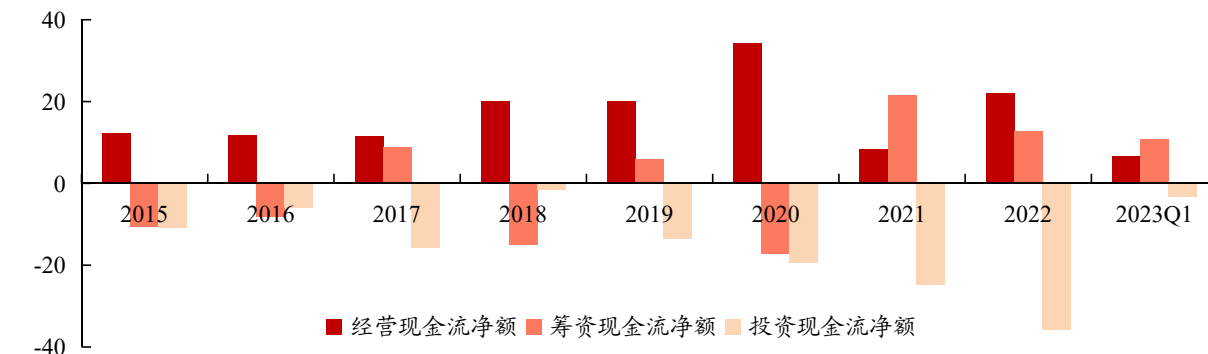
图：公司在建工程及固定资产（亿元）



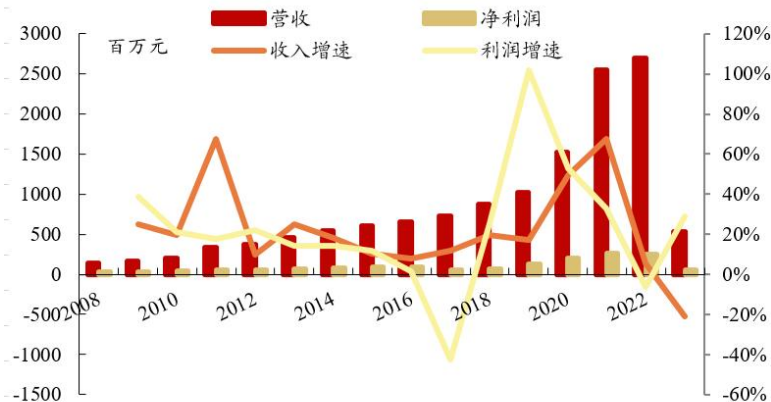
图：公司资产负债率（%）



图：公司现金流情况（亿元）



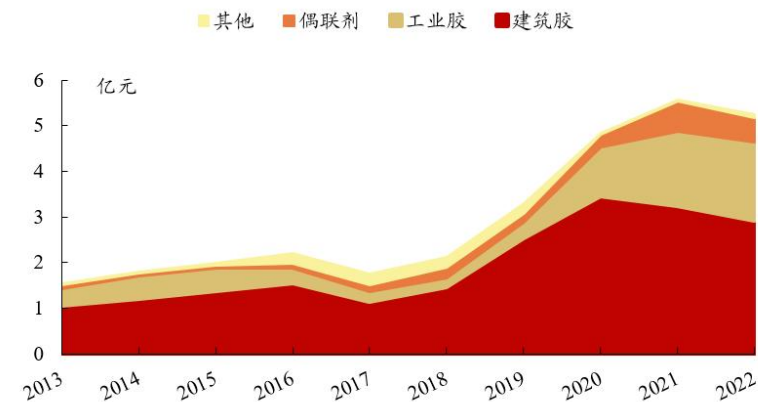
图：公司收入利润持续稳定增长



图：公司近年销量持续增长



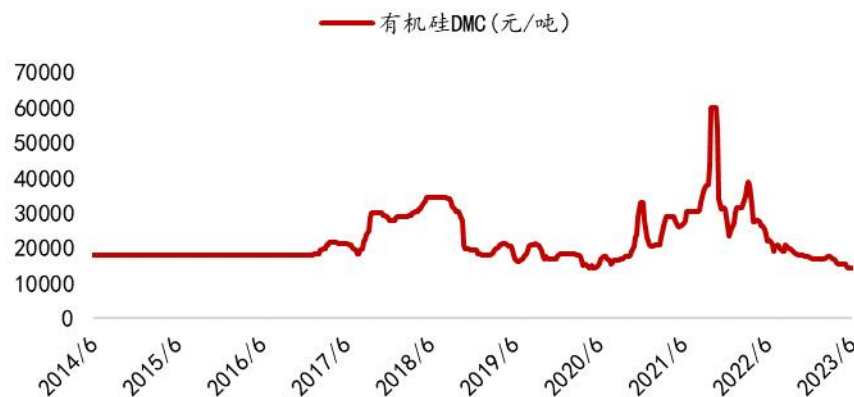
图：工业胶毛利占比快随提升



图：近几年盈利能力受原料成本影响波动

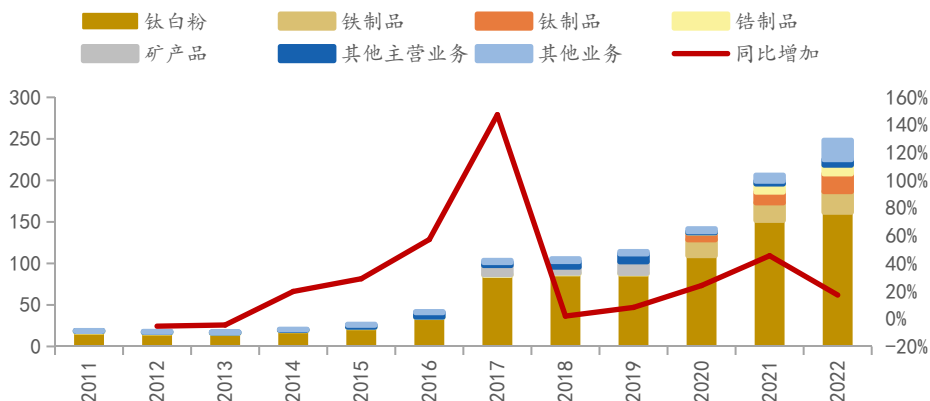


图：原料DMC产能释放价格大幅回落

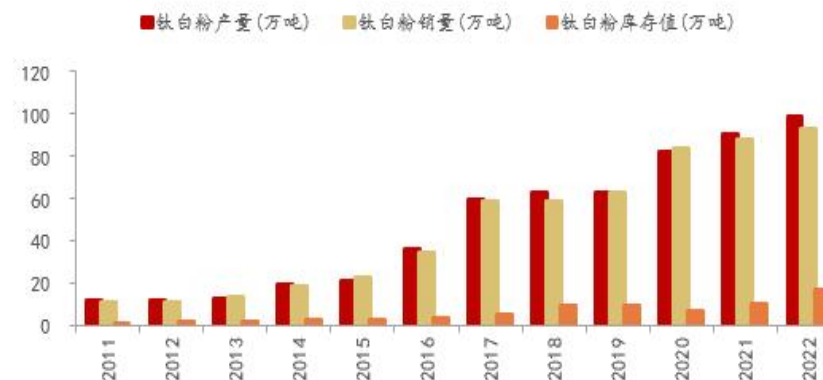


公司是国内有机硅密封胶行业龙头，市场份额持续快速提升。23年房地产竣工面积见底回升带动建筑胶需求复苏，光伏和锂电行业蓬勃发展，光伏锂电用密封胶需求快速增长；电子胶等进口替代市场大。预计2023-2025年公司净利润3.65/5.29/6.29亿元。

图：公司历年营收结构（亿元）

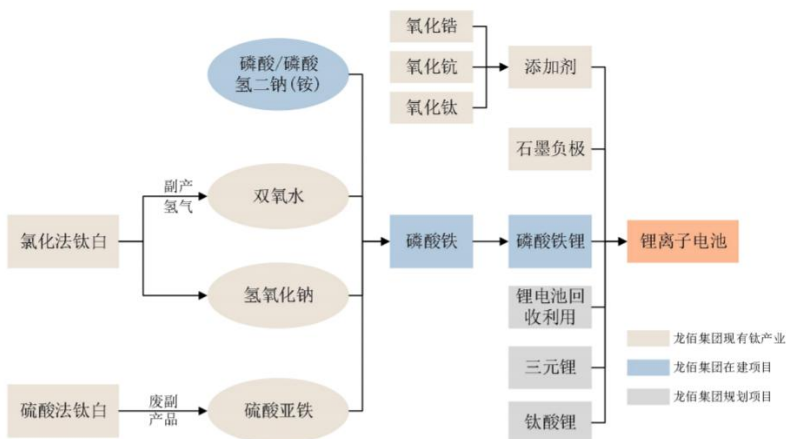


图：公司主要产品产销量及库存



公司全球钛产业链龙头企业，目前拥有钛白粉产能151万吨，为全球第一。未来公司布局磷酸铁、磷酸铁锂、石墨负极材料、五氧化二钒等新项目打开新空间。同时结合2023年房地产需求反转，公司钛白粉营收有望快速增长。

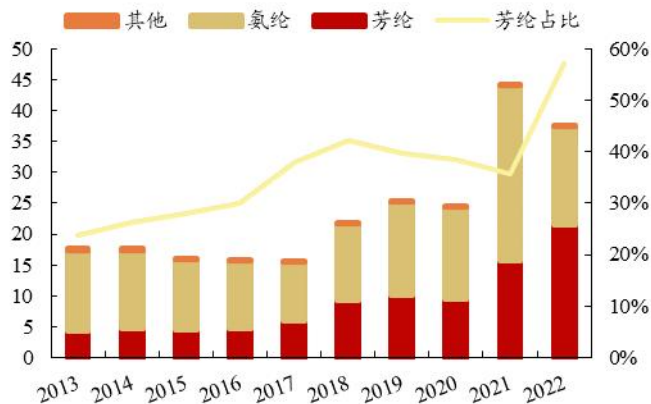
图：公司未来产业新布局



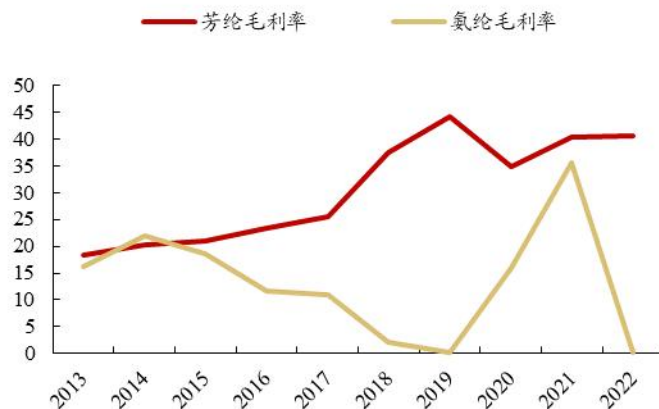
表：公司未来产业规划

时间	公告名称	涉及产品	产能情况
2021. 07. 26	关于与湖北万润新能源成立合资公司建设10万吨磷酸铁生产线的公告	磷酸铁	总共10万吨
2021. 08. 13	关于投资建设年产20万吨锂离子电池材料产业化项目的公告	磷酸铁锂	一期5万吨（试生产） 二期5万吨（2023E） 三期10万吨（2024E）
2021. 08. 13	关于投资建设年产10万吨锂离子电池用人造石墨负极材料项目的公告	石墨负极材料	一期2.5万吨（试生产） 二期7.5万吨（2023E）
2021. 08. 13	关于投资建设年产20万吨电池材料级磷酸铁项目的公告	磷酸铁	一期5万吨（已投产） 二期5万吨（2022末投产） 三期10万吨（2024E）
2021. 11. 30	关于投资建设年产20万吨锂离子电池负极材料一体化项目的公告	石墨负极材料	一期5万吨 二期5万吨（2023E） 三期10万吨（2024E）
2022. 01. 18	关于投资建设年产15万吨电子级磷酸铁锂项目的公告	磷酸铁锂、磷酸铁	总共15万吨（2023E）
2022. 07. 13	关于投资建设钒钛铁精矿碱性球团湿法工艺年产3万吨五氧化二钒创新示范工程公告	五氧化二钒	一期1.5万吨（2023E） 二期1.5万吨（2024E）

图：芳纶收入占比持续提升（亿元，%）



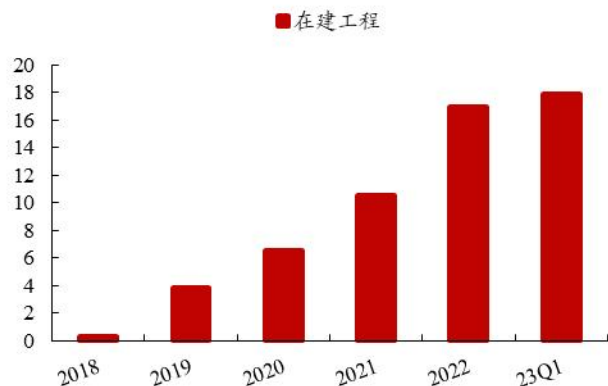
图：芳纶盈利能力较强



图：芳纶占比提升，公司毛利率有所提升



图：公司在建工程快速增加（亿元）



公司是国内芳纶、氨纶先行者及领军者，芳纶产能持续提升，并布局芳纶锂电隔膜涂覆，看好公司长期成长性。

芳纶产能翻倍：公司22年间位/对位芳纶产能1万吨/0.6万吨，拟于24年底形成2万吨/2.15万吨间位/对位芳纶产能，持续加码芳纶产能，尽享国内芳纶需求爆发机遇。

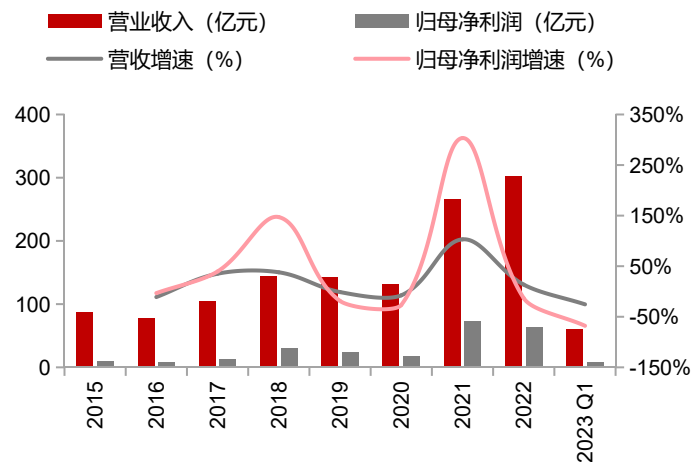
芳纶锂电涂覆中试：芳纶锂电隔膜涂覆性能优异，泰和作为专业芳纶材料企业参与涂覆制备有望降低其生产成本，驱动芳纶涂覆渗透率提升，公司3000万平方米中试产线，已于23年3月投产，下游客户验证持续推进，有望打开公司新成长空间。

公司是低成本优势煤化工龙头，穿越周期业绩波动向上。2012-2022年公司营收和归母净利润CAGR分别为16%和30%。

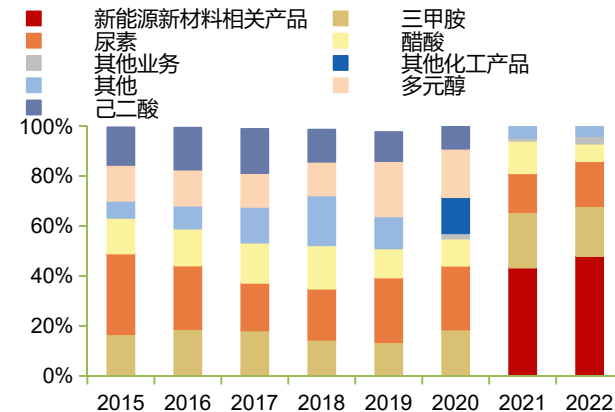
本地高端化：新材料延伸迈向高端化，打造本部第二成长曲线。公司基于自身合成气平台，不断延伸产业链并切入新能源和新材料赛道，产品附加值显著提升

异地谋新篇：荆州基地打破发展天花板，总共分为三个阶段，建成后营收利润体量可观，未来有望再造一个华鲁。

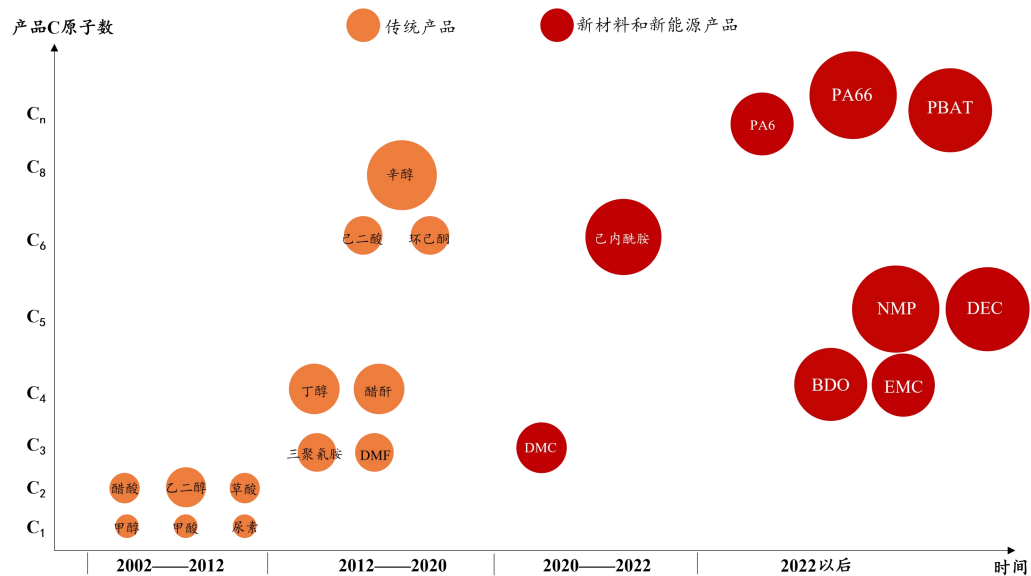
图：公司历年营收及归母净利润情况



图：主营产品构成趋于多元化



图：公司产品的价格及附加值随着C原子数目增多逐渐增长



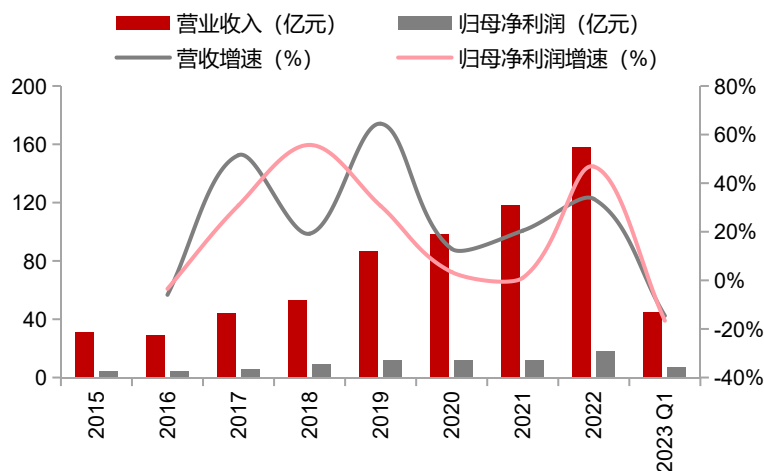
图：荆州基地分三个阶段建设，总投资近400亿元



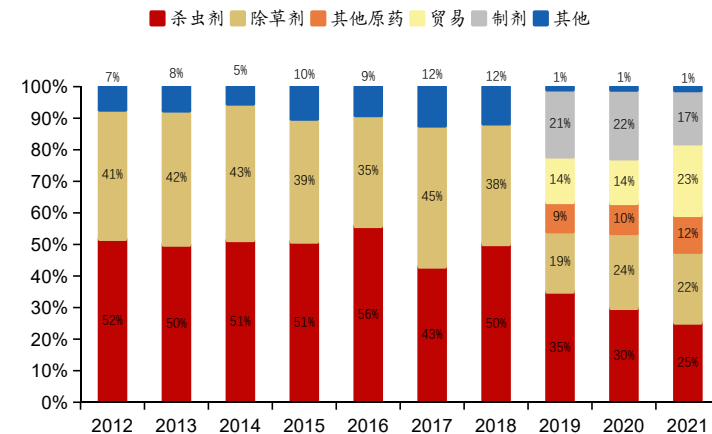
资料来源：公司公告，浙商证券研究所

- 国内综合性农药龙头，公司业绩持续稳步增长。2016-2021年，公司的营业收入从29.29亿元增长至118.41亿元，CAGR为32.23%；归母净利润从4.39亿元增长至12.22亿元，CAGR为22.71%。
- 多个基地项目不断加码，产能扩张打开业绩增量空间。公司优嘉四期项目有序推进叠加葫芦岛基地百亿投资计划正式启动，为后续业绩增长打下坚实基础

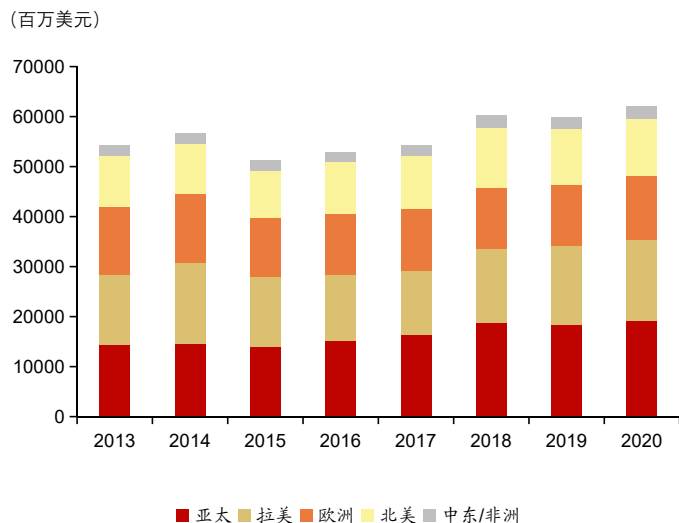
图：2017年起公司营业收入快速增长



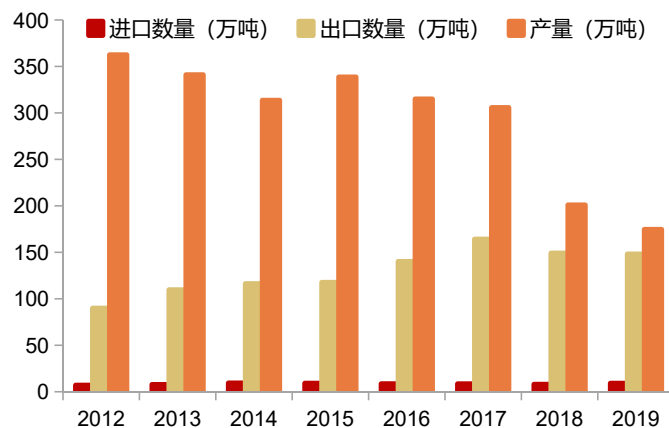
图：2012-2021年公司各产品营收结构



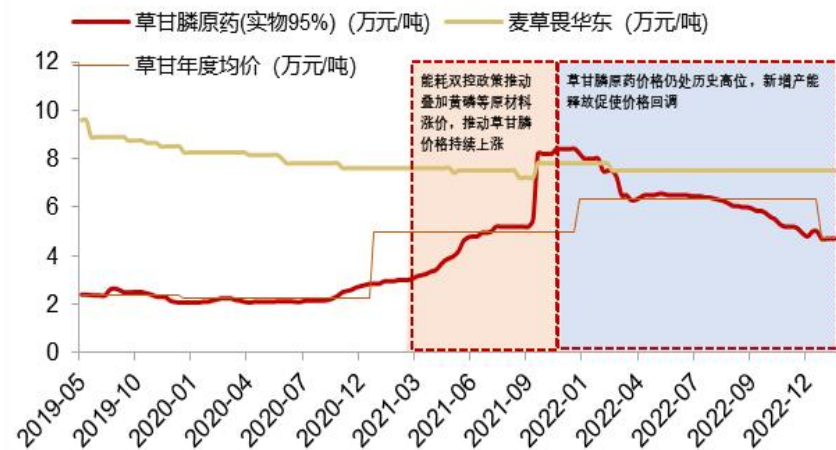
图：全球农药行业市场规模逐步增加



图：国内农药产业以出口原药为主



图：草甘膦等主要农药原药价格持续高位回落

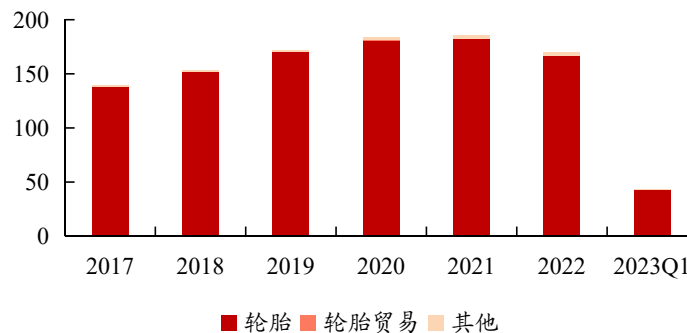


玲珑轮胎为国内优秀的轮胎企业，公司立足于配套、零售、国际化多线并行的发展理念，其品牌价值和市场地位持续提升，我们认为随着公司配套端持续发力，叠加海外基地有序推进，公司正向国际一流轮胎企业迈进。

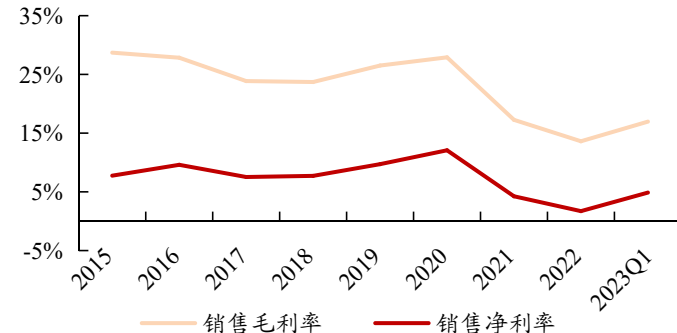
- **配套端持续发力：**22年加快实现配套领域品牌向上，通过了宝马、Stellantis、哪咤等主机厂的评审。此外新能源22年成功配套一汽红旗E-QM5PLUS、比亚迪宋PLUS、宋PRO全系列、吉利银河系列、东本e:NS1、享域、广本e:NP1等车型，新获得奥迪新能源三款车型的定点。22年公司新能源配套突破600万条，整体市占率超过22%。公司当前为国内配套龙头，随着配套结构持续优化，叠加公司新零售3.0战略稳步推进，有望助力公司盈利能力提升。
- **塞尔维亚赋能成长：**轮胎企业的核心赢利主要依赖海外市场，展望未来2年，玲珑有望通过塞尔维亚基地赋能成长。当前塞尔维亚全钢已经实现量产发货，半钢预计23年Q2试产。

● 资料来源：公司公告，浙商证券研究所

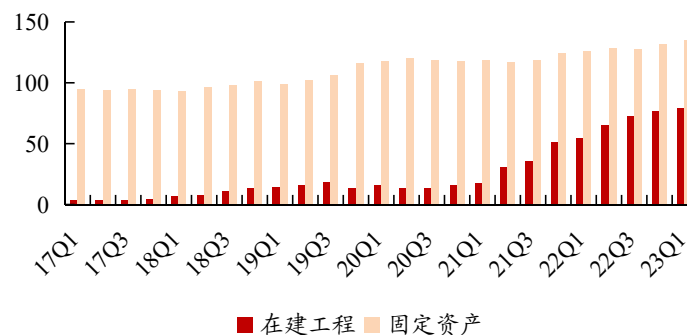
图：营收结构（亿元）



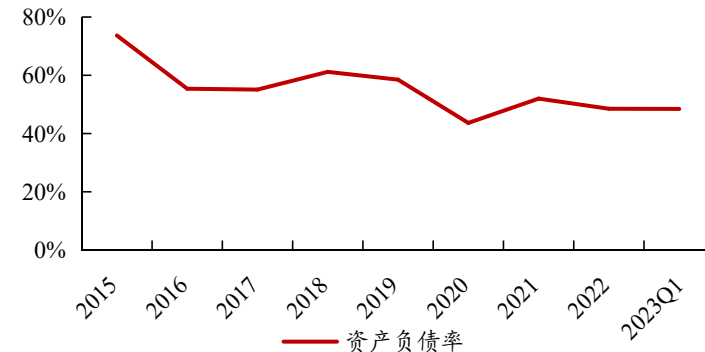
图：销售毛利率和净利率（%）



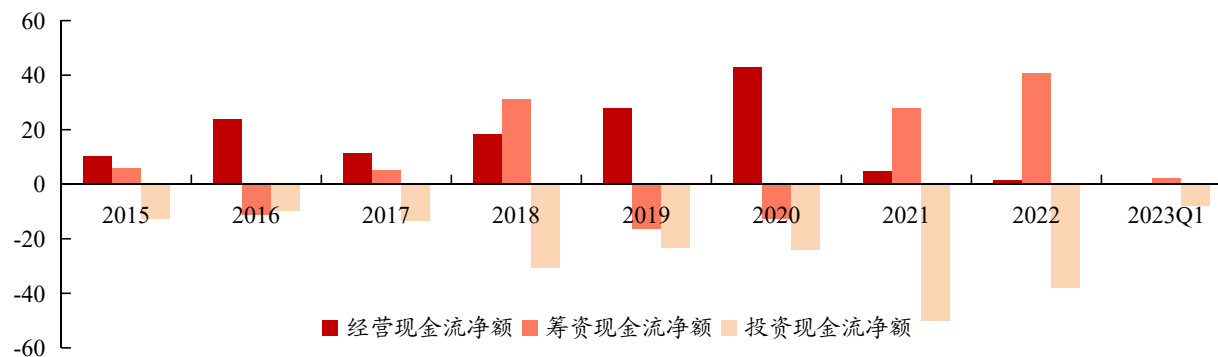
图：公司在建工程及固定资产（亿元）



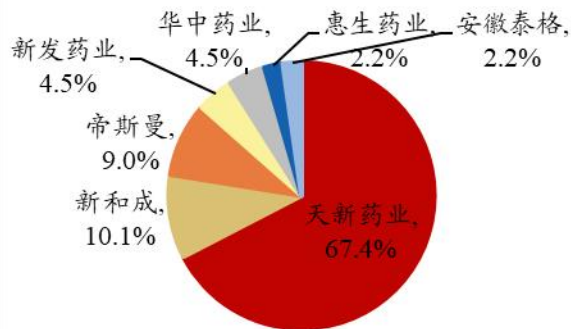
图：公司资产负债率（%）



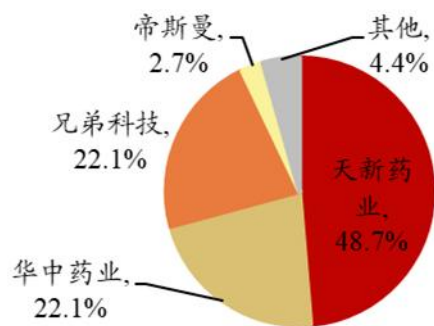
图：公司现金流情况（亿元）



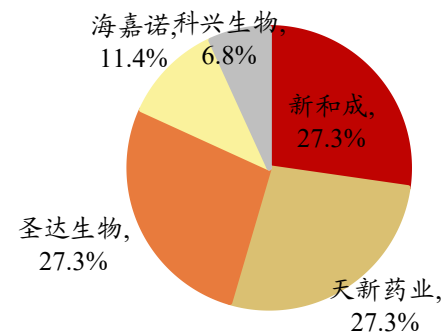
图：22年天新VB6市场占比超过60%



图：22年天新维B1市场占比约48.7%



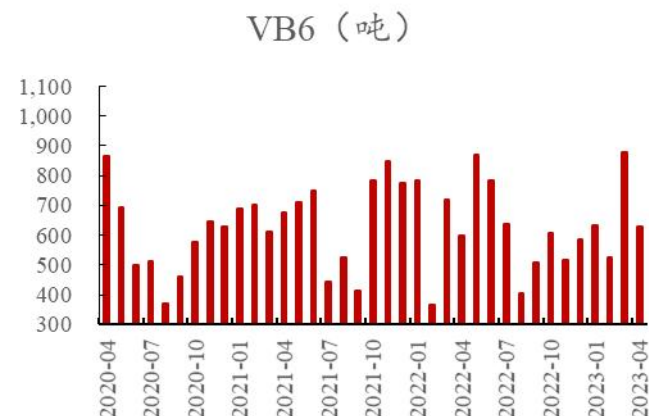
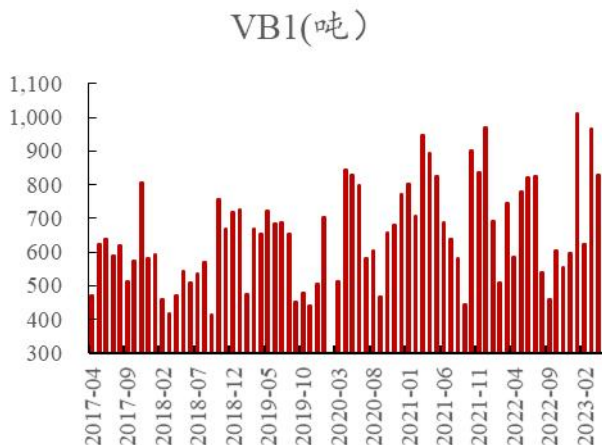
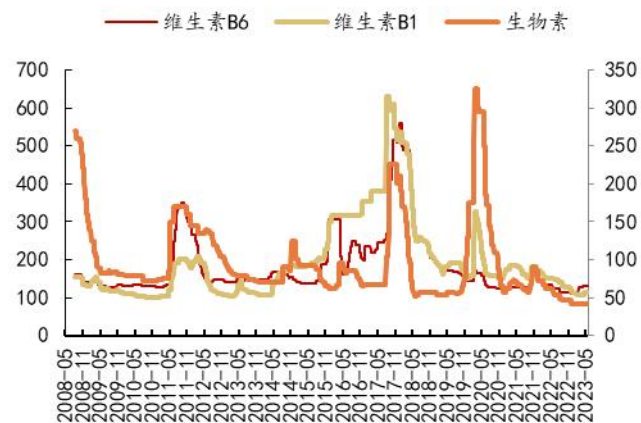
图：22年天新药业生物素市场占比约27.3%



图：B1、B6、生物素价格处于历史低位

图：1-4月B1出口恢复到21年同期水平

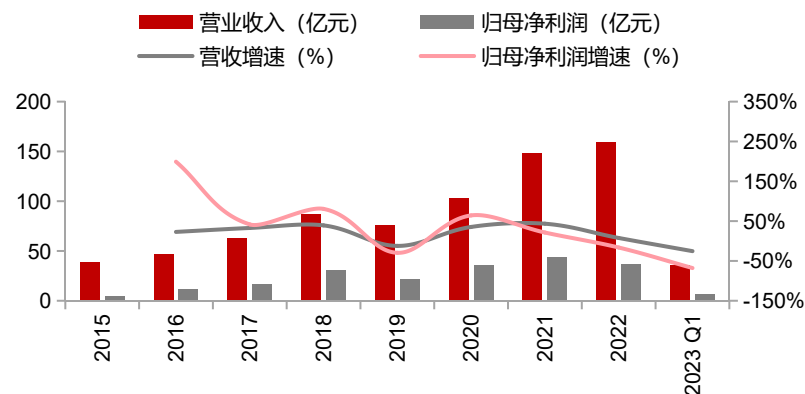
图：1-4月B6出口恢复到21年同期水平



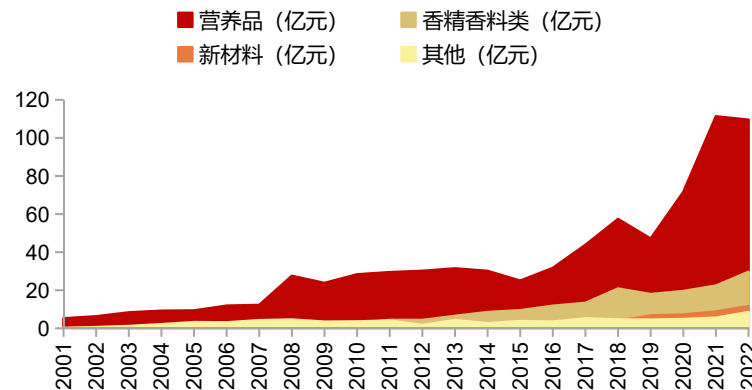
现有产品涨价弹性大：公司当前7000吨VB1、6500吨VB6、500吨叶酸、90吨生物素（折纯）产能，其中VB1、VB6产品市占率全球领先，此外叶酸、生物素也位于行业第一梯队。随着供给端落后产能逐步退出，下游库存去化维生素需求回暖，产品价格有望上行，公司作为行业龙头涨价业绩弹性大。

新产品打开成长空间：积极布局市场更大的新维生素单体，拟建设6000吨VA、7000吨VB5以及350吨胆固醇、6吨25-羟基维生素D3项目，打开公司新成长空间。

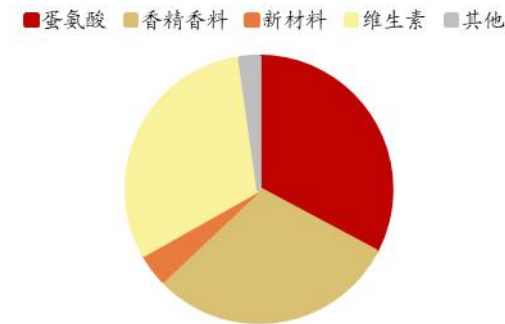
图：公司历年收入和利润情况



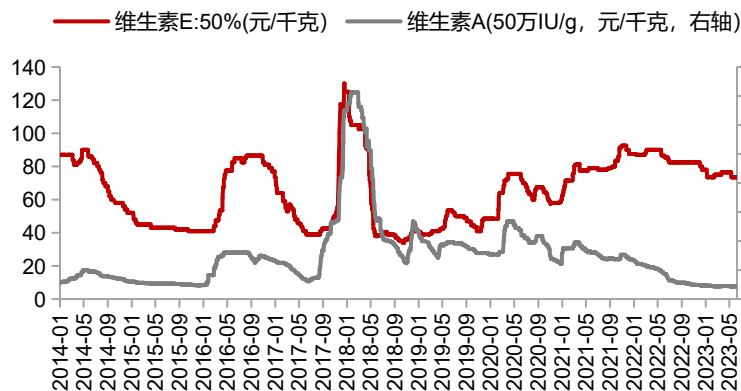
图：新产品收入占比持续提升



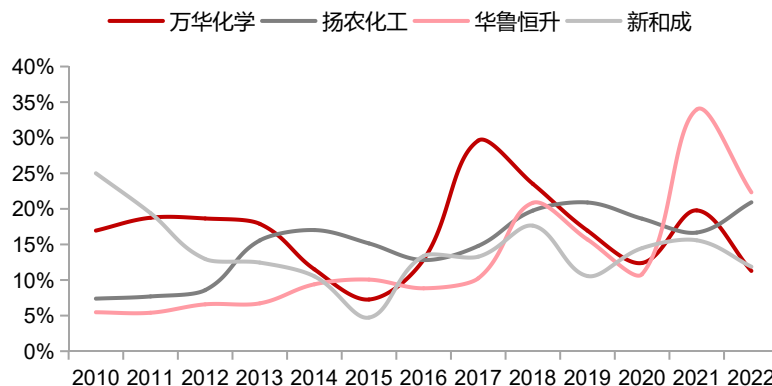
图：22年维生素净利润占比3成左右



图：VA下跌VE维稳



图：ROIC对比



图：公司投资大幅增长



公司是精细化工龙头，多个产品市场份额位居全球前列；随着新项目投产，维生素利润占比降低，业绩稳定性增强，估值和业绩均有望提升，参考帝斯曼合理估值20倍PE以上；2023-2025年净利润预计为42.21/49.86/68.99亿。公司三期员工持股和回购成本均高于现价，股价安全边际高

表：重点公司盈利预测

细分行业	证券代码	证券名称	收盘价 (元)	总市值(亿 元)	股本 (亿股)	净利润(亿元)			EPS			PE			PB
			2023/6/7			2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	2023E	2024E	2025E	
食品饲料添加剂	002001.SZ	新和成	15.41	476	30.91	42.21	49.86	68.99	1.37	1.61	2.23	11	10	7	2.0
	603235.SH	天新药业	27.79	122	4.38	6.47	7.51	9.27	1.48	1.72	2.12	19	16	13	3.2
	603968.SH	醋化股份	17.42	36	2.09	4.46	5.49	6.91	2.13	2.62	3.30	8	7	5	1.7
精细化工新材料	300037.SZ	新宙邦	49.24	367	7.46	15.19	25.22	36.09	2.04	3.38	4.84	24	15	10	4.6
	002254.SZ	泰和新材	21.56	186	8.63	7.67	10.76	13.79	0.89	1.25	1.60	24	17	13	2.7
农药	300796.SZ	贝斯美	11.50	42	3.61	2.58	4.81	6.45	0.71	1.33	1.79	16	9	6	2.5
磷化工	600486.SH	扬农化工	83.16	258	3.10	19.06	22.39	25.90	6.15	7.22	8.36	14	12	10	2.7
	600141.SH	兴发集团	22.28	248	11.12	40.34	46.89	51.37	3.63	4.22	4.62	6	5	5	1.2
	601966.SH	玲珑轮胎	20.97	310	14.77	12.20	19.26	25.23	0.83	1.30	1.71	25	16	12	1.6
轮胎	601058.SH	赛轮轮胎	10.14	311	30.63	18.40	24.05	29.57	0.60	0.79	0.97	17	13	11	2.5
	600409.SH	三友化工	5.33	110	20.64	13.01	21.10	22.53	0.63	1.02	1.09	8	5	5	0.8
纯碱	601208.SH	东材科技	11.06	101	9.18	5.50	7.85	9.23	0.60	0.86	1.01	18	13	11	2.5
	605183.SH	确成股份	17.20	72	4.17	4.45	5.29	6.20	1.07	1.27	1.49	16	14	12	2.6
	300041.SZ	回天新材	11.33	63	5.59	4.06	5.61	7.53	0.73	1.00	1.35	16	11	8	2.4
有机硅	300019.SZ	硅宝科技	16.83	66	3.91	3.65	5.29	6.29	0.93	1.35	1.61	18	12	10	3.0
	600426.SH	华鲁恒升	30.00	637	21.23	54.89	72.13	79.45	2.59	3.40	3.74	12	9	8	2.4
煤化工	600426.SH	华鲁恒升	30.00	637	21.23	54.89	72.13	79.45	2.59	3.40	3.74	12	9	8	2.4
电子特气	688106.SH	金宏气体	24.75	121	4.87	3.10	4.06	5.27	0.64	0.83	1.08	39	30	23	4.3

●资料来源：浙商证券研究所

●注：除兴发集团盈利预测为iFind一致预期外，其余均为浙商化工预测

宏观经济风险

倘若疫情，贸易战等因素反复带来宏观经济增速回落，出行和生产活动下降或将导致化工品需求下滑，带来商品价格下行风险。

原材料价格波动风险

上游原材料价格的剧烈波动会扰乱企业的生产节奏，给企业的成本管控以及产品定价带来压力，从而影响企业的利润。

技术路线迭代风险

今年以来合成生物学等工艺得到市场广泛关注，倘若技术持续革新，或将影响当前部分化工行业竞争格局。

环保政策风险

日益趋严的环保政策和环保督查或将导致化工企业生产停产或减产。

安全事故风险

安全事故等不可抗力因素会导致供需失衡，影响企业生产及盈利能力。

行业的投资评级

以报告日后的6个月内，行业指数相对于沪深300指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深300指数表现 + 10%以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10% ~ + 10%以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深300指数表现 - 10%以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路729号陆家嘴世纪金融广场1号楼25层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街8号富华大厦E座4层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心33层

邮政编码：200127

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>